

美国小企业公募注册监管 及其对我国的启示

赵英杰*

摘要:融资难是限制小企业快速发展的重要问题之一,其融资方式可以分为公募和私募两种。从监管制度看,注册制是各国公募融资审核采取的重要制度之一。《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》要求“推进股票发行注册制改革”。也就是说,股票发行注册制将成为改革的方向。在美国,公募注册融资是小企业融资的重要方式之一。本文对美国小企业公募注册融资监管制度进行了分析,并对我国构建小企业注册监管制度提出了建议。

关键词:小企业 公募注册 监管

一、公募注册监管下的小企业概念及其演进

美国证券监管规则下,小企业并不是单一的概念。按照监管需要,美国的小企业概念体现了层次丰富、灵活多变的特点。联邦证券法下,与小企业

* 上海证券交易所债券业务部员工。

有关的概念主要包括以下三类。

(一) 小型报告公司

小型报告公司概念的前身是小企业(Small Business Issuer)概念,小企业概念则最早出现于1992年。考虑到小企业的融资规模一般较小,对融资的注册成本非常敏感,为避免监管政策过于严格影响小企业融资,在平衡投资者权益保护问题后,SEC于1992年3月发出拟议规则,针对小企业注册监管征求市场意见。

拟议规则中,SEC以收入低于1500万美元为定义小企业。多数评论人士认为收入指标可行,但认为1500万美元的标准过低,另有一部分评论者认为以资本化为基础较为合适,也有一部分评论人士认为综合指标更合适。在最终规则中,SEC将小企业定为收入低于2500万美元的公司。SEC同时规定,如非关联方持有的有投票权的股票价值(指公众持股量)等于或高于2500万美元,则发行人不符合小企业标准。按照SEC的估计,当时大约有3000家报告公司符合小企业定义。

2005年3月,SEC设立了小型公众公司顾问委员会(Advisory Committee on Smaller Public Companies),以评估联邦证券法下的小型报告公司的监管规则,包括小型公司的披露与报告要求,并对改进小型公司的监管规则提出建议。

2007年12月,SEC发布了名为《小型报告公司监管放松与简化》(Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification)的监管规则。该规则于2008年2月生效。拟议规则中,SEC以小型报告公司概念替代了小企业概念,并扩大了概念适用范围。

小型报告公司指公众持有的普通股价值少于7500万美元的公司。对于无法计算公众持有的普通股价值的公司,SEC提供了收入测试法作为替代。按照收入指标,上一财政年度年收入少于5000万美元的公司为小型报告公司。总体上看,评论人员强烈支持SEC扩大小型报告公司适用范围的建议。以此为依据,SEC随后修改了监管规则。

(二) 新兴成长公司(Emerging Growth Companies)

2008年,美国爆发了大萧条以来最严重的金融危机,该次金融危机导致数百万人失去工作。2012年年初,当美国经济显示出缓慢复苏的迹象时,国会在两党的支持下通过了《创业企业融资法案》(Jumpstart

Our Business Startups Act, 简称 JOBS 法案)。考虑到监管成本对公司通过证券市场融资影响很大,JOBS 法案对发行人进行了进一步分类,引入了新兴成长公司概念。新兴成长公司指最近一年总收入不超过 10 亿美元的公司。成为新兴成长公司后,其资格可延续到以下时期中的最早时期:

1. 年收入超过 10 亿美元的第一个会计年度;
2. 首次公开发行五年后的第一个会计年度;
3. 三年内发行不可转换债超过 10 亿美元之日;
4. 成为“大型加快披露公司(large accelerated filer)”之日。

按照法案,10 亿美元的收入标准将根据通胀水平每 5 年调整一次。

JOBS 法案在内部控制、会计、审计和高管薪酬等方面降低了新兴成长公司的披露要求,为新兴成长公司通过股权融资提供了一个新的层次,可以看作一般注册 IPO 的预备期(IPO On - ramp)。

(三) 小额公开发行人

小额公开发行的概念来自 A 条例。^[1] A 条例起源于 1933 ~ 1936 年期间联邦贸易委员会(Federal Trade Commission)和 SEC 发布的联邦证券法下,对特定种类证券发行进行注册豁免的一系列规则。A 条例发行的上限最初被确定为 10 万美元。此后,SEC 对小额公开发行的上限进行了多次调整,其中 1945 年调整为 30 万美元,1970 年调整为 50 万元,1978 年调整为 150 万元,1992 年调整为 500 万元。^[2]

1992 年以来,A 条例的发行申请趋势并不稳定。1997 年前,A 条例发行在呈上升趋势,并在 1997 ~ 1998 年达到高峰。从 1992 年至 1997 年,A 条例发行申请从 15 例增加至 116 例,合规的 A 条例发行申请则从 14 例增加至 56 例。适用案例的增加与 1992 年 A 条例的修改关系密切。除将融资的上限从 150 万美元调整至 500 万美元

[1] A 条例的全称为有条件小额发行豁免(Conditional Small Issues Exemption)。虽然名为豁免,A 条例实际上是一种简化的注册程序。因此,本文将其纳入美国的小公募注册监管进行分析。

[2] Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3 (b) of the Securities Act.

外,该次修改还首次允许发行人在正式发行前,采取“试水(Testing the Waters)”的做法确定投资者购买意向。^[3] 尽管如此,1998年后A条例的发行申请出现了大幅下降。2011年,A条例发行申请仅为19例,合规的A条例发行申请则仅为1例。^[4]

根据美国政府问责办公室(United States Government Accountability Office)的调查,援引A条例小额公开发行业务案例较少与发行上限有关。受到合规等固定发行成本影响,A条例小额公开发行不如其他发行方式具有吸引力。同时,500万美元以下的小额公开发行难以盈利,承销商也不愿意参与其中。^[5] 为缓解这一问题,JOBS法案降低了A条例小额公开发行注册豁免的门槛,将最高发行限额从500万美元提高至5000万美元。

二、小企业与公募注册融资方式的选择

美国证券法下,小企业有多重融资渠道可供选择。从实践情况看,美国小企业在证券市场的主要融资方式包括D条例融资、A条例融资、新兴成长公司注册融资和一般注册融资。

(一) A条例融资与D条例融资比较

1. 历史情况

1992至2012年5月,SEC收到的A条例发行申请仅为1006例。但2010~2011年间,SEC收到的发行量不超过500万美元的D条例发

[3] 一般认为,编制正式发行公告(mandated offering statement)的要求阻碍了创业企业和发展中的公司进行公开融资。因为这些企业在尚不知发行能否成功时继续付出全部合规成本。为此,1992年7月底,SEC发布《小企业监管规则》,允许A条例发行前采取“水”的方式,了解潜在的投资者。当然,试水文件需在首次使用前提交SEC。

[4] GAO, *Factors That May Affect Trends in Regulation a Offerings*, Report to Congressional Committees, July 2012.

[5] GAO, *Factors That May Affect Trends in Regulation a Offerings*, Report to Congressional Committees, July 2012.

行申请已超过 15500 例。^[6]

D 条例下的融资一般被称为私募。同 A 条例融资相比,其最大的劣势在于私募发行不能采取广告和劝诱方式与投资者接触。但从数据上可以看出,尽管有这一限制,D 条例发行仍受到发行人的青睐。这主要与联邦证券监管与州证券监管之间的关系有关。按照美国的注册监管制度,D 条例发行一旦获得豁免注册资格,即可自动豁免各州蓝天法的注册监管,而 A 条例发行则不能自动豁免各州证券法的注册监管。^[7]

尽管如此,援引 A 条例公募仍具有一定优势。主要表现在:

(1) 便于发行人将证券销售给与其有重要关系的投资者,而这些投资者未必符合合格投资者定义;

(2) 可以通过互联网发行;

(3) 可在发行前“试水”——在准备发行通函前向投资者提供简化的披露文件,或与投资者进行口头交流,以确定是否可以成功发行证券。如果投资者人数较少,发行人可以终止发程序,进而节约注册监管的费用。

2. 监管政策最近发展

(1) D 条例监管政策的进展

考虑到 A 条例融资和 D 条例融资的缺陷,JOBS 法案指示 SEC 对 D 条例和 A 条例进行修订。2012 年 8 月,SEC 发布了关于取消私募发行广告劝诱禁令的拟议规则,并向市场征求意见。根据拟议规则,如果所有购买者均为合格投资者,D 条例下 502(c) 条款中的广告劝诱禁令则不适用 506 规则。对于拟议规则,评论者的分歧比较严重,部分评论者担心取消禁令会增加 506 规则发行的舞弊风险和滥用风险,认为 506(c) 条款下对投资者的额外保护是必要的,并因此反对拟议规则。

[6] RuthefordB Campbell Jr., *The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC's Crown Jewel Exemptions*, 2012.

[7] D 条例下与私募发行注册豁免有关的规则主要包括 504 条款和 506 条款。但是,与 A 条例发行相同,援引 504 条款和 505 条款获得注册豁免并不能自动获得各州证券法的注册豁免。实务中,504 条款和 505 条款已经被边缘化。也就是说,援引这两个条款豁免注册发行的案例很少。

2013年7月10日,SEC根据市场意见发布最终规则,取消了广告劝诱禁令。

与拟议规则相同,最终规则要求发行人根据506规则采用广告劝诱方式发行证券时,需采取合理步骤确认所有购买者均为合格投资者。在取消禁令的同时,SEC认为,部分发行人可能不愿意采取广告劝诱方式(并需确认投资者为合格投资者)发行证券,或希望私下里将证券卖给满足506(b)条款的成熟非合格投资者,因此保留了发行人在506(b)条款下,不采取广告劝诱方式进行506规则发行的权利。也就是说,在与潜在投资者沟通时,发行人可以选择是否采取广告或者劝诱方式。^[8]

(2) A 条例监管政策的进展

2013年10月30日,北美证券管理协会(North American Securities Administrators Association,简称NASAA)发出公告,提议修改依据证券法下3(b)(2)节获得联邦注册豁免发行的州协作审查程序,并征求公众意见。SEC则于2013年12月18日针对A条例的缺陷发出名为《证券法3(b)下小额发行和其他发行豁免的修订》(Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act)的拟议规则。该拟议规则对将A条例的融资分为两类:①12个月融资总额不高于500万美元的发行;②12个月融资总额不高于5000万美元的发行。规则保留了现行A条例下发行相关的“试水”、“坏孩子(bad actor)”等规则,但在申请流程等方面更加灵活。

拟议规则对第二类发行人的注册豁免提出了更高的要求,如发行人需在发行文件中提交经审计的财务报告、向SEC提交年度报告、半年度报告和重大实公告、限制投资者购买第二类发行的数量。SEC认为,这些额外要求对于保护投资者利益已经非常充分,因此第二类发行将自动获得各州蓝天法的注册豁免。

按照拟议规则,第一类发行人(即12个月融资总额不高于500万

[8] Final Rules, Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings, July 10, 2013.

美元的发行人)可以自愿选择按照第二类发行人的监管要求申请豁免,以获得州蓝天法的自动豁免。

从 A 条例和 D 条例的监管进展可以看出,未来的 A 条例和 D 条例均将更加具有吸引力。

(二) A 条例融资与一般公募注册融资比较

在监管规则上,A 条例融资与一般注册融资也存在较大的差异,目前的差异主要表现在:^[9]

1. 在依据 A 条例提交发行申请时,申报材料中的财务报告不需审计,且内容要求较为简单;

2. 除非触发一般公募的注册要求,A 条例发行后,发行人不需按照 SEC 针对报告公司 (reporting companies) 制定的披露要求进行信息披露,也不需按照萨班斯法案 (Sarbanes - oxley Act) 针对报告公司的披露要求进行信息披露;

3. 发行人可以在三种表格 (其中一种表格为简单的问答格式) 中选择一种表格,用以制作 A 条例发行的发行通函 (offering circular);

4. 发行人可以在向 SEC 申报材料前“试水”,以确定市场对其证券的兴趣。当然,只有在 SEC 完成发行申报材料的审核,且按规定向投资者披露信息后,发行人才能接受投资人的资金。

(三) 新兴成长公司注册融资与一般公司注册融资比较

JOBS 法案引入了新兴成长公司 (Emerging Growth Companies) 定义,并对新兴成长公司公募注册监管进行了规定。从法案的规定看,新兴成长公司注册融资的监管成本大大降低。

1. 降低高管薪酬的披露标准。如允许新兴成长型公司根据适用于小型报告公司的要求披露高管薪酬、豁免披露 CEO 与一般员工的薪酬比率。

2. 降低招股说明书中的财务信息披露标准。新兴成长公司无须提供超过两年的经审计的财务报告;对于首次公开发行所关联的最早审计日期之前的任何时期,新兴成长型公司无须按照《联邦监管条例》的规定披露某些财务数据;新兴成长型公司无须履行任何新版或修订版

[9] 载 <http://www.sec.gov/info/smallbus/qasbsec.htm#rega>, 2014 年 1 月 10 日访问。

的财务会计准则。

3. 豁免注册会计师对发行人的内部控制进行鉴证的要求。为防止上市公司舞弊欺诈,提高资本市场财务信息质量,萨班斯法案要求公众公司管理层在年报中披露财务报告的内部控制情况,并要求这些公司的注册会计师对管理层的内部控制评估进行鉴证和评价。JOBS 法案豁免了新兴成长公司履行这一条款的义务。

4. 豁免轮换会计师事务所的规则。JOBS 法案豁免了新兴成长公司强制轮换审计师事务所的相关规定。

5. 秘密递交上市材料。JOBS 法案规定,新兴成长公司可以向美国证监会秘密提交 IPO 招股说明书草稿以及后续修订稿。新兴成长型公司可以充分利用这一规定,延迟公开对公司竞争不利或者对上市造成不利影响的信息。

6. 放宽新兴成长公司的信息交流限制。包括允许分析师在“静默期”发表研究报告、允许分析师与潜在投资者进行接触、允许拟上市公司与潜在投资者进行接触等。

上市规则中的部分规定对新兴成长公司具有极大的吸引力。法案生效一周年之际,安永对 JOBS 法案后美国 IPO 市场的变化进行了分析。根据其分析结果,美国的 IPO 市场已由新兴成长公司主导,占法案实施以来 IPO 市场的 83% (安永同时说明,申报材料秘密提交机制降低了申报的透明度,未生效的 IPO 注册公告数量大幅减少,而 SEC 有未发布的相关统计数据,因此无法准确估计准备 IPO 的公司数量)。在申报流程上,大多数新兴成长公司 IPO 时均利用了 JOBS 法案提供的秘密审查机制。安永同时也发现,尽管 JOBS 法案在很多方面降低了信息披露标准,除管理层薪酬披露外,发行人并未利用这些规则。也就是说,发行人只在管理层薪酬方面降低了披露水平。^[10]

(四) A 条例融资与新兴成长公司注册融资比较

如果发行人既符合新兴成长公司的条件,募集资金也在 A 条例规定的范围之内,则可在 A 条例融资与新兴成长公司注册融资两种监管

[10] The Jobs Act: One - year Anniversary, An Overview of Implementation after One Year and an Analysis of Emerging Growth Company Trends, April 2013.

方式之间进行选择。从前述分析中我们已经可以看出两种融资监管方式的差异。总的说来,A 条例融资比新兴成长公司注册融资的监管要求更低,如果能妥善协调联邦注册监管与各州蓝天法注册监管之间的关系,A 条例融资很可能成为小企业公募融资的重要选择之一。

三、信息披露与小企业注册监管

作为注册制的实践者,美国的证券注册监管是以信息披露为核心的。为避免信息披露负担过重阻碍小企业注册融资,美国建立了小企业信息披露制度。

(一) 小型报告公司注册信息披露制度的演进

小型报告公司注册信息披露制度起源于 SEC 于 1992 年 7 月底发布的《小企业监管规则》(Small Business Initiatives),简化信息披露是该规则降低小企业证券公开交易成本的重要一步。

《小企业监管规则》在证券法和证券交易法下新设了 S-B 条例。为降低发行人的合规成本,提高创业企业和发展中的公司的融资能力,S-B 条例对小企业信息披露要求进行了简化,符合条件的小企业可以使用 S-B 条例规定的表格体系进行信息披露。除简化 S-18 表格并命名为 SB-2,以便于小型发行人注册外,S-B 条例的披露体系与当时 S-K 条例的披露体系非常相似,但 S-B 条例的信息披露要求较低。如对企业描述方面,S-K 条例要求大型发行人披露近五年的业务发展,而 S-B 条例仅要求小企业披露近三年的业务发展。

2005 年 3 月,SEC 设立了小型公众公司顾问委员会,委员会由不同行业的中小企业代表、投资者、法律与会计专业人士、投资银行、风险投资专业人士和学者组成。2006 年,顾问委员会发布建议公告,建议在 S-K 条例等规则的披露项目中加入小企业适用的特别披露要求,作为小型报告公司的信息披露依据,以简化和提高小型公司的信息披露与报告规则。公告的主要建议包括:

1. 建立新的适用小企业的简化证券监管系统;
2. 将适用于小型发行人的信息披露规则 S-B 条例并入 S-K 条

例,使 S-K 条例适用于所有微型公司,同时不再针对小企业指定单独的特殊披露表格;

3. 将 S-B 条例下最初适用于小企业的简化财务报告要求并入 S-K 条例和 S-X 条例,使其适用于所有小型和微型公司。

由于过渡期公司大幅减少,拟议规则同时建议删除“过渡期小型公司披露表格(transitional small business issuer format)”。

SEC 收到 21 封评论信。总体上看,评论人员强烈支持 SEC 简化小型报告公司披露要求,以及通过引入小型报告公司概念(用小型报告公司概念代替小企业概念)扩大相关披露规则适用范围的建议。SEC 根据评论建议相应修改了监管要求。

2011 年,SEC 设立小企业与新兴成长公司顾问委员会(Advisory Committee on Small and Emerging Companies),并多次在公开会议中讨论信息披露问题。2013 年 2 月,顾问委员会提出了修改部分针对中小公众公司信息披露要求的建议。

除上述针对小企业信息披露的工作外,SEC 还进行了针对所有企业的信息披露监管工作,如 1995 年,SEC 设立了披露简化工作组(Task Force on Disclosure Simplification),同时设立资本形成与监管过程顾问委员会(Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes),为 SEC 提供证券公开发行方面的信息披露、报告要求和监管过程建议;1996 年,SEC 发布证券发行过程监管概念公告,概念公告对公司注册概念、证券法与证券交易法信息披露规则整合等方面进行了规定;2002 年,萨班斯法案加强了公众公司财务信息披露责任,如关于财务报告的内部控制与报告程序等;2005 年,SEC 修改了证券法下的注册、信息交流与发行程序。

(二)相对简单:小型报告公司信息披露的主要特点

与适用普通公司的信息披露相比,现有规则中小型报告公司信息披露的主要特点是相对简单。^[11]

1. 业务描述。小型报告公司的业务描述比其他公司简单,不需要

[11] SEC, Report on Review of Disclosure Requirements in Regulation S-K, As Required by Section 108 of the Jumpstart Our Business Startups Act, December 2013.

提供季节性信息、营运资金信息、重要客户身份和某些重要政府合同信息等内容。

2. 财务数据。主要简化内容包括：

(1) 在注册公告中,小型报告公司只需提供注册公告中审计报告涵盖期间的财务数据。同时,不需提供普通公司注册时需提交的部分补充财务数据,如最近两个会计年度中每个季度扣除非经常性项目前的净收入、毛利等数据和会计变更的影响。

(2) 管理层讨论与分析。小型报告公司和只提供两年财务报告信息的新兴成长公司可只提供两年(而不是三年)的分析。

(3) 小型报告公司不需披露收益与固定费用比率(Ratio of Earnings to Fixed Charges)。

(4) 财务报告的内部控制。以小型报告公司为主的非加速披露公司(Non-accelerated filers)不需提供注册会计师的内部控制鉴证报告;新注册的公众公司不需提供管理层编制的财务报告相关的内部控制年度报告;新兴成长公司也不需提供萨班斯法案要求的与财务报告相关的内部控制鉴证报告。

3. 管理、证券持有人和公司治理。

(1) 高管薪酬。由于薪酬结构较为简单,小型报告公司只需提供过去两个会计年度(而不是三年)的高管汇总薪酬表,且披露的高管范围非常有限,披露的要求也很低。按照 JOBS 法案,新兴成长公司也可按照小型报告公司的要求进行披露。

(2) 特定关系与相关交易的披露。如果相关方与公司形成披露要求中列举的特定关系后不再发生交易,则此前发生的类似交易也不需披露。

(3) 公司治理。在注册生效后的第二个年度报告前,小型报告公司不需披露其是否有审计委员会财务专家。同时,小型报告公司不需披露薪酬委员会报告等文件。

4. 注册证券相关的披露。小型报告公司不需披露注册普通股的股票价格、股利等信息。股票业绩图只需在与选举董事有关的年度报告中披露。其他情况下,小型报告公司一般不需提供股票业绩图。

(三) A 条例注册信息披露

相对注册公开发行而言,发行人依据 A 条例豁免发行(简易注册)时,其发行申报材料的主要依据是 1-A 表格。从 SEC 的监管看,其披露要求更为简单,如财务报告不需审计,内容要求也较为简单。

四、小企业公募注册的监管

(一) 小企业公募注册的监管者

SEC 负责公募监管的主要部门是公司融资部(Division of Corporation Finance)。从职责上看,公司融资部主要负责信息披露监管,解释 SEC 的监管规则,并向 SEC 提议实施新的监管规则。公司融资部内设 12 个基础行业办公室,包括医疗保健和保险业、消费业、信息技术与服务业、自然资源业、交通运输与休闲业、制造与建筑业、金融服务业、不动产与商业、饮料服装采矿业、电子机械业、电信业、金融服务业。每个行业办公室约有 25~30 名员工,主要由会计师和律师构成。行业办公室员工总数占公司融资部员工总数的 80%。

为便于小企业公募监管,公司融资部下设了小企业政策办公室(Office of Small Business Policy),负责回答与小型公众公司(包括小型报告公司)有关的披露问题,以及与私募和跨州发行等有关的问题。

另外,在注册申请和后续监管过程中如遇到与财务资料有关的问题,公司融资部通常需首席会计师办公室提供专业意见,因此首席会计师办公室在小企业公募监管方面也发挥着重要的作用。

(二) 注册监管过程中关注的主要问题

信息披露是 SEC 的注册监管的核心内容。在小企业注册监管过程中,公司融资部的关注点包括:^[12]

1. 信息披露基本要求。(1) 信息披露简单易懂(Plain English)。为保证信息披露的明晰性,SEC 专门制定了《简明英语手册——如何编

[12] 载 <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfsmallcompanyregistration.htm>, 2014 年 1 月 15 日访问。

制 SEC 披露文件》(A Plain English Handbook, How to Create Clear SEC Disclosure Documents), 指导注册文件的编制。

(2) 不能进行误导性披露。为此, SEC 经常提醒发行人平衡 (balanced) 披露业务和发行的正面和负面信息。

(3) 不能遗漏重大信息。例如, SEC 经常提醒发行人, 如果会计师对发行人的持续经营能力表示重大疑虑, 相关信息不能遗漏。

(4) 数据的准确性。对于发行文件中的宣传文件或者统计数据, SEC 要求发行人提供书面的证明文件进行佐证。

2. 管理层讨论与分析。为保证管理层讨论与分析的披露质量, SEC 曾于 1989 年和 2003 年两次发布解释规则, 解释规则以列举和 SEC 评论等方式对管理层讨论与分析的披露做出了详尽的要求, 足以说明 SEC 对管理层讨论与分析的重视。

3. 募集资金使用。发行人需披露募集资金的主要用途。如果发行人是以最大努力为基础 (make its offering on a best efforts basis) 发行证券, 则需披露不同发行情况下的募集资金分配方法。

4. 公司发展相关的未来信息的披露。SEC 经常建议公司加强对已知的重要未来信息 (如未来发展趋势、需求、事件等), 或虽不确定, 但可能对公司有重大影响的未来信息的披露。可见, SEC 非常重视未来信息的披露。

5. 董事高管信息的披露。SEC 要求公司对董事和高管的商业经验以及教育背景进行简要披露。如果公司高管是兼职的, 发行人需披露兼职高管正在从事的其他工作。

6. 发行与挂牌信息披露。如果证券发行是通过董事或其他非承销商的人员销售证券, SEC 要求发行人披露负责发行的人员, 并描述这些人员拟发行证券的方式。

如果发行人说明证券将在金融业监管局的柜台公告板 (Financial Industry Regulatory Authority's Over the Counter Bulletin Board) 挂牌, SEC 要求发行人说明其并非上市, 仅是在公告版 (Bulletin Board) 报价转让 (quoted), 以免误导投资者。

7. 存量股发行。如果发行人说明现有股东将在发行中转让存量股, 发行人需披露转让者名称、近三年是否与公司存在特殊关系、拟转

让数量、转让后持股数等信息。如果转让人为机构,SEC 要求披露对该机构有重大影响的自然人情况。

8. 最近的非注册发行。S - K 条例要求公司披露近三年非注册发行证券的情况,但 SEC 经常会要求公司将披露范围扩大到三年以外,披露内容包括发行时间、发行金额、种类以及承销商、投资人等信息。另外,SEC 经常提醒公司披露私募发行的监管依据、投资者的投资经验(sophistication level)以及私募投资者在注册发行过程中接触的信息。

9. 仙股(penny stock)发行。如果发行的证券属于证券交易法规定的仙股,SEC 较为关注发行公告中的历史损失情况、未来继续损失的可能性和发行人有限的经营业务,并有针对性地要求公司进行信息披露。

10. 发行价格。如果申请注册的证券在注册前没有交易市场,SEC 会要求发行人确定并披露固定的发行价格。

五、美国小企业公募注册监管的逻辑

从监管规则及其制定和演变过程看,美国小企业公募注册监管的逻辑是较为清晰的。主要表现在以信息披露为核心、重视平衡监管成本与投资者保护、充分采纳市场意见、对监管规则进行修改等。

(一) 以信息披露为核心

美国证券监管的核心是信息披露。也就是说,凡与证券投资价值和投资者投资决策的有关所有实质性信息均必须披露。至于公司的投资价值,SEC 没有,也不会进行实质性判断。无论是注册过程还是注册后的持续监管,均明显地体现了这一特点。哪怕是长期亏损的仙股,只要按照 SEC 的要求进行了充分的信息披露,SEC 也允许公开发行人。

(二) 重视平衡监管成本与投资者保护

由于融资规模一般较小,小企业对融资监管成本非常敏感。为避免监管成本过高影响小企业融资,SEC 多次对监管规则进行修订。从修订情况看,每次修订均是在降低监管成本方面做文章。即使是制定新的监管规则,SEC 往往也会充分考虑小企业的承受能力,根据情况对其进行例外规定。例如,为避免提早公开披露对发行人竞争不利或者

对上市造成不利影响,JOBS 法案允许新兴成长公司在注册过程秘密递交申请材料。

再如,最近发布的薪酬支付(Pay Ratio Disclosure)拟议规则。金融危机中,部分公司的管理层薪酬水平引起了美国公众关注。为保护公众利益,《多德法案》(Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)对公司薪酬披露作出了要求,并指示 SEC 修改披露规则。2013 年 9 月 18 日,SEC 发出拟议规则,但拟议规则明确说明该修订不适用新兴成长公司和小型报告公司。

在降低监管成本的同时,SEC 并未忽视投资者利益的保护。例如 SEC 于 2013 年 12 月 18 日发出的名为《证券法 3(b) 下小额发行和其他发行豁免的修订》的拟议规则。该规则中,SEC 并未简单的根据 JOBS 法案的要求将 A 条例融资注册豁免的上限提升至 5000 万美元,而是将在平衡投资人利益保护后,将 A 条例的融资分为两类:即 12 个月融资总额不高于 500 万美元的发行和 12 个月融资总额不高于 5000 万美元的发行。对于后一类发行,SEC 提出了更高的监管要求。SEC 赋予这类发行人自动获得各州蓝天法的注册的资格,是因为其相信这些额外要求可以充分保护投资者利益。

(三) 注册审核比较严格

SEC 对小企业注册审核的严格程度可以从注册审核时间看出。从实践情况看,A 条例豁免(简易注册)发行过程的复杂程度不亚于普通注册发行。SEC 提供的数据表明,2002 ~ 2011 年的 82 例 A 条例发行中,提出豁免(简易注册)申请至获批的平均审核时间为 228 天。审核时间较长导致部分小企业中途放弃 A 条例小额公开发行。1992 年至 2012 年 5 月,申请 A 条例发行的 1006 例中,有 214 例被放弃或撤回。放弃或撤回的发行申请中,部分发行人选择了其他募集资金方式。^[13]

与 A 条例融资相比,一般公募发行注册从申请至获批的时间则要短得多。据统计,2006 ~ 2008 年,首次公开发行的(IPO)的平均审核时

[13] GAO, *Factors That May Affect Trends in Regulation a Offerings*, Report to Congressional Committees, July 2012.

间是 70 天,其中用时短的仅需 45 天。

这种结果可能与小企业公募融资时缺乏中介服务有关。由于融资规模较小,小企业公募融资时面临的监管成本和中介费用相对较高,迫使小企业为节约费用自行销售证券。^[14]同样的原因,小企业在注册过程中也会由于缺乏中介服务,导致申请材料质量低下,进而影响注册流程。从分析审核时间可以看出,SEC 并未因小企业缺乏中介服务降低审核要求。

(四) 充分征求市场意见

SEC 在制定监管规则时,多会事先发布拟议规则向市场征求意见。拟议规则一般较为详尽,会将需征求意见的问题逐一列出。而后续规则则会市场的各种意见和 SEC 的意见逐一说明。即使从篇幅也可以看出 SEC 制定规则时考虑的问题较为全面,例如,2013 年 12 月 18 日发出的拟议规则《证券法 3(b) 下小额发行和其他发行豁免的修订》的篇幅长达 387 页,不仅包括背景介绍、修改建议、意见征求方式,而且包括经济分析和拟议规则制定前 SEC 已经完成的调研工作(如对发行人估计、对发行人的负担)、规则的灵活性等内容。

由于调研充分,其效果也相对较好。如 JOBS 法案发布后,安永在法案生效一周年之际发现美国的 IPO 市场已由新兴成长公司主导,占法案实施以来 IPO 市场的 83%。

(五) 蓝天法的影响越来越小

美国各州的蓝天法起源于 1911 年堪萨斯州的州证券法。至 1933 联邦证券法制定前,美国的证券销售几乎全部是由蓝天法监管的。1933 年美国制定联邦证券法时,大量参考了各州的证券监管经验。由于联邦证券法保留了各州证券监管委员会的司法权,蓝天法至今在证券法律实务中仍具有重要地位。一般认为,蓝天法是美国政治系统对证券市场舞弊的反应。但这种观点并未得到广泛认可。从立法过程看,蓝天法与一般法律差别不大,同样受到各利益集团的影响。尽管蓝天法并非单纯利益集团游说的结果,但证据表明,既得利益者在立法过

[14] Rutheford B. Campbell Jr., *Regulation A, Small Businesses Search for "A Moderate Capital"*, 1-1-2006.

程中发挥了重要作用。^[15]

无论蓝天法的真实目的(或主要目的)是什么,从现实情况看,美国的蓝天法极为复杂,已经对小企业注册融资产生了不利影响。为避免各州蓝天法的注册监管规则影响小企业的融资,NASAA对促进各州简化证券注册程序做了大量工作。在协调监管过程中,NASAA引入了SCOR表格和区域审查程序(Regional Review Program)。

SCOR表格是NASAA1996年引入的问答形式的标准化注册表格,可以简化和降低发行人的注册成本,目前有44个州采用,已经成为州层面证券发行的主要披露文件。

区域审查程序则是各州之间协调审核流程的另一种重要方式。参与区域审查程序的州在审核发行注册的时间窗口、关注问题等方面采用统一的注册标准,大大降低了潜在发行人的发行成本。同意采用区域审查程序的州主要位于美国的新英格兰、大西洋中部、中西部、西南部、东南部和西部地区。根据NASAA统计,已有37个州参与了区域审查程序。一旦完成区域审查,发行人即同时完成了在多个州的注册。

除NASAA的协调监管工作外,SEC的监管规则中也可看出各州蓝天法影响的式微。如A条例豁免注册发行,JOBS法案前,依据A条例的公募不能自动获得各州蓝天法的注册豁免。由于蓝天法的合规要求是影响A条例融资的重要因素之一。^[16]JOBS法案后,SEC制定了拟议规则《证券法3(b)下小额发行和其他发行豁免的修订》,建议12个月融资总额在500万美元和5000万美元之间的A条例发行自动获得各州蓝天法的注册豁免。

[15] Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, Texas Law Review, Volume 70, Number 2, December 1991.

[16] GAO, *Factors That May Affect Trends in Regulation a Offerings*, Report to Congressional Committees, July 2012.

六、构建我国小企业公募注册监管制度

(一) 现行小企业公募监管制度

经过二十余年的发展,我国已经初步形成了多层次的证券市场。其中,与小企业公开发行证券有关的监管制度主要包括股票发行监管制度和债券发行监管制度。

1. 股票发行监管

适用小企业股票发行监管的制度主要是中小板 IPO 制度和创业板 IPO 制度。与美国注册监管制度不同的是,我国的股票 IPO 监管制度中有明确的财务指标要求。其中,创业板 IPO 的财务指标为:发行人最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于 1000 万元,且持续增长;发行人最近一年盈利,且净利润不少于 500 万元,最近一年营业收入不少于 5000 万元,最近两年营业收入增长率均不低于 30%。另外发行人需具备一定的资产规模,具体规定最近一期末净资产不少于 2000 万元,发行后股本不少于 3000 万元。

中小板 IPO 的财务条件为:最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元;最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元;或者最近三个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元;发行前股本总额不少于人民币 3000 万元;最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 20%;最近一期末不存在未弥补亏损。

2. 债券融资

相对股票市场而言,我国公司债券市场发展较为缓慢。目前,小企业可采取的债券公募融资方式主要包括公司债券、企业债券、中期票据和短期融资券。从规则上看,这些融资方式并非针对小企业制定。除公司债券外,其他融资方式均没有明确的发行门槛,但由于针对性不强,小企业使用得不多。

(二) 注册制是小企业融资监管改革的方向

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问

题的决定》明确指出,“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重”。这一决定明确了股票发行注册制改革的方向。

事实上,不仅股票发行需采取注册制,债券的特点决定了债券发行更应采取注册制。与股票不同,债券的重要特点之一是机构投资者为主,而机构投资者在分析发行人偿债能力,进行自我保护方面的能力较强。从这个角度说,债券发行似乎更加适合以信息披露监管为核心的注册制,而不是其他发行审核制度。

(三) 构建我国小企业公募注册监管制度

1. 建立层次丰富的资本市场

美国小企业注册监管制度的特点之一是为小企业提供了维度丰富监管选择。小企业既可选择公募融资,也可选择私募融资,在公募融资方面,小企业既可 A 条例融资,如果符合条件,也可选择作为新兴成长公司融资,或者选择普通注册融资。不同的融资监管规则下的监管成本差异加大,公司可以根据自身情况进行选择。

我国已初步形成多层次的证券市场,小企业通过公开发行股票融资时,可以考虑通过中小板公开发行股票,符合业绩增长条件也可以选择创业板公开发行股票,甚至可以到主板公开发行股票;在选择公开发行债券融资时,可以选择中期票据和短期融资券等方式,已经上市的小企业还可以选择公司债券融资。但是,对于小企业而言,这些选择尚不能满足需要。

从现有制度看,小企业公开发行证券,尤其是公开发行股票需承担较高的监管成本,对于部分监管成本承担能力较弱的小企业并不适合。同时,中小企业板和创业板公开发行的条件均设置了较高的财务门槛,也限制了小企业通过公开发行证券融资的能力。

美国小企业公募融资注册监管规则为我们提供了可供借鉴的样本。例如可以考虑借鉴 A 条例简易注册规则,为难以承担较高监管成本的小企业提供公开发行证券的机会,进一步丰富小企业公募融资监管的层次。

2. 推出差异化的信息披露规则

注册制的核心是信息披露监管。在建立注册制时,必然重新审视

现有的信息披露规则,以适应监管理念的变化。美国的信息披露规则将发行人分为小型报告公司和一般公司,以降低小企业的信息披露合规成本。这一做法也可为我国借鉴。

3. 加强投资者保护机制

从某种程度上说,较低的监管成本意味着较少的监管,从而减少对投资者的保护。为避免监管放松损害投资者利益,必须在投资者保护方面有所考虑。

注册制推出后,尤其是对小企业注册发行降低门槛后,市场上很可能出现新股激增的局面。面对繁多的新股,投资者需要更加专业。为避免那些听消息、炒概念的投资者影响小企业注册监管,可考虑对低门槛的小企业公募注册建立合格投资者制度。

4. 完善司法制度

从现实看,我国证券市场的诚信制度尚待完善,由于上市带来的财富效应,甚至严格审核也难以完全避免公开发行过程中的造假行为,如万福生科、绿大地。这不仅是因为中介机构未能发挥有效作用,更是因为国内造假的成本太低。

实施注册制后,发行监管将以信息披露为核心,市场监管的重心则将后移,但目前证券市场还缺少完善的法律法规,并不能为注册制保驾护航。为此,必须修改《证券法》等法律法规,如完善民事赔偿制度、引入集体诉讼制度等,对造假形成威慑力。