

美国小企业 IPO 危机与 《JOBS 法案》的尴尬应对

王 啸*

摘要:21 世纪以来,美国本土企业年均只有 100 余家实现 IPO,远低于 20 世纪最后二十年的平均水平;小企业 IPO 不足其 1/3。2012 年《JOBS 法案》正是在此背景下诞生。《JOBS 法案》抓住“监管负担重”这一难证真伪的命题做文章,但实践中并没有解决小企业融资难的问题。我国证券立法不必跟随《JOBS 法案》亦步亦趋,但可以借鉴其审时度势、问题导向的立法精神,以及充分讨论,理性争议的立法氛围。

关键词:小企业 IPO 《JOBS 法案》

一、美国小企业 IPO 危机与《JOBS 法案》的 出台

美国资本市场一向是全球“羡慕嫉妒恨”的对

* 中央财经大学兼职教授,会计学博士、金融法学博士后。

象。(the envy of the world)^[1]它不仅规模庞大,^[2]而且自我修复能力、透明度和效率举世无双。^[3]即便如此,小企业融资难问题同样长久困扰着美国市场的决策者。21 世纪以来 IPO 市场的严重衰退,则是小企业融资疾苦的图景中尤为凸显的一幕。

(一) 小企业 IPO 危机纵览

1. IPO 持续衰退,小企业尤甚

2001 ~ 2012 年美国年均仅发生 111 家 IPO,与 1991 ~ 2000 年年均 436 家相比,降幅高达 75%。^[4]考虑到实际 GDP 的增长,IPO 家数下

[1] 参见 SEC 前主席 Arthur Levitt(1998 年)在哈佛大学肯尼迪政治学院的演讲(Today, America's capital markets are the envy of the world),载 <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch223.htm>。此句后被多次引用,如现任主席 Mary Jo White(2013 年)在证券交易商联盟第 80 届市场结构大会上的演讲,载 <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539857459>。

[2] 美国资本市场的上市公司市值约为 18 万亿美元,与美国 GDP(16 万亿美元),银行及保险业资产规模(15 万亿美元)相当。数据来自世界交易所联盟,美联储及联邦统计局网站。

[3] 参见同上(Their resiliency, transparency and efficiency stand second to none)。

[4] 美国历年 IPO 家数的统计数据来自多篇学术论文或商业性研究报告,由于具体统计口径的差异,不同资料统计的历年 IPO 数量有所差异,但显示的趋势一致,具体差异并不影响本文观点。(参见 Xiaohui Gao, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?* Working Paper, August 26, 2013; Steven M. Davidoff, Paul Rose, *The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm*, working paper, Feb, 2014; Grant Thornton, *Capital Market Series, Market Structure is causing the IPO Crisis - and More*, by David Weild and Edward Kim, June 2010; Grant Thornton, *Capital Market Series, A wake-up call for America*, November 2009, SEC staff, the IPO Task Force, *Rebuilding the IPO On - Ramp Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, October 2011; Renaissance Capital. *US IPO Market 2013 Annual Review*, January 2, 2014; Renaissance Capital *IPO Intelligence, US IPO Market 2013 Annual Review*, January 2, 2014) 例如, Gao etl(2013 年)的论文统计 2009 ~ 2012 年 IPO 家数分别为 41 家、92 家、81 家、94 家; Renaissance Capital 的 2013 年度 IPO 报告统计同一期间的 IPO 家数分别为 63 家、154 家、125 家、128 家。前者数量明显少于后者,但增减趋势是一致的。差异的原因是因为 Gao etl(2013 年)对 IPO 的统计剔除了:(1)外国公司发行的 ADRs;(2)特殊企业 IPO,包括“空头支票公司”(类似于我国“壳公司”)、信托机构、封闭式基金、REITS 的 IPO;(3)特殊发行方式的 IPO,包括分拆上市、超低价发行等; Renaissance Capital 对 IPO 的统计口径仅剔除了市值 5000 万美元以下的发行人及 SPAC。

滑的真实幅度尤甚。小企业 IPO 的衰退更加严重。^[5] 2001 ~ 2012 年, 每年平均不到 30 家小企业 IPO, 占同期 IPO 家数不足 1/3, 数量和占比远低于 20 世纪水准。^[6]

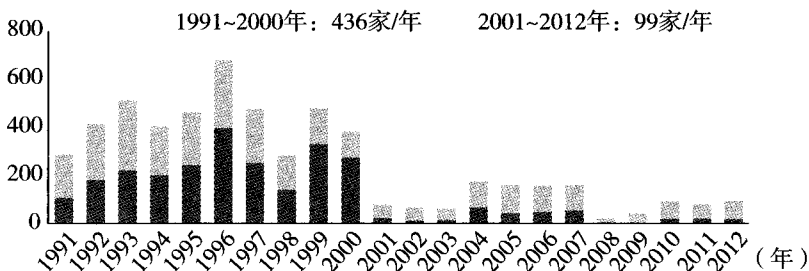


图1 美国小企业 IPO 断档危机

资料来源: Xiaohui Gao, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?* Working Paper, August 26, 2013, 并与多种计算口径的研究报告核对。

与此同时, 单笔 IPO 募集金额越来越高。1980 ~ 2000 年每笔 IPO 平均募资 9129 万美元, 2001 ~ 2009 年提高到单笔 IPO 募资 2.73 亿美元, 最近三年(2010 ~ 2012 年)更高达每家 3.15 亿美元。^[7] IPO 市场好像越来越嫌贫弃小。遥想 1971 年英特尔公司 IPO 时, 募集资金仅 800 万美元, 市场估值仅 5300 万美元。如果在今天, 恐怕将与上市无缘了。

这种状况同样反映于科技股 IPO, 根据“互联网女皇”Mary Meeker 的 2014 年报告,^[8] 全球科技公司在美 IPO 于 2000 年 3 月(科技股泡沫破灭前)达到峰值, 1999 年、2000 年分别有 310 家, 221 家 IPO, 到

[5] SEC 官方及学术界对小企业的划分通常有两种方式: (1) IPO 前 12 个月销售收入 (5000 万美元为界区分小、大公司); (2) IPO 时总市值 (以 7500 万美元, 7 亿美元为界区分小、中、大公司)。为避免通货膨胀对币值的影响, 对不同年度的小企业进行比较时, 会以某年度购买力为基准调整。两种方法的统计结果通常有差异, 但不影响所体现的变化趋势。

[6] 资料来源同注 4。

[7] 资料来源同注 4。

[8] 参见 Mary Meeker, *Internet Trends 2014 - Code Conference*, May 28, 2014, 载 <http://www.kpcb.com/InternetTrends>。

2013 年仅有 41 家,下滑幅度为 87%,筹资金额的降幅也高达 73%。^[9]退出渠道不畅的同时,获得风险投资的科技公司家数和融资总额也大幅下滑,2013 年比 2000 年分别下滑 50% 和 77%。

2. 上市公司家数衰减

与 IPO 后继乏力相伴的是上市公司存量衰减。从 20 世纪末以来,美国上市公司数量持续下滑。在互联网泡沫期间(1997 年)公司总数达到 8823 家的峰值,而后每况愈下,到 2008 年国际金融危机期间,减至 5401 家。金融危机后基本稳定,至今在维持在 5500 家左右,距 2008 年高峰期下降幅度接近 40%。^[10]若以 1997~2013 年实际 GDP 的增长率进行调减,下降比例将高达 60% 以上。

如果在美国资本市场全部上市公司的基础上,扣除:(1)非美国公司(1581 家);(2)金融类公司(银行、保险公司、投资银行/经济商、其他金融服务等,共计 827 家);(3)市值低于 5000 万美元的微型公司(可视为处于退市边缘,529 家),测算出美国本土的,非金融类的,处于正常经营状态的公司数量约 3200 家。^[11]

3. 退市家数多于上市

与上市相对应的是公司退市,包括由于不符合交易所的维持上市条件而被强制退市,自愿退市,以及因收购、企业合并造成的退市。以纳斯达克交易所为观察对象(如表 1 所示),除了 2013 年之外,各年度

[9] 1999 年、2000 年分别有 310 家、221 家 IPO,2013 年仅有 41 家,下滑幅度为 87%。2010 年、2011 年、2012 年的状况类似,也分别仅有 48 家、44 家、43 家 IPO。在之前的 2008 年和 2009 年国际金融危机期间,更是寥寥无几,分别为 6 家和 15 家 IPO。在 2001 年至 2007 年,最多也仅在 2007 年达到 65 家。筹资金额在 1999 年和 2000 年都达到 310 亿美元。2013 年这一数字为 80 亿美元,降幅达 73%。参见上注。

[10] 美国目前有 16 家有“国家证券交易所”牌照的证券交易所。但纽约股票交易所、美国股票交易所、纳斯达克股票交易所囊括了美国几乎全部的上市公司及市值。其他“区域性”交易所、新兴交易所、以期权等衍生品为主的交易所以及另类交易系统的交易场所,几乎没有单独上市的公司。无论是交易所网站提供的数据库,世界交易所联盟(World Federation of Exchange),或者职业界、学术界对美国上市公司的统计,毫无例外地选取 NYSE, NYSE AMEX, NASDAQ 三家交易所为对象,将其他交易所忽略不计。本文的上市公司数量对上述资料来源进行了交叉核对。作为印证,美国证监会主席 Mary Jo White 曾于 2013 年 10 月的一次演讲中称:“美国上市公司数量大约 4900 家,从 1997 年的 8829 家的峰值滑落至此。”

[11] 在扣除三类公司时,将重复扣除的部分进行了加回处理。

退市数量均多于新上市数量(新上市既包括 IPO 的上市,也包括转板上市及其他类型的上市)。

表 1 NASDAQ 股票交易所上市公司、新上市及退市家数(2007 ~ 2013 年)

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
NASDAQ	2637	2577	2680	2778	2854	3023	3135
其中:NASDAQ/NGS	1482	1446	1460	1323	1310	1288	1156
NASDAQ/NGM	610	634	750	975	1062	1222	1478
NASDAQ/NCM	545	497	470	480	482	513	527
新上市	196	124	124	155	104	119	204
其中:IPO	126	72	78	89	33	13	132
从 NYSE/NYSE							
AMEX 转板	31	16	11	12	24	61	32
从 OTC 升级转板	39	36	35	54	47	45	40
ETFs, 结构化产品及 其他	43	34	27	40	27	58	86
当年退市	136	227	222	231	273	231	262
上市率 = 当年上市/去年年 底上市公司家数	8%	5%	4%	5%	3%	4%	6%
退市率 = 当年退市/去年年 底上市公司家数	5%	8%	8%	8%	9%	7%	8%

资料来源:NASDAQ OMX 集团公司 2007 ~ 2013 年年度报告。

4. 并购的勃兴难以冲销 IPO 之忧

被更大的公司并购(Merger & Acquisitions, M & A),已经取代独立发展的 IPO 模式,成为小企业最主要的出路(如图 2)。与此相适应,并购也取代 IPO 成为风险投资基金主要的退出渠道。^[12] 如果并购模式能够取代或有效地补充 IPO,那么对 IPO 的颓势,大可不必杞人忧天。然而,并购替代 IPO 蔚然成风的背后,隐含着社会深层的忧患:

[12] 例如,目前 KKR 等全球前九大 PE 均转型为并购基金。

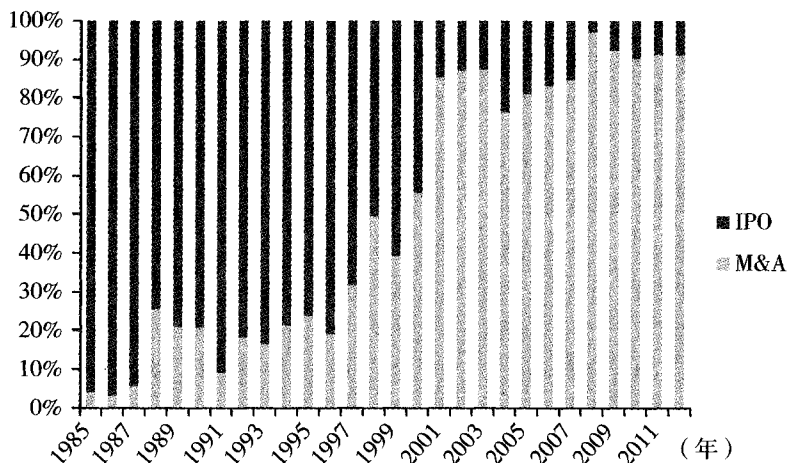


图 2 M & A 与 IPO 家数对比

资料来源:the National Venture Capital Association 2014。

第一,与企业独立上市不同,并购未必带动就业增长。两个企业合并后短期内,为消除冗余岗位,通常发生裁员。只有长期内整合成功,才有可能弥补裁员导致的就业损失并产生新增就业。第二,并购可能抑制小企业的颠覆式创新。英特尔、微软、戴尔电脑当年都是典型的小公司 IPO。如果被昔日行业霸主收入囊中,就不会出现西雅图等公司所在地的产业及就业繁荣。第三,并购无法让投资者分享到公司独立上市和做大做强经济成果。^[13]

5. 小结

以上对 21 世纪以来美国企业 IPO 状况作了全景扫描:美国本土企业 IPO 家数年均 100 余家,远低于 20 世纪后 20 年的水平;小企业年均 IPO 不足其中 1/3。目前美国本土的实业经营上市公司 3000 余家;每年退市家数通常超过 IPO 及其他途径的全部上市家数。虽然并购的兴起可以从退出渠道上削减 IPO 衰退的问题,但并购在增加就业、鼓励创新、为投资者创造财富等方面,无法取代 IPO 的重要地位。这种状貌引发了

[13] 对 M & A 产生的问题的分析,参见 *SEC the IPO Task Force, Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, pp. 6-7, Oct. 20, 2011。

美国官方及民间的忧患意识,各方见仁见智,探析原因,寻找对策。

(二) IPO 危机探源:美国资本市场结构的深刻变迁

21 世纪的美国企业 IPO 危机不是单一因素造成的。一系列立法、监管的事与愿违、中介机构生存模式的演化,投资者结构及投资机构盈利模式的改变,无意间汇成一股庞大的力量,阻碍了小企业通向资本市场之路。2011 年 10 月,《创业企业融资促进法案》(*The Jumpstart Our Business Startups Act or JOBS Act*,以下简称《JOBS 法案》)出台前 6 个月,美国证券与交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)的工作小组向美国财政部提交了一份主标题为“让 IPO 重新驶入资本市场高速公路”(Rebuilding the IPO On - Ramp)的报告,总结了导致美国小企业 IPO 衰退的一系列问题,并提出修改证券法的建议。^[14] 可归纳为:^[15]

1. 立法、监管趋严,不合比例地加重了小企业合规负担

(1) 在安然公司会计丑闻背景下出台的 2002 年《萨班斯法案》,在公司治理,信息披露方面“严刑重典”。其第 404 节要求,公司管理层对内部控制的设计和负责,并由外部审计师对内控的有效性进行评估。还要求 CEO, CFO 对财务报告“签字画押”,并承担民事、刑事责任。^[16]

(2) 2008 ~ 2009 年金融危机后,《华尔街改革和消费者保护法案》(又称《多德·弗兰克法案》),朝着强化监管和投资者保护方面又进一步。例如在高管薪酬方面细化了若干披露要求,这无疑是对“占领华尔街”的愤怒之声的回应。

[14] 参见 SEC staff, the IPO Task Force, *Rebuilding the IPO On - Ramp Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, October 2011。

[15] 除了 SEC 的研究报告之外,商业机构和学术界的代表性文章包括:会计师事务所 Grant Thornton 连发两篇文章:《美国该警醒了一——美国股票市场系统性失败的研究及对策》(2009 年 11 月)、《市场结构变迁导致 IPO 危机——不仅如此》,Gao 等学者的学术论文《IPO 去哪儿了?》(2013 年 8 月)、Davidoff 等学者的《小企业 IPO 消失及其生命周期》(2014 年 2 月),等等。

[16] 第 404 节要求(拟)上市公司加强对内部控制的有效性负责,要求披露审计师对内部控制有效性出具的鉴证报告。第 906 节要求公司 CEO, CFO 保证财务报告“在所有重大方面,公允反映了发行人的财务状况与经营成果”。

上述立法措施是应对大公司丑闻和金融危机的背景下出台的,却不加区分地适用于所有公司。遵循上述合规要求的成本费用具有一定刚性,小企业为此付出的成本占其资产或收入规模的比重高于大公司,造成对小企业的不公平。

2. 中介机构生存环境演变,导致小企业与资本市场对接不畅

(1) 混业经营促进金融垄断,大投行取代为小企业服务的小型精品投行

1999 年废止《斯蒂格尔法案》,结束了商业银行与投资银行长期分业经营的历史。混业经营的竞争模式对规模经济有更高的需要,在新一轮“大鱼吃小鱼”的并购整合中,传统的精品小型投行逐渐消失。混业经营的政策初衷是促进竞争和市场繁荣,却加速促成了金融寡头格局。为大公司提供融资、并购和资产管理服务成为市场主流。小企业 IPO 及上市后续服务佣金微薄,难以纳入大投行的视野。

(2) 以净化市场为初衷的监管措施,抑制了小企业与投资者的沟通机制

《2000 年公平披露规则》(*Regulation FD*)以打击内幕交易及利益冲突为目的,禁止发行人向股东、分析师等人选择性披露重大非公开信息。

《2002 年全球研究分析师协议》(*Global Research Analyst Settlement of 2002*)促使证券公司的研究部门与投资银行部门彼此独立,分析师薪酬不再与投资银行业务收入挂钩,分析师也不能在证券承销阶段“捧场”发布研究报告。

这些监管规则的初衷是净化市场行为,减少内幕交易,但“水至清则无鱼”。结果造成卖方分析师职业的衰落。小企业缺少分析师跟踪研究和推荐,发行上市备受冷落。

(3) 电子化浪潮的“去交易中介”趋势,造成小企业流动性恶化

首先,传统的“小公司—零售经纪商—个人投资者”的生态环境逐渐消亡。20 世纪 90 年代以来,电子交易兴起,传统的股票经纪商被网上经纪业务取代。1950~2010 年,个人投资者直接股权投资比例从 90% 下降到不足 1/3。传统的“小公司—零售经纪商—个人投资者”的生态环境逐渐消亡。

其次,专家做市退居辅助地位。2001年《百分位报价规则》(*Decimalization Rule*)的出台,将所有交易所上市股票的报价单位从八分位(1/8美元)彻底修改为百分位(即0.01美元为基础单位),专家做市的盈利空间受到挤压。2005年SEC推行“全国市场体系”(National Market System, NMS),纽交所场内专家模式对市场的垄断被击垮,形成了电子化的竞价交易为主,专家做市为辅的混合交易制度。场内专家另谋出路,纷纷转向大宗交易维持生计。小股票缺少了做市商的支持,流动性更加恶化。

缺乏市场中介的流动性支撑,小股票价格普遍陷入低迷。在市场上形同鸡肋;进一步再融资困难重重,退一步私有化退市,由于二级市场股价不振,也失去了跟收购方讨价还价的砝码。

3. 机构投资者的结构和交易模式变迁,导致小股票备受冷落

21世纪以来,“价值发现”、“长期持有”投资模式逐渐被“价差套利”、“杠杆交易”的高频交易、对冲基金取代。

(1)高频交易成为市场主导力量。如今美国的交易市场,已不是巴菲特、彼特林奇式的价值投资的天堂,而是变成快进快出、大进大出的“抢跑交易”(front - running)的乐园。^[17] 高频交易占到股权类证券交易量的75%以上,2004年这一比例仅为20%。^[18] 与传统的机构投资者重在挖掘公司成长性和持续盈利能力不同,高频交易员在不同做市商之间,或各种股票与商品的相对波动中寻求价格差异,博取套利利润。高频交易每日平仓,与“购买并持有”的投资策略风格迥异。

规模大、市值高、交易活跃的证券与大宗商品的特征更相似,往往成为高频交易的标的,小公司股票通常不在其涉猎范围。投资银行的研究

[17] 2013年5月4日,巴菲特的长期合作伙伴查理·芒格在接受CNBC采访时表示:“我还是认为允许系统进化到一半的交易是由一帮试图在其他人之前百万分之一秒之前得到信息来指导交易的短期玩家来完成,是一件非常愚蠢的事情。”“这是合法形式的抢跑交易(front - running),我想这就是邪恶的,我不认为这种东西从一开始就应该被允许成长到现在的这种规模。”载 <http://ultrahighfrequencytrading.com/2013/05/06/berkshires-munger-high-frequency-trading-basically-evil/>。

[18] 参见SEC the IPO Task Force, *Rebuilding IPO on Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market on the Road to Growth*, October 20, 2011; Securities Exchange Act Release No. 34 - 61358, 75 FR 3594, 3606 (January 21, 2010) (“Concept Release”)。

部门也投其所好,将主要资源放到大击公司股票及其交易的研究上。

(2)以价值投资为主流共同基金让位于擅长杠杆、套利的对冲基金。SEC 多年来致力于降低市场交易成本,无意之间带来一个副作用:刺激了以交易为导向的,赚取买卖价差的投资。十年前,Fidelity, Alliance 等“购买并持有”风格的投资基金主导市场。时过境迁,当今前十大收入排名的投资机构当中,排名靠前的多是以高频换手、多空套利为特征的对冲基金。对冲基金以高杠杆,赚取套利价差等风格为主,偏离甚至颠覆了基本面分析,价值投资的传统模式。^[19] 挖掘小企业的长期价值,“购买并持有”的投资策略不再是市场主流。在对冲基金主导的市场,小股票鲜有问津,交易清淡。

(三)《JOBS 法案》的刺激药方

1.《JOBS 法案》主要的改革措施

由上所述,21 世纪以来美国 IPO 市场,尤其是小企业 IPO 严重衰退,通过立法改革扭转颓势的呼声迭起。美国从金融危机中大病初愈的局面,也促使奥巴马政府积极推出经济和就业刺激政策。在此背景下,《JOBS 法案》于 2012 年 4 月奥巴马总统签署。该法案“高举高打”,以便利小企业在资本市场融资为发力点,修订了 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》的若干条款。归纳为以下几个方面:

(1)降低对财务信息的监管要求,包括:①豁免《萨班斯法案》404 (b)条款关于公司内部控制的审计及披露要求;②豁免审计师强制轮换的要求;③免于遵循新发布的或新修订的会计准则,除非该项准则要求私人公司同样遵循。

(2)降低信息披露透明度,包括:①将财务数据披露的报告期由最近五年缩短至两年;②降低高管薪酬披露标准;^[20]③招股说明书申报稿可以向 SEC 秘密提交;④调高 1934 年《证券交易法》关于注册

[19] 一个典型的例子是,目前 PIPE 市场上,80% 以上投资者为对冲基金。它们的盈利模式为:一方面是折价认购 PIPE 投资,另一方面是做空同类证券,从而获取稳赚不赔的制度套利利润。参见 WILLIAM K. SJOSTROM, JR., *PIPEs*, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2, 1, 2008, pp. 387 - 390。

[20] 《JOBS 法案》针对“新兴成长企业”大大降低了《多得弗兰克法案》规定的高管薪酬披露要求。

为 SEC 报告公司的股东人数法定标准,由在册股东 500 人增加至 2000 人。^[21]

(3)放松对发行融资的过程监管,在 IPO 过程中,打破原先为防范利益冲突设置的“清规戒律”,如卖方分析师与投资银行部的防火墙,承销过程中研究报告“静默期”等限制。

(4)增加或扩大联邦证券法对发行融资豁免注册的内容。包括:①授权 SEC 修改 A 条例,拟议中的规则将豁免注册的额度从 500 万美元提高至 5000 万美元;②在 D 条例的 506 规则的基础上增加 506(c):在“获许投资者”范围内的发行,允许采用广告宣传和公开招徕;③开创“众筹”豁免注册,^[22]授权 SEC 研究并择机推出。

以上优惠适用于 JOBS 所称的“新兴成长企业”(emerging growth companies,EGC)的概念。但《JOBS 法案》没有界定何谓“新兴”和“成长”,只是宽泛地将 IPO 前一年销售收入低于 10 亿美元的申报公司,纳入“新兴成长性企业”的范围内。据测算,历史上大部分 IPO 以及上市 5 年之内的大部分公司能够符合该标准。看来《JOBS 法案》尽可能扩大覆盖面,而非囿于通常理解的小企业。^[23]

[21] 500 人标准的要求沿袭自 1964 年。《JOBS 法案》修订了 1934 年《证券交易法》第 12(g)(1)(A),允许公司资产规模达到 1000 万美元,且 2000 名股东或 500 非获许投资者。一旦达到该项资产或股东门槛,公司应于财务报告截止日后 120 天内,向 SEC 申请注册为报告公司。该条款还修订了 1934 年《证券交易法》第 12(g)(5)条,对于依据 1933 年《证券法》豁免注册的员工补偿计划而成为股东的,不计算在 2000 人的计算之列。另外,通过众筹方式成为股东同样不计算在内。

[22] 众筹(crowd funding),即由初创企业和小企业通过互联网,向多人筹集少量资金的行为。众筹有四类:捐赠、奖励或回馈、债权众筹、股权众筹。(这里集中探讨股权众筹,并不加区分地使用“股权众筹”与“众筹”)截至目前,股权众筹由于涉及公开发行的注册,在美国发展缓慢。2012 年众筹融资募集的 27 亿美元中,52%通过捐赠模式或奖励模式,44%通过借贷模式,4%通过股权模式。(参见鲁公路、胡吉祥,“‘众筹融资’引领新金融”,载《清华金融评论》2014 年第 2 期)。2012 年《JOBS 法案》创设了股权众筹的豁免注册,并授权 SEC 发布有关规则。根据 SEC 的征求意见稿,众筹在诸多方面突破了传统豁免的“瓶颈”: (1)以互联网作为融资平台,突破了传统豁免注册关于“广告宣传”及“公开招徕”的禁区; (2)对投资者的经验、财富及人数都无限制,仅根据投资者的收入及财富水平限制单笔项目投资金额及比例。

[23] 通常定义的小企业的标准,如美国小企业管理局定义雇员规模在 500 人以下的小企业,SEC 的有关规则经常采用非关联方持有市值 7500 万美元的企业为小企业。

2. 收效尚不显著

JOBS 法案并没有起到立竿见影的效果。2013 年作为法案实施后第一个完整年度,经济形势回暖,资本市场一片繁荣,S & P 指数上涨 29.6% (扣除股利后),179 家美国企业实现首次公开发行并在三大交易所上市,创五年来最高值。然而小企业 IPO 的颓势未改,仅有 9 家市值低于 7500 万美元的小企业实现上市,占当年 IPO 比重 9%^[24],接近历史最低水平,仅高于 2008 ~ 2009 年金融危机期间。从筹资额角度看,2013 年平均每家 IPO 融资 2.47 亿美元,中位数为 1.26 亿美元,与前几年水平相当,^[25]可见 IPO 市场仍为大规模融资之所。

究竟是假以时日便效果可期,还是《JOBS 法案》未抓住问题的根本? 本文倾向于后一种观点,探讨如下。

二、JOBS 法案应对美国资本市场难题的尴尬

(一) 逻辑脆弱: 放松监管是否有利于小企业融资

“JOBS”是法案全称“The Jumpstart Our Business Startups Act or JOBS Act”的首字母缩写,颇合促进就业之意。且不论实效如何,凭促进小企业融资和刺激就业两面旗帜,法案在参、众两院获得高票通过。即便如此,法案出台前后不乏激烈的批评。例如,SEC 现任委员 Luis A. Aguilar 在法案出台前猛烈抨击,称该法将成为不法经纪商、庞氏骗局、野鸡证券交易所、各式花样的诈骗犯的福音。^[26]认为法案“有助于诈骗者广撒诈骗之网,却令证券执法更加困难”。他指出,该法案假设放松监

[24] 2013 年 IPO 当中,市值低于 7500 万美元的小企业 9 家,市值介于 7500 万美元与 7 亿美元之间的中等规模企业 88 家(49%),市值高于 7 亿美元的大企业 80 家(46%)。参见 Steven M. Davidoff, Paul Rose, *The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm*, Working Paper, Feb, 2014。

[25] 参见 Renaissance, *Capital IPO 2013 Review*, 载 <http://www.renaissancecapital.com/research/research.aspx>。

[26] Commissioner Luis A. Aguilar, *Public Statement by Commissioner: Investor Protection is Needed for True Capital Formation: Views on the JOBS Act*, U. S. Securities and Exchange Commission, March 16, 2012.

管有利于小企业融资。然而,大量的证据并不支持这一假设,有效的信息披露及其他监管保障和促进了小企业融资,而不是相反。^[27]

其他重量级人物也不乏反对意见。^[28] 北美洲证券管理协会(North American Securities Administrators Association)主席 Jack Wasik 称其“实质上牺牲了投资者保护,却没有提供任何有意义、可持续的就业增长前景”。^[29] 美国消费者联合会的投资者保护局董事 Barbara Roper 声称看不出该法案“为创造就业提供任何现实的承诺”。国会议员 John P. Sarbanes 称,该法案将导致“下一个安然欺诈事件”。Bloomberg 撰文认为,《JOBS 法案》“切除了美国股东保护的精华”。前任证监会主席阿瑟列维特干脆说,“这个法案就是个耻辱”。有些学者则从“放松监管—增加信息不对称—推高资金成本”的逻辑出发,认为法案“与追求的目标——增加就业,背道而驰”。^[30] 法案各种措施的组合拳效果,“反倒可能弱化了资本融资,减少了小企业 IPO 家数”。^[31]

(二) 舍本逐末:未能改善小企业经营状况

《JOBS 法案》试图通过资本市场的立法和监管改革,将小企业重新拉到资本市场的快车道。但“打铁还需自身硬”,关键还在于小企业自身创新和成长能力的提高。对美国小企业的全景扫描,发现存在两个截

[27] 同注 26。

[28] 同注 26。

[29] 同注 26。

[30] 哈佛法学院教授 John Coates 根据信息不对称会推高资金成本的逻辑推理,认为 JOBS 法案的效果与其初衷可能背道而驰。他认为,该法案改变了资本市场历来“在信息不对称及欺诈风险与资金成本之间的微妙平衡”。投资者面对不充分的信息披露,会提高对欺诈风险预估,因此会抬高市场资金价格。事实上,严格的信息披露、合规性监管及执法,有利于降低资本市场的资金成本。Coates 教授认为,JOBS 法案能否达到正面效果,取决于正负两个效果的权衡:(1)融资成本能够因此降低多少?(2)投资者预期的信息不对称会增加多少?预期的欺诈风险有多严重? John Coates 认为法案的提议“会制造丑闻事件头条新闻”,“与法案追求的目标——增加就业,却背道而驰”。参见注 26。

[31] 佛罗里达大学的 Jay Ritter 教授对《JOBS 法案》总结道:“通过提高私募融资的便利,增加场外私人公司证券的流动性,限制股东能够获得的信息,限制公众市场的投资者投资后对公司管理层的约束能力,消灭独立的卖方证券研究。该法案的净效果,反倒可能弱化了资本融资,减少了小企业 IPO 家数。”他还提醒人们牢记,法律始料未及的后果将难以收回。参见注 26。

然对立的特征:

一方面,小企业在国民经济中的地位毋庸置疑。根据美国小企业管理局 2012 年统计有雇员的小企业约 705 万家,占全部雇员企业的 99.7%。^[32] 根据 SBA 的统计,小企业为全美私营部门提供了 63% 的新增就业,48.5% 的存量就业,42% 的工资支出,46% 的产值。

另一方面,似乎大企业才是美国经济竞争力的支柱。美国本土的上市公司数量以不到全美雇主企业万分之六的比例,年收入达到半壁江山;以年销售收入 1 亿美元以上的企业为考察对象,符合条件的上市公司年收入合计占所有企业的比例高达 3/4。^[33]

由此可见,小企业对国民经济的贡献,似乎来自以数量取胜的累计。以小企业上市公司为样本的多项研究,也发现小企业整体呈现出不尽如人意的状况。

1. 退市率极高。以 1996 ~ 2000 年 IPO 的所有公司为样本,以上市后每五年为观察期,发现小公司 IPO 五年后仍维持上市地位的只有 55%,或者说在任何一个时点上,五年前, IPO 的小公司已经退市近半(45%)。^[34] 中、大型公司的生存率明显高于小公司,分别为 61% 和 67%。把时间窗口拉长,小企业整体生存率更低, IPO 十年后,仅有 28% 当初的小企业仍在交易所上市(中、大型公司分别为 34%、38%),15 年后,存活率更降到 20%。(见图 3)

[32] 美国小企业管理局(the U. S. Small Business Administration, SBA)将小企业定义为雇员人数低于 500 人企业。2012 年统计在册的小企业共 2820 万家,有雇员的小企业约 705 万家,雇员超过 500 人的大企业有 1.77 万家。可见,没有雇用员工的小企业约占全部企业的 3/4(705/2820),有雇员的小企业占全部雇员企业的 99.7% [705/(705 + 1.77)]。

[33] 美国本土的上市公司数量占全美雇主企业万分之六的比例为:4248 家本土上市公司/(705 万家小企业 + 1.77 万家大企业) = 6%,年收入占全美雇主企业:50.70% = 15.08 万亿美元/29.75 万亿美元;以全美国年收入 1 亿美元以上的 2 万家雇主企业为基数,此收入范围内的上市公司年收入的合计占比:74% = 15.03 万亿美元/20.33 万亿美元。

[34] Davidoff(2014 年)等人研究了 1996 ~ 2012 年 3081 家 IPO 公司的寿命。发现小公司的生命周期与大型公司不同(该项研究以上市首日公司市值是否低于 7500 万美元、介于 7500 万美元与 7 亿美元,超过 7 亿美元为标准,划分小、中、大型公司,这也与 SEC 有关规则中的分类标准一致)。参见 Steven M. Davidoff, Paul Rose, *The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm*, Working Paper, Feb, 2014。

再换一个角度,跟踪 1996~2000 年 IPO 的所有公司,截至 2013 年 6 月 30 日,只有 16.2% 的当初 IPO 小公司还在交易所上市,或者说,83.8% 业已退市! 同期 IPO 的中、大公司,分别仍有 22.4% 和 27.9% 维持上市地位。

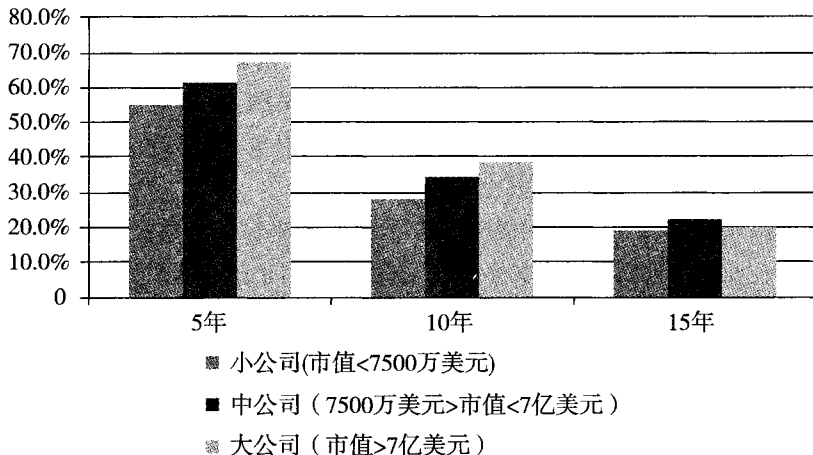


图3 IPO 后 5 年、10 年、15 年维持上市的比例

资料来源:Steven M. Davidoff, Paul Rose, *The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm*, Working Paper, Feb, 2014。

2. 成长性不足。在历年 IPO 的小企业当中,扣除陆续退市的企业,那么持续维持上市地位的小公司是否显示出大浪淘沙、脱颖而出的成长性呢? 统计证据也是否定的。对 1996~2012 年 3081 家 IPO 的跟踪研究发现,小、中、大型公司 IPO 后 5 年、10 年、15 年大部分仍处于各自市值规模的区间内。可见小企业上市后,在整体上显示成长乏力。

3. 变脸频繁。本世纪以来,小企业上市后越来越频繁地“业绩变脸”。^[35] 1980~1998 年,小公司 IPO 三年内发生一次亏损的概率尚低于

[35] Gao etl. (2013 年)的研究样本是 1980~2011 年所有 IPO 企业(剔除 ADRs、低价股 IPO、金融类 IPO 等),并以每个会计年度为单位,统计近三年 IPO 的小公司、大公司每年出现亏损的比例。区分小、大公司的标准是 IPO 前一年收入是否低于 5000 万美元,并以 2009 年 CPI 指数调整。参见 Xiaohui Gao, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?* Working Paper, August 26, 2013, pp. 40-41。

50%，同期大公司的亏损比例低于 20%；1999~2000 年互联网泡沫破灭期间，小公司 IPO 后三年内发生过亏损的比例为 75%，大公司为 37%；后泡沫时期至今（2001~2011 年），亏损面继续扩大，小公司上市三年内亏损高达 82%，大公司则为 30%（见图 4）。典型如泡沫破灭期间，2001 年和 2011 年分别有 542 家、47 家三年内上市的“次新股”，其中分别有 91%、72% 发生年度亏损。

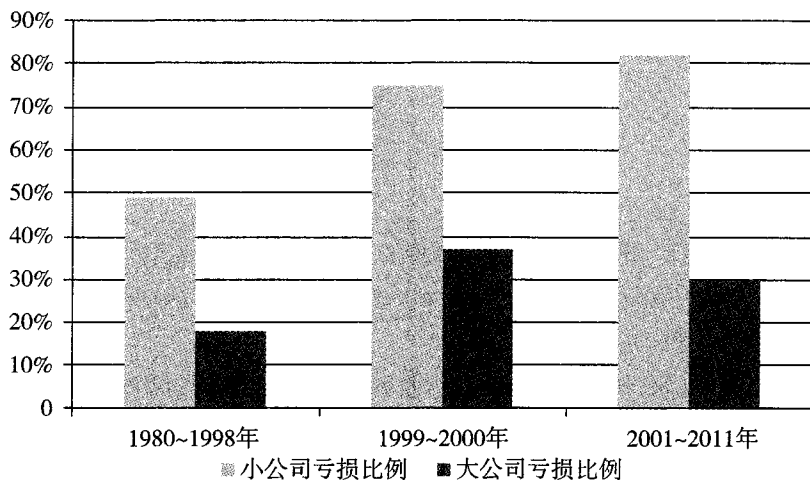


图 4 IPO 三年内发生亏损的概率(小公司 v. s. 大公司)

资料来源: Xiaohui Gao, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?* Working Paper, August 26, 2013。

4. 投资回报整体不佳。以 1980~2009 年全部 IPO 公司为样本, 观察 IPO 之后三年期“购买并持有”策略的回报率, 发现小、大公司 IPO 后三年回报率分别是 4.8% 和 38.3%, 但市场指数调整后, 超额回报率都为负(分别为 -35.6% 和 -3.3%), 以风格调整的指数衡量, 超额回报率则分别为 -17.3% 和 3.1%。无论何种口径, 小公司 IPO 后的市场表现都明显差于大公司。^[36] (见图 5)

[36] Davidoff etl. 以 1980~2009 年 7440 家 IPO 为样本, 三年期起点为上市首日收盘价, 终点为: (1) 上市三周年纪念日; (2) 若三年内退市, 则为退市当日; (3) 2012 年 12 月 31 日。参见 Steven M. Davidoff, Paul Rose, *The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm*, Working Paper, Feb, 2014, pp. 25-26。

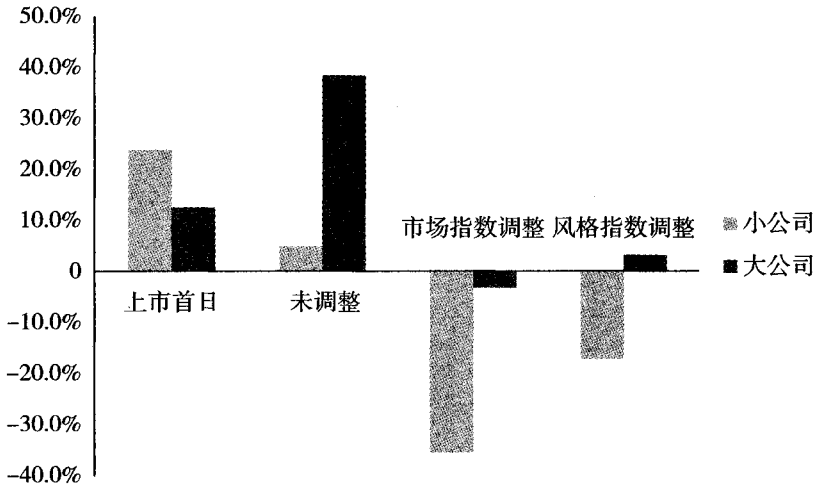


图5 IPO三年购买并持有回报率(小公司 v. s. 大公司)

资料来源: Xiaohui Gao, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?* Working Paper, August 26, 2013.

上述实证分析显示小企业整体状况欠佳,不禁令人对《JOBS 法案》的效果产生疑虑。如果制约小企业发展的社会经济问题没有得到扭转或改善,《JOBS 法案》放松监管的效果,也许能将更多的小企业带进资本市场,但在长期将埋下更多的退市风险和投资失败隐患。

(三) 重蹈覆辙:以牺牲投资者保护为代价的改革教训

如何公平对待小企业是证券法经久不衰的难题。一方面,小企业发行证券融资,与大公司相比,面临更高比例的成本费用(承销费、会计师、律师费,申报材料制作费等)。投资银行及其他金融中介出于成本收益的权衡(佣金收入有限,但承销和鉴证责任的风险并不小),也不愿为小企业融资提供服务。随着投资银行和其他中介机构业务集中度提高,这个趋势更加明显。^[37] 为缓解小企业融资难,的确需要对小企业予以政

[37] 参见王啸:“《JOBS 法案》能否化解小企业 IPO 危机”,载财新网专栏。(1999 年废止《斯蒂格尔法案》,结束了商业银行与投资银行长期分业经营的历史。混业经营的竞争模式对规模经济有更高的需要,在新一轮“大鱼吃小鱼”的并购整合中,传统的精品小型投行逐渐消失。混业经营的政策初衷是促进竞争和市场繁荣,却加速促成了金融寡头格局。为大公司提供融资、并购和资产管理服务成为市场主流。小企业 IPO 及上市后续服务佣金微薄,难以纳入大投行的视野。)

策倾斜。

另一方面,如前所述,小企业普遍存在风险高、成长性差等特点。^[38] 美国历史上很大比例的证券欺诈源于新公的发起人的投机行为。^[39] 于是矛盾格外突兀:最需要降低融资成本、放松监管要求的对象,恰恰是风险最高,最需要实施投资者保护的地方。为小企业的高风险与解决小企业上市难、融资难这一对矛盾,资本市场改革作出过种种尝试。在《JOBS 法案》出台前若干年,失败的教训一再重演。

1. 低价股 IPO:曾经泛滥,大势已去

低价股 IPO (Penny Stock IPO, 又称廉价股发行), 主要是指发行价低于 5 美元的小企业 IPO, 上市地点在纽交所等全国股票市场之外的场所(包括 Nasdaq 的小市值板块, OTCBB, Pink Sheets 等)。低价股 IPO 曾在 20 世纪 80 年代美国流行一时。由于欺诈横行, 造假泛滥, 最终催生了 1990 年《低价股改革法案》。^[40] 此后低价股 IPO 渐趋式微。有研究统计, 1990 ~ 1998 年共计 250 只低价股 IPO, 1999 年则仅有 3 只低价股 IPO。而同期有 2800 余家正常的 IPO。目前低价股 IPO 近乎绝迹。

2. 504 规则的豁免: 欺诈盛行, 被迫叫停

早期的 504 规则旨在为“种子资金”提供不超过 50 万美元的豁免注册, 当时的条件非常宽松, 既没有对投资者身份的限制, 也没有任何信息

[38] 以市值或销售收入为标准定义的小规模上市公司与大型上市公司相比, 具有退市概率高成长性不足、上市后亏损情况较普遍、投资者回报差等特征。参见 Steven M. Davidoff, Paul Rose, *The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm*, Working Paper, Feb, 2014; Xiaohui Gao, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?* Working Paper, August 26, 2013。

[39] 参见 Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. Corp. L. 1, 34-36 (1983), 转引自路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》, 张路等译, 法律出版社 2008 年版。

[40] 理论上公司可以在 IPO 之前缩股, 人为提高发行价, 从而摆脱低价股的身份。例如, 1000 万美元的 IPO 可以设计为 200 万股, 5 美元一股, 也可以 20 万股, 50 美元一股。然而, 股票经纪商觉得低价股更容易说服投资者购买, 因为 5 美元钱的股票涨到 20 美元, 比 50 美元股票涨到 200 美元听起来更加可信。另一个可能原因在于, 低价股的价差看上去较小。例如, 5 美元股的 0.5 美元价差, 比 50 美元股的 5 美元价差听上去比较“低调”。参见 Daniel J. Bradley & John W. Cooney Jr. & Steven D. Dolvin & Bradford D. Jordan, *Penny Stock IPOs*, Financial Management, Financial Management Association International, 2006, Vol. 35 (1)。

披露要求,而且受豁免的证券也不属于“限制性”证券,可以立即在二级市场流通。^[41] 随着互联网的普及,线上证券发行借助 504 规则逐渐流行,许多不讲职业底线的撮合人利用 504 规则浑水摸鱼,大肆从事造假、欺诈的发行集资。^[42] SEC 于 1999 年被迫修改 504 规则,不再允许公开招徕,规定此方式下发行的证券为“限制性”证券,除非该发行遵循了至少一个州证券法的信息披露要求。^[43]

3. “反向收购+转板上市”:制度套利,监管趋严

反向收购(reverse merger 或 reverse takeover,简称 RM 或 RT)是通过类似我国熟悉的“借壳”方式进入场外市场挂牌,再伺机转板上市的一种模式。^[44] 由于规避了 IPO 的中介机构把关、责任背书和 SEC 注册等高昂的成本,这种模式尤其便于小企业低成本、高效率地进入资本市场。21 世纪初至 2011 年,反向收购家数年年超过 IPO,^[45] 但其中良莠不齐、透明度低等问题随之而来,最终引发了 2010~2011 年以中概股为代表的造假和退市风波。2011 年年底,SEC 督促三大交易所出台上市新规,大大提高了反向收购公司转板上市的门槛。新规一出,反向收购骤然遇冷。^[46]

(四)未脱窠臼:始终处于立法“松一紧”与市场“繁荣一危机”的循环

事前“自由放任”,事后“亡羊补牢”,在美国资本市场似乎成为一种

[41] 参见 Hazen, Thomas Lee, *Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws - Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure* (May 20, 2012), *North Carolina Law Review*, Forthcoming. pp. 1763-1764, 载 SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1954040>。

[42] 同上。

[43] 同上。

[44] 王啸:“试论转板上市制度设计中需把握的几个矛盾关系”,载《证券市场导报》2014 年第 5 期。

[45] 根据一项统计,2001~2008 年,反向收购的家数每年皆超越传统 IPO 家数,且从 2004 年 204 家 RM 以来,每年都保持在 200 家以上的水平(除了 2008 年金融危机期间)。参见 Ioannis v. Floros and Travis R. A. Sapp, *Shell Games: On the Value of Shell Companies*, *Journal of Corporate Finance* 17, 2011, pp. 850-867。

[46] 王啸:“试论转板上市制度设计中需把握的几个矛盾关系”,载《证券市场导报》2014 年第 5 期。

监管哲学。以前任美联储主席格林斯潘为代表,他声称,“政府不必去预测泡沫,也不要控制泡沫,当泡沫破灭后再去救助和管理”。这种对美国“那种化解混乱并迅速修复的能力”的高度自信,相伴而来的是市场大起大落,繁荣与危机的迭起反复。2000 年高科技泡沫破裂,2002 年安然、世通等会计丑闻,2008 年夏次级债泡沫破灭、雷曼兄弟公司破产,一直蔓延到 2010 年国际金融危机,连绵不绝。立法和监管则随波逐流,忽左忽右。

以“去监管化”(deregulation)为主流的趋势肇始于 20 世纪末。1999 年《金融服务现代化法案》(又称“Gramm - Leach - Bliley Act”)在金融混业和兼并集中浪潮中推波助澜。这部法案允许商业银行、证券公司、保险公司相互参股和交叉经营,却没有相应赋予 SEC 或其他金融监管机构监督大型投资银行控股公司的权力。2000 年《商品期货现代化法案》出台,自此场外市场衍生证券交易合法地游离于监管之外。两项法案留下巨大的监管真空。大型金融控股企业以衍生工具为盈利手段,用高杠杆扩大收益。最终引爆了 2007 ~ 2010 年国际金融危机。危机后出台的《华尔街改革和消费者保护法案》,全面加强金融业监管和投资者保护。两年后,美国经济逐步走出危机阴影。奥巴马政府为恢复就业和便利小企业融资,出台了《JOBS 法案》,大尺度放宽了监管标准,又为“下一个大泡泡”和下一场危机埋下种子。

(五) 避重就轻:无力触动联邦与州“双重注册制”的根基

《JOBS 法案》曾被部分法学家寄予厚望,希望借此机会彻底消除州蓝天法对小企业发行融资的管辖。^[47] 自从 1933 年第一部联邦证券法以来,证券活动始终受到州和联邦的双重立法和监管。^[48] 《国家证券市场促进法案》(*National Securities Markets Improvement Act of 1996*,

[47] 例如,Rutheford B Campbell, Jr. 就多次就此呼吁。参见 Rutheford B Campbell, Jr., *The Wreck of D 条例: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC's Crown Jewel Exemptions*, *The Business Lawyer*; Vol. 66, August 2011。

[48] 例如,苹果公司 1980 年 IPO,不但要经过证券与交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)对其招股说明书注册生效,还要经过各州证券监管机构的审核通过,才能获得在有关州发行证券的权利。参见 Rutheford B Campbell, Jr., *DEAR SENATOR DODD: DON'T REPEAL NSMIA: IT WILL HURT SMALL BUSINESSES AND THE ECONOMY*, April, 2010, 载 <http://ssrn.com/abstract=1586503>。

NSMIA)于1996年颁布后,对于IPO并在三大证券交易所上市的证券,或者符合“非公开发行”条件的证券发行,排除了州蓝天法的管辖。^[49]但除此之外,联邦证券法规定的其他各类豁免,仍受到州蓝天法规制。^[50]于是,小企业融资纷纷诉诸“非公开发行”的豁免条件,尽管与其他豁免条款相比,这一项最为严格。其他豁免条款形同虚设,鲜有问津。^[51]

至今又经过二十年的发展变迁,资本市场呈现电子化、全球化的趋

[49] 1996年《国家证券市场促进法案》定义了四种类型的“联邦覆盖的证券”,符合该定义的证券排除州证券监管机构的管辖权。(1)公开发行并在纽约股票交易所、美国股票交易所、纳斯达克的全国市场板块上市的证券,以及其他由SEC规则明确的上市标准与前述交易场所处于同一水准或更高水准的交易所。(2)根据1940年《投资公司法》注册的投资公司发行的证券。(3)面向“合格购买者”(qualified purchaser)发行的证券。(4)部分1933年《证券法》规定的豁免的证券或豁免的交易,具体包括:(i)第4(1)条的豁免(除发行人、承销商、交易商之外的人的证券交易);(ii)第4(3)条的豁免(大部分交易商的交易);(iii)第4(4)条的豁免(经纪商的交易);(iv)大部分第3(a)条的豁免;(v)SEC根据授权解释第4(a)(2)条的“非公开发行”的豁免。其中第(1)种情况与各州的《统一证券法》豁免完全一致,因此实际上并未产生新的排除项目。第(2)种情况不涉及非金融的实体企业的发行融资。第(3)种情况,法律明确授权SEC定义“合格购买者”,唯一要求是“符合公共利益和投资者保护的宗旨”。但SEC一直未动用该项规则制定权,至今该项在实践中仍是空白。第(4)种情况当中涉及发行融资的是最后一项,确立了符合非公开发行条件的豁免可以排除州管辖权。

[50] 1933年《证券法》关于证券发行的豁免分为四类:(1)对州内发行的豁免,源自第3(a)11条及147规则;(2)“非公开发行”的豁免,包括第4(a)(2)条的笼统规定,Ralston Purina案的最高法院判决及D条例的506规则提供的“安全港”;(3)小额发行的豁免,包括第3(b)1条以及D条例的504,505规则规定;(4)小额公开发行的豁免,包括第3(b)2条及A条例。除了第(2)类豁免,其他证券发行仍受州蓝天法管辖。州蓝天法同样提供了豁免的条件,主要有两类:小额发行的豁免和获许投资者的豁免。前一种豁免对受要约人或购买者的人数有严格限定,后一种豁免在投资者财富或内部人资质方面有具体限制。两类豁免都禁止广告宣传和公开招徕。参见Campbell, Rutheford B., *The New Regulation of Small Business Capital Formation: The Impact - If Any - Of the Jobs Act*, April 30, 2014, Kentucky Law Journal, Forthcoming, 载 SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2434264>。

[51] SEC的统计报告显示,2012年D条例融资额(8980亿美元)的99%,融资家数的94%为506规则的豁免注册发行,504规则、505规则的合计发行额和发行家数仅占1%和6%。144A规则的融资规模与506规则相近,但该规则下的大部分发行人是金融机构,且99%为债券融资。506规则的2/3为股权融资。

势,为新兴成长企业服务的需要也日益迫切。在此背景下,有人主张对证券发行采取联邦统一的监管(如 Rutheford B Campbell Jr., 2006),认为州蓝天法造成重复监管,阻碍了小企业融资,属于应该清理的“历史遗留问题”。当然,也有完全相反或折中的观点。^[52]

纵观 21 世纪以来几次修法,无论是里根时代高举市场化大旗的 1980 年《小企业投资刺激法案》,还是两次危机后以强化监管为主旨的 2002 年《萨班斯法案》,2010 年《华尔街改革与消费者保护法案》,都小心翼翼地维持了 1996 年《资本市场改革法案》以来联邦与州的监管权划分。美国联邦宪政分权的政体是州蓝天法的根基,国会和 SEC 多年不愿“冒犯”各州对证券活动管辖权,从根本上是也是基于这个考虑。

《JOBS 法案》以促进小企业融资为主旨,为扩大联邦证券法的豁免幅度做了一定努力。第一,取消了 D 条例的 506 规则的“非公开发行”对“一般性广告和公开招徕”的严格限制;^[53]第二,将 A 条例对豁免注册的限额,从 500 万美元提高到 5000 万美元,但超过 500 万美元的融资

[52] 有的学者主张强化实质监管,具体又分成两种路线:一是呼吁联邦证券法吸取金融危机的教训,走上“未曾选取的那条道路”(the road not taken),即州实质监管的模式(Daniel J. Morrissey, 2010);参见 Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities A 条例 and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647 (2009 - 2010)。二是呼吁强化州法的管辖权(如 Manning Gilbert Warren III, 1987),认为法律格局应回归州蓝天法为主,联邦证券法为补充的初衷。参见 Manning Gilbert Warren III, *Legitimacy in the Securities Industry: the Role of Merit. Regulation*, 53 Brook L. Rev. 129 (1987 - 1988), pp. 129 - 130。折中的观点是维持现状。美国证券法的权威路易斯·罗斯和乔·赛里格曼在其经典著作《美国证券监管法基础》一书中总结道:“美国联邦——州证券监管即使不是迷宫,似乎也非常复杂,但核心事实是,给制度总体运行却相当完好。SEC 和州均意识到,较多的监管者比较少的监管者有优势,尤其是对申报材料进行审核,检查和执法诉讼等方面……证券与交易委员会和各州均为联邦——州监管制度下美国证券市场的增长和直接及间接投资者数量的增长而感到自豪。”LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, *SECURITIES REGULATION*, pp. 1185 - 86 (4th ed. 2007)。

[53] 参见 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 230, 239 and 242 Release No. 33 - 9415; No. 34 - 69959; No. IA - 3624; File No. S7 - 07 - 12, *Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings*, September 23, 2013, 载 <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>。

需要经审计的财务报告,且履行定期报告义务;^[54]第三,规定两类情形的 A 条例可以排除州蓝天法管辖:(1)“合格投资者”范围内的发行,(2)证券发售和买卖在国家证券交易所进行。

本来按照某些证券法专家的建议,《JOBS 法案》可以将 1996 年《资本市场改革法案》定义的“联邦覆盖证券”进一步扩充,直至涵盖 D 条例的 504 规则、505 规则及 A 条例。然而事与愿违,联邦证券法仍保留了肯定各州的证券监管权的措辞明确的条款。^[55]可以预计,“双重注册制”的格局还将在未来延续。

关于《JOBS 法案》的两大改革亮点:一是将 A 条例的豁免金额从 500 万美元提高到 5000 万美元;二是创设了股权众筹的豁免,落到实处尚待法案授权的 SEC 出台实施细则。然而已过两年半,迟迟未见最终规则问世。^[56]响亮的改革口号能否兑现,笼罩着一层不确定的阴影。

三、余论

《JOBS 法案》开启资本市场新一轮放松监管趋势,顺应了美国走出金融危机,亟待刺激经济增长和扩大就业的现实需要。但其一系列措

[54] SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 230, 232, 239, 240 AND 260 [Release Nos. 33 - 9497; 34 - 71120; 39 - 2493; File No. S7 - 11 - 13] Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act, 载 <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9497.pdf>。

[55] 例如,1933 年《证券法》第 19(d)(1)条规定:“The Commission is authorized to cooperate with any association composed of duly constituted representatives of State governments whose primary assignment is the regulation of the securities business within those States, and which, in the judgment of the Commission, could assist in effectuating greater uniformity in Federal - State securities matters. The Commission shall, at its discretion, cooperate, coordinate, and share information with such an association for the purposes of carrying out the policies and projects set forth in paragraphs(2) and(3).”

[56] 《JOBS 法案》要求 SEC 在 270 天内颁布该法第三节的众筹条款的实施细则,目前已逾期。关于第五节 A 条例条款,《JOBS 法案》没有给出 SEC 颁布实施细则的期限要求。法律条款最终未能落实已不是新鲜事,如 2002 年《萨班斯法案》、2012 年《多德·弗兰克法案》都有条款由于争议较大,在 SEC 颁布细则阶段一拖再拖,最终不了了之。

施,建立在放松监管有利于小企业融资的假设基础上。这个假设缺乏理论逻辑的支撑,也没有来自实证分析的充分证据。《JOBS 法案》“治标不治本”的举措,不能破解小企业融资难这项世界级难题,无力撼动美国基于联邦宪政分权的“双重注册制”。可以预料,它将引导美国市场进入“立法宽松—市场繁荣—泡沫崩溃—监管趋严”的新一轮循环发展。

纵然如此,《JOBS 法案》仍具有正反两面的借鉴意义。美国资本市场历次修法,具有浓厚的国情特征和问题意识,是审时度势,因地制宜的结果。美国证券法与其他领域的法律一样,受到总统大选、国会议员任期和选民舆情的波动影响,带有阶段性、实用性、应景式的烙印。对于这一点,我们须有清新的认识和战略上的定力。假若亦步亦趋,难免会陷入东施效颦、邯郸学步的误区。

法律出台前后,往往伴随着持续的争议。充分争辩的好处,能够促使各方对潜在的问题、可能的漏洞、埋下的隐患有充分的预判。即便如此,立法还是经常出现始料未及、事与愿违的结果,有关教训在美国层出不穷。^[57] 在利益多元,博弈多重、传导链条长的资本市场,一个细节考虑不周,可能会在市场实践中变味走样,问题无限放大。

成熟资本市场不仅体现在市场机制的完善和市场主体的理性,也反映在立法和监管方面。美国围绕立法的争议,聚焦于假设是否站得住脚、逻辑是否有瑕疵、经验证据是否充分,鲜有只言片语的攻击和负面情绪的宣泄。这好于事前“统一思想”,事后一旦运行出现问题则舆情哗然的状况。我国不妨以《证券法》修订为契机,带动充分调研,科学论证,理性争论的社会氛围、市场文化和民情气质。

[57] 例如,《华尔街改革和消费者保护法案》为回应“占领华尔街”的愤怒,详尽规定了高管薪酬的披露要求[参见杨巍、董安生:“后金融危机时代的美国金融监管改革法案——2010年《华尔街改革和消费者保护法案》初评”,载《证券法苑》(2010年第3卷),法律出版社2010年版,第349~350页],无形中不合比例地增加了小规模企业上市的负担。再如,监管方不断致力于降低二级市场交易成本,无意间助长了快进快出,短线交易;对卖方分析师与投资银行的业务隔离等一系列监管规则,造成“水至清则无鱼”,无人小企业IPO出推荐报告的尴尬局面。