

美国 JOBS 法案 对中国证券发行制度改革的启示

梁家全 陈智鹏

(厦门大学 法学院 福建 厦门 361005)

摘要 美国 JOBS 法案旨在通过放松证券法律监管的限制,改善融资环境,提升中小企业的融资能力,帮助成长型企业更便利地筹集资本。针对放松管制给投资者保护带来的挑战,JOBS 法案也进行了大量的制度安排,力求在企业资本形成与投资者保护之间取得平衡。我们可以借鉴 JOBS 法案的立法经验,推进证券发行注册制改革,拓宽小额融资渠道,建立多层次资本市场,健全资本市场执法体系。

关键词 证券市场;JOBS 法案;证券发行;资本形成;监管

文章编号 :1003-4625(2014)04-0075-06 **中图分类号** F830.91 **文献标志码** A

2012年4月5日,美国总统奥巴马正式签署了《初创期企业推动法案》(Jumpstart Our Business Startups Act,简称 JOBS 法案或法案)。该法案旨在通过适当放松企业融资限制,加大证券市场对于初创企业的融资支持,促进企业的资本形成,进而拉动经济增长,创造更多的就业机会。鉴于该法案体现了美国对证券市场最新的监管动向,同时中小企业融资困境议题也具有普遍性,因此其对我国现阶段的证券发行制度改革具有一定的借鉴意义。本文拟就该法案的背景、主要内容及影响进行介绍和分析,并针对我国证券发行制度改革提出一些建议。

一、JOBS 法案的立法背景

从法律服务于经济的视角来看,法律对经济活动的具有引导、促进与保障的功能。美国证券法律的制定与修订皆为因应经济和金融市场发展的现实性需求的结果,萌生于特定的社会经济背景之中。JOBS 法案的立法背景主要体现在三个方面。首先,2008年前后,美国经历了大萧条以来最严重的金融危机和经济衰退。据统计,从2007—2009年,美国真实GDP从峰值到谷底下降了3.8%,工业产值下降了14.8%,企业利润下降了38%,2007年12月开始后的两年内失去了1080万个就业岗位,失业率在2009年10月达到10.2%,记录美国500家上市公司股票指数的标准普尔500指数从2007年10月—2009年3月下降了55%,股价也经历了自1929—1933年经济崩溃以来最大的跌幅。^[1]金融危机导致经济衰退,市

场活力不足、企业经营困难、失业率居高不下,特别是中小企业的发展更是举步维艰。其次,是资本市场融资成本高企。自2002年《萨班斯法案》的颁布实施以来,包括2010年《多德-弗兰克法案》在内,美国法律大幅度增加上市公司义务,对公司内部治理、信息披露、财务审计、高管薪酬等提出了更高的要求,IPO注册申请过程渐趋复杂,导致中小企业通过资本市场融资的成本非常高昂。据统计,美国公司实施IPO的平均合规费用250万美元,而上市后其持续的合规成本每年平均为150万美元,这对中小企业显然是很大的负担。与之相对的是,美国公司IPO的数量从1991—1999年的年均547起降至2000—2011年的年均192起,其中小型公司下降幅度更大。由此可以看出,在严厉的监管约束下,中小公司的融资压力加大,难以从资本市场筹集必要的资本。再次,信息技术的发展给法律变革提出了要求。随着互联网科技和社交网络的发展,资金使用者与需求者之间的距离不断缩短,初创企业可以通过互联网平台筹集小额资本,大大地提高了融资效率,降低了融资成本。在这种新型的融资模式下,每一位普通人都可以通过互联网平台获得从事某项创作或活动的资金,使得融资的来源不再局限于传统的银行借贷、天使投资、风险投资等渠道,资金的来源更加广泛。例如,互联网平台Kickstarter自2009年创立以来,在短短的几年时间里已有53000多个项目获得来自530万个投资者共计9.1亿元美元的

收稿日期 2014-02-24

基金项目 本文受厦门大学中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(项目编号2012221012)支持,特此致谢!

作者简介 梁家全(1982-),男,广西桂平人,博士研究生,研究方向:金融法;陈智鹏(1980-),男,博士研究生,研究方向:金融法。

资金支持。^[2]科技发展导致的融资模式的创新给法律的变革提供了动力和方向,也提出了要求。

在这些背景之下,资本市场改革成为摆脱经济困境的一个突破口。于是,放松监管限制、促进中小企业与资本市场有效对接、拓宽企业融资渠道、降低企业经营成本成为美国朝野的共识。2011年1月,奥巴马政府宣布启动“创业美国”(Startup America)计划,在五个关键的领域出台多项具体措施以激发企业家精神,为美国经济注入活力。2011年3月,美国财政部举行了“小型企业进入资本市场”研讨会,提出了一系列改革措施,其中第一条就是放松小型企业进入资本市场的限制,减轻小型企业繁琐的监管负担,使其可以便利地获取成长所需的资本,而这也是JOBS法案最终版本的基调。2011年11月,美国议会通过了一系列经济复兴法案,经过多次讨论与修改,国会参众两院分别于2012年3月22日和3月27日通过了JOBS法案,并于2012年4月5日经奥巴马总统签署而成为法律。

二、JOBS法案的内容要点

JOBS法案旨在放松管制,促进企业资本形成,其内容主要涉及为新兴成长公司重开资本市场、拓宽就业创造者(Job Creators)的融资渠道、允许初创企业通过众筹的方式筹集股权资本以及促进私人企业的适应性与增长等。

(一)促进新兴成长公司与资本市场的有效对接

JOBS法案对美国1933年《证券法》第2(a)条款和《证券交易法》第3(a)条款加以补充,首次将公众耳熟能详的“新兴成长公司”(Emerging Growth Companies,下文简称EGC)作为公开发行人纳入《证券法》的规定。法案赋予这类公司在实施IPO过程中相关的豁免,降低EGC的IPO注册发行要求,减轻其信息披露义务,为EGC提供一定的缓冲期,减少上市过程中因严苛的规章约束而产生的巨大合规成本。具体涉及如下几个方面:

1.减轻财务披露与会计审计的监管

法案修改了1933年《证券法》的第7(a)条款,降低EGC在IPO发行注册中的历史财务信息披露要求,允许EGC在首次公开发行股票时其注册表仅需提供最近2年(而其他公司通常需要3年)经审计的财务报告。而其他任何类型注册表,即便规范信息披露的现行S-K条例第301项原本要求披露IPO相关审计期之前任何期间的指定财务信息,新兴成长公司也可豁免适用。对于以后新增或修订的财务会计规则,如果豁免了私人企业的适用,那么EGC也不用遵守。^[3]在审计方面,为了保证资本市场信息披

露的质量,防止舞弊与欺诈,《萨班斯法案》第404(b)条款要求上市公司聘请会计师事务所对其内控报告进行验证和评价,而JOBS法案豁免了EGC对此项的适用。同时,法案还规定会计师事务所提供审计服务时的强制轮换和审计人员分析、讨论等规定免于适用EGC。

2.简化IPO流程中的约束

JOBS法案简化了EGC在IPO流程中的约束,主要体现在:(1)允许秘密送件。根据1933年《证券法》第6条的规定,美国公司在IPO过程中必须公开地向证监会递交IPO申请材料和注册报告书(外国公司可以豁免此项要求)。而JOBS法案允许EGC在向SEC正式提交注册报告前,可以秘密上交其报告的草稿,前提是在发行人进行路演之前至少21天向证监会公开、正式地递交注册报告及其修订本。(2)允许进行事先沟通。JOBS法案允许EGC公司或其代表与合格机构投资者(QIB)在IPO之前先行沟通,了解市场,以判断此类投资者对本次发行的证券是否具有认购需求,包括可预估发行总量和价格,这一规定有助于EGC公司上市的承销与定价。(3)放松了投资银行对EGC进行研究和发布研究报告的限制:第一,在EGC发行新股前,允许投行在EGC公司IPO和其他形式的发行前发布研究报告;第二,要求美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority,简称FINRA)废除关于禁止研究员、投行工作人员与EGC公司就IPO进行的三方会议;第三,要求FINRA废除关于禁止特定时期(包括EGC的IPO和其他形式的发行前后,以及IPO股份解锁期前后)研究报告的发布。^[4]简化IPO流程的约束,增加了EGC上市的灵活性与适应性,同时大大降低了其成本。

3.降低信息披露义务

首先,在高管薪酬的披露标准方面,法案降低了EGC高管薪酬披露标准:一是降低S-K规则中对上市公司高管薪酬的披露要求;二是豁免了2010年《多德-弗兰克法案》中要求上市公司召开股东大会就高管薪酬进行投票的义务。^[5]同时,法案要求SEC对S-K规则进行重新审阅,尽可能减轻EGC在注册和信息披露方面的负担。此外,JOBS法案规定EGC无需按照通用会计准则(GAAP)进行信息披露,鉴于GAAP会计准则的复杂性和编制财务报告的难度,这一举措也减轻了EGC的信息披露负担。

综上所述,JOBS法案以放松管制为特点,对EGC规定了多项监管豁免,优化了EGC进行IPO的流程,减轻了其信息披露的义务,降低融资成本。以

信息披露为例,测算结果显示,在JOBS法案执行后,除了节约时间和人力成本之外,一个EGC年平均合规和信息披露费用将比改革前降低40%。法案有助于促进符合EGC标准的公司上市,实现其与资本市场的有效对接。

(二)拓展证券发行豁免制度,放松私人企业融资限制

根据美国1933年《证券法》的规定,除非符合该法明示的豁免证券或豁免交易,否则禁止向SEC提交注册申请前进行任何形式的证券销售,注册登记生效前的促销活动也受到严格限制,禁止在注册登记生效前完成证券交付。^[6]JOBS法案对证券发行豁免机制加以改革与拓展,放松了私人企业融资的限制,具体如下:

1.允许私募发行豁免下的一般劝诱和广泛宣传

传统上,是否可以进行一般劝诱和广泛宣传是私募发行和公开发行的区别。1933年《证券法》第4(2)条款规定了私募发行注册的豁免,SEC为其制定了实施细则,目前最重要的应用是1982年的《D条例》(Regulation D)和1990年的《规则144》(Rule 144)。《D条例》创设了三个注册豁免的安全港,分别是小额发行豁免、小额发行和私募发行的混合豁免、私募发行的豁免,以促进中小型企业资本形成。^[7]但是该条例下通过广告或公开劝诱的方式进行要约发行或出售仍然受到限制。

JOBS法案在第二篇(Title II)要求SEC在该法颁布之后的90天内,修订《D条例》以及《规则144A》的规定。2013年9月23日,SEC颁布的《解除<规则506>及<规则144A>中关于一般性劝诱和广告宣传的禁止》(Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings)正式生效,大幅松绑此前SEC就企业私募发行证券过程中不得通过一般性劝诱(general solicitation)和以各种广告形式推销的禁止性规定,放宽了对私募发行宣传的限制。根据修改,允许发行人符合《规则506》条件下的要约发行或出售可以进行一般劝诱和广泛宣传,前提是证券购买者是认可投资者而且发行人采取合理的方式对其身份加以核实。而《规则144A》的修正案规定,在私募发行豁免下,可以利用广告或公开劝诱的方式向非合格机构购买者(Qualified Institutional Buyers)发出证券交易要约,只要发行人或其代理人合理地相信该买方属于合格机构购买者。这就将证券公开发行的一些特性融入私募发行之中,使得私募发行下的募集方式更加灵活。

2.创设众筹融资豁免机制

JOBS法案Title II修订了美国《证券法》第4(6)条款的规定,开创了一种发行人通过中介(Intermediary)向个人投资者募集股权资本的全新豁免形式。众筹,定义了一个全新的网上小额融资交易中介——集资门户(Funding Portal),将投资者扩展到认可投资者以外的群体,从而有助于拓宽融资渠道,促进初创企业的资本形成。法案规定众筹发行豁免须符合特定条件,主要包括:(1)在12个月以内,发行人通过各种方式(包括众筹方式)所筹集的金额累计不超过100万美元。(2)发行人通过各种方式(包括众筹方式)卖给任何个人投资者的累计证券金额,不超过以下限额:如果该个人投资者的年收入或其净资产少于10万美元,则限额为2000美元或者年收入或净资产5%中孰高者;如果其年收入或其净资产中达到或超过10万美元的,则限额为该年收入或净资产的10%,但不得超过10万美元。(3)众筹交易必须通过规定的中介进行。

JOBS法案关于众筹融资的豁免,拓宽了企业小额融资的渠道,但也使投资者面临很大的风险,例如投资者购买了绩差股、发行人的虚假陈述或欺诈、投资者对投资性质和风险的误解等。^[8]为此,JOBS法案就众筹投资者的法律保护进行了大量的制度安排,例如对强制性信息披露的要求、向众筹中介分散监管责任、限制众筹交易的投融资额度以及为众筹证券交易中的虚假、误导性陈述和疏忽建立责任条款等,体现了在合法化众筹模式的同时,并没有放松投资者保护的要求,努力在效率与公平之间寻求一个平衡点。

3.提高中小企业的小额发行豁免融资限额

《证券法》第3(b)条款授权SEC制定规则,豁免总额不超过500万美元的证券发行的注册要求,前提是注册豁免对公共利益及投资者保护的必要性不大。为加大中小企业的支持力度,JOBS法案第4编对《证券法》第3(b)条款进行修订,并要求SEC制定新规提高小额发行豁免注册的融资额度。新的规定应符合以下条件:(1)在12个月内所有依此获得豁免的证券发行累计不得超过5000万美元;(2)这些证券可以公开地进行发行和销售;(3)这些证券将不属于联邦证券法及有关条例规定的受限制证券的类型;(4)《证券法》第12(a)(2)条款所规定的民事责任适用于发行或销售此种证券的任何主体;(5)发行人在提交注册材料前,可按SEC规定的条件开展劝募;(6)发行人应按照SEC要求每年向其提交经审计的财务报告。此外,SEC可以制定任何必要的

限制或要求,例如要求该豁免项下的发行人就其业务运作、财务状况、公司治理原则、募集资金使用等进行定期报告等,以保护投资者利益和公共利益。^[9]

(三)调整公众公司标准,提高企业经营灵活性

美国1934年《证券交易法》第12(g)条款规定,符合下列条件的发行人须对其证券进行注册:截至上一会计年度末,其在册股东(held of record)达到或超过500人,且总资产超过1000万美元。这就意味着,股东人数和资产总额是触发证券注册的要件,即使公司没有上市,或者股票没有公开发行,只要股东人数达到一定上限,就需要进行注册,接受监管约束,履行相关的报告与披露义务,这给企业造成很大的负担,在工商业界引起诸多非议。JOBS法案第5篇(Title)对此进行了修订,将股权证券须注册的起始点从500名登记在册股东提高至2000名,或500名或以上的非认可投资者。同时,JOBS法案第502条对“登记在册持有”作出了限制性解释,即不包括“在可不遵守《证券交易法》第5条中规定的登记要求的交易中,根据员工薪酬持股计划而持有的证券”。JOBS法第6编(Title)对《证券交易法》第12(g)条款、第15(d)条款关于银行和银行控股公司的登记条例作出如下修订:银行或银行控股公司根据规定登记某类别股权证券所需在册股东数量的门槛从500名提高到2000名,银行和银行控股公司注销登记及停止申报所需在册股东数量的门槛从300名修改为1200名。由此可见,JOBS法案限缩了在册股东定义的范围,适当提高了在册股东人数的标准,有利于企业更合理地安排股权结构,更容易免于注册或报告的义务。

三、JOBS法案的影响评价

如上文所述,JOBS法案出台的背景是日益恶化的中小企业融资市场环境和监管压力。法案采取一系列放松证券监管的举措,改善小公司的融资环境,帮助成长中的公司更容易地获得资本。该法案的支持者认为它是促进美国经济复苏、创造就业的关键法案。而批评人士则认为JOBS法案的放松管制,可能引发大规模的财务造假与股票欺诈,使投资者暴露在巨大的风险之中。

(一)积极影响

刺激经济和促进就业是JOBS法案在美国国会迅速获得通过的重要原因之一。JOBS法案以放松监管为特点,降低新兴成长公司IPO注册发行要求,减少上市过程中因严厉的规章约束而产生的巨大合规成本,使得新兴成长公司能够有效地与资本市场相对接,法案允许私募发行在满足一定条件下可以

进行一般劝诱和广泛宣传,有利于融资信息的传播,扩大了投资人群体,把众筹融资纳入法律规范的轨道,将民众与非上市企业直接进行对接,为中小企业的小额融资开拓了新的渠道。与此同时,就投资者保护进行了大量的制度安排,体现了“放松监管”(Deregulation)下的“再监管”(Reregulation)的特点,以合理平衡效率与公平的关系,放宽上市企业和拟上市企业的信息披露义务,减轻了企业的信息披露负担和合规成本。因此,总体上看,JOBS法案顺应经济发展的需要,降低资本市场的门槛,全力服务于美国中小企业的融资便利,这是对证券发行制度的重大改革,有助于促进资本市场的繁荣,为美国经济的发展增添动力,创造更多的就业岗位。

(二)消极影响

虽然JOBS法案有助于繁荣资本市场、助力小企业发展、推动美国经济复苏以及创造就业,但由于其以促进企业资本形成为目的,降低了对那些迫切希望上市筹资的“新兴成长公司”的监管门槛,并给予各种私募、小额融资以注册豁免及信息披露要求的降低,这将使投资者面临更为复杂的投资环境,不利于投资者保护,同时也给监管部门带来新的挑战。例如,SEC前主席玛丽·夏皮罗(Mary L. Schapiro)曾致信参议院银行业委员会:投资者们往往是一些伪装成投资机会的欺骗性计划的欺骗对象。如果天平倾斜到投资者们不确信他们会得到适当保护的点上,那么投资者们将对我们的市场失去信心,募集资金将更加困难,募资本成本将进一步增加。此外,JOBS法案还将对作为执法部门的SEC带来较大的挑战。首先,法案对EGC的定义过于宽泛,适用范围太广,可能会引发大部分IPO企业利用此一豁免逃避监管,降低市场的透明度,从而可能滋生大量欺诈;其次,允许发行人通过公开方式进行私募股本融资,会使原本泾渭分明的监管标准模糊化,给监管部门造成较大困扰;再次,法案允许IPO前发行人、研究员、承销部门三方进行协同沟通,会使“信息防火墙”制度形同虚设,破坏监管部门长期以来所构建的风险防范体系。

四、启示与借鉴

尽管美国与中国资本市场发展水平、结构安排及存在问题不一而同,但是两国在证券市场基本制度的确立及其演变逻辑都验证了这样一个观点:法律制度是经济的集中体现,证券法律应该应经济环境的变化及需求适时作出相应的变革,而不是墨守成规。当下,我国也面临着中小企业融资难、资本市场活力不足的问题,因此,美国证券监管的基本理

念、运行逻辑及其发展变化对我国正在进行的证券市场法律制度改革有着一定的借鉴意义。

(一)推进注册制改革,激发证券市场活力

美国证券公开发行采取注册制,而对符合条件的私募发行则豁免注册要求,JOBS法案的目的之一就是简化手续,完善证券发行注册豁免制度,降低EGC的IPO成本,助推其快速发展。而我国目前股票发行采用核准制,这是一种政府主导型的发行制度,存在着严重的制度缺陷,导致我国资本市场的运作出现诸多沉痾。中共十八届三中全会明确提出推进股票发行注册制改革的要求。2013年11月30日,中国证监会在《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中也明确提出向注册制转型的改革目标,并确立了坚持市场化、法制化取向,综合施策、标本兼治,进一步理顺发行、定价、配售等环节的运行机制,发挥市场决定性作用,加强市场监管,维护市场公平,切实保护投资者特别是中小投资者的合法权益的总原则。注册制改革不仅需要法律的修改,同时需要制定一系列的配套改革措施,还需要市场的逐步适应和过渡。因此,应该加快推进《证券法》及相关法规、规章的修订,建立证券发行注册制度以及相应的配套制度。

在推行注册制改革中,放松对证券发行的限制,激发证券市场的活力是其中的题中之意。目前我国证券发行的门槛高、监管过于严厉,对企业的融资与经营造成很大的压抑。以公众公司的股东数量为例,JOBS法案从中小企业的现实发展出发,把美国公众公司在册股东的数量标准从500人提高到2000人。而在我国,证券法规定公司向特定对象发行证券累计超过200人为公开发行,须符合法定条件并接受监管。现实中,企业若存在职工持股、委托持股、信托持股等情况导致最终股东超过200人,在IPO审核过程中通常被要求予以清理。这就限制了企业上市前的融资能力,而且还使得那些因历史原因形成的股东超过200人的公司难以实施IPO,限制了企业尤其是高科技企业在大范围内对员工实施股权或期权激励。^[10]着眼于促进企业灵活经营、激发证券市场活力的目标,在注册制改革中,放松证券发行限制,适当提高200人规定的上限,减少中小企业在IPO过程中的不当约束,探索私募发行在具体募集方式上的豁免等已经势在必行。

(二)加强事后监管,健全资本市场执法体系

JOBS法案对EGC首次公开发行的豁免以及小额融资的松绑,是以证券监管部门严格监管为前提的。在JOBS法案出台后一个月,SEC发起了名为

脱壳行动的调查,该调查旨在打击市场欺诈行为,防止长期没有或者拖延进行市场信息披露的微市值空壳公司(microcap companies)被用作注入倾销等骗局的工具。SEC确定了32个州内以及6个国家中可能被欺诈行为利用的379家空壳公司,并勒令其停止交易,以儆效尤。此次停止交易是SEC历史上规模最大的一次,足以显示其保护投资者的决心,并以此证明虽然JOBS法案放松了融资自由的限制,但是并不以减损投资者保护为代价。反观国内证券监管体系一直存在重审批、轻监管的现象,造成违法成本低、问责不及时。近年来,中国证监会每年立案调查的案件有110件左右,能够顺利作出行政处罚的平均每年不超过60件,每年平均移送涉及刑事的案件30多件,大部分案件最终都是不了了之。^[11]由此可见,证券市场监管执法仍然很薄弱,投资者保护任重道远,这与现有的维护投资者权益的制度安排不相适应。

监管部门应加强事后监管,进一步完善资本市场执法体系。其一,在推进市场化改革的同时,加快政府监管部门监管职能的转变,加强监管执法,对违法违规行爲,毫不手软地追究到底、处罚到位。其二,应借鉴SEC立法执法后的评估经验,及时在立法中体现执法经验和趋势,及时修订相关法律法规,细化违法行为认定标准,提高处罚标准,增强监管规则操作性和匹配度。其三,借鉴美国投资者补偿制度,建立一套行之有效的证券违法行为人的吐赃制度。其四,进一步加大监管部门的执法裁量权并丰富其执法措施的武器库,包括行政和解、融资禁令以及民事罚款等。从整体上看,一套完善的执法体系是保护投资者利益的重要基础,尤其是在当前市场化改革的趋势下,更应当转变重审批、轻监管的误区,结合各种资金募集方式的特点,对投资者保护事宜做出有针对性、适应性、前瞻性的制度安排。

(三)拓宽小额融资渠道,建立多层次资本市场

JOBS法案包含一系列旨在促进中小企业融资的改革措施,主要是通过修改现行法律法规,放松对众筹、小额公开发行的限制条件和部分私募发行注册豁免的限制条件,为完善美国多层次全方位的融资体系提供重要的法律支撑。^[12]以众筹为例,其灵活、高效与低成本的特点是其他股权融资手段所不具备的,非常适合创业阶段的小型公司所采用,虽然SEC关于众筹实施的规则还没有最终出台,但已掀起了新一轮的众筹热潮。国际证监会组织(IOSCO)在2014年2月份发布的一篇关于众筹的工作论文指出,众筹模式具有很大的优势,其可以提供较低成本

的资本或回报,为分散投资提供新产品,填补银行信贷不足的缺口,促进金融服务于实体经济。现阶段我国在经济转型中,企业融资也面临着一些问题:一方面,中小企业面临融资难问题,融资的成本高企、渠道狭窄、效率低下,缺乏稳定可靠的融资途径,使其发展严重受限;另一方面,民间金融合法化难题待解,大量的民间资本缺乏投资渠道,普通民众难以从资本市场获得要素收入。这反映了金融市场的失衡,金融资源的配置远远没有达到优化的状态。而借鉴JOBS法案的规定,拓宽众筹等小额融资渠道,建立多层次资本市场,成为突破困境的一个出路。

与美国相比,我国的众筹融资面临着很大的法律障碍与监管阻力,一直游走在非法集资和非法公开募集的边缘。首先,众筹面向不特定的公众筹资,实质上是证券的公开发行,很难符合目前《证券法》关于公开发行的监管要求;其次,根据有关司法解释,向社会吸收公众资金的行为,可能会被认定为刑法第176条规定的非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款;再次,监管层对此也持否定态度。事实上,为了避免触及监管红线,我国现行的众筹平台极力回避众筹项目涉及股权、债券、分红或利息等财务回报形式。

当下,借助互联网技术和社交网络的发展,众筹等小额融资模式具有很大的潜力。然而如前文所述,由于片面强调投资者的保护,众筹等小额融资模式在我国面临诸多法律障碍,其发展面临很大的不确定性。证券监管的关键是如何协调投资者保护与资本形成的均衡,在安全与效率之间找准一个黄金分割点。投资者保护不是将投资者简单地拒之门外,而应该发挥其市场主体性,在其可以承受的范围内允许其适当承担风险,也使其有机会获得投资回报,这是一种开放式的保护。正如美国一位国会议员指出:失败是资本主义固有的一部分,市场上十有八九的公司会歇业,甚至血本无归,或许只有十分之一的公司能赚到很多钱。尽管如此,众筹可以视为这样一种机制,即允许中等家庭有着像百万富翁家庭一样失去他们钱财的机会,同样也享有获得收益的机会。^[13]世界银行赞助并于2013年发布的一份名为《发展世界中的众筹潜力》(Crowdfunding's Potential for the Developing World)的报告指出,发展中经济体有潜力通过采用众筹模式超越发达国家传统的资本市场结构和金融监管制度,推动经济增长。中共十八大也提出多渠道推动股权融资,发展普惠金融的要求。众筹等小额集资模式无疑契合于推动股权融资、促进融资结构和融资方式的多元

化,发展多层次资本市场的要求。由此,我们应该追踪国际社会关于小额集资立法的最新动向,增强法律的适应性与前瞻性,修订我国《证券法》以及有关司法解释中不合时宜的限制与约束,消除监管障碍,将众筹等小额集资模式纳入规范化、透明化、法制化的轨道,以推动企业创新,释放经济活力,促进经济的可持续发展。

参考文献:

[1][美]劳埃德·B.托马斯.金融危机和美联储政策[M].危勇,贾茜,胡颖,译.北京:中国金融出版社,2012:87-89.

[2]Kickstarter. Seven things to know about Kickstarter[EB/OL]. <http://www.kickstarter.com/hello?ref=nav>,引用日期:2013-12-10.

[3]郭雳.创寻制度 乔布斯 (JOBS)红利 美国证券监管再平衡探析[J].证券市场导报,2012,(5):11.

[4]鲁公路,李丰也,邱薇.美国JOBS法案、资本市场变革与小企业成长[J].证券市场导报,2012,(8):13.

[5]鲁公路,李丰也,邱薇.美国JOBS法案、资本市场变革与小企业成长[J].证券市场导报,2012,(8):14.

[6]郭雳.美国证券私募发行法律问题研究[M].北京:北京大学出版社,2004:33-34.

[7]周晓刚.美国证券发行注册豁免制度研究[J].证券市场导报,2001(4):45.

[8]Jacques F Baritot. Increasing Protection for Crowdfunding Investors Under the Jobs Act,13 U.C. Davis Business Law Journal 259(2013), pp.268-269.

[9]郭雳.创寻制度 乔布斯 (JOBS)红利 美国证券监管再平衡探析[J].证券市场导报,2012,(5):12-13.

[10]鲁公路,李丰也,邱薇.美国JOBS法案、资本市场变革与小企业成长[J].证券市场导报,2012,(8):17.

[11]肖钢.监管执法:资本市场健康发展的基石[J].求是,2013(15):29-31.

[12]袁康.互联网时代公众小额集资的构造与监管——以美国JOBS法案为借鉴[J].证券市场导报,2013(6):10.

[13]Lina Jasinskaite. The Jobs Act: Does the Income Cap Really Protect Investors?[J]. 90 Denver University Law Review Online 81(2013),p.86.

(责任编辑 张艳峰)