

后JOBS法案时代美国A条例修订的评析与启示

刘宏光

(清华大学法学院, 北京 100084)

摘要: 为施行JOBS法案第401节, SEC于2015年3月25日对A条例之下小额发行豁免制度进行重大修订。此次修订的主要内容包括提高发行限额, 完善对发行人资格的要求, 豁免第二层次发行在州证券法上的注册要求, 并在第二层次发行中引入投资限额与持续性信息披露制度等。实践表明, 修订后的A条例适用性大大提高, 便利了中小企业从资本市场融资, 并为投资者提供充分的保护, 是美国证券法在资本形成与投资者保护之间的一次再平衡。考虑到便利中小企业融资及注册制改革试点的需要, 我国有必要引入小额发行豁免制度, 并力求在制度设计中实现增进市场诚信、强化投资者保护、降低监管成本、便利中小企业融资间的多维动态平衡。

关键词: JOBS法案; 小额发行豁免; A条例; 发行限额; 联邦优先权

Abstract: To actualize the Section 401 of JOBS Act, the SEC carried out an amendment to Regulation A on March 25, 2015. The primary contents of this amendment includes not only increasing offering limits and ameliorating requirements of issuers' eligibility, but also providing exemption of registration under the state laws as to Tier 2 offerings. Moreover, the amendment also introduces regulations of ongoing information disclosure and the Investment limits system to the Tier 2 offerings. As the practice proves, the new Regulation A is more applicable than ever. It facilitates enterprises' financing from capital market and provides investors sufficient protection. Therefore, this amendment actually acts as a new balance off between capital formation and investors protection in American's securities regulations. Considering financing Chinese small enterprises and working as a pilot of the registration system, it is essential to establish China's small issues exemption system and spare no effort to achieve a multidimensional balance in system design among aspects including but not limited to such as enhancing market integrity, strengthening investor protection, reducing regulatory costs and promoting capital formation.

Key words: JOBS Act, small issue exemption, regulation A, offering limits, federal preemption

作者简介: 刘宏光, 清华大学法学院博士生, 研究方向: 商法学。

中图分类号: D971.2 **文献标识码:** A

A条例(以下称Regulation A)是SEC根据《1933年证券法》第3(b)节的授权发布的关于小额发行注册豁免制度¹的非独占性“安全港”(Non-Exclusive Safe Harbor)规则。若一项证券发行行为满足Regulation A规定的条件和程序, 则可享受豁免注册的待遇。Regulation A不要求发行人向SEC申请注册, 允许发行人在事前向SEC提交发行声明(Offering Statement)并进行相应信息披露的前提下, 向社会公众公开发行规定限额以下的证券, 因其程序类似于注册, 甚至被称为“简式注册(Short-form

Registration)”或者“迷你注册(Mini-Registration)”²。2015年3月, 为执行JOBS法案第四章(Title IV)的要求, SEC在发行限额、发行人资格、联邦优先权、持续性信息披露等方面对Regulation A进行大幅修订(因修订后的Regulation A较原Regulation A变化较大, 故又被称为“Regulation A+”)。本文拟以2015年Regulation A的修订为主线, 对规则变化背后正当性及立法理念进行分析, 对Regulation A+的实施效果进行考察, 并指出其对我国构建小额发行注册豁免制度的启示。

后JOBS法案时代Regulation A修订的背景

一、修订前Regulation A的演变历程与适用情况

Regulation A 最初制订于1936年,其立法基础是《1933年证券法》第3(b)节。此后,随着《1933年证券法》第3(b)节不断修改,Regulation A也经历了多次修订^[1]。其中,最近一次系统性修订是1992年,该次修订的主要内容是将Regulation A中小额发行豁免制度发行限额由150万美元提高到500万美元,且明确Regulation A之下的发行无须与其他豁免制度下的发行数额合并计算,允许发行人在证券销售前“试水”(Test of Waters)³,这些措施大大增强了Regulation A的适用性。修订后的Regulation A包含251-263共计13个条款,分别从发行人资格、发行声明、发行公告、发行人销售证券后的报告义务、发行声明的暂停、发行声明的撤回与放弃、失格条款等方面对小额发行豁免的构成要素进行了全面规定^[2]。1992年修订后的Regulation A虽然不要求发行人进行注册,但要求其在证券销售行为开始20日前向SEC提交一份发行声明(Offering Statement,具体形式为Form 1-A)并得到SEC的认可(Qualification)。经过1992年修订之后,Regulation A保持了相对稳定的状态,之后二十多年间未进行重大修订。

Regulation A最初引入时适用(Utility)非常频繁。据统计,仅1960年就有1000多家公司向SEC提交Regulation A之下的发行声明(Offering Statement)^[3]。但近年来Regulation A的适用频率呈明显下降趋势,1997年只有116家公司向SEC提交申请,到2011年更下降为19家。更为严峻的是,在提交的发行声明中,被SEC许可(Qualified Offering)的数量则更少,1997年有57家公司的发行请求被许可,而2011年更是仅有1起^[4],虽然这一数字在2012~2014年间有所好转,有26件豁免申请被许可⁴,但仍相对较低,以致于SEC委员都坦承,如果以适用频率衡量一项豁免制度成功与否,那么Regulation A已经失败了。⁵对于Regulation A适用频率下降的原因,学者们的解释主要包括:(1)发行限额过低。Regulation A之下的发行限额仅为500万美元,无法满足融资人需要,且发行成本相对于融资额度也过高,使其不具有经济上的合理性。(2)不豁免州证券法(Blue Sky Laws)上注册义务。Regulation A下的发行并不豁免州法下的注册义务,发行人还需在发行证券的州逐

一履行注册程序,增加时间成本与经济负担^[5]。且不少州证券法上的注册程序是实质审查(Merit Review),可能会因对普通投资者产生过大风险而拒绝某项证券发行,有时甚至拒绝整个行业的证券发行,比如生物技术行业就曾因自设立之日起三至五年内难以盈利而被州证券监管机关拒之门外⁶。(3)审核程序的时间成本过高。据SEC统计,2012~2014年间,一份Regulation A之下的发行声明从提交到生效的平均时间超过300天。造成迟延的原因是:发行人进行纸质文件准备、SEC职员审查文件、发行人回复SEC职员提问等环节花费了大量时间。⁷

二、JOBS法案与Regulation A的修订

为便利中小企业融资、降低发行成本、促进经济增长,美国国会于2012年4月通过《创业企业促进法案》(The Jumpstart Our Business Startups Act,以下称JOBS法案)。该法案放宽对中小企业IPO融资过程及后续信息披露方面的监管,对证券私募发行豁免、小额发行豁免规则等进行修改,增设众筹发行注册豁免制度,其改革力度之大堪称美国证券法史上具有里程碑意义的变革。⁸JOBS法案对小额发行豁免规则的调整体现在其第四章(Title IV)中,要点是将原《1933年证券法》第3(b)节指定为第3(b)(1)节,并增加第3(b)(2)~(5)节,作为第3(b)(1)节之外新的小额豁免规则。⁹《1933年证券法》第3(b)(2)节是对具体豁免条件的规定,具体条件包括:每12个月发行证券总额不得超过5000万美元,可采用公开发售(Offered and Sold Publicly)方式,所发行证券不构成证券法上的“受限证券(Restricted Securities)”,在向SEC提交发行声明前可以根据SEC规定的条件“试水”(进行招揽与宣传),适用的证券类型包括股权证券、债权证券、可转换或交换股权的债权证券以及此类证券的权证。¹⁰

但《1933年证券法》第3(b)(2)节的豁免规则并不具有自动执行的效力,需要SEC发布规章或条例(Regulation or Rule)具体实施这一豁免规则。2013年12月18日,SEC发布修订Regulation A的《建议规则(Proposed Rules)》,公开征求社会各界意见。¹¹对于《建议规则》,社会反响不尽相同。以Rutheford B. Campbell, Jr.教授为代表的支持者认为,《建议规则》在豁免州证券法之注册要求方面,SEC做出了正确的选择。¹²但也有人表示强烈反对,比如,北美证券监管者协会(NASAA)认为SEC将合格购

买者界定为第二层次发行中的任何投资者过于宽泛，会实质性架空证券法上的注册要求，这对投资者保护非常不利，各州的证券监管者正在推进针对《1933年证券法》第3(b)(2)节的审核协调项目，可以提高州证券法上的审核效率，不会因为州法的审核程序而实质性地加大发行人的成本。¹³马萨诸塞州证券监管机构也表达了类似意见。¹⁴在综合考虑各方意见后，SEC于2015年3月25日发布了Regulation A+ 的《正式规则(Final Rule)》，《正式规则》大致保留了《建议规则》的框架，从放松管制和强化投资者保护两个角度对原Regulation A进行全面修订，充分反映了JOBS法案的立法精神与立法成果。《正式规则》登载于2015年4月20日出版的《联邦公报(Federal Register)》上，并定于2015年6月19日正式生效。

Regulation A+ 主要规则之梳理归纳

相较原Regulation A，Regulation A+ 的整体框架未变，仍包含Rule 251-263共计13个条款，但在发行人资格、融资限额、“试水”程序、信息披露、州证券法注册义务豁免等方面进行了大幅修订。Regulation A+ 的主要内容可以归纳如下：

一、适用范围

在适用范围方面，Regulation A+相较于Regulation A的区别主要体现在发行限额、适格证券、投资限额三个方面：(1)将年度发行限额提高到5000万美元，并对豁免进行分层：第一层次，每12个月累计发行额不超过2000万美元；第二层次，每12个月累计发行限额不超过5000万美元。2000万美元以下的发行由发行人自由选择适用第一层次规则还是第二层次规则。¹⁵(2)在适格证券范围方面延续了JOBS法案第401节的规定，主要包括股权证券、债权证券，可转换或交换成股权的债权证券以及此类证券的权证，但明确排除了资产支持证券。¹⁶(3)对非合格投资者(not an Accredited Investor)投资于第二层次发行的投资额加以限制，对于自然人来说，不超过年收入(Annual Income)或资产净值(Net Worth)中较大者的10%，对于非自然人来说，不超过其年度收入(Annual Revenue)或资产净值(Net Assets)中较大者的10%。¹⁷对合格投资者不适用投资限额制度。

二、发行人资格

Regulation A+ 对发行人资格的限制可以分为积极条件与消极条件两个方面。积极条件方面，发行人必须是依美国或加拿大或美国、加拿大之州、省、特区法律注册的实体，且总部位于美国或加拿大。¹⁸消极条件方面，发行人不是受《1934年证券交易法》第13节或第15(d)节管辖的公司，不是还没有具体商业规则、目的或已经表明其商业目的是合并、收购身份不明的公司的发展阶段公司(Development Stage Company)，不构成在《1940年投资公司法》下已经或应予注册的投资公司，不是正在发行未分割的石油、天然气权益或者其他类似矿产权益，在提交发行声明文件前五年内未收到SEC依照《1934年证券交易法》第12(j)节规定发布的拒绝、中止或撤回注册命令，在提交发行声明的前两年内不存在未按Rule 257的规定提交报告文件的情形，不存在Rule 262中规定的失格情形(Disqualification Provisions)。¹⁹

三、发行程序

与注册发行(Registered Offering)相类似，Regulation A+之下的发行也要经过提交前阶段(Pre-filing Period)、认可前阶段(Pre-qualification Period)、认可后阶段(Post-qualification Period)三个阶段。相应规范如下：(1)在提交前阶段，发行人可以按Rule 255条的规定进行“试水”，但在发行声明生效之前，发行人及其代理人不能接受资金、其他对价以及承诺。投资者对这些招揽表达的兴趣不被认为是承诺，不会产生相应义务。²⁰(2)在认可前阶段，发行人可以进行口头或书面要约，但不能进行销售，且发行人在公开提交发行声明(Offering Statement)之后所使用的招揽材料中应当同时或先行提供初步发行公告(Preliminary Offering Circular)或提供一则告知潜在投资者可以从何处、采用何种方式获得初步发行公告的通知。²¹(3)在认可后阶段，发行人可以进行要约和销售，但必须同时或先行提供正式发行公告。

四、发行声明(Offering Statement)

发行声明是提交给SEC审查，用以证明发行符合条件的法定文件。Regulation A+对发行声明的要求包括：(1)发行声明包括form1-A中所要求的信息和根据具体情形所要求的用以消除发行声明可能误解的其它重大信息。²²(2)在正式向SEC提交发行声明或发行声明的修正案之前，发行人可以将这些文件以非公开形式提交给SEC职

员进行预先审查,只要这些文件的正式版本能在获取认可(Qualification)之日前21天公开提交。²³(3)除非另有规定,发行声明的纸张、打印、语言等与注册声明(Registration Statement)相同,且发行声明应由发行人与发行人高管、董事、财务主管,会计主管等人签署。(4)在发行声明被认可之前,发行人可以对其进行修订,但后续修订文件应该采用与原发行声明相同的方式签署与提交。(5)发行声明以及其修订稿的认可(Qualification)日期由SEC确定。²⁴

五、发行公告(Offering Circular)与初步发行公告(Preliminary Offering Circular)

发行公告是提供给投资者的信息披露文件,类似于注册发行程序中的招股说明书(Prospectus),是发行声明(Form1-A)中的第二部分,在未获得SEC认可前称为初步发行公告(Preliminary Offering Circular)。Regulation A+对发行公告的主要规范包括:(1)发行公告的主要内容包括发行人基本信息、重大风险、发行人业务简述、管理层的分析与讨论、董事高管薪酬、关联交易以及近两年的财务报告。(2)第一层次和第二层次发行人均应提交前两个会计年度(如果公司存续期间不满两个会计年度,则相应缩减)的资产负债表及相关财务报告,并且第二层次发行的发行人应当在发行公告中包含经审计的财务报告,审计准则可在GAAS或PCAOB之中选择其一。(3)发行人和中介机构在认可前阶段(Pre-qualification Period)内,至少在销售证券之前48小时向潜在购买者提供初步发行公告(Preliminary Offering Circular),但发行人正在承担第二层次发行的持续信息报告义务的除外。²⁵

六、周期性与临时性报告、退出报告(Exit Report)

Regulation A+ 完善了发行人信息披露制度,对第一层次发行人与第二层次发行人实行差异化的信息披露策略。具体规则如下:(1)第一层次和第二层次发行人均应该在发行中止或完成之后的30日内向SEC提交退出报告(Exit Report, Form 1-Z),以提供证券销售信息及更新发行人信息。(2)除退出报告外,第二层次发行人还需提交年度报告(Annual Report, Form 1-K)、半年度报告(Semiannual Report, Form 1-SA)和临时报告(Current Reports, Form 1-U)。²⁶

七、豁免的暂停与听证,发行声明的撤回或放弃

在特定情形下,SEC可以发布命令暂时性中止(发行)豁免程序实施,这些情形包括:不符合Regulation A 豁

表1 Regulation A+中发行人信息披露义务一览

表格代码	表格名称	Tier 1	Tier 2
Form 1-A	发行声明(Offering Statement)		
Form 1-Z	退出报告(Exit Report)		
Form 1-K	年度报告(Annual Report)	×	
Form 1-SA	半年度报告(Semiannual Report)	×	
Form 1-U	临时报告(Current Reports)	×	

注: 表示需要提交, ×表示不需要提交。

免的条件或者未遵守Regulation A 规定;发行声明、招揽文件、Rule 257下的报告文件中包含不实重大性信息或遗漏重大信息;该发行违反《1933年证券法》第17节的规定;发行声明提交后发生了导致发行人将不符合该豁免条件的事件;发行人、发起人、高管、董事、承销商不配合或阻碍SEC发起的调查。SEC做出暂时性中止令时,应该即时通知发行人、承销商或拟出售证券的证券持有人(Selling Security Holder),通知应当载明SEC已经发布该种命令以及发布该命令的原因,并告知发行人可以申请举行听证会。如果发行人没有提出听证请求或者SEC决定不举行听证会,则前述暂时性命令在其发布之日起30日后变成永久性决定。²⁷

此外,Regulation A+还设置了发行声明撤回和放弃制度。在开始证券销售前,发行人可以申请撤回发行声明,撤回发行声明申请书须表明撤回理由并由授权代表签署。在发行声明提交9个月后发行人未进行修改且未被SEC认可时,SEC可以认定该发行声明已被放弃。²⁸

八、州证券法上注册义务之豁免

JOBS法案授权SEC在针对“合格购买者(Qualified Purchasers)”的小额发行中,可以豁免州证券法注册要求。²⁹在修订后的Regulation A+中,SEC将第二层次发行中的合格投资者和虽非合格投资者但遵守投资数额限制的人认定为“合格购买者”。³⁰而针对合格购买者出售的证券为1996年《国家证券市场提升法(the National Securities Markets Improvement Act of 1996, NMSIA)》中的“联邦管辖证券(Covered Securities)”,享有联邦优先权,不受州证券法上注册义务的管辖,从而在第二层次发行中事实上豁免州证券法上的注册义务。³¹

此外,Regulation A+ 还规定发行人不因发行过程在个别条款、条件、要求方面存在非重大偏离(Insignificant Deviations)而丧失豁免资格³²,并对合并计算(Integration

Provisions)条款³³、失格条款(Disqualification Provisions)³⁴进行更新,还有条件地豁免第二层次发行人在《1934年证券交易法》第12(g)节下的注册义务。³⁵

Regulation A+修订要点的正当化依据与实施效果

一、促进资本形成之措施及其正当性依据

SEC此次修订Regulation A直接目的是执行JOBS法案第四章,而该章的标题即为“中小企业资本形成(Small Company Capital Formation)”。为了增强Regulation A的适用性、促进中小企业资本形成,SEC采用的具体方法是提高发行限额,在第二层次发行中豁免州证券法注册义务的适用,并对“试水”程序进行改革,其正当化依据可以阐释如下:

(1)将年度发行限额提高至5000万美元,并对豁免规定进行分层。修订之前Regulation A中的500万美元年度发行限额系1992年确立,经过二十多年的发展,由于货币购买力显著下降等原因,原来的标准已无法适应现实需要。美国联邦总审计署(U.S. Government Accountability Office, GAO)报告认为除了融资限额过低,融资的固定费用畸高也是原Regulation A被弃置不用的原因之一^[4]。而Regulation A+将第一层次发行的发行限额提高到2000万美元,将第二层次的发行限额设定为5000万美元,大大提高了Regulation A+的适用性。此外,双层制的优点是发行人在信息披露及其他要求方面提供更多选择权,由发行人自行选择适用何种层次发行制度,更富有灵活性。

(2)在Regulation A+第二层次发行中豁免州证券法上注册义务。修订前,依Regulation A发行的证券虽然豁免联邦证券法上的注册义务,但并不豁免州证券法上的注册义务,被认为是阻碍Regulation A适用的主要原因。针对在第二层次发行中豁免州证券法注册义务这一修改,在征求意见阶段即存在诸多反对意见。Regulation A+《正式规则》发布后,马萨诸塞州(Massachusetts)州与蒙大拿州(Montana)甚至将SEC起诉至哥伦比亚特区上诉法院,认为SEC在Regulation A+的第二层次发行中豁免州法上的注册义务与公共利益及投资者保护的要求不符("Inconsistent with the Public Interest and the Protection of Investors"),请求法院禁止该规定生效。他们还宣称SEC行为过于武断,违反行政程序法,并特别指控SEC在对

合格购买者的界定上存在异常,不符合证券法的立法目的。³⁶实际上,豁免第二层次发行的州证券法注册义务并不必须导致证券欺诈横行,修订后的Regulation A+虽然规定了第二层次发行的联邦优先权,但州监管机关保留了获取发行资料、对发行行为进行调查、提起反欺诈诉讼的权力,依然可以打击证券欺诈行为。

(3)Regulation A+ 将可以“试水 (Test the Waters)”的时间段从提交发行声明之后扩展到提交声明之前,但要求发行人在公开提交发行声明(Offering Statement)之后使用的招揽材料中一并发行提供初步发行公告(Preliminary Offering Circular),或者提供一则告知潜在投资者可以从何处、采用何种方式获得初步发行公告的通知。³⁷允许投资者在提交发行声明之前进行招揽,发行人可以在付出准备及提交发行声明的成本之前试探市场的表现,以减少发行行为成败方面的不确定性。若市场反映不乐观,发行人可以提前放弃发行或尝试其他发行方法,从而节省金钱及时间成本。³⁸这一变化的另一作用是增加投资者可获取信息的类型与强度,促进证券价格更有效地形成,便利投资者在不同投资项目之间更有效地分配资金,提升资本形成与资金分配方面的效率。³⁹

二、强化投资者保护之措施及其正当性依据

放松管制虽然能降低企业通过Regulation A+ 融资的时间与金钱成本,便利中小企业融资,但同时可能会带来欺诈风险的增加、投资者面临的信用风险与商业风险增大等不利后果。本次修订虽系在便利中小企业融资的政策背景下进行,但SEC并没有忽视其保护投资者利益的职能,Regulation A+ 对强化投资者保护也做了相应的制度设计。

1. Regulation A+ 从两方面完善发行人资格要件:(1) Rule 251在发行人资格方面基本保持原规定,但增加两类不得存在的消极事项,即不得在提交发行声明前5年内曾被SEC依据《1934年证券交易法》第12(j)发布拒绝、中止或撤回注册的命令,以及在提交新的发行声明前两年存在应按照Regulation A+ 相关规则提交持续报告而未履行该报告义务的情形。⁴⁰(2)对Rule 262中的失格条款(Disqualification Provisions)进行修改,以与Regulation D的相关规定趋同,并加入与Rule 506(e)相似的信息披露要求。⁴¹前者的意义在于将一些不合适的发行人拒之门外,保护投资者免受其潜在侵害。⁴²后者的背景是为遵

守JOBS法案第401(a)节中关于制订与《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》第926节中所要求的失格条款相似的失格条款的要求。总之,完善发行人资格要求的意义在于对不同豁免规则适用相同的失格规则,保证相关规则之间的连贯性(Consistency),有助于降低发行人的合规成本,便利投资者进行风险判断并作出投资决策。⁴³

2. Regulation A+ 对非合格投资者(Not an Accredited Investor)投资于第二层次发行的数额加以限制。投资限额制度在传统证券法中从未出现过,首次出现于JOBS法案的第三章(Title III)——众筹(Crowdfunding)⁴⁴中,是美国证券法在投资者保护方面的最大创新^[7]。由于Regulation A+ 下的第二层次发行不受州证券法中注册义务的规制,豁免州证券法上的实质审查(Merit Review)程序可能导致投资者受到欺诈行为的伤害。而通过引入投资限额制度,能够锁定投资者可能遭受的最大风险,使得投资者即便不具备风险识别能力,仍然具有风险承担能力,从而成为保护投资者的有力手段。对投资者设定投资限额虽然存在迫使发行人为满足相同数额的融资需求向更多投资者发行证券的可能性,从而增加发行成本,限制了非合格投资者可能获取的收益,但经过细致的成本收益分析,SEC仍认为采纳投资限额制度是合适的。⁴⁵

3. Regulation A+ 还强化信息披露要求。在发行信息披露方面,要求第一层次和第二层次的发行人提交前两个会计年度(如果公司存续期间不满两个会计年度,则相应缩减)的资产负债表及相关财务报告。第二层次发行人在发行公告(Offering Circular)中必须包括经审计的财务报告,审计准则可在GAAS或PCAOB中选择其一。此举有助于大幅提升投资者对发行人财务报告质量的信任,这虽在一定程度上将增加审计费用,但由于发行人融资数额增加,单位融资成本反而降低。⁴⁶在持续信息披露方面,Regulation A+ 要求第二层次发行人以电子方式向SEC提交年度、半年度以及临时事件报告,大大强化了信息披露义务,事实上确立了类似于注册发行的持续信息披露义务,有利于监管机关和投资者掌握发行人动态,减少信息不对称,增强市场流动性。⁴⁷值得注意的是,Regulation A+ 针对第一层次发行与第二层次发行实行差异化披露策略,对第二层次发行课以更严厉的信息披露义务。但鉴于第二层次发行中发行限额更高、豁免州法证券注册义务等特征,该做法体

现了监管强度与风险大小之间的合理配比,具有合理性。

三、Regulation A+的整体评价与实施效果

本次修订Regulation A 是JOBS法案的余波,也是SEC近年推行证券发行改革项目(Securities Offering Reform)的重要组成部分。Regulation A+在放松管制和强化投资者保护两个方面对原Regulation A进行了重大调整。一方面,在融资限额、联邦优先权、“试水”程序等方面放松管制,解决了原Regulation A长期以来饱受诟病的问题,有助于重新激发Regulation A的活力。另一方面,SEC并未忽视放松管制可能带来欺诈风险的增加、放大投资者面临的信用风险与商业风险等可能后果,并在投资者保护方面采取若干措施以求平衡。更严格地限定发行人资格、对第二层次发行中的非合格投资者设定投资限额、对信息披露制度进行强化均是保护投资者的有力措施,不仅不会阻碍Regulation A+的适用,反而会促进其发挥作用。简言之,本次修订是SEC在便利中小企业融资的立法政策指导下对Regulation A在促进资本形成与强化投资者保护之间、效率与公平之间所进行的一次再平衡。

从实施效果看,相较于原Regulation A少人问津的尴尬境况,Regulation A+则受到市场热捧。统计表明,截至2016年4月,累计被提交或批准的发行申请共150多份,金额累计超过12亿美元。⁴⁸其中最著名的案例是近期完成发行的艾利奥发动机公司(Elio Motors)。作为一家生产三轮车的美国公司,该公司为给其“E系列”三轮车项目融资,在Regulation A+生效后不久即向SEC申请使用Regulation A+之下的第二层次发行募集资金。得到SEC许可后,艾利奥发动机公司从2015年11月开始在Start Engine Crowdfunding, Inc.⁴⁹网络平台上融资,截至2016年2月1日,共募集资金超过1700万美元。2016年2月19日,该公司股票在OTC市场上市,短时间内公司股价翻倍。⁵⁰可见,修订后的Regulation A+ 适用性大大提高。甚至SEC主席Mary Jo White也认为,Regulation A+ 不仅为集资提供了切实可行的路径,也为投资者利益提供了充分保护。⁵¹

美国Regulation A 修订对我国的启示

无论从规则本身还是从实施效果方面观察,SEC本次对Regulation A的修订都是一次成功的制度变革。这次修订修复了制度与实践之间的裂痕,不仅实现了Regulation A

规则本身的合理化,还实现了小额发行豁免制度与其他豁免制度及注册制度之间的合理协调。就我国而言,2015年4月20日提交立法机关审议的《中华人民共和国证券法(修订草案)》规定了股票发行注册制,引入小额发行豁免制度,⁵²反映了立法机关对小额证券发行注册/核准豁免制度的基本认识与初步构建思路。因此,在当前注册制改革背景下⁵³,如何借鉴美国经验并结合《证券法(修订草案)》的相关条文,对我国创设小额发行豁免制度的必要性、可行性与应然构建思路进行研究是重要的理论与实践课题。

一、我国引入小额发行豁免制度的必要性

中小企业融资是一道世界性难题,而小额发行豁免正是为便利小企业融资而进行的制度设计。美国联邦证券法对证券发行实行注册制监管,发行门槛本身较低,且除注册制外还设有豁免证券与豁免交易两大类注册豁免规则,进一步降低了证券发行制度的管制强度。如果说注册制是从审核标准与审核方法的角度对证券发行监管行为进行市场化改造,那么豁免则是从制度的另一面,对符合条件的证券发行行为直接否定对其审核的必要性,市场化特性更为突出。经过JOBS法案后的系统性调适,美国重构出切合中小企业特点的、具备体系性、层次性、科学性的小额发行豁免制度,并取得良好的实践效果。反观我国,所有证券公开发行行为,无论所涉金额大小,都必须在得到证券监管机构的事前核准后方可进行^[8]。并且我国法律法规设定的公开发行门槛较高、条件苛刻,导致中小企业尤其是初创企业难以利用资本市场融资。⁵⁴针对我国中小企业融资需求普遍无法得到满足的现状,不少学者或实务界专家呼吁创设小额发行注册豁免制度。笔者亦认为,我国有必要引入小额发行豁免制度,向中小企业开放资本市场。

值得注意的是,我国与美国在构建小额发行豁免制度时所面临的制度背景有所不同。美国证券法上区分发行与上市,对证券公开发行未设门槛,上市才有门槛。而我国对证券公开发行设定很高的门槛,上市制度虽与公开发行制度有限分离,但无论是标准还是在结果方面上市审核都附从于发行审核。如果说美国引入小额豁免更多是基于成本收益方面的衡量^[6],中国则是公开发行门槛的降低,是禁区的开放。我国创设小额发行豁免制度具有重要意义,从证券发行制度的角度观察,引入小

额发行制度有助于建立更为灵活的证券发行监管体系,是证券发行制度市场化改革的重要支撑,同是也是我国多层次资本市场建设的重要内容。在实践价值方面,引入小额豁免制度,不但有利于拓宽中小企业融资渠道,促进中小企业成长,还便于普通投资者投资于初创企业,让更多投资者分享中小企业成长的红利。

二、我国引入小额发行豁免制度的可行性与路线图

有学者认为,美国法上符合联邦证券法豁免条件的小额发行仍受各州证券法注册制度的管辖,双重监管体制有助于防止证券欺诈。我国证券法中不存在双重监管体制,如若采纳美国式证券发行注册豁免制度,会由于缺乏类似州“蓝天法”提供的保护而产生明显的裂隙:风险越高的项目(中小企业融资),越是需要保护的投资者(普通个人投资者),反而无法在法律上获得足够的保护^[9]。笔者认为上述观点有一定的合理性,但并不能成为我国拒绝引入小额豁免制度的借口。不容否认,中小企业在内部治理、信息披露、经营稳健性、业务模式成熟度等方面较大型企业存在差距,投资者投资中小企业所面临的商业风险与道德风险更高,但这并不足以否认创设小额发行豁免制度的可行性。首先,小额发行行为涉及风险范围及程度相对可控,对其豁免注册或核准要求并不会引发系统性风险。其次,这些风险虽然无法消除,但并非无法控制。对于商业风险,只要发行人充分披露,风险当由“买者自负”;对于道德风险,可以运用反欺诈制度进行防范与制裁,证券欺诈行为法律责任的追究、监管机构监管能力的提升为有效防范与制约道德风险提供了有利条件。此外,其他制度,诸如互联网电子股东论坛^[10]、投资限额等的运用,对于识别、控制商业风险和道德风险均有助益。

小额发行豁免制度是证券发行制度市场化的突出体现,无论是在当前的核准制背景下,还是在未来的注册制下,均有意义。在当前证券公开发行监管核准制且注册制改革尚未有明确推进时间表的背景下,引入小额发行豁免制度可以作为注册制改革的先导,为注册制度改革积累经验。在未来注册制的背景下,小额发行豁免制度作为一类豁免类型,是注册制的重要组成部分,在注册制下也占有一席之地。当然,为慎重起见,对小额发行豁免制度可以采取“先试点后推广”的办法,先在

部分地区或部分行业试点，试点期间密切跟踪实践运作情况，并根据实践情况采取进一步措施。

三、多维平衡视角下我国小额发行豁免制度的构建思路

本次Regulation A修订在制度设计上体现了便利资本形成与保护投资者利益的要求，还注意与市场诚信状况的适应、与其他豁免制度的衔接、与反欺诈制度的配套，实现了多个维度上的综合平衡，取得了良好的实践效果。这些经验对我国构建小额发行豁免制度具有重要的启示意义。参考美国小额发行豁免制度设立及演进历史，笔者认为，构建我国小额发行豁免制度也应遵循如下原则：第一，具体制度设计要关注发行额度、发行方式及发行范围之间的协调^[11]，注重经济合理性，合理平衡监管成本、融资成本及投资者保护间的关系；第二，作为证券发行监管制度的重要组成部分，小额发行豁免

制度要与发行审核制度相契合，与其他豁免制度合理区分、紧密协作，共同形成体系化、层次化的制度群体；第三，小额发行豁免制度的制度设计要结合市场诚信现状，设置相应的法律责任条款，同时授予证监会行政执法权^[12]，积极发挥监管机构与市场中介机构的作用，保护投资者利益免受欺诈行为侵害。

Regulation A+之下的“简式注册”制度作为美国小额发行豁免制度的成功范例，一方面通过豁免小额发行的注册要求，简化融资流程，便利融资人融资；另一方面通过限制年度发行额度和投资额度、限定融资人资格、强化信息披露来实现对风险的控制，通过要素错配构造出小额发行豁免的制度，在资本形成与投资者保护之间实现平衡。笔者认为，这种通过要素错配实现对小额发行适度监管的规制逻辑具有可借鉴性，我国也可以以Regulation A+为模型来构建小额发行豁免制度，只是

(上接第54页)

参考文献：

- [1] Berk, J. B., Stanton R.A. Rational Model of The Closed-end Fund Discount[R].Working Paper, 2003.
- [2]Cherkes M.. A Positive Theory of Closed-end Funds as An Investment Vehicle [R].Princeton Univ Working Paper, 2003.
- [3] Cherkes M., Sagi J, Stanton R. A liquidity-based Theory of Closed-end Funds[J].The Review Financial Studies, 2009, (22): 257-97.
- [4] Cherkes M. The Closed-end Funds: A Misunderstood Asset[R]. Princeton Univ Working Paper, 2001.
- [5] Daniel N. Deli, Raj Varma. Contracting in The Investment Management Industry: Evidence from Mutual Funds[J], Journal of Financial Economics, 2002, (63): 79-98.
- [6] DatarV.. Impact of Liquidity on Premia/Discounts in Close-end Funds[J].The Quarterly Review of Economics and Finance, 2001,(4): 119-135
- [7] Davies R., Fletcher M. Marshall A.. Investigating The Role of Illiquidity in Explaining the UK Closed-end Country Fund Discount[J]. International Review of Financial Analysis, 2013, (30):121-130.
- [8] Fisher, K. L., and M. Statman. Investor Sentiment and Stock Returns[J].Financial Analysts Journal, 2000, (56):16-23.
- [9] Flynn, S.M.. Noise-trading, Costly Arbitrage, and Asset Prices: Evidence from US Closed-end Funds[J].the Journal of Financial Markets, 2012, (1): 108-125.
- [10] Gordon Gemmill, and Dylan C., Thomas. What Explains IPOs of Closed-End Funds: Managerial Ability, Illiquidity, or Sentiment[C]. SSRN Working Paper, 2013, NO. 2207981.
- [11] Lee C.M, A. Shleifer, and R. Thaler. Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle[J]. Journal of finance, 1991, (46): 75-110.
- [12] Malkiel, Burton G. The Valuation of Closed-end Investment-company Shares[J].Journal of Finance, 1977, (32): 847-858.
- [13] Pratt, Eugene J..Myths Associated with Closed-end Investment Company Discounts[J]. Financial Analyst Journal, 1966, (22): 79-82 .
- [14] Qiu Lily, and Welch Ivo. Investment Sentiment Measures[C]. NBER Working Paper Series - National Bureau of Economic Research, 2004, NO10794.
- [15] Ramadorai, T. The Secondary Market for Hedge Funds and The Closed Hedge Fund Premium[J].Journal of finance, 2012,(67):479-512.
- [16] Spiegel, M. Closed-End Fund Discounts in A Rational Agent Economy[R]. Yale University Working Paper,1999.
- [17] 陈莹, 魏巍峰. 投资者情绪能解释我国封闭式基金IPO后的交易异常吗? [J]. 南方经济, 2015, (04): 43-60.
- [18] 邓永平. 流动性风险因子差异与封闭式基金折价关系研究[J]. 价格月刊, 2009, (08): 43-45.
- [19] 冯金余. 国内基金市场不存在“赎回异象”吗? ——基于基金业绩与资金流动视角[J].证券市场导报, 2012, (12):67-73.
- [20] 华仁海, 丁秀玲. 我国股票市场收益、交易量、波动性动态关系[J]. 财贸经济, 2003, (12): 32-40.
- [21] 李庆峰, 陈超. 再论封闭式基金折价动力——被忽略的套利替代效应和隐性交易费用研究[J].宏观经济研究, 2015, (02): 109-118.
- [22] 李庆峰. 金融市场不完全的理论分解与测度研究——基于中国封闭式基金折价的动态考察[J]. 财政研究, 2011, (07): 124-133.
- [23] 刘翔, 余皓宇. 封闭式基金折价与分红的实证研究[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2013, (02): 74-79.
- [24] 王擎. 再析中国封闭式基金折价之谜[J]. 金融研究, 2004, (05): 28-36.
- [25] 伍燕然, 韩立岩. 不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜[J]. 经济研究, 2007, (03): 117-129.
- [26] 于江宁, 朱启贵. 开放式基金流量变化与投资者行为之关联性研究——来自基金市场与股票市场的经验证据[J]. 证券市场导报, 2015, (12): 57-63.
- [27] 杨玉明. 封闭式基金折价交易问题研究[J]. 社会科学研究, 2010, (08): 44-46.
- [28] 赵文, 刘菊芹. 探析我国封闭式基金折价之谜——基于行为金融学的实证研究[J]. 天津商业大学学报, 2014, (02): 26-31.
- [29] 邹亚生, 粟坤全. 封闭式基金折价的结构突变特征及其启示[J]. 金融研究, 2010, (07): 118-130.

具体的监管要素需要进行本土化。在我国小额发行豁免制度的构建中,最为重要的是发行主体、发行限额与发行程序。发行主体方面,小额发行豁免制度应以促进创业型中小企业成长为目的,上市(挂牌)公司、金融类公司不能适用,存在不诚信行为的“坏孩子(Bad Actors)”公司也不能适用。在发行限额方面,应高于众筹豁免中的发行限额、低于上市标准,具体金额有待监管机构在综合考虑上市标准、众筹限额标准的基础上统筹确定。在发行程序方面,关于发行人(向监管机构)报告义务有无及如何履行,可能存在三种模式:事前通知、事后备案^[13]或完全不通知。事后备案模式和完全不通知模式可能导致监管机构信息掌握滞后或根本无法掌握证券发行的情况,均不利于监管职能的发挥。相较之下,事前通知模式有利于监管机构及时掌握市场动态,笔者认为相对更合理。对于发行人提交的发行通知,证券监管机构当仅进行形式审查,符合法定条件即准许其发行。

2015年4月20日提交立法机关审议的《中华人民共和国证券法(修订草案)》规定了中国版小额发行豁免制度,第14条规定小额发行豁免制度的框架,设置了“强制中介参与”原则,并将“资金限额”、“发行人”、“投资

者”等要素授权证券监管机构规定;第17条规定小额发行豁免制度的信息披露义务及虚假陈述责任;第299条规定违反信息披露义务的行政责任。整体上看,《证券法(修订草案)》已初步勾勒出我国小额发行审核豁免制度的整体框架,并将主要细节留给证券监管机构充实。这一做法既保证了《证券法》等基本法律的稳定性与权威性,同时又满足了市场发展对规则变动的弹性需求^[14],在立法体例上是可取的,但细节上尚需推敲。第14条规定的“强制中介参与”原则与美国规则存在重大差异⁵⁵,通过对中介机构的管控来间接实现对小额发行的监管虽然具有可行性,但也可能导致成本增加及导致小额发行豁免与众筹发行豁免之间的混淆,其合理性值得进一步考量。第14条中的“资金限额”、“发行人”、“投资者”等要素,还需在证券发行注册及豁免制度的整体框架下进一步明确。第17条仅规定发行信息披露制度,对持续信息披露却未作规定,且对发行信息披露制度的规定也有待细化。另外,关于发行人报告义务、投资限制、中介机构的法律责任以及自律监管机构的监管权限,也需要进一步明确。总之,我国小额发行豁免制度的引入,仍待学界深入研究和立法机构精细立法。

注释

1. 小额发行注册豁免(Small Issues Exemption)是指对于发行数额较小的证券发行行为免于按照《1933年证券法》第5节之要求进行注册的制度,属于豁免交易的一种。关于豁免交易与豁免证券的基础理论, See Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, Securities Regulation, Volume 4, 4th edition, Wolters Kluwer Law & Business 2008, pp. 4-14.
2. 与注册发行(Registered offering)相比,小额发行豁免对发行人资格有特殊限制,信息披露的负担更轻,且不需要承担《1933年证券法》第11节中关于注册声明书中不实陈述的严格责任规制。 See J. William Hick, exempted transactions under the Securities act of 1933, 7B, West Group 2001, 6-5.
3. “试水”,即为“兴趣招揽(Solicitation of Interest)”,是指通过广播、电视、网络、邮件等方式对投资项目进行说明,吸引投资者的兴趣与关注。
4. Securities Act Release No. 33-9741, “Adopting Regulation A+ Release”, (Mar 25, 2015), at Section III.B.1.a.i, p.21868.
5. Luis A. Aguilar, Helping Small Businesses and Protecting Investors, (March 25, 2015), available at, <https://www.SEC.gov/news/statement/helping-small-businesses-and-protecting-investors.html>, (2016-7-20).
6. Samuel S. Guzik, Regulation A+ Offerings—A New Era at the SEC, (January 15, 2014), available at, <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/01/15/Regulation-a-offerings-a-new-era-at-the-SEC/>, (2016-7-20).
7. See Securities Act Release No. 33-9741, “Adopting Regulation A+ Release”, at Section III.B, 1, p.21869.
8. 关于JOBS法案出台的社会经济背景与主要内容,参见王啸. 美国小企业IPO危机与《JOBS法案》的尴尬应对[C], 载黄红元、徐

- 明. 证券法(第12卷).北京:法律出版社, 2014: 340-348.
9. Jumpstart Our Business Startups Act, Pub.L. No. 112-106§401(a).
10. The Securities Act of 1933 §3(b)(2)(codified in 15 U.S.C. §77c(b)(2)).
11. Securities Act Release No. 33-9497, (December 18, 2013), “Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act”.
12. Letter from Rutheford B. Campbell, Jr., William L. Matthews Professor of Law, to the SEC, (November 13, 2012), available at, <http://www.sec.gov/comments/jobs-title-iv/jobstitleiv-18.pdf>. (2016-7-20)
13. Letter from A. Heath Abshire, President, North American Securities Administrators Association, Inc. to the SEC, (April 10, 2013), available at, <http://www.sec.gov/comments/jobs-title-iv/jobstitleiv-25.pdf>. (2016-7-20).
14. Letter from William F. Galvin, Secretary of the Commonwealth, Commonwealth of Massachusetts, to the SEC, (December 18, 2013), available at <https://www.sec.gov/comments/s7-11-13/s71113-1.pdf>. (2016-7-20).
15. 17 CFR 230.251(a)(1)-(2)(2015).
16. 17 CFR 230.261(c)(2015)(2015).
17. 17 CFR 230.251(d)(2)(C)(2015).
18. 17 CFR 230.251(b)(1)(2015).
19. 17 CFR 230.251(b)(2)-(8) (2015).
20. 17 CFR 230.255 (2015).
21. 17 CFR 230.255(a)(2015).
22. 17 CFR 230.252(a)(2015).
23. 17 CFR 230.252(d)(2015).

24. 17 CFR 230.252(e) - (f) (2015).
25. 17 CFR 230.251(d)(2)(B)(2015).
26. 17 CFR 230.257(2015).
27. 17 CFR 230.258 (2015).
28. 17 CFR 230.259 (2015).
29. Jumpstart Our Business Startups Act, Pub.L. No. 112-106§401(b).
30. 17 CFR 230.256(2015).
31. Regulation A+之下第一层次发行中虽不豁免州法上的注册义务,但2014年3月,北美证券监管者协会(the North American Securities Administrators Association)批准了Regulation A+发行的协调审查项目(coordinated review process for Regulation A (and A+) offerings)。通过这一项目,发行人只需向项目协调者(华盛顿州)证券监管机构提交申请,并指定拟发行证券的州的名称,即可以代替逐一申请。这一项目有效提高州法注册的效率,平衡了发行人的负担与保护投资者的需要。目前,有49个州或准州同意参与该协调性审查项目。See Paul Getty, Dinesh Gupta, Robert R. Kaplan, Regulation A+: How the JOBS Act Creates Opportunities for Entrepreneurs and Investors, Apress 2015, pp. 253 - 258.
32. 17 CFR 230.260(2015).
33. Regulation A+ 增加规定了在Regulation A+ 发行之前或之后六个月内依据《1933年证券法》第4(a)(6)节(众筹豁免)进行的发行,不与该Regulation A+之下的发行合并计算。参见17CFR230.251(c)(2015).
34. 17 CFR 230.262(2015).
35. 有条件地豁免第二层次发行人《1934年证券交易法》第12(g)节的要求,只要该发行人使用了按《1934年证券交易法》第17A节注册的转让代理人(Transfer Agent)提供的服务,仍然在履行第二层次发行中的年度或半年度报告义务,并且在其上一次半年度报告期间的最后一个工作日其公众持股少于7500万美元或者在不存在公众持股情况下其最近一个完整财务年度年收入少于5000万美元。See Rule 12g5 - 1(2015).
36. Carlton Fields, States challenge SEC Regulation A+, (September 28, 2015), available at, <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=d4ae658b-24f7-4e48-b21c-46548159e8c2>, (2016 - 7 - 20).
37. 17 CFR 230.255(a)(2015).
38. Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section III.E, p. 21882.
39. Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section III.E, p. 20883.
40. 17 CFR 230.251(b)(2015).
41. 17 CFR 230.262(2015).
42. Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section II.B.1,p. 21811.

43. Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section II.G, P. 21855.
44. Jumpstart Our Business Startups Act, Pub.L. No. 112-106 § 302(a). (codified in 15 U.S.C. § 77d(a)(6)(B).) .
45. Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section III.C.4, p. 21877
46. Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section III.D.3, p. 21881.
47. Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section III.F, pp. 21883 - 21884.
48. Regulation A+ Disrupts Traditional Investing and Fundraising, (April 12, 2016), available at, <http://www.cbs19.tv/story/31700801/Regulation-a-disrupts-traditional-investing-and-fundraising>, (2016 - 7 - 20).
49. StartEngine Crowdfunding, Inc.是一家成立于2013年的股权众筹融资平台,总部位于洛杉矶,详见<http://www.startengine.com>。另外,与众筹融资不同,Regulation A+ 并不强制要求必须通过融资中介进行融资,但也不禁止发行人在融资过程中使用众筹平台等中介。
50. Elio Motors CEO: Regulation A+ Brings Wall Street Back to Its Roots; Benefits Entrepreneurs and Investors, Boosts Economy, (Feb. 25, 2016), available at, <http://www.otcmart.com/stock/OTCM/news/Elio-Motors-CEO-Regulation-A-Brings-Wall-Street-Back-to-Its-Roots-Benefits-Entrepreneurs-and-Investors-Boosts-Economy?id=126154>, (2016 - 7 - 20).
51. SEC Adopts Rules to Facilitate Smaller Companies ' Access to Capital, SEC Immediate Release, (March 25, 2015), available at, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-49.html>, (2016 - 7 - 20).
52. 参见2015年4月《证券法(修订草案)》第14条、第17条、第299条。
53. 参见《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(2013年11月12日);《全国人大常委会关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定》(2015年12月17日)。
54. 参见《证券法(2014)》第13条、第16条,《首次公开发行股票并上市管理办法(2015)》第二章,《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(2015)》第二章,《公司债券发行与交易管理办法(2015)》第二章,《上市公司证券发行管理办法(2006)》第二章,《非上市公众公司监督管理办法(2013)》第五章等。
55. 与注册发行不同,美国在小额发行豁免中并不要求发行人必须通过中介机构发行证券,且实际调研表明,使用中介的比例很低,只有众筹豁免设置了“必须通过经纪-自营商或资金门户进行发行”的要求。参见Securities Act Release No. 33-9741, " Adopting Regulation A+ Release ", (Mar 25, 2015), at Section III .B.3, p.21872.

参考文献：

- [1] Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, Securities Regulation[M], Volume 4, 4th edition, Wolters Kluwer Law & Business 2008, pp. 243 - 247.
- [2] Alan R. Palmiter, Securities Regulation: Examples & Explanations(6th edition)[M]. Wolters Kluwer Law & Business, 2014: 209 - 210.
- [3] Harvey Frank. The Processing of Small Issues of Securities Under Regulation A[J], Duke L.J, 1962, 147: 507.
- [4] U.S. Government Accountability Office Report to Congressional Committees, Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings[R]. GAO - 12 - 839, 2016, (07).
- [5] Rutheford B. Campbell, JR., Regulation A and The Jobs Act: A Failure to Resuscitate[J]. 7 Ohio St. Entrepren. Bus. L.J. 2012, (317): 323.
- [6] C. Steven Bradford, Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis[J]. 45 Emory L. J., 1996: 591.
- [7] 彭冰. 公募众筹的理论基础[C] // .郭锋. 证券法律评论(2016

年卷).中国法制出版社, 2016: 54.

[8] 卫光钦. 借鉴美国经验, 逐步完善发行审核机制[N]. 中国证券报, 2011 - 4 - 12.

[9] 王啸. 美国“注册制”的四大难题与中国资本市场改革的思考[J]. 证券市场导报, 2015, (01): 6.

[10] 赵金龙. 电子股东论坛制度之探讨[C]// . 郭锋. 证券法律评论(2016年卷). 中国法制出版社, 2016: 542 - 544.

[11] 洪锦. 论我国证券小额发行豁免法律制度的建立——以美国小额发行豁免为例[J]. 湖北社会科学, 2009(4): 140.

[12] 肖百灵. 证券发行注册豁免制度前瞻[J]. 证券市场导报, 2014, (06): 卷首语.

[13] 北京大学课题. 证券发行法律制度完善研究[C]// . 黄红元、徐明. 证券法苑(第十卷). 法律出版社, 2014: 217.

[14] 何晓楠. 聚集2015年美国小额发行最新规则[J]. 银行家. 2015 (08): 98.