

英美多方尝试便利中小企业融资、支持实体经济

郭 雳^{*}

目 次

一、美国：国会新法为中小企业拓宽证券融资之路

（一）便利“新兴成长公司”融入美国资本市场

（二）创设了“汇群集资”(Crowdfunding)新型发行豁免

二、英国：政府民间朝野协力拓展融资渠道

（一）“梅林计划”(Project Merlin)及后续方案

（二）市场人士献策发展中小企业新型融资模式

结语

全球低迷的经济亟须增长来拉动，而金融危机导致了财政紧缩。历来的资金源头——商业银行，一方面忙于去杠杆化、修复资产负债表，另一方面受制于日趋严厉的新监管规则（如巴塞尔协议三），主动或被动的“惜贷”情况严重。这种局面令本来就处于弱势地位的中小企业雪上加霜，实体经济如何熬过金融危机次生伤害所带来的寒冬，成为全世界普遍的难题。一些企业或组织于是通过融资创新，将目光投向非传统金融工具和渠道，与此同时，美英国也正多方尝试，通过国会立法或政府倡导力图重振实体经济，搞活中小企业。

一、美国：国会新法为中小企业拓宽证券融资之路

2012年4月，美国总统奥巴马正式签署《工商初创企业推动法案》

^{*} 郭雳，法学博士，北京大学法学院教授。

(Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS 法案)。该法案大幅修订了美国现行《证券法》、《证券交易法》等的相关规定,放松了目前公开及私募发行证券所受的各种限制,为中小企业融资寻求发展提供了很多便利。JOBS 法案内涵丰富,其中两项内容直接涉及中小型企业的融资安排。

(一) 便利“新兴成长公司”融入美国资本市场

JOBS 法案增补了美国 1933 年《证券法》第 2(a)(19)条和《证券交易法》第 3(a)(80)条,创设了“新兴成长公司”(Emerging Growth Companies, EGCs)这一全新概念。如果证券发行人同时满足下列两项条件:(1) 在其最近的完整会计年度内,年度总收入低于 10 亿美元;(2) 其首次依据生效注册表发售普通股是在 2011 年 12 月 8 日之后,即被视为“新兴成长公司”。对于该类公司,美国证监会(SEC)的许多现行规定或限制,如薪酬支付、财务会计与审计、信息披露、证券注册、公开募售沟通等,得豁免适用,不过这些公司也可以自愿选择依然适用。

“新兴成长公司”与普通公司所适用法律要求比对

法律要求	新兴成长公司	普通公司
设立针对高管薪酬的非约束性股东表决机制(《证券交易法》第 14A 条)、投票代理权征集材料中披露高管薪酬内容(第 14(i)条)	第 14A 条和第 14(i)条均豁免适用	第 14A 条适用、第 14(i)条尚未正式开始适用
IPO 注册时提交的经审计财务报告、管理层讨论与分析	最近 2 个会计年度	最近 3 个会计年度
审计师内控情况验证要求 (Sarbanes-Oxley 法案第 404(b)条)	豁免适用	要求适用
IPO 注册表草稿的不公开审查	允许适用	不适用
参与承销的经纪/交易商公布或传播研究报告	允许(细节有待行业自律组织 FINRA 制定实施规则)	不允许
提交 IPO 注册表前后,评测合格投资者的购买意向	允许	不允许

这其中,特别受人关注的是注册表草稿的不公开审查,以及发行注册前后的限制放松。JOBS 法案第 106(a)条修订了《证券法》第 6 条,根据新增的程序,新兴成长公司可以选择在向 SEC 正式提交 IPO 注册表前,秘密上报其草稿,供 SEC 工作人员事先进行非公开的审查,前提是公司在开展针对机构

投资者的推介路演之前至少 21 天^①, 必须已将注册表及后续所有修正进行过公开正式提交。同时, JOBS 法案第 105(a) 条调整了《证券法》第 2(a)(3) 条关于“发行”的定义。这项改动使得证券经纪/交易商可以公布或传播针对某一新兴成长公司公开发行的研究报告, 即便其正在或将要参与该次发行。而且, 无论是 SEC 还是全国性的证券行业自律组织都不得制定规则, 禁止经纪/交易商在新兴成长公司 IPO 或者相关当事方协议的“锁定期”结束后指定期间内, 公布或传播研究报告。

长期以来, 美国《证券法》对于公开发行有着严密细致的规定, 特别是其中第 5 条树立了监管框架, 原则上禁止在向 SEC 提交注册前以任何方式进行要约销售/购买; 禁止注册生效前发送招股说明书; 禁止在注册生效前完成证券交付。针对“注册提交前、提交后等待中、注册生效后”三个阶段, 分别设定了具体的行为规范, 尤其是对于发售劝募沟通交流活动和书面材料的使用, 有着严格的限制。^② 晚近, Sarbanes-Oxley 法案针对信息披露、公司治理、内控和审计, Dodd-Frank Act 法案针对高管薪酬等, 又附加了许多额外要求。这些对于大型上市公司而言或许甚为必要的措施, 却给初创或成长中的企业带来了难以承受的负担, 素被批评者指为反应过激, 得不偿失。^③ 此次, JOBS 法案围绕新兴成长公司, 进行了全方位的松绑, 考虑其 10 亿美元年总收入的准用范围, 力度堪称巨大, 无怪乎这些条文也被称作是为中小企业重启美国资本市场的“IPO 高速入口”(On-Ramp) 条款。

(二) 创设了“汇群集资”(Crowdfunding) 新型发行豁免

美国《证券法》第 4(6) 条原本是由 1980 年《小企业发行人简化法》(the Small Business Issuers' Simplification Act) 加入的, 其规定, 如果发行的对象为获许投资者, 发行总额不超过第 3(b) 条规定的限额, 发行人不做广告或公开劝诱, 并向 SEC 呈报相应表格, 则该发行可免于注册。JOBS 法案第 3 编修订了第 4(6) 条, 创造出一种发行人通过中介 (Intermediary) 向个人投资者开展小额股权融资的全新豁免形式——“汇群集资”。

“汇群集资”发行豁免的条件包括, 在交易发生日之前的 12 个月以内, 发

^① 路演 (Road show) 作为发行中的重要组成部分, 是“发行人管理层对发行人和发行证券所做的介绍”。See Securities Act Rule 433(h)(4).

^② See David L. Ratner, *Securities Regulation*, fourth edition, West (1992), pp.47-52.

^③ See for instance, Larry E. Ribstein, “Sarbanes-Oxley After Three Years”, 3 N.Z. L. REV. 365 (2005).

行人通过各种方式(包括汇群集资方式)的筹资额累计不超过 100 万美元;同时,发行人通过各种方式(包括汇群集资方式)卖给任何单个个人投资者的累计证券金额,不超过以下限制:(1) 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;(2) 如果其年收入或其净资产中某项达到或超过 10 万美元的,则限额为该年收入或净资产的 10%。同时,该交易必须通过相关中介进行,对于中介和发行人,新版第 4(6)条也分别规定有各自要求。

该豁免所指的“中介”,应当在 SEC 注册为经纪商或者“集资门户”(Funding portal);并在相应的自律监管组织注册;向投资者披露涉及该证券发行风险程度的信息;对发行人的管理者、董事、重要股东进行适当的尽职调查;确保只有在实际融资额达到或超过目标发行额时,才将集资款交由证券发行人使用;允许投资者在证券发行时取消购买承诺;确保投资者在 12 个月内的购买没有超过豁免限额;采取必要措施保护投资者的隐私;不对其他人提供潜在投资者的个人身份信息支付报酬;其内部人员不得与发行人存在利益联系。

“集资门户”不同于经纪商、交易商,SEC 和自律监管组织应为其设立单独的注册与监管规范,其不得从事下列活动:(1) 提供投资咨询服务;(2) 推广购买、销售、或要约购买在其自己网站或门户上所列的证券;(3) 对在其自己网站或门户上所列的证券,就上述推广或售卖向雇员、代理或者其他主体支付报酬;(4) 持有、管理、占有或以其他方式运用投资者的资金或证券。

“汇群集资”豁免下的发行人应向 SEC 提交,并向投资者和中介提供相关信息:财务报告(根据目标发行额决定是否须经审计);管理者、董事和持股 20%以上的股东信息;发行人和本次发行可能涉及的风险;集资用途;目标发行额及集资的最后期限;集资达标过程中的定期通报。同时,发行人还须遵守以下规定:(1) 不得就证券发行的条款做广告,但可通知投资者,指示他们通过经纪商或集资门户进行交易;(2) 披露支付给经纪商或集资门户交易的推广者的报酬额;(3) (至少每年)向 SEC 提交关于公司经营业绩和财务状况的报告,并也提供给投资者。该豁免不适用于外国发行人、投资公司、《证券交易法》下报告公司等。

二、英国:政府民间朝野协力拓展融资渠道

(一)“梅林计划”(Project Merlin)及后续方案

2011年2月9日,执政的卡梅隆政府与英国四家主要银行,即巴克莱银行、劳埃德银行、皇家苏格兰银行和汇丰银行,共同签署了“梅林计划”(Project Merlin)。除了限制银行高管薪酬的内容,“梅林计划”还要求各银行增加对实业部门,特别是小型企业的贷款。^④ 上述银行同意在2011年提供1900亿英镑的贷款,其中760亿英镑将贷给小型企业。

银行业自身当时对该计划颇为认可,“英国银行家协会”负责人纳特女士将其誉为“史无前例”。另一方面,议会反对党则提出了尖锐批评,指责其措施不得力。代表制造企业的组织也不看好,认为增加的贷款金额尚不能充分解决中小企业的困难,而且计划没有涉及银行竞争力的提高,贷款机制仍然不够透明,银行缺乏对其客户的了解,甚至对所承诺的贷款能否落实也提出怀疑。果然,英格兰银行的年末监测结果显示,无论是贷款总额,还是针对小企业的贷款数最终都未能达标。

面对这种局面,英国随即又提出了两套新举措。其中一项是所谓“放贷国家担保方案”(National Loan Guarantee Scheme),核心是由政府为银行发行的优先级无抵押债券提供担保,而银行发债所得融资将被用于针对中小企业的放贷,这里“中小企业”的标准被设定为“年营业额不超过5000万英镑”。换句话说,即通过政府担保降低银行在资金批发市场上的融资成本,从而使中小企业在贷款时能间接受益。据测算,该方案下合格中小企业的贷款利率可降低约一个百分点。政府提供担保的金额为200亿英镑,其中首期50亿英镑。目前签约参与该方案的银行包括阿德默尔银行、巴克莱银行、劳埃德银行、皇家苏格兰银行、桑坦德银行等。

相比“梅林计划”,新方案同时考虑了中小企业和银行,即借贷双方的利益。不过需要注意的是,政府提供担保的对象是银行发债,而并非中小企业向银行的具体贷款。因此,违约风险依然由放贷银行承担,后者传统的评估标准、参数和偏好依然在发挥影响。这样一来,银行仍然会倾向于发放安全边际较高的贷款,通过设定最低贷款金额将较高风险的小型初创企业排出在外。方案的另一缺陷是其范围仅限于贷款,而不涉及循环放贷工具、透支、发

^④ 涉及加大放贷的部分,另一家主要银行——桑坦德(Santander)银行也承诺加入。

票融资、商业信用卡等其他借贷手段。其结果往往是原本就能够贷到款的客户机会变得更大,而较边缘化的小企业还是无从受益。

另一套举措“商业融资合伙计划”(Business Finance Partnership)则主要着眼于吸引调动非银行资金。政府将与私营机构共同设立运营基金,后者拟投资于年营业额不超过5亿英镑的中型企业。总额可达12亿英镑的计划已经启动,政府承诺最高可占比一半,投入每只单一基金的金额不超过2.5亿英镑。经过对私营机构的招标选秀,七家基金管理公司已和政府达成协议共同投资于该计划。对于“商业融资合伙计划”,英国政府强调其必须具有商业上的可持续性,要求私营投资者承担风险以减小对纳税人的可能损害。除此之外,英国还筹划加大基础设施建设方面的投入,间接带动中小企业的发展。

(二) 市场人士献策发展中小企业新型融资模式

与此同时,英国也非常重视发挥民间智慧和力量,倾听来自市场的声音。以蒂姆·布里敦(Tim Breedon)为首的研究组就发布了名为“拓展工商业融资新路”的报告,指出经济复苏的前景及其带来的资金需求,与银行普遍谨慎惜贷的现实,将可能在今后五年产生出840亿到1910亿英镑的缺口,中小企业必须探索替代性的、可持续的资金渠道,并为此提出了如下建议:

- (1) 增加与银行之间围绕融资信息的新联系点,建立共享平台;
- (2) 效仿德国,设立单一机构和树立单一品牌,增强有关政府中小企业融资计划的信息发布和政策支持;
- (3) 筹设新的聚合机构(Aggregation agency)打包中小企业贷款,特别是便利小微企业进入资金市场;
- (4) 引领深入细致的可行性研究,规范并倡导私募、夹层融资(Mezzanine finance),出口融资等;
- (5) 培育公募债券的零售投资者群体;
- (6) 在前述“商业融资合伙计划”项下,考虑发展创新性产品及其市场,如夹层融资和“点对点借贷”(Peer-to-peer lending);
- (7) 从政府供应链上的公司入手,强化及时支付,减少拖欠;
- (8) 鼓励大公司运用“供应链融资”(Supply chain financing)投资于小型供应商;
- (9) 政府和行业继续研究金融审慎监管领域国际新标准对中小企业的影响,并寻求对策。

英国政府对于报告高度重视,商业大臣文斯·凯布尔(Vince Cable)称赞

其可能带来英国企业融资史上的一个转折点。在对报告的正式回应中,英国财政部、商业、创新和技能部表示将认真研究上述建议,如设立单一机构和树立单一品牌等,同时鼓励私人部门建设私募证券市场的努力,对于筹资额较小的中小企业公开发行可以尝试简化的信息披露制等。此外,回应要求大型公司通过支持中小企业,在刺激经济增长中承担起自己的责任。被拖欠货款对于中小企业而言可谓打击尤甚,对此英国政府率先垂范,承诺对于无异议的交易五天内付款率将达到80%,并要求其一级交易承包商在30日内向次级供应商付款,违者将被列入黑名单并定期公布。^⑤

结 语

综上,对于中小企业和实体经济,英美两国寄望甚殷,着力颇丰,无论是美国“年度总收入低于10亿美元的新兴成长公司”,还是英国“年营业额不超过5000万英镑的中小企业”,措施受益范围都相当大。与此同时,法律、政策以及建议所传递出的创新性均很突出。在美国,JOBS法案创制出了“汇群集资”新型豁免,希望为中小公司成长发挥“集腋成裘”的功效,同时立法者通过金额限定等措施,特别是将发行人、集资门户、推广者等主体进行角色分拆,意图分散和控制风险。在英国,不仅推出担保方案和合伙投资计划,夹层融资、供应链融资等方式亦在考虑之中。总体上,美国的进路是通过国会立法改善企业在传统证券市场中的融资环境和条件,寻求金融监管方面的再平衡。英国则更加注重对于非传统融资渠道的探索以及网络建设,例如“点对点借贷”。当然,服务中小企业和实体经济,作为传统金融中介的银行,也不应被忽视。事实上,欧盟整体正在对其《资本要求指令》(第四版,CRD IV)有关内容进行检讨,降低银行针对中小企业贷款的资本占用计算标准,以鼓励更多的此类信贷。

近十年来,与扶植民营经济相交互配合,我国在发展中小企业、实体经济方面也取得了一系列进展。2002年6月,《中小企业促进法》颁布,树立了法律框架。2005年和2010年,旧新两个版本的“非公三十六条”先后推出,鼓励和引导民间投资。此后,先有2011年5月25日银监会《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》(“银十条”),后有10月12日国务院《支

^⑤ 英国政府商业、创新和技能部网站:<http://www.bis.gov.uk/businessfinance>, 2012年7月20日访问。

持小型和微型企业发展的金融财税措施》(“国九条”),体现了全方位的支持。最近,财政部、工信部于2012年5月25日联合出台《中小企业信用担保资金管理办法》,该担保资金是由中央财政预算安排,专门用于支持中小企业信用担保机构、再担保机构增强业务能力,扩大中小企业担保业务,改善中小企业特别是小型微型企业融资环境的资金。6月13日,财政部发布修订后的《中小企业发展专项资金管理办法》,明确中小企业发展专项资金的补贴方式,其中明确该资金的扶持类型将由原先中型企业和小型企业两大类,变为中型、小型、微型企业三大类,今后专项资金将重点向小型微型企业以及中西部地区倾斜。未来,在狠抓法律法规政策落实的同时,我国还有必要继续跟踪和认真研究包括英美在内的国外最新做法和动向,及时总结和完善,形成更具系统性和针对性的规则体系,进一步增强政策与措施实效。

