美国 JOBS 法案介绍

— 证券监管再平衡探析

郭雳

(北京大学法学院教授)

[摘要] JOBS 法案是继萨班斯-奥克斯利法案、多德-弗兰克法案之后，美国资本市场和公司证券领域又一部里程碑式的法律。该法案大幅修订了美国《证券法》、《证券交易法》等的相关规定：通过减轻各项法定义务、允许对注册表草稿秘密审议、放松对分析师参与的限制等为“新兴成长公司”重启美国资本市场；大幅放松了对私募中广告或公开劝诱的禁止；分类调整了公众公司门槛，增强企业的灵活自主性。同时，法案拓展或创设了三类发行注册豁免机制，以便利中小型企业融资，其中关于“众筹”的规定尤为令人瞩目。上述规则变化显示美国金融监管正在尝试寻求“抓大活小”的再平衡，促进创业与就业，并对我国实践带来启示。

[关键字] JOBS 法案；豁免

2012年4月5日，美国总统奥巴马正式签署生效了“工商初创企业推动法案”

(Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS 法案)。此前不久，该法案刚在美国会参、众两院相继以高票通过，并获得了工商界的广泛支持，如总统就业和经济竞争力顾问、美国在线创始人史蒂夫·凯斯等都公开表示赞赏。JOBS 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。可以说，它是本世纪以来继萨班斯-奥克斯利法案 (Sarbanes-Oxley Act)、多德-弗兰克法案 (Dodd-Frank Act) 之后美国公司证券领域又一部里程碑式的法律，而与前者态势上的差异显示出美国金融监管正在积极寻求再平衡。

类似此前两部，JOBS 法案也涵盖了内容丰富的一揽子措施。针对所谓的“新兴成长公司”，其规定了首次公开发行 (IPO) 过程中分阶段披露重要信息，并允许对注册表草稿申请进行秘密审议，从而减少因 IPO 被撤销或延迟而可能带来的不利后果。法案还放松了 IPO 时对分析师参与的限制，有助于向社会公众提供更多的新兴成长企业信息。与此同时，法案拓展了私人公司开展非公开发行的渠道，方便其融资；提高了 1934 年《证券交易法》下注册及报告公司的触发门槛，为私人企业自由成长提供了更大的灵活性。具体而言，JOBS 法案包含了六大方面的改革，下文就其核心内容逐一提炼和评述。

一、为“新兴成长公司”重启美国

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) 的全新概念。如果证券发行人同时满足以下两个条件：(1) 在其最近的完整会计年度内，年度总收入少于十亿美元；(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，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。

(一) 与薪酬相关的豁免

现行《证券交易法》第 14A 条和第 14(i) 条将被豁免适用于新兴成长公司。前者要求公司为股东设立针对高管薪酬的非约束性表决机制及规定其频次，类似的要求也适用于控制权转移情况 (即“金降落伞”条款) 下的高管薪酬确定。后者要求在投票代理权征集材料中，披露高管薪酬与公司业绩表现之间的关系，以及首席执行官每年的总收入、员工平均年收入、两者之间的比例。当然由于 SEC 的执行细则尚未出台，第 14(i) 条的披露义务目前事实上对所有公司都还未适用。上述两条均由 2010 年 Dodd-Frank 法案引入不久，旨在解决金融危机所暴露出的大

型机构高管薪酬过度问题，增强其问责。¹

(二) 财务会计豁免

JOBS 法案修订了《证券法》第 7(a)条，据此，新兴成长公司在首次公开发行普通股时，其注册表中仅需包含最近 2 年（而不是通常适用于其它公司的 3 年）的经审计财务报告。对于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。类似的修订亦出现在《证券交易法》第 13(a)条中。此外，对于今后新增或修订的所有财务会计规则，只要私人企业不被要求适用，新兴成长公司就无须遵守。

(三) 披露豁免

新兴成长公司仅须就《证券法》下所提交的注册表中应包括经审计财务信息的期间，依据 S-K 条例第 303 项提供管理层讨论与分析 (MD&A)。换言之，新兴成长公司仅须就最近两个会计年度（而不是三个）提供管理层讨论与分析。此外，在披露高管薪酬的问题上，新兴成长公司可获得与“小型报告公司”（公众持股量不超过 7500 万美元）相同的特殊对待。例如，小型报告公司目前仅须披露三位（而不是五位；包括首席执行官）高管的薪酬、2 年（而不是 3 年）的薪酬表摘要。

(四) 审计豁免

2002 年 Sarbanes-Oxley 法案第 404(b)条要求，公司应聘请独立的外部审计师对财务报告的内控情况进行验证。对此，新兴成长公司豁免适用。它们同时也无须遵守审计事务所强制轮换的要求，其审计师也不必就审计报告提交包含更为详实信息的补充文件。至于 JOBS 法案后新出台的相关规定，新兴成长公司原则上也可获得豁免，除非 SEC 在考虑投资者保护、提高效能促进竞争、及优化资本构成等因素后，认为基于公共利益的需要增加某些要求是必要或适当的。

(五) 注册表草稿的不公开审查

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推介路演之前至少 21 天²，必须已将注册表及后续所有修正进行过公开正式提交。并且，任何 SEC 通过非公开审查程序接收到的信息，将被认为构成《证券交易法》第 24(b)(2)条规定的“秘密信息”。

(六) 发行注册前后的限制放松

非常令人瞩目地，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。为此，“研究报告”被定义为“书面、电子或口头的交流，其内容涉及有关某发行人的证券、或对某发行人或证券进行分析的信息、观点、建议，无论它们是否足够合理充分以构成投资决策的基础”。此外，SEC 或者全国性的证券交易所也不得颁布规则：(1)限制经纪/交易商、会员的相关人员为证券分析师与潜在投资者进行交流做出安排；或者(2)限制证券分析师与新兴成长公司管理层进行交流，即便后者与该经纪/交易商、会员所属的不具有分析师身份的其他相关人员存在着关系。最后，根据修订后《证券法》的第 5(d)条，新兴成长公司或经其授权的代表，可在向 SEC 提交注册表的之前或之后，口头或者书面地与符合条件的潜在投资者进行交流，来确定该投资者是否有意参与该次发行；不过，他们应确保这些被接触的潜在投资者全部符合特定条件³，并且所使用的书面材料中

²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). 下文符合要求的“试水”活动将不被视作路演。

³即这些潜在投资者都属于“合格的机构买方”

¹ 参见刘士余主编：《美国金融监管改革概论》，中国金融出版社 2011 年版，页 91-94。

的信息，与注册表内容保持一致。⁴

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⁵。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⁶。此次，JOBS法案围绕新兴成长公司，进行了全方位的松绑，考虑其十亿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、拓展或创设发行注册豁免机制

回溯历史，以上述公开发行联邦注册要求为基础，美国证券法还逐步构建起了其例外规则体系，即各种各样的豁免证券和豁免交易。⁷JOBS法案重点涉及到三类豁免交易。

（一）放松了私募发行豁免下的募售方式限制

私募发行注册豁免源于《证券法》第4(2)条，目前最重要的应用则是SEC的两项“安全港”规则——D条例和规则144A。D

（Qualified Institutional Buyers, QIBs）或者“机构类获许投资者”（Institutional Accredited Investors, IAI）。

⁴这些做法常被称为“试水”（Testing the waters or Pilot fishing），在欧洲证券发行中应用非常普遍，并以往在美国受到十分严格的限制。

⁵ David L. Ratner, *Securities Regulation*, fourth edition, West (1992), pp. 47-52.

⁶ Larry E. Ribstein, *Sarbanes-Oxley After Three Years*, 3 N. Z. L. REV. 365 (2005).

⁷ 郭雳：《美国证券私募发行法律问题研究》，北京大学出版社2004年版，页35-50。

条例（Regulation D）颁布于1982年，其最核心的条款，即规则506（Rule 506）规定：私募发行的购买者如果全都是“获许投资者”（Accredited Investors）⁸，或者余下的也均属于成熟（Sophisticated）投资者且这部分投资者的人数不超过35位⁹，则可享受该注册豁免。但是该规则强调，不得使用广告或公开劝诱的方式进行要约发行或出售。规则144A首见于1990年，规定受限制证券发行人以外其他人所为之转售，如果对象为符合其项下规定条件的“合格的机构买方”（Qualified Institutional Buyers, QIBs），则该交易可豁免联邦证券法上要求之注册。

JOBS法案修改了《证券法》第4条，要求SEC在该法案颁布之后的90日内，复审调整D条例以及规则144A的内容。针对D条例，SEC须将其修改为：在符合规则506规定的条件下，且仅出售给获许投资者时，证券发行可以采取广告或公开劝诱的方式，而不致失去豁免的待遇。¹⁰不过同时，修订后的D条例会要求证券发行人“采取SEC认定的合理步骤去确认证券的购买者属于获许投资者”。针对规则144A，调整后的规则将允许享受豁免的证券交易要约向非“合格的机构买方”发出，包括利用广告或公开劝诱的方式，只要“卖方或其代理人合理地相信该买方属于合格的机构买方”。相关联的修订还出现在《证券交易法》第15条。应该说，将规制重点由受要约人转移到实际购买者¹¹、对广告或公开劝诱方式容忍度逐渐提高的趋势，此前在SEC层面已有显现，但是JOBS法案通过直接要求修订规则的形式予以明确，将使发行人更积极地运用私募发行。因为上述变化有助于其更有效率地募集到资金，同时增强其对风险的把控能力，对确保获得豁免待遇更具信心，以后发行人网站上可能会更多地出现关于

⁸针对D条例项下的“获许投资者”，规则501规定了八种类型，主要包括资产或收入达到一定标准的金融机构、公司、信托等商业组织、自然人等，且对其没有个数限制。

⁹D条例下，“成熟投资者”被解读为“具备应有的商务知识和经验，使其能够评估投资所蕴涵的价值和风险”的主体，see SEC Rule 506(b)(2)(ii)。

¹⁰这一变化是否也将适用于《投资公司法》下受豁免的对冲基金、私人股权基金等，目前尚不清晰。

¹¹ Securities Act Release 6455, 27 SEC Dock. 347, 360 (1982).

其私募证券的信息。

（二）大幅提高了小额发行豁免下的筹资额度

《证券法》第 3(b) 条授权 SEC 允许总额不超过 500 万美元的证券发行免于注册，前提是该被“豁免”的注册对于公共利益及投资者保护没有多大必要。据此，SEC 相继于 1936 年、1982 年颁布了 A 条例（由规则 251-264 构成）和 D 条例（由规则 501-508 构成，其中涉及小额发行的主要是规则 504、505）¹²，具体规范了小额发行注册豁免。在此基础上，JOBS 法案第 4 编新增了第 3(b) (2) 条，要求 SEC 推出新规大幅扩张许可的融资额度，形成增强版的 A 条例（又被称为“A+条例”）。

A+条例的要点包括：（1）在 12 个月内所有依此豁免发行证券累积不得超过 5000 万美元；（2）证券的发行和销售可以公开进行；（3）这些证券将不属于“受限制的证券”（从易于转售）；（4）《证券法》第 12(a) (2) 条所规定的民事责任适用于发行或销售此种证券的主体；（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）发行人将被要求每年向 SEC 提交经审计的财务报告。此外，出于公共利益和保护投资者的需要，SEC 可以制定任何其他限制或要求，例如要求该豁免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。Dodd-Frank 法案第 926 条所规定的“不良行为者”（Bad actors）¹³，如系发行人或其前身、关联公司、管理人员、董事、承销商或其他有关人士，则将被剥夺适用该豁免的资格。此外，该项下的证券被限定为：股权证券、债权证券、可转换债及对上述证券的担保。

以往实务中，援引 A 条例的发行人常抱怨，虽然豁免了联邦注册，但仍须在各州进行注册，费时费力。为此，JOBS 法案同样有所体恤，规定 A+条例下所发行的证券，如满足以下两个条件之一的：（1）通过全国

性的证券交易所发行或出售；或者（2）向符合 SEC 界定的合格购买者发行或出售，则无需在州层面注册。此外，法案还要求总审计长专项研究州级证券监管对 A 条例下发行的影响。

（三）创设了“众筹”（Crowdfunding）新型豁免

《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——“众筹”。

“众筹”发行豁免的条件包括，在交易发生日之前的 12 个月以内，发行人通过各种方式（包括众筹方式）的筹资额累计不超过 100 万美元；同时，发行人通过各种方式（包括众筹方式）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

¹² Securities Act Release 6389, 24 SEC Dock. 1166 (1982).

¹³ 主要包括刑事罪犯、法院禁令或监管者裁定的对象、SEC 或自律监管机构处罚的对象等。

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。

“众筹”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，前述“不良行为者”也不能援用。除个别例外情况，购买者在一年内不得转让该豁免项下所发行的证券。

如“众筹”中出现重大虚假陈述或遗漏，投资者可享有类似《证券法》第 12(a)(2) 条所规定的非注册发行情境下的权利，包括撤销交易。此外，“众筹”豁免下的证券以及集资门户，原则上都排除了州证券法的管辖。

相比须注册的公开发行人，各种豁免交易具有成本低、灵活度高、可逆性强等优势，受到企业的青睐。然而，过去这些豁免往往同时也要面临种种限制，或者是募集方式，或者是融资总额。此次 JOBS 法案在很多方面放松了限制，力量还相当大，例如小额发行豁免下的筹资额就被放大了十倍。而且，“众筹”新型豁免被创制出来，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。当然，这种创造制衡的设计在实践当中能否奏效尚有待观察。

三、调整公众公司门槛，增强企业的灵活自主性

《证券交易法》第 12(g) 条要求符合条件的发行人对其证券进行《证券交易法》下的注册，而第 15(d) 条对拥有已生效的《证券法》下注册表的发行人施加了《证券交易法》下的报告 (Reporting) 义务。即便未在证券交易所交易，这两类公司也被看成是公众性质的公司，受到较严格的约束。依据所属行业，它们又可被分为一般性公司和银行或银行控股公司¹⁴，JOBS 法案第 5、6 编分别针对两者做出了调整。

（一）一般性公司须进行注册的门槛被提高

此前，针对一般性公司，《证券交易法》第 12(g) 条规定，同时符合下列两项条件的发行人应注册其证券：在会计年度的首日，（1）资产超过 1000 万美元；（2）其在册 (held of record) 股东达到或超过 500 人。JOBS 法案第 5 编保留了其中的 1000 万美元条件，但将在册股东标准修改为两者之一：

（1）达到或超过 2000 人，或者（2）非获许投资者的人数达到或超过 500 人。与此相对应，第 12(g)(4) 条及其项下 SEC 规则规定，符合下列两项条件之一的发行人，可以撤销其证券注册：（1）发行人资产为 1000 万美元，同时在册股东不足 500 人；或者（2）在册股东不足 300 人。JOBS 法案对此则并没有做调整，SEC 后续是否会提高 300 人的标准以使其与申请注册时在册股东数量门槛的提高相匹配，需要进一步观察。

另外与此关联，第 12(g)(5) 条也被修改，在统计在册股东时，源自豁免于《证券法》第 5 条注册发行的员工薪酬持股计划的证券，将不被计入。SEC 被要求修改规则 12g5-1 中“在册”的定义，以反映 JOBS 法案此处的变动，并为发行人对该事项进行判断提供安全港规则。此外，SEC 还需对规则 12g5-1 的实施情况开展相应研究，目的是看为贯彻规则中的反规避条款，SEC 是否有必要增加新的执法权。该项研究将在 JOBS 法

¹⁴银行控股公司是指可对银行实施控制的公司，可参见郭雳：《中投：主权财富基金的控股公司路径》，《中外法学》2009 年第 4 期，页 534-535。

案颁布后的 120 天内完成。

（二）银行、银行控股公司的注册和报告义务进一步放松

JOBS 法案第 6 编就银行和银行控股公司的《证券交易法》第 12(g)条注册门槛，规定了以下标准：在会计年度的首日，（1）其资产超过 1000 万美元；（2）在册股东（豁免证券除外）达到或超过 2000 人。与一般性公司不同，JOBS 法案对于银行、银行控股公司撤销其证券注册的条件也进行了调整，将在册股东不足 300 人修改为不足 1200 人。同时，之前当在册股东不足 300 人时，第 15(d)条规定的《证券交易法》下的报告义务将停止适用；针对银行、银行控股公司，JOBS 法案第 6 编直接对此做出了调整，将其标准改到了 1200 人。自法案生效后，SEC 将有一年的时间修改自己的法规以落实上述针对银行、银行控股公司的变化。

几十年以来，包括外国公司在内的发行人对于《证券交易法》第 12(g)条和第 15(d)条一直颇有微词，因为它们意味着，即使不在美国的证券交易所上市或者没有进行过公开发行，只要股东人数达到一定水平，也要向 SEC 注册，或者虽然已经从交易所退市，只要股东人数降不到一定程度，就仍然得继续报告披露信息。特别是在 Sarbanes-Oxley 法案大幅度增加上市公司义务和董事、高管责任后，不少公司更不愿登陆美国股市或者选择自愿退市，但如果股东规模降不下来，“脱身”其实并不容易。如今，通过调高在册股东人数的门槛以及缩小在册股东定义的范围，针对不同类型的公司，JOBS 法案分别做出了调整，整体上都使其更容易地摆脱注册或报告的义务。

四、结论

整体观察，一方面，法案所涉某些规定历史已久，例如在册股东人数 500 人的注册义务触发门槛，确立于 1964 年，引发争议其实已有时日。另一方面，新世纪以来美国相继通过的 Sarbanes-Oxley 法案、Dodd-Frank 法案总体上都加强了政府对上市公司和金融市场的控制，于是自由派学者和人士不断批评说美国资本市场的优势因

此受到削弱，不利用工商业的发展和企业家精神的发挥。¹⁵JOBS 法案可被看作是对这两类呼声的回应。与此同时，此次法案在参众两院均难得地获得了跨党派的支持¹⁶，民主、共和两党议员一致看重的是这些改革有望助推中小公司、初创企业的成长，使它们更容易地获得融资，更自如地保持作为非公众公司的灵活性，而更深层次是籍此创造出更多就业机会。

考虑美国的失业率，虽然已较 2009-10 年间的 10%上下有所好转，但 2012 年 3 月份的 8.2%仍处于历史高位，而 1948-2010 年期间美国的平均失业率仅为 5.7%。¹⁷出于竞选连任的压力，身为民主党人的奥巴马总统在法案通过后几天内就迅速签署生效。而如前所述，从 IPO 注册、非公开发行豁免到上市公司要求、注册报告义务免除等，JOBS 法案内容十分丰富，涵盖面广，调整力度也很大，并且总体上限定了较短的实施期间。

（见附表）另一方面，尚不能认为其是对此前 Sarbanes-Oxley 法案、Dodd-Frank 法案等的简单否定，或者断言美国资本市场监管趋势就此转向。品味其指向和时机，笔者更愿意将其解读为寻求证券法制再平衡的尝试，希望通过区别对待、定向宽松实现“抓大活小”、“宽严相济”，换个角度理解，就是向协调筹资人与投资者两方利益的美国《证券法》基本理念的回归。¹⁸

¹⁵ Roberta Romano, Does the Sarbanes-Oxley Act Have a Future?, 26 Yale J. on Reg. 230 (2009).

¹⁶例如，本文第二部分的三项豁免条文在众议院表决时分别是 413: 11, 421: 1, 407: 17 通过的。当然回溯历史，Sarbanes-Oxley 法案通过时也曾获得过两党一致的压倒性支持：参议院 99 票赞成、1 票弃权，众议院 423 票赞成、3 票反对、8 票弃权。

¹⁷<http://www.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>

¹⁸ Securities Act (1933) § 2(b).

JOBS 法案要点、适用范围及生效时间一览

JOBS 法案要点	适用发行人	生效时间
IPO 注册时仅要求提交最近 2 年的经 审计财务报告、管理层讨论与分析， 较少的指定财务信息提供	仅限新兴成长公司	已生效
过渡期内 Sarbanes-Oxley 法案第 404(b)条审计师内控情况验证要求延 缓适用	仅限新兴成长公司	已生效
IPO 注册表草稿的不公开审查	仅限新兴成长公司	已生效
参与承销的经纪/交易商公布或传播 研究报告	仅限新兴成长公司	立法修改已生效；细节有待行业 自律组织 FINRA 按法案要求制 定实施规则
提交 IPO 注册表前后，向 QIBs 和 IAIs 开展试水活动	仅限新兴成长公司	已生效
允许在 D 条例（规则 506）和规则 144A 私募发行中使用广告或公开劝 诱	所有发行人	法案要求 SEC 在 90 天内制定实 施规则后生效
“A+条例”小额发行豁免	所有发行人	立法修改已生效；细节有待 SEC 按法案要求制定实施规则
“众筹”新型豁免	仅限非公共机构的 美国发行人	法案要求 SEC 在 270 天内制定 实施规则后生效
提高《证券交易法》第 12(g)、15(d) 条下注册、报告公司的股东门槛	所有发行人	立法修改已生效；细节有待 SEC 按法案要求制定实施规则

不难看出，JOBS 法案的许多内容与我国正在实施或热议中的改革存在着呼应。首先，金融综合改革试验要求调动民间资金支持小微企业发展，“众筹”可能提供一个思路，其中集资门户等中介的设计值得持续关注。其次，新股发行体制改革提出“全过程、多角度提升信息披露质量”，JOBS 法案恰好提示我们信息披露有时重质而不重量，合理地安排各相关方的沟通很重要。再次，建设多层次资本市场、完善我国证券发行方式已成为共识，中小企业私募债等试验呼之欲出，因此上述三类豁免交易的新动向不能不引起重视。最后，中小企业、民营企业融资难的问题久拖不决，欠缺的或许正是非常有力的类似一揽子方案，顶层设计亟待加强。与此同时，获取启示并不等于生搬硬套，借鉴移植时必须实时保持“参照系”思维，放在中外不同情境下辩证审慎地进行比较和认识。

例如，中美两国资本市场发展阶段不同，面临的主要矛盾和突出问题在许多方面也迥异；美国的法制基础设施非常完善，司法部门、法律职业共同体高度成熟，此次涉及的变动虽多虽大，但出现法律真空的可能性很小；监管机构的回应和把控能力出色，仅在法案生效后一周之间，SEC 就针对 JOBS 法案事项的操作提出了两次具体指引。因此笔者也呼吁在为我所用的过程中，更多地开展扎实细致的调查研究，尽量避免轻率结论或盲动。

JOBS 法案的名称本身亦颇值得玩味，四个英文单词的选取相当用心。各首字母合起来恰好构成复数的“工作”或“就业”一词，既呼应了当下民众对工作的渴望，又宣誓出某种意识——创业和企业家精神，正是美国经济与就业的活力之源。与此同时，它也很难不令人联想到离世不久的史蒂夫·乔布斯，

温总理曾几次呼唤中国也要有“乔布斯”和“苹果”产品。其实，创新也应体现在制度层面，通过投融资和证券监管体制改革去引导

和推动实体创新，使金融和实业得到更好的结合，在“开放红利”、“人口红利”等之后发掘出我国进一步发展的动力。

参考文献

- 1、参见刘士余主编：《美国金融监管改革概论》，中国金融出版社 2011 年版，91-94。
- 2、David L. Ratner, Securities Regulation, fourth edition, West (1992), pp. 47-52.
- 3、Larry E. Ribstein, Sarbanes-Oxley After Three Years, 3 N.Z. L. REV. 365 (2005).
- 4、郭雳：《美国证券私募发行法律问题研究》，北京大学出版社 2004 年版，35-50。
- 5、Securities Act Release 6455, 27 SEC Dock. 347, 360 (1982).
- 6、Securities Act Release 6389, 24 SEC Dock. 1166 (1982).
- 7、Roberta Romano, Does the Sarbanes-Oxley Act Have a Future?, 26 Yale J. on Reg. 230 (2009).
- 8、<http://www.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>.
- 9、Securities Act (1933)§2(b).

“微信红包”的法律问题

李明

(北京大学法学院)

[摘要] “微信红包”是腾讯公司进行第三方支付平台推广的商业模式，在 2014 年春节期间取得了巨大成功。作为一种新兴事物，尽管“微信红包”具有较为成熟的法律经验，但依然存在部分风险与潜在问题。本文将在对“微信红包”运作机理分析的基础上，总结其商业与法律经验，依据该模式所涉及法律法规，分析其潜在问题，并提出改进建议。

[关键字] 微信红包；第三方支付；法律风险

2014 年春节，“微信红包”在一夜之间席卷全国微信用户。据腾讯官方数据统计，除夕到大年初一 16 点，参与抢红包的用户超过 500 万，总计抢红包 7500 万次以上，领取到的红包总计超过 2000 万个。微信是腾讯公司于 2011 年 1 月 21 日推出的为智能手机提供即时通讯服务的免费应用程序。截至 2013 年 11 月，微信注册用户量已经突破 6 亿，是亚洲地区最大用户群体的移动即时通讯软件。2013 年 12 月 31 日，腾讯公司推出具有在线支付功能的微信 5.0 版，标志着微信进军手机支付领域，与第三方支付企业霸主阿里巴巴公司展开竞争。此前，阿里

巴巴公司支付宝占据第三方支付领域 48.8% 的市场份额，微信支付背后的财付通占 18.7%。双方竞争的核心在于获得更多用户数量，有多少用户使用其第三方支付平台绑定银行卡是用户使用的前提。正是在这一竞争背景下推出的“微信红包”，利用游戏者心理特征和传统习俗，成功在短短十数天内使得大量微信用户绑定银行卡并体验微信支付功能，为日后微信支付应用打下用户基础。作为一种新型营销手段，“微信红包”无疑是成功的。“微信红包”涉及到银行卡绑定、资金往来，且覆盖近千万公众用户，其安全性是否有保障，以及是否存在法律问题，值