

LAW OF CAPITAL

资本的规则

II

张巍 (清澄君) / 著

中国的问题 世界的眼光

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

LAW OF CAPITAL

资本的规则

II

张巍(清澄君)/著

中国的问题 世界的眼光



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

资本的规则. II / 张巍著. —北京: 中国法制出版社, 2019.7

ISBN 978-7-5216-0252-4

I. ①资… II. ①张… III. ①资本市场—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 093422 号

策划编辑: 黄会丽 赵 宏 (health-happy@163.com)

责任编辑: 黄会丽

封面设计: 周黎明

资本的规则. II

ZIBEN DE GUIZE. II

著者 / 张巍

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市紫恒印装有限公司

开本 / 710 毫米 × 1000 毫米 16 开

版次 / 2019 年 7 月第 1 版

印张 / 22 字数 / 325 千

2019 年 7 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5216-0252-4

定价: 88.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真: 010-66031119

网址: <http://www.zgfzs.com>

编辑部电话: 010-66070084

市场营销部电话: 010-66033393

邮购部电话: 010-66033288

(如有印装质量问题, 请与本社印务部联系调换。电话: 010-66032926)

献给我的

父亲、母亲和母校——复旦大学法学院

《资本的规则》面世至今，中国的资本市场从监管规则到交易形态都出现了许多新变化，“比较公司治理”微信公众号上写的很多文章也与这些变化相伴相随。这几年来，我有幸目睹了中国资本市场各种进步，更为自己曾经呼号的种种制度建设得以前行而倍感激动。例如，《资本的规则》曾花费不少篇幅阐述由“野蛮人”发起的敌意收购对上市公司治理的积极意义。终于，在书出版之后中国资本市场见证了第一例通过公开要约成功取得上市公司控制权的案例，而且得到市场及监管机构正面反馈，相比此前“宝万之争”中争夺控制权一方的境遇，不由人兴起今非昔比之叹。

再如，对股票停复牌制度的改革，对上市公司股票回购规则的修订，乃至对红筹企业回归的监管准则，这其中似乎都隐隐约约可以感觉到与“清澄君”的共鸣。作为一名资本市场的研究者，又有什么比自己的研究见解得以走出书斋，走进市场更值得欣慰呢？于是，在中国法制出版社多位编辑的鼓励下，我决定把2017年和2018年这两年间“清澄君”在“比较公司治理”微信公众号上发表的40篇文章整理结集，编成这本《资本的规则 II》。

恰如由书名可见，本书是《资本的规则》的续篇。所谓续，首先是时间上的延续，本书各章节涉及的背景事件发生在前一本书问世之后，由此，两本书的内容侧重也会随着市场实践的转移而有所不同。比方说，2015年和2016年正值中国企业跨境并购的热潮，故而前一本书中对跨境并购多有涉及，而此后两年跨境并购与国内的并购重组出现了此消彼长，于是本书也更多关注中国境内的并购问题。

然而，在资本市场上，时间的经过并不只是往事的回放，就像上面提到的那样，我们的资本市场在此两年间有了诸多发展。当共识在一些基本问题上日益形成之后，市场就会有进一步前行的尝试，而研究者也就有机会观察和分析更为具体深入、与实践更为联系紧密的问题。同样以并购为例，与《资本的规则》数番阐述敌意收购

的价值不同，本书将更多篇幅留给国内敌意收购的规则与实例研究。因此，在这第二层意义上，作为续篇，《资本的规则 II》也是《资本的规则》的进阶。

这本书的结构也大体继承了《资本的规则》，但较前一本书更为紧密。全书分为上、中、下三篇，每篇之前依然撰写了导读，同时，在收录书中前对“比较公司治理”微信公众号上的许多文章都进行了更新与修正。上篇“证券监管”讨论的是资本市场的主干性规则，这些规则旨在维护市场的透明度；中篇“公司治理”关注企业这类资本市场主要参与方的权力配置，旨在健全对管理层的问责机制；下篇“企业并购”既是企业利用资本市场寻求发展的一条途径，也是资本市场倒逼企业管理层尽责的渠道。

无论《资本的规则》还是《资本的规则 II》都秉持了“中国的问题，世界的眼光”这一理念，借助国外——尤其是资本市场最为发达的美国——的经验查找中国资本市场的问题，探寻解决问题的出路。绕开别人走过的弯路，径直走上正途恰恰是后发优势的体现，正因有前车之鉴，虽然中国资本市场还只有 20 多岁，却可以不必重蹈国外市场在那个年龄段的覆辙。

《资本的规则》有幸得到学界同行以及监管和业界朋友们较为积极的评价，更忝列“2017 百道好书榜年榜财经类 TOP 100”（第 41 名）、“2017 年法律图书榜”以及全国 24 家实体法律书店联合发布的“2018 年度法律图书畅销榜 TOP 30”（第 5 名），实在应当感谢读者的厚爱。

然而，上榜、畅销并不是我的追求，作为一名研究者，我的写作乐趣主要来自将自己的所思所想呈现出来，若能博得共鸣，则属意外之喜。因此，《资本的规则 II》与《资本的规则》一样，无意为追逐销量而折损资本市场机制的复杂性与调整资本市场规则的技术性，只不过希望对复杂的、技术性的内容尽可能作出清晰的阐释。假如您抱着对资本市场法律规则的兴趣而来，那么相信本书会是一本您愿意读，也读得下去的著作。

资本市场上不时涌现的热点为我的写作提供了源源不断的素材，更使那些抽象道理变得形象生动起来。不过，作为我这两本书源头的“比较公司治理”微信公众号从未着意追求由转瞬即逝的市场热点带来的流量或者订阅数，而是将它们当作“正本清源”的契机。“清澄君”相信，“不因时生变、因事起异者才叫市场的规律”，而当下中国资本市场最为需要的恐怕就是“尊重规律、遵守规则”吧。

上篇 | 证券监管 / 001

- 第一章 推特治理的陷阱：信息披露的公平与真实 / 005
- 第二章 马斯克对阵 SEC：热闹与门道 / 013
- 第三章 法律与金融的一次结缘：“欺诈市场”理论 / 018
- 第四章 板子该往哪里打：论股权收购的信息披露 / 027
- 第五章 勿枉勿纵：证券服务机构在发行中的责任 / 036
- 第六章 专业职责需明辨：细看欣泰电气律师案 / 042
- 第七章 Spotify 的直接上市究竟是什么？ / 048
- 第八章 CDR：走出 ADR？ / 054
- 第九章 宜疏不宜堵：ICO、Bitcoin 是否该纳入证券监管？ / 059
- 第十章 ICO 是发证券，比特币不是证券：SEC 领导究竟说了什么？ / 072

中篇 | 公司治理 / 077

- 第十一章 从 1 到 0：Snap 的 IPO 意味着什么？ / 082
- 第十二章 从京东事件看同股不同权的危害 / 087
- 第十三章 世欣荣和案：打开“潘多拉的盒子” / 090
- 第十四章 叠床架屋、勾枝连蔓：资本大鳄的控股之道 / 096
- 第十五章 谁是控股股东？不重形式重实质 / 103

- 第十六章 从来股东告董事，今朝董事告股东 / 113
- 第十七章 刘独董的一把火，烧出公司治理的一个洞 / 121
- 第十八章 美国因何无“慧球”——证券监管和公司治理的透视 / 127
- 第十九章 杀鸡取卵、剜肉补疮：回赎权，请你停下！ / 133
- 第二十章 股东短视吗？回购邪恶吗？——事情比我们感知的要复杂 / 144

下篇 | 企业并购 / 153

- 第二十一章 没有规矩，不成方圆：如何监管用停牌抵御收购？ / 159
- 第二十二章 好一招“苦肉计”，声东击西 / 174
- 第二十三章 浙民投要约收购 ST 生化：最后的攻防与成功的意义 / 185
- 第二十四章 恶花无以结善果：振兴生化战火又燃 / 191
- 第二十五章 敌意收购在中国：让竞争从幕后走向台前 / 196
- 第二十六章 可转换债登场：从融资工具到支付工具 / 202
- 第二十七章 强制要约的是与非：制度本质与中国特色 / 209
- 第二十八章 并购监管与交易设计：规则的力量 / 217
- 第二十九章 三角，三角，请您记牢：三角并购解析 / 229
- 第三十章 现金还是股票：并购对价的含义 / 234
- 第三十一章 并购的协同效应从哪里来？ / 241
- 第三十二章 英美大 PK，中国站哪边？ / 250
- 第三十三章 抵御“妖精”，也得“以德服人” / 269
- 第三十四章 从“毒丸”到“毒债”：事情因何起了变化？ / 283
- 第三十五章 一样路数，两样情怀：记特拉华的并购审查新规 / 291
- 第三十六章 收购大股东资产：怎样管住“吃里扒外”的买卖？ / 301
- 第三十七章 再见戴尔：股票回购请求权诉讼的新动向 / 314
- 第三十八章 一场并购引发的“战争” / 324
- 第三十九章 敌意收购的公共关系战 / 331
- 第四十章 华尔街无对赌 / 338

让激情燃烧岁月（代后记） / 345

上篇

证券监管

证券监管的核心是监管信息。买卖双方的信息不对称在各类市场中都存在，而在证券市场中最为突出。这是因为出售证券的一方不仅比购买证券的一方更加了解证券表征的资产质量好坏，还可以通过自身的行动左右资产的质量。也就是说，证券市场中的信息不对称会同时引发“逆向选择”（adverse selection）和“道德风险”（moral hazard）两大问题。因此，管好了证券市场上的信息传播也就管好了证券市场。

值得强调的是，证券市场的信息不对称源自证券买方（投资者）与卖方（发行人及其内部人士）双方的信息差异，更具体地说是前者相较于后者的信息劣势。为此，证券监管中对信息的监管围绕着如何要求后者向前者提供信息，以及如何避免后者利用信息侵占前者的利益而展开。从这一立足点出发，证券信息监管并不必对本无信息优势的主体——如外部投资人——之间的信息传播特加限制。同样从此立足点出发，只有当发行人确已形成信息优势之后，方才需要对其使用、传播信息加以限制。如果还没有这样的优势，也不必对发行人课加特定义务，如要求其空穴来风的传闻加以澄清。

在《资本的规则》^①中，我们已经探讨了在证券市场中，如何防止一方利用信息优势侵占另一方利益，也就是避免内幕交易的问题，同时也对“证券信息监管究竟要管住谁”这个问题进行了阐述。本书上篇继续围绕证券市场的信息监管展开。第一章和第二章利用特斯拉电动汽车公司首席执行官马斯克推特（Twitter）事件，具体阐述信息披露的公平性与真实性原则。公平性问题与内幕交易紧密相连，可以说是《资本的规则》第三十三节的延续，本

^① 《资本的规则》是本书作者于2017年6月在中国法制出版社出版的著作。

书第一章详细介绍了信息披露的方式与渠道要求，以此确保公平性。而维护披露信息的真实性则是除内幕交易外，证券信息监管的另一个主要课题。第二章讨论了打击虚假信息披露中涉及的故意问题，第三章则围绕处罚虚假陈述的另一项法律要件，即投资人对陈述的信赖问题，读者从中可以领略到现代金融学发展对证券监管法制的深刻影响。

上篇第四章延续了《资本的规则》第三十五节和第三十六节提出的问题，亦即信息监管的对象。这一章借助赵薇收购万家文化控制权的例子，说明究竟哪些人需要作出信息披露，什么样的交易需要披露。

接下来第五章、第六章两章虽然依然涉及信息披露，却另有侧重，以证券发行专业机构的视角来谈如何维护信息的真实性。这些专业机构既是发行人的辅助人，对克服证券市场上的信息不对称发挥着重要作用，同时他们又仅仅基于自身的专业服务来辅助发行，因此，其法律责任也不得不以专业服务为限。这两章以在中国证券市场上掀起波澜的欣泰电气 IPO（首次公开募股，Initial Public Offerings，以下简称 IPO）^①造假案为契机，研讨证券市场上专业机构的责任。

第七章和第八章讨论证券市场上原已存在，又在新的市场条件下面临新发展的两个现象——直接上市与发行 DR（存托凭证，Depositary Receipt，以下简称 DR）。以往无论学界还是实务界对此二者的讨论都比较少，由此可能产生了某些误解。因此，在这两章中清澄君本着“正本清源”的一贯宗旨，较为深入地对直接上市和 DR 发行作出说明。在当下中国资本市场积极谋求促进高新企业融资的大背景下，对这两个问题的介绍应具有相当的现实意义，从中我们也可以领略到信息监管问题渗透在证券市场各类交易行为之中。

最后，上篇第九章和第十章探讨的是证券监管的最新问题——如何应对利用区块链技术发行的虚拟货币？这可谓全球证券监管机构共同面临的一项新课题。然而，应对新课题往往需要重温旧原理。所以，利用探讨虚拟货币监管的机会，清澄君在这两章中带读者回到了证券监管的原点，再次反思

^① 编者注：为方便读者阅读，本书中一些术语使用英文原文或缩写。

证券市场的根本问题以及证券监管的根本目的。这两章又一次提醒我们，证券监管中正本清源的重要性——只有把握住根源，才能应对千变万化的新事物。同时，对虚拟货币的监管也向我们重新展示了《资本的规则》第三十四节的主旨——证券监管应重实质而不重形式。

第一章 | 推特治理的陷阱：信息披露的公平与真实

如今，网络社交平台已经成为生活中不可缺少的一部分。脸书（Facebook）、推特、微信、微博，我们在这些社交平台上分享自己的生活，了解外部的世界。眼前出现一幅美景，或者心中升起一个念头，不少人都会随手把它们挂上社交平台。要说对社交平台的痴迷，美国总统特朗普大概首屈一指，内政外交、家事国事，随时随地都可以成为其推特上的激扬文字。就连特朗普内阁的成员有时也要借助推特才能了解领导的意志，推特俨然成为特朗普治国的平台。

既然上到美国总统，下到普通百姓都在利用网络社交平台发布信息、表达意见，那么，如果你是一家上市公司的创始人，或者董事、总经理，在这些平台上介绍自己公司的情况，看上去也是顺理成章的事。然而，2018年8月7日，硅谷奇人马斯克在自己的推特上发布了一条短短9个字的推文，却招来了美国证券监管机构SEC（美国证券交易委员会）的调查起诉。这又是怎么回事呢？

005

公平信息披露规则

马斯克2018年8月7日发布的推文虽然还不到10个字，却是一条有关特斯拉的爆炸性新闻，而特斯拉正是马斯克一手创建和控制的上市公司。推文表示马斯克正在考虑将特斯拉私有化，也就是把市场上投资人持有的特斯拉股票都买下来，每股的价格是420美元，并且“资金已经到位”。就冲着这样几个字，SEC找上了门。那么，控股股东在社交平台上发布上市公司的信息到底会遇到什么样的法律问题呢？

上市公司披露信息先要做到公平。什么叫公平的信息披露呢？就是说上市公司披露信息必须面向公众，而不能局限在小圈子里。法律要求公平披露的道

理很容易理解，上市公司的股票谁都能买卖，而买进还是卖出股票又要根据公司披露出来的经营状况。所以，公司信息自然不能只告诉一部分人，而对其他人藏着，否则等于让掌握信息的股东去占缺乏信息的股东的便宜。

不过，道理看起来很简单，实践中要是没有法律的监管，却很容易出现不公平的信息披露。上市公司的管理层往往与机构投资者接触频繁，和散户则很少打交道，而且持有重仓的机构投资者也更有能力影响管理层的决策，甚至左右他们的命运，谁能当董事、当 CEO（首席执行官），机构投资者比散户的发言权自然大得多。于是，管理层更有动力把信息优先透露给机构投资者。另外，专门研究某家上市公司的分析师也会成为这家公司管理层拉拢的对象，因为他们可以通过分析报告左右投资人买入还是抛售公司的股票。从前，美国的上市公司在正式公布销售状况、业绩展望之类的重要信息之前，都会先向机构投资者、分析师这些华尔街上小圈子里的人吹风，让他们比其他人早一步知道这些信息。不仅如此，上市公司甚至还用事先透露某些重要信息作为筹码，换取分析师作出对公司有利的分析报告。

这种选择性的信息披露却并不一定能被当作内幕交易，因为美国法律规定只有在上市公司的董事、高管有意透露非公开信息，以此换取个人利益的时候，才会追究这些人的内幕交易责任。有的时候透露非公开信息的目的可以是公司的利益，比如希望借助分析师的专业分析，澄清市场上对上市公司公开信息的误读。有时，透风给特定的对象，还可能是为了检举、调查公司的违法行为，这方面最有名的例子是美国联邦最高法院判决的 *Dirks v. SEC* 案。在这个案子里，一家上市公司的高管为揭发公司财务造假多次向监管部门举报，可是监管部门却没有采取行动。无奈之下，他把公司的内部信息透露给华尔街分析师 Dirks，要求 Dirks 对此进行调查。美国联邦最高法院认定透露信息的高管并非出于谋求私利，所以这样的透风行为不构成内幕交易。

虽然选择性的信息披露未必称得上内幕交易，但是这样的做法显然对普通投资人来说有失公允。尤其是在网络时代，很多投资人利用廉价的网络交易平台买卖股票，而不是通过传统的经纪人。这些投资人更多依赖公开信息，

自己进行投资分析，并不借助专业分析师的分析报告。于是，如果允许专业分析师在获取上市公司信息方面享有特权，其他投资人就可能遭受不利。

例如，1999年10月13日那天，美国著名的服装零售商 Abercrombie & Fitch (A&F) 的股价大跌近20%，原因是在这天公布的第三季度季报显示，公司的销售增长率只有12%，低于此前市场预期的15%到17%。大批基于这种预期买入A&F股票的投资人一夜之间亏了大钱。可是，也有人却因此赚了钱。原来，在5天前，A&F的一名高管给华尔街投行 Lazard (拉扎德公司) 的分析师 Todd Slater 留了一条电话留言，告诉他坊间传言的业绩增长区间过高了。Slater 迅速通过销售团队通知了 Lazard 的主要客户，其中就有一位对冲基金管理人 Seth Tobias。这位管理人迅速卖空了 A&F 的股票，短短3个交易日之内就大赚了一笔。

为扭转这种不公平的做法，SEC 在2000年制定了《公平信息披露规则》。根据这一规则，上市公司如果在与资本市场从业人员的交流中透露了重大信息，那么这些信息也必须向其他投资人公布。这项规则制定的时候非但还没有网络社交平台，甚至连在官网上发布信息也很少见。那时，上市公司信息披露的渠道主要是通过监管部门正式建立的信息发布系统，如 SEC 的 EDGAR (即电子化数据收集、分析及检索系统) 网站，或者通过召开记者招待会，由传统媒体发布信息，比如《华尔街日报》。

然而，伴随网络社交平台深入人们的生活，就有上市公司的创始人开始使用自己的平台账号披露公司信息。其实，马斯克不是第一个这样做的人。2013年美国有名的独角兽公司之一，网络视频娱乐巨头 Netflix (奈飞公司) 的 CEO 里德·哈斯廷斯 (Reed Hastings) 就在他的脸书上发布消息，声称公司视频每月的浏览量首次突破10亿小时。对一家网络视频公司而言，这个数据绝对称得上能影响公司股价的重大信息。可是，他在脸书上发布如此重要的信息之前，并没有召开新闻发布会或者向 SEC 提交披露报告。

那么，利用网络社交平台发布公司信息，是不是符合《公平信息披露规则》的要求呢？要回答这个问题，就需要拿网络社交平台 and 上市公司发布信息的传统媒介，也就是监管部门的公告系统以及新闻媒体来做一个比较。这

些传统媒介的第一个特点是信息传播面广，SEC 的 EDGAG 系统谁都可以登录查询，《华尔街日报》谁都可以买到。也就是说，它们对信息的取得方没有限制，利用这种不设限的媒介来披露信息，才可能做到对全体投资人一视同仁。如果网络社交平台要做到这一点，那就必须是一个谁都可以浏览的平台，于是，那些像微信朋友圈之类仅仅一小部分人可以看到的社交平台自然就达不到公平披露的要求。

那么，像推特或者微博这样，消息一旦发布，公众都能看到的网络社交平台是不是就符合公平信息披露规则了呢？这也不一定。上市公司披露信息的传统媒介除了传播面广之外，还有另外一个特点，就是公众已经熟知这些媒介是上市公司披露信息的地方，因此投资人要搜寻信息，就会到这些地方去找。可是，网络社交平台原本是供个人社交联络的地方，在这种传播个人讯息的媒介上发布公司的信息，可能超出了许多公众投资人的预期。尽管企业也可以在这些平台上注册自己的账号，但是并非所有的上市公司都有自己的账号，即便注册了账号也不一定成为一个正式发布公司信息的渠道。因此，除非公司事先明确告知投资人，否则公众投资人很难预期自己投资的公司是不是在某个平台上有账号，这个账号又是不是用来披露公司信息，上面披露的又会是哪些信息。

实际上，上市公司的创始人、大股东或者高管在社交平台上发布公司信息往往出于一时兴起，事前从来没有告诉过投资人，他们会用某个平台的某个账号披露公司信息。比如，前面提到的 Netflix 的 CEO，在写那条脸书讯息之前，无论是他本人还是这家公司都没有用脸书披露过公司信息。对这种突如其来的举动，广大的公众投资人很难琢磨究竟在什么时候、去什么地方找公司的信息。既然投资人预期不到某个平台的某个账号会发布有关上市公司的重大信息，那么在那些地方发布的信息也就称不上公平地传递给了全体投资人。

2013 年，SEC 在对 Netflix 的披露行为展开调查的时候，正是从以上这两个方面来判断网络社交平台是否符合《公平信息披露规则》的要求。SEC 的调查报告指出，虽然大多数网络社交平台都可以是公司与股东交流信息的

适当媒介，但是假如这种平台对进入者设有限制，或者投资人不知道可以在这些平台上找到有关公司的最新信息，那就不是符合《公平信息披露规则》要求的信息发布渠道。换句话说，想要通过社交平台发布重大信息，应当满足两个条件，一是平台本身足够开放，二是投资人已经广泛知道这个平台是发布公司信息的渠道。

厘清法律规则之后，我们回过头来看马斯克发推文的行为。推特对公众进入没有特别限制，应该属于一个足够开放的网络社交平台。那特斯拉的投资人是不是知道可以在自家 CEO 的推特账号上找公司的重大信息呢？马斯克 2009 年就开通了推特账号，从此以后经常利用这个账号谈论特斯拉公司的事务。2013 年，特斯拉公司索性正式披露马斯克的账号将是公司发布重要信息的一个正式渠道。这样看来，马斯克的推文能够满足《公平信息披露规则》的两点要求。

禁止虚假陈述

上市公司披露信息不仅要公平，更重要的是不能有虚假或者误导性的信息。美国《证券交易法》第 10 条 b 项以及 SEC 与之配套的监管规则 10b-5 是反证券欺诈的首要利器，说假话当然不行，而说一半藏一半也有问题，因为它会误导投资人。这对利用网络社交平台发布信息又会是一种挑战。社交平台的性质决定上面发布的信息往往篇幅比较短，更不可能有连篇累牍的附件对信息作出详细描述。而传统的信息发布媒介却没有这样的制约，在 SEC 的 EDGAR 系统上发布的信息常常有几十页乃至几百页，附件十几个。所以说，如何在有限的篇幅内避免发生误导性，也是在网络社交平台上发布信息面临的独特挑战。

马斯克 2018 年 8 月 7 日的推文说了两层意思，一是自己在考虑将公司私有化，这是他自己内心的打算，外人很难证明到底有没有这种打算。第二层意思英文只有两个字——funding secured，翻译成中文为四个字“资金到位”，却是十分关键的信息。它意味着私有化交易实施的可能性大大增加，