

跨境收购的逻辑

/拆招：»»\*««»

/万豪为什么・了？万豪貝的・了册**7…**

资本的规则

Law of Capital

中国的问题世界的眼光张巍清澄"/著

风投世界的路径

显谷无«■/«««的興妙**/Emnoul：**你胄对■有希％? /传谷风投：的**\*0**没的丿

私募杠杆的威力

，歧典不**an：**重读《门口的野童人〉

*I*史上«\*»\*的**KHEBJt**竟曇什么？

私有化交易的命脉

/岐尔私有化：为'•芝木"付岀的代价

*I*幾美优品：力什么不……并购攻防的范本

**/Unocal**月决的會蘭■后

乐不鄭未的**-s\*n" •**

丁颖华 沈哲清 苏龙飞 周志峰

徐明磊 彭冰

蔡祥倾情

I推荐

资本的规则

屮U法例出版it

**ClllK.\ ..l-.G.M. l"..Jil.lSlllNG llOl.S •.**

初识张巍老师，是在2016年2月，一位朋友 将张老师写的《盛宴过后是斋月》一文转给笔 者，说投稿给新财富。这是一篇以聚美优品为例 专门分析中概股私有化法律问题的文章。

2015年至2016年初，随着分众传媒、搜房网 等从美国退市并谋求回归A股，中概股私有化成 为国内投资界的热门词汇。虽然“中概股私有 化”这个词语在媒体中出现的频率超高，但由于 其涉及到美国、开曼、中国内地等诸多的法律、 监管及资本市场规则，即便是对投资圈并不陌生 之人，大多也仅仅是略知大概而不知其详。

细读《盛宴过后是斋月》，顿生震撼。业界 流传的一些似是而非的分析、以讹传讹的说法， 在张老师的文章中都得到了有效澄清。更加让我 印象深刻的是，能把枯燥的专业干货写得如此引 人入胜，实属难得。因而，在新财富微信公众号 上首发此文时，笔者特意将文章标题改成《关于 中概股私有化监管，目前分析最透的一篇（没有 之一）》，以衬托此文的份量。

之后，笔者又获悉张老师开设了一个名 为“比较公司治理”的微信公众号，于是开始逐篇 追看公众号里的文章。拜读张老师的文章，有一 种早年读《近距离看美国》系列的感觉，作者将 美国的商法条款的渊源，结合文化背景娓娓道 来，读着甚是过瘾，让读者看完之后知其然也知 其所以然。所以，每次看张老师的文章，都如同 接受一次法理思维的洗礼。

大概是甚感中国资本市场各种观念之颠倒， 在比较公司治理号上，张老师给自己取了个笔名 叫“清澄君”，澄清谬误之意也。比如，作为中国 私募股权投资标准条款之一的“对赌条款"，当业 界理所当然认为其系源自VC大本营硅谷的“舶来 品张老师则澄清道，硅谷并无对赌，即使是

内涵近似于对赌条款的回购条款，在硅谷也日益

鲜见，对赌条款实乃中

PE业者自行创设的投资

条款。张老师以系统的数据分析与递进的逻辑推 理，解剖了对赌条款何以在硅谷从未出现过却又 在中国大行其道的机理。

又比如，针对资本市场的“敌意收购者”，国 内上自监管者下至舆论各方，皆在价值取向上对 其持否定态度，并冠之以贬义的“野蛮人”之称 谓。但张老师却从“公司控制权竞争有利于企业 价值最大化”的角度，为“野蛮人”正名。

“市场的竞争犹如大浪淘沙，面对管理层 的，乱政'和，怠政'，外部股东最容易做的就是，用 脚投票'——抛售公司的股票，而由此引发的股价 下跌，将令公司的潜在价值与其市场价值背离。 而在资本市场上逐利的投资人就会嗅到这样的机 会，他们发起并购攻势，取得这种价值被低估的 公司的控制权，撤换原来的管理层，提升公司的 业绩，也让自己从中获利。"

“而面临这种市场竞争威胁的管理层就不得 不认真经营公司，避免沦为，门口野蛮人，的猎 物。因此，维护公司控制权的正常竞争秩序，对 确保实现公司'由管理层为股东打理财产、为其谋 利'的根本目的至关重要。这就不得不要求法律对 阻挠此类竞争的反收购措施倍加谨慎。"

在张老师的公众号中，类似于前述澄清外界 认知与观念的文章还有不少，比如《“毒丸''的前 世今生》《“同股不同权”的是是非非》《店大莫 欺客：为什么不许董事会剥夺股东表决权？》等 等。这些文章读下来，皆有一种豁然开朗之感。

不仅在公众号上写的文字，张老师给《新财 富》撰写的热点分析文章，所带来的影响同样是 立竿见影。2016年年中，受宝万之争的影响，诸 多上市公司对“野蛮人”举牌都风声鹤唳，尤其是 那些股权高度分散的上市公司。在此背景下，国 内上市公司掀起了一波修改公司章程、增加反收 购条款的热潮，其中最为典型者当属伊利股份 了。为此，张老师疾笔写下了《不忘初心，方得 始终：伊利股份的章程能不能改？》一文，并交 由新财富首发，这篇万字长文细述了伊利修改章 程的不合法理甚至涉嫌违反证券法之处。文末， 张老师写下了如下一段语气颇重的话：

“作为上市公司的管理者，当你们在章程中 设下各种机巧，竭力保全自身地位之时，切不可 忘记现代的公司究竟是怎样一个组织，不可忘记 它是'一群人拿了另一群人的钱进行生产活动，从 而为后一群人赢得利润的组织'。假如你们忘记自 己是在打理别人交付的资产，是在为别人牟取利 益，那么你们也就失去了作为公司管理者的资 格。如果你们一心要将公司营建成自己的堡垒， 那法律就不会容许你们继续把控别人的资产。愿 中国上市公司奋发有为的管理者们能时刻铭记： 不忘初心，方得始终。"

文章发出第二天，伊利方面即与我刊取得联 系，之后伊利高管又亲自登门拜访，向我刊表达 了对张老师的尊敬：“张老师的文章我们仔细看 了，而且看了好几遍，也拿着文章向数位法律专 业人士请教过，都说写得非常好。文中的意见很 中肯，我们也诚心接受。”此高管同时表示，拟 修改章程之事，系情急之下作出的决定，有些细 节考量的确不够周全。基于张老师文中的意见， 其表示己“不再推进章程的修订”。

险资入侵股市，可以说是A股市场2016年贯 穿全年的话题，前海人寿、恒大人寿等的频繁举 牌、短线炒作等行为，成为上自管理层下至吃瓜 群众举国关注的大事，年末证监会主席甚至针对 此抛出了“妖精论"。各种乱象之下，关于中国金 融业分业监管利弊的讨论再次成为焦点话题。为 此，张老师又为新财富撰写了《险资入侵： Something Old, Something New》一文，以清晰的 法理逻辑分析了万能险的“证券本质"，并从证券 法角度提出对于险资在二级市场的行为之监管路 径。这种直指问题本质的分析视角，立刻带来该 文应有的影响。据笔者了解，此文不仅在中国基 金业协会内部被传阅，而且被递到了证监会主席 的案头。

张老师通过“比较公司治理”这个微信小平 台，一年多来，四十余篇文章所积累的影响己相 当广泛，笔者有幸见证了其中几篇文章的可见影 响力。以微信公众号为平台，己经有一大批铁粉 追着张老师的文章看，“清澄君”的影响力己然从 法律圈向外辐射至资本圈，乃至于范围更广的财 经圈。

闲时交流，张老师跟笔者半开玩笑说道，做 这个公众号有点“不务正业”。实则不然，学者不 单需要埋头于书斋潜心研究，同时还需要将其理 念转化成通俗的语言进行公共传播，可以说这是 更广义的“传道、授业、解惑”。正如张老师所设 想的“以讲故事的方式分析学术性的问题''之定 位，如此才能让更多的身在资本市场或对此有兴 趣的读者吸收其中的理念主张。

新财富主笔

苏龙飞

.第一章风投世界的路径

o第一节硅谷无对赌

0第二节领售权的奥妙

O第三节Earnout：你离“对赌”有多远？

O第四节硅谷风投：那些有的和没的

.第二章并购攻防的范本

o第五节Unocal判决的台前幕后

o第六节乐不起来的“百乐门”

o第七节“毒丸”的前世今牛

O第八节请认真对待“毒丸”

o第九节“辉”一挥手，不叫你带走半片云 彩

.第三章私募杠杆的威力

O第十节 经典不过期：重重《门口的野蛮

AT

o第-一节“股神”是怎样玩收购的？

O第十二节史上最大规模的私募EB究竟 是什么？

o第十三节 毛算算艾派刺攵购Lexmark中

EB的风险

.第四四跨境收购的逻辑

O第十四节拆招：爱康大战美年

O第十五节从万豪安邦争夺战看喜达看董 事会的节操

O第十六节万豪为什么赢了？万豪真的赢 了吗？

0第十七节艾派克VS.巨人网络：细细品 味跨境收购2.0时代

o第十八节 CFIUS：中国买家，你不用忍 气吞声

.第第章私有化交易的命脉

0第十九节 戴尔私有化：为“艺术”付出的

O第二十节二房网回归的光和影

O第二■■一节 聚美优品：为什么不回购股 西?

•ZISLj—

O第二十二节盛宴之后是斋月：中概股私 有化的法律问顕

.第六章公司治理的要义

第二十三节“同股不同权”的是是非非

第二十四节万科：算术题承托不住之重 第二十五节吾爱股东权利，吾更爱章程 自治

第二十六节 看宝万之争，说公司自由 第二十七节不忘初心，方得始终：伊利 股份的章程能不能改？

第二十八节商海月明珠有怒，股市云深 法无边

第二十九节 公司狷击手：董事之仇，股 东之友

第三十节拿什么拯救你，我的公司？ 第三-一节 卡梅伦走了，王石走不走？ 第三十二节百度要是违了法，股东又能 做些啥？

.第七章证券监管的的石

O第三十三节美国怎样控制内幕交易？

O第三十四节拉卡拉的“神迹”与监管的逻 辑

0第三十五.节店大莫欺客：为什么不许董 事会剥夺股东表决权？

0第三十六节 小杖则受，大杖则走：怎样 处罚过线不披露？

o第三十七节险盜入市：Something Old, Something New

.第八章公司法律职业的视野

o第三十八节律界“天元”是怎样炼成的？

O第三十九节好律师到底姉钱吗？

O第四十节人才辈出的美国法学院

第一章风投世界的路径

本章导读

风险投资的对象大多数属于初创企业，在美国， 对于这类企业的内部治理结构的强制性规定很少，因 此，投资双方有很大的空间约定彼此的权利义务，以 求妥善分配和处置在未来投资进程与企业发展过程中 的各种风险。这些具体的安排都要体现在投资协议之 中，由此，风投协议成为投资方与接受投资方构建“私 人秩序” (private ordering)的基本媒介。中国的风投行 业近年来取得很大进步，但总体仍处于初级发展阶 段，也受到旧有制度环境一定的制约，从而在创造风 投的“私人秩序”方面失去了不少灵活性。

一旦确定了投资目标，风险投资人在协议谈判过 程中将尤其注重几个问题。

一是控制权问题。对初创企业而言，创始人的作 用至关紧要，他不仅提供企业成长所依赖的核心—— 创业的“点子”，也常常直接领导着企业的日常运营。

因此，投资方如何取得秩码，不至于让创始人侵蚀投 资人的利益，这一点就至关重要。与成熟的上市公司 相比，初创企业内部结构的一大特点是控制权（决策 投票权）与现金流权利（分享经济利益的权利）可以 更为自由地分离组合，由此使得风险投资人在仅占有 少数股份比例的情况下仍有可能形成对目标企业的控 制。

二是防止自己的股份嗣后被稀释掉。初创企业往 往处于长期、反复融资的需求之中。于是，后来的投 资者对在先投资者构成的影响就是后者不得不考虑的 潜在风险。由此，风险投资协议中往往会包含各种防 止股权被稀释，以及保障投资人在出现新的融资机会 时的投资权益的条款。

三是确保投资退出的问题。大多数风险投资人都 属于财务投资人，因此，如何让投资变现获益自然成 为投资人最为关心的问题。退出机制既包括投资项目 成功之后的正常变现营利方式（上市、被收购等）， 也包括紧急情况下的止损退出方式（回赎、出售 等）。

当然，投资人关心的问题也是创始人关心的问 题，只不过两者的立场相对。比如，创始人要防止受 到投资人的过度限制，尤其是不能让投资人偷走自己 的“点子”。再比如要避免在先投资人取得过于优惠的 投资条件，从而造成日后再融资的困难，还要防止投 资人在退出过程中不当损害创始人的利益。

双方微妙的利害平衡都要借助风投协议来体现， 因此，风投协议自然需要具有针对性。然而，另一方 面，风险投资活动的一大特点是高频率而低投入，以 此实现投资组合的多样化和风险分散。可是，这样一 来就对投资的成本需要有严格的控制，包括磋商拟定 风投协议的成本。这又使得风投协议显示出一定的类 似性，尤其对于某些典型投资条款的设计使用，常常 伴随宏观经济和资金供求形势而趋同。

本章收录的四篇文章既注重介绍美国风险投资的 经验，也对中国风投行业的一些做法进行了反思。第 一节分析了中国非常时兴的对赌机制，并与美国的做 法进行了对比，它既涉及风投退出，也是控制创始人 的一种方式。第二节和第三节介绍了风投退出的两项 重要条款——领售权与Earnout,分别侧重于紧急止损 与正常营利退出时各方的利益协调。最后，第四节总 结了硅谷近年来风投协议的变化趋势，从中可以看到 经济大势对风投行业实践的影响。

第一节硅谷无对赌

“对赌”无疑是国内投资界的一个热词，但经 过一番源头查找，却未能辨明其由来。据说这是 个舶来货，英文叫value adjustment mechanism,简 称必M。于是，又用这个英文名字Google虬\_一 遍，发现跳出来的结果还是对中国对赌协议的介 绍，并且大多数也都是中国人用英文写的。

世界高新技术创业的中心，也是VC大本营的 美国硅谷有没有对赌呢？印象中似乎没有。又问 了一位从事硅谷VC投资业务的律师，竟也未曾与 闻。最后，笔者查阅了硅谷知名的风投律所 Fenwick & 柄st自2004年以来按季发布的硅谷VC 投资协议条款趋势调查。终于基本确认：硅谷无 对赌——在以上跨越12年的调查报告中，从未提 及value adjustment mechanism,或者VAM的字样*。*

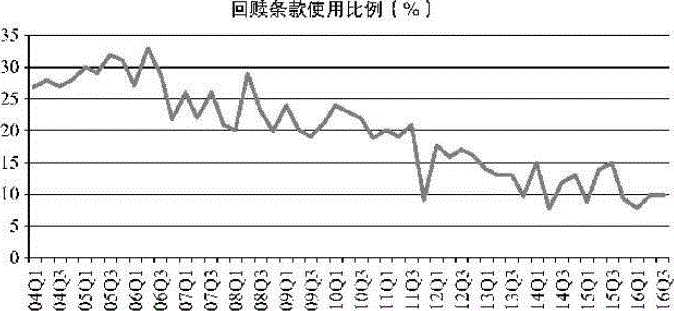


图1硅谷风投协议回赎条款使用率 数据来源：Fenwick & West VC Survey

在Fenwick的调查报告中，与国内的对赌协 议最为近似的VC投资协议条款是回赎条款 (redenption)*。*就是在满足一定条件的情况 下，要求创始人以一定价格(通常为投资原价) 回购风险投资人持有的股份。然而，即便这样的 回购条款，在硅谷的风投协议中也明显式微。以 下这张图表示的是自2004年一季度至2016年三季 度，硅谷风投协议中包含回赎条款的协议的比 例。它清晰地向我们呈现了回赎条款使用频率下 降的趋势。例如，2016年二、三季度只有10%左 右的风投协议包含回赎条款。

那么，硅谷因何无对赌呢？要回答这个问 题，先要看看中国的对赌究竟是怎样一种机制。

对赌形式

从收集到的国内一些著名的对赌案例看，所 谓对赌大致有两种形式。一是补偿，二是回赎。 补偿就是在对赌条件被激发之后，要求创始人按 一定公式向投资人赔偿预期的投资收益，但投资 人在企业中的股份本身并不被回购。号称中国对 赌第一案的海富诉世恒案中，双方争讼的对象就 是一个典型的补偿型对赌。补偿的公式是（1- 2008年实际净利润/3000万元）x投资人投入的金 额，补偿对价是现金。如众周知，最高人民法院 判定由创始人支付此种现金补偿的对赌协议有 效。

另一种补偿的对价是股权，即对赌条件不能 实现时，投资人将获得创始人的股权。譬如太子 奶和永乐电器与摩根斯坦利的对赌就釆用了股权 对价。以现金作为补偿对价与以股权作为补偿对 价，其经济内涵可以有不小的差别。前者实际上 降低了投资人对企业风险的接触(risk exposure),只要能拿到现金，投资人就部分实 现了预期的投资收益，这部分收益不再取决于企 业今后的表现。而后者则是加大了投资人对企业 风险的接触，投资人在企业中的股权比例越高， 其收益的波动性与企业经营表现的联系就越紧 密。尽管从理论上说，取得现金补偿的投资人也 可以再投资于企业的股权，但这无疑又要牵扯到 如何对流通性很小的公司股权进行定价的问题。

假如投资人真有此心，应该一开始就约定以股权 作为补偿对价，免去定价的困难。

只要求补偿，不要求回赎的对赌并没有让投 资人得以退出。不过，在现金补偿的对赌中，假 如投资人取得了现金，恐怕会影响企业今后的发 展资金，而投资人与创始人的合作关系也很难继 续保持融洽。换言之，投资人遗留的股权也未必 再有多少价值。况且，如上所述，投资人之所以 采用现金而非股权补偿，一开始就有减少接触企 业风险的意图。因此，以现金补偿的对赌协议， 实质上接近于让投资人退出的回赎型对赌。实践 中，往往现金补偿与回赎同时出现，例如上面提 到的海富诉世恒案，就是二者并行(不过，回赎 并不是直接涉诉的内容)。

至于以股权为补偿对价的对赌，投资人仍然 要寻求一套退出方案，多半是要找新的投资人接 盘。不过，在此之前，投资人还是要受企业经营 业绩的影响。所以，对这样的投资人来说，在此 期间取得企业的控制权就至关重要。一则可以掌 控企业的经营，以期推升资产价值；二则便于今 后的转让，并从中获得控制权溢价(control premium),再辅之以领售权等安排，尽力获取 有利的转售时机。

而回赎型对赌就是一种退出机制，与硅谷风 投釆用的回赎条款是一个意思。不过，与硅谷通 常按投资原价回赎的情况不同，国内的回赎型对 赌大多要求创始人溢价回赎，溢价比例约为年 10%左右。在笔者见到的对赌协议中，绝大多数 属于此类回赎型对赌，譬如瑞沢和鼎发的对赌， 以及硅谷天堂与曹务波的对赌等。

虽说对赌有“赌”的成分，就是在实现一定的 业绩目标时，投资人也可以对创始人给予奖励。 然而，在实践中似乎这种奖励并不常见。况且， 即便有奖励，也要取决于业绩条件，而国内投资 人常会将此条件定得颇高，于是，实际上我们更 多见到的对赌是对创始人的惩罚。

对赌条件

从对赌协议设定的对赌条件看，主要是两大 类：一是上市，二是实现一定的业绩标准，常见 的有净利润或其增长率，以及净资产收益率

(ROE)等。上市显然是一条投资人退出机制， 而后一类对赌条件通常结合回赎的形式，因此也 是为了在获得一定投资回报后退出。可见，投资 人对赌实际是将无法退出的风险转移给了创始 人。换句话说，就是将创始人当作了备用的退出 通道。

还有一种对赌的条件不太多见，却颇具中国 特色，那就是创始人虚报、伪造财务数据。在周 原九鼎和蓝泽桥的对赌协议中就约定有类似的条 件。即，以不造假为对赌条件，就是投资人约定 如果创始人不造假，就给予创始人奖励，或者反 过来，如果发现造假，创始人就给予投资人补 偿。广义而言，这也可以被看作一个信息不对称 的问题。然而，它更体现了由于国内商事领域的 诚信缺失，以及未建立起有效遏制造假的财会和 审计制度，从而提高了投资的风险。简言之，这 种信息不对称与制度漏洞和行为失范直接相关。

硅谷因何无对赌

在硅谷的风投协议中，非但补偿型的对赌条 款不见踪迹，就连回赎条款也日益鲜见。即便有 回赎条款，基本也都是以投资原价回赎［有5%左 右的风投协议会包含向投资人支付累积股息

(cumulative dividend)的条款］,并且分期进 行。此外，硅谷的回赎期限也较国内的回赎型对 赌长得多，一般至少5年以后投资人方才可以请 求回赎，而国内的回赎期限通常不过2〜3年。那 么，究竟是什么原因使得硅谷的风投协议没有采 用这些对创始人颇为不利的投资条款呢？

谁和你对赌？风投协议的条款首先受制于市 场条件。在资金足、项目缺的买方市场中，投资 人再要约定不利于创始人的投资条件，只能是一 厢情愿。我们不妨再来看下面这张图。图2表示 的是自2004年一季度至2016年三季度，硅谷创业 型企业当季融资平均每股价格较上一轮融资价格 的变化比例。



图2硅谷股权融资价格变化率 数据来源：Fenwick & West VC Survey

显然，自经济危机以后，硅谷的融资价格总 体上节节攀升。也就是说，投资人为取得企业股 权愿意支付的价格不断升高。尤其是2014年以 后，后一轮投资的价格平均增长幅度超过前一轮 的一倍以上。这背后的故事正是资金供求关系的 相对变化。假如对比图1与图2,我们很明显地看 到两条曲线逆向而行的趋势。换言之，伴随资金 供给相对需求的不断充裕，有利于投资人而不利 于创始人的回赎条款一路退出市场。

除了资金供求关系的客观变化之外，在硅 谷，资金供求双方对风投协议条款的变化趋势也 都了如指掌。诸如Fenwick发布的风投协议调查 报告这一类的材料，硅谷的投资人与创始人都很 容易获得。而且，硅谷活跃着大批风投律师，不 仅有Fenwick & 柄s似及Wilson Sonsini这样比较 成规模的律所，还有许多专门从事风投业务的小 型律所。由于竞争激烈，这些律师的收费标准也 较为公开透明。无论是投资人还是创始人，在签 订风投协议时都会有自己的律师作为顾问。

如此一来，面对人尽可知的资金供求关系， 以及由此确定的投资条件，投资人就是想对赌， 又有谁会和你赌呢？人人豆腐卖五毛，你一块钱 的豆腐卖给谁去呢？

你和谁对赌？正如笔者前面分析的，国内的 对赌协议本质上是投资人将创始人作为一条最后 的退出通道。硅谷的回赎权条款也是出于类似目 的。可是，这条退出通道要成为现实，创始人必 须有钱来赎回投资人的股权。于是，悖论出现 T：创始人如果当初就有这个钱，何必引入投资 人？而要是创始人当初没有这点钱，现在有了， 那就说明企业己经增长了，投资人又何必急着中 途退出？

这个悖论对于真正的创新企业特别突出。想 象一下那些20来岁，除了一个好点子一无所有， 成天在车库里摸爬滚打的年轻人—您猜对了， 我说的正是乔布斯、布林、贝索斯这些人！假如 二三年后事业没有起色，风险投资人想问他们要 回投资，甚至还想要溢价，岂不是有点滑稽吗？

至于以股权作为对价的对赌，投资人一旦赌 赢了股权，也就失掉了创始人的心。投资人有的 是资金和管理经验，但缺少关键的创新点子，因 此，失掉了创始人的配合，企业无非行尸走肉而 己。试想少了乔布斯、布林，或者贝索斯，投资 人攥着一堆苹果、谷歌或者亚马逊的股权又有多

少价值呢?

国内的风险投资人自然也明白这个道理。因 此，我们不难发现，那些采用了对赌机制的所谓 风险投资人，其实找的对象并不是希望靠一个好 点子白手起家的创业者，而是己经取得一定业 绩，甚至比较成熟的企业。这些企业的创始人手 中有了一定的财富，或者其企业资产有了一定的 市场价值，这才有可能为投资人将来的退出提供 通道。无论张兰、陈晓，还是曹务波都是这样的 角色。

与此相对应，对赌涉及的行业也多为风险不 太高，技术较成熟，现金流稳定或者固定资产比 重大的行业，譬如食品、餐饮、零售、矿业等。 假如果然如此，那么，对赌协议在国内大行其 道，正好折射出所谓的风险投资其实并未投入高 风险的创新行业，而仍然是在传统行业里打转。

这又引来一个问题？为什么国内那些相对成 熟的企业会引入风险投资人呢？ 一般说来，创业 型企业引入风险投资是由于其企业高风险、低资 产的特质，故而无法获得纯粹的债权融资，因此 需要以分享上游收益（upside）的方式吸引股权 投资。另外，专业的风险投资机构也可以为创始 人带来相关的企业管理经验。而假如企业获得了 通畅的债权融资渠道，对股权融资的需求就会相 应下降。

据此，笔者猜测国内那些较为成熟的企业依 然大量引进股权投资人的现实，也许与私营企业 取得银行贷款融资的困难有关。从这个角度看， 当下的VC、PE,有如80年代到90年代的FDL弥 补了银行系统长期歧视私营企业造成的资金缺口 以。

II］编者注：因本书中一些名词术语以英文出现, 更易于阅读、理解和回查，因此统一不予翻译，特此 说明。

121有关FDI在改革开放初期对银行贷款的替代功 能，MIT的黄亚生教授曾有详尽的论述，Yasheng Huang, *Selling China : Foreign Investment during the Reform Era ，* 2003。

第二节领售权的奥妙

风险投资协议中常常出现一种被称作领售权 (drag-along right)的条款，它属于投资人保障投 资流动性以及退出的一种机制，对投资人与创始 人都会产生重大影响。领售权近来在中国的风投 市场上也屡屡登场，以下我们就来看领售权条款 是如何运作的，而创始人对此又有哪些防御措 施。

什么是领售权？

领售权是非上市公司股东协议中的一个条 款。假如股东协议中赋予公司的一部分股东这种 领售权，那么，当这部分股东对外出售其所持股 份时，其他股东也要以同等条件(按比例)出售 其股份。如果转让股份的交易釆用公司合并 (merger)形式而非出售股份的形式，那么，领 售权发动之后，其他股东有义务投票赞成这项合 并交易。领售权原本的设计是为防止公司的大股 东在出售公司或者控制权时，公司的小股东从中 作梗，给出售造成麻烦。因此，通常是对公司具 有控制权的大股东享有这样的领售权。

在美国，为了进一步减少大股东的出售障 碍，股东协议在规定领售权的同时，往往还会约 定小股东承诺放弃其享有的股份回购请求权

（appraisal rights,即请求法院对小股东被迫出售 的股份的公正价格作出评估，并判令行使领售权 的股东支付这一价格）。不过，对于普通股（区 别于优先股）股东为领售权放弃股份回购请求权 是否有效，法院的立场尚待明确叫\_。

在风险基金和私募基金投资领域，由于基金 清算周期的要求，灵活退出对于财务投资人十分 重要。由此，领售权也成为这些投资人确保退出 的一条途径。对于有意在未来通过向战略投资人 出售公司，获取协同效应（synergy）溢价的财务 投资人而言，取得领售权更具有关键意义。金融经济学的研究也表明：投资协议中约定领售权, 会促进财务投资人以出售公司一一而非IP — 方式退岀投资図一。

当风险投资人取得公司优先股而公司创始人 持有公司普通股的时候，投资协议中还会约定清 算优先权(liquidation preference),保证在出 现“清算事件”时，这些投资人能优先取得一定金 额的报偿。由领售获得的价款正好为支付这种报

偿提供了资金来源。反过来,

也由于清算优先权

的存在，才使得领售权人更有动力迫使普通股股 东一同岀售股票，因为后者出售股票的价款也会 借清算优先权落入领售权人的口袋。所以，在发 行优先股的公司中，领售权与优先清算权往往相 伴岀现。

对于持普通股的创始人而言，领售权与清算 优先权的结合，无疑更具威胁。领售权人依仗清 算优先权，可以采取“火线岀售"(fire sale)的方 式，在很短时间内以过低的价格领售公司股权。

因为即便其出售自身股权所得的价款不足以回收 预期的投资收益，创始人被迫出售的股权的价款 仍可能补足其收益。这方面美国风险投资行业有 名的案例是ComVfentures凭借领售权火线出售创业 公司FilmLoop,迫使这家公司在仍拥有相当现金 的情况下关门大吉。

以美国的经验看，在公司完成IPO之后，彳艮 少再会保留领售权。主要原因是保留领售权可能 使得领售权人被认定为证券发行人的“关联 方”(affiliate),由此可能受到股权转让限制， 并需要为发行人的不实陈述承担责任。而且，领 售人和被领售人将被视作一个“团体"，其出售的 股票会被合并计算，从而突破美国证券交易委员 会SEC Rule 144有关非公开取得的股票出售登记 豁免的数量限制。此外，一旦这个团体所有成员 持有的股票超过同类股票的5%,其各个成员都将 负有证券交易法第13章的公告义务，以及第16章 的短线利润(short-swingprofit)返还责任。

创始人的防御

面对财务投资人的领售权，公司的创始人也 会釆用一系列的防御措施，以维护自身权益。

首先，创始人可以抬高行使领售权的条件。 譬如，可以要求2/3 (而非1/2)的优先股股东同 意，方能行使领售权。还可以要求领售权行使需 经多数普通股股东同意。假如这一条件不能被财 务投资人接受，则可以退而求其次，在普通股股 东对领售权的行使进行表决时，允许优先股股东 转化为普通股股东参与表决。这样做至少可以减 轻清算优先权带给创始人的负面影响。

创始人还可以要求以董事会批准作为行使领 售权的条件。通常，创始人会在董事会拥有席 位，因此，增加董事会批准这一条件无疑对其有 利。并且，董事对全体股东负有的忠慎义务

(fiduciary duty)也将限制其批准对财务投资人 有利而对创始人明显不利的出售条件。

领售权人提前向创始人发出行使领售权的通 知也是一种常见的限制条件。约定适当的通知时 间能给予创始人更多机会寻求更高的售出价格， 或者向自己瞩意的投资人寻求支援。以期避免领 售权人单方面火线出售股权，令创始人处于不利 境地。

其次，为防止领售权人以过低价格出售股 权，创始人可以设定最低的领售权行使价格，例 如清算优先权所涉金额的两倍。创始人还可以要 求在其被动出售股权后，取得特定形式的对价， 例如现金或者特定种类、具有相当流通性的证 券。

为对抗领售权与清算优先权的连环打击，创 始人也可以约定当股份出售价格超过一定数额 时，优先股股东将放弃或者削减其享有的清算优 先权。这能让创始人保留更多出售股份的收益， 以此作为对创始人经营表现的奖励。

再次，投资协议中可以约定优先购买权

(right of first refiisal),即在领售权人准备行使 领售权的时候，允许创始人以相同条件优先购得 领售权人的股份，从而避免自己被迫出售股份。 而创始人优先购买权的存在，也会削弱外部投资 人购买领售权人股份的意愿，从而维护创始人在 公司中的权益。同时，这种权利也能在一定程度 上避免领售权人以过低价格出售股份。

最后，创始人通常都会要求在领售权行使完 成后，限制其针对股份购得者担负的补偿责任

(indemnification, 一般由违反保证和承诺条款引 发)。这种限制既可以体现在金额上，即约定最 高责任限额；也可以体现为责任性质限制，如仅 就创始人自身的不实陈述承担按份责任(several liability),而不承担连带责任(joint and several liability)臣I。

当然，创始人能在多大程度上保护自己的利 益，最终取决于双方的谈判筹码，取决于哪一方 更希望达成投资协议。对于创始人而言，其自身 对公司生产、经营拥有的创新技术和商业秘密无 疑是最大的谈判筹码。而诚信的财务投资人通常 也不会给创始人立下过于苛刻的投资条件。归根 到底，投资人选择投资某个项目，最为重要的因 素正是创始人特有的创意和天赋。出于这样的战 略考虑，以美国的经验看，针对高科技企业的风 险投资人一般不会约定利害不均衡的领售权一一 尤其在其自身投资份额不高的早期投资中。

不过，无论如何，领售权条款对创始人的影 响甚大。假如其不在投资协议中约定任何防御措 施，任由投资人单方面行使领售权，那无疑是一 盏亮起的巨大红灯。正是由于领售权对创始人的 重要影响，赋予投资人领售权的回报往往是相当 金额的融资，通常需要投资人拥有超过半数的股 份。

创始人与风险投资人之间的博弈动态多变， 并且还需要考虑到其他参与方或者未来参与方的 利害关系，因此投资协议也要因时因事而异，而 不可能一成不变。于是，法律顾问的高下，有时 真的可以左右与资本的结合究竟会成为创业历程 中的中途岛，抑或滑铁卢。

1. 可参考特拉华州判例*Halpin* v. *Riverstone*

*National， Inc.*

1. Cumming, Contracts and Exits in Wnture Capital Finance, *Review of Financial Studies* 2008.
2. 参见Riggs, \fenture Capital Term Sheet Negotiation: Drag-Along Rights o

第三节**Earnout：**你离“对赌”有多  
远？

第一节提到在美国的风险投资协议中没 有“对赌”机制，不过，在风投为退出而出售目标 公司的时候，有一种条款会出现在出售的协议 中，具有应对目标公司价值不确定的作用，这就 是earnout条款。中国出境收购海外企业的协议中 也越来越多出现earnout,例如梅泰诺并购BBHI的 交易。本节介绍earnout的基本结构、功能，并将 其与“对赌”进行简单的对比。

什么是Earnout?

查了一下earnout的中文翻译之后，发觉比较 多的译法是“盈利能力支付计划”。这个词非但冗 长，而且有些不知所云的味道；近来也有将它译 作“或有对价”的，虽然简洁明了，却有些失去原 词要求“尽力"(earn)的意味。所以，不如索性

用earnout这个英文词。

Earnout协议实际是并购合同的一项条款，因 为它具有相当的复杂性，所以有时会作为并购合 同的一个附件，或者独立成为一个子合同。所谓 earnout,是对收购价格的一种特别规定。就是不 一口定死收购价格，也不一次付清收购价款，而 是由收购方在交割时先支付部分价款，待交割之 后，按照被并购企业的业绩等特定条件，在一段 时间内逐步支付剩余收购价款；假如约定的条件 没有实现，被收购方通常就不能再得到这部分滞 后的价款。因此，earnout属于一种复杂的定价机 制 除earnout外,此类机制还包括价格调整

|  |  |
| --- | --- |
| (price  等。 | adjustment）和封顶保底（collars）条款 |

就并购交易的整体而言，earnout机制在美国 使用得并不普遍。据统计，从1980年代中期到 1990年代中期，规定earnout的并购交易比例约为 6%；从90年代中期到21世纪初期，这一比例为

4%左右；而在2006〜2009年之间，使用earnout的 并购交易比例只有大约3% （数据散见于以下引用 的各文献中）。

为什么Earnout?

之所以不一口定死价格，也不一次付清价 款，就是因为并购交易的买卖双方无法事前确定 这个价格。那么，为什么双方无法确定价格呢？ 主要有三种原因。

信息不对称。其一是双方对目标公司值多少 钱看法不一致，因为卖方通常比买方更加了解目 标公司的实际财务和经营状况一一也就是双方信 息不对称，所以，买方生怕卖方虚抬价格。出于 这样的担心，买方会根据自己预期的卖方虚抬价 格的可能性，在其要价上打个折扣。可是，这样 一来，那些货真价实的卖方就不干了一一既然买 方有意压低价格，这些具有优质资产的卖方就会 撤离公司并购的市场，而留在市场里的只剩那些 价不符实的烂货。

这就是经济学中有名的逆向选择理论，也 叫“柠檬市场”理论。最早提出这一理论的是加州 大学伯克利分校的著名经济学家阿克洛夫

(George Akerlof),由于这一杰出贡献，他于 2001年获得了诺贝尔经济学奖。巧的是这位阿克 洛夫教授的夫人正是现任的，也是史上首位女性 美国联邦储备局主席耶伦(JanetYellen)。

那么，怎样避免并购市场上的逆向选择呢？ 阿克洛夫教授在其开创性的论文山\_中也给出了答 案。就是那些拥有优质目标公司的卖方需要有效 地向买方发出一个信号，从而让后者相信前者是 货真价实的。

可是，何为有效信号呢？说白了就是那种只 有拥有好货的卖家才愿意发的信号。那为什么这 样的信号卖烂货的不愿意发呢？道理很简单，因 为卖好货者发那样的信号成本低，而卖烂货的发 同样的信号成本太高划不来。

多数金融经济学家都赞同earnout就是这样一 种能用以识别在市场上出售优质与劣质公司者的 信号。理由是：正如后面我们要说的，earnout的 条件常常是目标公司被并购后达到一定的业绩标 准；优质的公司比较容易达标，从而让卖方获得 更多的收购价款，而劣质的公司则不容易达标， 卖家也就无法得到这些价款了。因此，卖方同意 采用earnout的定价方式，实际上是向买方表明自 己在出售优质资产。

如果earnout协议是用来防止逆向选择的，那 么，买卖双方的信息越不对称，就越可能在并购 交易中加入这样的条款。非公开上市公司，拥有 新技术、新产品或高增长预期的创新企业以及拥 有更多无形资产企业（譬如服务性行业的公 司），有关其企业资产或经营的信息更难为外界 所知。因此，当这些公司成为收购目标时，合同 中更可能约定earnout。

此外，对于跨境、跨行业的并购，或者在并 购先例较少的行业中，买方与卖方掌握的信息也 更可能出现不对称，所以，涉及这一类型的并购 也会更多使用earnout。最后，在管理层收购 (MBO)中，基本不存在信息不对称问题，所 以，应该较少见到earnout条款。经验研究大体证 实了以上这些预测⑵一。

未来不确定。不过，除了克服买卖双方的信 息不对称，使用earnout还可能有第二种原因，那 就是对未来不确定风险的预先分配。有时，买卖 双方掌握的信息也许并没有不对称，相反，双方 可能对未来的宏观经济、特定市场的风险有类似 的预期，或者类似地不知如何预期。

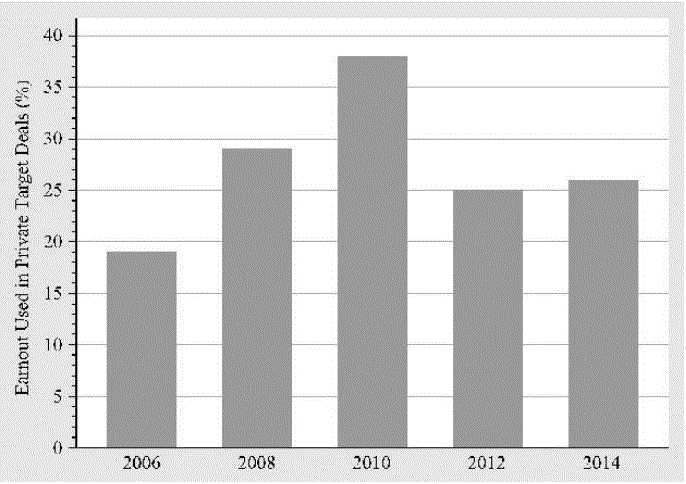
这种情况下，假如双方承受风险的能力强弱 有所不同（譬如，保险公司就比普通个人或者公 司承受风险的能力强多了），那么，将风险分配 给能力强的那一方，就能给交易双方都带来利益 ——抗风险能力弱（或者厌恶风险）的一方避免 了风险，而能力强（或者喜好风险）的一方则可 以多得到（或少支出）并购的对价。倘若在并购 交易中，卖方更愿意或更能够承受风险，那么， earnout协议便可以将风险分配给卖方，从而实现

双赢。

按照这种理论，我们会发现出售创业型企业 的并购交易将更多釆用earnout,因为创业者普遍 被认为更加偏好风险團\_。由于创业型企业基本都 是非上市公司，所以，我们也应当见至（Jearnoue 议更多在收购非上市公司的交易中出现。

人心要激励。除了以上两个原因之外，会造 成并购交易中定价困难的第三个因素是在并购完 成之后，至少一段时期内，被收购资产的价值取 决于卖方留任的管理层的工作状况。假如他们努 力工作，被收购资产的价值就会升高，反之则会 降低。换言之，就是对于买方而言，面临着如何 激励人心的问题。对于拥有目标公司股份的卖方 管理层而言，earnout协议可以将其工作业绩与收 益直接关联起来一一买方向卖方支付的价款自然 要进入卖方股东们的腰包。实践中，对于那些不 持有自己公司股份的卖方管理层或员工，买方也 可以专门为他们设置一项earnout机制，以便激励 其努力工作。

于是，当收购方特别需要卖方管理层留任的 时候，以及卖方管理层持股比例高的时候，并购 交易中就越可能使用earnout协议。前一种情况一 般出现在管理层的人力资本对被收购后的目标公 司价值仍有重大影响的场合。譬如，收购之前目 标公司的业绩优良，买方跨行业收购卖方，或者卖方处于某些特别依赖人力资本的行业。至于后 一种情况，典型的例子还是非上市公司。



Earnout出现在非上市公司收购交易中的比例（%） 数据来源：American Bar Association： Private Deal

Points 2011 〜2015

当然，在实践中，利用earnout的合同安排可 能同时基于多种因素。以上分析的这三种原因并 非严格地相互排斥。例如，无论出于信息不对 称、风险偏好差异，还是管理层激励，当非上市

公司成为收购目标时，都更有可能出现earnout^ 制。这与实际情况也十分吻合。上面我们看到： Earnout在美国并购交易中总体上并不多见，而且 似乎还呈现逐渐下降的趋势。然而，在以非上市 公司为目标的并购交易中，使用earnout的比例就 大大升高。下图根据美国律师协会（ABA）最近 的几份相关调研报告，绘制了收购非上市公司交 易中出现earnout协议的比例。

有哪些条件？

既然earnout协议允许收购方在交割后满足一 定条件时再支付部分收购价款，那么，哪些条件 下需要支付这部分价款就是earnout的一个核心问 题。大体而言，earnout的条件有三类。

第一类也是最常见的earnout条件是被收购公 司实现一定的经营业绩。具体而言，有几类业绩 目标特别多见：销售收入、净利润、EBITDA

（Earnings Before Interest； Taxes ； Depreciation and Amortizationo即未计利息、税金、折旧、摊 销前的利润）或EBIT （Earnings Before Interest and Taxes,即未计利息和税金前的利润）等现金 流指标。从买方的立场看，净利润无疑是最能代 表被收购公司实际价值的指标，以其作为e arnout 的业绩条件通常对买方最为有利。

不过，站在卖方的立场看，净利润需要刨除 各种产品与营运成本以及损失，而在公司被收购 之后，与此前相比，对于这些成本、损失的计算 可能更为不确定。一方面，目标公司被收购后， 其资本结构可能发生变化，由此会引发利息、税 金以及无形资产摊销数额的改变。另一方面，并 购之后卖方对公司财务状况的控制权被削弱，而 买方是否会利用其控制权进行对自身有利的会计 操作，甚至有意遏制被收购资产的经营表现（所 谓的买方道德风险），将是令卖方忧虑的一个问 题。因此，使用EBITDA / EBIT确定业绩对卖方 更为有利。

而在各种业绩指标中，销售收入是卖方最易 于观测衡量，受买方干扰可能性也最小的一项。 尤其当并购双方同属一个行业的时候，买方在收 购之后更可能向被收购的公司转嫁其自身的成 本，从而给卖方的利润造成负面影响。基于这些 考虑，在earnout协议中，销售收入或许是最有利 于卖方的业绩指标。另一方面，对于那些成本结 构不明确的目标公司——例如高新科技企业，以 销售收入作为业绩指标也可以减少买方相对于卖 方的信息缺失，因此，它对买方也未尝没有好 处。从现有的研究中，我们可以找到一些这方面 的证据闻。

第二类条件是被收购方实现特定的非财务性 目标。此类目标包括各种新产品的研发成果一一 譬如新药的临床试验、FDA （美国食品药品监督 管理局）批准，获得发明专利，取得监管许可以 及赢得特定类型的客户合同等。对于那些设立时 间短、快速成长的目标公司，其价值主要体现于 未来的发展潜力。依据既往的财务数据来预测其 未来的经营状况可能出现较大的偏差。此时，用 非财务性指标作为earnout的条件更加符合此类企 业的发展特点。

最后，还有一类不太多见的earnout条件。它 与被收购公司的财务和非财务经营表现都没有关 系，而纯粹属于不确定的外部市场状况，譬如未 来某一时间的原油价格。约定这样的条件，更像 是用earnout来分配买卖双方均无法预知的风险。 而参与此种交易的企业，其价值往往与条件涉及 的市场状况密切相关，例如炼油厂或其他从事大 宗物资商品生产、贸易的企业。

同样根据ABA的调查，2010年在earnouts协议 中，有37%以销售收入作为支付earnout的条件， 但到2014年这个比例下降到19%；以EBITA或收 益为条件的2010年和2014年分别有32%和39%； 而以这二者的混合形式作为条件的根据这两年的 调查则分别是5%和3%。

另一项对2006〜2009年间美国的并购交易进 行的研究则发现：以销售收入为earnout条件的高 达54%,而以FDA或其他监管许可为条件的有 14%,以别的技术性目标作为条件的有4%,剩余 的29%则釆用混合业绩目标作为earnout的条件， 其中包括销售收入和净利润等指标也/

多贵与多久？

Earnout协议的实质是将收购价款分成两部 分，一部分在交割的时候付清，另一部分则在交 割以后视情况支付。那么，后一部分有条件支付 的收购价款占到交易总价格比例有多高呢？有条 件支付的价款占收购总价的比例一般会根据被收 购企业所处行业的风险性发生变化，风险越大的 行业，这部分价款的比例也会升高。相关研究发 现，在2006〜2009年间约定的earnout协议中，收 购总价中有条件支付的部分平均占到约34.6%o 不过，这些只是约定的金额，从实际支付的金额 看，在使用了earnout条款的并购交易中，约有1/3 的卖方在交割后的两年内没有收到任何有条件支 付的价款施\_。

说到earnout的使用频率以及有条件价款占收 购总价的比例，特别值得一提的是医药行业。根 据专门为被收购公司股东提供咨询服务的 Shareholder Representative Services (SRS) 2012 年针对以非上市公司为目标的并购交易进行的调 查，在生命科学技术(包括生物、制药和医疗设 备)行业的并购交易中，采用earnout条款的交易 比例高达83%o不仅是使用频率，在制药行业 中，有条件支付的价款占收购总价的比例也明显 升高。在2006〜2009年间完成的交易中，该行业 有条件支付的价款平均达到收购总价的68.5%, 而earnout绝对金额的平均值高达3.34亿美元皿一。

笔者认为生物制药行业之所以广泛使用 earnout,并且数额很高，首先可能是由于该行业 的高风险。另一个原因也许是：比起其他创新行 业来，设定earnout的条件在这一行业相对方便， 而且对于条件是否满足的争议也相对较小。医药 行业的商业发展往往有比较明确的阶段性指标 ——譬如临床试验、FDA批准等，并且买卖双方 对于是否达标也较为容易达成共识。因此，规定 有条件支付价款的earnout机制，日后引发争议的 概率相对较小。或者说，当事人事后釆取机会主 义行动，违背诺言损害对方利益的余地比其他创 新行业要小。

Earnout的具体计算方式通常有两种，一是为 超出既定财务目标部分的经营业绩设定一个统一 的价款支付比例，例如以1000万美元EBITDA作 为支付earnout价款的起点；对于超过这一起点的 部分，按EBITDA的5%向卖方支付价款。另一种 是将超出既定财务目标部分的经营业绩划分为几 个阶段，每一阶段的价款支付比例并不相同，根 据具体的行业和交易特征，可以逐级升高，也可 以逐级降低。如EBITA在1000〜2000万美元之间 的，支付相当于5%EBITA的价款，超过2000万美 元的部分则支付相当于10%EBITA的价款。不 过，无论采取哪种计算方式，earnout条款一般会 对有条件支付的价款金额设定一个上限。

从实务角度讲，磋商议定earnout条款本身有 相当的成本，而且还增加了未来发生诉讼的可能 性。所以，美国律师协会（ABA）建议：如果未 来有条件支付的价款占收购总价的比例不到10% 〜20%之间，最好不要釆用earnout条款。就交易 对价的支付形式看，美国1994〜2003年间的并购 交易中釆用earnout协议的，其中earnout部分有 39%左右是以现金支付的，有将近29%是以股票 支付的。与全体的并购交易相比，前一比例显得 低一些，而后一比例则略高（全体并购交易中使 用现金对价的约占52%,使用股票对价的约占 26%） o此外，有earnout的交易中，采用现金与 股票混合形式支付的比例（26%）比其在全体并 购交易中的占比（15%）要高。

至于earnout持续的时间，也会伴随交易风险 的增大而延长。据ABA 2010年的统计，earnout一 般在1〜5年之间。不足一年的占9%,超过三年的 占12%,没有超过五年的。而最常见的earnout持 续时间是三年，占24%o不过，到了2012年，最 普遍的earnout期间变为了 一年，占到earnout协议 的32%o Earnout持续期间的下降或许反映了市场 整体风险的下降。

创始人陷阱

基本问题。在谈判磋商earnout条款的时候， 作为卖家的创始人要特别注意避开一些潜在的陷 阱。

首先，也是最重要的是：创始人要对自己企 业的未来发展作出合理的一一而非过高的一一预 期，避免设定不切实际的earnout条件。卖家的律 师也应当适时提醒自己的客户，在谈判earnout的 时候切莫头脑发热。

其次，既然很多情况下买家支付earnout的条 件是依财务会计数据决定的，那么，卖家在企业 被收购之后釆用何种会计标准和做法就需格外谨 慎。对于会计准则中具有主观性的内容，双方在 谈判时更要谨慎加以明确。究竟是沿用收购之前 卖家的会计做法还是买家的做法，通常应当有专 业的会计人员介入这方面的谈判。

尤其是当买卖双方的业务内容高度类似，而 且卖方将被买方完全吸收合并的时候，卖方更要 警惕买方在完成收购后将自己的成本——特别是 行政管理成本（overhead） 转嫁到卖方这

边，从而压低被收购企业的财务表现，减少向卖 方支付的earnout对价。通常，卖方应当要求在收 购完成之后依旧保持独立的账册和财务记录。

假如earnout不以财务性目标作为支付价款的 条件，那么，创始人仍然要注意对这些条件的约 定是否足够明晰。特别是在双方今后发生争议的 时候，需要有一套客观的标准让第三方一一法院 或者仲裁者——得以判定earnout的条件是否被满 足。这一方面要求双方在磋商的时候就尽可能选 择具有客观性的条件（上面提到，生物制药行业 更愿意釆用earnout,可能与该行业比较容易找到 客观标准作为earnout的条件有关）,另一方面也 对律师的文案水平提出了不低的要求。

经营控制。在设计earnout协议时，作为卖方 的创始人需要高度重视的另一个问题是企业被收 购之后的经营控制权。由于earnout往往与经营业 绩挂钩，如果创始人出售企业后完全丧失了经营 控制权，就有任人宰割的危险。当然，实践中买 方经常会让创始人留任继续经营其企业，尤其财 务投资人就更需要在经营上得到创始人的协助。 不过，在预算制订、运营资本维持、品牌和销售 渠道维护等方面，买方可能对卖方在收购完成后 的决策加以干预，甚至擅自缩小创始人的经营权 限。

为此，如果使用了earnout条款，那么创始人 在出售自己企业的时候应当在合同中加入必要的 保护措施。这些措施包括：(1)限制买方在得 到创始人同意之前擅自对被收购企业的既有经营 模式作出重大变更；(2)限制买方在超出正常 经营活动所需的范围内举债，或者以被收购企业 的资产设定担保权利或提供保证；(3)限制买 方任意转售或者清算其从卖方购得的资产，等 等。

假如收购协议规定了买方在收购完成后对被 收购的企业具有经营决策权，那么，情况可能会 对卖方更为不利。此时，创始人应当要求买方保 证在完成收购后保持被收购企业原有的正常业务 范围，维持其原来的经营模式和策略，继续以原 有方式开展经营活动。由于在此情况下，更难事 先通过合同明确买方的责任范围——要一一描述 买方的义务显然是不可能的(经济学家将此称 为“不完全合同")，所以，法律对于当事人合同

约定中未尽事宜釆取何种态度就尤为重要。

对此，在earnout协议的履行过程中，特拉华 州的法律实际上为买方设定了一项忠慎义务

(fiduciary duty),要求其不仅兑现在合同中明 示约定的义务，并且在经营被收购企业之时，尽 到公平对待卖方，按照诚实信用标准行事的默示 义务。在适用了特拉华州法律的***Horizon Holdings, LLC.v.GenmarHoldings, Inc.*** ~案中, 法院就认定：由于买方在交割之后干扰了卖方原 有品牌产品的正常生产和销售，致使earnout规定 的业绩条件无法实现，因此，买方违反了上述默 示义务，应当按约赔偿卖方未获得的earnout价款 250万美元。中国的合同法虽然没有类似忠慎义 务的规定，但的确强调合同双方在订立和履行合 同过程中负有诚实信用的义务，这与特拉华州的 规定是相通的。

在此判决之后，买方为了限制这种默示义 务，可能要求卖方在earnout协议中明确承诺放弃 要求买方对自己承担忠慎义务，这显然不利于卖 方。需要指出的是，在美国的实践中，earnout协 议包含这种明确免除买方忠慎义务的做法比较罕 见。根据ABA的统计，在以非上市公司为收购目 标的earnout协议中，明确含有免除约定的，2012 年只有15%, 2014年则为13%。

与要求卖方明示免除其忠慎义务相比，买方 更为常用的自我保护方式是限制自身在经营被收 购企业时，以将earnout的金额最大化作为行动的 准则。无论如何，对于买方提出的限制其法定义 务的要求，作为创始人的卖方都需要谨慎对待， 除非获得充分的补偿，否则不应轻易接受。

支付能力。由于earnout协议中有条件支付的 收购价款要在交割之后比较长的时期内逐步付 清，所以，作为卖方的创始人要特别留心买方的 支付能力。在谈判earnout条款的时候，可以考虑

要求买方提供一定的保证或者财产担保。如果买 方釆用了债务融资的方式筹集收购资金，那么， 卖方需要警惕买方的融资人对其资产是否已经拥 有担保权利，以及自己是否可以从这些资产上获 得担保。另外，此时卖方也有必要事先明确：买 方融资人对买方的债权与卖方请求买方支付 earnout价款的债权，在清偿之际孰先孰后。

与此相关，卖方也可以在买方付清earnout协 议规定的收购价款之前，限制其向买方的股东支 付股息，或者进行股票回购，以保证买方有足够 的资金向卖方支付earnout规定的价款。

最后，earnout能否兑现，很大程度上取决于 买卖双方之间的相互信任，特别是卖方对买方资 金能力的信任。如果买方的公司控制权易主，就 可能危及此种信任关系。为此，卖方可以要求约 定：当买方的控制权发生变化时，earnout价款立 即加速到期。类似地，如果出现IPO、杠杆性资 产重组等令买方的资本结构发生重大变化的事 宜，卖方也可以要求加速偿付earnout价款。根据 ABA的上述统计，2012和2014年earnout协议中出 现此种加速偿付约定的比例大约都在20%左右。

当然，一项双赢的交易需要双方共同秉持诚 信合作的精神。因此，创始人在交易合同中的各 种陈述与保证也应当诚实地按照其自身掌握的信 息作出。大部分earnout协议都会规定：如果出现 卖方的陈述不实，或者违反其保证事由而需要向 买方赔偿的情况，那么，买方有权直接从earnout 的金额中扣除。

离对赌多远？

至此，笔者大体介绍了earnout协议的来龙去 脉。相信大家也己经体味到了earnout与所谓“对 赌”协议的距离。一眼望去，earnout与对赌协议现 身的交易类型就截然有别：前者用于完全并购目 标公司的交易，后者则在向目标公司增资的交易 中出现。Earnout只有投资人向目标公司付钱，即 便经营业绩下滑，也不会如对赌那样要目标公司 的创始人赔钱给投资人。Earnout的确是一项调节 并购交易对价的机制；至于“对赌”，尽管其英文 名称中也有“价值调整”的字样，可是，正如本章 第一节中详细介绍的那样，它基本上是一项投资 人的退出机制。

从两者的金融含义上看，earnout与对赌也有 显著不同。Earnout是要延迟买方向卖方付款，所 以，其实质是由卖方（包括创始人）向买方（包 括财务投资人）提供融资。而对赌则正好相反， 是由投资人先向创始人提供融资，待约定条件出 现之后，再有可能要求创始人返还融资。

既然是融资，是否能够收回就取决于接受融 资人的偿付能力。Earnout安排中接受融资的是更 具有经济实力的战略或者财务投资人，要他们清 偿融资具有可行性。相反，如果在风投协议中加 入对赌，那么，接受融资的很可能是没有多少资 力的创业者，要实现融资的回收就有些希望渺茫 了。与此相对应，在信奉实用主义的美国，尽管 earnout在并购交易中有相当的现身几率，但最类 似于对赌的回赎条款却在风投中心的硅谷频遭冷 遇。

从交易目的上看，earnout安排主要是为新的 投资人进入创造一种定价机制，而对赌更多时候 则是为既有的投资人退出设计一种定价机制。简 单来讲，就是earnout为的是“留”，而对赌则为的 是“走”。

至于第一节提到过的股权补偿型的对赌，外 表看来似乎也有“留”的意思。不过，正如笔者分 析的那样，从经济角度看，当被投资的企业业绩 不良的时候，投资人却进一步加大其对该企业的 风险接触，似乎有些令人费解。而一种合理的解 释是投资人希望以此加强对企业的控制，从而在 出售——也就是退出——决策中拥有更大的权 力。倘若如此，这种对赌仍是为了“走”。

当然，对赌与earnout也并非丝毫不相关。在 第一节中介绍过的各种对赌形式中，唯有当股权 补偿型对赌触发投资人奖励创始人额外股权的时 候，对赌与earnout的距离有些靠近了。我们有可 能将投资人奖励的股权视为earnout协议中买方向 卖方有条件支付的收购价款。只不过，此时，这 部分价款的支付形式是卖方自己的股份。显然， 这样的对价在earnout机制适用的完全买断目标公 司的交易中无法出现一arnout的对价只会是买 方的股份。

1. Akerlof, The Market for "Lemons"： Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 1970.
2. Datar et aL, Earnouts: The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques, *Journal of Law ， Economics ， & Organization* 2001； Ragozzino & Reuer, Contingent Earnouts in Acquisitions of Privately Held Targets, *Journal of Management* 2009.
3. Quinn, Putting Your Money Where Your Mouth Is： The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions ? *University of Cincinnati Law Review* 2012.
4. Cain et al., Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition, *Journal of Accounting and Economics* 2011.
5. Quinn, Putting Your Money Where Your Mouth Is： The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions ? *University of Cincinnati Law Review* 2012.

£6] Quinn 2012.

[7] Quinn, Putting Your Money Where Your Mouth Is： The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions, *University of Cincinnati Law Review* 2012.

第四节硅谷风投：那些有的和没的

硅谷从事风投法律业务的知名律师事务所 Fenwick & Wfest每年按季度发布硅谷地区的风投 情况报告，已经有十多年的历史，其中就包括一 些主要风投协议条款的使用情况。有兴趣的读者 可以在Fenwick的网站上细细研读相关报告。以 下，笔者根据2004年以来的Fenwick风投报告， 扼要总结一下这些条款多年来的变化趋势。

|  |  |
| --- | --- |
|  | **VC**投资人保护条款 |

Fenwick的调查报告统计了 VC协议中五类保 护投资人的条款：(1)优先清算权(liquidation preference)***，***包括多倍优先清算权(multiple

|  |  |
| --- | --- |
| liquidation | preference) ； (2)清算参与权 |

(participation in liquidation) ； (3) 累积股息 (cumulative dividends) ； (4)反摊薄权(anti­dilution) ***，***包括加权平均反摊薄(weighted

average anti-dilution)与完全棘轮条款(fiill ratchet) ； (5)回赎权(rederrption)*。*

先简单介绍一下以上各类条款的含义。优先 清算权是指在出现“流动性事件”(liquidity event)——如目标公司被收购，有时也包括IPO 上市—时，VC投资人得以先于创始人取得价金 分配的权利。优先清算权可以是单倍的，也就是 VC投资人只能优先取得相当于出资额的分配；也 可以是多倍的，即投资人按出资额的数倍取得对 价金的优先分配。多倍优先权一般更有利于VC投 资人(当然也难免物极必反)。采用可转换优先 股(convertible preferred stock)形式投资的VC通 常都拥有这种优先权，同时，也可以转换成普通 股与创始人一同按比例分配一一由于存在优先分 配的倍数限制，转换有时可能带给VC更大收益。

般的优先清算权只能让VC投资人(按约定

的倍数)优先取回投资金额，对于出售目标公司 的剩余价金VC无权染指。如果投资人要参与剩余

价金的分配，就需要约定清算参与权。享有清算 参与权的VC投资人在出现流动性事件之后不仅可 以优先取回自己的投资额，还可以按照其出资在 目标公司总股本金中的比例，与普通股股东一起

在剩余的价金中参与分配。

具有清算参与权的优

先股被称为参与优先股(participating preferred stock) o

累积股息是指目标公司未按期向优先权股东 支付股息时，所有被拖欠的股息都将累积起来， 等到目标公司取得清算价金的时候，要从价金中 优先支付全部股息。有时，拖欠优先股股息还可 能导致优先股股东获得额外的董事会席位或者对 目标公司的控制权。如果没有约定累积股息，那 么逾期未付的优先股股息就将作废。

反摊薄是指后一轮融资价格低于此前的融资 价格时，此前提供融资的VC投资人有权获得一定 比例的股份补偿。最常见的反摊薄方式是所谓的 加权平均方式，加权公式是：

优先股转换普通股价格=原转换价格X （本轮融资 前已发行的普通股数量+按原转换价格本轮融资将增 发的普通股数量）/ （本轮融资前已发行的普通股数 量+按本轮转换价格本轮融资将增发的普通股数量）

其中，“普通股”一般包括各种可能被转换成 普通股的证券（可转换优先股，可转换债，普通 股期权等）。由于本轮发行的转换价格低于原价 格，所以，按本轮价格计算的普通股增发数量将 大于按原价格计算的增发数量，也就是说，上面 这个公式中分母大于分子。于是，经加权之后的 转换价格会低于原价格，等于让在先投资人取得 额外的股权补偿。

另一种反摊薄方式被称为完全棘轮方式，就 是让在先提供融资的投资人完全按照新一轮融资 的价格获得额外的股权补偿。比方新的融资价格 是此前的一半，在先投资人就将获得一倍的股权 补偿，或者说，其融资的价格也降低到原价格的 一半。完全棘轮方式比加权平均方式更加有利于 VC投资人。

回赎权就是VC投资人享有的看跌期权(put option),它允许投资人在一定期限之后，要求 创始人按约定的价格回购投资人的股份。这是投 资人利用创始人的自有资金退出的方式，本章第 一节提到它也许是与对赌最接近的一种硅谷VC投 资协议典型条款。表1详细记录了自2004年第一 季度至2016年第二季度以上各类条款在硅谷的使 用频率。

表1各类投资人保护条款使用频率(%)

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 季度 | Iquidation  pryfyrence | Multiple liquidation p 佗ferRDCE | Partidpaticn  ii liquidation | Ciiit'i. lalh/e  divscenj | Weighted average anlidik tian | Full rachet | Roccmption |
| 盛1 | 52 | 77 | 70 | *6* | 93 | *5* | 27 |
| 。，虬M | 56 | 25 |  | 6 | K7 | 9 | 2K |
| 吹3 | 54 | 31 | 74 | 9 | 85 | 14 | 2； |
| 004 | *46* | 24 | GO | 9 | 85 | 9 | 28 |
|  | 50 | 12 | 73 | 9 | 87 | 9 | 30 |
| O5Q2 | *46* | *22* | 71 | 4 | 88 | 8 | 29 |
| 网5 | 57 | 30 | ?0 |  | 92 | 7 | 32 |
| 05Q4 | 41 | 24 | 64 | 4 | 85 | 9 | ?1 |
| 06Q1 | 40 | 14 | 65 |  | 92 | 4 | 27 |
| U6Q2 | 50 | 16 | 71 | 8 | 97 | *2* | 33 |
| O6Q3 | 42 | 26 | 64 | 7 | 95 | 4 | 29 |
| U6Q4 | 40 | 14 | 73 | 4 | 95 | 4 | 22 |
| 07Q1 | *36* | 14 | 59 | S | 94 | 5 | 26 |
| •)7Q2 | 51 | 13 | 4K | 6 | 93 | 5 | 22 |
| O7Q3 | 42 | 21 | 54 | 4 | 94 | 6 | *26* |
| 07(.M | 39 | 15 | 59 | 4 | 97 | 3 | 21 |
| <w | 47 | 17 | 60 | 5 | *9H* | 2 | 20 |
| "XQ? | 村 | 11 | 57 | 6 | 99 | 1 | 29 |
| 08Q3 | 45 | 16 | 62 | 4 | 93 | 7 | 23 |
| •"•8Q4 | 41 | 23 | 57 | 4 | 98 | ? | 20 |
| 09Q] | 45 | 28 | 51 | 10 | 97 | 3 | 24 |
| •»Q2 | 41 | ?4 | 49 | 2 | 97 | *3* | 20 |
|  | 49 | 21 | 53 | 7 | 96 | *3* | w |
| 'iOQ4 | 41 | 19 | 51 | 4 | N | 6 | 21 |
| 1" | 3S | 23 | 48 | 7 | 94 | 5 | 24 |
| *10Q2* | 40 | 17 | 35 | 7 | *94* | 4 | r |
| 1(X)3 | 41 | 20 | 53 | 7 | 93 | 4 | 22 |
| 10Q4 | 28 | 13 | 45 | 5 | 95 | 3 | 19 |

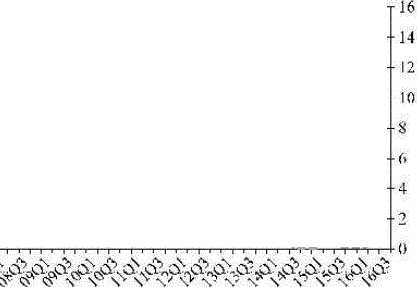
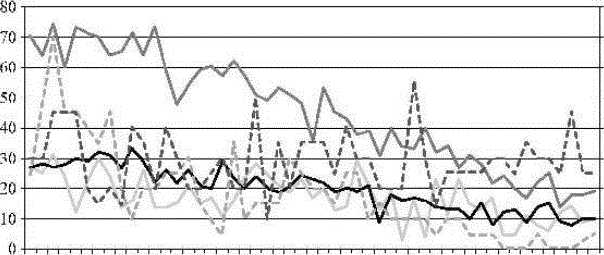
续表

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 季度 | Liquidation preference | Mutiplo licuidfJtion preference | Participation in licuidation | Curr ulative dividend | Weighted  avoragci anticilution | Full  rachet | Reden plion |
| IIQI | 43 | 14 | 43 | 8 | 92 | 5 | 20 |
| 11Q? | 37 | 29 | 38 | 6 | 02 | *5* | 19 |
| 11Q3 | 31 | 21 | 39 | 6 | 97 | *2* | 21 |
| 11Q4 | 34 | 15 | 31 | 4 | 07 | △ | 9 |
| 12Q1 | 41 | 19 | 40 | 4 | 97 | 2 | 18 |
| 12Q2 | 35 | 3 | 34 | 4 | 96 | 2 | 16 |
| 12Q3 | 33 | 17 | 33 | 11 | 97 | 2 | 17 |
| 12Q4 | *23* | 4 | 40 | 6 | 98 | 2 | 16 |
| I3Q1 | 34 | *23* | *?2* | 3 | 96 | 1 | 14 |
| 13Q2 | 40 | 11 | 31 | 5 | 98 | 2 | 13 |
|  | 32 | 25 | 27 | 5 | 97 | 2 | 13 |
| 13Q4 | 29 | 15 | 31 | 5 | 97 | 1 | 10 |
|  | 25 | 1> | 28 | 5 | 95 | 1 | 15 |
| I4Q2 | 26 | 17 | 22 | 6 | 98 | 1 | 8 |
| UQ3 | ” | 5 | 21 | 6 | 98 | 0 | 12 |
| I4Q4 | 19 | 5 | 20 | 5 | 99 | 0 | 13 |
| 15Q1 | 29 | 11 | 17 | 7 | 98 | 0 | 9 |
| 102 | 29 | X | *-n* | 6 | 96 | 1 | 14 |
| 15Q3 | 35 | 6 | 25 | 6 | 98 | 0 | 15 |
| 15Q4 | SI | 12 | 14 | 5 | 1加 | (1 | *?').* |
| 16Q1 | 25 | 14 | 18 | 9 | 98 | 0 | S |
| 16Q2 | 30 | 9 | IS | 5 | 99 | 0.5 | 10 |
| 16Q3 | 27 | 1(1 | 10 | 5 | 99 | 1 | 10 |

VC投资人保护条款变化趋势

从上表可知，几乎所有保护VC投资人的条款

使用频率总体都呈现下降趋势。以下图1概括展 现了这一趋势。



psp>59>p?=tu=J 打 Lum》- ==亠

jniitiple liquickiiion pieletence participation id liquidation

ml<Jinpiic)n lull taick'1

---cunwlaiivc dividend

图1各种投资人保护条款之关联

上图中只有累积股息条款的使用频率没有明 显变化，而其余各类保护条款几乎同步下降的趋 势表明它们彼此之间并不具有替代性，而更可能 具有补充性。也就是说，不同的保护VC投资人的 条款之间并非此消彼长的关系，而是需要相互配 合才更能发挥作用。这一点也符合金融学相关研 究的发现口\_。

图1没有包含加权平均反摊薄条款，因为从 前面的列表中我们看到，十多年来反摊薄几乎是 所有VC投资协议都会包含的条款，可见它对VC 投资人的重要性。这并不奇怪，正如反收购 中“毒丸” (poison pill)的摊薄功能对敌意收购 方形成的巨大威胁一样虬，摊薄也会让VC投资 人血本无归。有鉴于此，真正给予VC投资人特别 保护的是完全棘轮这种特别的反摊薄条款。由于 这两种反摊薄方式有此无彼的替代性，我们很容 易理解伴随完全棘轮条款出现频率的下降，加权 平均反摊薄的使用将随之上升，图2正表明了这 一趋势。

保护创始人的条款

在Fenwick调查的VC投资协议条款中，具有 保护创始人功能的是“购票上车”(pay to play)条 款。这个花哨的名称意思是投资人只有在后续融 资中继续追加投资，才能享受上面提到的各种特 殊权益——譬如反摊薄、清算参与等等——就好

像只有先掏钱买了票才能乘车上路一样。这样的 条款通常要求投资人按其先前的出资比例在以后 轮次的融资中追加投资，如果不肯追加，常见的 做法是将投资人持有的优先股自动转化成普通 股，也有少数转化成一类被剥夺保护权利的“影 子优先股( shadow preferred stock)。

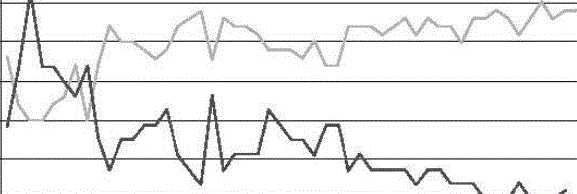
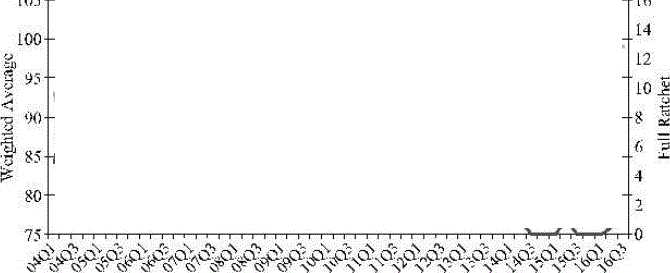


图2加权平均与完全棘轮反摊薄

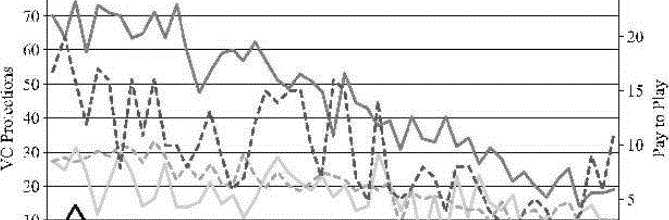
weighled average amtidilution full ratchet

约定“购票上车"主要是为了在未来目标公司 业绩不佳，估值下降，进而不得不以低于前轮的 价格募集新一轮资金的时候，促使投资人追加投 资，避免企业因资金枯竭而陷入困境。所以，在

面临价格降低风险的所谓“下行融资轮次” (down round)中，“购票上车”的作用尤其重要。此时,

它不仅可以保护创始人免于陷入被迫清算的境 地，也能保护既有投资人中的领投人，防止金额 较小的跟投人在困境时刻趁机搭便车，把追加投 资的风险转嫁给领投人，而独自享受反摊薄、优 先清算之类的好处。

近年出现了一种“购票上车”条款的变形，即 所谓的“拔高” (pull up)条款。它同样起到促进 既有投资人追加投资的作用，只是将“购票上 车”中对不参与后续融资者的惩罚转变成为对参 与融资者的奖励，如给予其更为优惠的转换价 格，类似于额外的反摊薄补偿。Fenwickffi告所 谓的“购票上车”基本没有包括这种“拔高”条款。 以下图3对照展示了十二年来“购票上车”条款与 各类投资人保护条款使用频率的变化趋势，其中 深灰色虚曲线代表“购票上车”。



，0

25



nnitiple liquidation pj'efeiejice participaticn in liquidation

lull ratclici ---rcdcii4)iioii pay to play

图3各种投资人保护条款与Pay to Play条款之关联

上图表明“购票上车''的使用频率不高，而 且，这种保护创始人的条款与各类保护投资人的 条款在出现概率上基本呈现相同的变化趋势。也 就是说，硅谷风投协议中体现的创始人与投资人 之间的利益状态大致保持相对均衡，随着对一方 保护的增强，对另一方的保护也会有所增强。

市场的力量

我们再来看融资价格变化率与各类VC投资条 款使用频率变化的联系，以下六幅图(图4〜图

9)分别展现了这些联系，其中浅灰色曲线是后 一轮融资相对前一轮融资价格增长百分比的平均 值。此外，表2也详细记录了这十数年间硅谷风 投融资价格的变化情况。

表2融资价格变化与“购票上车”使用率(%)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 季度 | mean price increase | pay to play |
| 04Q1 | 17 | 17 |
| 04Q2 | *28* | 20 |
| 04Q3 | 17 | 16 |
| 04Q4 | 36 | 12 |

续表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 季度 | mean price increase | pay to play |
| 05QI | 24 | 17 |
| O5Q2 | 4I | 16 |
| O5Q3 | 38 | 8 |
| O5Q4 | 45 | 16 |
| 06QI | 64 | 11 |
| 06Q2 | 34 | 16 |
| 0GQ3 | 49 | 10 |
| 06Q4 | 69 | 10 |
| 07QI | 75 | 8 |
| O7Q2 | 74 | 10 |
| 07Q3 | 79 | 13 |
| O7Q4 | 55 | 9 |
| 08Q1 | 49 | 6 |
| 08Q2 | 53 | 7 |
| 08Q3 | 55 | *12* |
| 08Q4 | 25 | 15 |
| 09QI | -3 | 14 |
| 09Q2 | -6 | 15 |
| 09Q3 | 11 | 1? |
| 09Q4 | 19 | 10 |
| IOQI | 21 | 7 |
| 10Q2 | 30 | 16 |
| 10Q3 | 28 | 15 |
| 10Q4 | 61 | 7 |
| 11QI | 52 | 5 |
| 11Q2 | 71 | 14 |
| 11Q3 | 69 | 6 |
| HQ4 | 85 | 5 |
| 12QI | 52 | 6 |

续表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 季度 | mean price increase | pay to play |
| I2Q2 | 99 | X |
| I2Q3 | 7X | 7 |
| I2Q4 | R5 | 4 |
| 13Q1 | 57 | X |
| 13Q2 | 62 | *8* |
| 13Q3 | 65 | 6 |
| 13Q4 | 57 | 4 |
| UQI | 85 | 3 |
| 14Q2 | 113 | 2 |
| 14Q3 | 79 | 4 |
| 14Q4 | 115 | 5 |
| 15QI | KM) | 4 |
| 15Q2 | 107 | 2 |
| 15Q3 | 116 | 2 |
| 15Q4 | 70 | 4 |
| 16Q1 | 53 | 9 |
| 16Q2 | 40 | 6 |
| 16Q3 | 52 | 11 |

mean price increase — mutiplc liquidai 1011 prelcrcncc

liquidation preference

8m.dT£aQwpmbJ。一.&二 nf IG()9GM70g5GM3020lo

402000.W 04020

*1* 1 1

<JQnc^T3£u.2lKPJnml..<js 琴JO=I ass

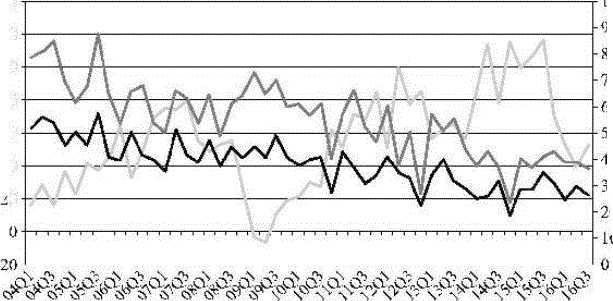
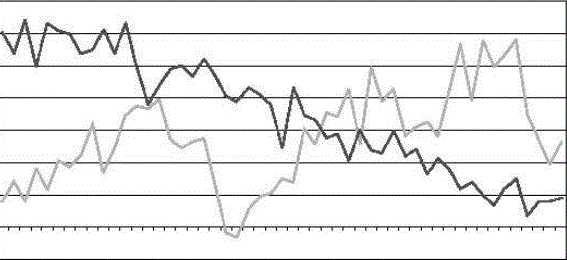


图4融资价格与优先清算权



o o G o G o 6

4 2 0 8 6 4 2

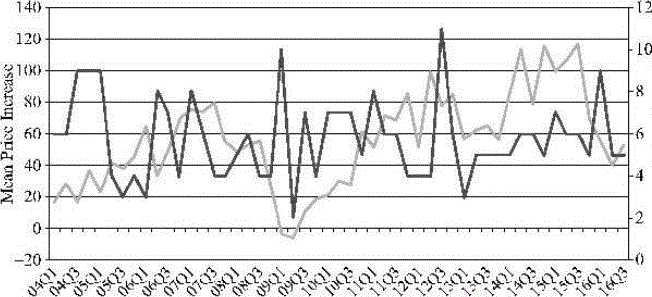
o

Lc寻匸.T、【L二 awdurRd oooooooo 8 7 6 5 4 3 2 1

**VSBPUL** 二 grid L\_RW\I

mean piice nicrcasc paiticipatioii in liquidation

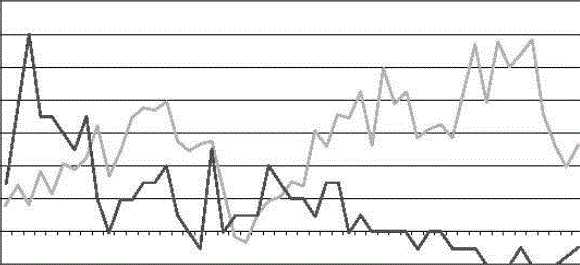
图5融资价格与清算参与权



mean price increase — cuaiulativc dividend

puopi 匕2>言

图6融资价格与累积股息



生 3.巨二 9UE UE8 5

4020如 M6O4O2OO

<5q3\_m=広

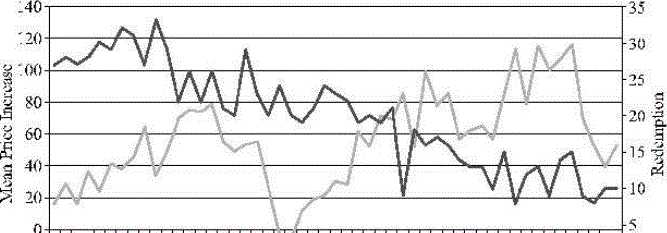
6 4 2 0

1111864 ow

0

mean price increase full ratclicl

图7融资价格与完全棘轮



LO

-20

mean price increase redemption

图8融资价格与回赎权

會Id Q

o s- o

2 115

4020

Tl *I*

0080604020。

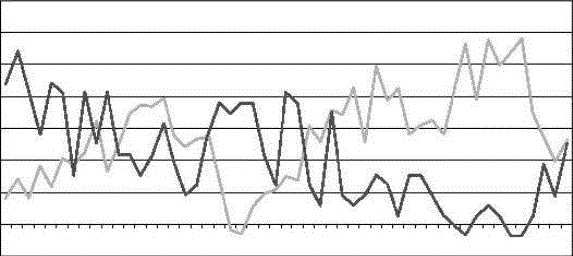
1

2只

mean price increase

pay to play

图9融资价格与“购票上车”



以上这一系列曲线图清晰显示了融资价格变 化与VC协议中投资人保护条款使用频率变化的逆 向关联关系。除了累积股息条款之外，其他的保 护投资人条款都伴随融资价格的上扬而趋于鲜 见，而又随着融资价格的下跌而复兴。融资价格 的高低实际上揭示了风投资金的充沛程度，所 以，也可以说在资金充沛的时期，偏向于投资人 的协议条款自然减少，反过来也一样。因此，这 种价格波动与投资人保护条款出现率的逆向关联 性在金融危机期间（大约2008年第四季度到2010 年第三季度）尤为明显。尽管简单的图示不足以 证明市场资金充裕度与投资人保护条款使用率之 间的因果关系，但是两者的关联至少与资金供应 影响协议条款的看法相吻合。

比较有趣的是有利于创始人的“购票上车”条 款的使用率居然也和融资价格的变化逆向而行。 也就是说，在钱找项目的时候，创始人并没有趁 机谋求有利于自身的条款；而在项目找钱的时 候，投资人也没有趁机削减这种有利创始人的条 款。

对此，或许可以有多种解释。第一种解释 是“购票上车”主要用于应对波及市场整体的系统 性风险，因而随着市场资金的富裕，该条款的必 要性降低，反之亦然。从这个角度看，正如前面 提到的，硅谷投资协议条款根据具体的市场情 势，始终保持一定的均衡状态。第二种解释 是“购票上车”条款对VC投资人的保护作用也十分 突出，因而出现与其他投资人保护条款类似的使 用频率变化趋势。最后，还有一种解释是因为

Fenwick的报告未将功能类似的“拔高”条款计算在 内，因此低估了“购票上车”的实际使用率。

以上借用别人的调查，向读者揭示了硅谷风 投协议的冰山一角。从中可见有些条款从来都很 少使用，可称为“从来没有”，譬如累积股息和完 全棘轮；另一些条款曾经多见，近来使用很少， 可称为“近来不用”，譬如多倍优先清算权、回赎 权和“购票上车"；第三类条款虽然始终有相当的 使用频率，但近来日趋减少，可称为“近来减 用"，如参与清算权；最后一类始终被普遍使 用，可称为“从来都用”，如加权平均反摊薄。

而从以上条款的变化规律看，至少有两点值 得中国投资人注意：一是硅谷的风投协议始终与 市场上资金的供求关系紧密相连，而非疏离于市 场之外；二是投资协议中双方的利益状态具有一 定的均衡性，而非过于偏袒一方或是另一方。

近几年来，中国投资人参与硅谷风险投资项 目的积极性高涨，数量也明显增多。正像中国企 业去美国实施并购一样，到硅谷做风险投资同样 要做足功课，掌握那里的市场状况与交易惯例。 有备而来，方才不至败兴而归。

[1] Kaplan & Stromberg, Financial Contracting Theory Meets the Real World： An Empirical Analysis of Wnture Capital Contracts, *Review of Economic Studies* 2003.

⑵参见第二章第七节。

第二章并购攻防的范本

本章导读

2016年中国资本市场上出现了一股所谓“野蛮 人”入侵上市公司的热潮，公司并购与反并购的攻防由 此成为从监管机构、内部管理层到公众投资人都高度 关注的话题。在公司面临被收购、合并的威胁之时， 董事会处于什么样的地位，可以釆取哪些行动，这确 实是一个十分复杂的法律问题。它涉及对两方面利害 关系的微妙平衡。

首先，公司被收购合并往往意味着公司控制权易 主，随之而来的内部管理层变更颇为常见。因此，站 在目标公司董事、经理人的立场上，公司被并购就意 味着自身职位不保，可谓生死攸关的大事。换言之， 内部管理层出于自身利益考虑，几乎对公司被并购夭 然具有抵制的倾向。而这种自利动机显然会与公司股 东——尤其是不掌握控制权的公众投资人的利益发生 冲突。非但如此，收购威胁还可以成为约束管理层， 限制其在运营管理中牺牲股东利益，追求自身享乐的 重要力量。所以，从这个角度看，法律没有理由允许 公司董事会对外来的收购行动釆取抵御措施，而应听 任股东直接对收购方案作出决定。

然而，另一方面，在股权分散的上市公司中，股 东往往缺乏对外来收购方案作出判断的信息和能力。 非但如此，由于股权的分散，单个股东在股东集体决 策中的影响力极其有限，从而令绝大多数股东根本无 意努力获取必要的信息和掌握必要的能力。在此情况 下，股东们很可能忽略公司保持独立存续的实际价 值，而被收购方提出的收购溢价所吸引。换句话说， 股东们也许会忽略现有经营战略的长期价值，仅仅因 为迷恋收购方提供的短期利益而向对方出让股份。更 有甚者，有些收购方案还可能釆用具有胁迫性的交易 结构，令股东们不得不把股份卖给对方。这些情况都 体现出股权分散的公司中股东面临的集体行动困境。 因此，为了摆脱股东们的这种困境就有必要赋予董事

会抵御收购的权力，以便保护股东的利益。

于是，法律对并购攻防的态度就不得不兼顾这两 个方面，努力辨析董事会采取防御措施的真实动机及 其对股东们的影响，而这无疑要求执法者和司法者具 备相当的专业素质，充分理解并购攻防背后的经济和 商业原理。这方面，美国特拉华法院的长期实践为我 们提供了参考的范本，值得中国的监管机构与法院思 考借鉴。

本章第五节与第六节通过三则重要判例形象地介 绍了特拉华公司法针对并购攻防立下的两条基础性规 则——Unocal规则与Revlon规则。实际上，这两项规则 一脉相承，分别针对两大类型的收购抵御措施——不 出售公司，与将公司出售给管理层属意的第三方，核 心是考察董事会釆取收购抵御措施的动机。接下来第 七、第八两节介绍美国收购防御的第一利器——“毒 丸”，读者从中也可以体会到特拉华法院对上述并购防 御两方面利害的权衡取舍。最后，第九节借助一个并 购交易的实例介绍实践中运用最广泛的一项交易保护 措施——分手费，目标公司给予特定买家这样的交易 保护，实际上也起到了抵御其他买家收购的作用。

第五节Unocal判决的台前幕后

并购攻防在美国也经历了一段由无序到有序 的过程，而这有无之间的分水岭便是本节要介绍 的***Unocal***判决。1985年特拉华最高法院作出的 ***Unocal v.Mesa Petroleum Co.***判决被公认为50年来 美国最重要的公司法判决之一。毫不夸张地说， 正是它奠定了此后30年美国公司并购交易的轨 迹。

前奏：经济与法律

20世纪70年代中后期到80年代的最初几年是 石油公司的黄金时代。伴随阿拉伯石油危机和伊 朗伊斯兰革命，几年间原油价格从1972年的每桶 5美元涨至50美元，1981年更达到顶峰一一每桶 100美元。伴随油价的飙升，石油公司利润疯 涨，产生了大量的现金流，随之而来的是相互之 间的并购浪潮，建立起一个个巨大的石油帝国。

我们今天故事的主角——加州联合石油公司，简 称Unocal公司 也在这风云年代，被卷入了一 场敌意收购的商业战争之中。

在美国商业史上，敌意收购公司兴起于20世 纪50年代末到60年代初。在此期间，出现了一种 叫“周六夜市特供”(Saturday Night Special)的收 购形式。“周六夜市特供”原来是指在美加出售的 廉价、低质的小手枪，常被街头混混用作周末枪 战的武器，简称SNS。

这种敌意收购的特点是用现金作为对价(从 而规避证券登记要求)，以稍稍超过目标公司股 票市价的价格要约收购目标公司一部分己发行的 股票。要约发出的时间通常选在周末，而要约的 有效期限很短，一般只有3〜4天。在此期间内， 发出敌意收购要约者按照先来先得的顺序收购目 标公司股东售出的股票，直至达到其规定的收购 比例。一旦收购方通过这第一轮次的要约收购取 得了目标公司的控制权，接下来就会发动第二轮 的收购。不过，此时，收购的对价就不再是现 金，而是各种实际价值低廉的证券。经过这第二 轮收购，在首轮收购中没有出售股票的目标公司 股东就被挤出了公司，而他们手中握着的只是一 些不值钱的证券。

“周六夜市特供”对目标公司的股东具有极大 的胁迫性和杀伤力。试想一下，假如所有股东都 坚持在第一轮不向敌意收购者出售股票，敌意收 购者当然无法掌握公司的控制权，也不可能有后 面的第二轮收购。换言之，如果股东们团结一 致，他们能够维持目标公司的现状，也就是保住 现有的股价收益。可是，如果有股东悄悄将股票 出售给收购者，那么，一旦第一轮收购成功，这 名股东就能获得超过其原有股票市值的现金对 价；即便收购不成功，这名股东仍旧能保留住原 有股票的市值（如果达不到要约规定的收购比 例，收购要约将失效，目标公司的股权结构没有 变化）。反过来，假如自己选择不出售，而别的 股东却出售了股票，结果自己反而要沦为在第二 轮收购中被低价挤出去的少数股东，必然损失惨 重。所以，对股东个人而言，选择在首轮出售股 票当然比坚持不出售要强。

于是，博弈论上经典的''囚徒困境"出现了 ——明明团结一致有利于股东的整体利益，可 是，私人的小算盘却指引大家四分五裂。再加 上“周六夜市特供”独特的突然性、短期性和只按 先来先得收购的特点，令目标公司的股东们几乎 来不及多作反应就只能争先恐后地将股票卖给敌 意收购者，唯恐沦为第二轮收购中的鱼肉。

为了限制这种极具胁迫性的要约收购方式， 美国国会于1968年通过了《威廉姆斯法》

(Wiliams Act),对要约收购加以限制。该法案 的主要内容包括：强制要求取得目标公司5%以上 股票的个人或团体披露其身份及意图；要约的有 效期限不得少于20个工作日；假如要约只收购部 分股票，则收购方不得釆用先来先得的收购方

式，而必须按愿意出售股票的各股东的持股比例 收购。

《威廉姆斯法》的出台尽管令“周末夜市特 供''寿终正寝，却没能让保留了其主要特质的敌 意要约收购绝迹，其中最主要的特质是：分两轮 实现对公司的收购，前一轮的收购条件明显优于 后一轮的条件。在公司并购领域的行话中，这被 称为“前重后轻的双层要约收购” (two-tier front- end loaded tender offer)。

激战：收购与反收购

1985年4月8日，美国第12大石油公司Unocal 的股东们就收到了这样一项前重后轻的双层收购 要约，而发出要约的正是Unocal公司最大的股 东，掌握了公司大约13%股份的Mesa石油公司。 Mesa的收购条件是：在首轮以每股54美元的价格 现金收购Unocal公司37%的股票，从而令其持有 的股票略高于50%,以取得公司控制权；对于余 下的Unocal股票，Mesa则将以表面价值为54美元 的高风险、低顺位的劣后债作为对价进行收购。 要约发出的时候Unocal的市值将近70亿美元，每 股价格在35〜40美元之间，而Mesa市值只有15亿 美元左右，这是一笔蛇吞象的交易。

这里有必要先插两句介绍一下Mesa的创始人 和董事长Boone Pickens o此公报童出身，却极具 并购天赋。还在卖报的时候，这位十来岁的少年 就能在很短的时间内将由其销售的报纸从28家一 举扩展到156家。28岁时创立了Mesa石油公司。 1969年Pickens带领Mesa成功合并了堪萨斯州的一 家天然气大公司Hugoton Production Conpany。不 过，最让Pickens出名的是他在80年代初进行的一 系列针对石油公司的并购行动。这些行动大多有 一个特点，就是最终并没有真的完成对目标公司 的收购，他玩的这种资本游戏被称为“绿邮讹 诈"(greenmail)*。*换句话说，至少表面看来

当事人自己当然从未承认过，Pickens不像一位认

真的战略收购者。

“绿邮讹诈'啲英文greenmail原本是由 greenback （美元）和blackmail （勒索）两个字合 成的，生生就是“勒索美元”的意思。在公司并购 领域，它专指不以收购目标公司为目的的一种要 约收购。要约人往往以收购威胁为幌子，迫使目 标公司董事会向其支付赎金，即溢价回购要约人 手中的股票。

最终，此公转身成为对冲基金管理人，并给 自己的基金起名叫BP。不过，这个名字和著名的 英国石油公司没有半毛钱关系，只是他名字 Boone Pickens的首字母缩写。长袖善舞的Pickens 早己是数十亿美元身家的超级大富豪。如今，年 近九旬的这位资本大鳄依然活跃于市场上，还积 极投身于政治活动与慈善事业。

《威廉姆斯法》虽然没能杜绝胁迫性的双层 要约收购，却延长了要约的进程，从而给了目标 公司董事会反击的机会。Unocal的董事会就充分 利用这一机会发起了保卫公司的反收购大战，领 导这场资本战争的是年届古稀的Unocal公司CEO 兼董事长Fred Hartleyo据说，这个老头性格坚 韧、脾气急躁，与身为公司大股东的Pickens素来 不睦。

不过，虽然Hartley先生平素暴躁，但其组织 对Mesa要约的反击却有条不紊。在Mesa要约发出 5天之后，Unocal的董事会 包括8名独立董事

和6名内部董事一一第一次开会研讨对策，有一 名内部董事因故缺席。会上Unocal的财务顾问 —-投资银行高盛——作了详细的估值报告，认 为Mesa的要约严重低估了Unocal股票的价值，如 果完全清算的话，Unocal每股的现金价值至少应 当在60美元以上。此外，公司的法律顾问也作了 相关法律问题的报告。

代表高盛向Unocal董事会作分析报告的Peter 先生也大有来头。稍稍了解一点高盛的人都知道

它是“高记”和“盛记，啲合伙。这“高记”是指 Marcus Goldman,而"盛记，测是他的女婿Samuel Sachs o这位Peter先生也是姓Sachs的 盛

记”的传人，乃是Samuel的侄孙，投行界的富三 代。

这位“盛记”传人向Unocal董事会提出了几种 反击策略。其中之一是由Unocal自己向股东发出 要约，收购自己的股票，要约价格在每股70到75 美元之间。此后，8名独立董事又单独与公司的 财务和法律顾问进行了会谈，并一致同意建议董 事会采取自我收购的方式对抗Mesa的收购要约。 接着，董事们再次举行全体会议。虽然当天的董 事会总共持续了 9个半小时，但董事们只是一致 决定拒绝Mesa的收购要约，而对发出自我收购要 约的反制措施并没有作出正式决定。

两天之后，董事会举行了第二次会议，听取 Unocal财务副总裁和助理法律总顾问对自我收购 的条件以及相应融资方案的详细说明。随后，董 事会一致批准了自我收购方案。据此，Unocal将 以每股72美元的价格，向除Mesa以外的股东收购 Unocal股票，对价的支付形式是Unocal公司的债 券。不过，此项收购有一项前提条件，只有当 Mesa取得6, 400万股Unocal股票（约占己发行股 票的51%）——实际也就是Mesa的要约收购成功 ——之后，Unocal才会对余下的49%的股票进行 自我收购。

在此分析一下Unocal反击方案的妙处。首 先，这一自我收购的方案将原先Mesa提出的“前 重后轻”的双层要约收购转变成了一项“前轻后 重"的收购方案。由于Mesa的首轮收购价格只有 ***54****美元,*而没有被其收购的剩余股票却能以72美 元的价格出售给Unocal公司，股东自然不会愿意 接受Mesa的要约，而会握住股票不放，等待 Unocal的自我收购。自我收购方案将Mesa持有的 股票排除在外，Mesa自然也就无法享受到回购的 溢价。

然而，Unocal自我收购方案更加高明的地方 在于其设定的自我收购条件基本不可能实现。设 想一下：假如所有的Unocal股东都盘算着等待以 72美元的价格把股票卖给公司，又有谁会将自己 的股票出售给Mesa呢？而这样一来，Mesa又从哪 里去取得那6, 400万股的股票呢？于是，按此方 案，Unocal根本无需支付一分钱回购股票，就能 兵不血刃地击溃Mesa的收购企图。可见高盛的主 意的确是高啊！

不过，世间事就怕机关算尽。Unocal最初制 定的这套自我收购方案尽管不会给公司造成财务 负担一一说穿了就是让公司的资本结构，特别是 董事会的权力、地位一切维持现状，却把公司的 其他股东带入了进不能接受Mesa的要约，退又无 法将股票回售给公司僵局。于是，惹恼了Unocal 的诸多机构投资人。最终，迫于这些股东的压 力，Unocal决定以72美元的价格无条件回购30% 的股票。

争讼：改写历史

在Unocal的自我收购方案确定之后，4月17 日，Mesa即向特拉华州衡平法院（Delaware Court of Chancery,该州负责公司法案件的初审法 院）提起诉讼，要求禁止实施将Mesa排除在外的 Unocal自我收购方案。5月13日，衡平法院针对这 一方案颁发了临时性禁止令，Unocal随即向特拉 华最高法院提起上诉。

在律师的选择上，Hartley先生展现了自己的 个性。他一直怀疑华尔街的律所是和投资人穿连 裆裤的，因此坚持不在这场历史性的诉讼中聘用 华尔街的律师，而是求助于两家加州的律所和特 拉华州律所Morris Nicholso Hartley的这一决定让 华尔街诸多精英律所的业务清单上少掉了一个里 程碑式的案例，也使笔者费劲九牛二虎之力仍没 能挖出当年代表Unocal最终赢得这场诉讼的律 所。而在Mesa这方面，也许出于不向对手视弱的 考虑，Pickens先生最终也没有公开聘请华尔街大 所，而是聘用了特拉华州当地律所Richards Laytono不过，在背后静悄悄给Pickens和Mesa出 主意的却是位列华尔街公司法律师三杰之一的 Skadden 合伙人 Joseph Flom0

案子上诉到特拉华最高法院，可是，法院却 找不到人来审理一一由于种种原因，大多数法官 都不得不回避这一案件（有可能是因为法官购买 了当事方的股票），特拉华最高法院能够审判该 案的只剩McNeilly和Moore两位法官。为了凑足3 人的合议庭，不得不从特拉华高级法院

（Delaware Superior Court,其实就是该州具有一 般管辖权的初审法院）借来一位Taylor•法官共同 审理此案。

根据执笔判决意见的Moore法官在判决作出 21年之后的回忆可知，考虑到市场瞬息万变的实 际情况，特拉华最高法院从1985年5月14日受理 该案的上诉到6月10日最终公布书面判决意见， 前后不过27天的时间，而法院的口头判决更是在 受理之后的第三天，即5月17日上午9时就己经宣 布。对于该案涉及的两项主要法律问题，三位法 官都迅速取得了共识。

***Unocal*** 一案要解决的第一个法律问题就是董 事会在要约收购中的角色。由于要约收购是由收 购方越过目标公司董事会，直接向目标公司股东 实施的，因此，Mesa提出Unocal董事会无权插手 其与Unocal股东之间的收购要约。对此，特拉华 最高法院认为：特拉华州公司法赋予董事会管理 公司“商业及其他事务”以及处置公司股份的广泛 权力，其中自然包括对胁迫性或者不充分的收购 要约釆取行动的权力。毋宁说董事会的这种权力 是其履行义务，保护公司实体一一包括股东一一 不受可以被合理觉察到的威胁伤害的必要条件。

在确认了董事会有权对要约收购采取防御措 施之后，法院要解决的第二项问题就是以什么样 的标准来对这些防御措施进行司法审查。对此， Unocal主张应釆用一般的商业判断标准（business judgment rule,律师的行话叫BJR)。也就是说， 法院推定董事会的决定是具有商业合理性的，而 要推翻这种推定，必须由原告举证董事会有违诚 信，具有欺诈或者没有掌握充分的信息就盲目决 断。显然，这一标准非常有利于董事会。

反过来，Mesa提出：董事会采取的对抗要约 收购的措施——尤其是自我收购——涉嫌谋取自 身利益，有违董事对股东的忠实义务，所以应当 釆用完全公平标准(entire fairness standard)来审 查董事会的行动。据此，就需要由董事会举证其 釆取的对抗措施非但程序公正(fhir dealing), 而且确定的对价也公正(fhir price)*。*这样一 来，董事会的措施当然就很难得到法院的支持。

就此，特拉华最高法院创造了一条在美国公 司法上具有历史性意义的新标准一Unocal测试

(Unocal test)。该标准一方面注意到了董事会 在抵抗要约收购中固有的利益冲突一一公司被收 购，董事们也很可能要下课，因而，传统的商业 判断标准不足以防范董事会的自利行为。但另一 方面，面对真的会给公司造成伤害的胁迫性收购 条件，假如严格适用完全公平标准又可能令董事 会失去抵御能力。

于是，Unocal测试采取了分两步走的折中方 案。第一步，对要约收购采取抵抗措施的董事会 必须证明“合理相信收购对公司的经营方针及有 效的经营活动构成威胁"。为此，董事会要证明 采取抵抗措施的主要目的不是为了保住自己的职 位，以及其在采取措施之前已经经过调查，掌握 了充足的信息。

在接下来的第二步，董事会还需要证明：根 据收购具有的威胁程度，其为抵抗收购釆取的措 施具有合理性。不过，对于何为收购带来的威 胁，法院列举了一系列因素，包括价格是否充 分，时机是否得当，甚至还包括对股东以外的债 权人、雇员、顾客乃至所在社区的影响。***Unocal*** 判决并未对公司股东与这些其他利益相关人发生 利益冲突时，董事会应如何权衡取舍作出说明W 。假如董事会能够满足以上两项证明要求，其采 取的抵抗收购的措施就将受到商业判断标准的保 护。

分两步走的Unocal测试常被称作“双叉测 试” (two-prong test)*。*这两支叉分别是：合理相 信收购构成威胁，以及对抗措施与威胁成比例。 Unocal测试后来成为判断包括“毒丸”在内的收购 防御措施是否合法的标准。

根据以上标准，特拉华最高法院认定：

Unocal董事会有理由认为Mesa发出的收购要约价 格严重不足，而且，鉴于Pickens的以往行径，董 事会也有理由相信Mesa的收购可能包藏“绿邮讹 诈”的企图。此外，由于Unocal的抵抗措施是经过 由独立董事占多数的董事会批准的，并且事先进 行了充分的调查和斟酌，因此法院更倾向于认同 董事会对收购构成威胁的判断。

至于Unocal董事会确定的自我收购的抵御措 施将Mesa排除在外，法院也承认董事会有权对股 东釆取歧视性措施一一只要这样做主要不是为巩 固自己的职位。同时，在本案中，假如自我收购 不排除Mesa,就等于“要Unocal为Mesa的收购要 约提供补贴”；况且，Mesa自己给Unocal的股东 造成了威胁，当然不能又转身以股东的身份，要 求董事会给予其保护。

Unocal"双叉测试”规则的两个叉后来都得到 进一步发展。针对第一叉中的“威胁"，有学者将 其归纳为三大类：一是敌意收购令目标公司股东 丧失选择其他更加优越的运营方案的机会；二是 收购方案具有类似于“前重后轻的双重要约，，的胁 迫性结构；三是收购要约可能利用股东的信息劣 势诱使其接受不合理的收购价格(Gilson &

Kraakman, Delaware's Intermediate Standard fbr Defensive Tactics： Is There Substance to Proportionality Review ? , ***Business Law*** 1989)*。* 而对于第二叉中的比例原则，特拉华法院此后表 示抵御措施不得具有“胁迫性” （coersive,指董事 会将自己的选择强加给股东）种'排斥 性”（preclusive，指令收购方无法有效更换在任 董事）***，***而应当具有合理性***（Unitrin,***

***Inc. v.American General Corp.***）*。*

在特拉华最高法院作出判决之后不久，

Unocal和Mesa达成了和解。尽管Unocal的歧视性 自我收购可能令Mesa损失3亿美元，但如果Mesa 保留其持有的19%的Unocal股票就会对公司的经 营控制权造成重大挑战。为此，Hartley先生还是 对Pickens先生让步了。在和解中，Unocal同意以 每股72美元的相同价格收购Mesa持有的1/3的 Unocal股票，于是，Mesa的损失被降低到1亿美 元（由于获得税收方面的优惠，据说Mesa最终还 获得了8, 500万美元的收益）。而对Unocal而 言，尽管赢得了诉讼，保住了公司，保住了管理 层，却为此增添了40亿美元的新债务。难怪《金

融时报》称之为一场“没有香槟的胜利”。

余波：回到经济与法律

表面上看，在Unocal案中律师起到的作用似 乎并不太大。尽管Flom为Mesa提供了法律帮助， 但Mesa最终还是输掉了官司。反过来，在Unocal 这一方，取胜的关键仿佛是高盛谋划的自我收购 方案。实际上，Unocal能取得胜利与华尔街公司 法三杰中的另一位 仓ll立Watchell Lipton律师事

务所的Martin Lipton律师息息相关。

一方面，Lipton多年来提倡维护公司的独立 性，力陈敌意收购带来的多种危害，尤其是对公 司长期战略和雇员等股东以外的利益相关者造成 的影响。他的见解有力地抵消了芝加哥学派经济 学家提倡的放任公司控制权自由流动学说的影响 力。审理***Unocal***案的Moore法官坦言他对Lipton 的主张产生了强烈共鸣，而且，判决书就 直接大段引用了 Lipton的文章。

另一方面，高盛的自我收购方案看似新颖， 实则与Lipton在此前1983年创造出的“股东权利计 划"(shareholder rights plan) 也就是"毒

丸"(poison pill) 有异曲同工之妙。两者的

关键之处都在于区别对待要约收购人与目标公司 的其他股东，给予后者一些前者不能享受到的权 利。

而由于Socq/案的判决确认了董事会为对抗 要约收购可以釆取歧视性措施，Lipton发明的更 为有效的抵御措施——“毒丸”也很快得到特拉华 最高法院的认可***(Moran v.Household*** )。此后20 多年间“毒丸”风行一时，极大改变了公司并购领 域的图景。近来，伴随对冲基金投资人干预公司 经营决策的积极性增加，“毒丸”又被用来抵御“股 东积极干预"(shareholder activism)。2014年， *在****Third Point v.Sothebys*** 一案中，特拉华衡平法 院肯定了这种做法。

***Unocal***判决带给公司金融的另一项重要变化 是让银行和共同基金等资金供给者成为了与战略 投资人同样重要的公司收购力量。Unocal测试的 第一步要求董事会证明收购对公司存在现实威 胁，而Mesa的收购之所以被认定具有这种威胁的 一个主要原因是其以高风险的劣后债作为第二步 收购剩余股票的对价。这样一来，假如收购者全 部以现金作为对价，并且针对全部股票发出收购 要约，就更可能不被法院视为威胁，从而限制目 标公司董事会抵抗收购的能力。基于对法律标准 的这样的认识，华尔街上出现了以向公众发行垃 圾债券(junk bond)筹集现金用作收购对价的要 约收购形式。在80年代中后期，华尔街为收购公 司募资而发行的垃圾债券数量翻了 3倍。

让我们再回味一下Unocal收购案的前因后 果。70年代中后期的石油危机让石油公司积聚了 大量的现金流，如何使用这笔现金流成为了80年 代早期各大石油公司管理层的大问题。由于1981 年以后世界油价大幅走低，所以，从股东的角度 看，对现金流最好的使用方法或许是派发股息或 者回购股票，让现金回到股东手中。

可是，坐拥大笔现金的公司管理层并不这样 想。把钱交还给股东等于削弱了管理层自己的权 力。于是，石油公司之间出现了并购浪潮，其本 质是管理层要扩张自己管辖的帝国疆域。Unocal 虽然没有主动釆取并购行动，却同样干着一件扩 张规模的事情一一花大代价得不偿失地继续钻 探。市场对这种低效行为作出了惩罚一一当时， Unocal股票的市值只相当于其净资产价值的 45%O正如著名金融经济学家Michael Jensen告诉 我们的那样：80年代上半期的美国石油行业充斥 着由大量自由现金流造成的严重的股东与管理层 之间的利益冲突以。

“自由现金流” (free cash flow)是导致公司 治理中代理人成本加剧的一种因素。由于管理层 掌握了公司的大量自由现金流，就能够以此进行 低效率的投资一一即使这种投资根本不受资本市 场欢迎，因而无法在外部资本市场上融得资金。 公司管理层这样做的主要目的是巩固自身的地位 和利益。

在此背景下，Mesa发出收购要约可能有多种 动机。或许Pickens先生真的认为自己比Hartley先 生更能高效地经营Unocal，倘若如此，那么，当 时Unocal被严重低估的股价自然成了作为战略投 资人的Mesa渴求的并购机遇（毕竟Mesa也成功并 购过多家油气公司）*。*Pickens曾不无嘲讽地 说：“在纽约证交所的地板上找石油比从地下找 石油更加便宜！”

不过，Mesa也可能正是冲着Unocal巨大的现 金流去的，目的只是讹诈Unocal董事会一笔，“绿 邮讹诈”似乎符合Pickens以往的风格。然而，艮卩 便董事会真的被迫溢价回购Mesa的股票，其效果 仍将是减少公司累积的现金流，从而削弱管理层 与股东利益冲突的根基。这未尝对公司没有好 处，但可能有损Unocal其他股东的利益。当然， 还有最坏的一种可能性，那就是Pickens的真实意 图就是低价买下Unocal,转手再将公司肢解开 来，零散分售出去。别忘了，当时Unocal的股价 只有资产净值的45%左右。

这桩并购大战最后的结局虽然是Mesa收购失 败，Unocal得以存续。但法院认可了Unocal董事 会的对抗措施，因此，无论Pickens的真实意图究 竟是善还是恶，都没有机会实现了。然而，这场 收购与反收购大战的实际效果则是Unocal向包括 Mesa在内的股东回购大量股票，等于让管理层将 自由现金流交还给了股东，依然起到了降低代理 人成本的作用。

尽管在案中，特拉华最高法院的立场 显示其相信Mesa来者不善，但法院更希望确立一 项具有广泛适用性的司法标准，使之得以应对怀 有各种意图的收购者。既不至于阻碍能真正提高 公司价值的收购计划，又不至于让掠夺公司资产 者得逞，而在那些可能同时增加公司价值和损害 小股东利益的情况下，则倾向于保护小股东不受 过度压榨。Unocal测试建立起的大体正是这样一 条兼顾效率与公平的标准。

最后，让我们来听听Hartley先生与Pickens先 生于Mesa收购要约发出几天前在美国国会走廊上 的一段对话。那天，两位都被国会请去参加有关 石油行业敌意收购的听证会。Pickens先生伸出手 去，想与Hartley先生握手，Hartley先生断然拒 绝，并厉声说道：“走开！” Pickens先生见状答

道：“Fred,你可是在和你最大的股东说话啊！” Hartley先生即刻回敬道：“难道这还不是一种耻 辱吗？ ”

参考文献

1. Gordon, The Story of Unocal v.Mesa Petroleum： The Core of Takeover Law, in ***Corporate Law Stories ，*** Foundation Press 2009.
2. Moore, The Birth of Unocal - A Brief

History, ***Delaware Journal of Corporate Law*** 2006.

1. 此后的*Revlon ， Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings ,* c.判决对此作了进一步说明。
2. Jensen, Agency Costs of Free Cash Law, Corporate Finance and Takeovers, *Amercian Economic Review* 1986.

第六节乐不起来的“百乐门”

如果要评选20世纪美国最悲催的并购诉讼当 事方，好莱坞六大电影制片公司(“Big Six”)之 一的百乐 门公司 (Paramount Communications) 也 许是当仁不让的了。在不到五年时间内，这家好 莱坞的百年老店接连输掉了两场价值超过百亿美 元的并购交易诉讼，也让自己的名字在美国并购 法律的发展历史上留下了浓墨重彩的一笔。

四分之一世纪过去了，今天我们来回顾这段 激动人心的商战往事，不禁会感叹公司并购背后 的人性、舆情、利益与规则是如此微妙复杂，又 如此合理有序。毫不夸张地说，百乐门演绎的这 两场风云故事浓缩了美国上市公司并购的浮生万 象，其精彩程度绝不逊于《守在门口的野蛮 人》。如今，诸多中国投资人奔赴美国，收购海 外公司资产。对他们来说，这两场并购交易也许 是再好不过的实战教材，从中可以找到的绝不仅 仅是冷冰冰的财务数据或者硬生生的合同条款， 更是鲜灵灵的人性本色以及活脱脱的文化氛围。

时代情定华纳

在网络时代来临之前，美国的出版业是一项 盈利丰厚的产业，而拥有《时代》、《财富》、 《人物》等诸多畅销杂志的时代公司(Time Inc.)更是这个行业中的翘楚。不过，随着出版 业由传统纸质媒体向视听媒体的转变，到二十世 纪八十年代后期，时代公司的发展似乎己经有些 跟不上时代了。它面临着两大问题。一是对视听 作品的版权拥有量不足，因此，时代公司不得不 支付高昂的授权费以取得在其有线电视网络上传 播的影视节目的播放权。二是时代公司的海外市 场拓展不足，己经明显落后于默多克的新闻集团 (News Corp.)等竞争者。

处于这样的发展瓶颈之中的时代公司面临着 80年美国公司并购狂潮的裹挟，假如不釆取主 动，调整经营策略、收购其他同行，就会有被同 行收购掉的危险。对于时代公司而言，这种危险 显得更加急迫，因为与出版业的其他许多公司不 同，时代并没有釆用双重股权结构，因而缺少了 一项抵御敌意收购的重要武器由\_。

于是，从1985年开始，时代公司的CEO Richard Munro就开始考虑与一家具有互补性的、 实力相当的同行合并的计划。经过多方斟酌， Munro最后把目标选定为华纳公司(Warner Communications )*。*华纳与时代的互补性十分明 显。一方面，华纳的海外营业收入占到总收入的 40%,时代的海外营业收入占比则不到10%0另 一方面，作为老牌电影公司，华纳拥有诸多影视 作品的版权和完整的电影发行渠道。此外，华纳 还拥有相当数量的有线电视用户，与时代自身的 有线电视业务具有良好的整合协同效应。

从1987年5月开始，Munro、时代公司的总裁 (president) Nick Nicholas以及副董事长Gerald

Levin与华纳公司的CEO兼董事长Steven Ross展开 了一系列的磋商。起初双方试图以时代旗下的有 线电视网络公司HBO和华纳旗下的华纳兄弟电影 公司为核心组建合资企业。不过，出于收入分 配、税收因素等考虑，双方在商谈一年之后，转 而寻求合并的方案。

横亘在时代与华纳面前的一大障碍是两家迥 异的企业文化。作为一家精英的出版公司，时代 长期以来奉行“政教分离”的原则。也就是说，经 营管理（“政”）与编辑方针（“教"）分开，以此 确保媒体舆论的独立性。时代所有的记者和编辑 人员都向其总编辑负责，而作为公司董事之一的 总编辑则直接向董事会作出报告，不受经营管理 层的控制。这种编辑与经营分离的双重科层架构 对多数企业来说都是陌生的一一华纳也不例外。 而华纳公司自身的文化特点则强调分权，各部门 的负责人握有相当大的经营自主权。比起维护舆 论中立的社会公益来，华纳更加注重商业竞争与

创新精神。

为确保两家合并之后时代编辑自主的精神得 以贯彻，时代方面在谈判中坚持合并后的公司管 理层不得插手时代旗下杂志的编辑事务，并且， 必须以时代作为收购方。时代董事会还坚持要求 在合并协议中写入长期聘用Munro、Nicholas和 Levin作为合并之后企业的高层管理人员的条款， 以此维护时代的公司文化得以延续。而华纳方面 则强调合并之后，部门负责人依旧享有高度的经 营自主权。此外，考虑到合并后会计上的摊销因 素，华纳方面要求时代釆取股票而非现金收购的 方式完成合并。两者的并购协议还包含了典型的 锁定（lock-up）条件，相互给予对方以自身股票 交换对方股票的权利，以及禁止招揽（no shop） 等条款。

在确定了基本的合并方针之后，时代公司的 CEO Munro开始了一一说服时代董事们的努力。 他相信：由于高额并购交易常常面临法律诉讼的 风险，所以时代与华纳的合并方案必须获得董事 会的一致同意。不过，要做到这一步并不容易。 像美国很多上市公司一样，时代大部分的董事是 外部的独立董事，而这些人带着各自的背景、观 念，对这桩出版界精英与好莱坞大牌的合并各有 各的想法。最终，Munro的努力终于赢得了时代 董事们的一致赞同。而在华纳方面，董事会也以 绝大多数的赞成票通过了合并方案。

百乐门横刀夺爱

正当时代与华纳双方董事会准备将合并方案 提交给各自的股东投票表决之际，百乐门公司的 CEO Martin Davis却企图横刀夺爱收购时代。从 底层勤杂工做起，在娱乐行业摸爬滚打一路上升 到业界大佬地位的Davis天生具有敏锐的商业嗅觉 和灵活果断的商业手腕。他同样意识到自己的公 司面临着收购或者被收购的处境，也将与时代公 司联姻视为打破自身困境的一条捷径。更为诡谪 的是，Davis对时代展开了攻其不备的闪击战。

对于与华纳合并这样的业内大事，时代的 CEO Munro不可能不事先摸清其他主要竞争对手 可能的反应。在正式透露合并消息之前，Munro 己经委托时代公司的律师，“华尔街并购律师三 杰"之一\*的Joseph Flom去试探Davis的意向。面对 Flom的试探，Davis故意装作对时代公司没有兴 趣，进而让Munro相信百乐门不会插足时代与华 纳的交易。然而，在距离时代与华纳的股东投票 日不足两周的1989年6月6日，百乐门却宣布将以 每股175美元的价格现金收购时代公司，后来又 进一步将收购价格提高到每股200美元。

百乐门涉足的第一场收购大战就此拉开帷 幕。与此前不久的KKR ( Kohlberg Kravis Roberts & Co.L.P.)收购RJR Nabisco的交易一样，这场较 量将华尔街上各大玩家几乎尽数卷入。时代公司 的法律顾问包括两家华尔街精英律所Cravath Swaine & Moore与 Skadden Arps Slate Mergher & Flom,两家合计获得的律师费超过1400万美元， 而其财务顾问则是有名的投行Wasserstein Perella 和雷曼兄弟的前身Shearson Lehmano华纳更是以 2500万美元的高价聘请华尔街顶级律所Wachtell Lipton Rosen & Katz作为其法律顾问，此外，*另一* 家知名律所Paul腆iss也为华纳提供了法律服务。 华纳聘请的财务顾问是著名投行Lazard。百乐门 方面的顾问团队阵容毫不逊色。其法律顾问是不 久之前为KKR赢得RJR Nabisco之战的华尔街名所 Sinpson Thacher & Bartlett,而其财务顾问是大名 鼎鼎的Morgan Stanleyo

阵容排定之后，对决正式开始。曾为电影发 行人的Davis深谙宣传之道，一上来就以其博闻与 善言打赢了宣传战。通过媒体，他向时代公司的 股东们传递出清晰的讯息：我愿意掏真金白银； 我不会出卖你们的资产；我不会干预编辑政策； 我会尽速完成各项审批。面对Davis简洁而清晰的 宣传，Munro的种种反驳都无法赢得媒体的同 情，相反，媒体几乎一边倒地支持百乐门的收 购，却对时代董事会的抵御措施提出批评。切莫 小看宣传战在上市公司并购中的作用。在股权高 度分散的美国，收购方利用舆论宣传赢得目标公 司股东的支持就像总统候选人利用媒体舆论赢得 选民的支持一样重要。输掉了宣传战的Munro不 得不调整其原先的交易策略。

其实，最初在选择合作伙伴之时，Munro也 不是没有考虑过与百乐门合并的可能性。不过， 时代的管理层最终认为与华纳合并更加符合时代 的长期经营战略。一则华纳的海外营业收入占比 远高于百乐门（后者为16%）,利于时代拓展海 外事业。二则时代无意继续扩张其业己强劲的出 版部门，而百乐门却与时代一样拥有规模可观的 书籍出版产业。再加上Davis此前瞒天过海的商业 手法，Munro本人及时代的管理层都不乐意接受 百乐门的收购计划。

于是，时代公司董事会以百乐门的收购报价 过低（时代的财务顾问认为百乐门的出价应该不 低于每股225美元），以及其收购方案包含众多 先决条件为由，拒绝与百乐门展开谈判。不过， 面对百乐门强大的宣传攻势，时代董事会对于其 与华纳原先定下的收购方案能否得到股东们的批 准没有把握。因此，绕开股东表决就成了与华纳 合并成败的关键所在。根据其时纽交所的上市规 则，时代在此交易中要发行的股票数量远远超过 己发行股票数18.5%的界线，因此，除非适用除 外事由，否则必须得到股东们的批准（如今，这 条界线提升到了20%） o

因此，时代公司董事会首先想到的是说服纽 交所，其并购交易存在除外事由。为此，时代与 华纳一同聘请了“华尔街并购律师三杰”中的第二 位Martin Lipton以及Cravath的Sam Butler向纽交所 发出联合律师函，申诉其交易无需经时代股东批 准的理由。不过，这次Lipton也没能说服纽交 所。

紧接着，时代公司改变了原先的合并方案, 将股票收购改为两步收购。第一步时代将以每股 70美元的价格要约收购51%的华纳股票，收购对 价全部为现金，此后再以合并的方式收购剩余的 华纳股票。这样一来，时代并购华纳的交易就不 再需要得到时代股东们的批准。不过，这也意味 着：面对短期收益更高的百乐门要约，时代公司 董事会将自己与华纳达成的并购方案强加给了时 代的股东们。而且，此项现金交易还可能为时代 公司增添70〜100亿美元的债务。这究竟能不能 经受住对手发起的法律挑战呢？

百乐门初尝败绩

1989年7月11H,特拉华衡平法院(Delaware Court of Chancery)对百乐门起诉时代一案 ***Q Par amount Communications, Inc.v. Time Inc.)*** 进行了审理。此案的焦点是时代的董事会拒绝百 乐门的要约，继续推行与华纳合并的交易是否违 反其对时代股东们负有的忠慎义务(fiduciary duty) o

首先，原告方认为时代董事会违反了Revlon 规则。所谓Revlon规则，简言之，就是在出售公 司之际，董事会负有为股东们寻求最佳交易方案 的义务。对此，特拉华衡平法院的首席法官 William AllenU为时代与华纳的交易不构成出售 时代公司，因为在交易完成之后，公司的控制权 依然属于“广阔、流动、可变又时时变化着的市 场"。换言之，在Allen看来时代公司的控制权在 与华纳合并前后始终维持分散状态，而控制权的 这种分散状态不变，就不能说公司被出售了。因 此，Revlon规则不适用于本案。

其次，百乐门的律师 Simpson的Melvyn

Cantor—又提出：时代公司董事会转变原先的 合并方案，籍此抵御百乐门的要约收购乃是为了 确保自身的地位，而非维护公司的战略规划；百 乐门的全现金、无胁迫性的收购要约并未对时代 公司及其股东造成可感知的威胁，因此，时代董 事会的抵御违反了Unocal规则⑵一。对此，时代的 律师 Cravath的Robert Joffe 反驳道：时代 与华纳花了整整两年时间磋商谈判合并方案，如 果这还称不上审慎的公司规划，那还有什么称得 上呢？

然后轮到华纳的律师——瞞chtell的Herbert 瞞chtell——发言，他彻底打动了法官。Wachtell 问道：假如百乐门不出现，法院会阻止时代与华 纳的合并吗？答案当然是否定的。于是，他接着 辩驳道：第二天百乐门提出了一项收购要约，并 且收购价格（比时代的财务顾问估算的价格）还 低了50美元，单凭这样一项要约不足以让法院转 而阻止时代与华纳的合并。况且，Wachtell还表 示：假如Davis真心喜欢时代，没人能阻止他将来 收购合并之后的时代华纳公司o

Allen法官接受了时代与华纳律师们的主张。 他认为：时代公司采用两步并购华纳的方案完全 是对其既有的长期经营策略的实施；况且，法律 当然有可能认为对“公司文化”的威胁是一项可以 被感知的威胁，足以令董事会正当地釆用收购抵 御措施，而不构成违反Unocal规则。

一审输了官司的百乐门向特拉华最高法院提 起了上诉。最高法院依然不认为Revlon规则适用 于时代董事会的决策。然而，与Allen法官的看法 有所不同，最高法院认为Revlon规则适用的情形 主要有两种：一是公司为寻求出售而主动发起竞 拍程序，或者进行拆解公司的资产重组；二是在 遭遇收购要约之后，公司放弃其长期战略，转而 寻求拆解公司的替代性交易。换言之，特拉华最 高法院没有肯定Allen法官提出的Revlon规则适用 于公司控制权发生改变的交易这一观点。不过， 最高法院在判决中也例行公事地说：除上述两种 情形之外，“不排除（适用Revlon规则）的其他可 能性"。五年之后，在百乐门的第二项诉讼中， 这句本不经意的话却给特拉华最高法院帮了大 忙。

对于时代与华纳的合并，特拉华最高法院并 不认为其构成寻求出售时代公司。不能因为某项 交易有可能被解释成涉嫌出售公司，就将其置于 Revlon规则的管辖之下。此外，时代公司显然也 没有放弃其长期战略，或者准备拆解公司。所 以，Revlon规则在此并无适用的余地。

至于Unocal规则要求的敌意收购给公司或者 股东带来可感知的威胁，特拉华最高法院表示： 威胁不仅仅指胁迫性的要约结构（前重后轻的双 重要约是其典型，参见本章第五节）或者要约价 格不足，而是需要根据具体案情，逐一作出分析 判断。在本案中，时代股东可能低估时代董事会 确定的长期战略计划的价值，股东难以权衡百乐 门的要约与华纳合并方案之利弊，以及百乐门的 要约可能“搅扰”时代股东投票都可以被视作这样 的威胁。

像Allen法官一样，特拉华最高法院赞同 柄chtell的意见，时代两步并购华纳的交易并不 会阻绝百乐门日后收购合并后的时代华纳公司之 路。因此，时代董事会针对百乐门收购要约的抵 御措施并未显得与此要约带来的威胁不成比例。 此外，针对时代为完成与华纳的并购将增添高额 负债这一点，特拉华最高法院认为负债本身不足 以令董事会的决策丧失合理性一一只要董事们有 理由认为负债并未高到足以损害公司利益的程 度。

最后，值得注意的是，无论是衡平法院还是 最高法院都明确指出：公司的经营决策权属于董 事会，董事会有权确定公司的长期经营战略，而 无需按照多数股东的意愿，为求短期利益牺牲认 真制定的公司规划。这些判决明确无误地宣示了 特拉华公司法贯彻的“董事会中心主义”原则。

百乐门参与的首场并购诉讼共留下了 12000 多页的证言证词。《财富》杂志的记者事后根据 这些材料撰文介绍了时代华纳合并交易，以及百 乐门插足其间的来龙去脉團一。这篇报道深入描述 了时代与华纳如何磋商合并，时代的CEO如何赢 得董事们对收购的支持，如何预先了解业内对交 易可能的反应，以及百乐门和时代双方如何展开 宣传战等诸多细节。它向人们鲜活展示了美国上 市公司的并购是一场全方位、多层次的较量，不 仅涉及商业利益与法律技术，同样包含公共关系 与宣传策略。对于进军美国收购上市公司的中国 投资人而言，着实值得一读，细细品味其中呈现 的美国人的规则与思维模式。

在痛失时代公司这个合并对象之后，不到四 年时间，百乐门就再次被卷入另一场并购大战之 中。这次，盯上百乐门的是正处于迅速扩张时期 的美国电视网络公司QVC (Quality Wlue

Convenience)*。*与时代收购华纳一样，QVC意图 购入百乐门同样反映了那个年代传媒行业极速膨 胀的热潮，以及冀图将内容制作与传播渠道加以 整合的发展战略。不过，在商业利益之争的背 后，百乐门与QVC的较量更蒙上了一层企业掌门 人之间的恩怨情愁。

对手与战友

上次我们提到，百乐门的CEO Martin Davis 是从底层做起，一路上升为业界大佬的自我奋斗 型选手。他出身草根，幼年时期家庭支离破碎， 14岁起混迹于纽约布朗克斯(the Bronx)街头。 住的是布朗克斯“大栅栏"(Grand Concourse

一个凋敝的黑人聚居区)上4美元一周的格子 间，靠送报的收入维持生计。有时，他还会截流 下几份自己派送的“每日新闻”报，再以2美分一 份转售赚钱。20岁他从大学辍学，加入Samuel Goldwyn公司，开始了其在娱乐传媒行业的传奇 之旅。

到1965年，Davis己经出掌百乐门公司的市场 营销部门。这一年，美国的亿万富翁投资人 Herbert Siegel发起了敌意收购百乐门的攻势，在 抵御这场敌意收购中，Davis崭露头角。他联合公 司的主要股东组成股东委员会，团结一致瓦解了 Siegel的收购企图。而当时领导这个股东委员 会，与Davis并肩作战的正是我们今天故事中三大 主角中的另一位Sumner Redstoneo不过，第二年 百乐门就通过一场善意并购将自己出售给了并购 狂人Charles Bluhdorn掌控的Gulf and Western公 司，而Davis也随即成了Bluhdorn的左膀右臂。 1983年，Bluhdorn心脏病突发辞世，Davis继承其 CEO的职位，成为百乐门母公司的掌门人。后 来，Davis对Gulf and Western的业务进行重组，集 中于其擅长的娱乐与传媒行业，并于1989年重新 更名为百乐门公司(Paramount Communications)。

对于好莱坞的电影人来说，这位掌控着美国 六大电影公司之一的纽约人是一位彻头彻尾的煞 星。他从不服软，从不逢迎，也从不认错。1990 年他坚持与知名专栏作家Art Buchwald就电影 Coming to America是否盗用Buchwald的创意对簿 公堂，从而令好莱坞各家制片公司共有的财务会 计问题曝光于天下。此外，他还与好莱坞的诸多

闻人结下梁子，包括曾任职百乐门、后来成为迪 斯尼公司CEO的美国娱乐业名人Michael Eisnero

与Davis不对桦的另一位好莱坞名流是我们故 事的最后一位主角Barry Diller。和Davis一样， Diller也是位早年辍学，靠自力更生跻身好莱坞 大腕的成功人士。不过，与Davis不同的是， Diller出身富裕的比弗利山庄(Beverly Hills)地 产商之家。20岁年纪就开创了美国广播公司

(ABC)著名的电视系列节目Movie of the Week,有业界神童之誉。1974年，年仅32岁的 Diller成为百乐门制片公司的董事长兼CEO。然 而，Davis九年之后执掌百乐门的母公司，他和 Diller之间齟酹日深。

这两个人的矛盾或许很大程度上要归因于他 们不同背景塑就的不同性格。Davis不喜与人交 际、深居简出，习惯从其纽约中央公园旁边的办 公室里向好莱坞发号司令。Diller却绝顶聪明、 长袖善舞，更在好莱坞拥有深厚的人脉。在经营

管理上，相对于Davis擅长的整合既有业务， Diller则热衷于开拓新型业务。然而，这两个人 又同样自信满满，甚至刚愎自用。用Diller自己 的话说，Davis“不信任人，不信任他们的行为， 也不为别人做任何事情 .....他就是对与人相处感 到不适"。同时，Diller眼中的Davis也缺乏整体战 略意识。因此，在Davis出掌Gulf and Western^年 后，Diller便从百乐门去职，投奔福克斯广播公 司(Fox) o 1992年，因为不愿受制于福克斯的 大股东默多克，Diller再次离职，买下了电视购 物网络QVC 12.6%的股票，出任其董事长兼

CEOo 囲

1993年，在见到百乐门收购时代失败，与其 他同行的并购磋商也无果而终之后，Diller开始 筹划收购百乐门公司，而这其中交织着多少他与 Davis的新仇旧怨恐怕就只有两个人自己知道了。 在从QVC的董事——有线电视大鳄John Malone那 里了解到Diller的意图之后，Davis倍感压力。他 显然不愿看到自己的公司落入昔日的部下、今日 的对手Diller之手。于是，他的目光再次投向了 往日共同作战的盟友Redstone o

Redstone的父亲是波士顿的犹太富商，经营 着当地一家连锁影院。他本科毕业于哈佛大学， 二战期间从军，后又在哈佛法学院接受法律教 育。从法学院毕业后他担任了几年公职，便转而 打理起家族的生意。在此后的20年间，Redstone 一手将父亲的影院打造成遍及全美的大型连锁影 院。1987年，他收购了原属美国三大广播公司之 一的哥伦比亚广播公司CBS (Columbia Broadcasting System)的广电企业Vacom的控制权 并成为其CEO和董事长。前面我们己经提到，在 抵御Siegel对百乐门的收购中，Redstone与Davis 成为战友。

结亲与插足

不过，Davis与Redstone的谈判起先并不算顺 利，两个人围绕百乐门与Viacom合并后公司的控 制权问题互不相让。最终，在面对QVC收购的潜 在压力不断升高之后，Davis还是让步了，同意让 Redstone取得合并之后公司的控制权，而Davis则 将出任公司的CEOo 1993年9月12日，两家正式 宣布其合并方案。每股百乐门股票将取得约9.10 美元的现金以及大约价值60.04美元的Vacom® 票，交易总金额达到82亿美元，相比交易宣布前 最后一个交易日的百乐门股价，收购溢价率约为 15%o在合并后的公司中，Redstone将拥有将近 70%的表决权地。

更为重要的是，百乐门与Macom的并购协议 包含了严格的交易保护条款。首先，两者约定了 严格的禁止招揽(no shop)条款：除非有第三方 主动向百乐门提出不含融资条件的更优收购建 议，并且在百乐门董事们的忠慎义务要求的范围 之内(fiduciary out),否则百乐门的董事会不得 与任何第三方商谈合并事宜。其次，百乐门承诺 支付1亿美元的分手费(termination fee),无论 百乐门的分手是源自第三方提出的更优收购方 案，还是百乐门的股东拒绝批准与Wacom的并购 协议。最后，Macomb取得了锁定期权(lock-up option)，假如两者的合并失败，并因此产生了 百乐门支付分手费的义务，Vacom有权以每股69 美元的价格购买2400万股百乐门股票，约占后者 己发行股票数额的20% o

然而，纵使这样苛刻的交易保护条件也不能 阻挠Diller向其老东家发起攻击的决心。9月20 日，QVC宣布以35亿美元现金和价值60亿美元的 QVC股票收购百乐门，而此时由于股价下跌， Viacom原先的收购总价己经降到75亿美元。百乐 门的财务顾问Lazard也认为QVC的报价略有优 势。不过，据说百乐门的管理层却怀疑QVC的报 价是否有足够的融资作为后盾。

实际上，美国传媒娱乐界的诸多企业都踊跃 为QVC提供融资，冀图搭上收购百乐门的快车。

譬如美国最大的广播与有线电视公司Comcast以 及另一家传媒巨头Liberty Media各承诺出资5亿美 元购买QVC的可转换优先股，而QVC自身拥有的 现金也有10亿美元也\_。10月5日，QVC向百乐门 提供了由6家银行及Comcast和Liberty Media作出 的40亿美元的融资保证文件。

10月11H,百乐门举行董事会商讨QVC的报 价，会议授权公司管理层与QVC方面会面。然 而，Davis领导下的百乐门管理层却没有按董事会 的授权行事，相反，他们花了一个半星期的时间 联系QVC的法律顾问瞞chtell, Lipton, Rozen & Katz,提出与QVC会面的先决条件。显然，Davis 此举意在拖延时间，以便让Vacom方面作出还 击，提高报价目\_。不过，QVC方面不愿再拖延下 去。10月17H, QVC向特拉华衡平法院提起诉 讼，要求法院阻止百乐门与Vacom的并购交易， 并判令百乐门董事会回赎其“毒丸"，撤销百乐门 要向Viacom支付的分手费以及Vacom取得的锁定

期权。

与此同时，QVC宣布将以每股80美元要约收 购51%的百乐门股票，随后再用相同对价并购余 下的百乐门股份。10月23H,百乐门与Macomb 成新的协议，后者同样以两步并购的方式，先用 每股80美元的价格要约收购51%的百乐门股票， 随后再以相同对价收购剩余股份。11月6日， Viacom继续提价到每股85美元；11月120, QVC 则将报价提升到每股90美元。这样一来，QVC的 报价比Vacom实际高出约13亿美元。

然而，11月15日召开的百乐门董事会仍然拒 绝了QVC的收购方案。需要指出的是：在整个竞 价过程中，百乐门的财务顾问Lazard始终被要求 不与QVC方面接触，因此也无法向董事会报告对 QVC报价的评估。此外，在此期间，百乐门的内 部法律总顾问也只和QVC的外部法律顾问Martin Lipton会过一面。

规则与反复

11月16日，特拉华衡平法院开始审***^QVC Network Inc.v.Paramount Communications Inc.*** 一 案。这次，代表原告起诉百乐门的又是四年前的 那位Herbert Wachtell律师。他一针见血地指出： Davis为保住自己的职位，哄骗百乐门董事会一味 认同与Vacom的并购计划，甚至没有要求公司管 理层与QVC会面，也没有让公司的财务顾问评估 QVC的报价。就这样，百乐门董事会白白放过了 13亿美元的溢价，这非但违反了Revlon义务，甚 至也违背了 Unocal规则。

百乐门的法律顾问也仍然是四年前的 Sirrpson, Thacher & Bartlett,他们的律师Barry Ostrager一方面反驳了 Davis为保住位子才与 Viacom n\*并的指控，他认为Davis的位子保不保得 住完全要取决于Vacom的控股股东Redstone □此 外，Ostrager强调：按照四年前***Paramount Communications, Inc.v.Time Inc.*** 一■案（以下简 称“Time案”）的判决，百乐门与Vacom的交易并 不构成出售公司，因此也不会激发要求董事会寻 找最优收购报价的Revlon义务。于是，像当年的 时代公司一样，如今百乐门放弃QVC的高价，寻 求继续与Vacom的前缘，也只是为了贯彻董事会 认为更加优越的长期经营战略。

最后，Vacom的律师 Shearman & Sterling

的Stuart Baskin 出庭陈词。他仍然将焦点集中

于QVC的融资确定性，因为QVC在其收购要约中 附加有融资条件，而且截至开庭之时，QVC仍未 向百乐门提供全部收购金额的融资保证文件。不 过，开庭之后的第三天，Diller就向百乐门董事 会提交了全部融资保证，并通知对方QVC的交易 己经通过反垄断审查。

双方各执一词，而鉴于此前特拉华最高法院 在Time案中表明的态度，衡平法院此番是否会支 持QVC插足百乐门与Vacom的交易尚难预测。实 际上，在开庭前一天，《华尔街日报》釆访了美 国公司法权威一一哥伦比亚大学法学院教授John Coffee,请他对可能的结果作一评估。Coffee教授 表示，根据7）初e案的判决，QVC几乎没有胜诉的 可能观。

然而，当衡平法院于11月24日作出判决的这 一天，情势却发生了逆转——QVC胜诉了。实际 上，衡平法院承认特拉华州的先例存在矛盾之 处，但没有必要在当下的判决中解决这个矛盾。 因为此前的7）初e案中，时代与华纳属于地位对等 的战略合并，并不涉及谁向谁出售公司控制权问 题；而百乐门与Vacom的并购协议一旦执行，原 先股权分散的百乐门公司股东就将把公司的控制 权拱手让与一个在合并后的公司中具有70%表决 权的超级控股股东Redstone,所以7）初。案判决在 此不适用。对于出让控制权的交易，毫无疑问买 方需要支付控制权溢价，这一点上诉讼各方均无 异议。于是，衡平法院认为既然QVC支付的控制 权溢价更高，按照Revlon义务的要求，百乐门董

事会就没有理由无视QVC的要约，执意坚持与 Vi acom的并购计划*。*

百乐门律师提出从前的判例涉及的均为现金 交易，而百乐门与Wacom要做的是换股交易，所 以这些先例都用不上。对此，衡平法院认为：拥 有如此大比例控制权的Redstone很容易在两家合 并之后以现金买断小股东们，因而与现金交易没 有实质区别。况且，由于存在控股股东，即便 QVC今后试图收购合并之后的“百乐门Viacom公 司"，也鲜有成功的机会，这与时代华纳的合并 又很不一样。基于以上各种考虑，衡平法院认 定：百乐门与Macom的合并让百乐门的股东们真 正迎来了生死时刻，在此关头，作为股东利益守 护者的董事会负有为股东寻求最优收购条件的义 务。

一审败诉的百乐门和Viacom又将案子上诉到 了特拉华最高法院（这次案件的名称翻转过来， 变成了 ***Paramount Communications Inc.v. QVC***

***Network Inc.***)。最高法院开庭那天 1993年

12月9日，其所在地特拉华州惠明顿市 (Wilmington)可谓万人空巷。法庭内外挤满了 从纽约赶来的律师、记者、投资人甚至学者。开 庭的过程通过有线电视网CNBC (Consumer News and Business Channel)和道琼斯投资电视网向全 美直播，《华尔街日报》更是精心绘制出百乐门 股价伴随法庭辩论进程每5分钟的变化态势以\_。

在上诉审的判决中，最高法院全面支持了衡 平法院的立场，也澄清了其此前在Time案中引人 误解的表述。最高法院指出：在涉及出售公司控 制权的交易中一一无论控制权被卖给个人或是投 资人团队，Revlon义务都将被激活，因为这样的 交易是股东们取得控制权溢价的最后机会。至于 如何将此第三项激活Revlon义务的条件塞进此前 在Time案中宣示的两项条件里，最高法院明显打 了个马虎眼。还记得我们前面说过，特拉华最高 法院在Time案判决中例行公事地提到：除了其指 明的两种情形之外，“不排除(适用Revlon规则) 的其他可能性”。此时，最高法院捞起了这跟救 命稻草，认为出售公司控制权就属于这没有被排 除的“其他可能性”。

无论特拉华最高法院是否言不由衷，案 的判决显然是美国司法体系中基于“论理"的权威 战胜基于“审级”的权威的绝好例证。尽管最高法 院在审级上高于衡平法院，而后者又需要遵循前 者的先例，可是，Allen与Jacobs两位衡平法院法 官凭借对实际利害的清晰把握以及对普通法“区 别5, (distinguish)技术的娴熟运用，*在****Time*** 和 ***QVC***两则判决中巧妙坚持了自己的主张，也最终 说服了上级法院，更使特拉华的相关法律得到进 一步明晰。只不过，最高法院的前后摇摆着实把 百乐门忽悠得不轻，大概Davis要不禁苦叹“为什 么受伤的总是我''了。

我们不妨来简单梳理一下。W判决后，特拉 华法律有关目标公司董事会应对不请自来的收购 建议的大致法律框架。首先，原则上董事会对于 不请自来的所谓“熊抱”没有积极回应的义务，只 要董事会釆取这样的态度系出于诚信，并且合理 掌握了信息。其次，假如在受“熊抱”前，董事会 已经与第三方商谈合并计划，或者受“熊抱”之后 要求其他潜在交易人竞价，并且，这些交易安排 均不涉及岀售公司控制权一一不用现金买断股 东，也不将公司卖给非上市公司或者有控股股东 的上市公司，那么，董事们只要合理认为“熊 抱”方案对公司构成威胁，而非出于巩固自身地 位之需，就可以拒绝不请自来的要约——哪怕这 样的要约出价更高也具有相当的确定性。而董事 们认定的公司长期战略和长期利益受到挑战，很 可能被合理地视为“熊抱'‘者对公司构成的威胁。

最后，假如目标公司董事会准备出售控制权 或者拆解公司一一无论发生在“熊抱”前还是“熊 抱''后，那么，董事会就必须在不请自来的收购 方案与其准备采用的其他出售或拆解方案之间， 为股东寻求最优方案一一大致就是要考察交易价 格与确定性。对准备去美国“熊抱”上市公司的中 国投资人而言，明白以上这些目标公司董事会的 基本行事准则，实在是避免“熊抱”的起始条件。

法律与市场

时代与华纳合并之后，业绩并未如预期那样 增长。2000年，Allen法官当年的预言成真，时代 华纳公司再次被以1640亿美元的天价收购，只不 过这此的买家不是百乐门，而是美国“dot com”泡 沫全盛期的泡沫大王美国在线公司（AOL）。不 巧的是，收购刚刚完成，转过年来泡沫就面临崩 溃，公司的估值瞬间减去990亿美元。加上网络 时代新锐的AOL与传统媒体娱乐公司的时代华纳 企业文化迥异，不堪整合，这桩并购案常被认为 是“史上最糟糕的并购” 就连时代华纳的前

CEO Jeff Bewkes也承认这是公司历史上最大的失 误。2009年底，AOL与时代华纳正式分家。

百乐门在输掉Q/C 一案之后重新启动竞价程 序，接连两次跌倒在Revlon义务上之后，百乐门 董事会决定彻底听从股东们的选择。因此，竞价 方案要求将交易设计成两步并购方式，哪个竞价 者先要约收购到51%的百乐门股票即获胜，胜出 者则必须于此后十日内以相同条件完成对剩余百 乐门股份的收购。最终，Vacom为防其报价中股 票部分贬值而设定的“保底封顶条款” (collar)

打动了百乐门的股东们，不过，Diller的搅局还 是让Redstone多花20亿美元(总价超过100亿美 元)才买下了百乐门。Davis> Diller与Redstone 的三方博弈显然己经不是一场单纯的商业利益之 争，更是一场荣誉之战。

几年之后，Vacom出售了价值75亿美元的百 乐门资产，但保留了百乐门制片公司以及其他价 值40亿美元的百乐门资产。换句话说，当年 Redstone花百亿买下包括制片公司在内的百乐门 全部资产，到头来几乎是白赚到了一家百乐门制 片公司1W\_O在商场上如鱼得水的Redstone却陷入 了一场继承人之争，与其女儿公开决裂，表示要 将其全部Viacom股份留给孙子女继承。而他的女 儿则发起诉讼，要求认定92岁高龄的Redstone没 有行为能力，因此其对财产的处置无效。就在昨 天，2016年5月9日，洛杉矶法院驳回了此项认定 请求。

假如当年法院阻止时代与华纳的合并，这两 家公司是否会发展得更好？或者说，假如当年法 院制止QVC插足，百乐门与Macomb业绩是否会 更好？面对今日公司的盛衰成败，我们有时不禁 要质问当年法院立下的并购规则是好是坏。然 而，这种事后诸葛亮式的拷问，也许是法律执业 者最需要抵制住的诱惑。法律规则的制定不应试 图揣测并购交易背后商业价值的优劣，而应当关 注于交易决策者动机的善恶。法律的恰当态度是 将商业决策的大权赋予专业人士，同时监督他们 在作出决策时不得夹杂谋取私利的不良动机。至 于这些专业人士的决策究竟在商业上是好是坏， 那只有通过市场竞争来检验。在市场的大浪淘沙 之下，那些智力低下、态度懒散、判断失准的决 策者恐怕早晚要被淘汰出局。

如果我们回到公司治理的原点，那么，那里 屹立着的第一块柱石上也许就镌刻着：“法律的 归于法律，市场的归于市场！"

田参见第六章第二十三节。

⑵参见本章第五节。

1. Bill Saporito, The Inside Story of Time

Warner, *Fortune* Nov. 20, 1989.

1. 有关Davis与Diller的生平见于Burrough, The

Siege of Paramount, *Vanity Fair* Feb. 1994o

1. Fabrikant, Giant Merger Set in

Entertainment, *New York Times* Sept. 13, 1993.

1. Fabrikant, TV Shopping Concern Makes Bid as a Battle for Paramount Begins, *New York Times* Sept. 21, 1993.
2. Kamar, The Story of *Paramount Communications v. QVC Network* : Everything is Personal, in *Corporate Law Stories* 2009.
3. Kamar, The Story of *Paramount Communications* v. *QVC Network* : Everything is Personal, in *Corporate Law Stories* 2009.
4. Kamar, The Story of *Paramount Communications* v. *QVC Network* : Everything is Personal, in *Corporate Law Stories* 2009.
5. McGrath, 15 Years Later, Lessons from the Failed AOL-Time Wamer Merger, *Fortune* Jan. 10, 2015.

Kamar, The

Story of *Paramount*

*Communications* v. *QVC Network :*

Everything is

Personal, in *Corporate Law Stories* 2009.

第七节“毒丸”的前世今生

“毒丸”(poison pill)这个词走进中国的年头 不长，对多数关心并购行业的国人而言，最先了 解到这个词大约是2015年爱康国宾为抵御江苏三 友的敌意收购启动“毒丸"计划的时候。不过，伴 随跨境并购以及国内并购攻防的日益活跃，这个 在美国堪称“收购防御之王”的法律机制迅速窜 红，那么，究竟什么是“毒丸”呢？就让我们来看 一看它的前世今生。

缘起

1980年代的美国是公司敌意并购狂潮席卷的 时代。尽管1968年通过的《威廉姆斯法》

(Viliams Act)对极具胁迫性的“周六夜市特 供"(Saturday Night Special)这种敌意收购形式 加以遏制，但继承其胁迫特性的“前重后轻的双 层要约收购"(two tier front-end loaded tender offer)却未绝迹E\_。在这一场敌意并购浪潮中， 涌现了一批''公司狙击手"(corporate raider)。他 们瞅准了那些由于各种原因股价被低估的公司， 运用“前重后轻的双层要约收购”的形式对这些公 司发起袭击。“公司狙击手”们往往被认为不注重 目标公司的长期经营收益，而是短期的资产价值 或者公司拥有的现金流。他们常用的策略包括先 以相对较小的代价实施首轮收购，在取得公司控 制权之后，以公司资产作为担保获取融资；或者 在购得足以对公司控制权构成威胁的股份之后， 不继续完成收购，而是寻求公司以溢价回购自己 手中的股份，俗称“绿邮讹诈” (greenmail)；对 公司的长期存续来时，最具破坏性的是在获得公 司控制权之后，将公司资产剥离发卖变现。

Boone Pickens和Carl Icahn都是那个时代有名 的“公司狙击手”以。

为了阻却这种无视公司长远利益，特别是具 有胁迫性的敌意并购，华尔街上的一位杰出商业 律师进行了不懈的努力。他就是“毒丸”之父 Martin Liptono Lipton本科毕业于宾夕法尼亚大学 沃顿商学院，1955年于纽约大学法学院获得法学 学士（LL.B.,即后来的JD）学位，曾担任《纽约 大学法律评论》主编。从法学院毕业后，他先是 在负责审理证券案件的纽约南区联邦地方法院

（U.S.District Court fbr the Southern District of New York）担任法官助理，后又供职于一家10人的小 律所Seligson, Morris & Neuburgero 在此期间， Lipton结识了他的同事以及纽约大学法学院校友 Leonard Rosen与 George KatZo

入职7年之后，1965年这三位同事兼校友与 同样毕业于纽约大学法学院的Herbert瞞chtell共 同创立了Wachtell, Lipton, Rosen & Katz律师事 务所。50年后的今天，这家当初不被华尔街“白 鞋”律所（white-shoe law firms,指传统的WASP 精英律所，如Cravath, Swaine & Moore, Sullivan & Cromwell, Siirpson Thacher & Bartlett等）待见 的小所，己经成为长年稳居全美利润率一一而非 创收——首位的超一流律所團一。

从20世纪70年代末起，Liptonfc撰写了大量 文章力陈“公司狙击手”的危害，并开始着手设计 防御措施。而“毒丸”的最初灵感来自1982年冬季 的一趟德州之行。这年12月，Lipton为帮助德克 萨斯州的El Paso天然气公司抵御Burlington

Northern Railroad公司的收购，从纽约飞到德州。 由于El Paso当时己经债台高筑，因此无法运用此 前常见的自我收购(self-tender)来抵御 Burlingtono在翻阅公司财务报表的时候，Lipton 发现El Paso还未发行己经获得授权的优先股

(preferred shares)*。* 于是，Lipton灵光一闪，想 到通过发行优先股来削减El Paso对Burlington的吸 引力。

他设计的方案是：以股息的形式向El Paso的 现有股东发行优先股，而优先股股东又可以单独 投票选举代表自己的董事，于是，现有股东实际 获得了选举董事的双份权力，从而让Burlington；® 以控制El Paso的董事会。Burlington为此提起了诉 讼，但特拉华法院支持了Lipton的防御措施。最 终El Paso和Burlington#过友善磋商完成了合并。 至此，以股息形式向股东派发权利，借此构造抵 御敌意收购的方案己经在Lipton®海中扎下了 根。此时，距离“毒丸”诞生还有半年时间。

诞生

Brown-Forman蒸馅器公司是美国第四大蒸馅 器公司，专门负责制造和销售高档酒类。到1983 年时，这家家族企业己经传到第五代，生意蒸蒸 日上，1982年销售额达到9亿美元（相当于2015 年的22亿美元），利润近1亿美元（相当于2015 年的2.4亿美元）。1983年，这家公司的老板 William Lee Lyons Brown看上了生产高档瓷器的 著名企业Lenox Inc.,当时，Lenox的规模大概是 Brown-Forman 的 四 分之一*。*

为收购Lenox, Brown-Forman的出价可谓慷 慨，Lee Brown报出了每股87美元的高价，而前 一个交易日Lenox在纽约证券交易所的每股股价 不到60美元，其前一年度的每股收益也不过4.13 美元。尽管如此，Lenox董事会仍想抵御收购。 于是，Lenox聘请了投资银行Kidder Peabody的

Martin Siegel 此公后来因内幕交易入罪，其

故事被记入了普利策奖纪实文学《贼巢》(Den of Thieves ),和Martin Lipton作为抵御收购的顾 问。

这一次，Lipton设计的防御方案瞄准了 Brown-Forman作为家族企业，60%以上的表决权 集中于Brown家族，因而极度重视家族对公司的 控制权这一弱点。Lipton的具体方案是：以股息 的形式向Lenox现有股东派发无表决权的可转换 优先股，派发比例是每40股普通股获得1股此种 优先股。假如Lenox被Brown-Forman吸收合并， 那么，取得可转换优先股的Lenox股东就能以远 低于市价的价格将手中的优先股转化为Brown- Forman 的普通股。这样一来，Brown家族在自己 公司的股权就将被大大稀释，进而可能丧失控制 权。Siegel形象地将这种抵御措施称为“毒丸”。 至此，“毒丸”正式诞生。Lenox抵御方案的直接后 果是Brown-Forman® 一步将收购价格抬高到每股 90美元，并对Lenox的董事长John Chamberlin许以 合并后公司的董事席位。最终，Brown家族虽然 没有吞下这颗“毒丸"，不过，其威力己经初现。

确立

“毒丸”刚一降生就面临接踵而来的法律挑 战，而令其合法地位最终确立的是1985年特拉华 最高法院*在* ***Moran v. Hous ehold International Inc.*** 一案中的判决。Household是一家控股公司，旗下 子公司主要涉足金融服务、运输与商贸行业。 1984年2月份的时候，Household尽管还没有成 为“公司狙击手“的直接目标，但公司副总裁己经 感觉到自己的公司有被敌意收购的危险。此时， 与其资产净值相比，Household的股价己被严重低 估。于是，公司管理层决定聘请Martin Lipton与 投资银行高盛一起为其提供抵御潜在收购威胁的 方案。Lipton设计的正是以下我们将详细介绍的 第一代“毒丸"。

可是，与此同时，Household董事兼Dyson- Kissner-Moran公司（简称DKM）总裁Moran先生 则开始探讨由DKM用杠杆收购（leveraged buyout,简称LBO）的形式并购Householdo虽 然，在Lipton为Household设计的“毒丸”出台之 时，Moran的收购计划仍处于探讨阶段，但“毒 丸”显然会给这一计划造成麻烦。于是，Moran先 生及其领导的DKM将Household告上法庭，要求 撤销“毒丸"。

为这场诉讼大战，双方都聘请了豪华律师阵 容。Household这边自然由Martin Lipton亲自操

刀，而Moran这边聘请的则是另一家华尔街的精 英律所Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom。 值得一提的是，与Lipton相反，Skadden的命名合 伙人(naming partner) Joseph Flom多年来一直秉 持赞成公司控制权自由流动的立场，与芝加哥经 济学派的观点不谋而合。此外，华尔街上的另一 家著名律所Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson则作为"法庭之友"(amicus curiae,即英 美诉讼中作为独立第三方向法院提供法律意见 者，其提供的法律意见往往涉及具有广泛社会影 响的问题，而不仅仅局限于讼争双方的利害)在 本案诉讼中出现。Joseph Flom, Martin Lipton与 Fried Frank的合伙人Arthur Fleischer Jr.被誉为那个 时代华尔街公司并购律师中的“三杰"。因此，可 以毫不夸张地说，***Moran v.Household*** —\*案汇集了 当年美国公司并购律师的最强阵容。

在介绍法院的判决之前，让我们先来看看 Lipton为Household设计的究竟是怎样一种"毒 丸这份对潜在收购的抵御方案长达48页，其 要义包括以下四个层次。

首先，Household董事会按股份数量一比一向 普通股股东派发一种特别股票认购权(stock rights)，作为特别股息。与通常的股票认购权不 同，这种特别认购权只能用来购买公司某种特定 的优先股，其行权价格(exercise price)不仅不 低于市价，反而比市价高出许多，而其存续时间 也比普通股票认购权更长，达到10年之久。此项 权利发行后，直到后述激活事项(triggering

events)发生前，股东并不能立即行权，也不可 与Household的普通股分离转让。之所以发行股票 认购权，是因为根据特拉华公司法，董事会可以 自行决策发行这样的权利，而无需经过股东表决 同意。因此，“毒丸"的正式名称是股东权利方案

(shareholder rights plan)*。*

第二个层次的设计有关激活事项，也就是特 别股票认购权的行权条件。Household“毒丸”有两 个激发条件：一是针对Household 30%或30%以上 的股票发出收购要约，二是任何机构或个人取得

Household 20%或20%以上的己发行股票。二者居 一，即可激活特别股票认购权。一经激活，此项 权利即可与普通股分离转让流通。于是，意图并 购Household者就不得不分别收购其普通股和这项 特别股票认购权，无疑增加了并购难度。不 过，“毒丸”真正的“毒性”还不在此。

Household的“毒丸”被激活后，每一项特别认 购权的持有者都可以用100美元的价格认购1%股 特别优先股，也就是说每股特别优先股的价格高 达10, 000美元。而当时Household普通股的市价 只有30〜33美元，每股股息收益不过1.75美元。 显然，定下这样高的行权价格，实际上就是不想 让Household的股东真的去购买那种特别优先股 ——这种不划算的权利被称为虚价期权(out-o匸 the-money options)*。*当然，这也会不是"毒 丸，啲“毒性，，所在。LiptonS样设计的目的只是为 了避免特别股票认购权被认为是一种专门对付收 购的虚假证券(shamsecurity),从而违反特拉华

公司法的相关规定。

Household44毒丸”的“毒性，咻现在第三层次的 设计。在“毒丸”被激活之后，假如Household进一 步被收购方吸收合并，而且合并的对价是收购方 的证券，那么，每一项特别认购权的持有者都可 以用100美元的价格购买市值相当于200美元的收 购方一一实际就是合并后的存续公司一一的普通 股股票。与购买Household自己的优先股不同，如 果特别认购权持有者以购买收购方普通股的方式 行权，那么，行权价格只有股票市价的一半，显 然对权利持有者极具吸引力一一此时，特别购买 权成了实价期权(in-the-money options ),这也才 是真正可能出现的行权方式。然而，这样一来， 吸收合并之后，收购方自己在公司中的股份可能 被大大稀释，从而丧失对公司的控制权。 Household"毒丸”发挥“毒性'啲途径与早先Lenox 的“毒丸”如出一辙。

之所以被收购方可以允许自己的股东在公司 被收购后低价购买收购方的股票，是因为特拉华 公司法规定公司被合并后，存续公司将继承被收 购公司的各项权利与义务一一包括对其股东的合 同义务，而“毒丸'‘的本质正是公司与股东之间的 一纸合同。由于Lenox和Household的“毒丸”允许 被收购方股东购买收购方的股票，所以被称 为“外翻式毒丸"(flip-over pill),它们是第一代 的“毒丸”。

最后，Household"毒丸”第四层次的设计则是 关于“毒丸"的回赎(redemption)*。*在此，Lipton 针对“毒丸”的两项激活事项设计了不同的回赎条 件。假如“毒丸”因第一种事项一一也就是针对 30%或以上股份的收购要约——被激活，那么， Household董事会有权在特别认购权持有人行权之 前随时以每项权利50美分的价格回赎这种权利。 不过，假如“毒丸”因第二种事项一一也就是取得 20%或以上Household的己发行股票——被激活， 那么，“毒丸”就不再能被回赎；换言之，针对第 二种激活事项，董事会只能在“毒丸”被激活之前 将其回赎。

通过这样的回赎设计，Lipton意图表明“毒 丸”针对的主要是具有胁迫性的“前重后轻的双层 要约收购”。因此，假如要约收购者第二轮次的 收购条件公允，不存在胁迫性，董事会就可以回 赎“毒丸”，为其收购放行。而对于那些不愿以溢 价要约收购Household股票，而是以市价购进股 票，再冀图通过控制董事会实施第二轮收购 的“公司狙击手"，“毒丸”一旦被激活就将永续不 辍，从而让其图谋无法实现。

看清了Household"毒丸”的本质之后，这种防 范潜在收购的措施能否得到法院的认可呢？特拉 华最高法院对此态度明确而肯定。甚至在审理 Household案的Moore法官看来，法院得出这一结 论几乎是自然而然的。之所以如此，原因在于特 拉华最高法院五个月前作出的另一项判决  ***Unocal Corp.v.Mesa Petroleum Co.*** 。在

Unocal判决中，法院确认目标公司董事会有权对 收购要约釆取防御措施，而“毒丸”正是这样一种 措施。

***Unocal***判决还建立起一条针对收购防御措施 的“双叉测试” (two-prong test)标准。根据这一 标准，目标公司董事会首先要证明其釆取防御措 施不是专为保住自己的职位，而是为了防范切实 存在的针对公司的威胁。对此，法院认为没有人 声称Household董事会釆用“毒丸”是为了自保职 位，相反，董事会充分证明了公司可能被胁迫性 收购；同时，“毒丸”的采用经过董事会广泛探 讨，并且听取了律师和投行顾问的详细意见，因 而也不是轻率的决策。

接下来，针对“双叉测试”的第二叉一一防御 措施必须与实际威胁成比例，特拉华最高法院认 为Household的“毒丸”并不会阻止不具胁迫性的合 理要约收购，也不会对股东委托投票(proxy)的 权利造成妨碍。况且，与自我收购等其他防范形 式相比，“毒丸”还不会给公司造成严重的财务负 担。据此，法院赞同“毒丸”这一防范措施并非与 公司面临的威胁不成比例。根据Socg/判决，一 旦满足“双叉测试”标准，董事会的决策就将受“商 业判断规则"(business judgment rule)的保护， 法院不再会对决策的实体内容加以评判囲一。

Moran先生对Household44毒丸"的最后一项质 疑是：Household董事会无权发行允许股东购买收 购方股票的特别认购权。对此，特拉华最高法院 认为：允许持有某公司证券的权利人取得该公司 收购方的证券是可转换证券(convertible security)的一项常见条件，被称为“反摧毁条 款(anti-destruction clause),旨在避免可转换证 券持有人因为公司被并购而失去转换的可能性。 这一点上，“毒丸”与“反摧毁条款'并无不同。就 这样，Lipton设计的“毒丸”在法律上获得大胜。 不过，第一代的“毒丸”在商业实践上却并非无懈 可击一一它的“毒性”还不够强大。

进化

第一代“外翻式毒丸”存在一些致命的弱点， 因而无法有效抵御敌意收购。其关键不足在于只 有当收购者意图完全并购目标公司时，“毒性”才 会发作。假如收购者仅仅取得目标公司的控制 权，却不进一步实施全面并购，“外翻式毒丸”就 不能起到稀释收购者股权的效果。

这方面有名的例子是金融大鳄James Goldsmith^寸Crown Zellerbach公司的收购。尽管 Crown Zellerbach拥有典型的"夕卜翻式毒丸"，但 Goldsmith在取得足够对公司实施控制的股权后， 就不再收购剩余的股权，于是，“毒丸”的效力无 法外翻到Goldsmith自己的公司中。更加不幸的 是，Crown Zellerbach的“毒丸”没有设定回赎条 件。所以，当“毒丸'咽Goldsmith取得超过20%的 股份而被激活之后，就将一直存续。其后果是： 此后无论什么人一一即便是善意收购者——要完 全并购Crown Zellerbach,其自身拥有的股权都会

被“毒丸”稀释掉。于是，Crown Zellerbach"毒

丸"反倒成了 Goldsmith防止其他人从他手中将 Crown Zellberbach夺走的利器。

此外，要抵消第一代“毒丸”的效力，收购者 还可以在自己公司的章程中规定收购者的原有股 东在“毒丸”外翻之后可以按照和目标公司股东相 同的条件取得收购者增发的股份。收购者还可以 为自己设定一•项买方期权(call option),允许它 以低于市场价的价格购买为并购目标公司而增发 的股份。

为克服第一代“毒丸”的这些缺点，LiptonX 设计出了第二代“毒丸”。第二代“毒丸'‘与第一代 的不同之处是：“毒丸”一旦被激活一一通常仍以 取得目标公司20%的己发行股票为条件，目标公 司中除收购者之外的股东都可以用半价购买目标 公司自己的股票。于是，收购者在目标公司中的 股权将被大大稀释，从而失去获取控制权的可能 性。因为目标公司股东低价取得的是目标公司的 股票，所以第二代“毒丸”被称作“内翻式毒 丸”(flip-in pill)*。*“内翻式毒丸”起作用的关键 是区别对待收购者与收购者以外的目标公司股 东。这种给予公司同一类型股东不同待遇的“毒 丸"设计之所以在法律上可行，又是因为先前的 ***Unocal***判决己经肯定了为抵御敌意收购，歧视对 待作为目标公司股东的收购者具有合法性。

“内翻式毒丸"的另一特点是普遍伴有回赎 权，目标公司董事会可以用极低的名义性价格回 赎“毒丸”。这样一来，董事会就拥有了灵活应对 收购要约的空间。收购者若要避免“毒丸”的“毒 性"，就必须与目标公司董事会达成协议，让后 者同意先行回赎“毒丸"。于是，"毒丸'‘实际上成 了目标公司董事会与收购者讨价还价的秩码，有 利于为目标公司股东争取到更加优越的收购条

件。为进一步强化“毒丸”的作用，目标公司还可 以建立错层式董事会(staggered board),规定每 次董事轮换仅仅更替1/3的席位。这样一来，即使 收购者试图通过股东委托投票争夺战(proxy contest)将目标公司原先的董事更换为成自己 人，进而回赎“毒丸"，至少也要等上两个轮次的 更替才能控制董事会的多数席位。

在此要稍加说明的是，“毒丸”机制离不开美 国公司法上的授权资本制度。这一制度允许董事 会不经股东批准即可决定发行己授权的股票—— 包括章程授权后尚未发行的股票，以及由公司回 购但未注销的股票(此类股票称为“库存 股”(treasury stock))。由于董事会拥有发行股 票的自由，“毒丸”计划己发行新股稀释收购方股 份的目的才能得以实现，因此，在董事会不享有 这种自由的法域，美国式的“毒丸”也将失去生存 条件。

继“内翻式毒丸"之后，又出现了第三代“毒 丸"，它的两个主要变种分别被称为“死手毒 丸”(dead hand pill)与“无手毒丸"(no hand pill) O前者指的是必须由“毒丸”被激活时在职的 目标公司董事方才能回赎“毒丸"；后者则规定在 目标董事会控制权发生变化之后的一段时间（如 6个月）内，“毒丸”不能被回赎。不过，这两种 形式的第三代“毒丸”都没有得到特拉华州法院的 支持国一。目前，“毒丸”的常见形式是第一代和第 二代的结合体，既具有“外翻”的效力，又具有“内 翻''的效力。

流行

***Moran v.Household***判决之后，"毒丸"迅速流 行开来，在此后短短一年左右的时间内，使 用“毒丸"的美国上市公司数量增加了 8.5倍。1990 年，己有过半的上市公司釆用“毒丸"，到1999年 这一比例升至56%, 2000年时则有60%的上市公 司拥有“毒丸"。同时，如前所述，“毒丸"还不断 进化演变，出现了第二代和第三代形式。21世纪 初，“毒丸”漂洋过海来到日本。不过，在坚持“股 东平等原则''的日本，对作为目标公司股东的收 购者加以歧视的“毒丸”立刻遭到了司法挑战。

2005年日本网络服务商“活力门”公司

(livedoor)取得了日本放送公司(Nippon Broadcasting System Inc.)近40%的股票，并意图 将其并购。为抵御“活力门”的并购，进而维持母 公司富士电视(F^ji TV)的控制权，日本放送公 司启动了“毒丸"，"活力门”随即将日本放送告上 法庭，请求法院禁止实施“毒丸”计划。东京地方 裁判所和东京高等裁判所先后判决支持“活力 门”的请求，否定了日本放送公司的''毒丸"。不 过，东京高等裁判所在判决中有条件地为启 动“毒丸”留下了余地。这一条件就是收购者滥用 权利实施收购，包括企图实施“绿邮讹诈”、攫取 目标公司的知识产权、利用目标公司资产为收购 者偿债，以及出售目标公司资产以派发一次性巨 额股息。

2007年，美国对冲基金Steel Partners意图收 购日本著名调味品公司Bull-Dog Sauce的全部股 份。不过，市场普遍猜测Steel Partners的真实意 图是实施''绿邮讹诈"。于是，Bull-Dog Sauce决定 利用“毒丸”抵御Steel Partners的收购，后者则提 起诉讼，要求禁止启动“毒丸”。官司一直打到日 本最高法院。最高法院在判决中指出：为了抵御 可能对公司或股东的共同利益造成损害而启动 的“毒丸”不违反日本《公司法》上的股东平等原 则；董事会不必在出现收购企图之前预先设置 好“毒丸”，但“毒丸”不得以维护董事的职位为目 的，并且必须得到股东大会的批准。最终，日本 最高法院支持了Bull-Dog的“毒丸”。从此，“毒 丸”在日本得以确立。

不过，与美国法律体系一脉同源的英联邦国 家(Commonwealth)则普遍对"毒丸"持审慎态 度。譬如，英国和新加坡都原则禁止实施“毒 丸”计划，规定在收购威胁实际出现之后，除非 经过股东大会的批准，否则不得启动“毒丸”。香 港法律则似乎更显暧昧，对“毒丸”的态度较英、 新两国有所松动。

中国企业中较早出现的“毒丸”当属2005年新 浪为抵御盛大收购而启动的“毒丸”计划。根据这 一计划，一旦新浪10%以上的普通股被收购，收 购人以外的新浪股东就能以半价购买新浪增发的 股票。可见，这是一颗典型的第二代“内翻式毒 丸"，它迫使盛大最终放弃了收购计划。

2015年底，爱康国宾为抵御江苏三友的收购 而启动的“毒丸”计划则同时包含了“内翻式”与“外 翻式”要素，基本套用了Mchtell LiptonW师事务 所于90年代中期推出的标准“毒丸”设计。不过， 作为一家设立于开曼群岛的公司，其“毒丸"的效 力将受制于开曼群岛而非美国特拉华州的公司 法。作为英联邦成员的开曼群岛，其公司法 对“毒丸”的态度更接近与特拉华州还是英国，似 乎不无疑问。

影响

“毒丸”究竟给目标公司股东的利益带来怎样 的影响？从理论上说，一方面，它使得对目标公 司的收购变得十分困难，从而可能令目标公司股 东丧失获得收购溢价的机会，从这方面看，“毒 丸”会损害股东利益。然而，另一方面，“毒 丸"一一尤其是“毒性"强却又能被灵活回赎的第二 代“毒丸，，—赋予目标公司董事会与收购者讨价 还价的绝佳筹码，进而能为目标公司股东争取到 更为优惠的收购条件，所以，“毒丸”又可能有利 于目标公司的股东。一个有趣的事实是：尽 管“毒丸”被广泛使用，至今却只被激活过两次

（一次是上述 Goldsmith对Crown Zellerbach 的收 购，另一次是2010年软件企业Vfersata Enterprises 收购纳斯达克上市的高科技企业Selectica）。也 就是说，面对“毒丸"，有意收购者要么最终放弃 了收购意图，要么与目标公司董事会达成协议， 由后者将“毒丸”回赎。由此可见，对目标公司的 股东而言，“毒丸”的确可能产生正反两方面的作 用。

那么，经验证据究竟为我们描绘了一副怎样 的图景呢？几十年来，许多金融经济学家都对此 进行了研究。总体而言，针对早期“毒丸”的研究 多发现其对目标公司的股价有小幅的负面影响。 例如，以1983到1986年间出现的“毒丸”为对象的 研究发现，其对目标公司股价的负面影响通常只 有1%左右峡。

针对更为近期的“毒丸”进行的研究结论并不 一致。一方面，一项以1992到2002年间的“毒 丸''为对象的研究仍然发现其对目标公司的市值 具有小幅负面影响目\_。但另一方面，似乎更多的 研究发现“毒丸"对目标公司股东具有正面影响。 例如两项分别以1983到1991年和1985到2009年间 的“毒丸”为对象的研究都发现：“毒丸”既能增加 目标公司股东获得的收购溢价，却又没有降低收 购成功的可能性国\_。还有针对1984到1992年间采 用“毒丸"的公司进行的研究发现，这些公司长期 的经营表现普遍有所改善国\_。

以上经验证据或许表明：大体而言，“毒 丸''没有给目标公司的股东带来过多损害，相反 还有可能增加他们的收益。不过，“毒丸”的正面 作用取决于目标公司董事会利用“毒丸”这个筹 码，切实地为股东利益讨价还价，而非专注于保 全自己的职位。然而，要激励董事们做到这一 点，又极度依赖于适当的法律制度，这种制度既 要赋予抵御收购的董事权力，又要限制他们为谋 求自身利益而滥用这种权力。由此，特拉华州公 司法对目标董事授权与制约的尺度把握，或许是 最终决定“毒丸”对股东利益影响的关键所在。

近况

进入21世纪之后，“毒丸”的运用似乎呈现减 少的趋势，那些“毒丸"期限届满的公司也日益倾 向于取消而不是更新“毒丸"。譬如，2001年的时 候，大约有85%即将过期的“毒丸”被更新，而到 了2005至2007年期间，这个比例跌落至32%o不 过，显性使用“毒丸'啲公司比例减少，不等于“毒 丸''的风光不再了。由于在敌意收购企图出现的 时候，目标公司董事会可以在一两天内迅速增 设“毒丸”计划，所以，实际上几乎每家公司都带 着一颗隐性的"毒丸"(这被称为shadow pill)。 面对这种隐性“毒丸"，收购者不得不坐下来与目 标公司董事会进行磋商，而这种笼罩在“毒丸”阴 影之下的磋商仍旧可以起到其本来的作用一一无 论正面的，或是反面的边I。

最近几年，伴随对冲基金投资人对公司经营 决策日益积极地参与，即所谓的“股东积极主 义"(shareholder activism),"毒丸"又被董事会 用来对付这些活跃的股东，限制他们取得股份的 比例，进而限制他们在公司经营事务中的发言

权。此类“毒丸'‘往往激活的门槛较低，通常在有 股东取得10%的股份时就被激活。同时，在计算 活跃股东的持股比例时，还会将各家对冲基金投 资人合并计算。

美国著名百货商店J.C.Penny抵御Pershing

Square Capital Management用的"毒丸”是这方面的 典型。此外，老牌书店Barnes & Noble也使用了 类似的“毒丸”来对抗著名投资人Ronald Burkleo 2014年5月，特拉华州负责审理公司法案件的衡 平法院(Court of Chancery)*在****Third Point v.Sothebys*** 一案的判决中又一次重申了 Soc况

***v.Mesa***以及***Moran v. Hous ehold***这两个80年代判决 的观点，全面支持世界最古老的索斯比拍卖行利 用“毒丸”防止对冲基金Third Point以及与之联合 的其他基金投资人获得过高比例的索斯比股票， 进而左右公司的经营战略。索斯比釆用的“毒 丸，，有一个特点，就是针对积极股东(按照 Schedule 13D进行信息披露的股东)与消极股东

(按照Schedule 13G进行信息披露的股东)设置 了两道不同的激活“毒丸'‘的门槛，前者只要持股 超过10%就会激活“毒丸”，后者要激活“毒丸'‘则 需要持股20%以上，这被称为“双层毒丸”(two- tiered poison pill)*。*

反对股东积极主义者的通常观点是：过于活 跃的对冲基金参与公司经营决策，可能只注重于 短期效益而牺牲公司的长期利益。然而，最新的 研究结果似乎不能支持这种观点。一项对遭遇活 跃股东干预事件之后五年内公司股价变化的研究 发现：在股东干预事件发生之后的短时期内公司 股价明显上升，而在此后五年的较长时期内，股 价也没有出现回落的情况心\_。按照这一研究结 果，或许有必要重新考虑以“毒丸”对抗活跃股东 的必要性。

毕竟，意图参与公司经营的股东与敌意收购 者的行为不甚相同，前者即便与董事会磋商，也 不会给公司股东带来更高的溢价一一因为原本就 不存在并购公司的问题。相反，活跃的股东倒有 可能成为监督公司董事会和管理层勤勉职守，降 低代理人成本的积极因素。也许出于这些因素， 连“毒丸”之父Martin Lipton本人最近也表示公司董 事会应更积极寻求与活跃股东和解而非对决到底

£12］。

余论

“毒丸”这30来年的历史折射出了法律规则与 商业活动的密切关联。商业机制的设计始终离不 开法律制度的稳定与包容。如果法律朝令夕改， 或者法院说了不算，显然会让商业活动处于不确 定之中。商业机制的创新必定建立在对既有规则 制度的评估之上，而假如从前没有的规则可以随 意蹦出来对新的商业机制横加阻拦，那么，商业 创新就将成为泡影。更为糟糕的是，缺少了可预 见并且普遍适用的规则基础，因人因事制定规 则，只能将商场变成一个寻租的舞台。

同样，一个僵硬而缺乏包容性的法律体系也 会使商业机制的创新窒息。虽然，僵硬不可变通 的规则可以高度稳定，但它的实际效果却是维护 既得利益，阻碍新生力量对此提出挑战。在这样 的规则体系下，社会经济自然难以取得发展。而

要建立一套既能包容创新，又不纵容滥用的规则 体系，必须妥善平衡权力(authority)与责任 (responsibility)*。*权力赋予商业决策者创新的 空间，责任则用以防范专事损人利己的寻租活 动。可以说，有关公司治理的法律制度始终围绕 着权力与责任的平衡这一核心问题展开吳一。

规则制定者要恰当地对两者加以平衡，就必 然要对商业活动背后的经济利害冲突有深刻理 解。由此方能知道如何为权力划定边界，又如何 确立责任的基点。这方面，特拉华衡平法院和最 高法院的法官们树立了值得借鉴的榜样。通过细 致区分各种不同类型的商业决策涉及的不同程度 的经济利益冲突，他们确立了从“商业判断规 则”“双叉测试标准”到“完全公平规则”的多层次规 则体系。这一体系既为公司的决策者保留了足够 的裁量余地，又不让他们恣意损害公司股东的权 益。没有强大的法治环境，没有深刻反映商业需 求与利益冲突的规则体系，或许我们很难想象会

出现“毒丸”这种创新的商业机制。

由参见本章第五节。

⑵参见第六章第二十九节。

国参见第八章第三十八节。

囲参见本章第五节。

1. 法院的意见分别见于*Carmody* v. *Toll Brothers* 与*Mentor Graphics v. Quickturn Design Systems* 两案的 判决。
2. Ryngaert, The Effect of Poison Pill Securities on

Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* 1988; Malatesta & Walking, Poison Pill Securities： Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership

Structure, *Journal of Financial Economics* 1988.

1. Bebchuk, Cohen & Ferrell, What Matters in Corporate Governance ? *， Review of Financial Studies*

2009.

1. Comment & Schwert, Poison or Placebo?

Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modem Antitakeover Measures, *Journal of Financial Economics* 1995; Heron & Lie, The Effect of Poison Pill Adoptions and Court Rulings on Firm Entrenchment, *Journal of Corporate Finance* 2015.

1. Danielson & Karpoff, Do Pills Poison Operating Performance? *， Journal of Corporate Finance* 2006.
2. Coates, Takeover Defenses in the Shadow of the Pill： A Critique of the Scientific Evidence, *Texas Law Review* 2000.
3. Bebchuk et al, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review* 2015.
4. Lipton, Some Lessons from DuPont-

Trian, *Harvard Law School Forum on Corporate*

*Governance and Financial Regulation* 2015.

1. Bainbridge, *Mergers & Acquisitions* 2012.

第八节请认真对待“毒丸”

尽管，，毒丸，，得到特拉华法院的承认，从而得 以独步天下，但法院并非听任目标公司的董事会 释放其“毒性”，随便地抵御敌意收购。釆纳和实 施“毒丸”计划都要经得起Unocal规则的检验。以 下接着上次的文章，我们再来看看在“毒丸”的诞 生之地，使用“毒丸”究竟是一件怎样需要认真对 待的事。

认真什么

上一节已经详细介绍了“毒丸”缘起的时代背 景：它与80年代美国的“公司狙击手”们意图通过 并购讹诈甚至拆解公司，以此损害公众投资人的 做法息息相关。“毒丸”最初要抵御的重点是对公 众投资人构成极大胁迫的“前重后轻的双层收购 要约"。

这里特别需要澄清的是，“毒丸”并非可以被 用来抵御任何“敌意收购5, (hostile takeover),而 只能用以抵御那些会给公司和股东造成现实的破 坏性威胁的收购企图。“敌意收购”有时也被翻译 成“恶意收购”，其实，这里的“恶意”并非我们普 通理解的具有道德含义的“善，，、“恶”。它不过是 没有得到目标公司董事会支持的意思。因此，倘 若真的从道德含义上看，对董事会“恶意”的收 购，对股东则完全可能是“善意”的。所以，我们 必须认真对待的第一个问题就是：“毒丸”要保护 的不是公司的管理层和内部人士，而是上市公司 广大的股东。

为此，在确立“毒丸”合法性的***Moran v.Household*** -\*案的判决中，特拉华最高法院明确 指出：尽管Household采用的“毒丸”有效，但“当 Household的董事会面临要约收购，并被要求回 赎，毒丸，的时候，董事会不得任意拒绝收购要 约。此时，董事会需按照忠慎(fiduciary)标准 来决定是否釆用防御性机制一一就像其他任何董 事会都要做的那样，董事们此时的义务与他们原 先决定釆用'毒丸'时的义务毫无不同。"

也就是说，无论在董事会决定预先釆用“毒 丸”抵御潜在敌意收购之际，还是在敌意收购真 实显现，董事会进而需要决定是否保留“毒丸”之 际，董事们的决定都必须符合“忠慎”的要 求。“忠”者，对股东忠实；“慎”者，为股东谨 慎。具体而言，就是要满足***Unocal v.Mesa —***案中 法院立下的“双叉测试"的标准 山—o显而易

见，“毒丸”必须被认真对待的第二个地方是：采 纳了“毒丸”的公司，不等于都可以尽情地释放 其“毒性”。

看清尺度

为认清使用“毒丸”的尺度。让我们再来看一 则特拉华法院于“毒丸”的合法性确立之后不久作 出的判决C/邛 ***Capital Associates LLP v. Inter co Inc.***

1988年5月起，City Capital

Associates (CCA)的实际控股人Rales兄弟开始 增持Interco的股票。一个月后，Interco董事会决 定替换其原有的第一代“毒丸”，转换成具有更 大“毒性”的第一和第二代混合“毒丸”，并规定了 每股1美分的回赎价格。8月15日，CCA正式向 Interco的全体股东发出收购要约，每股收购价格 为70美元(是时Interco股票的市价在40美元区间 内)，对价全部以现金支付。要约成立的主要条 件是CCA取得至少75%的Interco股票，以及Interco 董事会回赎''毒丸"。

8月22日，Interco董事会在听取其财务顾问投 资银行Wasserstein Perella的报告之后，决定向股 东建议拒绝接受CCA的要约，并授权管理层寻求 可以替代CCA要约的一切可能途径。在向董事会 的报告中，Wasserstein Perella估计收购价格的"参 考区间5, (reference range )是每股74〜87美元。 有趣的是，财务顾问在此使用了“参考区间”这个 模棱两可的概念，而非通常的“合理价格，, (fair price)区间。这个小细节没能逃过审理此案的 Allen法官的法眼。

9月10日，CCA将收购价格提高到每股72美 元。但Interco董事会仍旧表示拒绝，并提出了自 己的重组方案。简单来说，这个方案就是大量出 售Interco的资产，同时向银行举借20亿美元。然 后，将这些资金用以向股东派发股息。不过，股 息的形式不仅包括现金，也包括劣后债券和可转 换优先股等证券，其中现金的比例约为40%o根 据Wasserstein Perella的估计，每股股息的价值为 66美元，而经重组之后Interco股票的每股价值约 为10美元。换句话说，也就是Interco重组方案带 给股东的是每股76美元一~1不是全现金交易。

这里要插上一句，Interco董事会在向其财务 顾问Wasserstein Perella支付报酬的约定中承诺： 假如Interco的重组方案成功，Wasserstein Perella

可以获得高额的风险代理酬金(contingency fee） o也就是说，支持Interco董事会打败CCA的 要约会给投行带来实质性的好处。于是，投行在 估算合理要约价格的时候，其自身的利益冲突不 言而明（现在，大家该理解为什么投行用了个不 明不白的“参考区间"了吧）*。*

10月18日，CCA进一步将要约价格提高到每 股74美元，同样是全现金、全股东要约，并且承 诺在此后的第二步并购中（第一步要约条件是收 购的股票达到己发行股票的75%）,仍将向剩余 股东支付相同的对价。换言之，CCA的收购要约 完全不是胁迫性的“前重后轻的双层收购要约”。 然而，10月19日的Interco董事会依然拒绝了CCA 的要约，并将回赎“毒丸”与实现其重组方案关联 起来。因为董事们相信自己的重组方案每股价值 至少是76美元，超过CCA要约的74美元。

接下来，自然是CCA提起诉讼，要求法院判 令Interco董事会回赎“毒丸”。Allen法官在引述 Unocal> Household及其他相关判决后指出，本案 不存在胁迫性和欺诈性的收购要约一一主要就是 指没有“前重后轻的双层结构”的要约，收购与反 收购方的争议无非在于要约价格是否合适。接 着，AllenX说道：面对这样的要约，董事会“无 权预设排他性的(preclusive )障碍。所谓预设 排他性的行动，我是指实际上剥夺了股东在收购 要约与现有状态(或董事会支持的其他方案)之 间作出选择的权利这样的行动"。

针对“毒丸"，Allen继续说道：对于不具有胁 迫性的收购要约，除非出于特殊原因，否则董事 会的忠慎义务有可能要求他们回赎，毒丸，，为股 东自行选择打开绿灯"。随后，就CCA与Interco的 争讼，Allen表示：“我的结论是，任何一个没有 被天生把持自己利益不放这种念头腐蚀过的、合 情合理的脑袋都不会反对这样的观点一CCA提 议的74美元的现金要约并没有给股东的利益带来 如此巨大的威胁，以至于需要实际剥夺股东们选 择接受其要约的权利”。当然了，恐怕谁都看得 出76块的现金加劣后债券，至少不会比74块的真 金实银好到哪里去，也许只会更糟糕。何况就是 这76块，还是由一个存在明显利益冲突的财务顾 问算出来的。

Allen法官意犹未尽，接下去他还说：“在董 事会己经有合理机会探寻、制定替代收购要约的 方案，或者努力为股东谈判一个好的要约价格之 后，仍然允许董事们利用'毒丸'这种新发明来剥 夺股东有效地选择接受要约的权利，这种做法在 我看来与广为接受的、恰当的公司治理方式实在 相去甚远。允许这样做将威胁到我们的公司法存 在的合法性和权威性。”

Interco判决为使用“毒丸”设定了明确的界 限，无疑会引起公司管理层的不安。然而，特拉 华州对待公司董事会的忠慎义务，基本态度并未 改变：这就是自Unocal判决以来一以贯之地考察 董事会釆取反收购措施的动机。假如董事会确实 有理由相信收购对公司和股东构成威胁，那么，

法院允许他们抵御收购；反过来，假如为董事谋 求私利，那么，包括“毒丸”在内的各种抵御措施 都不会被法律认可

至于如何考察董事会的动机，特拉华法院尤 为注重董事会决策的过程。本章第五节己经详细 介绍了Unocal董事会作出反收购决策的过程。其 中特别值得注意的细节是：董事会的11名董事中 有8名为外部独立董事；董事会听取了独立的外 部顾问多次报告和建议；独立董事们还单独听取 外部顾问报告，并单独进行闭门磋商；董事会经 长时间、多次会议之后方才作出抵御收购的决 定。

为谁治理

小小的“毒丸"，包含着公司治理的基本问 题，那就是为谁治理公司？答案当然是为股东， 或者至少首先是为股东。而且，为的不是控股的 几个大股东，而是广大的公众投资人。道理很简 单。要治理是因为有担心。董事会、管理层和大 股东早己控制了公司，把持了公司的资产，他们 对公司还有什么可以不放心的呢？要担心的是公 众投资人，是这些钱投下去了，如何花却管不 到，也管不了的人。说到底，公司治理就是要帮 公众投资人治住董事会、管理层和大股东。这是 由最根本的代理人成本(agencycost)决定的。

特别是在公司的控制权面临易主危险的时 候，内部人士可谓生死攸关。弄不好下岗回家， 至少也要折损掉可观的私人利益團一。可想而知， 这样大的利害面前，作为内部人士的董事和管理 层又有几个能坐怀不乱呢？因此，法律规制反收 购行动的基本出发点就是内部人士与公众投资人 之间加剧的利益冲突。也正由于此，特拉华法院 才立下了更为严格的忠慎标准一Unocal"双叉测 试”。“毒丸”的底线是不能“毒害”股东。

所以，请务必认真对待“毒丸”。认真对待“毒 丸”也就是认真对待公众投资人，也就是认真对 待资本市场。倘若失去了一个健康高效的资本市 场，现代化经济的可持续发展也就失去了重要的 引擎。无论屋里的“文明人"，还是门口的“野蛮 人”，出来在资本市场上混，都要遵循市场的尺 度。而把握住这个尺度的人，只能是中立又高效 的法院和执法者。如若丢失了这样一个把握尺度 的人，那在资本市场上，大概也只能问问 姓“钱”，还是姓“赵”了。

殊途同归

最后，我们来看看在Interco判决中严格限制 了“毒丸”适用条件的Wiliam Allen法官和“毒丸之 父”Martin LiptonA生轨迹的重合。1997年，在担 任专事审判公司法案件的特拉华州衡平法院

(Delaware Court of Chancery)首席法官 (Chancellor)长达12年后，Allen从法院退休。

同年，华尔街超一流的律师事务所 由Lipton

联合创立的Wachtell, Lipton, Rosen & Katz

就立即聘请其为事务所的法律顾问(of

counsel）。从此，这两个常年在法庭上相见的杰 出法律专业人士成为同事。

当年，一个造“毒丸"，一个限"毒丸"。Allen 判决Interco回赎“毒丸”之后,Lipton甚至专门就此 发出备忘录，建议公司改变注册地，离开特拉华 迁往别州。这两人往日看似冤家，又如何会殊途 同归呢？除了英雄惜英雄之外，或许他们也都秉 持着相同的信念，那就是为了股东的利益治理公 司。Allen限制“毒丸”是为斯，Lipton发明“毒 丸"又何尝不是为斯呢？

大概正是由此，Lipton最近才会呼吁公司的 董事会放弃过度抵御日益活跃的机构投资人一一 毕竟，经验证据己经表明，这些活跃的股东并没 有造成Liptonil心的对公司的长期损害，相反， 他们的活跃也许还给公司带来长期的利益囲\_。

由参见本章第五节。

£2]有人以为在此后的*Paramount v. Time* 一案中法 院改变了态度，其实这是对且初。案判决的误读；在不 久之后的*Paramount v. QVC*判决中，特拉华法院再次 重申了*Unocal*案的立场。参见本章第六节。

£3]有关公司控制权带来的私人利益，参见第六章 第二十三节。

[4] Bebchuk et al., The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review* 2015.

第九节“辉”一挥手，不叫你带走半片  
云彩

2016年4月间，华尔街为一件世纪并购交易 的落空而喧嚣，那就是世界制药业巨头辉瑞制药 (Pfizer)与爱尔兰制药企业艾尔建(Allergan) 规模空前的合并计划。2015年11月22H,两家签 订了并购协议，艾尔建以蛇吞象的方式合并辉 瑞，后者将成为前者的子公司。这一交易的总规 模超过1500亿美元(交易规模超过安邦曾经插足 的喜达屋并购十倍)，主要目的是为了所谓 的“税负倒置” (tax inversion)。不过，2016年4 月4日，美国财政部宣布了其应对税负倒置的新 规则，从而令辉瑞与艾尔建交易的目的无法实 现，辉瑞遂于两天后宣布终止原先的交易。本节 将着重展示辉瑞如何得以从这项规模空前的交易 中悠然脱身。

税负倒置

先简单介绍一下税负倒置并购交易的大致背 景。美国的公司税税率高达35%,在西方发达国 家中居于首位。非但如此，美国还是世界上为数 不多的几个对其公司在全球范围内的收入统一按 此税率征收公司税的国家（不过，美国税法允许 其公司在将海外盈利返归美国境内之前延迟缴纳 公司税）。如此沉重的税负义务给予美国公司积 极改换国籍的动力。为此，美国公司往往通过在 海外设立或者寻找一个公司，再将自己并入该海 外公司成为其子公司的办法，达到躲避美国公司 税负担的目的。这样的并购交易就被称为“税负 倒置”并购。

税负倒置后并不影响公司继续将其总部设立 于美国，以及在美国开展商业活动。税负倒置并 购由来己久，近年来更趋活跃。据报道，自1982 年以来己有50余家美国公司进行了税负倒置，其 中2012年以后发生的就有20多起由\_。所以，当去 年辉瑞宣布与艾尔建合并的时候，其谋求税负倒 置的目的可谓“司马昭之心"，天下皆知。

自21世纪初以来，美国的立法者们一直在谋 求收紧政策，遏制税负倒置，而辉瑞交易以其空 前的规模愈发激起美国政界的强烈反应。特别今 年适逢大选之年，辉瑞这样的著名大企业为减轻 税负负担而弃美国而去，自然不能不引发左右各 派候选人的攻击。为此，奥巴马政府积极寻求对 策，以期在大选中不会因此而失分。根据美国的 税收规则，要想通过税负倒置切实减轻税务负 担，原先的美国公司在完成并购之后的公司中所 占的股份比例最好在50%-60%之间，而当该比例 超过80%时，减轻税负的目的就会完全落空。

辉瑞选择的并购对象艾尔建在去年11月时的 市值大约是辉瑞市值的60%,按照当时的税法规 则，合并之后辉瑞在新公司中所占股份比例约为 56%,正好可以充分享受税负倒置带来的利益。 不过，艾尔建在与辉瑞签约前的三年已经连续进 行了几次大的税负倒置交易，包括以250亿美元 的价格增发9900万股收购Forest Labs,以660亿美 元的价格增发1亿2800万股收购Actavis以。

然而，按美国财政部准备采取的新措施，这 些在三年内连续实施的交易将被视为“系列性税 负倒置"(serial tax inversion)。在计算原先的美

国公司于并购后公司内的股份比例，以确定其税 务负担的时候，这一新规则将排除外国母公司因 系列性税负倒置收购而新增获得的股份数量。也 就是说，要计算辉瑞与艾尔建合并之后前者的股 份比例多大，只能以艾尔建三年之前的规模作为 标准。这样一来，艾尔建不折不扣地成了蛇吞大 象——以此计算，艾尔建的股份市值不过300亿 美元左右，而辉瑞的却高达2000亿，二者合并之 后，辉瑞所占股份比例超过80%o于是，辉瑞借 助这笔交易减轻税负的目的就会彻底落空，这就 是其为何选择退出的原委。

分手费

在辉瑞与艾尔建的交易合同中也约定有“禁 止招揽"(no shop)、“忠慎义务例外5, (fiduciary out)、"更优方案"(superior proposal)、"提价 权"(matching right)、"分手费"(breakup fee) 等典型的美国公司并购中的所谓交易保护条款目 O在此，特别要提一提这笔交易的分手费安排。

常规与法律。所谓分手费大致可以视为并购 协议成立生效之后，目标公司(在此为辉瑞)违 约终止交易时需要向收购方(在此为艾尔建)支 付的违约金。与此对应，收购方违约时向目标公 司支付的违约金则被称作“反向分手费” (reverse breakup fee)。在美国公司并购交易的实践中， 分手费的规模大多为交易收购的股权价格的 2%-4%左右；而伴随交易规模的增大，分手费的 比例一般会略有减小。譬如，在万豪修改后的与 喜达屋的并购协议中，分手费将近4亿7000万美 元，占股权收购总价136亿美元的3.5%

约定分手费一方面给予在先报价者的早期交 易投入一定的补偿，从而激励报价；另一方面也 避免了协议终止后评估违约责任的纷争。金融学 研究表明，适度的分手费有利于目标公司获得更 高的收购报价 囲\_。不过，作为一种交易约束条 件，过高的分手费无疑会限制目标公司在找到更 加优惠的收购条件后，放弃原有收购方案的自 由。为此，特拉华州法院会对分手费的金额进行 审查，防止过高的分手费令目标公司的股东不得 不咽下不利的收购方案。也就是说，假如目标公 司董事会答应的分手费金额过高，有可能违反其 对股东们负有的忠慎义务(fiduciary duty)。比 如，对于4.4%股权收购价格的分手费，法院就曾 表示其“接近'通常接受'的分手费比例的上 限"("***re Answers Corp. Shareholders Litigation*** )o

2014年，特拉华法院在"***re Comverge Inc.Shareholders Litigation*** 的判决中明确表示， 过高的分手费（该案中法院认定分手费的实际比 例将近股权收购价格的13%）会构成目标公司董 事会违反其忠慎义务——尤其在收购价格低于目 标公司股票市价之时。一一该案情节颇为有趣， 除了分手费之外，一旦目标公司终止原先的并购 协议，收购方还可以通过其拥有的可转换公司债 额外获得经济利益，法院认定这种利益构成实质 性的分手费。

值得一提的是，尽管特拉华法院限制目标公 司支付的分手费的数额，却未对收购方支付 的“反向分手费”加以类似限制。例如，在谷歌收 购摩托罗拉的交易中，谷歌约定的反向分手费金 额高达交易总价的20%o法院之所以采取这样的 态度，是因为反向分手费的经济意义有所不同。 为了解消目标公司董事会对于监管审批等带来的 交易不确定性的忧虑，收购方以承诺高额反向分 手费的方式向前者发出信号：“你们不必担心， 我对交易成功信心满满，因为我比你们更了解自

己面临的监管等方面的风险。"

尽管高额反向分手费具有弥补双方信息不均 衡的积极作用，但仍不能排除收购方董事会糊涂 误算，或者图谋私利，因而过高向对方承诺反向 分手费，让自己的股东吃亏的可能性。那么，收 购方股东们吃的亏，法院又为何不体察一番呢？ 总体而言，特拉华法院在并购交易中，将更多的 关爱倾注给了目标公司的股东们。之所以如此， 可能是法院认为相对于并购完成后烟消云散的目 标公司而言，收购方将继续存续，也就是说，收 购方的董事与管理层会继续受制于市场法则的制 约。假如市场认为其弃自己的股东利益不顾，做 了一笔坏买卖，就会让其股价下跌，直至成为被 收购的对象。这样的市场制约逻辑似乎得到了一 定的经验证据支持国一。大家或许也还记得收购了 美林证券以后黯然下台的美国银行CEO兼董事长 Ken Lewis吧。

辉瑞的超常。可是，根据上述《华尔街日 报》的报道，此次辉瑞放弃交易需要支付的分手 费不过区区1亿5000万美元，仅占其1500亿美元 交易规模的0.1%,这是十分异乎寻常的。那么， 辉瑞是如何做到的呢？我们不妨来研究一下它与 艾尔建并购协议中有关分手费的约定。

辉瑞与艾尔建并购协议中的分手费条款颇为 复杂，大致而言，分手费分为几个层次，也就是 所谓的“分层分手费5, (tiered breakup fee) o通 常，在约定目标公司具有“招揽权” (go-shop rights)的交易中分层分手费颇为多见。在招揽期 限内终止合同，目标公司所需支付的分手费比例 较低，一般为交易金额的1%-2%；而超出此期限 范围发生的分手费比例升高，为交易金额的 2%-4%o既然允许招揽，在此期间降低分手费便 顺理成章。而且，伴有“招揽权”的交易中，目标 公司多在签订并购协议前未能进行充分的市场探 查。不过，辉瑞与艾尔建的协议包含“禁止招 揽”条款，与上述情况有所不同。之所以釆用分 层分手费应该是出于交易利益巨大，因而双方更 加需要也值得谨慎地对潜在风险进行事前分配。 以下，我们就来具体看看他们是如何分层约定分 手费的。

首先，假如由于辉瑞获得了与艾尔建竞争的 其他收购方案(无论是否构成“更优方案")，致 使其股东未批准与艾尔建的交易，那么辉瑞将向 艾尔建支付35亿美元的分手费，占交易总金额的 2.3%,属于交易实践中常见的范围。其次，假如 艾尔建的股东批准了此项交易，而辉瑞的股东却 未批准，并且也没有出现与艾尔建竞争的其他方 案，那么，辉瑞将支付15亿美元的分手费，占交 易金额的1%,与前述招揽期内发生的分手费比例 相当。再次，假如由于“不利的税法变 化"(adverse tax law change)而终止协议，那 么，辉瑞只需补偿艾尔建己经发生并记录在案的 交易费用一一包括律师费、财务顾问费、会计师 以及其他顾问的费用，并且补偿的总金额不超过 4亿美元。这一限额不到交易总金额的0.3%,基 本属于实际费用的报销。所谓“不利的税法变 化"，既包括对既有法律的修改，也包括制定新 法，还包括执法机构对法律解释的更改。另外， 假如由意外的介入性事件（也就是并非出现“更 优方案"）引发辉瑞董事会改变推荐，致使交易 未能完成的，根据交易终止的时间，辉瑞将分别 支付30亿美元（终止于2016年3月1日前）或35亿 美元（终止于2016年3月1日后）的分手费。

这样根据交易终止的不同原因，层层变化的 分手费安排起到了更加细致地分配交易风险的作 用。分手费的安排大体与辉瑞从交易终止中可能 承受的利害密切联系，利益越多，分手费也越 高。而对于双方都无法预料的所谓“介入性事 件"，则采取了市场上通常的风险分配规则。其 中最值得注意的是该协议对出现“不利的税法变 化”情况下分手费的约定。既然整个并购交易的 主旨就是要实现税负负担的削减，能导致这一目 的落空的税务法律变化无疑是特别需要处置的风 险。尤其面对日益高涨的反“税负倒置”政策，以 及大选之年的特殊政治生态，提前考虑到“不利 的税法变化”对交易的影响就格外重要。最终， 辉瑞正是借助这项约定才得以较小的代价放弃了 与艾尔建的交易。1亿5000万美元的分手费非但 与庞大的交易金额相比是九牛一毛，即便与市场 惯例相比也显得微不足道。真可谓辉瑞朝你道别 一挥手，你能带走的云彩连半片也不到，顶多一 丝而己。

几家欢喜几家愁。本节最后请再来八卦几句 这场世纪交易的帷幕降落之时，参演各方的欢喜 与忧愁。不过，这里要谈的并非交易的主角辉瑞 与艾尔建，而是作为配角的双方顾问团队。

根据《纽约时报》的报道，假如这场世纪交 易得以完成，那么，辉瑞与艾尔建的财务顾问总 共可以收取超过2亿3000万美元的费用。其中， 艾尔建的财务顾问摩根大通(JPMorgan Chase) 与摩根斯坦利(Morgan Stanley)将分享约1亿 4000万美元，而辉瑞的顾问高盛(Goldman Sachs)等则将获得9400万美元回\_。可惜的是， 财务顾问的费用绝大部分是以交割为条件的，因 此，既然交易没成，这大把的美元也就打了水 漂，银行们预计只能获得其中一成左右的报酬。

不同于财务顾问的是，双方的法律顾问无论 交易成败，律师费基本照收。不过，与财务顾问 的收费相比，此类并购交易的律师费金额更具有 隐蔽性。一般律师按小时计费，但对于这种高规 格的并购交易，美国的一流律师事务所也会不计 小时，按交易金额的比例收费。这种按比例收费 的方式更是华尔街顶级律所Wachtell, Lipton, Rosen & Katz的常规。据说，对于金额超过250亿 美元的交易，瞞chtell将收取千分之一的律师 费。照此计算，从这场不成功的并购中，辉瑞的 法律顾问瞞chtell可以得到的律师费将高达1亿 5000万美金，与辉瑞要支付的分手费相同。至于 艾尔建的法律顾问Cleary Gottlieb Steen & Hamilton^从辉瑞支付的分手费中分得多少律师 费，大家就不妨想象一番了。

其实，华尔街上的规矩之所以允许律师旱涝 保收，与其扮演的风险控制角色息息相关。与投 行不同，律师事务所的使命不仅在于设法促成交 易，也在于妥善控制交易可能面临的风险，落实 法律和监管规则为过度冒险行为设下的限制。为 此，只有不以交易的成败为条件收取律师费，才 能让律师们切实发挥交易安全阀的作用，不致于 激励他们为追求自身收益而放弃职业功能。可以 说，投行与律所的两种不同收费模式正展现了两 者在复杂交易中所处的各司其职、互为补充的地 位。

1. Bloomberg QuickTake, *Tax Inversion : How U.S. Companies Buy Tax Breaks，* Apr. 6, 2016.
2. Wall Street Journal, *Pfizer Walks Away from Allergan Deal，* Apr. 6, 2016.

図参见第四章第十五节。

1. Officer, Termination Fees in Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics* 2003.
2. Michel & Lehn, Do Bad Bidders Become Good Targets? *Journal of Political Economy* 1990.
3. New York Times, *Pfizer and Allergan Advisers Lose Out on $200 Million in Fees ，* Apr. 6, 2016.

第三章私募杠杆的威力

本章导读

私募基金作为典型的财务投资人是并购市场上的 一大主力，在中国的资本市场上，他们也日益产生重 大的影响力。私募基金通常进行中长期投资，并通过 积极改变被收购公司的经营管理策略谋求业绩的增 长，从而实现营利。与风险投资基金一样，适时退出 是私募基金的一个重要课题，实践中最主要的退出方 式是将公司出售给战略投资人。

私募基金给非上市公司提供了重要的资金渠道， 也为被收购的公司带来丰富的运营与管理经验。研究 表明，对于杠杆率相当的公司，由私募基金控制的公 司运营管理水准往往表现更为优越，也更不容易陷入 破产。

为提高股权投资的收益，私募基金在并购中广泛 釆用杠杆，也就是举债收购的方式。从美国的经验 看，私募基金用于收购公司的杠杆比例通常可以高达1 比4,也就是每1元股权融资配套4元的债务融资。杠杆 收购丰富了收购资金的来源，降低了资金成本，活跃 了公司控制权流动的市场，强化了对公司内部管理层 的监督。有很多经验研究发现杠杆收购既为被收购方 的股东带来高额溢价，也为私募基金的投资人创造出 超过市场平均水平的回报。还有研究发现私募基金实 施的杠杆收购有利于促进创新。

不过，高杠杆也意味着高风险，所以，对私募基 金而言，杠杆收购交易需要进行妥善的风险控制。一 方面，杠杆收购的活跃程度深受宏观经济形势（如利 率水平）和法律监管规则（如上市公司合规成本）的 影响，因而需要私募基金管理人对经济与法律的大背 景有敏感的判断。另一方面，杠杆收购的风险又离不 开微观层面的准确决策，为此，谨慎挑选收购的对象 和合理搭建融资结构对于交易的成败至关紧要。

简言之，在目标选择上，被收购对象的负债水 平、现金流预期、发展潜力以及管理层的能力都是私 募基金投资人着重考虑的地方。在融资结构上，私募 基金投资人则会灵活搭配银行债与非银行债（如垃圾 债券及其他私募夹层债）、有担保债与无担保债、长 期债与短期债，尽可能降低杠杆融资的成本。

本章第十节重温了华尔街最为经典的私募基金杠 杆收购之战，着重分析选择杠杆收购目标的要素，以 及在法律规则之下确定交易策略与交易结构的重要 性。第十一节介绍的是“股神”巴菲特近年来实施的一 项重要杠杆收购交易，从中我们可以领略到“股神”在 交易结构与融资结构设计方面的独到之处，还可以体 会一番优秀的私募基金如何对被收购公司的运营作出 大刀阔斧的改革。第十二和十三两节关注的是中国资 本市场上近期活跃的可交换债这种颇具中国特色的杠 杆融资形式，着重分析可交换债的投资属性，并以艾 派克收购Lexmark为例介绍其包含的风险。

第十节经典不过期：重读《门口的野 蛮人》

2016年中国资本市场上的一大热词是“野蛮 人"，它当然是取自美国的畅销书以及好莱坞同 名电影《门口的野蛮人》(Barbarians at the Gate) o故事取材于20世纪80年代华尔街真实的 杠杆收购(leveraged buyout,简称LBO)大事件 ——著名私募基金KKR收购食品业巨无霸RJR Nabisco的经典交易。“门口的野蛮人''玩得不仅是 金融技术，也是法律技术——要玩“野蛮"，先 学“规矩”。虽然经过了三十多年，这场杠杆收购 大战仍不失为今日中国的新“野蛮人”之鉴。毕 竟，经典永不过期。

为什么 RJR Nabisco?

首先，为什么以KKR为代表的华尔街金融大 鳄们偏偏盯上了RJR Nabisco?我们不妨先简单介 绍几句这是一家怎样的企业。RJR Nabisco是由 RJR和Nabisco合并而成的一家巨型企业，在上世 纪80年中后期位列全美第19大企业。其中，以销 售骆驼牌香烟闻名的RJR在二战之前曾是美国最 大的烟草制造商。而Nabisco则是一家食品制造企 业，其最为著名的产品是至今享誉全球的奥利奥 (Oreo)饼干。1985年，两家公司合并之后诞生 的RJR Nabisco仍然保持了烟草和食品这两条经营 主线。

触发这场世纪交易的直接原因是当时RJR Nabisco的股票价格被严重低估。公司耗费了数亿 美元的资金开发“无味、无害”的香烟新产品 Premiero公司的掌门人Ross Johnson更将宝押在 了这款新型香烟上，寄望其成为扭转公司股价颓 势的救命稻草。孰知天不遂人愿，Premier的开发 失败。在影片《门口的野蛮人》中有两句经典台 词逼真地描绘出Premier的厄运：Tastes like shit.Smells like fart. ("口感如吃屎；气味像嗅 屁”）o在失掉这根救命稻草之后，Johnson决定 自行收购公司，由此扣动了资本大战的扳机。

小说和电影对这一原委的描述生动而清晰。 不过，RJR Nabisco成为这场Leveraged Buyout大 战的对象，更有其深层的经济原因。正如金融经 济学家Allen Michel和Israel Shaked分析的那样， RJRNabisco本身具有一系列吸引LBO的特质山\_。

首先，RJR Nabisco的两大主营产业——烟 草和食品——都属于没有明显周期性的低风险 产业 。其实，该公司的去杠杆0值（unlevered 0,表征公司对市场整体波动的敏感程度）只有 0.69o也就是说，市场整体价格每波动1%, RJR Nabisco的股票价格只波动不到0.7%。除了低风 险之外，烟草和食品都是技术成熟的行业，不 需要大量的研发投入，其长期增长率将缓慢而 稳定。由于LBO的成功有赖于企业长期稳定的 现金流，因此，低风险和稳定增长无疑有利于 LBO的成功；而技术成熟的低增长产业又无需

过多的营运资本(working capital)投入，以便 留存更多现金偿还收购融资 *。*所以，RJR

Nabisco的产业特征非常符合LBO的需要。

其次，在LBO之前，RJR Nabisco的负债率 较低，其长期负债率只有30%左右。这样低的 负债率为LBO之后公司负债率的增长提供了充 分的空间 *。*再次，RJR Nabisco的解构价值 (break-up value)很高。根据金融分析师的测 算，如果将该公司解构为食品和烟草产业两部 分，RJR Nabisco每股股票的价值将在85到92美元 之间，远高于LBO触发之前其股票的市值每股56 美元。由于LBO的定价几乎都会根据企业的现金 流价值和解构价值两条路径加以测算——偿还收 购积欠的债务无非依赖此两种价值，所以，像 RJR Nabisco这样高解构价值的公司无疑会成为 LBO垂青的对象。

最后，RJR Nabisco也存在一些经营问题，譬 如Premier研发的失败，以及管理层过度奢华的行 事风格——在Johnson治下，公司竟然拥有一支规 模庞大的私人飞机队伍，被称为“RJR空军"，还 雇用了20多位全职飞行员。不过，在LBO收购者 眼中，RJR Nabisco的这些问题并没有到无药可救 的地步。这些问题正好在收购之后通过更换管理 层来降低成本、增进业绩。

各方策略

***Johnson*** 团队。以Johnson为首的管理层团 队一开始就希望利用其掌握公司内部信息的优 势，用“短、平、快”的手法，迅速完成管理层 收购 （MBO）。利用股票市值被低估的机会， 以可能的最低价格将收购溢价纳入管理层自己的 腰包。

管理层团队的主要财务顾问是当时尚属资本 市场新锐的Shears on Lehman Hutton,也就是 Lehman Brothers的前身。在年轻的CEO Peter Cohen的领导下，Shearson意图与LBO的鼻祖KKR 一争高下；同时也想与KKR的财务顾问Drexel Burnham Lambert竞争当时己经十分活跃的垃圾债 券(junk bond)发行市场。或许出于挑战市场领 导者的野心，Shearson给Johnson的管理层团队开 出的条件十分优厚：交易成功之后，这个19人的 小团队将取得最多19.5%的公司股权，每年获得 的报酬不低于1800万美元，外加至少2000万美元 的奖金；此外，这个小团队还将对LBO后公司董 事会的决策享有否决权。

然而，Johnson的团队似乎一开始就打错了算 盘一一至少他们错误认识了公司董事会的法律 义务 。1988年 10月 19H,在Johnson向RJR Nabisco董事会提出以每股75美元收购公司的方案 之后，董事会清醒地意识到自己对公司和股东负 有的忠慎义务(fiduciaryduty)。

在接到Johnson团队报价后，董事会并没有像 Johnson希望的那样保守秘密，而是在第一时间就 将此报价公之于众，并随即组成评估收购方案的

独立的5人专门委员会(special committee)*。*这 下令Johnson显得措手不及。在电影《门口的野蛮 人》中，闻讯而来的媒体甚至动用直升飞机围绕 Johnson办公室直播拍摄，被蒙在鼓里的Johnson还 浑然不知地打电话抱怨董事会透露了消息。于 是，仅仅6天之后，KKR就提出了每股90美元收 购方案。在KKR的有力挑战下，Johnson团队的最 终报价一路上涨到每股112美元。

g 团队。KKR不仅是LBO交易的创造者， 而且其LBO的战绩辉煌。在1979年它完成了史上 首笔以LBO收购纽交所大型上市公司的交易；

1984年完成了首笔规模超过10亿美元的收购交 易；次年又开展了价值达64亿美元的收购Beatrice 公司的LBO交易——这是在RJR Nabisco之前最大 规模的LBO。因此，对于RJR Nabisco这项价值超 过200亿美元、规模空前的LBO交易，KKR可谓 志在必得。正如电影中KKR的创始人Henry

Kravis说的那样，这己经不仅仅是一笔交易，而 是代表着KKR的荣誉。

KKR的策略有两项高明之处，也是其最终制 胜的法宝。一是其读懂了RJR Nabisco董事会的 意图。就是要尽可能保护公司的完整性，保证 公司股东在LBO之后仍能保留相当比例的公司 股份，还要尽可能减少收购之后的裁员。于 是，KKR没有孤立地考虑收购价格（KKR最终报 价为每股109美元），而是将价格因素与董事会 关心的以上诸多因素结合在一起，提出了一个平 衡各方利益的收购方案。

这里还值得一提的是，KKR团队正确评估 了董事会的这些意图在法律上的可行性。也就 是说，董事会关注的这些非价格因素没有违反其 法定的忠慎义务，因此会得到法院的支持。对 此，KKR的法律顾问 Simpson Thatcher & Bartlett功 不可没。

KKR的另一项高明之处是在选择顾问团队 时，尽可能将业界翘楚一网打尽，悉数编入自 己的阵营。其聘请的财务顾问几乎囊括了华尔 街所有的精英投行：除以发行垃圾债券闻名的 Drexel之外，还包括Merrill Lynch, Morgan Stanley 和Wasserstein Perella 还记得在第二章第八节

中出现过的这家投行吗？这一策略的重要性在 于：避免对手获得一流的顾问团队，进而策划 出对自己不利的交易方案。在KKR的这种围剿 战略下，Johnson团队能聘请的大投行基本只剩下 了3家，Goldman Sachs > First Boston和 Solomon Brotherso而如下所述，前两家都在忙于为其自 己的团队出谋划策，于是，留给Johnson的就只有 Solomon Brothers 了*。*

在法律顾问方面，KKR无法将华尔街的优秀 并购律所一并纳入旗下，而是依靠了与之具有长 期合作关系的Simpson Thatchero Johnson团队则聘 请了另一家著名律所Davis Polk & Wardwello不

过，如果从对董事会意图的领悟及其法律可行性 的评估上看，在这一交易中，似乎Sinpson ThatcherbLDavis Polk的表现更加可圈可点。可

见，在资本大战中，选择优秀的顾问团队对最 终的胜负意义重大。

在融资方面，相比Johnson团队，KKR的途径 也更为多元化。除了由投行发行40亿美元的垃圾 债券之外，作为私募基金的KKR也利用其从养老 基金 (pension fund)、大学基金 (university endowment fund)和政府基金募集到的资金投入 这项LBO交易。此外，KKR还从正处泡沫期、资 金充沛的日本各大银行筹集到55亿美元的资金。

而KKR自己只为RJR Nabisco投入了 1.26亿美元

***First Boston*** 团队。First Boston的主要着眼 点是利用税收优惠拉高报价。当时，美国国会

对分期付款的收购交易给予税收优惠，因此， First Boston设计以分期付款的方式收购RJR

Nabisco的食品产业。鉴于此项税收优惠，First Boston^ 11月18日的首轮竞价中报出118美元，远 远超过Johnson团队的100美元和KKR的94美元。 不过，这一税收优惠将于1988年年底终结，因 此，First Boston的方案必须在不到一个半月的 时间内交割。

对于如此规模的交易，这样局促的时间安排 几乎是不可能的。加上其收购方案结构复杂，还 要取决于对一系列非公开信息的确认，因此RJR Nabisco的董事会修改原来的计划，决定举行第二 轮竞价。最终，First Boston团队知难而退，没有 参加第二轮的竞价。然而，First Boston这一搅局 客观上为KKR进一步调整其收购方案提供了时 间。

***Forstmann Little***团队。除了以上三个竞价团 队外，还有另外一个团队曾在首轮竞价之前公开 表示有意参与竞价。这就是由私募基金Forstmann Little和投行Goldman Sachs领衔的团队。该团队 的核心策略是结合财务投资人和战略投资人的 力量，并根据战略投资人的协同效应 (synergy),向他们"预售” (pre-sell) RJR Nabisco的相关业务部门(“预售”指在财务投资 人购得目标公司之前，就承诺向战略投资人出售 目标公司的特定资产)*。*宝洁公司(P & G)、 食品企业Ralston Purina公司以及主营农产品的

Castle & Cooke公司加入了Forstmann和Goldman的 团队。

不过，RJR Nabisco董事会明确表示不希望在 其特别委员会决定是否接受收购之前“预售”公司 的资产。并且，Johnson团队声称Forstmann曾与管 理层磋商，并保证不会单独竞购RJR Nabiscoo结 果，Forstmann团队在首轮竞价前就退出了这场资

本大战。

最终，“野蛮人”KKR成功收购了RJR Nabisco,创下了250亿美元的LBO交易纪录。不 过，这个“野蛮人”其实非常懂规矩一一特拉华 的公司并购法律，其最终制胜，离不开“吃 透”了这套规矩。以下着重分析RJR Nabisco交易 涉及的法律问题。

两套方案

我们先来比较一下参与第二轮竞价的两套并 购方案。以Ross Johnson为首的管理层团队的最终 报价是每股112美元，其中现金为84美元，其余 为优先股及可转换优先股。而KKR团队的最终报 价是每股109美元，其中现金为81美元，剩余部 分是优先股和可转换中长期债券。因此，如果仅 仅从金钱角度看，尽管Johnson团队略显优势，但 绝大多数分析者都认为两者基本上难分伯仲。

然而，这两个方案在以下几方面却有显著不 同。其一，LBO并购完成之后，RJR Nabisco的 老股东根据这两套方案在新公司中享有的股权 份额不同。虽然这两套并购方案的非现金部分 折价都是28美元，但根据RJR Nabisco董事会聘请 的财务顾问测算，KKR方案在并购后的公司中留 给老股东的股份占25%,而按Johnson的方案，老 股东们只能得到15%的新公司股份。

第二，KKR方案保证并购后不会出售RJR Nabisco的烟草部门以及绝大部分的食品部门， 也就是会最大程度地维持公司的完整性（KKR 表示其只会出售大约50〜60亿美元的公司资 产）。而Johnson的方案则将出售整个食品部门， 被出售的资产规模预计达到130亿美元。正是由 于这一整体出售食品部门的方案招致经营食品产 业的Nabisco总裁John Greeniaus不满，促其成为了 KKR团队的“深喉"，为后者透露了公司的内部信 息，从而大大削减了Johnson团队的信息优势。这 一幕在影片《门口的野蛮人》中被惟妙惟肖地刻 画出来。

第三，KKR的方案保证向并购后被裁减的 员工支付离职补偿金，并继续提供其他福利， 而Johnson团队则只同意向15, 000名RJR Nabisco 员工配发股权。虽然这两个方案在对待员工方面 很难直接比较，不过，RJR Nabisco的董事会仍旧 相信KKR的方案可能对员工更为有利。

最后，在并购后的公司管理层方面，如果 Johnson团队胜出，他无疑将继续执掌公司。KKR 则提出由RJR前总裁和CEO J.Paul Sticht回来重掌 公司，而后者被认为历来重视公司对雇员及社区 的责任。

此前媒体根据SEC公告信息披露出Johns on为 他自己和他的小团队设定了价值5, 250万美元

的“金色降落伞"（golden parachute,也就是离职 补偿金计划）。并且，当收购成功时，其团队的

每位成员都可能获得近1亿美元的好处。由此， Johnson被认为贪婪成性而广受物议，董事们自 然希望尽可能与其切割干净。于是，在影片的 戏剧性描述中，董事会主席Charles Hugel告诉

Johnson,董事会选择KKR的最终原因是他们的 团队中没有ERoss Johnson o

吃透规矩

RJR Nabisco董事会的意图不仅要为股东谋得 一个好价钱，还要在LBO之后，保证相当比例的 公司股份留在公众投资人手中，尽可能减少裁 员。尤其重要的是，董事会希望尽可能维持公司 在LBO之后的完整性，也就是要减少出售资产。 为此，董事会事先明确表示不接受“预售"(pre­sell) 安排。而在LBO交易中，收购方为便于清偿 收购融资，这种“预售”安排其实颇为常见。显 然，对照RJR Nabisco董事会的这些考量，KKR的 收购方案无疑更有吸引力。

然而，Johnson团队报价至少不比KKR的低， 甚至名义上还要高些。于是，问题来了：面对两 个实质报价相当的竞购方案，董事会能否出于考 虑与股东收益没有直接关系的因素一一员工利

益、社区福利等一一选择其中的一种方案，而不 再继续展开下一轮次的竞价？从法律上看，实 际就是董事会在评估竞购方案时，能不能扩大 自己的忠慎义务，使其不仅对股东，也对构成 公司的其他主体负有这样的义务？

而从KKR方面看，要根据RJR Nabisco董事会 的意图设计出平衡各方利益的收购方案，也少不 了要对董事会的这种扩大的忠慎义务有一个预先 的法律评估。换句话说，“野蛮人”要成功，必须 先“吃透”规矩。

果然，在董事会的决定作出之后，一部分 RJR股东就对董事会和KKR提起了诉讼。原告的 主要主张是：董事会为与JohnsonW割，以免自 身陷入声讨管理层贪婪的物议，因而在实质报 价相当的两个竞购方案中有意歧视Johnson团 队，直接选择KKR的方案，而拒绝再进行一轮 竞价。 原告们认为，董事会这样做是出于私 利，因此违反了忠慎义务，其决定不能再受商业 判断规则(business judgment rule)的保护。

原告们振振有词，被告更有豪华的律师阵容 ——'弋表RJR Nabisco董事会的是大名鼎鼎的华尔 街公司法律师三杰之一 Joseph Flom领衔的

Skadden,而KKR请的是自己的常年搭档Sinpson Thacher (伴随阿里巴巴上市，这家作为其IPO法 律顾问的华尔街“白鞋"律所，想必中国读者早己 不陌生了)。不过，就算控辩双方再能叱诧风 云，法庭上的主宰仍然是法官大人。而主审这场 诉讼的又是特拉华衡平法院那位有名的首席法官 William Allen。

Allen法官首先承认：假如RJR Nabisco的董 事会真有如原告所言的自利目的，那么，的确不 能得到商业判断规则的保护。即便董事们没有 从中获得经济上的收益，他们为求摆脱不名誉 纠缠的念头本身就可能违背了谋求公司最大利 益的忠慎义务。因为“贪婪并非唯一能把人拖 下正道的人类情感，憎恶、情欲、嫉妒、报 复，或者一■如原告指控的一廉耻都可能发 挥同样的效力”。

不过，Allen接下来话锋一转：从RJR Nabisco董事会在整个竞价过程中的所作所为来 看，原告并不能证明董事们为满足私欲，背离了 诚信，进而失去了商业判断规则的保护。

首先，在接到Johnson发出的管理层收购

(MBO)建议后，RJR Nabisco的董事会次日 就进行了披露，以便及时吸引竞价者。同时， 董事会迅即成立了由5名独立董事参加的特别 委员会 (special committee)*。*在这个委员会的 人选问题上，作为公司CEO的Ross Johnson和他的 团队完全没有影响力。由独立于管理层的董事组 成特别委员会对交易进行评估，这一点对于涉及 公司内部人士交易的MBO至关重要。按照特拉 华公司法，假如在可能出现内部人士利益冲突 的交易中，董事会不成立独立的特别委员会， 董事们几乎肯定就丧失了受商业判断规则保护 的机会，很难逃脱败诉的命运。

即便成立了特别委员会，假如其产生人选 的程序不独立，甚至成立的时间晚了，仍可能 被判定违反忠慎义务*。*这方面与RJR Nabisco诉 讼形成鲜明对比的*是****Mills Acquisition***

***Co.v.Macmillan Inc.*** 一案。Macmillan董事会在知 悉管理团队的收购交易计划后拖了 3个多月才组 成特别委员会，又过了一个礼拜，这个委员会才 运作起来。最要命的是，这个委员会的人选都是 由公司的高级管理层挑选的，甚至还包括CEO一 位大学同学的父亲。毫无意外，此案中特拉华最 高法院判定Macmillan董事会在竞价过程中偏袒管 理层团队，违反了忠慎义务。

其次，RJR Nabisco董事会的特别委员会又

独立聘请了自己的法律顾问(Skadden)和财 务顾问 (著名投资银行Lazard Freres和Dillon

Read)。在这些顾问的辅助下，该委员会确定了 行动策略。在首轮竞价Johnson报出每股100美 元、KKR报出每股94美元的价格之后，顾问们建 议特别委员会在第二轮竞价中确定每股的最低价 格为100美元。釆用这一策略有一定的风险，因 为这个底价可能吓跑竞价者。但特别委员会还是 听取了顾问们的建议，向准备参与第二轮的竞价 者表示：假如报价在100美元以下，特别委员会 不会接受，董事会将着手实施自己的资产重组方 案。结果这一招奏效，第二轮竞价者都报出了更 高的价格。

在聘请顾问方面，Macmillan的董事会也和 RJR Nabisco的形成对比。前者的财务顾问竟然先 与CEO团队商讨了500多个小时之后，再由CEO 推荐给特别委员会。这样的顾问提供的意见，又 怎么能让法官相信具有独立性呢？

最后，在竞价程序方面，RJR Nabisco董事 会的特别委员会在很短时间内就公布了明确的 竞价规则。尤其是考虑到这样大规模的交易很 可能需要多个投资方合作完成，为防止各竞价团 队合谋压低价格，竞价规则特别要求釆用密封标 书的形式。最终，根据特别委员会的建议，RJR Nabisco的董事会决定接受KKR的方案。

面对这步步谨慎的举措，Allen法官实在看不 出董事会有牺牲公司、谋求私利的念头。于是， 商业判断规则成为了董事会的保护伞。面对一个 独立、信息充分又不夹杂私念的董事会，法官 不会再去审查其决定是否得当，而将径直给予 尊重——无论其决定是否考虑了股东以外其他 利益相关者的诉求。 和特拉华法院的其他许多

判决类似，董事会作出决策的程序性细节对认定 董事们的责任至关重要。真是魔鬼尽在细节中啊

(The devil is in the detail) !

有关RJR Nabisco股东诉讼或许还有一点值得 注意。的确，在商业判断标准的保护下，董事会 的决策不妨顾及公司其他利益相关者。不过，在 董事会决定将公司付诸拍卖时一一就如RJR Nabisco的情形，还将涉及特拉华公司法上的另一 条Revlon规则。根据这一规则，董事会有义务为 股东争取得到最为优越的收购条件。尽管最佳交 易条件未必一定等同于最高的报价，但价格无疑 是最为重要的考虑因素。鉴于Revlon规则，在

RJR Nabisco案中，股东们没有质疑Johnson和 KKR团队的报价实质相当这一点也许非常重要 O假如不存在这一前提，那么，董事会因为顾及 其他利益相关者而令股东受损，恐怕仍不免会被 认定违反忠慎义务。

看来，KKR这个“野蛮人”在设计竞价方案的 时候恐怕着实对法官们立下的规矩花费了一番心 思：既不能无视董事会的想法，更不能跑出法律 的界限。“野蛮人”背后那个律师团队，作用绝不 可小觑。

代价咼昂

这场史无前例的LBO大战交易代价也空前高 昂。KKR向为其发行垃圾债券的投行Drexel支 付了2.27亿美元的费用，又向MerriU Lynch支付 了近1.1亿美元*。*这还不包括为KKR提供贷款的 银行收取的贷款手续费（比例为贷款金额的 1.5%-3.25%） o RJR Nabisco的董事会则向作为其 财务顾问的两家投行各支付了 1, 400万美元的咨 询费。最后，参与这场LBO大战的10多家律师 事务所共收取了6, 000多万美元的律师费，还 不包括此后各方为诉讼支出的律师费。

不过，从这笔交易中挣钱最多的还是KKR自 身。尽管其直接投入RJR Nabisco的1.26亿美元 并没有增值多少，但其从此交易中收获的种种 费用总值却高达5亿多美元。其中包括7, 500万 美元交易费、6, 000万美元咨询费、2.8亿美元的 并购基金管理费，以及其合伙人出任RJR Nabisco 公司董事的报酬230万美元。

最后，被"野蛮人”赶走的Ross Johnson得到了 5, 300万美元的离职补偿金。不过，其中差不多 有3, 000万美元落入了美国联邦税务局(Internal Revenue Service)的腰包。Johnson离职后组建了 自己的投资公司，还长期担任另一家上市公司的 总裁。除此之外，他还出任过杜克大学的校董。 看来，“野蛮人”入侵也不算太糟糕的事情。

落日余晖

KKR收购RJR Nabisco后，公司的效益并没有 多大起色。这当然部分要归因于烟草行业大打价 格战，以及支付的高额法律赔偿。收购完成2年 半后，KKR就开始出售其所持的RJR Nabisco股 份，到1995年3月，KKR己经售完了其持有的全 部股份。在KKR拥有RJR Nabisco的大约6年时间 内，总共出售了价值62亿美元的公司资产，裁员 46, 000多人。1999年3月，RJR Nabisco宣布将其 海外烟草事业出售给日本的投资者，3个月后又 出售了其剩余部分的烟草事业。至此，RJR和

Nabisco再次分家，迄今，两家仍在分别维持其经 营的产业。

多少有些讽刺意味的是，就在KKR彻底抛空 RJR Nabisco股份后不久的1995年年底，来自

Davis Polk律师事务所的Steve Goldstone 出任RJR Nabisco的CEO。这位此前完全没有相关行业经验 的CEO正是当年在LBO大战中对抗KKR的Johnson 团队的主要法律顾问。

不过，到了 1995年，经营烟草行业的经验或 许对于烟草公司的CEO来说已不那么重要，更为 重要的是应对不胜计数的针对烟草公司的法律诉 讼的经验。从这个意义上讲，让一位律师来主掌 RJR Nabisco是再合适不过的了*。*

[1] Michel & Shaked, RJR Nabisco： A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, *Financial Analysts Journal* 1991.

第十一节“股神“是怎样玩收购的？

在这一节里，我们来看“股神”巴菲特怎么玩 收购，要讲的是2013年“股神”联合3G资本(3G Capital)收购美国百年老店、番茄酱大王亨氏

(Heinz)的故事。

为什么亨氏？

沃伦•巴菲特一一华尔街上众生敬仰的“股 神"，通过由其控制的投资实体Berkshire Hathaway公司掌控着60多家下属企业，以及将近 730亿美元的现金。有趣的是，自60年代早期巴 菲特取得Berkshire Hathaway的控制权之后就从来 没有拆分过公司的普通股，连分红也只有一次。 如今，这个公司的A类普通股每股股价高达21万 7000美元，是纽交所当之无愧的股价冠军，公司 总市值则达到近3600亿美元。这么一个世界首屈 一指的高大上投资人是怎么看上造番茄酱的亨氏 公司的呢？原来人家也是大有来头。

亨氏的全名叫H.J.Heinz公司，1869年在美国 宾夕法尼亚州的匹兹堡成立，是一家正宗的百年 老店，比大名鼎鼎的美国通用电气公司（GE）还 年长整整20岁。一个半世纪以来，亨氏生产的那 标志性的深红色番茄酱走进千家万户，几乎遍布 全美每一家餐馆和饭店，占有美国番茄酱市场的 半壁江山，亨氏的产品还行销六大洲的200多个 国家和地区。在巴菲特收购之前，亨氏公司的市 值就超过了 190亿美元。这番茄酱看来比papi酱是 要值钱多了，难怪“股神”从1980年起就盯上了 她。

亨氏不仅是家喻户晓的品牌，属于技术成 熟、简单易懂的食品行业，而且其财务状况十分 坚实。在“股神''发起收购之前的12个月内，亨氏 的股价上涨了 17%,而自2006年以来，其股价上 涨幅度更是超过44%。亨氏的销售额持续30个月 增长，而其管理成本则下降了 12%o 2011年，她 的EBITDA是19亿美元，占销售额的18%, 2012 年则是18亿美元，占销售额的15.5%。2012年， 亨氏的销售额超过116亿美元，净利润10.9亿美 元。相比之下，与其市值大体相当的竞争者譬如 家乐氏（Kellogg） 2012年尽管销售额达到142亿 美元，但净利润只有9.6亿美元。对于素以价值投 资闻名的“股神”来说，具有如此稳健的财务表现 的企业自然是心中的最爱。

然而，更让巴菲特青眼有加的是亨氏庞大的 海外市场，其销售额的三分之二来自美国以外地 区，更有20%来自新兴市场。此前，亨氏也积极 谋求在新兴市场扩张，比如2010年收购了中国有 名的酱料企业福达食品公司，2011年又收购巴西 著名食品企业Quero 80%的股份，一举扩大了在 南美的销售。收购亨氏无疑有助于推进Berkshire Hathaway旗下其他食品企业的海外事业发展。

和谁一起玩?

通常，巴菲特收购企业都会单独出手，尽占 目标百分百的股份，但这次却不同，与股神携手 收购亨氏的还有一家私募基金3G资本(3G Capital),两者对半分享亨氏股份。那么，这家 入得“股神，，法眼的基金究竟是什么来历呢？

总部位于曼哈顿的3G资本却是一家地地道道 的巴西裔私募基金，她的五位创始合伙人清一色 是巴西人，其中四人更是在巴西完成的大学本科 教育。不过，他们又都与美国渊源深厚，四个人 曾就读于哈佛大学，另一个则是沃顿商学院的毕 业生。五人中最为出名的当属今年77岁的George Paulo Lemman 亨氏收购交易的主要操盘手。

此公具有瑞士与巴西双重国籍，以320多亿美元 的身价同时成为这两国的首富，在福布斯世界富 豪榜上也位列第十九名。值得一提的是，这位14 岁丧父的哈佛本科毕业生曾经五次赢得巴西网球 冠军的头衔，并代表巴西和瑞士出征戴维斯杯， 真称得上文韬武略了。

3G资本的历史不算长，成立于2004年，而其 表现却让业界赞叹。在收购亨氏之前，这家私募 基金最耀眼的收购交易是2008年主导当时世界第 三大啤酒酿造商InB e v收购业界老大Anheus e r- Busch,以及2010年收购美国著名快餐连锁店“汉 堡王” (Burger King)。喝着啤酒，吃着汉堡，再 蘸上点番茄酱，大概也算是巴西风味吧。

3G资本的风格与“股神”大不相同。对于被自 己收入旗下的公司，巴菲特往往采取不干预政 策，放手让原来的管理层继续经营打理公司，因 此，他也专拣拥有自己喜欢的管理团队的公司来 收购。3G资本则长于对被收购的公司进行大刀阔 斧的改革，更换团队、轻减预算。比如在完成 Anheuser-Busch和“汉堡王”的收购之后，3G都撤 换了公司的管理层，并且进行大幅度裁员，其中 Anheuser-Busch在美国裁减了 1400多个职位，相 当于总职位数的6%。3G的凌厉作风让其收购交 易取得了骄人的业绩。在控制Anheuser-Busch之 后的五年时间内，公司的EBIT率(EBIT与运营收 入之比)增加了600个基点；而“汉堡王”更是在 销售额下降的情况下取得了净利润的增长。2012 年，3G资本以14亿美元的价格出售30%的“汉堡 王”股份，而其当初整体买下这家快餐业巨头 时，自己才掏了 12亿美元的现钱。看来这群巴西 人真不是吃素的。

交易结构

融资结构。亨氏收购交易的总价格为230亿 美元，另外，收购方还继承了亨氏50亿美元的债 务。其中，巴菲特与3G资本各出资41.2亿美元认 购亨氏50%的普通股，前者又投入80亿美元购买 亨氏的优先股。这些优先股不但具有优先清算 权，还有9%的累积股息。并且，巴菲特还获得了 以“象征性”价格购买5%亨氏普通股的期权

(warrant)。利用优先股投资可谓“股神”的标志

性收购策略，而普通股认购期权也常常与之随 行。这样的投资结构既控制了风险，又不失扩大

收益的潜力。

除却股权融资之外，巴菲特与3G资本两家又 从摩根大通(J.P.Morgan)和富国银行(Wfells Fargo)取得了 140.1亿美元的债务融资。这笔融 资包括85亿美元的优先担保美元定期贷款(term loan)、20美元的优先担保欧元/英镑定期贷 款、15亿美元的优先担保循环贷款(revolving loan)和21亿美元的次级担保过桥贷款(bridge loan)。银行定期贷款通常期限较长(5〜7 年)，并以被收购公司的长期资产作为担保。循 环贷款会设定一个贷款额度的上限，在一定期限 内允许借款人还旧借新，循环使用这一额度，多 用以满足公司的日常流动性需要，用作担保的常 常是最具有流动性的资产，如应收账款和库存 等。过桥贷款用来满足借款人的短期资金需求， 在并购交易中，一般交割之后半年左右时间就需 要以其他长期贷款来替代过桥贷款，并且，此类 贷款多不具有担保，或者担保的顺位靠后。

减去股权融资金额之后，这一收购融资方案 实际让亨氏的负债增加近50亿美元，也就是较收 购之前翻了一倍。而大幅度利用杠杆正是3G资本 惯用的收购策略。此前“汉堡王”的收购交易中， 其七成的收购资金来自举债。这里，我们又见到 了当年KKR收购RJR Nabisco的影子——同样在技 术成熟、现金流稳定的食品行业，同样面对资产 负债率较低的目标，LBO成为合适的交易策略E

法律结构。 亨氏收购采用反三角并购

(reverse triangular merger) 的方式，由Berkshire Hathaway与3G资本共同设立一家特拉华的收购控 股公司，再由其设立用于此次收购的宾夕法尼亚 子公司，最后由这家子公司与同为宾州公司的亨 氏合并，并以亨氏的名义存续。于是，收购完成 之后，亨氏就成为两家合资设立的收购控股公司 的全资子公司。采用这样的并购结构不仅保留

了“亨氏”这家百年老店的金字招牌，还可以让被 收购方的债务与收购方的其他资产分隔开来，起 到破产隔咼作用*。*

对于巴菲特和3G资本收购亨氏的价格，有些 评论者认为低于行业标准。例如，两家向亨氏股 东支付的溢价只相当于前一交易日股价的 19.1%,而亨氏财务顾问的报告显示该行业的收 购溢价平均为31%；收购价格相当于亨氏此前12 个月EBITDA的11.9倍，而这个数字在相同行业的 收购交易中为8.8到15.6倍里。于是，有人将焦点 移到了这项交易的一个特征一一没有约定招揽权

(go-shop) o

所谓招揽权，简言之就是允许目标公司董事 会在并购协议签订之后的一段时期内主动招揽其 他竞购者的权利(回头清澄君再来细数招揽 权)。的确，近年来在财务投资发起的收购交易 中，招揽权条款出现得日益频繁。那为什么同样 作为财务投资人的巴菲特没有允许亨氏招揽其他 买家呢？有不少人又发掘出了亨氏公司的注册地 ——宾夕法尼亚州，以此来解释招揽权的缺位。

美国公司并购交易中，有关目标公司董事会 的义务适用目标公司注册地的法律。而与半数以 上美国公司的注册地特拉华州不同，宾夕法尼亚 州的法律不要求目标公司董事会在出售公司时为 股东寻得最优价格，而是允许他们考虑其他公司 构成人员一一雇员、客户、供应商、债权人等等 ——的利益，这就是以宾州为代表的所谓“其他 构成人员法"(other constituency statutes)*。*部分 评论者认为：正由于宾夕法尼亚州的这种法律规 定，使得亨氏董事会不必借助招揽权条款来推升 收购报价。可是，情况真是这样吗？

首先，根据统计，即便在由财务投资人发起 的并购交易中也只有大约1/3会釆用招揽权条款 (M&A 2015 Year-End Roundup, Paul Weiss), 也就是说大部分并购协议一一即使目标公司不注 册在宾夕法尼亚州，而是在更加优待股东的特拉 华州——都不包含招揽权。与这些并购一样，巴 菲特联合3G资本收购亨氏采用了禁止招揽(no­shop) 加“忠慎义务要求的例外”(fiduciary out) 机制。

其次，“股神”也不光在收购宾夕法尼亚公司 时才不让人招揽，就算他收购特拉华公司也是一 个样。譬如他2010年花265亿美元收购铁路公司 Burlington Northern Santa Fe用的也是典型的禁止 招揽加“忠慎义务要求的例外”机制，而这可是家 不折不扣的特拉华公司，还是标普500指数成分 股公司的母公司。这样看来，法律好像并不会 让，，股神，，换唱本。实际上，巴菲特仿佛几乎从不 让人招揽一一无论目标公司设立在哪个州。这一 点连最先提出宾州法律决定亨氏无招揽权的《纽 约时报》专栏作者、现任伯克利加大法学教授的 Davidoff自己也意识到了。正像上面提到的那 样，美国的大部分并购交易不包含招揽权。但 是，“股神”真正神奇的地方在于：其他收购者不 让目标公司招揽，那是因为在签约前己经招揽过 其他竞购者了，而巴菲特却能让从没招揽过的公 司答应在签约之后也不去招揽。

要做到这一点，恐怕只有靠巴菲特在投资界 泰山北斗的至尊地位了。事实上，亨氏的财务顾 问的确曾警告亨氏的董事会，假如坚持要求招揽 权，“股神”就可能要跑路，而出现战略投资人的 可能性也很低。望着“股神”的金面，目标公司的 董事会和股东们仿佛大都失去了讨价还价的勇 气。不过，亨氏董事会虽然没有得到招揽权，最 终还是让巴菲特和3G资本把每股的收购价格从70 美元提高到了 72.5美元。

那么，排除招揽权到底能给“股神”带来多少 好处呢？根据现有的研究，招揽权大概能让收购 价格提高5%團\_。按照亨氏收购总价230亿美元 计，也就是说“股神”的金面为收购方节约了 11.5 亿美元。

在法律结构方面，还值得一提的是这项交易 的分手费设计。没有招揽权的亨氏答应，如果其 终止交易，需要付给收购方7亿5千万美元的分手 费，外加2500万美元的费用补偿，约占交易金额 的3.4%。“股神”看来是决意不让亨氏接受其他竞 购要约，因此，虽然有“忠慎义务要求的例外”， 双方却没有将分手费分层，在一段时间内降低分 手费，以便亨氏董事会为履行这项义务而终止协 议。

而如果巴菲特和3G资本方面终止交易，则要 向亨氏支付14亿美元的反向分手费，约占交易金 额的6.1%,虽然这个数字大体符合市场惯例，不 过，“股神"却为自己留了一手。由于这些交易牵 涉到相当规模的债务融资，或许也是出于对刚开 始复苏不久的美国债务市场的谨慎，Berkshire与 3G资本在收购协议中约定：如果由于债务融资人 违约导致收购方无法完成交易，那么，在收购方 没有积极起诉债务融资人的时候，需要在终止交 易之日起的十天内支付反向分手费，但在收购方 巳经积极起诉之时，就可以再推迟四个月支付这 笔钱。

收购之后

亨氏收购完成之后，3G资本保持了大举修理 被收购对象的风格，不久就撤了担任亨氏CEO十 五年之久的Bill Johnson,换上自己的合伙人

Bernardo Heeso接下来，亨氏的12名最高层管理 人员被换掉了 11个。又过了一个月，3G宣布要从 亨氏匹兹堡总部的1200名全职雇员中裁掉350 人，这还不包括从北美其他亨氏分部中裁掉的 250个职位。在新主人的铁腕治理之下，亨氏的 EBITDA两年就增长了35%,达到280亿美元，其 与销售额之比增长了800个基点，而亨氏的净运 营资本(net working capital)占销售额的比例也 从12%下降到3.5%o

对于亨氏的这一切变化，“股神”默默注视 着，享受着一年9%也就是7亿2千万的优先股股 息。两年之后，巴菲特和3G再次出手，以价值 450亿美元的换股交易形式合并了另一家食品业 巨头Kraft,美国第三大食品企业——Kraft Heinz ——就此诞生。交易完成后，亨氏股东占新公司 51%股份，也就是说巴菲特拥有Kraft Heinz大约 四分之一的股份。亨氏的CEO Hees继续执掌合并 后的公司，再次推行其严格的成本压缩计划，声 称到2017年底之前要完成每年削减15亿美元的成 本。并且，公司还准备以83亿美元的价格赎回巴 菲特手中的优先股，以降低用来支付股息的成 本。Kraft Heinz的股价从去年7月首次上市交易以 来累计上涨了25%O “股神”2013年在亨氏投入 121.2亿美元，后来为收购Kraft又追加投入50亿美 元，如今这些投资价值己经超过270亿美元，三 年间整整增值100亿美元，这还不算他收获的优 先股股息。

从亨氏交易的前前后后可见“股神”玩收购, 当真是“稳准狠"。一旦看准目标出手，无论在融 资结构方面还是在法律结构方面就都要发挥自身 最大的优势，谋得对自身最有利的交易条件。而 在合作伙伴的选择上，“股神”显然也是实力至 上。在亨氏交易中，巴菲特有效借力3G资本出色 的运营手腕，实现了自身投资的迅速增值。看起 来，虽然“股神"是举世闻名的“大善人"，可做起 生意来他却丝毫不讲“情怀”，讲的只是“能耐”。

尽管处于“股神'‘巨大光环的笼罩之下，3G资 本这家短短12年历史，源自新兴经济体的私募投 资人的夺目光彩依然无法被掩饰。在亨氏交易 中，它虽然多少看上去有些像“股神”的马前卒， 然而，能与巴菲特携手投资本身就意味着巨大的 市场声誉。而对私募基金来说，声誉也就等于机 会和财富。最为重要的是，3G资本以专业的实力 为自己和投资人赢得了真金白银，每到一处，几 乎都能立等见效。这与那些管投不管赚的基金们 形成了鲜明对比。看来巴西人值得我们学的还不

仅仅是足球。

由参见本章第十节。

1. Davidoff, With His Magic Touch, Buffett May Be Irreplaceable for Berkshire, *New York Times ，* May 21, 2013.
2. Subramanian, Go-Shops vs. No-shops in Private Equity Deals： Evidence and Implications, The Business Lawyer 2008.

第十二节史上最大规模的私募EB究 竟是什么？

2016年10月初，艾派克跨境收购纽交所上市 公司Lexmark的交易通过美国外国投资委员会

(CFIUS, The Committee on Foreign Investment in the United States)的审查，为交易的最终完成扫 清了道路。透过这笔涉及“史上规模最大的私募 EB”的并购交易，我们也有机会一窥近来在国内 资本市场上红红火火的可交换债券(EB, Exchangeable Bond)究竟是哪一路的神圣，尤其 当它被用来募集收购资金时，到底是一种什么性 质的融资工具。以下的分析依据的事实主要来自 知名微信公众号“并购汪”推送的一系列针对EB的 研究文章。

是股还是债

EB兼有股权和债权的性质，根据EB条款的 不同，其性质也可以在股权与债权之间移动。在 此强调几个重点。首先是换股的价格。与EB发行 时的股价相比，换股的价格越高，投资人手中的 期权就越难从虚价变成实价，于是，EB就越具有 债的属性。与此关联的是发行人下修换股价格的 权利，如果下修的幅度越小，或者发行人对下修 的裁量权越大，那么，EB就越像债。

二是发行人的回赎权。如果在换股期到来之 前发行人就拥有回赎的权利，那么，投资人的换 股权利可能是虚幻的，EB因此明显具有债的性 质。而对于换股期到来之后的回赎权，回赎的条 件越容易被满足一一可以表现为回赎启动股价超 过换股价格的幅度低，股价超过该幅度的交易日 数量少，或者不需要超过此幅度的交易日具有连 续性等等，投资人就越可能失去实际换股的机 会，EB也就偏向于债。

三是投资人的回售权，这一点似乎常常被EB 研究者忽略。的确，无论投资人是否享有回售 权，只要其不转股，就始终处于债权人的地位。 因此，回售权的有无并不直接影响EB股权抑或债 权的性质。可是，回售权却有助于提高EB投资人 作为债权人的清偿顺位。投资人想回售EB当然是 对股价不满意，而其回售的决定实际是要求发行 人提前清偿其债权。

根据债法的一般原则，各债权人的地位平 等，当债务人的资产不足以清偿全部债权时，各 债权人将按比例获得清偿。可是，在债务人破产 之前，其有权选择向特定债权人实施清偿，而不 必按比例向全体债权人进行清偿。因此，通过行 使回售权提前回收债权的投资人实际上比发行人 的其他债权人获得了优先清偿。当然，这样的实 际优先清偿要受制于《破产法》第32条有关撤销 权的规定。不过，假如回售权行使的时间距离发 行人申请破产的时间6个月以上，或者难以证明 在投资人回售之时发行人己经限于资不抵债，那 么，回售的效力就不会受投资人嗣后破产的影

响。

最后，我们来看EB的利率。之所以把利率放 在最后，是因为利率主要取决于EB偏股或是偏 债的属性，至少在一定范围内，利率并不直接 决定EB的这种属性*。*显然，如果EB的换股可能 性很大，那么，投资人的主要收益机会来自股权 的增值，而不必关心利率。反过来，如果换股很 难，或者EB很容易被赎回，那么，无论利率高 低，EB都将具有强烈的债权属性。此时，利率的 设定更要考虑到发行人偿债的可能性，包括投资 人是否有机会回售EB。所以，(1)越不容易换 股的EB, (2)越容易被赎回的EB和(3)越不 容易回售的EB需要越高的利率来满足投资收益。

用于跨境收购融资的EB

***EB***的风险。在跨境并购中，中国买家要从 外国投资人手中收购资产，由于市场以及监管因 素，基本上无法釆用股权或者出售方信贷(seller financing）作为支付手段，由此，剩下的只有现 金这一种支付形式。可是，多数情况下，收购方 自己并没有大笔的现金，因而不得不借助于债务 融资。可是，向银行借贷通常需要提供担保，而 收购的目标公司往往会成为贷款的担保。而且银 行要为贷款准备足够的缓冲（cushion）,所以其 出借金额会在担保物的价值上打上一个大折扣。 于是，收购方就要在银行之外寻找其他获取现金 的途径。

对于A股上市公司而言，如果由其自身发行 证券——无论是股票、债券还是可转换债

（Changeable Bond） 募集资金，在现行监管

体制下将颇费周折，不仅要通过监管部门的审 批，还要得到股东们的批准。若由上市公司的股 东发行EB,就可以绕开上市公司自身的股东批准 环节。不仅如此，私募发行EB的条件和审批要求 也比上市公司发行证券来得宽松与简便。EB于是 成为一条可能的收购融资途径。

然而，从前面的说明中读者想必己经看到， 收购方在EB之外常常己经借入有担保的银行债， 而EB却无法以目标公司或者收购方的资产作为担 保。其形式上的担保只是收购方的股权，而股权 在清算顺位上比所有的债权都要靠后。简言之， 就是作为债权人的EB投资人不仅在清算分配的 时候劣后于直接在存续公司的资产上获得担保 的银行，还要劣后于收购方——也就是存续公 司的母公司——的债权人。除非EB发行人在上 市子公司的股权之外还有其他实质性财产，否 则，EB债权的风险将高于CB。

由此可见，偏重债权属性的EB是不折不扣 的高风险债，也就是俗称的“垃圾债” (junk

bond)。实际上，垃圾债的一种形式就是通过让 债权人持有母公司而非子公司的债券来达到降低 债权人清偿顺位这个目的，即所谓结构性劣后

(structural subordination)的垃圾债。本章下一节 将专门计算艾派克收购Lexmark交易中，艾派克 股东赛纳科技发行的EB包含的清偿风险。一个简 单的结论是：如果仅按照其资产的收购价格估值 计算，EB投资人的债权将无法得到足额清偿。说 白了，由于中国现有法律限制普通的公司发行 垃圾债，所以，偏重债权性质的EB就成了垃圾 债的替代品。

当然，垃圾债还有一个名字叫作高收益债

(high yield bond)。也就是说，投资高风险垃圾 债的人是冲着它的高收益去的。高风险需要高收 益来补偿这原本就是最基础的投资常识。那么， 高收益如何实现？ EB的投资人首先想到的也许是 换股收益，假如EB换得的正股价格上涨，投资人 获得的收益可能相当可观，按照某些分析人士

(譬如“并购汪”)的说法，甚至可以没有上限。 不过，通过换股实现的收益有赖于EB的设计偏重 股权属性。假如EB偏重债权属性，那么，高收 益就只能从高利率中获取，这和传统垃圾债券 的道理没有分别。以美国的经验看，高收益债 券的利率至少要高出长期国债利率5〜8个百分点 卩。

艾派克收***^Lexmark***中的政。如果我们回过 头来看赛纳科技发行的EB,其偏债权的属性颇为 明显。主要是设置的换股价格太高，超过发行时 正股价格的80%,虽然附有下修条款，但即便考 虑下修因素，换股价格差不多也要有75%的溢价 以。而且，此项EB没有回售权，更可能做实投资 人劣后的清偿顺位。考虑到偏债的属性，以及债 权的风险之后，再看赛纳科技EB的利率只有 4.5%,的确让人有些意外，不清楚这款EB究竟有 什么样吸引投资者的地方。从发行人来说，能让 投资人以这样低的利率投资到一项高风险的事业 中去，恐怕自然是没有回赎的必要，所以赛纳科 技的EB不包含回赎条款并不奇怪。也许投资人们 都是冲着艾派克股价大涨的憧憬去的吧。

首旅酒店收购如家中的所 。再来看首旅酒 店收购红筹公司如家的交易中用到的EB。正 如“并购汪”介绍的那样，这支EB的股权性质非常 浓厚團一。它的换股价格与发行当日正股的收盘价 是一样的，没有任何溢价，而且不附有回赎权条 款。这摆明了就是让投资人换股的，所以，其债 权这一面的性质只不过是名义上的。投资人根本 就没考虑从债权投资的角度取得回报，故而利率 设定得极低，还不到0.1%,比中期国债的利率还 要低得多。当然，和赛纳科技不同，首旅集团除 了首旅酒店的股权之外还有大量其他资产，因 此，EB投资人即使作为它的债权人风险也并不高 一~1也总该比国债的风险高些。

投资这样一种EB,实际上就是在为收购交易 提供股权而非债权融资。在这个交易中，如家己 经被私有化了，所以如家本身的股权没有流动 性，而借助EB取得如家收购方首旅酒店这家A股 上市公司的股票，投资流动性就增强了，还能够 享受到A股高市盈率的好处。不仅如此，首旅集 团EB的投资人原本就是如家的股东，收购交易 完成之后己经转化成了首旅酒店的股东。因 此，对这些投资人来说，再通过EB购入首旅酒 店的一部分股权基本不会影响其原来的投资战 略和投资风险，特别是没有实质改变他们负担 由收购引发的融资债务以及如家原有债务的风 险。首旅集团EB投资人的这一身份特点非常适 合偏重股权属性的EB,或许也和上述赛纳科技的 EB投资人形成对比。

当然，这支EB的发行金额并不高，总共3.43 亿元，按照18.40元的换股价格可以换得的股票数 额大概是I860万股。而在换股之前，这些EB投资 人己经持有1亿1000万股左右的首旅酒店股票， 也就是说，EB换股新增的股票比例只有约17%o EB带来的这样小幅度的增持究竟能在多大程度上 像“并购汪”分析的那样，加强如家其他老股东和 首旅集团的利益捆绑恐怕不好说。

从EB发行人首旅集团的角度看，发行EB自 然能够取得一部分资金，或许可以用来偿还此前 为向如家美国公众投资人支付现金而借入的贷 款。不过，从EB募集到的资金数额看，其用以偿 债的功能可谓杯水车薪，还不到借款金额的5%。 如果从首旅集团筹集偿债资金的角度看，更主要 的资金来源应该是38.73亿元的配套融资。也许， 其发行EB主要是为减持一部分首旅酒店的股权， 甚至可能是对如家老股东变相支付的收购对价。

看清本质，把握策略

从艾派克收购Lexmark和首旅收购如家牵涉 到的两支EB的对比中可以看到，对红筹回归收购 交易的关联方来说，EB是增加其股权投资收益的 一种工具。说白了，就是投资人利用EB进一步加 大分享红筹回归好处的份额。不过与此同时，这 种EB触及发行人与关联投资人如何瓜分红筹回归 收益的问题，各方角力的平衡也许意味着发行EB 的金额不会太高。

而对于那些正儿八经从美国人手里买下美国 公司的企业来说，大概就无心与别人分享收购盈 利，因而更可能把EB纯粹当作收购的债务融资工 具，而这样一种EB的实质与垃圾债几乎等同（除 了期限可能略短之外）。于是，投资人也需要像 投资垃圾债那样作出投资决策。

首先就要看利率，偏债型EB的利率应当向 垃圾债看齐。其次，在EB条款设计方面也应该 增加垃圾债常见的限制条件 （covenants）。尤 其是要限制EB发行人和正股发行人另行举债，因 为这会直接影响EB发行人清偿EB借款的能力。 此外也要限制这两类发行人分红，它会直接减少 EB发行人的偿债资产，对于持有换股期权的EB 投资人而言，正股发行人分红还可能压制正股股 价（分红将一部分公司资产转移到股东手中，因 而可能令股价下降，对换股价格作出除权除息调 整并不能克服这种由公司自有资产减少引发的股 价变动），从而令其更难达到换股价格。也许A 股上市公司原本就不分红，所以EB投资人对此无 需多虑。不过，投资人总要先知道风险，才谈得 上选择自己要承担多少风险。

EB在中国的走红有着独特的政策和制度背 景，可以说是在监管缝隙中的金融创新。偏重股 权性质的EB主要是老股东减持套现的工具。而 偏重债权性质的EB实际是利用结构性劣后的垃 圾债，尤其在用来为杠杆收购融资的时候，这 类EB的风险很高，因而也需要足够高的利率加 以补偿。 无论什么样的创新金融产品，投资总 要在认清它的本质，确立妥当的策略之后。

[1] Reed et al., *The Art of M&A*

⑵参见“并购汪"：《史上规模最大私募EB,如何 助力两百亿跨境现金并购》。

国参见“并购汪”：《3.4亿本金浮盈1个亿！私募 EB助力首旅收如家》。

第十三节毛算算艾派克收购Lexmark  
中EB的风险

接着上一节继续来看EB的风险，这里我们拿

艾派克为收购Lexmark发行的EB作例子，毛算算

EB投资人收购投资的前景。

EB的破产顺位

EB是什么？说白了就是公司向投资人借债， 再以它拥有的子公司的股份作为债务担保。当 然，根据债务人是否有权强行回赎EB,以及其他 的约束条件，这种证券的性质可以在债与股之间 移动。不过，无论怎样变化，EB的法律性质有两 点是十分明确的。其一，EB投资人在将EB转换 成股份之前是母公司一一也就是EB发行人一一的 债权人，而不是子公司的债权人。其二，EB在被 转换成股份之后，投资人是子公司一一而非EB发 行人的——的股权人。

对应EB的这两层法律性质，EB投资人在破

产清算中的顺位也很明确。当子公司清算之时, 如果EB已被转换成股份，那么，EB投资人就将 与子公司的其他股东一样，处于最劣后的清偿顺 位。也就是说，只有当子公司的有担保优先债权 人（包括各种顺位的优先债权）和无担保夹层债 权人（mezzanine debt holder,又可分成多种不同

顺位）的债权得到充分满足，以及子公司的优先 股股东根据清算优先权取回投资之后，方才能按 照持股比例取得子公司的剩余资产。

反过来，假如子公司清算的时候EB尚未转换 成股份，那么，EB投资人仍是EB发行人——也 就是母公司一一的债权人。母公司从子公司的剩 余清算资产中分得多少，EB投资人就将从这些资 产中求偿其债权。如果不幸母公司还有其他更高 顺位或者同顺位的债权人，那么，EB投资人也得 按约定的顺位和这些债权人分享母公司取回的子 公司资产。当然，从理论上说，母公司除了在子 公司拥有的权益，还可能有其他资产，作为债权 人的EB投资人也可以从这些资产中求偿其债权。 不过，实践中子公司往往就是母公司的最主要资 产，所以，EB投资人通过母公司其他资产求偿的 可能性并不大。

上面的分析表明，EB条款的起草至少要确保 EB投资人在母公司债权人之中的优先地位，需要 像普通的债务融资协议一样设定各种限制条件

(covenants),比如限制分红、限制举债、限制 投资等等。此外，由于EB转换之后，投资人通常 会处于子公司普通股股东的地位，因此，EB协议 中也应当加入对子公司举债、分红、投资、担保 及处分资产等行为的限制。这与可转换公司债

(convertible bond, CB)的限制性条款是类似 的。可是，EB协议毕竟不是由投资人与子公司直 接签署的，所以对子公司的限制只能通过母公司 间接实现。这就会受制于母公司本身对子公司的 控制力，以及母公司的机会主义动机。从这个角

度看，EB的投资风险可能比CB更大。

艾派克收购**Lexmark**的账

以下根据网上的相关介绍以以及公开信息来

毛算算如果艾派克收购Lexmark以后不幸需要清 算，那么，以现在的资产价值看，EB投资人能收 回多少投资。

换成股。先看EB己经被转换成艾派克股份 的情形。艾派克收购Lexmark大约要继承后者9.89 亿美元的债务⑵一，折合人民币65.6亿元。为收购 Lexmark,收购方共向银行举债15.83亿美元，约 合人民币102.42亿元，这部分债务应该是以被收 购资产作为担保的。两项债务合计约人民币 168.02亿元。Lexmark的资产总价值按股权收购价 格25.5亿美元，与总负债合并计算为36亿美元

(Wall Street Journal 2016年4月 19H ),相当于人

民币240.15亿元。减去前述债务之后，还剩人民 币72.13亿元。

艾派克在并购后公司中的持股比例为 51.18%,因此能从Lexmark剩余资产中分得人民 币72.13x51.18% = 36.92亿元，加上艾派克原有资 产价值31.19亿元團共计68.11亿元。但是，为 了此次收购，艾派克的控股股东赛纳科技以自有 资金向艾派克贷款19亿元。作为债权人的赛纳科 技将比转换成为艾派克股东的EB投资人优先受偿 这部分债务出资，因而需要先从艾派克的总资产 中扣除这些借款，偿贷之后艾派克的剩余资产价 值为49.11亿元。

而EB发行人赛纳科技质押的艾派克股票占后 者股份比例为46.46%囲也就是说，EB投资人 最多能换得46.46%的艾派克股票。假设艾派克别 无其他债权人，于是，EB投资人可以分配得到 49.11 X46.46%=22.82亿元艾派克资产。假如赛纳 科技自身提供的贷款金额确为19亿元，EB发行总 额则到达61亿元人民币（《证券日报》2016年8 月31日刊载艾派克向赛纳科技借款公告显示借款 总额为80亿元），那么，即使不考虑额外的股权 转换投入，投资人也将净亏损61-22.82 = 38.18亿 元人民币。

不换股。再看EB未被转换成艾派克股份的 情况。此时，艾派克仍能从Lexmark剩余资产中 分得36.92亿元，加上其自身原先的资产价值共计 68.11亿元。根据《证券日报》8月31日刊登的前 述公告，赛纳科技共向艾派克贷款80亿元。由于 这时候艾派克的资产总值己经抵不上80亿元贷 款，因此，即便艾派克别无其他债权人，赛纳科 技也只能回收68.11亿元贷款。

除了在艾派克的股份权益之外，赛纳科技原 先的其他净资产至多是3.98亿元国\_。如果它能自 行向艾派克贷款19亿元，表明其至少另有19-

3.98=15.02亿元债务。假如赛纳科技再无别的债 权人，那么，其承受的总债务为15.02+61=76.02 亿元。于是，从上述68.11亿元贷款中，EB投资 人可以分配到61/76.02,也就是大约54.65亿元。 换言之，此时EB投资人贷款本金净损失61- 54.65=6.35亿元。考虑到赛纳科技发行的EB转换 价格很高，投资人真正转换的可能性不大，所以 这笔损失也许更为实际。

以上只是基于目前资产的清算价值来分析EB 投资人的损失风险，并且假定艾派克与Lexmark 合并产生的协同效应己经全部作为收购溢价支付 （在美国市场上收购方享受到的协同效应收益也 确实不多）。当然，EB的借款人并不需要立即偿 还本金，只要能按期偿还利息即可避免违约，从 而不用陷入破产清算的命运。此外，在收购完成 之后，艾派克还可以选择出售某些非必需的资产

（所谓"裁量性资产”，discretionary assets）,以 便先行偿付部分贷款，降低杠杆率。从艾派克后 来调整的交易结构看，可能其已经为出售资产做 好了准备。

不过，上面的粗略估算至少说明Lexmark收 购完成之后，需要实现相当规模的资产增值，才 可能在EB贷款到期时足额还本付息。艾派克收购 Lexmark只是一个大概的例子，对EB投资人来 说，重要的是看清自己的破产顺位，算明白这背 后蕴藏的风险。

国参见“并购汪”：《史上规模最大私募EB,如何 助力两百亿跨境现金并购？》。

[2]见Yahoo! Finance o

囹见“并购汪”上述文章。

141见《上海证券报》2016年9月1日载艾派克控股 股东股份质押公告。

I5J见《证券日报》2016年8月31日刊载艾派克向

赛纳科技借款公告载收购之前赛纳科技净资产25.42亿

元，减去其在艾派克持股的价值31.19亿X68.74%

第四章跨境收购的逻辑

本章导读

近年来，伴随国内和国际金融环境的变化，中国 企业跨境收购的浪潮高涨。根据Mergerstat的统计，近 五年间中国买家收购美国公司的交易金额增长超过四 成，如果按交易数量计算，增幅则将近七成。中国买 家进行跨境收购的动机与其他国家的买家有诸多相似 之处，例如为了开拓海外市场，取得先进的技术与管 理经验，以促进企业的发展等等。此外，中国国内资 产价格的高扬也令境外资产相对变得更有吸引力。

对于像中国这样的新兴经济国家，鼓励企业走出 国门去收购海外资产，尤其是发达国家的资产，无疑 对于快速实现产业升级具有十分积极的意义。特别是 在本国货币的价值处于相对强劲的地位之时，跨境并 购有利于以较低成本实现资产的全球配置，降低本国 企业的整体经营风险。再者，收购具有优异的公司治 理体系的目标公司，反过来也有益于改善收购方自身 的公司治理水平。有经验证据表明：新兴经济国家的 企业在公司治理水平更高的国家收购公司将会提升收 购方的企业价值。

与境内收购相比，由于货币汇率的不确定性，跨 境收购的估值往往难度更大。更加重要的是，跨境收 购涉及的法律、监管及税收规则都更为复杂。由此， 跨境收购的融资与交易结构也会呈现出一些特色。比 如，研究发现大部分针对美国公司的跨境收购都釆用 现金作为支付形式，这显然与美国的证券法律与监管 规则相关。再如，跨境收购多采用股权收购而非资产 收购的形式，这又受到各国财产权利移转的法律差异 （譬如登记等）的影响，而伴随股权收购而来的责任 自动继承又对跨境交易的尽职调查提出了更高的要 求。

除此之外，到国外去收购企业还常常面临资产所 在国及其他利害相关国家的反垄断与国家安全方面的 调查，美国的国家安全审查就是这方面的典型。这些 复杂的监管与审查程序会提高收购的成本，还可能拖 延收购的进程。为克服这类障碍，跨境收购更加依赖 专业中介人士，尤其是当地专业人士的服务。因此， 如何处理好与这些专业人士的关系，以便最大程度地 利用他们的经验与智慧也是收购方需要认真对待的问 题。

本章第十四节介绍的是中国企业竞购在国外注 册、上市却在国内运营的公司的故事。尽管收购目标 实际上经营与市场都在国内，但由于它们具备外国公 司的法律属性，因此，对此类企业的收购同样要遵循 国外的法律与监管规则。第十五、十六两节介绍的则 是国内企业赴美竞购大型上市公司的著名案例，它为 我们提供了一幅复杂跨境并购交易的法律全景设计 图。第十七节介绍的两则交易在近期的中国跨境收购 中非常具有典型性，它们一方面结合了战略投资人与 财务投资人的优势，一方面又运用了某些新兴的融资 手法，有人因此认为这类交易令中国的跨境收购进入 2.0时代。最后，第十七节介绍的是赴美收购资产时要 面临的一项重要课题，即如何应对美国国家安全审 查，该节为中国投资人提供了有关CFIUS的基本信息 及其近期发展。

第十四节拆招：爱康大战美年

2015年底，伴随爱康国宾发动“毒丸"，原本 一场并不太受瞩目的私有化(going private)跨境 交易一下吸引了国内投资界、金融界、法律界， 乃至各界普通人士的注意力。2016年初美年提高 收购价格，双方收购团队相继扩大，这场较量仿 佛有了可堪比拟当年KKR收购RJR Nabisco的架 势。当然，两者的交易规模仍不可同日而语団\_。 到2016年中，随着云峰基金与中国人寿的介入， 爱康与美年双双放弃了原先的交易计划。尽管如 此，双方此前的往还较量却颇有值得玩味之处， 本节主要从法律角度作一些分析。

交易进程

2015年8月31日，爱康国宾收到其创始人和 CEO张黎刚联合私募基金方源资本

(Fountain%st)发出的私有化交易建议。该建议 表示，张黎刚与方源资本将以每股35.6美元—— 折合每份美国存托股份(ADS) 17.8美元的价 格，全现金收购全部不属于收购团队的爱康股 票，这一价格超过市价11%左右。其融资将采用 混合自有资金(equity)与债务融资的方式。由 管理层联合财务投资人对公司发起管理层收购

(Management Buy-Outs)不禁会让人想起当年 RJR Nabisco 的CEO F.Ross Johnson联合Shearson Lehman Hutton发起的那场世纪收购大战。

不过，Johnson的意图与张黎刚的或许有所不 同。前者主要想利用当时低迷的股价自己吃下公 司，既防止由于公司被他人收购而遭驱逐，又能 通过大量出售公司资产替自己套现。而张黎刚将 爱康私有化的主要目的大概是为公司日后转移到 境内上市作准备。由于中美两国股市市盈率的差 别，又借着中国上市制度改革的东风，近年业绩 颇佳的爱康一旦出口转内销，想必能为参与MBO 的各方赢得巨大商业利益。从把方源资本作为首 选合作伙伴来看，张黎刚的这层心意不言自明。 方源资本曾经成功地将同为美国上市公司的分众 传媒(Focus Media)私有化，再转而登陆A股。 这样活生生的成功案例，当时在国内资本同行中 还绝无仅有。

在收到此MBO建议后，爱康董事会于9月10 日成立了由DCM董事合伙人卢蓉、长江商学院副 院长齐大庆和清科集团CEO倪正东组成的特别委 员会(special committee),负责评估此项建议。 11月10日，该委员会宣布聘请JP Morgan Securities 作为其财务顾问，Simpson Thacher & Bartlett为其 法律顾问。然而，此后不久，11月29日爱康国宾 的主要行业竞争对手，借江苏三友之壳实现A股 上市的美年大健康联合凯辉等一众基金投资人向 爱康国宾发出了竞争性的私有化收购建议。其提 出的收购价格为每股44美元——折合每份ADS 22 美元，超过市价近37%o其融资将全部以自有资 金方式完成。

美年的出现，俨然如同当年的KKR。与KKR 显有不同的是，作为行业领头羊的美年不是财务 投资人，而是典型的战略投资人。其收购爱康的 主要目的应该是拓展市场份额，谋求协同效应 (synergy)。此前不久，美年刚刚收购了业内第 三大的慈铭体检。当然，美年此前在借壳上市的 重组方案中规定了对赌条件，假如完不成规定的 利润目标，美年大健康就要以自己的股份作价补 偿投资人。缓解自身财务危机也可能是美年期待 收购爱康的原因之一。

在收到美年的竞争性建议后，张黎刚立刻发 表公开信表示反对，并暗指美年恶意竞争、“扰 乱市场秩序”。同时，爱康董事会迅速聘请 Sullivan & Cromwell为法律顾问,于12月2日推出 了对抗收购的“毒丸”计划図一。这一计划包含抵挡 要约收购(tender offer)和股票买卖(stock

purchase)的内翻式(flip-in)成分，也包含抵挡 冻结合并(heeze out merger,系要约收购后对剩 余部分股份的再次并购)的外翻式(flip-over) 成分。同时规定在内翻条件成就前，董事会可以 象征性价格回赎“毒丸”。这一计划大体符合“毒 丸，，的典型设计。

“毒丸”抛出后，张黎刚的团队又增添了新成 员，阿里巴巴和中国人寿等先后加入其中。这些 新加入的成员不仅能为团队提供更加充裕的资 金，以便与美年展开竞争。而且，阿里巴巴和中 国人寿自身近来也频频涉足医疗保健领域。例 如，阿里巴巴此前推出了阿里健康的APP,而中 国人寿则收购了香港康健国际近1/4的股权。他们 的加入增添了张黎刚团队的战略投资色彩，却也 可能因此孕育着团队内部的利益冲突。

不过，面对对手的凌厉攻势，美年并未退 却。一方面，收购团队扩充了成员，另一方面， 1月6日美年又向爱康董事会提交了新的私有化收 购建议。在此项新建议中，美年将收购要约的价 格提高到每股50美元——折合每份ADS 25美元， 这一新价格比张黎刚和方源资本团队的价格高出 40%以上。此外，美年还在此新建议中明确提 示，假如张黎刚团队不愿意向美年出售其拥有的 爱康股票，那么，在美年完成要约收购后，张黎 刚就将沦为爱康的小股东。

何方法律

关于私有化交易，最重要的法律问题就是要 避免公司内部人士借机损害公众投资人，将原本 分散的公司控制权低价转售给内部人士，或者纵 容后者利用已经掌握的控制权掠夺公众投资人。 而要做到这一点，关键是要确保作出决定的公司 董事会忠实于全体股东，独立而审慎地进行抉 择。在法律上，也就是董事们在应对私有化收购 建议的时候，如何尽到其忠慎义务(fiduciary duty) o

在普通人眼中，何为“忠”？何为“慎”？或许 实在是有些飘忽不定。其实，就是对法律专业人 士来说，这也是一条难以琢磨的标准，而非一清 二楚的规则。所幸在遵从先例的美国特拉华州， 历年来受理了大量的相关诉讼，日积月累终于将 忠慎义务那模糊的身影逐渐刻画出来。于是，有 经验的律师们据此总结出一套行为准则，建议目 标公司董事会遵照办理，以免被判违反义务。

然而，像爱康这样的公司，给董事会、给律 师一一当然，更重要的是给公众投资人一一都出 了道难题。因为它不是一家注册成立于特拉华州 的公司，甚至不在美国的任何一个州，而是注册 在那遥远得对多数中国人来说几乎没听见过的飘 渺小岛—开曼群岛。一个堂而皇之在纽约上市 的公司，居然不是一家美国公司，对普通投资人 而言，这个消息也许有些出乎意料。不过，与广 大公众投资人的利益更加相关的是，像爱康这样 设立于开曼群岛的公司，它的董事会该如何行 事，完全要依开曼群岛的公司法而定。就如同特 拉华的法律一样，开曼法律同样要求董事们尽到 忠慎义务，而这个义务又同样是由法官在具体裁 判中描画出来的标准，而不是立法者一清二楚写 下来的规则。

不幸的是，开曼偏偏和特拉华不一样，没有 几个人去那飘渺不知几万里外的小岛打官司。于 是，那里的法官压根就没多少机会描画他们的标 准。因此，与特拉华相比，开曼群岛的公司法简 直就是一个让人摸不着头脑的黑洞。即便是拥有 开曼群岛执业资格的律师，谈到那儿董事的忠慎 义务，多半是笼而统之地说几句为了公司的最大 利益，避免自身利益与公司利益发生冲突等等。 再就是强调开曼群岛遵循英国先例，乃至同属英 联邦的小岛百慕大的先例。具体到目标公司董事 会该如何应对收购要约这个问题，人们很难知道 开曼的法官们在想些什么，甚至是他们说过些什 么。面对一个遥远小岛上模糊不清的法律，绝大 多数的公众投资人一一更主要是可能代表他们的 律师，都望而却步了。这一事实无疑对开曼公司 的董事们是个喜讯：无论那里的法律是松是紧， 只要没人告，对董事们而言，法律等于不存在。

不过，事情总会有两面。开曼群岛那不知其 然的法律，对目标公司的董事们也不总是好消 息。比方在他们准备采用“毒丸”计划的时候就会 迟疑：究竟这东西在开曼玩不玩得转呢？尤其是 法律界几乎一致认为开曼法院会遵循英国先例， 而大英帝国恰恰对“毒丸”不怎么友好。那又怎么 办呢？看爱康的律师想出的办法是索性弃开曼法 于不顾，直接在“毒丸”计划中约定：“毒丸”适用 特拉华州法律，并受特拉华州法院管辖。明眼人 看得出，这是纽约大名鼎鼎的律所Sullivan &

Cromwell想出的一个策略。其着眼点是“毒丸”计 划本身只是一纸合同，而合同受哪个地方的法律 管辖可以由当事人自由约定。

然而，虽然“毒丸”是合同不假，但这纸合同 要发挥作用的前提是签下这纸合同的目标公司董 事会有权签这个合同。失去这个前提，“毒丸”不 过是一纸空文罢了。因此，在确定“毒丸”命运的 ***Moran v.Household*** 一案中，特拉华州最高法院援 引的是该州公司法有关董事会权力的规则，而非 什么合同法规则闫\_。可是，有关董事会的权力是 不由得当事人约定的，只能适用公司注册成立地 —-对爱康而言，也就是开曼群岛一一的法律。 这样看来，在爱康“毒丸”计划中插进一句“适用特 拉华州法律”，如果真是为了绕开开曼法律对“毒 丸''的制约，那还未必能够奏效。

最后还要说明一点，尽管爱康是成立于开曼 群岛的公司，因此有关其董事会的忠慎义务需要 适用开曼公司法，但它毕竟是一家在美国上市的 公司。所以，其证券发行、交易、披露的行为仍 然受制于美国的证券法规。假使其信息披露出现 不实，那么，在美国购买其股票（其实是ADS） 的公众投资人仍旧可以按美国证券法对其提起诉 讼。我们也确实看到过大量针对中国在美上市公 司的证券欺诈诉讼。

然而，在美上市的外国公司不必像美国公司 一样，在股东大会投票前向SEC登记发布委托投 票公告(proxy statement, SEC Form DEF 14A)。 而在并购场景下，这个公告内容的纸漏往往是目 标公司股东发起证券法诉讼的主要依据。外国公 司享受的这种公告豁免待遇，等于折损了公众投 资人在并购交易中寻求法律保护的一条重要途 径。

攻防辨据

爱康成立专门委员会。张黎刚在爱康国宾中 拥有34.5%的表决权，股东掌握表决权未超过半 数的，一般不会被视为拥有控制权。不过，假如 这样的股东具有控制董事会的实际影响力，则仍 会被视为控股股东。无论如何，张黎刚作为CEO 发起的管理层收购是一场内部人士主导的私有化 交易。倘若根据特拉华州的法律，此类交易要解 决的核心法律问题是保持董事会决策的中立。因 此，爱康在接到MBO建议后迅速成立了由独立董 事组成的专门委员会，进而由此委员会选聘声誉 卓著的财务和法律顾问，这种做法无疑十分恰 当。当然，专门委员会人选产生的机制以及专业 顾问的遴选过程是否不受管理层的影响，也同样 至关重要。尽管我们并不非常清楚开曼公司法对 专门委员会有什么具体要求，不过，从其忠慎义 务强调的服务于公司最大利益，避免自身利益冲 突的一般原则来看，成立独立的专门委员会并聘 请独立而有经验的顾问，理应成为董事们恪尽义 务的表现。

美年发出竞争性建议。作为上市公司，爱康 在收到MBO建议后迅速进行了披露，由此引来美 年的竞争性收购建议，这一切并不意外。为了竞 争，美年的收购条件一开始就比张黎刚和方源资 本的条件更加优越。一方面，其出价更高。这可 能反映出作为战略投资人的美年，由于具有协同 效应优势，对目标公司的估值的确高于管理层团 队一一尤其是作为财务投资人的方源资本。金融 经济学的研究也表明，平均而言，战略投资人对 目标公司的估值高于财务投资人囲.，并且，上市 的战略投资人支付的收购价格也比私募基金更高 以。

根据特拉华的法律，一旦董事会决定接受某 项私有化方案，从而将公司的控制权转移给收购 主体，董事会就肩负起一项特殊的忠慎义务—— Revlon义务，它要求董事会为股东寻得可能的最 优交易价格。如此一来，假如两个团队投资人的 性质差异确实会带来对目标公司的估值差异，那 么，这种差异也会进一步决定双方的胜负。

尽管在特拉华法下，愿意出大价钱会成为战 略投资人制胜财务投资人的法宝，但是，到了开 曼群岛，战略投资人也可能处于劣势。在开曼遵 循的英国先例 ***Cayne*** v. ***Global Natural Resources*** 中，法院同意目标公司董事会为防止竞争对手的 收购而釆取防御措施，认为这样做有利于公司。 英国法院的这则判决似乎混淆了鼓励竞争究竟是 利于公司的股东还是利于公司的客户，混淆了公 司法与反垄断法的角色。

美年建议的另一优势是其全部以自有资金支 付收购对价，因此，其最终的收购要约不以取得 融资为交割条件(financing condition)。而需要 借助债务融资的管理层团队就要以成功取得融资 作为收购要约生效的条件。从目标公司股东的角 度看，多一个限制条件就多了一份不确定性，要 约的吸引力也就下降了。

爱康抛出“毒丸”。接着，在出现竞争性收购 建议后，爱康董事会立即采用了“毒丸”计划。从 特拉华法律的角度看，这一做法也没有明显失当 之处。董事会还特别声明，釆用“毒丸”是为了确 保全体股东受到公平对待，确保专门委员会有充 分的时间考虑各种方案。如果最终专门委员会认 定美年团队的收购方案对公司更为有利，可以要 求董事会回赎“毒丸"，以便美年顺利实施收购。 然而，正如前面所言，不清楚开曼公司法是否允 许目标公司董事会不经股东会批准而自行采 用“毒丸”。按一些实务界人士的看法，开曼公司 的董事会或许可以这样做。不过，在遵从英国先 例，也愿意参酌百慕大先例的开曼法院看来，爱 康推出“毒丸”的时机仍有可疑。

在承认“毒丸”效力的百慕大先例

***Finance v.Sea Containers*** 中，"毒丸''是在出现收 购要约之前被采纳的，而非像爱康那样针对特定 的收购建议推出。另一方面，英国的先例Hogg v.***Cramphorn***中，针对特定收购要约发动的防御 措施遭到了法院的否定。但是，***Hogg***案否定收 购防御措施效力的决定因素究竟是其推出的时 间，还是董事会的动机有问题，这一点似乎并不 十分清楚。从政策角度看，为提高收购价格、维 护目标公司股东利益的“毒丸"，无论何时推出， 效果并无分别。假如法院一定要分出彼此，似乎 有些不明就里。

美年提出新建议。在美年于2016年1月6日提 出的新的收购建议中，除了提高收购价格之外， 还明示其两步交易的结构。这一结构是根据开曼 群岛的公司法设计的。美年第一步先发起收购要 约。但是，由于张黎刚掌握着超过34%的表决 权，因此，即便美年能取得其他所有爱康股东的 股票，进而掌握剩余的表决权，仍旧不足以满足 开曼公司法规定的2/3股东同意的公司合并条件 （与此相对，特拉华的合并条件是50%股东同 意）。也就是说，只有当张黎刚至少向美年出售 拥有1%表决权的股票之后，美年才有可能进行第 二步的合并（美年表示此时将通过设立SPV将爱 康吸收并购）。

然而，美年的这种两步结构不过是向爱康的 公众投资人抛出橄榄枝，试图孤立管理层。张黎 刚显然不太可能将股票出售给美年，因此，有关 第二步合并云云只是空文。而美年在交易结构部 分真正想说的也许是警告张黎刚，一旦其完成要 约收购，而后者拒不合作的话，他就将沦为一个 非上市公司的小股东。非上市公司的股份失去了 流动性，而小股东又无法有效参与公司经营，甚 至可能沦为大股东宰割的对象。这番前景显然不 是作为公司创始人的张黎刚乐意见到的。

美年的新建议还提出按市场惯例在合并协议 中规定反向分手费(reverse breakup fee),以此 表明其对按时完成收购的信心。根据目前的市场 惯例，反向分手费的比例大约是终止交易费的2 倍，也就是交易金额的6%-7%o根据目前的要约 条件，这笔费用大约为1.2亿美元。反向分手费费 本质上是一笔违约金，因此也是一柄双刃剑。有 时它可以提高收购方违约的成本，但有时也让收 购方得以明确其违约的代价，从而在确有必要违 约的时候，干净利落地走开。

有关美年的新建议，最后值得一提的是反垄 断审查问题。根据爱康在SEC的披露信息，其市 场份额占13.6%。而各种资料显示美年的市场份 额大约是爱康的两倍，也就是27%左右。这两家 一旦合并，占有的市场份额将超过40%o这种竞 争对手的横向合并是否构成市场集中（两家合并 后，表征市场集中程度的Hirfindahl Hirschman指 数将升高近700） ?从两者的营业收入看，应当 完全符合中国反垄断申报的要求，只是有关部门 将按什么样的标准进行审查，似乎不甚明了。

无论如何，看来美年相信这一收购不会引发 反垄断问题（一种可能是美年有把握监管部门会 扩展“市场'‘的定义），因此在新建议中明确不以 监管条件为交易前提。只是，后来在其要约成立 的条件中又加进了不违反法律这一点，不知道反 垄断部门对交易的否定性结论是否等于认定交 易“违法”呢?倘若如此,那么，美年的收购要约 还是以满足监管要求为条件的，而条件不成就的 风险则分配给了爱康的股东们。

不知所从

美国经验。以美国的经验看，有关私有化交 易的诉讼可以大略分为两类：一是由竞购方针对 目标公司董事会的防御措施提起的。典型的是要 求法院禁止实施某项防御措施，或者要求强制回 赎“毒丸”。此类诉讼的关键是看目标公司董事会 釆取的反收购措施是否满足特拉华法院立下的一 系列董事忠慎义务标准，其根本是***Unocal v.Mesa*** 判决中的“双叉测逮'标准也\_。

第二大类的诉讼则是由目标公司股东提起 的，这类诉讼根据不同的诉由又可分为三个子 类。第一子类仍以董事会违反忠慎义务为由提 起，譬如RJR Nabisco的股东诉讼虬。此类诉讼 中，股东们可以主张董事违反了对公司的忠慎义 务，故此以公司的名义起诉，这被称为派生诉讼

(derivative action)*。*股东也可以直接以自己的 名义起诉董事违反忠慎义务。这是因为在美国， 尽管形式上董事是对公司负有忠慎义务，但股东 是这一义务的最终受益人，所以，董事也对股东 间接负有忠慎义务。同时，由于美国允许股东集 体诉讼(class action),所以，股东们常常被认 定为一个集体，共同起诉董事违反忠慎义务。

第二个子类的股东诉讼是以目标公司董事会 违反美国证券交易法第14条A项有关并购交易披 露的规定为由提起的，主要包括披露不实或披露 遗漏等理由。这类诉讼仍然多以集体诉讼的形式 出现。

第三个子类的股东诉讼是目标公司反对私有 化交易的股东，因为不满意私有化的收购价格， 起诉请求公司以合理价格回购其股票，这就是股 票回购请求(appraisal right)诉讼。根据特拉华 法律，此类诉讼一般只能用于以现金作为对价的 收购交易。起诉的股东必须在收购生效时持有目 标公司的股份，在股东对收购方案表决时未投票 赞成收购，并在投票进行之前通知公司其将行使 回购请求权。尽管条件颇为严格，但特拉华州的 回购请求诉讼仍非鲜见。

既然装备了这种种武器，就难怪针对美国上 市公司并购交易的诉讼频繁出现。根据2012年的 统计，涉及美国上市公司的并购交易有九成三都 遭遇股东诉讼（不过，最近两年来由于特拉华法 院对原告律师费赔偿的态度转变，针对并购的股 东诉讼数量有所下降）。当然，这样活跃的股东 诉讼究竟有利于公司和股东，还是成为公司发展 的障碍，还有待学者进一步研究。但可以肯定的 是，美国的董事们在对私有化交易作出决策的时 候，很难不考虑自己将要面临的股东们的挑战。

开曼难题。然而，如果股东们遇上了开曼群 岛的公司，也许一切都变了。首先，正如上面提 到的，开曼公司法上有关董事在私有化交易中忠 慎义务的标准含糊不清，让试图据此提起诉讼的 当事人无所适从。开曼法律非但缺少这样的实体 性规定，即便在程序性规定方面也有些让人不明 所以。例如，对美国投资人而言最为重要的集体 诉讼在开曼是否可行？开曼又是否像美国一样， 允许取得胜利的原告律师向公司收取费用？对于 这些影响股东一一更是其律师一一起诉意愿的重 要程序问题，笔者找到的最佳答案是富基融通

(eFuture, NASDQ： EFUT)在2007年7月 6 日向 SEC提交的公告中的一段话：“我司的开曼群岛法 律顾问未尝听闻有大量集体诉讼和派生诉讼在开 曼群岛法院被提起(Our Cayman Islands counsel is not aware of a significant number of reported class actions or derivative actions having been brought in Cayman Islands courts) ”。这倒听上去像句大实 话。

不仅如此，由于在美国市场上购买开曼公司 股份的投资人得到的并非真正法律意义上的股 票，而仅是间接代表股权利益的“存托股份”(或 者叫“存托凭证")。也就是说，这些投资人并非 法律意义上正经八百的股东。于是，即便开曼公 司法允许股东提起诉讼，这些美国存托股份的持 有人也很可能无权起诉——他们根本不是股东。

假如说开曼公司投资人提起董事违反忠慎义 务诉讼的前景不明，那么，他们要根据美国《证 券交易法》第14条A项起诉披露不实就几乎是行 不通了。理由前面己经提过，很简单，作为在开 曼成立的外国公司，美国的《证券交易法》原本 就不要求其根据此项进行披露。

能给开曼公司的公众投资人带来些许安慰的 大概只有开曼法院于2015年8月判决的首例股票 回购请求诉讼案件***(Integra Group*** ) 了。该判决 确认了反对私有化交易的股东有权请求法院确定 其股票的“公正价格"，而确定这一价格的标准是 在特别股东大会批准并购交易当日公司作为持续 经营实体(going concern)的价值。此案中，法 院主要依据未来现金流折现(discounted cash

flow)的方法确定股票的公正价格。并且，像特 拉华法院一样，开曼法院没有给小股东持有的股 票价值打上折扣(minoritydiscount)*。*

不过，回购请求权仍然只有法律意义上的股 东才能享有。因此***‘Integra Group***案件的原告首 先将其手中在伦敦证券交易所交易的全球存托凭 证(GDR)转换成了Integra的普通股，方才打赢 了官司。也许，开曼公司ADS的持有人，未来也 需要设法将ADS转换成真正的股票，才有可能启 动回购请求诉讼或者派生诉讼。当然，转换肯定 不会是一顿免费的午餐。

首尝螃蟹

从以上的分析中可以看出，开曼公司的投资 人要想针对公司的私有化交易打官司可谓困难重 重。然而这世上总有第一个吃螃蟹的人。巧的 是，这些人恰好是方源资本前一单私有化交易的 对象一一分众传媒——的投资人。他们真的于 2013年2月22日在加州法院对这场私有化交易提 起了诉讼。不过，这些投资人顶多是舔了一下蟹 壳，离吃下螃蟹还差得很远。

大概是忌惮那不知为何物的开曼公司董事义

务，分众传媒的投资人压根就没提董事违反忠慎 义务的事，而是提出了两项似乎有些不着边际的 诉讼理由。一是告董事会违反《证券交易法》第 14条A项的披露义务。可是，正如前面提到的， 毫无意外，这项诉由立即遭到被告方的驳斥，分 众传媒压根就不承担这种披露义务。第二项诉讼 理由就更是脑洞大开了，投资人找出开曼公司法 第92条e款的规定，说是要求法院按照公正衡平 所需，强制解散分众传媒。估计看到这项诉讼请 求的美国法官也会大跌眼镜。正像被告辩驳的一 样，即便原告有理由要求解散公司，他们也找错 了法院。开曼公司法里说得明白，只有开曼法院 才有这种解散开曼公司的权力。况且，这些投资 人又是要命的ADS的持有人，纵然跑到开曼打官 司，也不具备请求法院解散公司的资格。

分众传媒的官司此后很快和解，原告或许自 己也觉得有些底气不足。正如有观察者评论的那 样，分众传媒的投资人之所以在美国打官司，恐 怕无非是想搅搅局，多少从和解中谋得点好处国 O而洞悉美国司法程序冗长昂贵的被告，自然也 不希望因为原告的搅局而拖延私有化交易的进 程。于是，和解就成了自然而然的结局。不过， 有了前番的经历，方源资本再次操盘爱康的私有 化，对于如何应对公众投资人，想必更加胸有成 竹。

最后，假如你是一位红筹上市公司的小股 东，那么，在公司面临私有化的时候，你最好祈 祷董事会及其专门委员会能不辜负股东们的重 托，摸着良心为全体股东谋求最大利益一一顺便 也顾及一下自己的声名。要是你的公司像爱康国 宾一样注册在那渺远开曼群岛的混沌世界，法律 也许真的帮不了你什么。如果你有足够的资源， 到时候也许可以像分众传媒的投资人一样，试着 去搅一下局。或者，更加幸运的话，你及时转换 了自己的ADS,还能从开曼法院为自己被收购掉

的股票多讨得几块钱美金。

由参见第三章第十节。

⑵参见第二章第七节。

国参见第二章第七节。

1. Gorbenko & Malenko, Strategic and Financial Bidders in Takeover Auctions, *Journal of Finance* 2014.
2. Bargeron et al. Why Do Private Acquirers Pay So Little Compared to Public Acquires, *Journal of Financial Economics* 2008.

网参见第二章第五节。

■1参见第三章第十节。

[8] Boltz et al., M&A Litigation Goes GlobaL *Insights : The Corporate & Securities Law Advisor* May 2013.

第十五节从万豪安邦争夺战看喜达屋  
董事会的节操m

安邦与万豪(Marriot)对喜达屋 (Starwood)发起的竞购争夺可谓2016年中国企 业跨境并购行动中最为轰动的事件。本节和下一 节将对这场争夺战的经过与结局进行一番具体分 析。可以说，这个案例为我们提供了跨境收购大 型美国上市公司的全景式样本。

背景介绍

自从上世纪90年代以来，世界主要酒店集团 都进行了轻资产改造，酒店不再购买或者租赁物 业，而是专门做管家婆，替业主管理酒店，努力 打造并输出自己的品牌。世界五大酒店集团：万 豪、喜达屋、希尔顿、洲际、凯悦目前都是这种 模式。商业地产最看重的就是位置，酒店管理集 团不再自建酒店，而是在业主公司在好位置拿地 后、打破头般地竞争去抢管理权，这加剧了酒店 集团间在服务和品牌方面的较量。在激烈的竞争 中，因为种种原因，比如品牌投入不够（喜达屋 8年没有推出新品牌），质量不统一等等，喜达 屋与其他竞争对手之间产生了差距，房间数和酒 店数量都落后于竞争对手，于是在2015年4月29 日宣布考虑出售。

消息传出，各路人马纷至沓来。买家主要分 为两类，一类是国际酒店管理公司，以凯悦和万 豪等洋豪为代表。另一类是中国土豪，以锦江、 万达和海航为代表（据说安邦当时也投标了，但 不知是因为保密还是低调没有公布）。

土豪抢喜达屋图点啥？洋豪作为品牌运营商 主要看重的是喜达屋的规模，因为酒店业现在的 销售渠道被诸如Expedia、携程、去哪儿这样的 OTA. （Online Travel Agent,在线旅行代理）控制 了，任何一家酒店如能扩大规模肯定在和OTA就 代理费议价方面取得更多的话语权。土豪看重 的，第一，可以把钱趴在美元资产上规避人民币 贬值和中国国内经济放缓的风险，第二，国际酒 店的品牌含金量高，因为目前中国尚未形成真正 意义上有国际知名度的酒店品牌。

当然，两类买家共同看重的都是喜达屋手上 优秀的酒店，如上述，因为竞争激烈，这些好地 段的酒店的管理权都是喜达屋跟竞争对手PK来 的，本身就一种稀缺资源，能产生大量现金流和 品牌效应。而且管理合同和特许合同里面都没有 针对酒店管理方的控制权变更条款，不会因为管 理方被收购而影响这些合同的效力。

历史回顾

2015年11月16H,喜达屋宣布万豪以每股单 价0.9股万豪股份外加2美金的方案PK掉了其他竞 争对手，中标喜达屋全部股份，双方签署《合并 协议》。喜达屋董事会将万豪收购方案推荐给股 东会表决，随后双方有条不紊地推进交割前各项 工作。到了2016年3月，该办的事都办得差不多 了，大事就差喜达屋股东会表决通过了。

但就在2016年3月14H,晴天霹雳般的消息 突然出现。喜达屋宣布收到著名土豪安邦以每股 单价76美元（总价约126亿美元）纯现金收购喜 达屋的意向。结合万豪当时的股价，原《合并协 议》项下万豪的报价仅相当于63.74美元一股（总 价约115亿美元），处于劣势。3月18日，安邦再 次将单价提高2美元，向喜达屋递交了“具有约束 力且全部融资到位的”要约，此时单价为78美元 （总价约132亿美元）。喜达屋宣布安邦的方案 为更优方案（superior proposal）,给予万豪5个 工作日的时间考虑提价还是走人。

就在3月21H,万豪和喜达屋老总随奥巴马 总统访问古巴之际，达成了新方案，以每股单价 0.8股万豪股份外加21美元的单价收购喜达屋，结 合此时的万豪股价，新方案的每股单价为79.53美 元（总价约为136亿美元）。此时喜达屋董事会 取消了安邦收购方案“更优方案”的资格，喜达屋 董事会一致将万豪新方案推荐给喜达屋股东大 会，并与万豪达成了合并协议的修正案。喜达屋 股东大会拟在4月8日召开。

在3月22B,财新放出消息说因为安邦碰触 了保监会关于“保险资金境外投资不超过总资产 15%的规定”，保监会对安邦收购喜达屋的海外并 购持明确不支持态度。这对安邦来说真是雪上加 霜。但是保监会也没拦住安邦，3月28H,彭博 社放出消息，喜达屋己经收到安邦新的收购方 案，每股价格上调到82.75美元（总价约为141.5 亿美元）。

以上过山车般的狗血剧情，让人不禁发问： 眼瞅着就要过户给万豪的喜达屋，安邦咋能说抢 就抢？高大上的并购交易咋就搞成了上海二手房 交易般起哄跳价？真金白银面前，喜达屋董事会

的“节操”在哪里？

大家都知道，美国是个讲究法治和市场规则 的国家，以上剧情的出现，必然是背后的规则在 起作用。所以要回答这几个问题，我们可以顺着 以下三条线，第一，看看美国上市公司收购有哪 些规矩；第二，这些规矩是怎么适用到喜达屋竞 购中的，第三，这些规矩的适用，对交易的进程 造成了哪些影响。解决了这三个点，答案就不言 自明了。

收购美国上市公司的规矩

本案中己经出现的实体规矩可以概括如下。

禁止招揽 ***"shop ）***。原始竞标成功的买 方如万豪，为了保护交易成果都会在合同里加上 禁止招揽条款，即目标公司既不能主动招揽第三 方前来竞买，也不能在第三方表达收购意向后与

之洽谈。

基于忠慎义务之例外***(fiduciary out*** )。作 为禁止招揽的例外，如果有第三方主动提出要出 高价买，而董事会认为对此视而不见会违反忠慎 义务(fiduciary duty),则可以和第三方进行洽 谈。

更优方案***(superior proposal )****。*董事会和 第三方谈了，觉得第三方的价格比买方出家高且 交割的可能性有合理的保障，那么就可以认定第 三方的收购方案构成更优方案，董事会可提出终 止与买方的收购合同，但要付分手费(break-up fee) o

提价权***(match rights*** )。"更优方案"出现 后，原始买方有宽限期可以提价。如果提价成 功，则董事会可将更优方案作废，支持买方的新 方案。但此时第三方也有权提价，即修改更优方 案，让董事会认定新的更优方案(revised

superior proposal)。不过，第三方的提价必须在 目标公司股东会召开前获得董事会支持。同样， 如果董事会认定了新的更优方案，买方有可能还 可以再次行使提价权。

改变推荐 ***(change the recommendation***

)O “更优方案”出现后，如果直到提价宽限期届 满，买方未行使提提价权或者主动弃权，那么第 三方就胜出了。此时董事会可以终止与买方的收 购合同，正式把更优方案推荐给股东会。

分手费。如果目标公司与第三方完成交易， 那么原先的买方通常可以取得收购合同约定的分 手费。

适用规矩

第一回：喜达屋欲嫁豪门，卖身契背上身 ——禁止招揽*。*万豪与喜达屋《合并协议》第 4.2条包含禁止招揽。根据该条款，第一，签约前 与第三方前既存的谈判必须终止（此时凯悦、锦 江、万达、海航黯然离场）；第二，喜达屋不得 提出、招揽或诱发任何其他谈判（意即喜达屋不 能出去招蜂引蝶）；第三，喜达屋不能回应别人 提出的收购意向（意即就算别人把喜达屋看上眼 了，跑来问她，"你还available不？ ”喜达屋也不 能吱声），还必须在24小时内把这事告诉万豪。

喜达屋如有违反禁止招揽义务，万豪有两个 救济手段：万豪可以向法院申请强令中止喜达屋 与第三方背地里交易；或者，如果万豪愿意成全 喜达屋私奔的话，万豪还可以主张4亿美元的分 手费，约占交易总额的3%。

【按：找到适当的收购对象，并通过尽职调查等 方法确定其价值，无疑需要相当的前期信息投入，而 后来参与竞争的报价者相当程度上可以搭上在先报价 者这些投入的便车。于是，为了保障在先报价者的投 入不会轻易成为他人的嫁衣，美国的并购协议中常常 会约定禁止招揽条款，而特拉华法院总体上也支持这 种约定。它避免了熄灭先发竞购者的热情，反而可能 为目标公司争得更高的收购价格。

实践中，此类约定的一个要点是禁止招揽“什 么”？定义清楚禁止招揽的确切交易类型就颇要一番交 易律师的文案功夫。我们来看Starwood和Marriot协议 是怎样定义的。大致而言，该协议禁止招揽的交易对 象有三类：1）取得股权或相应投票权的交易；2）取 得合并收入、净收入或资产的交易；3）处置影响合并 收入、净收入的资产。这样的条款将各种可能产生收 购效力的交易囊括其中，可谓滴水不漏。此外，对于 禁止招揽的三类交易，两家合同设有一个25%的比例 门槛，也就是取得的股权、收入或者处置资产影响到 的收入比例不低于25%。这较常见的15%到20%的门槛 略高，对Starwood而言更具灵活性。】

第二回：卖身契算个毛，安邦带你飞一一基 于忠慎义务之例外。喜达屋卖的是上市公司股 份，这样的交易受其注册地公司法的约束。《合 并合同》的内容不能违反适用的公司法，否则， 相应的条款既会在日后的潜在诉讼中面临被法院 认定无效的风险。这不仅可能涉及赔偿，甚至导 致交易无法交割。特拉华州公司法有个重要的准 则，叫董事会的忠慎义务。

用在上市公司收购的情形，就是董事不能在 出售过程中给自己谋私利，还要在出售过程中要 尽力帮股东把公司卖给出价最高的人。特拉华的 法官在著名的讨。〃 ***Inc.v.MacAndrews & Forbes Holdings Inc.***案中总结道："当公司不得不卖时， 董事会应尽合理努力，审时度势、积极主动地为 股东争取最高价。"这就是所谓的Revlon义务。夸 张一点说，就是董事会在抬价方面，要拿出投鞭 断流的气势和背水一战的勇气，学习上海二手房 房东和链家房产，血战到底。董事会如果违反了 Revlon义务，那么其他竞购方可申请交易作废。 纵使交易成功，董事将来也会面临股东的起诉。

【按：并购交易中，目标公司董事会负有的忠慎 义务依据目标公司注册地的公司法确定。喜达屋系注 册于马里兰州，该州是继特拉华州之后美国上市公司 的第二大注册地(主要是不动产投资信托(real estate investment trust,简称REIT)的注册地)。因此，喜达 屋董事会的忠慎义务将依据马里兰州法律。实践中， 此项义务主要由判例法决定，而马里兰州在缺乏本州 判决先例之时，将视他州先例为“具有说服力的”法律 依据。特拉华州高度发达的公司法判例经常成为马里 兰等州法院参酌的此类法律依据。

Revlon义务的焦点是目标公司被收购后，其股东 是否终局性地丧失了未来再次享受控制权溢价的可能 性虬。在上市公司的并购交易中，倘若目标公司股东 在收购中取得的是收购方的股票，并且收购方本身也 是没有控股股东的上市公司，那么，目标公司的股东 旋即转换成了收购方的股东。未来收购方再被收购 时，这些股东还可以享受收购溢价。于是，对于全股 票且收购方为无控股股东的上市公司的并购交易，特 拉华法院不要求目标公司董事会承担Revlon义务

*^Arnold v. Society for Savings Bancorp )。*此外，对于 收购对价中的现金比例不足1 /3的交易也不存在Re vlon 义务("*re Santa Fe Pacific Shareholder Litigation* )。比照规则背后的逻辑，在收购方为非上市公司的 全现金交易中，最需要对目标公司董事会课以Revlon 义务。因为此时真正到了目标公司股东享受收购溢价

的最后关头，一旦股票出售，拿了现金都买不到收购

方的股票！而安邦恰好是这样一位收购者。】

正因为董事会面临Revlon义务，绝大多数上 市公司收购协议都会在禁止招揽条款上再开一个 后门，即所谓的''基于忠慎义务之例外条款"，通 常的措辞是，在公司没有违反既定协议主动招揽 第三方竞价者的前提下，若有第三方自觉向公司 条件更为优越的收购条件，而公司董事基于诚信 认为，如果不与该第三方洽谈就可能违反董事的 忠慎义务，则公司可以与该第三方洽谈。在喜达 屋与Marriot的协议中，如果在喜达屋股东会批准 之前，喜达屋收到第三方不请自来的收购要约， 而喜达屋董事会基于诚信判断该要约的取得并不 违反禁止招揽义务，并有合理可能(reasonably likely)促成更优方案的话，那么喜达屋可以向该 第三方提供有关信息，并开展谈判。

【按：并购协议之美在于均衡。前面的按语中已 经解释了禁止招揽规定的必要性，但只顾此一头就要 失其均衡——并购变成了垄断交易。于是，另一头的 空缺就需要由基于忠慎义务之例外来填补。有些遗憾 的是，在确立相关规则的代表性判例*Omnicare v.NCS Healthcare Inc.*中，特拉华法院没有对如何实际操 作“基于忠慎义务之例外”留下太多的指引。】

第三回：安邦真有钱，叫人把持不住一一更 优方案*。*根据《合并协议》第4.2条(b)款规定 了“更优方案”的三个认定条件。第一，该方案并 非系因违反禁止招揽义务而取得；第二，喜达屋 董事会善意认为从财务角度看，新的方案比《合 并协议》项下的方案更为优越；第三，喜达屋董 事会认为该方案拟定的交易有合理可能能够交 割。

为取得喜达屋董事会的首肯，安邦也是做了 大量工作。由于条件一己经客观满足，安邦在条 件二方面直接把每股价格从第一次报价的76美元 抬高到78美元，最大程度上表现了诚意。在条件 三方面，取得中国建设银行的融资支持让喜达屋 觉得安邦融资没有后顾之忧。于是，2016年3月 18日，喜达屋发出公告，宣布确认安邦方案为更 优方案，同时通知万豪其拟终止与万豪之前达成 的《合并协议》。公告中，喜达屋表扬安邦的方 案是“具有约束力的、融资全部到位的、并具有 高度交割确定性的方案"。

第四回：万豪也不差钱，万豪才是真爱一一 提价权。喜达屋的公告第二句又说：根据《合并 协议》的规定，喜达屋现在给万豪时间，后者可 以在3月28日之前考虑是否提价。这句话也让美 国上市公司并购的著名条款提价权浮出水面。提 价权是对“横刀夺爱”情况的应急保护措施，即一 旦目标公司董事会确认第三方提出的方案更优方 案，或者更优方案发生重要变更，则买方有权利 在特定时限内抬高收购协议项下原始方案的条 件，以匹配或超越更优方案。

万豪的提价权规定在《合并协议》第

4.2 （b）条，有关提价等待期（即万豪和喜达屋 协商新条件的宽限期）是五个工作日，如果之后 更优方案发生任何修订（即3月28日发生的安邦 再次提价情况），那么这个期限可以再延长三 天，但总长度不超过八个工作日。正是因为提价 权的存在，万豪在3月21日宣布提价，回手砍了 安邦一刀，把收购喜达屋的主动权又夺回了自己 手中。

喜达屋董事会随后宣布安邦的方案不再构成 最优方案，并且一致向全体股东推荐万豪的收购 方案在4月8日延期召开的股东会上表决。同时双 方3月21日签署的《合并协议》修正案，还把分 手费提高到了4.5亿美元，外加1800万美元的终止

后费用报销。

第五回：有钱就是任性一一新的更优方案。 就在这事短暂沉寂一周后，3月28H,安邦果然 不负众望，又扔出了每股82.75美元，总额141.5 亿美元的大要约。然而，安邦仍然要解决两个主 要问题，首先，秒杀万豪没有合同障碍。第二， 如何解决保监会提出的违规问题。

就第一个问题而言，可以说没有任何障碍。 《合并协议》并不排斥第三方在其更优方案因万 豪提价被董事会否决后，再次提出方案的权利。

《合并协议》多处规定了第三方对更优方案的修 改权，以及修改后的方案仍可作为最优方案被考 虑的条款。双方3月21日签署的《合并协议》修 正案，也并未禁止喜达屋接受任何安邦提出的新 方案。尽管《合并协议》修正案规定喜达屋有义 务尽快促成股东会就万豪的收购方案进行表决， 但也同时规定了如果喜达屋董事会撤回对万豪方 案的推荐则该义务立即中止的条款，这无疑也为 日后安邦提出新方案做了准备。

但是，安邦有权提价并不意味着安邦可以直 接和喜达屋洽谈。万豪在其3月21日的公告中写 道：“有鉴于修改后的合并协议，喜达屋董事会 认为安邦的方案己不再构成更佳方案，因此，根 据《合并协议》喜达屋不得再与安邦商谈或向其 提供任何保密信息"。这句话常被误读为安邦出 局的意思，但其实它的意思只是重申了喜达屋的 禁止招揽义务，以便减少交易的不确定性。假设 当时喜达屋不受禁止招揽义务的约束，那么喜达 屋完全可以把万豪和安邦各自关在律师事务所的 小黑屋里，和这个谈一会儿再和那个谈一会儿， 通过“囚徒困境”逼他俩各自提价，这事说不定己 经解决了。在安邦再次提价之后，喜达屋又宣布 安邦新意向“有合理可能带来更优方案”，因而其 可以与安邦洽谈并提供有关信息。

那么，保监会的问题该如何解决呢？上面说 过，“更优方案''三大条件之一是交易有合理可能 能够交割。在3月18日喜达屋第一次认定安邦方 案为最优方案时，保监会还没有对“15%”红线一 事明确表态。但此后保监会的态度出来了，喜达 屋董事会还敢认定安邦的新方案有合理可能能够 交割吗？因为没有公开数据显示安邦资产到底有 多少，而且不知道安邦本起收购的资金来源到底 是保险金还是其他资金，到底受不受保监会管， 就此不敢妄加评论。此外，安邦也可以考虑承诺 给喜达屋一笔高额的反向分手费(reverse break­up fee),如果保监会否决交易，也可以拿这笔 钱赔给喜达屋。高额反向分手费可以向喜达屋董 事会发出信号，表明安邦对于交易确定性具有相 当的自信。

【按：与迅速网传的中文消息相比，喜达屋在

2016年3月28日正式发布的英文版文稿措辞要谨慎得 多。其董事会只是认定安邦的报价“有合理可能”（正 是前面基于忠慎义务之例外条款中用的'"reasonably likely”这个词）带来更优方案。换句话说，这个认定仅 仅给了喜达屋董事会与安邦接洽磋商的权利。如果不 作出这样的认定，根据禁止招揽条款，喜达屋就根本 不能和安邦谈。在作出这一认定之后，喜达屋的新闻 通告随即表示：双方的商议“不保证会引来（安邦方 面）具有约束力的收购方案，也不保证喜达屋董事会 会认定任何此类方案将构成'更优方案'......"。最后， 喜达屋董事会再次重申其目前并未改变4月8日召开股 东大会并向股东推荐万豪收购方案的计划。

如果说对更高报价弃之不理可能让喜达屋董事会 违反Revlon义务，那么，只看报价而不顾交易的确定 性同样会令喜达屋的董事们违反这一义务。对此，特 拉华法院也早已表明立场（/〃 *re Family Dollar Stores Inc.Shareholder Litigation* ）*。*因此，如何考量安邦收 购方案的交易确定性恐怕是喜达屋董事会最费思量之 处——尤其面对中国法律与监管环境的整体风险，以

及监管者在此特定交易中已经表达过的意见。】

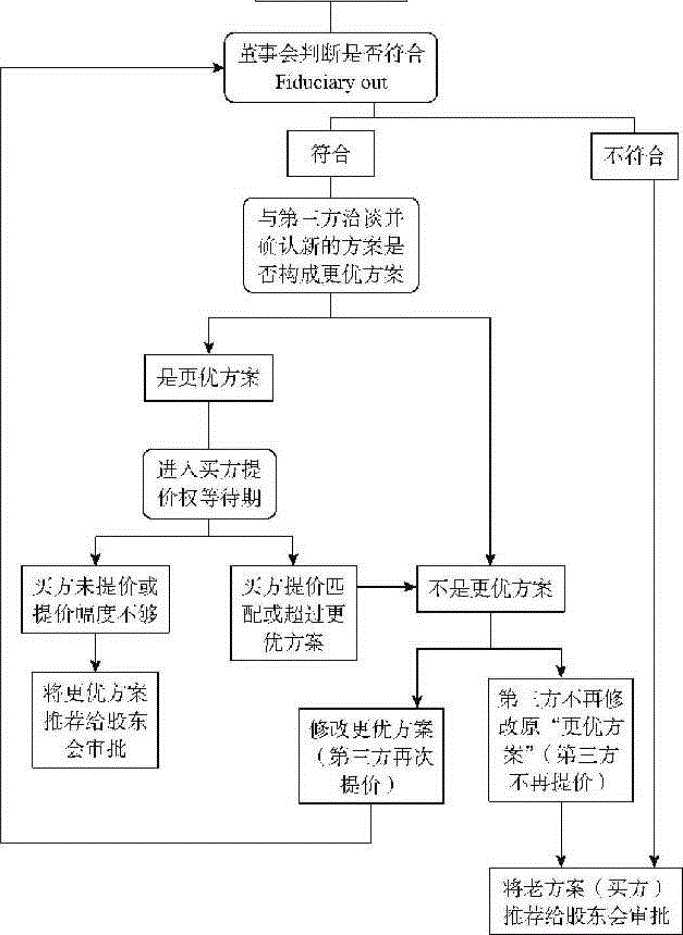
小结。以下这个交易流程图，总结了上述收 购美国上市公司的基本规矩。

最后，对前面提出的三个问题做个小结。

第一，眼瞅着就要过户给万豪的喜达屋，安 邦咋能说抢就抢？对，因为安邦出手时股东会还 没批准交易，而且《合并协议》本身也有基于忠 慎义务之例外，安邦确实说抢就抢。但前提是得 有钱、靠谱，能够大致符合更优方案的要求，才 能成功引起董事会的注意。

第二，高大上的并购交易咋就搞成了上海二 手房交易般起哄跳价？起哄跳价的根本原因是美 国公司法为了保护股东，规定了Revlon规则和一 系列强制董事会跳价的制度，而这些制度都被落 实到了《合并合同》中，成为了跳价机制。安邦 出马触发了这个跳价机制。而且，安邦选择在股 东会即将召开的关口出马，造成时间紧迫，喜达 屋董事会和万豪都必须“快速反应”。

收到新的方案



第三，真金白银面前，喜达屋董事会的“节

操”在哪里？坦白地说，虽然竞购看起来和买卖 二手房很像，但董事们的心思和房东有所不同。 董事会跳价的主要原因不是为了自己多赚钱（当 然不能完全排除手握期权或其他股权形式奖励的 执行董事想多赚点的心理），而是为了履行自身 的忠慎义务，免得竞购一方发难或者交割以后股 东诉讼缠身。

m 本节正文由清澄君同窗撰写并经张巍编辑修 正，按语由张巍撰写。

⑵参见第二章第六节。

第十六节万彖为什么赢了？万彖真的 赢了吗？

2016年愚人节清早看到的第一条大新闻是那 并不十分愚人的安邦撤退，这个消息并不意外。 上一节提到：“与迅速网传的中文消息相比，喜 达屋在2016年3月28日正式发布的英文版文稿措 辞要谨慎得多"。且那新闻发布稿里用的 reasonably likely这个词，与喜达屋、万豪《并购 协议》中基于忠慎义务之例外条款的措辞一模一 样。

喜达屋当日的那个新闻稿不过表明其董事会 在按照协议履行义务而己。或许为了网络传播的 需要，这两个原本中规中矩也不难理解的英文词 翻译到中文里，就成了激动人心的“安邦......提 交的收购方案相当有可能成为'更优方案”'了。

万豪为什么赢了？

万豪为什么赢了？因为安邦撤了。那安邦为 什么撤了？各种网络媒体各抒己见，从万豪死磕 的决心，安邦融资的确定性，到保监会不支持， 乃至安邦另有新欢，几乎包罗万象，面面俱到。 既然如此，笔者自然也再找不出什么新鲜理由 了，只是要解释几句上一节中说过的词：喜达屋 董事会最费思量之处是安邦方案的确定性，“尤 其面对中国法律与监管环境的整体风险，以及监 管者在此特定交易中己经表达过的意见”。根据 公开的信息，看来让万豪胜出的关键原因是保监 会那不知有心还是无意的“保险资金境外投资不 超过总资产15%”的表态。

为什么这么说？从最表层分析，安邦撤退无 非是两种原因：第一，安邦遇到与喜达屋无关的 压力，所以主动撤退了。那么，这种压力从何而 来？融资不确定当然不会让安邦良心发现；要说 另有新目标，短短三日之内也不太像能一见钟 情；至于万豪死磕云云也似乎与事实不甚吻合

（对此，以下将继续分析）；而最有可能的压力 看来只剩下监管者或者监管者代表的国家权力施 加的影响了。

第二，如果是喜达屋方面施加的压力，那 么，为什么前番喜达屋董事会爽快承认安邦方案 是“更优方案”，而对再次提价的方案却要施以压 力呢？根据公开信息，安邦两次竞价之间出现的 最大变化就是3月22日保监会的那番话。我们先 来看喜达屋为何能认定安邦3月18H的方案是“更 优方案”。无论从美国法院的立场，还是从喜达 屋与万豪《合并协议》的约定看，“更优方案”的 核心就是两点 价格和交易确定性。用一个不 太准确的数学概念的话，“更优方案”包含的价格 与交易实现可能性的乘积要大于（万豪）原方案 中这两项因素的乘积。

安邦的出价更高是没有争议的，那么交易确 定性如何呢？站在3月18日的时点上，喜达屋董 事会至少没有明显的理由对此产生怀疑。一则此 前安邦海外收购类似资产的成功率并不低，换言 之，历史证明安邦还是靠谱的。二则喜达屋董事 会在公开披露的信息中明确表示安邦的收购方 案"融资充分” (fully financed)。这两个词也许被 很多人忽略了——它说明所谓安邦融资不确定没 有可靠依据。不知道财新网独家获悉的数字—— 建行为安邦3月18日的方案提供31亿美金左右的 融资，还需要向境外行寻求数十亿美元融资是否 确实。不过，假如这个消息确实，那喜达屋董事 会就是在公开作出虚假陈述了。

到了3月26H,安邦再次提价的方案仍然具 有价格优势，这恐怕是喜达屋28日表示其“有合 理可能"成为“更优方案"的一大原因。那么，交易 确定性产生什么变数了呢？安邦的交易历史自然 是不会变的，融资条件是不是恶化了？也许有可 能。不过，与3月18日的方案相比，资金需求增 加的部分大约只占4%。况且，既然安邦前面己经 玩过一次，肯定明白融资保证对于其收购方案的 重要性，想必不会莽撞到不对这部分多出来的融 资作任何规划。假如此时安邦的融资真的出了问 题，那仍有可能是原来的融资人因为保监会的表 态而动摇了。

然而，即便融资不是安邦的致命问题，站在 3月28日的时点上，喜达屋董事会的确有理由对 安邦方案的确定性产生重大怀疑。在美国的法治 文化中，监管者明确表示交易可能违规是再清晰 不过的“不确定因素”了。说实话，安邦在3月22 日之后还有胆量继续提价，着实让人吃了一惊。 也许，在我们不少人的印象中，监管者的态度像 月亮，初一、十五不一样。可美国人却绝不会将 此视若儿戏，除非是董事会真的愿意来一次大冒 险，否则必然要求安邦对此作出可靠的解释。

从美国的实践看，要解消目标公司董事会对 交易确定性的疑虑，最通常的办法是由收购方承 诺一笔高额的反向分手费(reverse breakup

fee)。承诺这样的分手费是收购方在向目标公司 发信号：自己对顺利完成交易信心满满。用美国 人的话说，这叫Put your money where your mouth is （“说一千，不如做一件”）*。*这方面最著名的 例子是当年谷歌收购摩托罗拉时，为解消有关反 垄断调查的疑虑，承诺支付25亿美元的反向分手 费（相当于交易金额的20%,通常的反向分手费 比例为6%-7%） o因此，在3月28日喜达屋董事 会决定再次与安邦进行磋商之后，很可能要求其 提供高额反向分手费。

不过，就安邦的特定情势看，即使高额反向 分手费也可能不足以说服喜达屋董事会。由于众 所周知的中国外汇管制政策，假如作为监管机构 的保监会根本反对安邦收购喜达屋，那么，一旦 交易落空，安邦承诺的反向分手费也可能无法顺 利汇出境外支付给喜达屋。所以，喜达屋董事会 还有可能要求安邦提供一个更加直接的交易确定 性保证一一一个类似于SEC出具的“不采取监管行 动信"（no action letter）的，由中国保监会出具的 不会对安邦收购喜达屋釆取监管措施的文件。站 在喜达屋董事会的立场，这是一个维护公司和股 东利益的合理要求，而站在安邦的立场则可能是 压弯了骆驼的最后一根稻草。

据此猜测，如果安邦撤退源自喜达屋方面的 压力，那么，有可能就是喜达屋向他们要了这两 样东西一一高额反向分手费和监管者的保证。

尤其值得指出的是，从法律角度看，安邦自 行撤退的结局对于喜达屋的董事会是再安全不过 的事了。要拒绝一个价格更高的收购方案，董事 会始终面临一定的法律风险。因此，喜达屋董事 会3月28日的应对不可不谓谨慎。然而，最终出 高价者自行退却，那还有谁能因此对喜达屋董事 们的忠慎义务(fiduciary duty)说三道四呢？真 有“不战而屈人之兵”的妙处。与草拟上百页的并 购协议相比，为自己的客户谋划出一套在法律上 安全稳妥的应变策略，或许才真正体现了一流律 师的高超之处。

万豪真的赢了吗?

事情发展到这一步，万豪看来是大胜了。不 过，市场的反应显然说明万豪的股东们不高兴 了。4月1日开盘，万豪股价大跌6% （3月31日收 盘价为71.18美元，4月1日收盘价为67.13美元， 收盘价下挫5.7%） o很明显，投资者们认为安邦 撤离意味着万豪要按新的价格完成收购喜达屋的 交易，而这个被安邦推高了的价格可能是出价过 咼了。

如果我们放长几日看，万豪的股价几乎是随 着安邦的胜出而涨，伴着安邦的撤离而跌。3月 21日万豪与喜达屋重新达成新的收购协议，其股 价应声而落；3月28日喜达屋宣布重新与安邦展 开谈判，万豪股价随之高企；4月1日伴随安邦撤 离的消息，万豪股价再次大跌。截至写稿之时， 万豪股价仍较前日下跌近5%。如此看来，万豪股 东们似乎毫无赢的感觉，全然一派失败的气象。

**Marriott International Inc.**

**MAA (U.S.: Nasdaq)**

13,303,286

4,617,057 66.50 - 68.07 56.43 - 84.33

万豪1月股价变化（来源：Wall Street Journal）

实际上，万豪的股价此后花了三个多月时 间，直到7月12号才恢复到3月31日收盘的水平， 此后也只是一直在这个水平上徘徊，没有表现出 交易预期的协同性（synergy）收益。万豪股价真 正大涨，那要等到2016年11月特拉普当选总统之 后，不过，这显然己经与收购喜达屋没多少关系 了。

上一节曾经介绍过，以股票作为对价的收购 交易，收购者股价下跌并不罕见。不过，从以往 研究的结果看，万豪的股价或许还是跌得有点大 了（一般收购方的股价下跌幅度在1%左右， Travois, Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Finns' Stock

Returns, ***Journal of Financial Economics*** 1987 ）。 因此，笔者此前曾怀疑面对股价下跌的压力，万 豪董事会真的会愿意继续竞争下去。3月28日万 豪针对安邦继续提价发布了新闻稿，从其中的反 应看，很难说有什么死磕到底的决心。万豪只是 向喜达屋的股东们喊话，请他们认真考虑安邦交 易的确定性问题，包括融资问题与监管批准问 题。可见，万豪坚持在交易确定性上给安邦挑 刺，却未流露继续加价之意。

无论如何，接下来的交易进程就轮到万豪的 股东们出声了。由于万豪此次为收购喜达屋需要 新增的普通股数量超过万豪己发行普通股数量的 20%,因此，根据NASDAQ上市规则，此项交易 需要得到万豪股东们的批准。2016年4月8日万豪 和喜达屋分别召开股东大会，对合并方案进行表 决，有97%的万豪股东投了赞成票。那么，面对 股价下挫，万豪股东依然压倒性地支持收购喜达 屋呢？这就牵涉到现代上市公司治理结构中的一 个特征，在第六章第三十节中我们再回过头来分 析这个问题。

第十七节艾派克**VS**.巨人网络：细细品  
味跨境收购**2.0**时代

艾派克收购Lexmark与巨人网络收购Playtika 是2016年中国买家跨境收购美国资产的交易中可 圈可点的两笔。它们一方面结合了战略投资人与 财务投资人的优势，一方面又运用了某些新兴的 融资手法，可谓代表着中国的跨境收购交易进入 2.0时代。这两笔交易既异曲同工，又同中见异， 两相比较，颇值玩味。

艾派克收购Lexmark

第三章第十二和十三两节从发行EB的角度介 绍过这个交易，本节只简要概述一下交易的结 构。

境外部分

o 2016年4月19日，艾派克与

Lexmark的交易宣布。这是一个典型的反三角收 购(reverse triangular merger),由收购方财团 ——艾派克、太盟投资和君联资本——设立一个 全资子公司作为收购实体，再由这个实体与 Lexmark合并，以Lexmark作为合并后的存续公 司。于是，组成收购方财团的三家成为这个合并 之后的公司的股权投资人，分别掌握51.18%、 42.94%和5.88%的股权団\_。

本次交易的金额约为25亿4100万美元，外加 继承的Lexmark债务9.89亿美元，抛去Lexmark的 现金之后，收购的企业价值(enterprise value )约 为34亿1000万美元。从融资角度看，这是一场典 型的杠杆收购。收购方共向银行举债15.83亿美 元，这部分债务应该是以被收购资产作为担保 的。此外，组成收购财团的三方又分别投入11.9 亿美元、9.3亿美元和2亿美元的现金。

境内部分 *。*为支付11.9亿美元（约合81亿

5000万元民币）的收购金额，艾派克的控股股东 赛纳科技以自有资金向艾派克贷款19亿元，再向 境内投资人发行可交换债（EB）融资61亿元。为 发行EB,赛纳科技质押了其持有的46.46%的艾派 克股票。赛纳科技发行的EB,其偏债权的属性颇 为明显，主要是因为设置的换股价格太高，超过 发行时正股价格的80%o此外，作为太盟和君联 两家私募基金的退出方案，他们和艾派克约定， 待三个完整财年度结束后，两家Private Equity即 有权选择要求艾派克以现金或者艾派克股票回购 他们持有的Lexmark的股权以。

巨人网络收购Playtika

境外部分*。*2016年7月 30 日，Alpha Frontier Limited与美国凯撒互动娱乐（Caesars Interactive Entertainment）签订股权收购协议。凯撒互动娱 乐将其旗下的社交与移动游戏业务出售给 Alpha,其中包括位于以色列的网上博彩型游戏 公司Playtikao Playtika成立于2010年，2011年凯撒 以大约8000万到9000万美元的价格分两次将其收 购。而此次Alpha收购的价格则为44亿美元。 Alpha是由香港上市公司巨人网络(巨人科技子 公司)、云峰基金、泛海集团、民生信托、鼎 晖、弘毅创领等14家投资主体注册于开曼群岛的 收购实体。在此收购价格中，巨人网络出资100 万美元，仅占募资总额的0.02% o

凯撒将为此组建一个全资子公司，把待出售 资产一一主要就是Playtika—注入这一子公司, 在交易交割之时，由Alpha用现金购买该子公司 的全部股份。为此，Alpha的各家投资人向凯撒 出具了股权投资承诺书(equity commitment letter)。另外，Alpha方面于7月29日将1亿5000 万美金存入凯撒方面制定的托管账户，并于8月8 日再次转入1亿5000万美金。一定条件下，如果 交易不能完成，则第一个1亿5000万美金将成为 Alpha向凯撒支付的分手费。9月23日该股权收购

协议完成交割，Alpha收购Playtika成功。

境内部分。2016年10月21S,由巨人科技董 事长史玉柱实际控制的A股上市公司世纪游轮公 告发布交易报告草案。根据该草案，世纪游轮将 向泛海、鼎晖、弘毅等13家Alpha境内投资人定 向增发6.48亿股，每股发行价格39.34元（基准日 前120个交易日均价的90%,共合255亿元）,另 加50亿元现金购买其在Alpha的全部股权。其中 的50亿元现金将以募集配套资金的方式筹集，即 由世纪游轮向史玉柱控制的巨人投资定向增发 1.15亿股，每股发行价格43.66元（基准日前20个 交易日均价的90%）。该资产收购交易不含业绩 承诺。增发和配资完成后，巨人投资持股比例由 27.87%降低到23.87%,仍为第一大股东。

几点比较

异曲同工。首先，这两笔交易都是上市公司 联合私募基金实施跨境收购的案例。对上市公司 而言，这种联合提供了为收购进行股权融资的渠 道，降低了收购所需的杠杆比例，从而减少了收 购风险。这一好处在巨人网络的交易中体现尤为 突出，整个交易上市公司只投入了很小一部分资 金，并且完全没有放杠杆。而在艾派克的交易 中，PE的股权投入同样降低了收购杠杆的比例。

对于私募基金而言，这种联合的好处也许更 大。PE一则借助上市公司既有的经营资产获得了 纯粹财务投资人无法获得的收购协同效应。二则 又借力上市公司的管理团队，通过他们的经验和 能力分享到收购之后产生的经营收益，这一点与 传统上PE联合上市公司管理层实施的管理层私有 化收购（MBO）十分相似。最后，或许也是最重 要的是，上市公司为PE退出投资提供了现成的通 道。PE既可以借由上市公司在股权市场上的融 资，募集到回购其在收购资产中的股份的现金

（譬如艾派克的回购约定），也可以持有上市公 司的股票，在锁定期结束后直接出售股票套现退 出（譬如巨人网络的换股交易）。这一优点在中 国目前的资本市场监管环境中，对PE可谓至关重 要。

其次，这两笔交易都没有采用所谓的对赌或 者业绩补偿机制。正如第一章第一节所言，“对 赌''尽管有个洋名字，却是个中国投资界的发 明，外国人不知其为何物，因此，在境外交易部 分不采用对赌并不奇怪。不过，这部分的交易结 构也没有采用美国人并不陌生的earnout図\_。在美 国市场上，收购上市公司的交易采用earnout机制 的确实凤毛麟角，但近来在中国买家收购美国上 市公司的时候，还真有用了earnout的囲\_。而这两 个交易的境外部分都没有earnout,大概是买方对 于资产十分热衷，因而给了卖方较大的谈判筹 码。

然而，境内交易部分至少在巨人网络的案例 中也没有对赌安排，艾派克的回购约定目前似乎 也未涉及将来PE退出时的对赌。以对赌来避免上 市公司为收购资产支付过高对价多是徒劳的，要 实现这一目的，比较恰当的办法是釆用earnout o不过，在美国的并购实践中earnout虽然并非罕 见，但运用的比例还是很低的，即使在收购非上 市公司的交易中，出现earnout的比例大概也只有 1/4左右。那么，美国人又有什么其他办法来缓解 买方对收购标的估值不确定的风险呢？

换股交易就是这样一种替代earnout的办法也 o用收购方的股票而非现金作为支付收购对价的 方式，等于将标的方的股东转化成了收购方的股 东。其持有的并购完成之后的收购方股票价值， 自然包含了被收购标的的价值。于是，卖方股东 就与买方股东分担了标的价值涨跌的风险，尤其 当标的资产的价值占收购后公司资产的比例较高 的时候，这种卖方分担风险的效应就更加明显。 另外，如果卖方股东在收购完成后继续负责经营 被收购的资产，那么，这些变成了买方股东的卖 家也有了经营好标的资产的动力。从这两方面 看，换股交易与earnout的确有殊途同归的妙用。

巨人网络收购Playtika的境内部分是一个明显 的换股交易。尽管表面上Playtika的资产价值（44 亿美元，约合301亿元人民币）仅占巨人网络的 上市公司世纪游轮原有市值（大约1100亿元人民 币）四分之一多一点，不过，据说近年巨人网络 业绩不佳，股价虚高，需要Playtika这样的优质资 产才能托住市价辺\_。倘真如此，Playtika的资产价 值应该对世纪游轮的股价有很大影响，换股因而 能够发挥分散风险的作用。

艾派克收购Lexmark的交易中，虽然上市公 司还没有和PE换股，但实际上艾派克和两家PE也 是对收购后的Lexmark经营业绩共担风险的股 东。而且，Lexmark 25.5亿美元（约合175亿元人 民币）的价值是艾派克原市值（约31亿元人民 币）的5倍以上（艾派克持有其中51%的股份，因 此归其所有的Lexmark价值相当于上市公司原有 市值的2.5倍），由此，艾派克今后价值变动的风 险主要取决于Lexmark的经营业绩。从这个角度 看，这个交易的特征和结构实际已经起到了类似 的分摊风险的作用。

同中见异*。*艾派克收购Lexmark和巨人网络 收购Playtika最直观的区别是两个交易的不同性 质。前者是真正的公司并购（merger）,后者虽 然用了股权收购协议的法律框架，其实质则是资 产收购（asset purchase）。公司并购交易中，通 常买方都要继承并购标的的债务，而资产收购则 有可能将标的的债务和股权剥离开来，只买股权 部分却不继承债务。这一区别的实质意义是决定 被收购资产的负债率。在艾派克交易中，由于继 承了近10美元的债务，因此，即使不计入收购运 用的杠杆，Lexmark资产的负债率也己经高达近 30%o而在巨人网络的交易中，凯撒将剥离了债 务的Playtika资产出售给中方财团，因而这些目标 资产的负债率是0。

其次，同样与资产负债相关的是：艾派克交 易运用了杠杆，计入收购贷款之后，Lexmark的 资产负债率更飙升到50%以上；而巨人网络却没 有在收购中举债，因此收购完成后，标的的资产 负债率依然维持在0水准。

最后，这两个交易中PE投资人在收购完成后 的持股方式显然不同。艾派克交易中，PE并不持 有上市公司的股票，而只持有被收购标的的股 权；巨人网络交易中PE将直接持有上市公司的股 票。对PE而言，这两种不同持股结构最直接的差 异是：前者让PE继续持有境外美元资产，而后者 则让PE持有的资产成为境内人民币资产。所以， 对这两种交易结构的选择首先取决于PE对所持资 产属性的偏好。

巨人网络的案例本质上就是A股上市公司以

自己的股票购买了境外的资产，由于美国卖家不 愿接受A股股票作为收购对价，所以，巨人找了 一群愿意接受这种对价的伙伴们迂回实现了这一 交易目的。对境内人民币资产的投资人而言，他 们在获得海外资产的同时，也取得了一个参与A 股公司定向增发的机会，而这个机会也意味着享 受A股巨大市盈率的好处。

巨人网络之所以能够这样做，或许一个重要 原因是标的资产的规模占上市公司市值的比例不 大。这个因素有两点重要含义。一是从金融角度 看，世纪游轮增发股票不会过度稀释现有股东的 股权，也不至于威胁到史玉柱实际控制人的地 位。二是从法律角度看，这种增发也不会构成借 壳交易或者控制权变更，从而减少诸多监管方面 的障碍。

除此之外，被收购资产的低负债率使得收购 不会提高，反而会降低上市公司整体的资产负债 率。对于世纪游轮目前高达180倍的市盈率而 言，资产负债率的降低有助于提升其股票的固有 价值(intrinsic value),降低股价的泡沫。对比 巨人网络收购Platika,艾派克收购Lexmark在上述 几个方面都恰好相反。被收购标的的价值大大超 过上市公司的原有市值，增发股票购买标的势必 大幅度稀释股权，而且面临更大的监管风险。同 时，被收购资产的高负债率也无助于降低上市公 司整体的资产负债率。

伴随国内资产价格的暴涨，以及人民币进入 贬值通道的现实，跨境并购对国内投资人越来越 具有吸引力。总体而言，这类并购也会给投资人 带来多方面的利益。跨境并购的交易设计、融资 途径和法律结构都日益显现出灵活性和多样性， 这一切都值得业内认真分析，仔细品味。

0］参见“并购汪"：《史上规模最大私募EB,如何 助力两百亿跨境现金并购？》。

⑵参见“并购汪”上述文章。

図参见第一章第三节。

[4]参见“并购汪”：《3个Earnout,无穷种支付： 对赌大革命》。

回参见第一章第一节和第二节。

[6] Officer et aL, Target-Firm Information Asymmetry and Acquirer Returns, *Review of Finance* 2009.

£7]参见“定增并购圈”：《300亿！巨人网络任性 扫货游戏资产，没参与定增的肠子都悔青了？》。

第十八节**CFIUS：**中国买家，你不用  
忍气吞声

想去美国收购资产的中国买家见到CFIUS这 几个字或许都不禁要皱一下眉头一一假如还不至 于打个寒战的话。CFIUS是美国外国投资委员会

(Committee on Foreign Investment in the US) 的简 称。近年来，伴随中国赴美投资的持续升温，自 2012年起，中国己经超过英国成为向CFIUS提出 审查申报最多的国家。而在美国的主要贸易伙伴 国中，中国又是唯一一个不属于美国盟国的国 家，因此，中国赴美投资项目受到CFIUS的特 别“关照”，包括金沙江创投收购飞利浦旗下 Lumiled股权在内的一系列有名的收购交易都由于 CFIUS的介入而受阻団一。

不过，美国毕竟是一个法治国家，去那里投 资的外国企业一一包括中国买家一一同样受到美 国宪法和行政法规的保护。尽管CFIUS是直属于 美国总统的高规格机构，但在拥有200多年宪政 与法治传统的美国，没有一个政府部门可以凌驾 于法律之上，成为法治的化外之地。因此，对于 CFIUS的“关照”，中国买家没有必要一味忍气吞 声，完全可以举起法律的武器维护自身权益。其 实，将CFIUS史无前例地告上法庭，又史无前例 地迫使CFIUS与之达成和解的正是两位中国买 家。

CFIUS的来龙去脉

CFIUS最初是由福特总统于1975年通过一项 行政命令成立的跨部门委员会，其成员包括美国 国务卿、财政部长、国防部长、商务部长、司法 部长、贸易代表、经济顾问委员会主席和管理与 预算办公室主任等，由财政部长担任CFIUS主 席。尽管成员的级别很高，但成立之初CFIUS并 没有多少实权，只不过是一个监控外国投资和协 调联邦政府政策的机构⑵一。实际上，在成立之后 的最初五年内，CFIUS仅开过10次会，而且在这 些会上，CFIUS的成员们也不知道究竟该对外国 投资采取什么样的政治或者经济措施以。

这种情况在1980年代末期出现了变化。这一 时期，日本对美国的投资急剧增加，如同今天的 中国买家一样，当年日本买家大举购买美国资产 的行动引起了美国国会的不安。尤其是1987年日 本富士通公司购买半导体企业Fairchild Semiconductor Co.的交易直接招致美国国防部和 商务部的反对，最终富士通被迫放弃了这项收购 囲\_。但这仍然引发了里根总统和美国国会的高度 关注，1988年美国国会对1950年的《国防生产 法》(Defense Production Act of 1950)作出修 正，加入了Exon-Florio条款，并得到里根总统批 准。

Exon-Florio条款授权总统针对外国主体“合 并、收购、接收''参与美国州际贸易的公司的交 *易,*“调查、确定其对国家安全的影响”；如果“总 统相信有可靠证据表明取得美国公司控制权的外 国势力可能釆取损害美国国家安全的行动，则有 权中断或禁止”这样的并购交易。CFIUS作为直属 于总统的顾问机构，也取得了向总统建议中断或 禁止外国投资交易的权力。不过，这个条款并没 有对“国家安全”作出具体定义，而只是笼统提 及“国防所需的国内生产"、“影响美国确保国家安 全所需的能力”作为涉及“国家安全”的例子。

2007年，美国国会又通过了《外国投资与国 家安全法》(Foreign Investment and National Security Act,简称FINS A),这一法案让“国家安 全”的范围明确涵盖“重要基础设施”，“包括主要 能源资产”以及“美国拥有的关键性技术气此外， FINSA还特别要求CFIUS审查涉及外国政府控制 美国重要基础设施的交易，于是，中国国有企业 参与的收购交易就成为了CFIUS尤其敏感的审查 对象闫—。根据现行规则，CFIUS管辖的交易 (covered transactions)包括“任何外国主体实施 的、可能引起该主体取得对参与美国州际贸易的 企业的控制权的合并、收购和接收”。而“控制”指 的是直接或间接拥有“指挥、决定相关主体重要 事务”的权力，包括成为拥有决策控制权的少数 股东嗥。

有趣的是，CFIUS的审查釆取的是自愿申报 的原则，也就是说并购交易双方可以在交易开始 之前，或者交易完成后自愿向CFIUS提出审查申 报，只有5%的在美外国投资项目会主动提出 CFIUS申报。当然，假如交易当事人没有主动申 报，CFIUS也可以要求相关交易方提出申报。从 2008到2014年间，CFIUS总共收至1」782项审查申报 电。在正式申报之前，夕卜国投资人与CFIUS有7〜 14天的沟通交流期，以确保申报满足要求。待申 报完成后，CFIUS有30天时间对申报的交易进行 审查，大部分的被审查的交易都会在这30天之内 得到CFIUS批准。如果CFIUS认为有关交易需要 进一步深入调查，那么，在前述30天期限结束 后，它有45天的时间展开这样的调查。如果届时

CFIUS还不能作出决定，则需将审查的交易移交 美国总统，由总统于15日内最终决定是否批准这 一交易。

Ralls公司勇斗C FIUS

FINSA规定：除涉及“司法程序”之外， CFIUS审查的信息均属保密，并且，“总统的认 定''不受司法审查。于是，长期以来CFIUS的审查 过程被认为是个“法律黑洞”，直到2014年这个黑 洞才第一次被射入了光亮。

Ralls是三一集团的一家关联公司，设立于美 国特拉华州，其实际控制人是两位中国公民段大 卫（音译）和吴家凌（音译）。2012年3月Ralls 收购了同为特拉华公司的Terna Energy旗下四家位 于俄勒冈州的风能发电场。在开始这项收购交易 之前，Ralls公司己经得到美国联邦航空管理局 （FAA）及美国国防部的批准，因此，交易双方 事前没有向CFIUS提出申报。但是，在交易实施 之后不久，美国海军认为四家风能发电场之一位 于航空管制区之内。

于是，Ralls与Terna于2012年6月28日向

CFIUS提出了审查申报。2012年7月和8月，

CFIUS两次发出指令认为Ralls与Terna的交易的确 危及国家安全，并要求Ralls立即停止在风能发电 场进行的建设项目。2012年9月28H,奥巴马总 统发布命令禁止此项交易，要求Ralls公司于90天 内剥离其在这4家风能发电场中拥有的权益，并 移除所有己在场内安装的设施。然而，总统的命 令既没有说明其决定所依据的证据，也没有解释 此项交易究竟如何危及国家安全。

2012年9月12H,在由美国前助理司法部长 Viet Dinh创立的专事宪法、行政法诉讼业务的华 盛顿著名律所Bancroft的代理下，Ralls公司将 CFIUS并最终将奥巴马总统告上了法庭，这在 CFIUS成立近40年的历史上还是头一次***(Ralls Corp.v.CFIUS*** ) o Ralls提出多项指控，其中最重 要的一项是认为CFIUS及美国总统的行政命令强 行要求其剥离己经购得的资产，而这些命令的决 策过程完全不具有透明性，因而违反了美国宪法 第五修正案禁止政府非经正当程序(due process)剥夺私人财产的规定。

初审受理此案的哥伦比亚特区联邦地方法院 认为：尽管总统有关批准或者禁止外国投资的 实体性决定具有终局性，不受司法审查，但作 出这一决定的过程是否符合正当程序仍然需要 受到司法审查。 然而，地方法院又指出：由于 Ralls公司明知在购买资产之前没有向CFIUS作出 申报，因此自愿承担了其购买的资产嗣后被剥夺 的风险，换言之，Ralls放弃了让自身财产接受宪 法第五修正案保护的权利。最终，初审法院判决 Ralls公司败诉。

一审判决之后，Ralls公司又向哥伦比亚特区 联邦巡回上诉法院提起上诉，2014年7月15H, 上诉法院作出判决支持了Ralls的诉讼请求。上诉 法院认为：Ralls购得4家风能发电场100%的股 权，己经在州法上取得财产权，假如没有联邦法 规的限制，这些财产权足以得到宪法的保护。此 外，Ralls公司没有事先向CFIUS作出申报也不表 明其放弃了让财产权接受宪法保护的权利，因为 行政法规明确表示相关交易的当事方既可以在交 易实施之前，也可以在交易完成之后寻求CFIUS 批准。

接着，上诉法院又遵循"***v.Eldridge***案 判决确立的平衡原则，考虑了政府行为影响到的 私人利益，错误剥夺私人利益的风险及增加程序 性保护对降低这种风险的作用，以及政府的利益 三个方面，籍以确定“何为正当程序"。据此，上 诉法院认定Ralls公司享有在三方面得到正当程序 保护的权利：(1)得到政府行动的通知；(2) 审阅总统决策依据的不属于保密信息的证据材 料；(3)对这些证据材料作出回应。

在上诉法院作出判决后，CFIUS向Ralls公司 移交了长达3487页的非保密证据。最终，2015年 11月4日，CFIUS破天荒地与Ralls公司达成和解。 和解的具体内容虽不公开，但据报道，Ralls公司 得以向其自行挑选的买家出售涉案的4家风能发 电场国\_。这一结果尽管没能让Ralls公司留住4家 风能发电场，却让她享受了转卖可以带来的溢 价。从法律角度看，这也是Ralls作为资产所有人 实现其财产权利的一种方式，与原先剥夺其财产 权利的总统令相比可谓截然不同。

Ralls公司与CFIUS争讼的故事生动地说明了 一个道理，那就是中国投资人进行跨境投资要懂 得入乡随俗，充分利用当地的资源，努力维护自 身利益。而要做到这一点，中国买家也必须信任 和尊重投资地的专业人士，以便调动他们的专业 知识和技能实现自己的投资目的。***Ralls***判决之 后，中国投资人应当认识到，在应对CFIUS的策 略方面，除了消极地剥离资产或者避让交易之 外，还可以考虑举起法律的武器，和CFIUS一争 高下。可以说，Ralls判决只是给CFIUS审查这 个“法律的黑洞”开启了第一道裂缝，而绝没有终 极外国投资者在美国法律之下可以得到的所有权 利保护。

最后，Ralls的故事也再次展现出美国宪政与 法治的风貌——一切机构和个人都在宪法与法治 的保护与制约之下，哪怕一个外国的私人企业同 样可以把美国总统告上法庭，并且迫使他收回成 命。

1. Li, Investing near the National Security Black Hole*， Berkeley Business Law Review* 2017.
2. Li, Investing near the National Security Black Hole*， Berkeley Business Law Review* 2017.
3. Wang, Ralls Corp. v. CFIUS： A New Look at Foreign Direct Investment in the US, *Columbia Journal of Transnational Law Bulletin* 2016.
4. Wang, Ralls Corp. v. CFIUS： A New Look at Foreign Direct Investment in the US, *Columbia Journal of Transnational Law Bulletin* 2016.
5. Li, Investing near the National Security Black Hole*， Berkeley Business Law Review* 2016.
6. Wang, Ralls Corp. v. CFIUS： A New Look at Foreign Direct Investment in the US, *Columbia Journal of Transnational Law Bulletin* 2016.
7. Li, Investing near the National Security Black Hole*， Berkeley Business Law Review* 2017.
8. Dockery, Chinese Company Will Sell Wind Farm Assets in CFIUS Settlement, *Wall Street Journal* Nov. 4, 2015.

第五章私有化交易的命脉

本章导读

近两年来，由于国内与海外市场的市盈率差异， 众多海外上市的公司纷纷寻求在海外实现私有化，以 便转身回到国内上市。当然，这种套利目的并不是私 有化交易的初衷，法律允许上市公司私有化主要是考 虑到上市带来的高昂成本。上市的成本与收益核算非 但对不同的公司各不相同，就是对同一公司发展的不 同阶段也很不一样，因此，法律对私有化交易本身并 不抱否定的态度。

然而，由公司内部人士——管理层或者大股东 ——实施的私有化明显存在利益冲突的危险（由外部 投资人实施的私有化本质上与普通收购交易没有区 别，参见第二章）。发起收购的内部人士既是买方， 同时，由于他们控制了公司的实际决策，因而也成为 了卖方。在脚踩两条船的私有化发起人面前，上市公 司的小股东很容易变成俎上之肉。正由于此，中小股 东的保护应当成为制定私有化交易法律规则的主要着 眼点。可以说，做到对中小股东透明和公平是内部人 士实施私有化交易的命脉所在。

这方面，美国的经验又十分值得我们借鉴。概括 说来，中小股东在私有化交易中得到法律的双重保 护。首先是法律要求发起私有化的公司内部人士尽到 严格的忠慎义务，法院对于交易的程序和实质都进行 严格的监督，确保中小股份不会被迫屈从，遭受发起 人的压榨。其次，与普通的并购交易类似，不同意私 有化的股东还可以求助于股票回购请求诉讼，为自己 手中的股票谋得一个公正合理的价格。当然，如何计 算这个价格，仍然很难摆脱法官主观意志的左右。而 过高的估价尽管有利于保护外部投资人，却也可能引 发套利行为。

然而，我们也要看到，私有化并非公司内部人士 剥削外部投资人的唯一途径，内幕交易、关联交易等 都可以成为压榨中小股东的手段。因此，假如一味严 格审查私有化交易，却忽视对内部人士其他不端行为 的监管，就难免“按下葫芦起了瓢”，结果只是压榨手 段的转换，而非压榨程度的减轻。所以说，公司治理 与证券监管是一项系统性工程，需要立法者与执法者 正本清源、通盘筹划。

本章第十九节借助近年来美国上市公司私有化最 有名的例子——戴尔公司的私有化交易，为读者呈现 了美国法律保护外部投资人的两道防线——忠慎义务 与股票回购请求诉讼。一方面展现出私有化交易的规 范，另一方面也透视了面临的一些难题。第二十、二 十一两节分别介绍两项具有代表性的中概股为实现红 筹回归而策划的境外私有化方案，对其中触及的公司 与证券法律问题进行了具体分析。最后，第二十二节 系统性比较了美国与开曼群岛私有化交易的规则，解 析出中概股回归背后的法律动因，以及由此可能带来 的经济后果。

第十九节戴尔私有化：为“艺术”付出 的代价

2013年10月29H,迈克•戴尔先生完成了对其 创立的戴尔电脑的私有化，250亿美元的收购总 价让这笔交易成为了美国自金融危机以来最大规 模的私有化交易。可是，私有化刚完成，诉讼也 接踵而来。经过漫长的法庭激战，2016年6月2 日，针对戴尔电脑公司私有化交易的股票回购请 求权(appraisal rights)诉讼一审终结，特拉华衡 平法院作出了长达114页的判决。法官认为：在 戴尔私有化交易交割之时，戴尔股票的“公平价 值5, (fair value)应为17.62美元，比私有化交易 的价格每股13.75美元高出约28%O

2015年以来，多家中国赴美上市的所谓中概 股公司纷纷谋求私有化，而戴尔私有化极其伴随 的诉讼则为我们提供了透视美国私有化交易的绝 好案例。不仅对那些筹划私有化的红筹股公司， 而且对于中国国内的投资人、监管者和法院来 说，都能从中学习到不少有益的经验。

要看透戴尔这个案子，首先要分清美国公司 并购交易涉及的两类不同诉讼：一是针对董事和 控股股东违反忠慎义务(fiduciary duty)的诉 讼，一是异议股东请求回购股票的诉讼。这二者 的区分也是戴尔案判决书在法律分析部分开宗明 义加以强调的。前一类诉讼追究的是公司管理层 和大股东的个人责任。通俗地说就是这些人因为 冀图私利而无视股东们的利益，辜负了股东们的 信任，美国近年典型的事例就是都乐公司的私有 化交易由一。

而此次戴尔的案件则是后一类，在股票回购 请求诉讼中，不同意并购的目标公司股东要求法 院对其股票的“公平价值”作出判断。正如审判戴 尔一案的拉斯特(Laster)法官所言，对于此类 案件，法官并不考虑董事或大股东的动机，以及 采取的并购行动是否合理，而只看价格。由 于“公平价值”“不等于公平的市场价格这个经济概 念"，而是出于政策考虑由法官创造出来的一个 概念***(In re Appraisal of Dell Inc.***),所以，即便 一项基于诚信的对等谈判实现的并购交易，法院 仍可以认为交易价格不合股票的“公平价值”。

尽管法院表示本案不必考虑私有化交易中戴 尔董事会与大股东一一戴尔先生——个人的责 任，但拉斯特法官在判决书的字里行间仍然流露 出其对董事会与戴尔先生恪守忠慎义务的肯定态 度。戴尔的私有化交易在法律方面几乎可以称作 是教科书式的，与本章后面要介绍的都乐私有化 以及聚美优品等中概股私有化方案可谓泾渭分 明。以下，先来看看戴尔公司董事会和戴尔先生 本人如何在私有化过程中恪尽对其他股东的忠慎 义务。

固守忠慎义务

董事会与特委会。2012年8月14H,戴尔先

生首次告知戴尔公司董事会的首席独立董事其准 备实施私有化，董事会旋即于下一个工作日8月 17日召开全体会议听取戴尔先生的正式报告，并 于8月20日再次开会设立特别委员会(special committee)。该委员会的4名成员均为资深商业 人士，与戴尔先生没有任何经济或者商业往来。 特委会是美国私有化交易的必备机构，而其成立 的时间与组成人员都是判断董事们是否恪尽职守 的因素⑵一。特委会得到了董事会的全面授权，包 括招揽其他收购者，与戴尔先生或其他收购者谈 判，评估、修改、批准各方私有化或其他替代方 案的程序性和实体性权力，以及特委会“基于其 独立裁量认定值得采取的其他任何行动"。此 外，特委会还独立聘请了其自身的法律顾问 Debevoise & Plinptom与财务顾问 JPMorgan

Chaseo在特拉华法院最新确立的私有化交易规 则中，特委会获得广泛授权与独立聘请合格的顾 问、掌握相关信息是董事会与大股东尽到其忠慎 义务的重要环节。

特委会成立之后便要求公司管理层提供对未 来业绩的预测，以便对私有化的价格作出评估。 以戴尔先生为首的公司管理层认为由于公司投入 了 140亿美元进行经营战略转型，所以公司的长 期业绩预期看涨。不过，管理层的这种意见似乎 并不为市场所接受，在整个私有化过程中，戴尔 的股价几乎一直下跌。为此，特委会认为管理层 的预测过于乐观，要求其加以修正。同时，特委 会还专门聘请Boston Consulting Group (BCG)对 公司的业绩状况作出全方位的预测。在这些业绩 预测的基础上，特委会的财务顾问JPMorgan Chase就私有化的合理价格作出了评估。特委会 又获得了帮助公司管理层向外部投资人融资的顾 问Goldman Sachs对私有化价格的评估意见。

除了搜集公司的财务信息之外，特委会也在 财务顾问的协助下，与对私有化交易表示兴趣的 财务投资人进行了接洽。不过，在初步接洽之 后，美国著名的私募基金KKR便退出了交易，他 们认为PC行业的风险过大。特委会随即征询了美 国另一家大型私募基金、曾经投资联想集团的 Texas Pacific Group o TPG签署了保密协议，并获 得了进入公司数据库的资格，不过，TPG同样认 为投资PC行业不确定因素过高，也选择了退出。 这样一来，就只剩下一家财务投资人愿意与戴尔 先生共同完成私有化，这就是最早向戴尔先生兜 售私有化方案的银湖基金(Silver Lake)。

在签订并购协议之前的询价阶段，特委会接 洽了数家著名的财务投资人，却没有去接洽战略 投资人。这一点可称戴尔特委会行动中的一个主 要不足，法院也对此特加关注。不过，特委会这 样做一方面由于其财务顾问曾表示战略投资人参 与竞购的可能性很低，另一方面作为弥补，特委 会在此后签订的私有化协议中特别规定了招揽条 款(go-shop) o从事后结果看，戴尔的私有化也 的确没能吸引到战略投资人。

为准备在并购协议签订后进一步招揽买家， 特委会又专门聘请投行Evercore作为招揽事务的 顾问。在与戴尔先生及银湖资本签订的私有化协 议中，特委会专门约定了45天的招揽期限。这个 招揽条款有几个特点，使得其他投资人在招揽期 间更可能参与竞购。首先，45天的招揽期间符合 市场常规。其次，如在招揽期间出现更优方案

(superior proposal),导致公司终止原先并购协 议的，分手费由原定的4亿5千万美元降低到1亿8 千万美元，降幅达60%,超过市场惯例。再次， 对于符合条件的所谓“除外方” (excluded party),允许其于招揽期届满后继续保留4个月 的时间与公司进行谈判，如果在此期间达成协 议，则支付的分手费金额仍为1亿8千万美元。值 得指出的是，协议规定的“除外方”需要符合的条 件也比较简单，只要求向特委会提交具有合理可 信度，有机会成为更优方案的一个交易结构大 纲。因此，竞购者享受到“除外方”优待条件的可 能性颇高。最后，当出现更优方案之后，并购协 议只赋予戴尔先生和银湖资本一次提价的权利

(match right),如此限定在先签约方的提价权 利，在近期的美国并购交易中并不多见，比如喜 达屋和万豪的并购协议就没有限定提价的次数團 。这种限制避免了竞购方与私有化发起方之间的 长期缠斗，增加了竞购方获胜的概率。

特委会不但设计了以上便于招揽的合同条 款，其招揽的努力也可谓实实在在。在招揽期开 始的10天之内，特委会的招揽事务顾问Evercore 就联系了60家可能的买家，最终将目标锁定在一 个战略投资人与一个财务投资人身上。其中，战 略投资人就是戴尔公司的老对手，著名的PC机生 产商惠普公司(HP)。惠普公司签署了保密协 议，也取得了进入卖方数据库的权利，不过，最 终惠普没有表示竞购的兴趣，甚至连数据库也没 进去看过。财务投资人则是另一家美国大名鼎鼎 的私募基金黑石(Blackstone)。在征得发起人收 购团队的同意之后，特委会表示愿意报销黑石为 作尽职调查实际支出的费用。此后，黑石共有

460多人进入戴尔的网上数据库实施尽职调查， 又有40多名黑石员工进行了实地尽调，戴尔公司 也派出20多人予以配合。除了惠普与黑石之外， 戴尔公司的股东、华尔街著名投资人Carl Icahn也 提出了自己的收购方案，特委会也有条件同意报 销Icahn的尽调费用(以停止增持(standstill)为 条件)。

在整个招揽过程中，特委会为各方竞购者提 供了诸多协助，甚至包括要求戴尔先生放弃休 假，以备竞购者的询问。但最终黑石与Icahn都放 弃了收购。特委会不仅认真进行了招揽，而且在 和发起人团队的议价过程中也可谓不遗余力。迫 使银湖资本4次提价，将私有化价格从每股11.22 美元增加到13.75美元，与披露前日股价相比，溢 价率达到28% (与披露前90日均价相比溢价率为 39%) o在股东表决之前，包括Institutional Shareholder Services (ISS)在内的几家主要股东 投票咨询机构均建议股东们投票支持戴尔的私有 化方案。最终，戴尔的私有化交易得到近2/3无关 联股东的支持，满足了少数股东中之多数同意的 条件。

戴尔先生。戴尔先生发起私有化自然是认为 其能够以较低价格买下公司，谋求未来更高的回 报，这与其他发起私有化的大股东并无不同。同 时，他也始终谋求私有化之后继续掌控公司。然 而，在私有化议价过程中，他本人基本保持中立 的立场，多次表示愿意与各方竞购者进行合作。 前面提到，在招揽期间，根据特委会及其顾问的 要求，戴尔先生放弃休假，以便向竞购者提供信 息。无论在私有化协议签订之前还是之后，他都 与各个潜在的竞购方进行了接触。其中，在黑石 身上花费的时间甚至超过他在私有化盟友银湖资 本身上花费的时间。当市场对戴尔估价不佳，导 致其股价节节下挫之时，戴尔先生并没有利用低 靡的股价打压私有化价格，反而向特委会提交了 乐观的长期财务状况预期。此外，他还努力设法 向公众投资人宣传公司的长期价值，以图抬升股 价。戴尔先生的这些努力与某些中概股公司的私 有化发起人企图利用短期股价的下行低价买断小 股东的做法截然不同。

在特委会评估私有化价格的过程中，戴尔先 生领导的管理层提供了向自己的外部融资人展示 的财务评估材料。这一做法与都乐私有化大相径 庭，在都乐案中，管理层有意对特委会隐藏了其 向外部投资人融资时作的业绩预测资料。私有化 交易中，发起人为获得外部融资作的预测往往更 为正面，以期获得融资人的青睐，而向董事会提 供的预测越负面通常越有利于压低私有化价格。 因此，戴尔管理层向特委会提供乐观预期，并与 其分享自己向外部融资人提供的信息，不能不说 是恪尽职守的无私之举。

在特委会与银湖资本就私有化价格僵持不下 的时候，戴尔先生出面调停，两次降低其自身所 持股票的私有化(roll over)价格，促使银湖资 本同意向小股东支付更高的价格。最终，其所持 股票的私有化价格为每股12.51美元，较公众投资 人获得的价格低了近一成。戴尔先生这样做虽是 为谋求私有化之后对公司控制权，但在客观上增 进了小股东们的私有化获利。

最后，戴尔先生在发起私有化之初就言明只 有其方案得到少数股东中的多数支持，方才会完 成私有化。并且，他签订了投票协议，表示其拥 有的股票将完全根据小股东们投票的结果，按相 同比例配置对私有化方案的赞成票与反对票。这 些做法又与特拉华法院为私有化交易立下的规矩 完全吻合***(Kahn v.M&F Worldwide*** )。由独立 的、掌握充分信息的特委会批准私有化方案，经 同样掌握信息的少数股东中的多数同意，并且私 有化发起人自始便以满足这两项作为完成私有化 交易的条件，这是特拉华最高法院对私有化交易 提出的最新要求。满足这些要求的私有化发起人 以及公司董事会将得到商业判断规则(business judgment rule)的保护囲一。戴尔私有化交易的过 程与法院的要求完全相符，因此，假若股东提起 的是违反忠慎义务之讼，胜诉的希望恐怕十分渺 茫。

以上提到的各项交易细节均见于特拉华衡平 法院的判决书***(In re Appraisal of Del Inc.***)。法 官不厌其烦地对此一一加以描绘，正好体现出特 拉华公司法实践的一大特点：董事和大股东是否 遵守忠慎义务，不仅在于循规蹈矩地满足几项形 式条件，更在于应对并购交易过程中的操作细 节。正是从这些细枝末节中，法官才能读到当事 人的心意。在描绘出这种种细节之后，拉斯特法 官明确表示：公司的特委会及其顾问“做了许多 值得赞许的工作”，可以顺利满足忠慎义务的要 求；而对于戴尔先生，贝卜没有任何理由质 疑”其“合作与反馈的(高)标准"。

说到这里，想必大家己经清楚，戴尔的私有 化交易和本章后面几节讲述的某些中概股私有化 的故事全然不同，原告提起诉讼并非因为私有化 发起人有意损害小股东以自肥。恰恰相反，反对 私有化的股东对戴尔公司提起股票回购请求之 诉，很可能正是由于戴尔董事会与发起人严格履 行了忠慎义务，因而无从以此为由提起诉讼。戴 尔的董事以及戴尔先生本人严谨的私有化步骤， 着实值得意图实施私有化的中概股公司仔细揣 摩。

股票回购请求

法官的逻辑。尽管拉斯特法官不认为戴尔的 私有化有故意压价，损害小股东利益之嫌，但其 仍然判定私有化的交易价格不符合戴尔股票 的“公平价值”，这又是怎么会事呢？原因就在于 特拉华法院认为在市场的交易价格之外，公司还 有一个固有的内在价值。尽管特拉华衡平法院曾 一度认为收购价格是计算这种内在价值的重要标 尺 ***^HuffFundInvestment Partnership v.CKx , Inc.***

)，但近来在涉及财务投资人收购案例中，法院 倾向于釆用其他估值方法，例如现金流折现法 (discounted cash flow, DCF)和倍增估值法 (multiple based valuation)。

在戴尔一案中，法院认为交易价格低于“公 平价值"的主要理由就是财务顾问们据以出据私 有化交易价格公正意见书(fhirness opinion)的定 价模型不是现金流折现模型，而是考虑到财务投 资人需要实现20%内部收益率(IRR)的杠杆收 购(LBO)模型。法官认为：为保证财务投资人 一定的内部收益率，私有化的价格就只能降低。 而戴尔特委会未在私有化协议签订之前联系战略 投资人，影响了私有化价格的竞争性；虽然私有 化拥有较为宽松的招揽条件，但仍不足以充分弥 补竞争性的不足。

并且，由于戴尔先生个人对戴尔公司的贡献 巨大，因此，没有戴尔先生参与的竞购团队出价 受到限制。此外，戴尔先生对公司情况的熟识导 致其与其他竞购团队之间的信息不均衡。尤其对 于财务投资人而言，因为基本不存在特殊整合效 应(synergy),各竞购人对资产的估值大致相 当。而在面临信息不均衡的时候，这样的竞购者 会出于忌惮所谓''赢者的诅咒(winner's curse, 指竞价胜出者是因为白白比别人多化了钱，做了 冤大头才得以胜出)而不愿提高报价。最后，拉 斯特法官还认为：市场上的投资人具有短视性， 未能充分估量戴尔公司的长期价值，而过分执着 于其短期的股价低靡。况且，买卖一家价值数百 亿的营业实体，市场本就稀薄，市场价格不足以 有效体现公司作为营业实体的真正价值。

科学还是艺术？特拉华法官的以上这些观点 显得有些费解。先说法院指出的私有化协议签订 后的招揽不足以弥补此前询价不充分导致的竞争 性缺失。法官一方面承认戴尔的招揽条款不存在 结构性问题，便利于竞购方参与竞价；一方面又 认为戴尔案中招揽困难在于戴尔“公司的规模与 复杂性”。然而，公司的规模与复杂性在私有化 协议签订前后并未发生改变，假如它会影响协议 签订后的招揽，那又如何不会影响协议签订之前 的询价呢？倘若无法说明协议签订前的询价与签 订之后的招揽究竟会对竞购者产生怎样不同的影 响，那么，招揽期间战略投资人对戴尔公司表现 出的缺乏兴趣，恐怕也同样表明在此前询价阶段 不会有战略投资人表示兴趣。研究表明：尽管事 后的招揽很难引来新的财务投资人，但在其期间 参与竞价的战略投资者却不乏其人也一。

既然缺乏感兴趣的战略投资人，那么，财务 投资人之间的竞争对戴尔特委会而言恐怕就是仅 剩的选择，而美国的几家最大的私募基金，以及 Carl Icahn都己经参与了私有化竞价。若言竞价过 程仍不充分，那充分的竞价又究竟在何处？既然 各方财务投资人都以类似的内部收益率，根据杠 杆收购模型来估算私有化的价格，这岂非说明只 有这样估算价格才能找到买家？诚然，LBO模型 的股价可能低于DCF模型，然而，此种情况下， 法院拒绝财务投资人普遍接受的估值方法，坚持 另行采用现金流折现法计算公司的所谓“公平价 值”，难免让人觉得是在寻找一个有行无市的价 格。

至于戴尔先生个人对于公司的重要作用，法 院自己承认戴尔先生与各竞购者均保持了开放合 作的态度，并且积极配合这些竞购者搜集相关信 息，同时，戴尔特委会也对各方的尽调给予了充 分合作。以此来看，似乎也很难将戴尔先生当成 其他买家参与竞购的阻碍。实际上，黑石和Icahn 都有意撤换戴尔先生。正如判决书中提到的那 样，这恰好说明有实力的财务投资人可以克服戴 尔先生对戴尔公司的价值这重障碍，平等地与戴 尔和银湖资本的团队展开竞争。

纵然依照特拉华法院要求的现金流折现法来 估算“公平价值"，原告方聘请的专家证人洛杉矶 加大荣休教授Bradford Cornell与被告方聘请的专 家证人哥伦比亚大学商学院院长Glenn Hubbard作 出的估价依然相差悬殊。前者认为戴尔的“公平 价值”是每股28.61美元，后者则认为这个价值只 有12.68美元，两者差距高达126%O而法官也充 分认识到这样的差距在现金流折现法估值中“屡 见不鲜"。这真正叫人体会到了那句话的真谛： 估值是艺术，而非科学。最有意思的是，在对两 位证人的估值方法一番介绍之后，拉斯特法官没 有釆纳任何一方的意见。而是基于Hubbard选用 的现金流估测方法，揉合进Cornell估计的税率， 又自行认定了公司的资本结构以及股权的风险溢 价等参数，最终得出每股17.62美元的“公平价 值”。在此，法官大人的估值显然比两位全美知 名金融学家的估值更具有权威性。如果说估值真 的是艺术，那就只有法官的灵感才堪称这门艺术 的巅峰。

其实在历史上，特拉华法院在股票回购请求 权诉讼中拒绝市场交易价格，认为这一价格系统 性偏低，进而自行测算所谓公司“公平价值”的做 法不乏先例。1992年，特拉华最高法院在&华〃- ***American Corp.v.Harris*** 一案中判给一位于并购披 露径前以每股17.25美元买入目标公司股票的投资 人每股73.29美元的“公平价值”，相较当时的市场 价，溢价率高达的325%O特拉华法院这种优渥的 估值方法激励了目标公司股东行使股票回购请求 权，也促成了近年来日益活跃的回购请求权套利

(appraisal arbitrage)活动。虽然，2015年在多 起判决中特拉华衡平法院一度接受市场交易价格 作为判断''公平价值"的依据(如血***re Appraisal oj Ancestry, com , Inc. , LongPath Capital , LLC v.Ramtron International Corp. ， Mer ion Capital LP v.BMC Software , Inc.***),而到了2016年，法院 的态度似乎又摇摆起来。除了戴尔案之外，还有 DFC的股票回购请求诉讼判决也拒绝了市场交易 价格***(In re Appraisal of DFC Global Corp.),***目 前，这两个案子都在上诉过程中。

普信因何悲催

投票失误。在针对戴尔公司的股票回购请求 诉讼中，持有约3100万股戴尔股票的美国著名机 构投资人普信公司(T.Rowe Price)堪称不折不 扣的最悲催角色。眼看其他反对私有化的股东拿 到了股票回购的价款，自己一路高喊反对，到头 来却要与这笔钱失之交臂。那么，普信的悲催究 竟由何而起呢？要弄明白其中的原委，就需要回 过头来说说特拉华股票回购请求诉讼的一些独特 规定。

特拉华的公司法规定，要行使股票回购请求 权的股东必须在对并购提案实施表决的股东大会 召开之前通知公司，表明其反对并购并将行使股 票回购请求权。而且，在股东大会表决时，该股 东必须对并购提案投反对票。不仅如此，特拉华 法律还规定，只有公司的“登记股 东"(shareholder of record)才能投反对票和请求 回购股票。然而，普信公司一一与美国其他大多 数的投资人一样——并非公司的登记股东，而 是"受益持有人"(beneficiary holder)*。*这就又必 须简单介绍几句投资人持有美国上市公司股票的 方式。

上市公司虽然都有自己的股东名册，可是， 股票是一个具有高度流动性的证券，而且通常发 行数量巨大。假如每张股票每转让一次就要在公 司的股东名册上修改一次，上市公司显然将不胜 其烦。而从股东的角度看，许多股东一一尤其是 机构投资人一一手中都握有众多公司的股票，倘 若每买卖一家公司的股票都要直接联系公司，修 改股东名册，也会是一件劳心费力的事。况且， 众多股东与上市公司之间的直接交流也容易出现 差错，甚至发生欺诈性事件。

于是，在股东与上市公司之间提供持股中介 服务的机构便应运而生。美国最重要的持股中介 叫作Depository Trust Company (DTC),投资人 购买的上市公司股票并没有物理性凭证，而是通 过电子结算系统记录在DTC的存托信息资料中， DTC成为这些股票名义上的所有人。DTC有一家 固定的合作伙伴——其实是由其雇员开办的合伙 企业，叫Cede and Companyo所有存托在DTC的 股票，在上市公司的股东名册中均登记在Cede的 名下，也就是说Cede是这些股票的登记股东，因 此，美国的上市公司其实并不知道自己真正的股 东是谁，这才产生了大额持股者信息披露的问题 妙。

DTC名义上持有的股票数量庞大，因此依然 难以与最终购买的投资人直接交流联系。于是， 投资人先将自己的股票存托到另一层中介一一托 管银行(custodian bank)之中，而这些托管银行 是DTC的参与方(DTC participants),帮助投资 人与DTC打交道。当然，能直接与DTC交流的都 是最大型的存托银行(世界上的四大存托银行是 Bank of New York Mellon, State Street, Citigroup 和JPMorgan Chase),而其他的存托银行和证券 交易商则只能通过协议与这些大存托银行层层构 建起一个金字塔型的证券托管体系。DTC在这个 体系的顶端，最终的股票投资者则在这个金字塔 的底部，他们被称作受益持有人。借助这个金字 塔体系，受益持有人发出的股票交易和行使投票 权的指令由DTC来执行，而上市公司发出的委托 投票书(proxy cards)及相关资料也经由DTC层 层传递给受益持有人。

普信这类大机构投资人自然不必从金字塔的 底部进入这个体系，其拥有的股票直接存托在四 大存托银行之一的State Streeto只是经过DTC这 个系统之后，记录在戴尔股东名册中的股东不再 是普信，而成了Cedeo不过，倘若普信反对戴尔 私有化提案的表决指令传递执行无误，那么，普 信(借由Cede的名义)提起股票回购请求之诉也 不是问题。让普信悲催的恰恰是这个信息的传递 出现了问题。

然而，这次问题并非出在以DTC为金字塔顶 端的证券托管体系，而是出在普信自己聘请的投 票管理公司。像普信这样的机构投资人持有的股 票不计其数，要参与的股东表决也不计其数，因 此它们又会聘请中介机构帮助其管理投票事宜， 前面提到过的ISS就是普信请的投票服务中介。 普信先将其投票意见通知ISS,再由ISS通知普信 的存托银行State Street,最终这个意见以Cede的 名义来执行。可是，在对戴尔私有化的表决中， 股东大会被数次延期，由于普信与ISS的计算机 系统的设计问题，普信最初通知ISS投反对票的 记录在最后一次股东大会延期时被ISS的系统修 改为投赞成票。于是，尽管普信一直公开表示反 对戴尔的私有化，但在股东大会投票时却投了赞 成票。

争讼失利。然而，故事还没有到此为止。普 信这样的大机构在发现错误之后并不愿意坐以待 毙，它仍然找出理由来，试图在法律上挽救自己 的股票回购请求权。而普信找出的这条理由又联 系到了前面提过的回购请求权套利。

上面己经介绍了美国上市公司的持股中介体 系，Cede往往在名义上成为诸多上市公司的登记 大股东。而特拉华公司法又规定只有登记股东投 票反对并购的，方才能行使股票回购请求权。不 过，像Cede这样的大股东背后是成百万上千万的 投资人（也就是法律上所称的受益持有人）， Cede如何投票需要听从这些人的指令，而这么多 投资人的意见自然不可能一致。所以，Cede的投 票几乎总会包括一部分赞成票和一部分反对票， 这种区分投票的方式也得到特拉华法律的认可。 可是，这样一来是不是意味着借助DTC系统托管 股票的投资人总可以借着Cede投出一部分反对票 这个由头，表示自己投的就是反对票，因而得以 行使股票回购请求权呢？

2007年，特拉华衡平法院判决了一起重要的 股票回购请求案件血***re Appraisal of Transkaryotic***

***Therapies Inc.,***对这个问题给出了解答。目标公 司召开股东大会，征求股东们对并购提案的表决 都要确定一个登记日(record date),只有在此 日期之前登记在册的股东才能参加表决。

在***Transkaryotic***案中，原告是五家投资基金，它 们在登记日之后买入了Transkaryotic的股票，并 要求对这部分股票行使回购请求权。被告 Transkaryotic公司认为原告于登记日之后购入股 票，所以不享有对并购提案的表决权。因此，若 要行使股票回购请求权，则原告必须证明在登记 日持有这些股票的受益持有人要求Cede对并购提 案投反对票。

而特拉华衡平法院则认为：既然法律关注的 只是登记投票人的表决，那就不必要追查受益持 有人的态度，“公司不必也不应当挖掘登记股东 与受益持有人之间关系的内情"。这样一来，只 要Cede对并购提案投出的赞成票数量不足以涵盖 行使回购请求权的股东的持股，便可以认为法律 规定的对并购投反对票这个要件已经满足。换句 话说，在登记日之后购入目标公司股票的股东可 以搭着其他投反对票的股东的便车，行使自己的 回购请求权一一只要请求回购的股票总数没有多 到超出投票总数与赞成票数之差。于是，登记日 后购股的股东行使股票回购请求权的大门就此打 开。

基金投资人立即嗅到了其中的机会。在登记 日之后，并购交易能否完成的可预测性大大增 强，而且有关交易的信息资料更易获得——包含 估值方法、公平意见书的委托表决公告(proxy statement) 一般在登记日之后寄出。于是，此时 购入目标公司股票，再借助法院从优认定目标公 司“公平价值”这个倾向(以及法院对回购金利率 的优待)，实现套利的可能性也大大增强。因 此，***Transkaryotic***判决常被认作激发回购请求权 套利热潮的源头。当然，特拉华法院在审理该案 时就认识到了引发套利的危险。只不过法院表

示：应对这一风险的措施应当由立法者来釆取， 通过修改公司法，改变只看登记股东表决结果的 规则。

2016年，特拉华公司进行了部分修正，对行 使回购请求权的股东的持股比例加以限制一一不 低于1%或收购对价不低于100万美元［DGCL §262 (g)］,并减少了投资人通过利差套利的 机会［DGCL §262 (h)］。但这些举措似乎还不 足以根本缓解回购请求权套利。

参照***Transkaryotic***判决，普信表示自己同样 有权行使回购请求权，因为Cede对戴尔并购投的 反对票数超过普信持有的股票数，法院不应追问 这些反对票究竟是不是Cede代表普信投出的。然 而，这一次法院却没有接受普信的主张。拉斯特 法官注意到：由于DTC系统不保留特定股票的投 票记录，所以要还原Cede投出的反对票究竟代表 哪部分受益持有人的意志，常常不是一件容易的 事；*在****Transkaryotic***案中，正因为缺少具体的投 票记录，双方都无法就此加以举证，而普信的情 况却与此不同。

普信的托管银行State Street授权委托了另一 家中介公司Broadridge在戴尔股东大会上按委托 人的意志、以Cede的名义具体执行投票的任务。 而Broadridge偏偏保留了State Street各委托人股票 的具体投票记录，其中自然也包括普信名下的股 票是如何投的票这个记录。于是，法院确凿无疑 地查到普信的3100余万股投票赞成戴尔私有化。 拉斯特法官认为：对普信这样留有确切投票记录 的受益持有人而言，***Transkaryotic*** 判决不能适

用，这些投资人不能躲在登记股东的投票记录背 后，靠搭便车取得股票回购请求权。

经过如此一番法庭较量，普信终于陷入了悲 催的命运。不过，普信近日表示会自掏腰包弥补 其背后的投资人遭受的损失。作为一家老牌的投 资基金，普信无疑要维护自己的信誉。不过，说 不定其转身也会向造成错误的ISS寻求赔偿。

普信的悲催结局应该说是一起偶发事件，主 要归因于技术性失误。然而，借助由此引发的诉 讼，特拉华衡平法院似乎也给此前***Transkaryotic*** 判决酿成的后果补了个漏。今后，公司也许可以 通过试图追踪受益持有人的具体投票记录减轻回 购请求权套利的困扰。只是假如严格参照特拉华 公司法的规定，似乎确如万凯判决所 言，受益持有人怎样投票并不相干，有没有证据 都不打紧，重点只在登记股东如何投票。从前特 拉华法院言之凿凿，只有立法者才能改变方便套 利的规则，现如今是否又向立法者的领地伸了一 脚呢？

最值得中国的公司和控制权人思考效法的也 许还是戴尔先生以及戴尔公司董事会在私有化进 程中表现出的专业素质。他们恪尽了对公众投资 人负有的义务，依照专业判断，为投资人寻求市 场上可能的最佳私有化方案。戴尔先生发起私有 化，当然是冀图从中获利的。然而，谋利的动机 并不妨碍其选择商业的王道，他自始至终都表现 出愿意与各家竞购方合作，正大光明地参与市场 竞争，求得自身与公众投资人双赢的结果。

尽管依然有股东对私有化价格不满意，并且 打赢了股票回购请求的官司，但正如以上仔细分 析的那样，这源自法院釆用了与市场不同的估值 标准，而非董事会或者大股东的损人利己所致。 而且，法院判决的回购价格只有在表决中投了反 对票并且参加了回购请求诉讼的股东方才能够获 得，所以，戴尔公司为此需要支付的金额并不会 太大。也许，这一笔钱可以看作是戴尔公司为享 受特拉华法院的估价艺术而付出的代价吧。

由参见本章第二十二节。

⑵参见第三章第十节。

国参见第四章第十五节。

囲参见本章第二十二节。

[5] Denton, Stacked Deck： Go-Shops and Auction Theory, *Stanford Law Review* 2008.

第二十节搜房网回归的光和影

2016年头一个月的资本市场不平静。月头是 爱康国宾私有化交易的招数迭出，到了月末，又 见搜房网回归红筹再兴波澜。网上介绍搜房网交 易的文章大多将焦点集中于交易的境内合规部 分，尤其是有关VIE结构的拆解和ICP证书的继 受。其实，这一交易境外部分的法律设计也颇值 得玩味，本节就来稍作剖析。

两种方案

通常红筹回归先要将境外上市公司私有化， 若简单概括可以说：红筹公司私有化几乎没有多 少法律风险。此中最大的奥秘就是这些公司选择 了一个飘渺不知几万里之外的小岛开曼群岛作为 自己的注册地，从而避免了美国——特别是特拉 华州一一公司法约束公司私有化交易的种种规 则。开曼设立、美国上市，实际上让红筹公司的

私有化成了个“三不管”的死角由\_。而搜房网眼下 的交易 放弃私有化，实施反向合并(reverse

merger)更将法律漏洞利用到了极致。

一家非上市公司要反向并入另一家上市公司 ——在搜房网的案例中，就是A股上市的万里， 通常有两种交易结构。一是两家公司直接合并

(statutory merger ),以上市公司的股份换取对方 的股份(stock fbr stock),二是非上市公司向上 市公司出售资产，以此换取对方的股份(stock fbr assets)。

搜房网如果选择第一种方案，无论按照美国 特拉华公司法还是开曼群岛公司法，都需要获得 股东大会的批准。实际上，开曼公司法针对公司 合并规定的股东批准门槛更高，需要获得2/3股东 的同意。从目前公司创始人莫天全的持股比例 看，恐怕轻易跨不过这条门槛。

资产出售

于是，以资产换股份就成了搜房网中意的交 易结构。可是，假如搜房网是一家注册在特拉华 州的公司，这招也许并非上策。原因是特拉华州 的公司若要出售其“全部或者实质全部资产”(all or substantially all assets )仍然需要多数股东的批 准。至于何为出售“实质全部资产”，自然存在模 糊地带。但也有几条认定“实质全部资产”的常用 经验法则，譬如被出售资产的市值达到或超过公 司总市值的75%,又如被出售的业务部门是公司 的主要利润或收入来源。

从搜房网目前拟向万里出售的5个子公司 看，尽管不知道其确切的市值，但根据坊间报 道，其收购价值达162亿元人民币。而搜房网目 前的总市值大约24亿美元，合人民币不到158亿 元(被出售资产的价格可能被过高估计了)。可 见搜房网出售资产的价值之大，非常可能达到出 售“实质全部资产”的程度。况且，据报道，搜房 网出售的业务部门正是其主要的收入和利润来

源。对于搜房网的股东批准这一点，也引起了上 交所的注意，并就此专门向万里发出了质询。

不过，我们不要忘记：搜房网并不是一家特 拉华公司，甚至根本不是一家美国公司。于是， 美国的有关公司治理一一股东投票是其中最重要 的一部分一一的法律管不了它，能管它的是开曼 群岛的法律。而搜房网境外交易设计的精华正是 钻了开曼法律的一个大漏洞：对于出售公司资 产，开曼公司的董事会可以自行决策，无需经过 股东批准一一不管卖多少。

当然，搜房网并非第一个钻这个空子的。去 年年初，美国资产管理行业的巨头Fortress Investment Group旗下的New Residential Investment Corp.就利用这个漏洞，收购了一家开曼公司 Home Loan Servicing Solutions (HLSS)的全部资 产，从而化解了后者股东对公司合并的异议。尽 管事后HLSS的机构投资人意图起诉HLSS董事会 违反忠慎义务(fiduciary duty)，但股东要告开 曼公司的董事，可谓困难重重。因此，HLSS的机 构投资人清醒地表示：是否起诉，取决于能否将 HLSS实质视同一家美国公司。而至于HLSS钻的 出售资产这个空子，美国的机构投资人们也无计 可施。至于NYSE的上市规则，由于搜房网此次 交易并不需要发售新股，应该也不会受制于上市 规则有关股东表决的要求。

搜房网利用出售资产的交易形式，非但可以 躲开股东批准这条坎，而且也避开了股票回购请 求诉讼(appraisal rights)的危险。本章上一节中 已经介绍过，所谓股票回购请求诉讼，就是股东 因为不满意公司并购的对价，起诉要求法院判令 公司以合理价格回购其股票。而第四章第十四节 提到，股票回购请求诉讼或许是开曼公司股东目 前最有力的自我保护措施。可是，根据开曼公司 法，这一武器恐怕又只能适用于公司合并的情 况，而要应对搜房网这样的资产出售交易就无能 为力了。

美式玩法

讲到利用资产出售规避股票回购请求权，就 不能不提美国公司法上有名的Fsrz's v. ***Glen Alden Corp.***案中巧妙的交易设计。一家特拉华州的公 司List希望与另一家宾夕法尼亚州的公司Glen Alden合并。两家将交易设计成了一项资产出 售：先由List向Glen Alden出售其全部资产，以换 取后者的股票，再将此股票分配给前者的股东， 同时解散List。

一方面，根据特拉华法律，被合并公司的股 东享有股票回购请求权，而出售资产的公司的股 东则没有这种权利。另一方面，根据宾夕法尼亚 法律，公司合并时，双方的股东都有股票回购请 求权，但在资产出售交易中，只有出售方的股东 有此权利。于是，交易被设计成以特拉华公司 List出售资产换取宾夕法尼亚公司Glen Alden的股 票，这样一来，双方的股东就都失去了请求回购 股票的可能。假如搜房网交易的设计者果然考虑 到了规避股票回购请求诉讼的好处，说不定也是 从半个多世纪前的那场诉讼中获得了灵感。

各地法律的差异，以及法律对形式不同、实 质相似的交易的不同规则，不啻为并购交易的设 计者们留下了重要的法律套利(legal arbitrage) 空间，也不断激发着并购律师们的想象力。正由 于此，公司并购业务才成为公司法律服务中一个 变化不断、高潮迭起的魅力部门。

上市之累

尽管站在搜房网创始人和大股东的立场看， 此项交易的境外部分设计可圈可点，不过，它毕 竟没有能够实现私有化。即便交易最终得以顺利 完成，搜房网也将面临中美两地上市的局面，而 两地上市也就意味着要接受两地的监管，意味着 双份的合规成本。纵然有开曼公司这层面纱的保 护，只要继续在纽约上市，搜房网就逃脱不了美 国证券交易法规的监管。

目下虽然己经有美国股东对搜房网提起证券 诉讼，却未必能对此交易的境外部分构成威胁 ——此类诉讼不太可能直接针对此次的交易，并 且多数情况下会以和解终结，不过是让原告的律 师赚一笔代理费而己。尽管如此，从长远看，搜 房网在中美两地的经营活动很可能通过两地证券 披露的要求被联动起来。一地出现的诉讼或者麻 烦，也会牵动另一地监管者的神经，甚至引发股 东们的诉讼。尤其值得一提的是，在搜房网的借 壳交易完成后，境内公司将成为境外公司的子公 司，这样一来，美国公司和中国公司之间的交易 行为就都成为了关联交易。而且，此子公司还有 30%左右的股份归小股东所有，于是，关联交易 是否有压榨小股东的嫌疑？这说不定将成为一个 在大股东面前反复出现的质疑。

还是那句老话，世上没有免费的午餐。今 天，我们或许赞叹搜房网巧妙躲过了私有化交易 的各种麻烦；明天，也可能看着它陷入另一个泥 潭。而要免去今后的麻烦，恐怕搜房网最终仍然 要从美国退市。彻底从美国退市，还是绕道卖资 产，同样的红筹回归，不一样的交易设计，且看 究竟谁能笑到最后。

旦］参见本章第二十二节。

第二十一节聚美优品：为什么不回购 股票？

2016年另一桩引起市场关注的中概股私有化 交易是聚美优品的私有化计划。对于这桩交易， 有评论者指出：假如陈欧与沈南鹏等早有私有化 的打算，为什么聚美优品没有及早回购自己的股 票団\_，这果真是着思维开阔的妙招。可为什么没 有回购呢？这一节就来谈谈聚美优品此时回购面 临的法律风险。

回购计划

早在2014年12月15日聚美优品就宣布其董事 会批准了一项在未来12个月内回购不超过1亿美 元股票的计划，既可以从公开市场买入，也可以 通过私下协议收购。于是，《深扒》一文的作者 问道：“如果陈欧、沈南鹏早有低价私有化的打 算"，为什么不在2015年下半年通过让徐小平减 持把股价打到5美元，“然后动用1亿美元回购 2000万股”呢？这样一来，聚美优品私有化的任 务就完成了一半。

从财务角度看，这一招大概的确是有灵光 的。那陈欧究竟为什么没这么做呢？他当然不会 告诉笔者。不过，我们不妨来替他分析一番利 害。简而言之，《深扒》的作者也许出了个财务 上的好点子，却将法律视作无物。也难怪，大概 只有这样成天和法律打交道的人，才会时时触动 起这根神经来。

一步之差

总体而言，在美国上市的中概股公司实施的 私有化交易很少受到美国法律的制约，可谓处 于“天高皇帝远”的极乐境地⑵一。然而，在一个法 治社会行事，百密不可留一疏。倘若陈欧他们真 的打着私有化的算盘来启动这个股票回购计划， 那就有可能一步从极乐世界坠入万丈深渊。原因

并不复杂，多少听说过一点美国证券法律的人都 知道一个词 内幕交易(insider trading)*。*从

爱康国宾到聚美优品，套上了一身开曼出品的防 弹衣的中概股，在私有化过程中几乎不怎么受到 美国公司法和证券法的管束。此言大体不虚。但 是，退一步海阔天空，进一步却悬崖万丈。无论 在何方福地仙岛成立注册的神圣，只要你在美国 上市交易，美国的证券法就为你布下了一张大 网，这张网的名字叫441 Ob-5规则”。它上拿皇孙公 子，下抓贩夫走卒，只要你犯了两件事——欺诈 和内幕交易。这里，我们且搁下欺诈不论，专来 看看股票回购与内幕交易。

内幕交易

所谓10b-5规则，是指美国证券交易委员会 (SEC)根据1934年美国《证券交易法》的第10 条(b)项授权制定的一条证券交易监管规则。 SEC起初对实施这项法律授予的权力并不太起 *劲,*在《证券交易法》施行之后整整8年才正式 颁布了 10b-5规则。从文字上看，无论《证券交易 法》10条（b）项还是SEC的10b-5规则，讲的都 是禁止证券交易中的欺诈行为，并没有直接提到 内幕交易问题，并且只是针对面对面的交易行为 （《证券交易法》中直接涉及内幕交易的其实是 第16条有关短线交易的规定）。直到1961年， SEC才最终确认10b-5规则禁止内幕交易行为，并 且这种禁止不限于面对面的交易（"形 ***Cady ,Roberts & Co.***）。不过，此时禁止内幕交易还 停留在行政执法规则的层面，而真正在司法裁判 上确立起这种禁止，还要等到1968年美国第二巡 回区（管辖纽约曼哈顿）联邦上诉法院在SEC v. ***Texas Gulf Sulphur Co.*** 一案中作出的历史性判决 （在一个遵循先例的普通法国家，行政机关的决 定与上诉法院的判决在法律效力上差别显著）。

此后，禁止内幕交易的规则在美国几经演 变，经历了从“披露还是克制”原则（disclose or abstain）到盗用理论（misappropriation theory）的

发展；遭到禁止的对象也从董事、经理、大股东 等典型的内部人士拓展到公司的外部法律顾问等 专业服务机构，再到某些与信息源具有特定信赖 关系的纯粹外部人士。SEC先后制定了 14e-3规 则、Regulation FD、10b5-2规则等一系列有关内 幕交易的补充规则，而法院的重要判例也层出不 穷更。

这一节要说的只是其中一个小角一一与公司 回购自己的股票相关的内幕交易问题。有趣的 是，这个角落也许真的太小了，以至于大多数研 究内幕交易法规的文章与专著似乎都把它给忘 了，只有在实务界发布的备忘录里才能找到它的 位置。作为一项证券交易的常识，如今恐怕大多 数投资人都知道。法律禁止上市公司的董事、经 理、大股东这些内部人士利用他们自己掌握的、 不为公众投资人所知的重要信息来交易股票，从 中牟利。然而，一般的投资人也许想不到，作为 一种法律拟制的人格主体，公司本身才是终局的 内部人士。假如公司掌握着不为外人所知的重要 信息，并在此状态下回购自己的股票，那是不折 不扣的内幕交易行为。当然，说公司是一个独立 的人格主体不过是一种比喻，所谓公司掌握的信 息，说到底无非还是董事、经理和大股东掌握的 信息。只不过，此时这些人没有以自己的名义， 而是借用了由他们控制的公司实体的名义来买卖 股票罢了。

说到这里，相信诸位己经看出了陈欧面临的 问题。假如他的确有了将公司私有化的计划，并 且以股票回购作为实施此计划的一个步骤，那 么，我们真的不知道作为聚美优品董事长的他， 要怎样洗清内幕交易的嫌疑。

两条途径

不过，公司回购自己的股票完全可以出于正 当的经济理由。它可能是一种有益于投资人的现 金反馈方式囲一，尤其在考虑到投资人的税务负担 的时候就更是如此。回购股票也可以是一种有效 抵御胁迫性要约收购的办法里。因此，法律也自 然要给正当合理的股票回购行为留下余地（由 此，中国《公司法》严格限制公司回购股票的立 场有些让人摸不着头脑）。

为此，SEC替上市公司在公开市场上回购自 己的股票设定了两种可能的路径。尽管这两条路 径并不具有排他的性质，但实践中为避免潜在的 监管和诉讼风险，上市公司多会根据这两条路径 实施股票回购。其一是SEC的10b-18规则，它给 予上市公司逐日判断是否入市回购股票的机会。 如果满足该规则要求的方式（通过单一的经济人 或者交易商）、时间（不在开市或休市的敏感时 间内）、成交量（不超过前四周日均成交量的

25%,董事、经理和大股东等关联人士需与公司

合并计算成交量，每周有一次例外机会）以及价 格（不超过交易时最高的独立竞价或最新的独立 成交价）这四项条件，公司回购股票的行为就不 会受到操纵市场的指控一一除非是用这种合法交 易的面目掩盖起有违诚信的交易目的。

此项规则被称为“10b-18避风港”。然 而，“10b-18避风港”本身并不能让内幕交易合法 化。也就是说，即便上市公司符合该规则定下的 条件，但只要其回购股票时掌握着不为公众投资 人知悉的重要信息，仍将承担内幕交易的责任。 为给予某些正当的股票回购交易抵御内幕交易指 控的保护，SEC又在10b5-l规则中设计了一种特 别的回购交易方案，通常被称为“10b5-l交易计 划”。

“10b5-l交易计划”与“10b-18避风港”最大的 区别在于：前者允许某些特定的内幕交易，后者 则不允许这种交易。与这个重要区别相配套的 是：-10b-18避风港”允许上市公司对交易的进程 逐日加以决策；而“ 10b5-1交易计划”则像一段事 前编制好的程序，一旦启动，上市公司基本就无 法在程序运行过程中加入自己的决策。换句话 说，这两者相辅相成：你要保留对交易的控制权 就不能实施内幕交易，你要实施内幕交易就要放 弃对交易的控制权。之所以釆用这样的监管标 准，是因为蓄意利用内幕信息牟利者，必须同时 掌握信息与对交易的控制权。二者去其一者，其 害亦自去也。

具体而言，u10b5-l交易计划”必须在上市公 司不掌握内幕信息的时候就预先设定。通常，每 个上市公司都会确定一段允许其内部人士交易公 司股票的窗口期，而上市公司自己的u10b5-l交易 计划”一般也应当在这样的窗口期内公布。根据 这种交易计划，公司要与经纪人或者交易商签订 具有拘束力的交易合同。合同中必须授权经纪 人、交易商按照既定的交易标准一一包括交易时 间、数量、价格——自行完成交易，上市公司则 不得在交易期间再插手变更这些既定的标 准。“10b5-l交易计划”启动后，公司能做的只是 指令经纪人和交易商终止实施这一计划。

假如上市公司按“10b5-l交易计划”回购自己 的股票，那么，即便在计划启动之后公司获得了 不为公众投资人知悉的重要信息，也不必停止交 易计划，从而得以跨入内幕交易这个禁区。当 然，此时触发的内幕交易恐怕也是徒有其表而 己。最后，与“10b-18避风港"一样，“10b5-l交易 计划”的设立与实施都必须出于诚信。

聚美优品

我们回过头来看聚美优品2014年12月15日公 布的股票回购计划。和其他大多数在美国上市的 公司一样，聚美优品也有自己的“内幕交易政 策"，投资人们可以从其网站下载。根据这一政 策，上面的股票回购计划公布日倒是落在其自己 规定的内幕交易窗口期内。不过，这一计划明显 不属于事先与经纪人、交易商合同约定的“10b5-l 交易计划"。它明言公司将通过公开市场竞购、 私下协商交易等方式“随时"回购自己的股票。由 此，聚美优品的回购即使按照“10b-18避风港”的 要求来实施（或者釆取私下协商交易），也无法 规避潜在的内幕交易指控。

徐小平于2015年4月24 H适时退出了聚美优 品的董事会，况且其持有的公司股票也不到 10%,因此，他减持聚美优品股票的行为也许未 必构成内幕交易。然而，陈欧作为公司的董事长 和CEO,如果确定了私有化计划却没有公布，那 么，他显然掌握着影响公司股价的重要内幕信 息。在这种情况下聚美优品回购股票，则其本人 以及公司进行内幕交易的嫌疑可谓显而易见。当 然，前提是有证据证明着手回购前己经有未经披 露的私有化计划。

后果严重

至于内幕交易的后果，当然很严重。不仅 SEC会施以各种制裁措施，公众投资人——甚至 可能包括ADR的持有人——也可以提起民事赔偿 诉讼。1984年通过的美国《内幕交易制裁法》允 许对内幕交易者课以相当于三倍获利的罚金，而 SEC会责令内幕交易者吐出全部获利，也就是说 内幕交易者最多可能受到相当于其获利四倍的民 事和行政性制裁。为鼓励对内幕交易行为的举 报，1988年通过的美国《内幕交易与证券欺诈 法》允许SEC给予举报者相当于SEC罚金数额 10%的奖励（中概股公司的老总们，可要警惕身 边人啊！）。不过，对内幕交易者最为严厉的制 裁还是美国司法部（相当于最高检察院）提起的 刑事诉讼。蓄意违反《证券交易法》10条b项的 内幕交易行为构成重罪，法院可以对实施交易的 个人处以100万美元（对公司处以250万美元）的 罚金，并判处长达10年的徒刑。

躲在开曼那黑洞式法律背后的中概股公司的 掌门人们，也许还可以尽兴地玩一把偷梁换柱的 公司治理把戏，享受一顿围猎小股东的私有化盛 宴。可是，最好千万别想在美国的证券交易市场 上瞒天过海，尤其是不要触碰堪称美国证券交易 规则之王的10b-5规则。假如一脚踏入泥潭，弄得 不好就是反转枪口对准了自己的脑袋。所以说， 莫玩火，玩火必自焚。

m 参见虎嗅网：《深扒：聚美优品私有化，你不 知道的五大真相》，以下简称《深扒》。

⑵参见本章第二十二节。

図参见第七章第三十三节。

[4] Grullon & Michaely, The Information Content of

Share Repurchase Programs, *Journal of Finance* 2004.

国参见第二章第五节。

第二十二节盛宴之后是斋月：中概股  
私有化的法律问题**Ui**

2015〜2016年间，在美国上市的中概股公司 纷纷筹划私有化。“私有化”一时间成了国内投资 界的热门词汇。2015年，宣布实施私有化的中概 股公司猛增到26家，交易总值超过310亿美元 ⑵ O当年，中概股赴美上市，既获得了美国资本市 场深厚的融资渠道，更提升了自己的公司形象。 如今急急撤离，引来议论纷纷，甚至一片骂声。 这些公司在美国的私有化举动，背后固然有中美 两地资本市场在市盈率等方面的重大差异，却也 与它们的治理结构所依赖的法律基础密切相关。 本节就来系统剖析在美国上市的中概股公司私有 化进程主要涉及的法律问题。

美国经验

中概股赴美上市，向美国的投资人募集资 金，这很自然会让人以为这些公司将受到美国法 律的监管。实际上，中概股公司私有化交易的操 作也的确受到美国法律环境的影响。因此，让我 们先来看看美国的经验。

概况。美国公司的私有化交易整体数量并不 算多：交易价格超过1亿美元的2014年仅有16 宗，比2010年的35宗减少一半以上。不过，这些 私有化交易面临的诉讼风险却相当高。实际上， 美国上市公司并购交易总体上都会面临很高的诉 讼风险。例如，2012年涉及注册成立于美国的上 市公司的并购交易，有93%遭遇股东诉讼，平均 每项交易面临4.8项诉讼刖。不过，最近由于特拉 华法院收紧诉讼和解的审查标准，针对并购的诉 讼数量明显下降，2016年上半年过亿美元的上市 公司并购只有64%遭遇诉讼囲\_。

美国公司实施私有化的主要目的一是减少为 符合上市要求而支出的各种披露与合规成本，二 是消除外部投资人对公司经营决策的纷扰，便利 公司与其分支企业之间的协调及资源配置。不 过，如下面要详细介绍的那样，美国公司的私有 化交易面临各种复杂的法律成本。因此，成本与 收益两相比较，私有化究竟能给其发起人带来多 少好处，对此，许多著名的研究者都抱有疑问

（如斯坦福大学教授Gilson、西北大学教授 Black、洛杉矶加大教授Bainbridge）*。*而相对较 小的市场交易量似乎也证实了对于纯粹的美国公 司而言，由控制权人发起的私有化交易未必是什 么好主意。

这里有必要先简单介绍一下美国的公司证券 法律的基本结构。作为一个联邦制国家，美国的 法律体系受到严格的联邦与州的分权制约。在规 范公司治理结构一一核心是董事与股东的权力配 置问题一一的公司法层面，立法与司法的权力属 于各州。美国的各个州都有自己的公司法，管束 在各自州内成立的公司的治理结构问题。不过， 在50个州的公司法中，最具有影响力的是特拉华 州的法律一一因为美国有一半以上的上市公司注 册成立于该州，而对于“财富500强”公司而言， 这一比例更高达60%以上。所以，可以毫不夸张 地说，每当人们提到美国的公司法，实际上讲的 基本就是特拉华州的公司法。

另一方面，美国的证券法却主要是联邦法， 其执法的主体一一证券交易委员会(SEC)—- 也是联邦机构。美国证券法的主干是1933年制定 的《证券法》和1934年制定的《证券交易法》以 及SEC与此配套的监管规则。虽然在各州也有一 些与证券有关的法律，但其影响力与这两部联邦 法律远不可同日而语。因此，以下我们将集中关 注特拉华公司法与美国联邦证券法规对私有化交 易的影响。

交易结构。美国公司的私有化交易主要采用 两大结构：一步并购与两步并购。前者由私有化 的发起人向公司发出私有化要约，并与公司董事 会达成协议，再经股东表决批准，按照公司法上 的合并规则完成交易，这被称作制定法上的合并

（statutory merger）*。*通常，发起人会设立一个专 事并购的特定目的载体（SPV）,通过这一载体 来完成对公司的私有化。至于两步并购则是由发 起人先行向股东发出购买其股票的收购要约

（tender offer,为示区分，本文将以上一步并购 中向公司发出的要约称为“私有化要约"，而将两 步并购中直接向股东发出的要约称为“收购要 约"），待要约收购完成之后，再次根据公司法 的合并规则，收购在要约收购中未向其出售股票 的剩余股东的股份，进而实现私有化。

业界一般认为，对于通常的并购交易而言， 分两步走的交易结构能够绕开股东投票表决，因 此反而节约时间和成本。不过，由于2013年特拉

华州简化两步并购程序的公司法修正案(允许收 购方在第一步交易中取得目标公司50%的股权之 后，第二步并购即可不再付诸股东表决)并不适 用于直接向小股东发出收购要约的私有化交易， 因此，单就此类交易而言，两步并购不一定有明 显的成本优势。

诉讼风险。针对美国公司的并购交易，公司 及其董事会面临的诉讼风险主要来自两方面。一 是小股东起诉控股股东或董事在交易决策过程中 违反忠慎义务(fiduciaryduty)。所谓“忠慎”就是 忠诚与谨慎，这是一项由各州公司法确立的义 务。根据特拉华的法律，它要求董事们必须忠诚 于全体股东，做决策时基于诚信并且掌握充分的 信息。非但如此，特拉华州的法律认为：大股东 在涉嫌利益冲突的交易中对小股东也负有类似的 忠慎义务，他们也要保证诚信，公平地对待小股 东。下面我们会看到，假如控股股东违反了这样 的义务，法院完全可以要求他们个人对小股东作 出赔偿。

二是股东起诉上市公司在并购交易中作出的 披露信息不实，或者有重大遗漏。这是基于联邦 证券法规提起的诉讼。需要指出的是，尽管与并 购交易有关的证券法披露规则有很多项，但并非 针对公司每一项违法行为股东都可以提起诉讼， 因为很多证券法规则仅仅将惩戒违法的权力赋予 了SEC,而并没有允许股东以此作为请求民事赔 偿的依据。从实践看，尤其在一步并购的私有化 交易中，小股东们最有力的证券诉讼武器是有关 向股东征集委托投票权(proxy)的信息披露规则 ——《证券交易法》14 (a)项。

当然，写在纸上的股东权利不等于就真的能 引来股东的诉讼。在美国打官司代价高昂，而且 即便获胜，直接得到赔偿的也是公司。对于普通 小股东来说，胜诉的利益不过是按其持股比例摊 到的每股几块、几毛甚至几分钱的股价上涨。然 而，按照美国一般的诉讼费用负担规则，谁去起 诉谁就要负担全部的诉讼成本：诉讼费、律师 费、举证费等等。因此，假如没有特别的费用负 担安排，成本与收益的巨大不均衡显然会阻遏股 东们起诉的动力。

为此，美国法律采取了两项制度安排：集体 诉讼与费用转移。根据这两项安排，实际上原告 的律师将代表公司全体小股东的利益去起诉董事 或控股股东，而由此产生的诉讼费用也可以找公 司报销。这样一来，原告一一也就是小股东一一 的律师起诉的意愿大增。非但如此，实践中此类 诉讼的原告律师会釆用胜诉分成(contingency fee)的收费方式。也就是说，在打赢官司之前， 股东无需向其律师付费；官司打输了，股东还是 不用付律师费；只有官司打赢了，股东的律师才 会收费。可是，在费用移转规则下，律师收钱也 是向公司要。

简言之，在此层层机制的保护下，股东提起 诉讼几乎没有成本，却可能得到一些小收益，那 又何乐而不为呢？当然，原告的律师们更是受益 匪浅，于是才出现了并购交易遭受大量诉讼的局 面。尽管学界对于这种诉讼究竟是否弊大于利颇 有争议，但毫无疑问的是：诉讼在客观上给董事 和管理层带来了震慑，抑制了他们借助并购及私 有化交易谋求私利的动力。而诉讼的威胁也直接 塑造了美国公司私有化交易的形式与步骤。

主要步骤。美国上市公司的私有化交易，在 董事会接到发起人的私有化要约之后，首先要做 的就是成立一个独立的特别委员会(special committee)。由于私有化的发起人常常是公司的 管理层或者控股股东，其自身或代表往往就是董 事。因此，直接让公司董事会评估、决策私有化 交易，等于让身为买家的发起人同时替卖家公司 拿主意，明显具有利益冲突。成立特别委员会就 是要将与发起人有利害关联的董事们剔除在私有

化交易的决策者之外。

特别委员会当然不能只是一个徒具形式的橡 皮图章。根据特拉华州的法律，其组成人员首先 必须独立于管理层和控股股东。与管理层、控股 股东具有交往历史的人一一亲戚、同学、交易伙 伴等一一自然会增添法院对其独立性的质疑。不 过，特拉华法院并不简单禁止与私有化发起人具 有商业往来的人出任特别委员会的委员。比起委 员与发起人之间的既往关系来，法院更加重视在 当下的交易决策中，特别委员会的委员是否能够 秉持独立的态度作出判断、决策。除了组成人员 的独立性，特别委员会还必须得到充分的授权， 这些权力应当涵盖对私有化要约的评估与决策、 代表公司与发起人进行对等谈判、寻求替代性交 易方案并对这些方案进行评估与决策，乃至决定 是否启动“毒丸”计划等对抗要约收购的措施。最 后，特别委员会还需要有权聘请独立的财务与法 律顾问，为其决策提供咨询。董事会只有在特别 委员会的建议基础之上，方才有权对私有化交易 作出最终决定。

除了要成立一个独立、得到充分授权且能够 获得充分信息的特别委员会之外，控股股东发出 的私有化要约还需要以除私有化发起人之外的多 数股东的批准作为生效条件。换言之，假如不能 赢得多数小股东的同意，就不能对公司实施私有 化。这被称为“少数股东中的多数同意(majority of the minority)规则*。*

基本规则。从法律上看，对于涉嫌利益冲突 的私有化交易，只有经由独立的第三方进行交易 磋商与决策，并得到可能遭受不利的多数小股东 们的赞同，才能确保私有化交易不成为一场大股 东猎食小股东的盛宴。假如不成立这样的特别委 员会，或者不经过少数股东中的多数同意，那 么，私有化交易的决策将受到法院最为严格的审 查。特拉华州法院将这项审查标准称为“彻底公 平"(entire fairness)规则。就是要董事们举证： 交易的过程彻底公平，以及交易的价格彻底公 平。

所谓交易过程的公平，包括交易启动的时 机、启动的方式、交易的结构、董事会在交易谈 判与交割过程中的角色，以及董事会及股东的批 准是如何取得的等有关交易进程的各个方面。所 谓交易价格的公平，则是指收购方支付的对价在 客观上一一而非董事的主观认识上一一对被收购 方公平。它要求法院考察被收购公司的资产数 额、市场价值、收益水平、未来经营预期等一切 可能影响公司股价的因素(***Weinberger*** v. ***UOP*** )o

在如此严格的审查标准与举证责任之下，可 以说控股股东和董事们几乎没有多少可能躲过法 律责任。因此，按照法院判决的指引成立特别委 员会，并寻求少数股东中的多数同意，成为私有 化交易中减轻董事和控股股东法律风险的唯一途 径。即便采取了这样的措施，在2014年之前的30 多年中，特拉华法院仍然对一步并购的私有化交 易釆取严格的“彻底公平''标准加以审查，以判定 是否有违反忠慎义务的情况。只不过，此时法院 会将举证责任转移到提起诉讼的股东一方，要求 他们举证私有化交易存在过程或者价格上的不公 平 (Kahnv.Lynch Commnnication Systems )。

需要指出的是，这样严格的审查标准只是针 对存在控股股东的私有化交易。假如并购交易不 涉及控股股东，那么，特拉华法院审查董事会批 准并购决定的标准相当宽松。此时，法院会推定 董事会的交易决策出于诚信并且具有充分的信息 基础，进而对董事会的决策给予最大限度的尊 重。假如有股东要对法院的这种推定加以质疑， 就必须自行举证董事们有违诚信，或者在作决定 时没有掌握充分信息。这种宽松的规则被成 为“商业判断”规则(business judgment rule)*。*在 实践中，受到商业判断规则保护的董事们，被认 定违反忠慎义务的可能性十分微小回一。因此，很 显然，认定私有化交易的发起人是否属于控股股 东，对于确定董事以及发起人的法律责任至关重 要。

那么，何为控股股东呢？对于持股比例超过 50%的股东，毫无疑问属于控股股东。对于未达 到这一比例的股东，特拉华法院将考察其对公司 经营决策的实际控制能力。在2014年11月的一则 判决中，特拉华法院认定在纳斯达克上市的河南 众品食业2013年的私有化交易涉及控股股东。其 CEO兼董事长朱献福尽管只持有17.3%的公司股 份，却仍被视为控股股东。法院的依据包括：众 品食业在向SEC提交的披露文件10-K中表明朱献 福对公司具有控制权，朱本人对董事会的控制 力，以及在私有化交易的询价过程中，其他竞购 方纷纷以朱的留任作为竞购条件等事实 6 ***re***

***Zhongpin Inc.Stockholder Litigation*** ）。 这一认定 必然对法院此后针对众品私有化交易的审查产生 关键性影响，甚至引发朱献福本人因违反对其他 股东的忠慎义务而承担赔偿责任的危险。

除了以上公司法规则之外，美国的证券法规 则还要求向公众投资人公告披露有关私有化交易 各种重要信息。一步并购的交易需要得到股东的 投票批准，在此之前，公司必须按《证券交易 法》14 (a)向SEC登记发布委托投票公告

(proxy statement, Schedule 14A)。两步并购的 第一步涉及要约收购，发起人需要登记发布 Schedule TO,而目标公司则要登记发布Schedule 14D-9o这些公告是上市公司并购交易中共通的 披露要求。而对于私有化交易，还需要按照《证 券交易法》13 (e) -3项作出披露。通过这些信息 披露，公众投资人得以了解私有化交易的目的、 参与者和主要内容，公司董事会对私有化交易的 态度，以及董事会决策的依据。

规则修正。最近三年间，特拉华州法院对上 市公司的私有化交易作出了一系列重要判决，对 以往的规则一方面作出了修正，一方面又进行了 强化。我们先来看修正的方面。上面己经提到， 对于由控股股东发起的私有化交易，即便成立独 立的特别委员会进行决策，或者取得少数股东中 的多数同意，仍然要接受严格的“彻底公平”标准 的审查，只不过举证不公平的责任将由作为原告 的小股东负责。这一传统规则引发了大量针对私 有化交易的诉讼，令交易结果处于极不确定的状 态。为了平衡大股东与小股东在私有化交易中的 利益，2014年特拉华法院作出了一项重要判决  ***Kahn v.M&F Worldwide****。*

此案的判决确立了一条新规则：如果一步并 购私有化交易符合以下三项要求，那么，法院将 以宽松的“商业判断”标准，而非严格的“彻底公 平”标准，来对私有化交易进行审查，进而确定 董事会与控股股东的责任。这三项要求是：

1. 私有化交易得到一个真正独立、获得充分 授权、审慎进行议价，又充分取得专家咨询意见 的特别委员会的批准；(2)私有化交易得到充 分掌握信息，又未受到胁迫的少数股东中的多数 同意；(3)私有化交易的发起人自始以满足以 上两项条件作为完成私有化的先决条件。

特拉华法院作出这一规则修正的出发点在 于：私有化交易对小股东的威胁源自控股股东谋 取私利，因为在此类交易中，控股股东既是买 方，又控制了卖方，脚踩两条船，明显具有利益 冲突。然而，如果能够将这种利益冲突的交易转 化为一种公平对等的(arm怎 length)交易，那 么，私有化与普通的并购交易并没有什么两样， 法律上也不应区别对待。

所以，特拉华法院认为：应对私有化交易的 关键在于如何将利益冲突的交易变成公平对等的 交易。在法院看来，假如由一个真正独立又掌握 充分信息的特别委员会来代表公司与控股股东进 行私有化交易的磋商，并确定是否批准此项交 易，那么，这样的交易过程本身与一项由第三方 发起的、公平对等的收购交易没有实质区别。倘 若再得到自愿、有知的少数股东中的多数支持， 那么，私有化交易就更难成为控股股东猎食少数 股东的盛宴。因此，对于满足了这些交易过程要 求的私有化，法院不希望看到它们轻易遭到小股 东们的挑战，白白增添交易的风险与成本。

不过，特拉华法院也指出，这一规则转变绝 不意味着法院在私有化交易中保护小股东利益的 立场有任何改变。特别是当私有化交易的价格可 能显失公平的时候，法院会认为这是一盏亮起的 红灯，很可能对私有化交易的公平性进行更为细 致的审查。至于何为价格显失公平，特拉华法院 专门列举出以下这样一些因素：（1）私有化要 约的价格与每股收益以及EBITA /EBIT等税前现 金流指标之比，明显低于近期的类似交易；

（2）最终收购价格比两个月之前的每股交易价 格低2美元以上；(3)短期性因素抑制了私有化 要约发出时的公司股价；(4)业内人士认为要 约及成交价格低得惊人(后面我们会对照这些因 素检测聚美优品的私有化要约价格)。最后，法 院强调：如果原告能合理表明特别委员会或者少 数股东中的多数对私有化交易的批准过程存在瑕 疵，或者私有化交易没有以同时获得此二者的批 准作为先决条件，那么，私有化交易仍将受 到“彻底公平”规则的严格审查。

至于采用两步交易结构的私有化，进入21世 纪以来，特拉华法院的立场几经变化。根据目前 的相关判例(In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation), 一般认为如果控股股东 在第一步的收购要约中就明确以下三点，那么， 法院也将按“商业判断”标准进行审查。这三点要 求是：(1)其完成要约的条件是得到有权和收 购方谈判交易条件的特别委员会的推荐；(2) 要约收购必须取得少数股东持有的多数股份；

（3） 一旦第一步要约收购完成，将尽快按同等 对价完成第二步的并购（截止写作本书时，上述 规则尚有待特拉华法院最终确认）。

立场强化。除了修正，特拉华法院更强化了 其一贯坚持的严格禁止控股股东在私有化交易中 操弄股价、实施欺诈的立场。对于这一点，2015 年判决的血 ***re Dole Food Co. , Inc. Stockholder Litigation*** 一案体现得淋漓尽致，而且，该判决对 时下热议的聚美优品私有化交易也别具参考价 值。Dole一案涉及的是美国大名鼎鼎的食品制造 商都乐公司。2013年，都乐公司的CEO兼董事 长、拥有公司40%股权的莫道克（David Murdock）对公司进行了私有化，随即遭到股东 们的起诉。

为了将公司私有化，莫道克在正式发出私有 化要约的一年之前就开始了一连串的准备。2012 年9月，他首先将公司的亚洲业务出售给了日本 伊藤忠商事株式会社。根据其财务顾问德意志银

行的测算，这一交易将为都乐每年节省5000万美 元的成本。然而，作为莫道克左膀右臂的都乐公 司CFO卡特(Carter)却于2013年1月初对投资者 声称这一交易带来的成本节省每年只有2000万美 元。都乐的股价随即应声下跌13%。

随后，德银向莫道克提出了两套可以最终促 成私有化的股票回购方案，一是由都乐公司向股 东发出自我收购要约(self-tender offer),二是 由公司直接在公开市场上购买自己的股票。德银 认为，前一方案需要向都乐的既有股东支付收购 溢价，后一方案则无需直接支付溢价，但随着在 公开市场交易的时间延长，公司的股价可能升 高。尽管莫道克与卡特希望实施后一方案，可是 除莫道克之外的都乐公司董事会却一致同意釆用 自我收购要约的方案。然而，在未经董事会授权 的情况下，卡特却于2013年5月28日自行宣布公 司将“无限期中止"其股票回购方案。都乐的股价 应声再跌10%o

在股价一跌再跌之后，莫道克旋即于2013年 6月10日发出以每股12美元的价格将都乐公司私 有化的要约，其时，都乐的每股股价为10.20美 元。在此要约中，莫道克表示私有化将以特别委 员会及少数股东中的多数之同意为先决条件；同 时，他又强调绝不会出售自己的股票，换言之， 他不欢迎有人参与竞价；此外，他还设定7月31 日作为董事会答复其要约的最终期限。都乐董事 会立即组成了4人的特别委员会，其中包括美国 著名华裔政治家、前劳工部长和现任交通部长的 赵小兰。

不过，在特别委员会成立之后，莫道克和卡 特继续试图操纵特别委员会的决策。一方面，他 们试图将该委员会的权限限制于审查莫道克的收 购方案，而不得评估其他替代性方案；另一方 面，更为严重的是，卡特向特别委员会提供了一 系列的虚假信息。除了掩盖出售亚洲业务后，公 司实际的成本节省数字之外，卡特还指使公司管 理层伪造对今后公司经营业绩的预期，刻意隐瞒 公司收购新农场的计划这一利好消息。特别委员 会及其财务顾问Lazard得到的公司财务状况预期 明显低于莫道克向其融资人提供的预期，致使特 别委员会在计算公司的价值时作出了较低的评 估。不仅如此，卡特还违背特别委员会的指示， 擅自不经过该委员会而与公司管理层直接交流和 搜集信息。

*最终,*莫道克将其收购价格提高到每股13.50 美元。根据Lazard基于卡特提供的虚假财务预期 作出的估值，这一价格落于其对公司的估价一一 每股11.40美元至14.08美元一一的较高一端。于 是，特别委员会接受了这一要约，并获得了 50.9%的少数股东投票支持。私有化交易交割完 毕，真相也逐渐呈现，股东将莫道克等人告上了 法院。在了解前因后果之后，法院毫不犹豫地指 出：莫道克所谓其私有化将以特别委员会及少数 股东中的多数之同意为先决条件云云，无非是徒 有其表，无有其实，自然不能得到協如 ***V.M&F*** 规则的保护。更可况，任何涉嫌欺诈的交易，从 来就不能适用宽松的“商业判断”规则，而只能适 用严格的“彻底公平”规则。

而根据“彻底公平”的标准，都乐的私有化交 易过程显然有悖公平。一则在交易发起之前，莫 道克与卡特就己经釆取了一系列蓄意打压股价的 措施，再瞅准股价下跌之机提出私有化方案。二 则在特别委员会评估私有化方案之时，他们又一 再提供虚伪信息，致使该委员会及其顾问们无法 对公司价值作出准确评估。

非但如此，法院认为都乐私有化交易的最终 价格也谈不上公平。按照现金流折现法，法院认 定如果特别委员会获得了准确的信息，都乐股票 每股的价格将升高2.74美元。法院强调：对私有 化交易中的控股股东而言，只要客观上实施了缺 乏“彻底公平”的交易，那么，无论其主观上是否 有违诚信，都必须被追究责任。因此，法院最终 裁决由控股股东莫道克和直接实施欺诈的卡特个 人向被私有化收购的都乐股东赔偿每股2.74美 元，总计赔偿金额高达1亿4, 800万美元。从 ***Dole*** *一*案的判决中，我们可以看到，特拉华法院 在私有化交易中保护小股东的立场坚定，其对案 件事实的把握可谓洞若观火，而其适用的法律规 则更会让违规的大股东们代价高昂。

聚美优品。比照都乐的结局和莫道克的命 运，此前聚美优品的私有化交易方案不能不让人 捏把汗。光从价格上看，尽管私有化价格与其发 行价格不必有什么联系，但7美元每股的收购价 格较其此前两个月一一即12月中旬一一的股价低 了2美元以上（其股价为：12月15日9.34美元；12 月16 H 9.20美元；12月17H9.21美元；12月18日 9.50美元；12月24日达到两个月的高位10.19美 元）。并且，聚美优品近期股价的下跌很大程度 上源自其15年第三季度发布的财报。且不论这份 财报是否真实可靠，就其作为一项近期突发事件 来看，便符合“短期性因素抑制股价”的情形。换 言之，按照特拉华法院在Ko/m ***v.M&F*** 一案中表 明的立场，7美元的私有化报价己经足以引起法 院对交易价格显失公平的怀疑，从而启动严格 的“彻底公平”审查标准。倘使真的像都乐的私有 化交易那样审查下去，那么，尤其是鉴于其发起 私有化的时机，陈欧先生是否会成为莫道克第二 还真不好说。

假如参照特拉华州法律立下的规矩，那么， 谋求私有化的中概股公司控制人及其团队在交易 过程中至少应当满足以下这些条件，方才可能化 解遭到起诉，乃至控股股东个人承担巨额赔偿责 任的危险。

首先，诚实是必须的，特拉华法院最最容不 得的就是欺诈。控股股东对于任何的欺诈隐瞒行 为都不该报有侥幸心理。顺便提一句，那位输了 官司的莫道克先生聘请的律师行是普衡律师事务 所(Paul Hastings),而卡特先生请的则是吉布 森律师事务所(Gibson, Dunn & Crutcher),这 两家都堪称美国的知名大律所。只是面对洞若观 火的特拉华法官们，即便巧舌如簧的律师也很难 扭转实施欺诈者的颓局。

其次，必须成立一个真正独立的特别委员 会，最好由一位对私有化持反对意见，或者自身 利益会受私有化交易不利影响的董事来领导这个 委员会。该委员会必须被赋予广泛的权力，不仅 需要具有评估、决策控股股东提出的私有化方案 并展开议价的全权，还需要具有征询、评估与决 策替代性方案的权力。特别委员会必须聘请自己 的财务顾问与法律顾问，这些顾问的遴选程序应 完全独立于公司控股股东与管理层，而且这些顾 问本身应当是具有国际声誉的机构。控股股东与 管理层必须如实向特别委员会提供各种有关公司 经营与估值的信息。此外，自特别委员会成立之 日起，控股股东与公司各层级管理人员的交流均 需要通过特别委员会。简言之，控股股东与公司 管理层之间不能保留任何不为特别委员会所知的 秘密。

随后，在私有化方案获得特别委员会批准之 后，还必须得到非控股股东之中多数股东的投票 批准。在此之前，控股股东当然必须向小股东们 如实披露各种有关交易的信息。这不仅是履行大 股东对小股东负有的忠慎义务，也是证券交易法 规定的披露义务。最后，控股股东在其最初的私 有化要约中就应当明确：私有化交易只有在得到 特别委员会以及少数股东中的多数同意之后，方 才能够完成交割。另外，控股股东还应当避免明 确表示其不会向其他竞购方出售其股份的意思。 也就是说，要给予特别委员会充分寻求替代性交 易方案的便利。而给予特别委员会合理的时间来 对私有化要约作出反应也更能体现交易过程的公 平性。

假如采取两步并购的交易结构，那么，根据 相关判例(/〃 ***re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*** ),控股股东在第一步的 收购要约中就应当明确：(1)其完成要约的条 件是得到特别委员会的推荐；(2)要约收购必 须取得少数股东持有的多数股份；(3) 一旦第 一步要约收购完成，将尽快按同等对价完成第二 步的并购。

开曼难题

关于私有化交易，最重要的法律问题就是要 避免公司内部人士借机损害公众投资人，纵容控 股股东利用巳经掌握的控制权掠夺小股东。以 上，我们己经详细说明了美国特拉华州的法院如 何通过对大量相关诉讼的处理，日积月累地将忠 慎义务——这个避免私有化沦为宰割盛宴的法宝 —-逐渐清晰地刻画出来。有了这些直击要害的 规则，以及法官审慎机智地实施，作为成立注册 于特拉华州的公司的小股东，自然会少几分人为 刀俎，我为鱼肉的恐惧。

然而，像聚美优品这样的中概股公司却大多 不在特拉华州注册成立，甚至也不在美国的任何 一个州，而是在那遥远得对多数中国人来说恍如 仙境的飘渺小岛一一开曼群岛。这个小岛很长一 段时期以来作为避税天堂吸引了大批外国公司来 此成立注册。而作为英联邦一系列避税天堂中还 算比较靠谱的一个，在开曼设立的公司也能取得 世界主要证券市场一一包括纽约、伦敦一一的通 行证。

起诉控股股东或董事。按照通行的法律适用 原则，有关公司治理的规则一一包括对私有化交 易中控股股东与董事会的监控规则一一并非适用 公司上市地的法律，而要适用公司注册地的法 律。一句话，就是中概股公司的私有化交易过程 中，有关控股股东及董事会对公众投资人的义 务，上面描述的那些特拉华的优秀法律是管不到 的，能管的只有开曼群岛的公司法。

从名义上说，像特拉华的法律一样，开曼法 律同样要求董事们尽到忠慎义务。同时，同样作 为一个普通法的法域，忠慎义务也同样是由法官 在具体裁判中描画出来的标准，而不是立法者一 清二楚写下来的规则。不幸的是，开曼偏偏和特 拉华不一样，没有几个人去那飘渺不知几万里外 的小岛打官司。于是，那里的法官压根就没多少 机会描画他们的标准。因此，与特拉华相比，开 曼群岛的公司法让人感觉摸不着头脑。具体到目 标公司董事会该如何应对收购要约这个问题，人 们很难知道开曼的法官们在想些什么，甚至是他 们说过些什么。

开曼法律非但没有像特拉华法律那样，为私 有化交易过程中董事会与控股股东针对小股东们 的忠慎义务定下实体性规则，即便在股东诉讼的 程序性问题上，开曼的规定也有些让人不明所 以。我们前面己经分析过：小股东若要针对大股 东或者董事会在私有化交易中的猫腻提起诉讼， 其个人分享到的利益通常将远远小于其必须负担 的成本。因此，美国的法律在程序上设计出了让 利益聚沙成塔的集体诉讼，以及让成本化整为零 的费用移转规则，外加诉讼实践中广泛釆用的胜 诉分成收费机制。毫不夸张地说，如果没有这些 配套的程序性设计，再严格的忠慎义务也会沦为 一纸空文。

那么，集体诉讼在开曼是否可行？看起来有 点难。正如富基融通(eFuture, NASDQ： EFUT)在2007年7月6日向SEC提交的公告中说 的：“我司的开曼群岛法律顾问未尝听闻有大量 集团诉讼……在开曼群岛法院被提起”。其次， 开曼又是否像美国一样，允许原告律师向公司收 取代理费用呢？据了解，开曼虽然原则上要求败 诉方支付胜诉方的诉讼费用，而实践中法院常常 可能偏离这一原则。尤其是根据开曼群岛的诉讼 费用补偿规则，像胜诉分成这种有条件支付的律 师费不在可以要求败诉方补偿的费用之列。也就 是说，开曼公司的股东要么先自己垫钱打官司， 期待胜诉后获得被告的补偿，倘若败诉自然只能 自行负担费用；要么冒着即使胜诉也赔不到律师 费的风险，按胜诉分成的方式向其律师付费，这 样做的好处是败诉了原告就不用支付律师费。

然而，股东们要起诉开曼公司的程序性困难 还不止于此。由于在美国市场上购买开曼公司股 份的投资人得到的并非真正法律意义上的股票， 而仅是间接代表股权利益的“存托凭证”（ADR, 或者叫“存托股份”ADS）。也就是说，这些投资 人并非法律意义上正经八百的股东。于是，即便 开曼公司法允许股东针对私有化交易提起诉讼， 这些ADR的持有人也很可能无权起诉。于是，面 对一个遥远小岛上模糊不清的法律，绝大多数的 公众投资人都望而却步了。这一事实无疑对开曼 公司的董事和大股东们是个喜讯：无论那里的法 律是松是紧，只要没人告，法律等于不存在。

股票回购请求诉讼。开曼公司的小股东在私 有化交易中最有可能获得的司法救济大概是股票 回购请求诉讼(appraisal litigation)*。*简言之， 这种诉讼不能阻止私有化，但允许目标公司的异 议股东要求法院为自己被强制性收购走的股份确 定一个合理价格，并由收购方支付这一价格。特 拉华与开曼群岛对此种诉讼都有规定。

2014年8月，开曼法院判决了首例股票回购 请求诉讼案件/说egnz ***Group***案。该判决确认了反 对私有化交易的股东有权请求法院确定其股票 的“公正价格”，而确定这一价格的标准是在特别 股东大会批准并购交易当日公司作为持续经营实 体(going concern)的价值。此案中，法院主要 依据未来现金流折现的方法确定股票的公正价 格。并且，像特拉华法院一样，开曼法院没有给 小股东持有的股票价值打上折扣(minority discount)。

开曼的这一判决无疑对私有化交易中小股东 的保护具有积极意义。不过，股东行使股票回购 请求权仍要克服诸多障碍。首先，依然只有法律 意义上的股东才能享有提起这种诉讼的权利。作 为一家在伦敦证券交易所上市的俄罗斯公司， Integra Group的所谓股东们持有的也不是真正的 公司股票，而是在伦敦证券交易所交易的全球存 托凭证(GDR)。为了打这场官司，原告们首先 将其手中的GDR转换成了Integra的普通股。不 过，转换必须在股东就私有化方案投票表决之 前，因为只有在表决中投反对票的股东才有权请 求回购股票，而只有取得了真正的公司普通股的 股东才有权参与表决。在美国上市的开曼公司 ADR的持有人，未来也只有设法将ADR转换成真 正的股票，才有可能启动回购请求诉讼。这在理 论上虽然并非不可能，而在实践中，根据从事 ADR存托业务的业界人士的说法，至少中概股的 ADR转换还未听闻过。此外，即便转换ADR真的 可行，转换也肯定不是一顿免费的午餐。

纵然转换ADR 一切顺利，股东在开曼群岛提 起股票回购请求诉讼还有其他不菲的代价。一方 面，在回购请求诉讼结果确定之前，股东无法获 得任何私有化交易的收购对价。也就是说，起诉 的股东可能要拖上几个月或者更长时间才能将手 中的股票变现。尽管打胜回购请求诉讼的股东可 以请求私有化交易的发起人补偿诉讼期间的利 息，但开曼法院认为利率只能按照公司预期的现 金回报率和其借款利率的中值计算（也就是法院 认定钱在股东手中不如在公司手中值钱）。

另一方面，要打赢这样的官司，股东少不了 要聘请财务顾问一一通常是大投行一一来证明合 理的收购价格，这笔费用不可小觑，而胜诉之后 是否能要求被告报销，结论似乎尚不确定。至于 股东聘请的律师的费用，前面己经介绍过，弄不 好也要股东自掏腰包（即便在美国，股票回购请 求诉讼的费用一般也要由股东自行负担）。

证券诉讼。尽管聚美优品这样的中概股公司 成立于开曼群岛，因此有关其控股股东及董事的 忠慎义务需要适用开曼公司法，但它毕竟是一家 在美国上市的公司。所以，涉及证券发行、交 易、披露的行为仍然受制于美国的证券法规。假 使其信息披露出现不实，那么，在美国购买其股 票(其实是ADR)的公众投资人仍旧可以按美国 证券法对其提起诉讼。我们也确实见到过不少对 中概股公司的证券欺诈诉讼，不过，这些都不是 专门针对私有化交易的诉讼。

前面己经介绍过，在公司并购交易中，股东 依照证券法规起诉美国公司的最佳武器就是《证 券交易法》14 (a)项。据此，公司在股东大会 投票前需要向SEC登记发布委托投票公告，详细 披露交易的相关内容。于是，股东有可能抓住披 露中出现的虚假或者遗漏，请求法院给予损害赔 偿等救济。然而，在美国上市的外国公司偏偏被 免除了《证券交易法》14 (a)项的披露要求

(此种豁免很可能出于与其他市场竞争外国公司 上市之需)，这等于折损了公众投资人在并购交 易中寻求法律保护的一条重要途径。

除了 14 (a)项的披露之外，涉及私有化的 并购交易也需按《证券交易法》13 (e) -3项进行 披露，这两项披露的内容大同小异，并且，即便 是外国公司也不能被免除13 (e) -3项的披露义 务。遗憾的是，《证券交易法》的此项条款却没 有表明股东个人是否有权就违反13 (e) -3项的披 露行为请求赔偿，美国联邦最高法院迄今也尚未 就此表态。换言之，至少到目前为止，中概股公 司的股东要凭借13 (e) -3项寻求在私有化交易中 得到保护，结果还难以预料(美国第六联邦巡回 区上诉法院一一管辖肯塔基、密歇根和田纳西州 部分地区一一曾判决承认股东的这种权利)*。*

分众传媒。从以上的分析中可以看出，开曼 公司的投资人要想针对公司的私有化交易打官司 可谓困难重重。不过，这世上总有第一个吃螃蟹 的Ao 2013年2月22日，中概股分众传媒的股东 在加州法院就其私有化交易提起了诉讼。

大概是忌惮那不知为何物的开曼公司法上的 忠慎义务，分众传媒的投资人压根就没提这档子 事，而是提出了两项似乎有些不着边际的诉讼理 由。其一是告董事会违反《证券交易法》 14 (a)的披露义务。可是，正如前面提到的， 作为开曼公司的分众传媒根本被免除了这种披露 义务。毫无意外，这项诉由立即遭到被告方的驳 斥。

第二项诉讼理由就更是脑洞大开，投资人找 出开曼公司法第92条e款的规定，说是要求法院 按照公正衡平所需，强制解散分众传媒。估计看 到这项诉讼请求的美国法官也会大跌眼镜。正像 被告辩驳的一样，即便原告有理由要求解散公 司，他们也找错了法院。开曼公司法里说得明 白：只有开曼法院才有这种解散开曼公司的权 力。况且，这些投资人又是要命的ADR的持有 人，不具备请求法院解散公司的资格。

分众传媒的官司此后很快和解，原告或许自 己也觉得有些底气不足。正如有观察者评论的那 样，分众传媒的投资人之所以在美国打官司，恐 怕无非是搅搅局，多少从和解中谋得点好处。而 洞悉美国司法程序冗长昂贵的被告，自然也不希 望因为原告的搅局而拖延私有化交易的进程也一。 于是，和解就成了自然而然的结局。

另外要澄清一点，分众传媒此前还曾因为涉 嫌未如实披露关联交易的信息而受到SEC的指 控。最终，双方达成和解，分众传媒及其大股东 江南春向SEC支付了5, 560万美元。不过，这项 和解与分众传媒的私有化交易没有直接联系，既 不是股东们提起的诉讼，也与私有化交易的披露 义务无关，其涉嫌的违规行为更发生在私有化开 始之前。

盛宴过后

如果说目下己经在美国上市的中概股公司正 在享受着一场盛宴，恐怕并非言过其实。一方 面，中美两国股市市盈率的巨大差异令中概股公 司无法抑制出口转内销的冲动。对于美国公司， 学者们也许还在苦苦搜寻着它们私有化的理由， 但对于中概股公司，这个理由简直像秃子头上的 虱子那样明显。以奇虎360为例，去年年底它在 纽交所的市盈率不过35倍，而与其相类的中国创 业板公司乐视的市盈率其时达到189倍，而另一 家创业板公司暴风科技的市盈率竟高达760倍

另一方面，正如本文前面详尽介绍的那样， 在开曼设立的中概股公司实施私有化，其控股股 东的所作所为完全不受那缜密而有效的特拉华州 公司法管束。即便美国证券法规要直接干预这种 私有化交易，也可谓希望渺茫。而真正能管到这 些中概股公司的开曼群岛法律，很大程度上仍停 留于拓荒时期。尤其是其程序上的种种不便与代 价，令目前美国市场上的公众投资人对起诉中概 股私有化交易的念头踌躇不决。毫不夸张地说， 除了像众品食业这样少数几家落户在了美国特拉 华州的公司之外，其余中概股公司的私有化交易 基本处于“天高皇帝远”的极乐境地。

然而，法律不反应，市场就会反应。尽管我 们看到目前中概股公司的私有化都像模像样地组 织起一个特别委员会，究其源头，无非是在模仿 那压根打不着的特拉华州法律的要求。对于中概 股公司而言，那些要求咬不到它们，而没有牙齿 的法律不过是一纸空文。美国投资人自然会明白 这个道理并且作出反应，否则，那赢得了诺贝尔 奖的"效率资本市场假说"(e伍cient capital market hypothesis)便会出现一个极好的反证。所谓中概 股价格被普遍低估便很可能是市场了解到这些公 司徒有其表的公司治理机制之后的合理反应。伴 随中概股的私有化浪潮，专门针对在美上市的中 概股公司的纽约银行梅隆“中国'下一代'ADR指 数”去年下跌了4.3%,其表现比其他任何一个美 国的主要证券指数都要差国\_。

不过，既然有别具中国特色的国内股市作为 靠山，中概股公司或许也不在乎美国市场对其的 负面评价。实际上，我们的股市为中概股公司打 开了一扇免于受到美国市场约束的后门。此门一 开，美国的投资人固然会有损失。然而，中概股 在美国股票市场上占的比例毕竟微乎其微，去 年，它们的整体市值不到美国股市全部市值的3% 陞，这扇后门对美国人的影响恐怕不会太大。

前人种树，后人乘凉；倘若前人吃完了饕餐 盛宴，后人大概也只有靠吃斋度日了。正如国内 某著名投资人评论的那样，今天，中概股公司的 控股股东们在私有化交易中的尽情享受，恐怕要 输光美国投资人对中国公司剩下的一点信任。当 这场盛宴终结之后，国内新一代的企业也将失去 美国这个全球最大、最活跃、最享有声誉的资本 市场。这对于迫切寻找退出路径的中国风投、私 募基金而言无疑是一条坏消息。不过，受到这种 打击最为深刻的，也许还是中国的创业者们，尤 其是那些真正能够创新又具有活力的企业。无法 有效利用美国的资本市场，无疑会对这些企业的 融资环境带来严重的不利影响。

至于中国的投资者们，能做的大概只是擦亮 眼睛，防止那些在美国享受完盛宴的公司再来中 国享受一遍盛宴。至少在中国的市场监管部门建 立起有效的法制与监管措施之前，投资者必须时 刻谨记"买者自当心"(caveat emptor)这句古老 的法律格言。

由本节内容的删节版最先发表于《新财富》杂志 2016年6月号。

1. *Whll Street Journal ,* Nov. 17, 2015.
2. Cornerstone Research, Shareholder Litigation

Involving Mergers and Acquisitions 2013.

1. Cornerstone Research, Shareholder Litigation Involving Acquisition of Public Companies - Review of 2015 and 1H 2016 M&A Litigation.

£51 不过，对于董事会釆用的防御敌意收购的措 施，法院将釆用第三种审查标准，即Unocal规则，参 见第二章第五节。

1. Boltz et al., M&A Litigation Goes GlobaL *Insights* 2013.
2. *Wall Street Journal ,* Dec. 8, 2015.
3. *Wall Street Journal，* Nov. 17, 2015.
4. *BNYADR Index Fact Sheet ，* Dec. 2015.

第六章公司治理的要义

本章导读

“公司治理"(corporate governance)这个词出现得 不算早，伴随20世纪末到21世纪头十年欧美各地发生 的一系列大型上市公司的丑闻事件(“安然事件”大概 是其中最为著名者)，’‘公司治理”才日益成为学界与 商界的一个热词。

然而，有关公司治理的基本思想与理论却出现得 要早得多。1930年代初，美国著名法学家Adolf A.Berle 与经济学家Gardiner C.Means在其影响深远的名著《现 代公司与财产权》*(The Modern Corporation and Private Property* )中指明了现代公司产权与控制权分 离这一普遍现象，为公司治理奠定了基础。

到20世纪70年代，美国的两位金融学家Michael C.Jensen和William H.Meckling发表了具有跨时代意义的 名篇《公司理论：经营者行为、代理人成本与产权结 构》(Theory of the Firm： Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure),第一次系统 阐释了在产权与控制权分离的现代公司中管理层与产 权人之间的利益冲突，提出了著名的“代理人成本”理 论。这一理论成为日后公司治理文献中最为基础的理 论。简言之，所谓公司治理，主要就是要解决产权人 与管理人之间的利益冲突，克服代理人成本。因此， 公司治理的核心问题是股东与公司管理层如何划分权 力与责任。

公司治理的机制常被分为内部治理机制与外部治 理机制。前者主要指公司内部的机构设置和决策程 序，比如董事长与CEO是否一人兼任，董事会的结构 及成员构成，股东表决的程序要求等。后者则指公司 控制权市场的竞争，主要是借助资本市场的敌意收购 形成优胜劣汰，进而迫使公司的管理层做到勤勉尽 职，创造出优良的业绩。

无论对于内部治理还是外部治理，法律规则都发 挥着重要的作用。譬如，在内部治理方面，法律可以 对独立董事的比例设定要求，对内幕交易及关联交易 作出限制，对是否允许双重股权结构立下规矩。在外 部治理方面，法律则可以决定要约收购的条件、程 序、披露规则，以及目标公司的收购防御规则等。同 时，法律规则是否发挥出立法者期待的效果，又需要 金融学上的深入研究。因此，公司治理也是法律与金 融结合最为紧密的一个领域。

本章从各个侧面对公司治理问题加以透析，尤其 侧重于内部治理。第二十三节介绍的是公司内部治理 机制中的一个重要问题，对于是否允许具有双重股权 结构的公司上市，各国态度各异，而新兴科技行业的 崛起或许又给这个公司治理中的老问题注入了新的元 素。第二十四、二十五节结合万科与宝能的股权争夺 战解析公司章程的地位，第二十六节又进一步综合总 结了公司章程自由的范围。第二十七节讲述的是股东 投票权在公司治理中的作用以及法律对此给予的特殊 保护。第二十八节涉及对关联交易，尤其是定向增发 股份造成股东与管理层利益冲突的法律监管。第二十 九节是本章唯一专门介绍公司外部治理机制的章节

（此外，本书第二章与第七章部分章节也对外部治理 机制作出了分析），这一节讲述了公司控制权市场竞 争在现代公司治理中的突出作用。

本章最后三节各自展现了公司治理中一个独特的 侧面。第三十节透视了产权与控制权冲突之外现代公 司面临的另一重利益冲突——股东之间的利益冲突， 伴随对冲基金的活跃，这重冲突又赋予公司治理新的 色彩。第三十一节对比了现代公司治理与国家治理的 异同，这个话题与将现代公司类比为民主共和国的思 想紧密关联。最后，第三十二节介绍的是董事会对经 理人的监督义务，以及股东如何向违反义务者追责的 问题。

第二十三节“同股不同权”的是是非非

同股不同权，或称双重股权结构(dual-class share structure)问题伴随阿里巴巴告别香港，转 赴纽约上市而成为公司证券法律领域的热点话 题。无独有偶，2012年英国著名的足球俱乐部曼 联也由于对同股不同权的限制而抛下新加坡，最 终落地在纽约证券交易所上市。

虽然经历了同样的遭遇，但香港和新加坡两 地对同股不同权的态度却截然有别。香港方面经 过一段时间的研究，2015年10月最终决定搁置修 改同股不同权规则的计划。而新加坡则于2014年 修改公司法允许同股不同权，修改后的公司法于 2016年第一季度正式实施。新加坡证券交易所将 相应修改其上市规则，允许具有双重股权结构的 公司上市。那么，香港和新加坡的态度究竟孰是 孰非呢？这一节就来聊聊关于同股不同权这争论 了几十年的是是非非。

股与权

先要说明什么是同股不同权。公司股权分为 两种权利：一是经济性权利，主要表现为股东有 权获得股息(dividend),实质是股东对公司现 金流(cash flow)享有的权利；二是参与性权 利，主要表现为股东的表决权，实质是股东对公 司经营决策的控制力。在同股同权的情况下，股 东拥有的这两种权利的份额比例相等。但在同股 不同权的时候，股东对现金流的权利和表决权的 份额配置将不成比例。

具体而言，在具有双重股权结构的公司中， 公司的普通股被分为两个组别，持有第一组股票 的股东，其每股拥有的表决权超过持有第二组股 票的股东。以美国的经验为例，这两组股票每股 的表决权数之比通常是10比1,而在本书写作之 时，听闻新近准备上市的网络新贵Snapchat要采 用迄今为止最极端的双重股权结构，其公开发行 的股票将完全不具有表决权。换言之，所谓“不 同权”指的是“表决权”而不是经济性权利。在获取 股息方面，不同组别的股东完全可以有同样比例 的权利。

在说明了“不同权”之后，还要对“同股”多说 几句。所谓“同股"指的是同样的公司“普通 股"(common stock),而非笼统的"同一家公

司"的股票。假如将“同股"误认作后一种意思，那 么，普通股与优先股(preferred stock)也成 了“同股不同权"。事实上，即使在禁止同股不同 权的法域——如当下的新加坡——也并不禁止公 司发行优先股，并且允许优先股上市。因此，以 下讨论的“同股不同权”不包含普通股和优先股 的“不同权”。

优先股多伴有取得固定股息的权利，而且在 优先股股息支付完毕之前，公司不得支付普通股 股息。如果拖欠优先股股息达到一定时间，美国 法律还规定强制产生两名代表优先股股东的董 事。不过，优先股与普通股更大的区别在于：公 司清算时，前者优先于后者获得清偿，在优先股 股东取得其固定的股息收益之前，公司不得向普 通股股东分配资产。于是，优先股股东不再是公 司剩余权利(在还清了公司的所有固定债务负担 后，对剩余公司资产拥有的权利)的所有人

(residual claimant)*。*这一区别会令优先股股东 和普通股股东在行为激励上产生差异。

再加上优先股享有的固定股息，使得优先股 的经济本质更加趋近于债权。因此，类似于债权 人，优先股股东通常没有表决权。至于风险基金 投资人在投资企业中享有的优先股，有别于传统 意义上的优先股，而是享有清偿优先的普通股。 风险投资人对公司决策拥有表决权，因而这种优 先股被称为参与型优先股(participating preferred)*。*

总结以上两个方面，可见“同股不同权"的关 键特征是：清算顺位相同、股息权利相仿的股 东，其对公司经营的决策权却不相同。换言之， 拥有高比例表决权的股东，对于其决策带给公司 价值的影响将承担低于自身表决权比例的后果。 通俗地讲，就是“决定我来做，后果一起尝"一 并且你们还多尝一点。

最后，要认清“同股不同权”还需要区分两种 不同阶段形成的''同股不同权"，一是公司在初次 公开发行(IPO)阶段就存在的双重股权结构， 二是原本没有双重股权结构的公司，后来在股权 重组(recapitalization)过程中建立起来的“同股 不同权"。从后文的分析中，我们可以看到这两 种“同股不同权”对公众投资人一一一般也是低表 决权股东一一的利益影响差别甚巨。

是与非

对釆用同股不同权的公司来说，这不同的权 当然不会随机地分配给股东：表决权多的股票总 是由公司内部人士 一一尤其是创立者和管理层 ——拥有，而表决权少的股票则留给公众投资 人。谁掌握了多数的表决权，谁就掌握了公司的 控制权。而有了控制权不仅能决定公司的经营方 针，也能决定是不是将这种控制权出售给别人。 因此，Grossman和Hart两位教授一语道破：公司 股权表决结构的主要影响在于其对公司控制权流 动的影响団\_。的确，从历史经验看，双重股权结 构风行的年代一一不论60年代的英国还是80年代 的美国，也都是敌意并购交易风行的年代。

那么，公司的创立者和管理层等内部人士为 什么想把持住公司的控制权呢？假如他们与公众 投资人一样，都只是从由公司业绩决定的现金流 价值中获取回报，那么，控制权本身就没有什么 价值。问题当然不是这样简单。作为公司控制权 的所有人，除了和普通投资人一同享受以上的证 券利益(security benefits),控制权还能给他们 带来私人利益(private benefits)*。*这种私人利益

形式多样。譬如取得高额的报酬，享受各种福利

(如私人飞机、优厚的保险)等有形利益；还可

以是按自己的偏好确定经营方针，塑造个人名 望，乃至让自己的事业传于子孙后代的成就感等 无形利益。当然，很多私人利益并不违反法律， 甚至是对管理者勤勉工作的合理报偿。

不过，既然掌控了公司，特别是在公司拥有 高额自由现金的时候，有的控制权人就难免会要 动违法的坏脑筋。例如淘换公司资产据为己有， 或者低价挤走小股东。再者，管理层还可以占着 茅坑不拉屎，享受着各种待遇却不努力干活。如 果说管理层的欺诈、不诚信的行为尚可由法律应 对，那么，对于纯粹懒惰或者愚蠢的管理者，法 律就很难约束了。毕竟，法官难以区分公司管理 层的决定究竟在商业上是好是坏，因此只能原则 尊重——这就是有名的“商业判断规则"(business judgment rule)。而能对付这种劣质管理层的恐怕 只有市场竞争，通过控制权流动，让优秀的管理 人才将他们替换掉。所以，可以说公司控制权的 自由流动是确保管理层勤勉、高效工作的最终途

径。

然而，一旦公司内部人士掌握了高额表决 权，进而能任意决定是否将控制权出让，市场竞 争就不再能约束管理层。于是，居心不良者便可 方便地借助各种手段侵蚀公司资产，从中谋取私 利。用经济学家的话说，当公司控制权的自由流 动被阻断之后，公司股东面临的代理人成本

(agency cost)会大大增加。况且，公司被并购 的时候，多数情况下，股东能获得并购溢价。控 制权的转让受到限制之后，对这种溢价的期待自 然也灰飞烟灭了。

这方面一个略显极端事例是前传媒大亨 Conrad Black给Hollinger International这家曾经的 世界第三大英文传媒带来的毁灭性灾难。借助双 重股权结构，Black控制了Hollinger 73%的表决 权，出任Hollinger的董事长。此后他通过向管理 层支付高额报酬以及一系列的关联交易将公司资 产转入内部人士的腰包。最终，HollingerW股东

们花费了2亿美元对Black提起法律诉讼，虽然 Black车良铛入狱，Hollinger却不得不申请破产*。*

双重股权结构固然有此阴暗的一面，却也不 乏光鲜的一面。在消除了因控制权流动而被赶跑 的威胁之后，公司的创立者和管理层也能更加专 注于贯彻其长期的经营方针，特别是当这种长期 方针的短期效益并不显著的时候。有人认为，伴 随90年代以后对冲基金等机构投资人成为证券市 场的主力，其注重短期收益的倾向让双重股权结 构更有可能发挥出积极意义。

其次，控制权的稳固也有利于公司的控制者 投入更多成本，培育管理和经营这家特定公司的 知识及能力。譬如深入了解公司技术人员的特 长、喜好，以便更好地激励其为公司服务。而这 样的知识通常只对管理者当下管理的企业有用， 一旦管理者被赶走，他的投资就会血本无归。于 是，没有对自身地位的保障，公司管理者是不会 愿意积极投资，以获取此类有利于公司的知识与 能力的。经济学家称之为资产专属化问题(asset- specificity)。

再次，双重股权结构确保了公司管理层的控 制权。于是，在出现新的投资机会，因而需要为 公司募集新的资金的时候，管理层不会因为担心 自己的表决权被稀释而拒绝增发新股，进而放弃 有利的投资机会，或者转而求助于成本更高的债 务融资。

最后，公司创立者常常需要为创立公司投入 相当的前期成本，譬如技术开发和品牌培育。而 这些资本投下之后，创立者未必能很快收回投 资。借助控制权获得的私人利益能够帮助创立者 更有效地收回其前期投入并且己经沉没的成本。 如果公司的控制权能轻易被他人夺走，那么，新 取得控制权的人就搭了创立者的便车，却让创立 者遭受损失。预见到这种情形，公司创立者也许 一开始就不会愿意投入这些成本。因此，双重股 权结构也能激励创立者进行有益的前期投资。

出于这种种原因，采用同股不同权的不仅有 不幸的Hollinger International,也有诸如巴菲特掌 控的Berkshire Hathaway以及默多克掌控的News Corp.这样的幸运儿。更不用说Google, Facebook, Linkedln等一众高科技行业的市场新 宠。

先与后

同股不同权不但牵涉种种是非，其更大的奥 妙还在于何时采行。公司创立者可以在首次公开 发行，也就是IPO的时候就建立起双重股权结 构，并向公众投资人明确进行披露。这被称作事 先的同股不同权，因为公众投资人在购买股票之 前就知道公司存在这样的股权结构。还有另一种 双重股权结构。IPO之时，它并不存在，公司只 有一个组别的普通股。可是，创立者或其控制的 管理层却在公众投资人己经购买了公司的股票之 后，通过股权重组的方式，将原本单一组别的普 通股转变为具有不同表决权的普通股。我们将此 称为事后的同股不同权。切莫小看这一先一后， 其对公众投资人的影响可以天差地别。

对于事先的同股不同权，公众投资人在购买 股票之前就己经知悉。按照效率资本市场假说

(efficient capital market hypothesis), 市场会迅 速对这种公开信息作出反应。假如市场投资人认 为特定公司的双重股权结构有利于长期经营利益 或者调动创立者的积极性，市场就会对此作出良 性评价，从而推高IPO价格。反过来，如果市场 认为同股不同权造成严重的代理人成本，损害公 众投资人利益，就会对IPO价格打折扣。这样一 来，创立者的融资成本升高，板子最终还是要落 在自己身上。因此，事先的同股不同权，无论是 损是益，创立者都逃不脱干系，他们也就有了认 真权衡利弊的动力。

至于事后的同股不同权，情况就很不相同。 当然，公司法一般不会允许管理层单方面轻易改 变公司的既有股权结构，将原先的单一结构变为 双重结构。这种对公司股权结构的改变，往往需 要获得股东大会的批准，修改公司章程的相关内 容。那么，有损于公众投资人的股权重组计划又 如何能够得到股东们的批准呢？在分析此中奥妙 之前，我们先来看看将单一股权转换为双重股权 的几种常见重组方案。

第一种方案被称为转换要约(exchange offer )。就是由公司发行一种新组别的普通股，其表 决权是原普通股的10倍，而其股息收益会略低于 原普通股，例如相当于原先股息的90%o此外，

新发行的这种具有超级表决权的股票往往伴有转 让限制，除了转让给家人亲属之外，一经转让， 超级表决权就会蜕变成普通表决权(也就是一股 一票)。随后，公司以自我收购(sel&tender)的 形式，向公众投资人发出收购要约，以新发行的 超级表决权股为对价，收购原先低表决权的普通 股。也就是邀请公众投资人将原先的股票转换为 超级表决权股。自我收购要约是一次性的，并且 时间限定。不过，切莫以为管理层真的在邀请公 众投资人转换其股票，其实，他们并不希望如 此。管理层的真正用意是自己完成股票的转换， 却期待公众投资人继续持有原先的低表决权股， 从而在要约期满后，随即锁定自己对公司的控制 权。而出于我们下面分析的原因，公众投资人的 确会选择不转换手中的股票。

转换要约也可以反过来先由公司发行低于原 先普通股表决权数的新组别股票，再要约邀请公 众投资人将自己的股票转换为这种低表决权的新 股。此时，新股的股息收益会超过原来的股票， 譬如达到原先的110%o显然，此时管理层希望见 到公众投资人转换自己的股票，而后者也的确会 这样做。无论哪一种转换要约，还会写上此后的 拆股、配股也将按组别进行。也就是说，超级表 决权股今后配送到的也是超级表决权股，而低表 决权股则只能配到同样低表决权的股票。这样一 来，超级表决权股东的控制权得以不断自我强

化。

第二种股权重组的方案被称为特别配股方案

(special dividend)*。*同样，先由公司发行新组 别的超级表决权股，然后再以1比1的比例向全体 股东配发这种新股。新股通常没有股息，同时将 受到转让限制，除非向家属等少数对象转让，否 则一经转让，超级表决权股就会蜕变为普通表决 权股。与转换要约不同的是，在公众投资人取得 新股但未转让之际，公司的股权结构并没有实质 变化。可是，伴随公众投资人调整其投资组合， 出售超级表决权股，那些紧握超级表决权股的内 部人士所拥有的表决权比例就会不断升高，从而 稳固其对公司的控制权。

第三种方案是表决权转化(voting rights

alteration)方案。这一方案通过修改章程将公司 既己发行的股票指定为“长期股票”，而此后再发 行的股票则被当作“短期股票”。前者的表决权数 是后者的10倍，但所有股票的股息权利相同。不 过，如果在章程修改之后一段时间内一一通常为 四年——长期股票被出售，它就将转化为短期股 票(出售给亲属将被作为例外)；相反，假如短 期股票的股东连续持股超过四年，其股票则将转 化为长期股票。由于这一方案的表决权根据持股 时间确定，因此也被称作“时间长度”方案

(length-of^time method )*。*

后两种方案有一个共同点，就是控制权的巩 固有赖于对超级表决权股的流通限制，而这种限 制可能招来法院的反对。与此相对，第一种转换 要约方案虽然也规定了对超级表决权股票的转让 限制，但是，实际上公众投资人不会将自己的股 票转换为超级表决权股，握有超级表决权的只会 是创立者和管理层等内部人士。于是，即便法院 认定限制转让的条件无效，也不会削减转换要约 的效果。

那么，会给公众投资人造成损害的股权重组 方案又是如何得到股东们的批准呢？首先，股权 重组方案常常与公司对新项目的投资计划捆绑在 一起。面对有利可图的新的投资计划，公众投资 人一一尤其是个人投资者一一可能计算不清重组 方案究竟对自己是利大于弊还是弊大于利。而 且，重组方案虽然削减表决权，却又以增加股息 作为诱饵(sweetener),这无疑加大了计算的难 度。

此外，也许某个投资人耗费成本准确计算了 重组方案的利弊，并且决定反对该方案。可是， 只要其他足够多的股东没有计算，或者计算错 误，因而投票支持该方案，股权重组仍将进行。 而这名投资人为此付出的成本却无处得偿。有鉴 于此，理性的公众投资人会选择不对重组方案进 行任何调查，而只是轻易支持管理层的动议。这 被称作投资人的“理性冷漠” (rational apathy)図 O特别是在重组方案只需股东简单多数表决通 过，并且管理层在重组前又己经握有相当比例股 权的公司中，只需有很少部分(例如20%到

30%）的公众投资人误算，甚至不算就支持管理 层提出的方案，股权重组计划便能得以实现一一 即使绝大多数的公众投资人都不支持。

不过，至少对于最具威力的转换要约而言， 即使股权重组方案获得通过，公司因此发行了具 有超级表决权的普通股，公众投资人也可以像管 理层一样，选择转换成这种新股，从而避免控制 权固化在管理层手中。那公众投资人又为何不这 样做呢？让我们来看看一个理性公众投资人的算 计。

假如有足够多的公众投资人选择转换股票， 那么，管理层就无法巩固其控制权，代理人成本 也不会增加。但是，对于任何一位公众投资人而 言，只要别人都选择了转换，他自己就是不转换 也能享受到这种好处，还能多得10%股息的利 益，那又何乐而不为呢？反过来，如果没有足够 多的公众投资人选择转换股票，那么管理层就能 巩固其控制地位，进而增加代理人成本。此时， 即便某一个公众投资人选择转换自己的股票，恐 怕也不会改变这一事实。相反，这名公众投资人 非但要承受代理人成本的升高，还要损失掉10% 的股息，那又是何苦呢？

可见，从任何一位理性的公众投资人的角度 看，无论其是否相信会有足够多的其他公众投资 人转换股票，他个人的最佳策略都是不将自己的 低表决权股转换成超级表决权股⑶\_。本质上， 与“前重后轻的双层收购要约”一样，此时的公众 投资人同样面临由于无法协调彼此行动而导致的 囚徒困境。（同样的道理也适用于发行低表决权 股的转换要约方案，只是，此时公众投资人都会 竞相将自己的股票转换成低表决权股。）

我们再来看事后的同股不同权可能对市场融 资成本造成的影响。假如A证券市场允许其上市 公司事后采用有损公众投资人的双重股权结构， 那么，所有在A上市的公司，其IPO的价格都可能 被压低。因为理性的投资人会认为：即便一家公 司IPO的时候没有同股不同权，但其上市之后仍 旧可以转变为这种股权结构。可是，投资人没法 准确预测某家特定上市公司进行这种股权结构变 动的可能性有多大。于是，他们只得根据在A上 市的公司发生此种变化的平均概率，给每家公司 的IPO价格都打上折扣。然而，这样一来，对那 些的确无意事后改变股权结构的公司而言，它们 的融资成本就被莫名其妙地升高了。如果还有禁 止事后同股不同权的B市场可供选择上市，这些 公司就会跑到B那里去上市，把那些特别有可能 事后变动股权结构的公司留在A这里。结果使得 A市场的融资成本继续攀升。这就是有名的“柠檬 市场”现象，也被称为逆向选择(adverse selection)问题。

真与伪

以上的理论分析介绍了同股不同权可能带给 公众投资人的正反两方面影响，特别是事后的同 股不同权，负面影响还会超过正面影响。而零星

证据似乎也表明同股不同权既能与业绩好的公司 并存，也可以让公司破产。那么，更为系统性的 学术研究，究竟证明上述各种理论哪些是真，哪 些是伪呢？

我们先来看看哪些公司更倾向于采用双重股 权结构。新近的研究显示，同股不同权在这样几 类公司中特别常见。一是以人的名字命名的企 业，譬如有美国“超级家庭主妇”之称的Martha Steward创立的家用品企业Martha Steward

Living,以及著名设计师Ralph Lauren创办的同名 时尚企业。二是新闻媒体行业的企业，除了New Corp.之外，还有大名鼎鼎的《纽约时报》《华盛 顿邮报》等更。

这两类企业往往具有家族传承的特点，所以 与早先研究发现的同股不同权多出现在家族企业 的结论符合不悖図\_。此外，尽管还没有严格的统 计证据，但经验表明近年来许多高科技企业也竞 相釆用了双重股权结构。这几类企业的管理层， 尤其是其创立者通常都会对控制权具有较强的私 人利益，诸如个人声誉、家族传承、长期战略或 者回收沉没成本。由此可见，双重股权结构的主 要驱动力来自管理层对控制权的私人利益，此言 恐怕不虚。

接下来，同股不同权会给公司的经营业绩、 股价表现乃至融资成本造成什么样的影响呢？先 看由股权重组产生的事后的同股不同权。一项针 对1962〜1984年间的股权重组进行的研究发现： 公司在宣布采用同股不同权之后，股价出现了小 幅上涨，幅度约在1%〜2%之间。但另一项针 对1976〜1987年间的股权重组的研究则发现：公 司在宣布采用同股不同权之后，股价出现小幅跌 落，幅度在0.8%左右。此项研究还发现：在纽约 证券交易所暂停对同股不同权公司强行退市之 后，由宣布同股不同权造成的股价跌落更加强 烈，幅度甚至达到2%辺\_。后一发现说明退市威 胁并非导致同股不同权公司股价下跌的原因。与 上述两项研究的发现不同，另外两项完成于80年 代末、分别针对1984〜1986和1984〜1987年数据 的研究则没有发现事后的同股不同权对股价造成 影响闻。

此外，差不多同时期完成的另一项比较股权 重组与公司私有化(going-private)的研究(数据 对象在1977〜1987年间)则发现：相比实施私有 化的公司，利用股权重组实现同股不同权的公司 具有更优越的发展前景，无论在企业规模方面， 研发投入方面还是市账率(market-to-book ratio ) 方面以\_。这一发现十分有趣。由于采用同股不同 权与私有化可以被视为实现内部人士集中控制权 的两条不同途径，所以，它间接展现了禁止事后 的同股不同权可能要付出的代价。

还有一项更新的有关股权重组的研究，对象 是1979〜1998年间事后釆用同股不同权的公司。 该研究发现股权重组对股价具有长期的积极影 响：在重组计划宣布之后的4年内，完成重组的 公司其股票的异常收益(abnormal returns,即实 际收益与预期收益之差)超过23%堕］\_。不过，这 一研究的数据或有可疑之处：如后文所述，纽约 证券交易所(NYSE)和美国证券交易

(AMEX)在1994年以后就禁止上市公司通过股 权重组实现同股不同权，而此项研究的数据中却 包含了 1994年后在这两个交易所上市的四家公司 的股权重组方案。

最后，我们来看在IPO时就采用同股不同权 的公司在股价、业绩等方面的表现。一项针对 1994〜2002年间的数据进行的研究发现：在具有 双重股权结构的公司中，伴随内部人士的表决权 与经济性权利的比例差异加大，公司拥有的现金 对公众投资人的价值下降，CEO的报酬升高，有 损公司价值的收购活动增加，并且，公司资本性 支出(capital expenditure)为股东增添的价值减 小UU\_o这些无疑都体现出双重股权结构会导致 代理人成本加剧。另一项利用1995〜2002年间有 关双重股权结构公司的数据进行的研究发现：公 司的市场价值伴随内部人士掌握的表决权升高而 降低，却伴随其掌握的经济性权利升高而升高。 这又是一则表明双重股权结构可能对公司价值造 成负面影响的证据也］\_。

还有研究发现同股不同权的公司面临的债务 融资成本更加高昂询\_,这从另一个侧面反映市 场对同股不同权引发的代理人成本的忧虑。只 是，这项研究针对的是亚欧两洲的22个国家，并 没有区分事先和事后的同股不同权。

不过，这方面的研究也不都显示同股不同权 对公司及其公众投资人具有消极影响。同样利用 1995〜2002年间美国双重股权结构公司数据进行 的研究也发现：与同股同权的公司相比，同股不 同权的公司向股东分派的股息更为丰厚，条件也 更为优越山L。这一发现的意义在于：同股不同 权的公司由于意识到市场可能认为其引发的代理 人成本问题严重，因此希望通过增加派发股息， 减少公司保有的自由现金流(free cash flow)向 市场展示其降低代理人成本的决心(因为自由现 金流被认为是加剧代理人成本的重要原因)。换 言之，同股不同权公司的管理层试图表明其无意 实施有损公众投资人利益的行动。

总结以上的经验研究，我们看到一个有趣的 现象，那就是尽管同股不同权对公司和股东的实 际影响尚无定论，但己有的证据似乎与理论预测 并不一致。虽然从理论上说，事后的同股不同权 可能对公众投资人造成更大的伤害，而经验证据 却可能表明事先的同股不同权带来的负面影响更 加深刻。这背后的道理着实耐人寻味。

收与放

对于同股不同权在法律上的收与放，各国各 地差异不小。大体而言，欧陆国家法律对同股不 同权的态度更加宽容。根据欧洲公司治理学院

(European Corporate Governance Institute )、机构

投资人服务处(Institutional Shareholder

Services, ISS, 一家代表机构投资人的股东委托 投票服务公司)和谢尔曼•思特灵律师事务所

(Shearman & Sterling LLP) 2007年联合实施的一 项调查显示：法国、丹麦、荷兰、匈牙利、芬兰 和瑞典等国都允许公司以简单多数到2/3的股东赞 同为条件，发行具有不同表决权的普通股。在被 调查的瑞典公司中，采用同股不同权的比例高达 80%,法国公司中同股不同权的比例为55%,荷 兰、芬兰和丹麦公司中的这一比例则分别达到 42%、40%和25%o

而英国对同股不同权则更为严格，此项完成 于2007年的研究显示英国要求3/4的股东同意，公 司方可釆行同股不同权。而且，此后在2014年， 英国的金融监管局(Financial Conduct Authority) 正式禁止在伦敦证券交易所主板上市的公司釆用 同股不同权。根据上述2007年的调查，英国拥有 双重股权结构的公司比例只有5%——尽管同股不

同权60年代曾在英伦风行一时。

在法律上长期追随英国的香港和新加坡也一 贯不允许同股不同权，直到开头提到的2014年新 加坡修改其公司法。新加坡修改后的公司法允许 上市公司采用事先或事后的同股不同权，但后者 需要作为特别决议事项获得3/4股东的批准，并写 进公司章程；有关公司终结的事宜，则仍釆同股 同权。

美国的情况更为曲折。早期法律对股东的表 决权没有限制，公司可以自行确定。到1900年的 时候，大多数美国公司都采用了同股同权的原 则。可是，此后的20年间，双重股权结构却开始 在美国流行起来。对此，哈佛大学的政治经济学 教授William Ripley积极提出反对意见。在其观点 的影响下，纽约证券交易所于1925年首次表示要 对同股不同权公司的上市加以限制。至U1940年， 纽交所正式宣布不再允许拥有双重股权结构的公 司上市，这一政策一直延续到1980年代（不过也

有例外，譬如1956年福特汽车公司的上市）。

到1980年代，美国三家主要的证券交易机 构：纽约证券交易所、美国证券交易所和监管柜 台交易（OTC）市场的全国证券交易商协会 （NASD）对同股不同权釆取了各不相同的态 度。纽交所禁止得最为严格，并对借助股权重组 实现同股不同权的公司实施强制退市。NASD完 全不禁止同股不同权。而美交所的规则介于二者 之间：一方面允许同股不同权，另一方面只允许 拥有总数不低于25%的表决权的股票组别上市。

由于1980年代美国出现了敌意并购的浪潮， 出于抵御敌意并购的需要，各上市公司纷纷要求 实施同股不同权。同时，由于信息技术的发展， 令纽交所原先拥有的流动性和做市优势不再像以 往一样明显。因此，纽交所的严格规则让其在与 其他两家证券交易机构，尤其是OTC市场的竞争 中日渐处于不利地位。迫于这样的压力，纽交所 于1984年6月宣布暂停对采用同股不同权的公司

实施强制退市。

此后，投资者要求对同股不同权进行监管的 呼声渐高。于是，1988年7月美国证券交易委员 会(SEC)推出了一项统一监管规则—— Rulel9c-4o它实际上禁止上市公司借助股权重组 实现事后的同股不同权。然而，这条规则寿命不 长。1990年，美国哥伦比亚特区联邦上诉法院 在***Business Roundtable v.SEC*** 一案中判定Rule 19c- 4因为超越SEC监管职权范围而无效。不过，在此 判决之后，SEC敦促美国三家主要的证券交易所 ——NYSE、AMEX和NASDA 釆用共同的

股东表决权规则。

1994年这三家达成协议，一致釆用了仿效 Rule 19c-4的上市规则。此后，美国的证券交易 所实质禁止上市公司通过股权重组实现同股不同 权，但公司在IPO的时候采用的双重股权结构依 然有效。并且，上市之后，公司仍可发行表决权 比例低于己发行股票的新组别股票，只要不以此 作为转换要约的对价。而对于IPO时就釆行同股 不同权的公司，上市后仍可增发高表决权组别的 普通股。

根据前面引用的欧洲公司治理学院等进行的 调查，在2007年时，美国约有20%的上市公司拥 有双重股权结构；而从2010年1月到2012年3月 间，在美国IPO的170家公司中，有20家采用了这 种结构；特别是2012年IPO的所有大型高科技企 业 Groupon, Linkedln, Yelp和Zynga 都使

用了同股不同权也一。

最近几年，美国的机构投资人及其代表，如 机构投资人协会(Council of Institutional

Investor, CII)和ISS等，对双重股权结构表示出 强烈不满。这也和近来美国机构投资人日益积极 地干预公司经营决策一一亦即所谓的股东积极主 义(shareholder activism) —脉相承。2012

年，CII向纽约证券交易所和NASDAQ发出公开 信，敦促这两家证券交易机构禁止具有双重股权

结构的公司上市。

一些拥有双重股权结构的上市公司的股东通 过股东提案(shareholder proposal)的方式，要 求取消这种股权结构，恢复同股同权。例如， 2012年美国有四家上市公司的股东提出了这样的 提案，其中包括Google和News Corps.的股东。不 过，这四项股东提案平均只得到大约1/3股东的支 持。在Google的提案表决中，只有17.7%的投票 股东赞成取消同股不同权，而News Corp.提案得 到的赞成票也不过占投票数的28.8%

支持同股不同权最常见的理由是：经营者的 长期战略可能遭到短视投资者的破坏，因此需要 对管理层的控制权加以防护。不过，最新的研究 结果并未显示机构投资人的积极干预损害了公司 的长期利益堕】\_。针对媒体行业大量釆用双重股 权结构，支持者认为目的是为确保新闻舆论的独 立性，不受资本势力的左右。然而，也有研究显 示：即便在双重股权结构的维护之下，美国的传 媒也许还是不那么中立；决定美国报纸意识形态 倾向最主要的因素恰恰是为追求利润最大化而迎 合读者的口味幽一。

尽管己有的经验证据似乎对同股不同权的支 持者不太有利，不过，我们也应当注意到：以上 的经验研究都是针对2004年之前的同股不同权公 司进行的。这一年Google上市，而这一年对美国 高科技行业上市公司的股权结构来说，也可称作 是一道分水岭。2004年之前，在美国上市的高科 技公司多数没有双重股权结构，譬如Apple, Microsoft, Amazon和Netflix。而2004年之后上市 的主要高科技公司，不釆用同股不同权的大概只 有Twitter了。几乎没有疑问，Google采用的双重 股权结构引领同行此后竞相仿效。鉴于这种情 况，2004年之后，尤其是高科技行业釆用的同股 不同权机制，如果考虑到创始人对于高科技企业 的特殊作用，以及高科技企业更加广泛地采用股 权激励作为职员的报酬这些特点，那么，同股不 同权带给公司和公众投资人的影响未必会与此前 一样。相信这会是今后法律和金融研究的一个有 趣课题。

同股不同权究竟被用在正路上，增进了公众 投资人的收益，还是被用在邪路上，鼓起了管理 层的腰包？这个问题至少在一定程度上还取决于 法院能否妥善把握审查的尺度，尽可能限制公司 内部人士损害公众投资人的自利行为。这方面， 法院的法宝是内部人士负有的忠慎义务

(fiduciary duty)*。*例如，2012年，特拉华衡平 法院(Delaware Court of Chancery)就判定握有上 市公司超级表决权股的内部股东因为在并购磋商 中无视公司章程的规定，不当为自己寻求控制权 溢价而违反对公众投资人的忠慎义务(" re

***Delphi Financial Group Shareholder Litigation*** )o

显然，忠慎义务是一条模糊的标准。和法律

上其他的模糊标准一样，对忠慎义务的把握多少 是一种艺术。然而，这种艺术却会带给市场可以 觉察的动静，于是，它又成为一种科学。公司法 的美妙之处大概正在此艺术与科学的结合：它艺 术的一面为设计交易者留下了充分的想象空间， 而其科学的一面又为制定政策者预备了严谨的事 实依据。

1. Grossman & Hart, One Share-One \bte and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 1988.
2. Bebchuk, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law： The Desirable Constraints on Charter Amendments, *Harvard Law Review* 1989.
3. Gordon, Ties that Bond： Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, *California Law Review* 1988.
4. Gompers, Ishii & Metrick, Extreme

United States, *Review of Financial Studies* 2010.

1. DeAngelo & DeAngelo, Managerial Ownership of \bting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock, *Journal of Financial Economics* 1985.
2. Partch, The Creation of a Class of Limited \bting Common Stock and Shareholder Wealth, *Journal oj Financial Economics* 1987.
3. Jarrell & Poulsen, Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms, *Journal of Financial Economics* 1988.
4. Gordon, Ties that Bond： Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, *California Law Review* 1988； SEC Office of the Chief Economist, The Effects of Dual-Class Recapitalization on the Wealth of Shareholders 1987.
5. Lehn, Netter & Poulsen, Consolidating Corporate Control： Dual-class Recapitalization versus Leveraged Buyouts, *Journal of Financial Economics* 1990.
6. Dimitrov & Jain, Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-class： Growth and Long-run Stock Returns, *Journal of Corporate Finance* 2006.
7. Masulis, Wang & Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, *Journal of Finance* 2009.
8. Gompers, Ishii & Metrick, Extreme Governance： An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, *Review of Financial Studies* 2010.
9. Lin, Ma, Malatesta & Xuan, Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 2011.
10. Jordan, Liu & Wu, Corporate Payout Policy in
11. Glover & Thamodaran, Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structure, *Insights* 2013.
12. Glover & Thamodaran, Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structure, *Insights* 2013.
13. Bebchuk, Brav & Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review* 2015.
14. Gentzkow & Shapiro, What Drives Media Slant? Evidence From U.S. Daily

Newspapers, *Econometrica* 2010.

第二十四节万科：算术题承托不住之  
重

2016年6月17H,万科董事会对深圳地铁重 组预案进行表决，随后发表公告表示董事会通过 了该预案。可是，万科的大股东华润却对此表示 质疑。于是，一石激起千层浪，投资界与法律界 对此议论纷纷。最为惹眼的当属《王石华润深夜 为一道小学算数题撕逼》这篇文章由\_。万科这个 案子里，算术题或许的确不难，难的在于分辩董 事们究竟有没有尽责。

董事会的表决数怎么算？

条款的关系。万科的故事网上己经介绍很 多，这里不再重复。大家都抓住了万科董事会的 表决数该怎么算这个关键。在网上传播的诸多见 解中，北京大学彭冰老师的看法最值得借鉴團。 重点在《公司法》的两个条文以及万科公司章程

对应的两个条款。

《公司法》111条要求董事会决议经全体董 事过半数同意。《公司法》124条要求在对关联 交易的表决中，有关联关系的董事不得投票，决 议须经无关联关系的董事半数以上通过。这两个 条文到底是什么关系呢？笔者以为它们讲了两种 不同的情形，是互不隶属的并列关系。在124条 适用的关联交易中，有关联关系的董事存在利益 冲突。这样的董事既有可能从关联交易中得到收 益，因而放弃中立投票支持这种交易；也可能从 关联交易中遭受损害，因而放弃中立投票反对这 种交易。所以，法律不论这些董事究竟会受到关 联交易怎样的影响，不去推测他们究竟会支持还 是反对这样的交易，一律剥夺他们的投票资格。 相反，111条则适用于没有这种利益冲突的情 形。因此，可以说两者适用的范畴并不重合。所 谓“大路朝天，各走一边"。假如认为在董事表决 事项中，没有利益冲突的情形属于常态，那么， 也不妨如彭冰老师所言，124条可以被视为111条 的例外。

万科公司章程第137条规定改变注册资本或 者“拟定公司重大收购”等事宜，需要三分之二董 事表决同意。万科公司章程第152条要求在对关 联交易的表决中，有关联关系的董事不得投票， 决议须经无关联关系的董事过半数通过，与上述 《公司法》第124条规定相同。那么，万科章程 的这两个条款又是怎样的关系？如果参照以上对 《公司法》对应条文的理解，这也该是两个“各 走一边”的规定。不涉及利益冲突的关联交易， 就适用137条，反之则适用152条。

在此，笔者与彭冰老师有个小小的分歧。彭 老师以为既然《公司法》124条是111条的例外， 因此，对于董事的表决比例，二者应当联动起 来。于是，万科章程152条的表决比例也该相应 提高到三分之二。笔者不认为此二者必然联动，

《公司法》没有相关的说法。关联交易监控的核 心是排除利益冲突，从这个角度看，124条禁止 关联董事投票确实应为强制性规定。至于124条 中的表决比例，则不必具有强制性。和111条一 样，公司章程可以提高表决标准，不过，公司也 不妨选择法定标准。既然万科章程明确使用过半 数的标准，似乎没有道理禁止，就像没有理由禁 止其选择在涉及改变注册资本或者重大收购的关 联交易中使用超过三分之二的表决比例一样。当 然，无论釆用彭冰老师的意见还是笔者的看法， 倘若万科收购深圳地铁资产确系关联交易，那 么，目前万科董事会的决议都该有效。于是，接 下来的问题就是究竟有没有关联交易？

是否关联交易？什么是关联交易，的确《公 司法》规定不明，而万科的章程126条写的是“董 事个人或者其所任职的其他企业直接或者间接与 公司己有的或者计划中的合同、交易、安排有关 联关系"。这个交易的一方是万科公司，另一方 是深圳地铁集团，这点大概没有疑问。这样一 来，按照万科章程126条，是否涉及关联交易， 就要看万科的董事或其任职的（除万科以外的） 其他单位是否“直接或间接”与收购深圳地铁资产 这个交易有关联。换句话说，一问董事个人和深 圳地铁集团有关系吗？二问董事任职单位和深圳 地铁有直接商业往来关系吗？三问董事任职单位 和深铁有间接商业往来关系吗？而在眼下的这个 案子里，这三个问题都冲一个人来，就是自称有 关联而需回避的张利平。

从张的声明来看，他个人应该和深铁没什么 关系，其任职的公司黑石好像也谈不上和深铁有 什么直接交易往来。至于黑石与深圳地铁的间接 商业关系，北京大学彭冰教授的说法无不道理， 可能因为黑石与深圳地铁都要卖地产给万科，这 样两者就扯上了竞争关系。当然，仅凭张先生说 一句黑石要卖地产给万科就认定其具有关联关 系，进而允许其回避恐怕也不合理。一则如本案 所见，董事策略性地使用回避可能严重影响股东 的利益，如果董事出于自利目的，找个理由来回 避，就可能违反董事的忠实义务。退而言之，即 便没有明显的利益冲突，允许董事轻易地找出个 理由不投票，至少有违勤勉义务。因此，对于间 接关联关系，至少应考察其是否具有相当的确定 性与重要性。只有涉及相当金额，并且有一定实 现可能性的间接关联才能称得上关联交易。

对于这两点的判断首先是董事会的职权，如 果发生争议，最终仍应该是法院的裁断。纵然采 用有利于董事会的商业判断规则，至少也要看得 到董事会对此作出的，，判断，，（商业判断规则不保 护董事会不作判断的行为），以及判断的过程是 否诚信、信息充分。现在看来，万科董事会好像 压根连个程序也没有走。毕竟自认关联关系通常 会加重董事的责任，在美国一旦成立关联交易， 对董事会决定的司法审查标准立即提升到“彻底 公平”标准，哪怕得到无利害关系董事的认可團

再者，根据万科章程126条，假如张先生真 有如此关联关系，贝卜应当尽快向董事会披露其 关联关系的性质和程度"。不知道目前公布出来 的那寥寥数语是否说明了关联关系的性质和程 度。如果张先生真的那么做了，恐怕华润的三位 董事会成员就该理解其中的原委，而从华润今日 官方发布的文稿看好像他们还弄不清楚张利平的 关联性究竟在哪里。我们自然也不能偏信一家之 言，说不定人家张利平先生己经和董事会说明白 了，华润方面在假装糊涂。权且认为本案所涉的 交易的确涉及关联交易，张先生回避得有理，那 么，是否万科的董事会决议就必定有效，华润就 必定没戏了呢？

董事们究竟凭什么决策？

网上对万科董事会决议的议论基本都到如何 计算董事会的表决数打住，其实，重要的不光是 万科董事会的决议究竟得了几张赞成票，还在于 这些投赞成票的董事究竟怎样作出的决定？倘若 董事作出决定的动机不纯或者没有掌握充分信息 便仓促决定，那么，董事们根本违反了其对公司 和股东负有的忠慎义务；即便形式上董事会的决 议有效，股东们仍可起诉请求法院认定决议无 效。

众所周知，万科收购深圳地铁资产并将其引 入成为万科第一大股东的交易源自宝能系去年的 举牌收购，引入深铁是万科管理层为抵御当初的 敌意收购威胁采取的一连串动作的一环。要是放 在美国的特拉华州，出于这样的动机作出的资产 收购决定，就可能受到Unocal双叉标准的检验： 万科必须说明宝能的举牌对公司一一而非对管理 层——构成实际的威胁，并且万科釆取的一系列 抵御措施与这种威胁成比例四\_。即便将万科收购 深铁资产视作一项独立的经营决策，并且抛开张 利平先生自认有关联关系不论，倘若适用特拉华 的规则，至少万科董事们的决定不能出于偏袒管 理层的心思，也不能在没有充分了解交易信息的 情况下贸然作出决定。这是审查董事有没有尽到 忠慎义务的最低限度的规则——商业判断规则。

从公开的信息看，我们无从查访万科董事们 是否有意偏袒管理层，不过，至少可以对董事们 掌握的决策信息打个问号。我们不知道在董事会 表决之前，董事们得到了一些什么样的交易信 息。万科6月17日发布的《关联交易预案摘要》 似乎除了提到收购资产的估值报告之外，本次交 易的其他审计、估价报告以及交易公允意见书都 还在准备之中，在此次董事会表决之前，董事们 还没见过这些包含重要交易信息的文件。尤为重 要的是万科管理层对其目前股价的估测依据是否 己经向董事们作了充分披露。华润方面对此提出 强烈质疑，假如真像华润所言，此次增发股票的 定价比目前市价低了近四分之一，那将是一个强 烈的可疑信号。董事们在投票之前应当获得管理 层有关这种负溢价发行的充分解释，以及独立财 务顾问就此发表的意见。特别值得一提的是，万 科曾长期停牌，这使得万科股票脱离了市场定价 的机制，因此，其真实价格如何确定更需作出详 尽说明。如果万科董事们连这样的信息都没能得 到，那他们投票表决就失掉了最基本的事实基 础。

除却这些必需的信息之外，董事会决策的过 程也值得仔细考察。董事们有多少时间来消化管 理层及外部顾问提供的信息？他们开过几次会？ 每次会议持续多长时间？每次会议上各位董事的 意见如何？管理层对董事的不同意见又作出过怎 样的回应？总而言之，即使董事的决策能得到商 业判断规则的保护，也必须经得起法院的查 问：“你们究竟知不知道自己在干什么？

《公司法》第147条也对董事的忠慎义务作 出了规定，究竟如何认定董事们是否尽到这些义 务，却未必如特拉华法律那样具体细致。不过， 在决策之前掌握必要的信息，并有足够的时间消 化这些信息总是所谓勤勉的最低要求吧。当然， 6月17日董事会表决的只是收购预案，与对收购 案的正式表决有所不同，其事先得到的信息也可 以比作正式决定需要的信息粗略一些。然而，预 案中己经提出了收购资产的估值以及公司为收购 拟增发的股票数量，那么，至少对于这两点的来 龙去脉，董事们应该在表决前知根知底。倘若董 事会果真贸然决策，有负勤勉二字，那纸决议就 不再是一道算术题能承托得住的了。

田见公众号“山石观察"，作者曹山石。

121详见彭冰：《万科与华润算算术，估计王石大 胜》，载“北京大学金融法研究中心”公众号。

[3]新近的特拉华判例见血*re EZCORP Inc. Consulting Agreement Derivative Litigation.*

囲参见第二章第五节。

15］关于董事勤勉义务的著名特拉华判例是S〃〃初v. *Van Gorkom* ,尽管该案颇为例外，却仍在提醒董事们 商业判断的底线。

第二十五节吾爱股东权利，吾更爱章

在海上漂了一个礼拜，几乎与外界隔绝联

系。上岸一看，万宝大战逾战逾酣，尤其是董事 会决议效力的事，数日间解释迭起，于是笔者觉 得要再写几句把话说清。这一节的题目来自亚里 士多德的那句名言“吾爱吾师，吾更爱真理"，因 为以下的确要提几条和老师们不同的见解，化用 这句先给自己开脱一下。

董事会决议怎么算？

上一节说到，倘若万科的决议事项构成关联 交易（这一点彭冰老师的分析很有道理），就该 按万科章程152条的规定办，即无关联董事过半 数同意。对此，除了彭冰老师以外，北京大学的 邓峰与中央财经政法大学的缪因知两位老师也都 提出了自己的观点，以下说一些个人的看法。

先说缪老师的观点，也就是既要满足全体董 事的2/3,又要满足无关联董事的1/2以上同意口

O网上热传的《一个投行人眼中的万科收购战》 ⑵—说得很到位，假如关联董事人数超过1/3,那 么，照这种双重计算的规则，这项决议永远也通 不过。不过，尽管《投行人》一针见血，但在法 律人看来，这种点穴之术还是有些简单粗暴。持 以上双重计算观点者或许是假设有关联关系的董 事都会赞成决议事项，这样才可能摆脱《投行 人》点出的悖论。

然而，这种假设并不能成立，因为有关联的 董事，其关联的利益完全可能和决议事项成负相 关的关系，这时，这些董事不希望决议通过，也 就不会投赞成票。更进一步言，正如上一节里说 的，关联交易与非关联交易是非此即彼的两类并 行交易，因此，针对它们的决议规则也是非此即 彼。一旦落入前者的范畴，针对后者的规则就不 适用，反过来也一样。非关联交易决议规则的重 点是“多数决”（为何多数决就不多掰扯了，简单 粗暴的看法是多数人的智慧更胜一筹）；而关联 交易的决议规则重点则是“除权"，因为不知道决 议事项究竟与董事的利益正向关联还是负向关 联，所以让这些人一律闭嘴别发声。

最后，恐怕在不少人的印象中全体董事2/3仿 佛是比非关联董事过半数更高的要求。可惜这又 是错觉。很简单，假如有15名董事，10名关联董 事都支持决议事项，5名非关联董事中的3名反 对。那么，全体董事2/3的要求轻松过关，而非关 联董事过半数却过不了关。所以，这两重决议规 则难以简单比较孰严孰宽：还是那句话，大路朝 天，各走一边。

再说两句彭冰老师的联动式解释，就是非关 联交易中全体董事的赞成比例同样适用于关联交 易中无关联董事的赞成比例。上一节里己经讲 到，本着关联与非关联交易并行而不重合的认 识，笔者不同意这样的联动式解释（真要联动的 话，反过来联可以不可以？让非关联交易的赞成 比例联上关联交易的比例怎么样？）。有法律人 也许会指出，根据体系解释的原理，这样的联动 有道理。“解释”二字对法律人来说真是个“大哉 问"，不管是解释法律、解释合同还是解释公司 章程，都是法律人的基本使命。

这门大学问三言两语自然掰扯不清，这里只 说两点：其一，解释总是针对文字的解释；其 二，解释总是对意思不清的文字的解释。据此， 法解释有条硬标准一一解释起于文意而终于文

意。就是说只有同一文字可能具有多重含义方才 能开启解释之门，而解释出来的意思又必须能套 进该文字通常可能的意思方可。为什么要这样的 硬标准？因为没了这条底线，各式各样脑洞大开 的解释便都可以潜入法律等文本之内，解释与制 定也就丧失了分界——法律、合同、章程都白写 了。若照此标准，万科章程152条明白写着非关 联董事“过半数"，也就是过1/2,不知这个数字何

处文意不明？要是文意分明又何来解释的余地？ 若无解释的余地，体系解释又如何派上用场呢？

最后看邓峰老师的观点：《公司法》第111 条是个强制性规定，不允许公司在章程中提高赞 成票的比例，因此，万科章程第137条(而非152 条)可能是无效的更一。这个观点最重要，也最不 容易说明。邓老师认为《公司法》111条不许章

程修改，是因为允许修改的地方《公司法》均有 明文表述。这个看法也许值得推敲。一个大前提 是：《公司法》究竟是赋权性(enabling)法律还 是强制性(mandatory)法律？赋权性法律的条文 原则上只是为当事人提供一个默认的备选项，因 此，这些条文都可以任由当事人改变。而强制性 法律的条文则原则上不许当事人任意变动。假如 《公司法》是强制性法律，那么，确如邓老师所 言，除非法律之中有明文表述许可，否则章程不 得变更法律的规定。反过来，倘若《公司法》是 赋权性的，那么解释也当反过来，也就是除非法 律之中明文表述禁止，否则章程就可以变更法律 的规定。

法学界一般公认的典型赋权性法律是《合同 法》，虽然里面也有30多处言明“当事人另有规 定的除外”，但基本没有学者认为《合同法》里 只有这30几个条文可由当事人改动。譬如《合同 法》第117条有关不可抗力免责的规定就没说可 由当事人另行约定，但实务中改动这一规定 的“不可抗力条款”并非少见（实际是当事人对风 险的分配自由），好像也没有法院否定其效力。 此中道理不难，《合同法》的赋权性质使然。难 的是《公司法》是不是也像《合同法》一样属于 赋权性而非强制性？如果照美国以及国内一些学 者的看法，答案应该是肯定的。当然，邓老师未 必赞同。归根到底这是一个超越法律文本的政策 问题，以下就从政策的角度掰扯几句。

吾更爱章程自治

《公司法》是赋权性法律，因此原则上允许 章程自由变动其规定，简而言之是私法自治的体 现，而私法自治背后的经济道理则是立法者计 划不出一套完美的私人交易规则，所以只有允 许规则创新、规则竞争，借助市场的力量方能 筛选出最符合当事人需求的交易规则。具体到 公司法的领域，就是制定法律的人并不知道什么 样的公司治理模式最适合这大千世界的云云众公 司。只有公司章程的制定者方才知道什么样的治 理结构最适合自己的公司，也只有投资人自己才 知道具有什么样治理结构的公司最适合自己的投 资。

基于这种“鞋合不合适，只有脚最知道”的理 念，美国学者倾向于将公司法与合同法等而视 之，形成了所谓的“公司法的合同主义理论"。自 从美国的公司法论著传译到中国之后，这种理论 也影响了国内众多的公司法学者。所谓合同主 义，是说公司在以章程为首的自治性文件中规定 的治理规则就如同当事人在合同中自由约定的交 易条件。假如交易条件对买方有利，买方就愿意 出更高的价格：保修三年的电脑通常总比保修一 年的卖得贵些。同样，如果包含重大资产收购需 要2/3董事同意的章程不利于保护投资人，那么， 拥有这种章程的公司股票就要贱卖，或者说融资 成本会升高。公司愿贱卖，投资人愿贱买，到头 来无非是“周瑜打黄盖，一个愿打一个愿挨”罢 了。所以，正如合同法无须强行规定卖电脑究竟 要保修几年一样，公司法也不必操心收购重大资 产究竟要多少董事同意。

虽然这些年来金融学的研究似乎发现某些公 司治理机制伴随着更高的公司价值，但这些发现 目前仅涉及少数治理机制，并且尚难以断言这些 机制与公司价值之间的因果关系畏。另一方面， 研究也表明投资人能够理解公司自治文件中包含 的各种治理结构对公司价值的影响，从而令市场 得以有效调整治理结构对应的股权价格也一。换句 话说，我们果真可能见到一个治理越好股价越高 的资本市场，真正应验了“周瑜打黄盖”的说法。 于是，就像没有必要不让人出低价买保修期短的 电脑一样，法律也没有必要禁止投资人以较低价 格投资到治理结构差的公司中。

法律的关注点在于让公司说清楚自己到底 用的是什么样的治理机制，也就是如实披露章 程等自治文件的信息，从而使得投资人在投资 之时明白自己究竟在买什么。除此以外，发言 权主要在市场。假如某种治理机制的确有利于 降低融资成本，市场竞争的力量就会将它洗练出 来。出于诸如此类的原因，21世纪以来金融学对 公司治理的研究并没有让法学界抛弃公司法的合 同主义观点，而要求所有公司釆用划一的所谓优 秀治理模式。说到底，将公司法视作赋权性法律 反映的是市场经济的观点，而把它当作强制性法 律倒更像是计划经济的看法。

尽管维护股东权利很重要，然而在章程自治 面前，股东的权利也只能褪色，因为股东有多少 权利，主要依据在于章程，超出章程谈股东权 利，就好像不论售价强行给予买家三年保修期 一样。正由于此，虽然笔者支持华润或宝能行使 投票权否决万科的收购方案，反对不着边际的所 谓一致行动人（这一点《投行人》分析十分到 位）或者违规购股一一这一点下文继续分解一一 的说辞，但是，却不赞同大股东们忽视章程规 定，挑战万科董事会决议效力的观点。

市场竞争与公司治理

万宝之争的最大亮点是什么？是它开启了中 国公司控制权争夺的新篇章，这一篇意味着上市 公司的管理层可能真正要为低效无能的决策管理 付出代价，意味市场的力量有可能成为激励优质 公司治理的动力。现有的经验证据至少表明市场 竞争的压力与公司价值的提升相伴而行，更有学 者认为维持市场竞争压力是公司治理中最关键的 内容回\_。其中道理并不难懂，法院与立法者既无 能力也无信息判别公司管理层做出的商业决策是 好是坏，能对此作出评判的只有市场。于是，降 低市场压力的治理结构便更容易滋生出坏的商业 决策来一一只有对“野蛮人”的戒惧才足以粉碎 管理层的疏懒与自私。公司控制权市场竞争的 主要形式就是公司并购，过度增加并购成本的规 则将放纵低效劣质的管理层。因此，无论公司如 何选择其内部的治理结构，或者投资人乐意选择 什么样的公司投资，资本市场的基础性规则起码 应当为控制权的竞争留下适当的空间。

而在公司并购中，杠杆收购的作用尤为重 要。著名金融学家Michael Jensen在80年代提出： 公司管理层各种“乱政”的重要根源是掌握了过多 的自由现金流，而杠杆收购迫使公司背上债务负 担，收购方将设法挤出目标公司的自由现金流， 进而遏制住“乱政”之源目一。《门口的野蛮人》里 有这么句话：“杠杆收购剥下公司无用的肥膘， 让公司苗条轻巧”，说的正是这个道理。

经验研究也印证了自由现金流理论的预言 ——杠杆收购的确有利于公司的经营表现国一。所 以，《投行人》一文轻言杠杆收购“臭名昭著”， 似乎没有认识到它在公司治理中发挥的积极作 用。

我国目前针对敌意收购的规则囊括了强制要 约、行政审批、提前披露、资金担保等诸多加重 收购者负担的措施。在这样的制度环境中，“野 蛮人”要杀出一条血路来挑战上市公司的现有管 理层还真要有一番能耐。因此，有必要为敌意收 购松绑，以便激励市场竞争。其中的一步就是降 低信披违规的处罚力度，尤其是要防止任意限制 股东的表决权，而釆用责令补正披露及罚款等作 为处罚措施。此前，深圳和上海法院康达尔与新 梅案的判决相继拒绝限制信披违规股东的表决 权。

最后，总结一下我对万宝之争的看法。第 一，张董事是否有关联关系应由董事会判断，万 科董事会对此没作判断就付诸表决，是为决议程 序上的瑕疵。第二，倘若张董真有关联关系，表 决结果应根据章程152条确定，即非关联董事过 半数通过的决议有效。第三，说宝能和华润意见 相同就是一致行动人，可谓捕风捉影，空穴来 风。第四，万科工会起诉宝能，要求停止股东的 表决权，法院不应支持。第五，王石真的下了 课，也不见得“走了张屠户，非要吃连毛猪”。若 说什么占万科股本不到5%的合伙人计划激励了管 理层用心创造价值，那花了几百亿持有万科1/4股 份的宝能又有什么理由把钱不当钱，有什么理由 不寻找优秀的管理团队来经营公司呢？

法律的归于法律，市场的归于市场。倘若 法律定位不明，市场功能不兴，再加上权力不 时插足其间，那资本市场只能沦为儿戏。

m 缪因知：《万科董事们的命运将会怎样》,载 《经济参考报》7月6日。

⑵见于“投资衆'网站，2016年7月11S,以下简称 《投行人》。

13] 邓峰：《从万科案看公司法中的“魔鬼细 节”》,载《南方周末》7月3日。

1. 譬如Bebchuk et aL, What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies* 2008 o
2. Bebchuk et al, Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns, *Journal oj Financial Economics* 2013.
3. Macey, *Corporate Governance : Promises Kept ，Promises Broken* 2010.
4. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 1986
5. Palepu, Consequences of Leveraged

Buyouts, *Journal of Financial Economics* 1990;

Lichtenberg & Siegel, The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior, *Journal of Financial Economics* 1990; Edgerton, Agency Problems in Public Firms： Evidence from Corporate Jets in Leveraged Buyouts, *Journal oj Finance* 2012.

第二十六节看宝万之争，说公司自由

in

宝万之争掀开了公司治理和资本市场监管制 度中的众多疑问，其中一个问题就是公司章程能 在多大程度上修改《公司法》的规定，换句话 说，公司有多少自由决定自己章程的内容？比方 万科章程中将董事会“拟定公司重大收购，，的表决 标准由《公司法》第111条的1/2提高到2/3,这样 的规定是否有效？

首先说明以下要谈的是公司“应该"有多自 由，而并非局限于我国当下的法律实践。之所以 讲这样的“虚辞"，道理很简单，因为正如宝万之 争显示的那样，我们目前的实践还缺乏清晰的法 度，原本就是要摸索一套“道理”出来指导“做 法"。另外，这里讲的自由，仅指公司制定章程 ——包括有些国家所谓的细则（bylaw） ——的 自由，并且，以下勾画的公司的自由领地是个上 限，仅仅从公司的性质出发，并不包括出于其他 方面的政策原因对公司章程施加的限制。最后， 本文说的“公司”基本以上市公司为原型。

为什么公司要有自由？

公司的性质。为什么要给予公司通过章程改 变法律规定的自由？这要从现代公司的基本性质 说起，而其中最重要的就是股东与公司的关系。 平常我们往往把股东视为公司的所有人或者产权 人，其实这只是一种比喻性的说法，因为股东对 公司拥有的权利与一般的物权或者财产权人对物 质财产拥有的权利很不一样。

作为一般物质财产的所有人一一比如商品房 的业主，对归其所有的财产拥有直接的支配权， 这种支配权具体表现譬如可以决定将房屋出卖或 者抵押出去。而公司的股东则不然，尽管公司也 拥有许多物质财产，厂房、机器等等，但股东却 没有权利直接支配这些财产，不能把它们随意变 卖或者抵押，更不能挪用公司的现金。股东对公 司的控制体现在其选择公司经营管理者的权利， 再由这些经营管理者去调配处置公司的财产。所 以说股东对公司财产的控制是间接的。

股东权利的这个特点在上市公司中尤为明 显，上市公司的股东们必须借助他人一一公司管 理层一一方才能实现其投资目的。股东权利的这 种间接性特点带来了外部股东和内部管理层的信 息不对称与利益冲突，也正是由于这样的不对称 和冲突方才产生了给予股东特别保护的必要。此 外，支撑公司经营运作的不仅仅是各种有形和无 形的物质财产，更是各种财产之间，以及财产与 其他经营要素之间的组合关系。比如机器需要工 人来操作，也就是要与劳动力相结合，而结合的 形式既可以是按时间计算的（每个劳动力每天在 机器上工作多长时间），也可以是按产量计算的

（每个劳动力每天在机器上完成多少件产品）。

对于公司中的这些“关系”，股东更加无法控制, 而要借助管理层来驾驭。这再次表明股东对公司 的影响是间接的。

跳出了股东拥有公司的成见之后，我们就有 可能换个角度认识公司的性质。公司是一个生产 产品、创造利润的组织，要实现这样的目的，公 司当然需要调动多种要素，包括资金、土地、劳 动力、知识产权、管理经验等等。而股东只是其 中一种要素一一资金一一的一种提供者（债权人 同样提供资金）。这些要素只有妥善结合才能实 现生产盈利的目的，因此，公司的核心任务就是 要将这些要素有效地结合起来。

要素怎样结合呢？当然是要与要素的提供者 ——股东、债权人、地主、供应商、工人、知识 产权人、经理人等等一一达成协议，明确他们各 自以什么样的方式和对价向公司提供要素，又在 公司的运作中拥有怎样的发言权。这些协议用法 律的语言说叫“合同"，因此，公司这个组织的本 质就是一群合同的组合，而这些合同里定下的 要素供应条件就是公司的治理结构。就像一般的 买卖合同一样，提供公司生产经营要素的合同也 应该由双方当事人协商议定，就像法律没有必要 强制规定买卖的价格、保修期限一样，法律也不 必要强制规定向公司提供生产经营要素的条件， 包括取得怎样的回报以及对生产经营活动的发言 权。

公司法的合同主义。于是，公司法就如同合 同法一样，只是为公司包含的各种合同的各方当 事人提供一些默认的规则。假如当事人喜欢这样 的规则，就不必在自己的合同中重复类似条件， 因为法律规则将以默认方式进入合同之中，这可 以省下当事人磋商议定相关内容的成本。反过 来，如果公司合同的当事人不喜欢这些规则，则 可以明确改变或者排除它们。这样一种认识公司 法的观点就是有名的“公司法的合同主义"以。

而在公司形成的众多合同中，最为重要的是 公司的章程，它确定了要素提供者一一尤其是股 东——在公司这个组织中的权利和义务。显然， 在这样的观点下，公司法基本上不需要强制，当 事人可以自行改变法律的规定，特别是利用章程 确立公司与股东之间的关系，也就是公司拥有制 定章程的自由。当然，公司合同与日常的买卖合 同还是有所不同。买卖的双方是明确的，而在公 司合同中，提供要素的一方是明确的，但“公 司"本身却只是一个由法律拟制出来的“人"（所以 叫“法人”）*。*这个拟制体还需要有人来代表它与 各方要素提供者订立合同，而这个代表人就是公 司的直接决策管理者一一董事会，由它为公司寻 找资本、劳力、管理等各种要素。

在公司成立之初，公司的创始人（创业者） 常常为公司提供了多种要素，尤其在公司上市之 前，创始人自身就是主要的资金提供者，同时也 会充当董事，直接负责公司的经营决策。在这一 阶段，尽管公司需要与地主、雇员、供应商等订 立合同，但就资本供应而言，基本是创始人自己 与自己（或者亲朋好友）订立合同罢了。随着外 部投资人的进入一一从天使投资人、到VC、 PE,创始人与投资人之间的合同也会日趋复杂， 不过，在此上市之前的阶段，针对合同内容的谈 判依然主要以双边方式（一边是创始人，另一边 是投资人或者领投人）进行。

伴随IPO,公司的资金提供者就扩大到了社 会上不特定的公众，此时再要就资金的提供条件 进行双边或者多边磋商己经不现实。于是，公司 的创始人就需要以初始董事的身份拟定一个向公 众投资人募集资金的条件，这些条件体现在公司 的章程之中，并按照法定的方式预先向公众投资 人加以披露。此时，公众投资人与公司之间的合 同就像所谓的格式合同，譬如保险合同、公用事 业合同等，条文由一方设定，另一方只有选择接 受与不接受的自由。如果公众投资人投资给某家 上市公司，那就视同其接受了该公司章程中反映 的投资条件。

不过，虽然合同条件由一方拟定，却不意味 着这一方可以任意定下偏袒自己，坑害对方的条 件。资本市场上并不只有一家公司在向公众投资 人募集资金，公众投资人有选择投资对象的自 由，也就是说各家公司在竞争投资。因此，只有 募集资金的条件获得投资人的青睐，方才能以较 低的融资成本吸引到足够的资金。而从投资人的 角度看，自然希望公司的治理结构给予其适当的 保障，降低投资遭内部管理层侵夺的风险。于 是，只要公司如实披露其治理结构，并且有一 定比例的公众投资人能够理解治理结构对投资 风险的影响，那么，资本市场的竞争就会推动 公司的创始人设计出最能吸引公众投资人的治 理结构，以便用可能的最低价格募集到资金。

至于什么样的治理结构最能吸引投资人，恐 怕不同行业、属性的公司各不相同。正如上节提 到的，“鞋合不合适，只有脚最知道"，只有公司 的创始人方才知道什么样的治理结构最适合自己 的公司，也只有投资人自己才知道具有什么样治 理结构的公司最适合自己的投资。正因此，公司 法也无法为大千世界的云云众公司立下划一的规 则，而只能提供一些备选方案，任由创始人裁 选。

比如所谓的双重股权结构，尽管有研究显示 其在传统行业中的应用降低了公司的价值，却也 不乏业绩优秀的企业釆用这种治理结构，特别是 自谷歌以来上市的一众新兴高科技企业闫 。归根 到底，立法者不掌握充分的信息为公司配置合适 的治理结构，只有市场的竞争才能洗炼出最节省 融资成本的治理结构来。相关的经验研究也表 明，在成熟的资本市场上，投资人确实会考察公 司的治理结构并恰当估量其成本炒。

从我国的实践看，似乎也走上了一条公司章 程自由度日益增强的道路。例如，在1997年首次 推出《上市公司章程指引》之时，证监会特别强 调公司章程改变指引内容的需要“申请'‘和“说 明”。在2006版的《指引》中，证监会去掉了“申 请"、“说明'‘的文字，而只要求对改变《指引》的 章程内容加以“特别提示"。到了2014年发布的

《指引》，证监会甚至连原先规定“申请”、“说 明”、“提示”等要求的《通知》也省略了，至此， 业界人士认为《指引》己经基本变成了任意性规 则。

为什么需要法律强制？

两种强制。站在“公司法的合同主义”立场 上，虽然公司的行为可能受到经济规制性法律的 强制约束，譬如公司不能参与洗钱或者必须符合 环保标准等，但公司法本身有关公司内部的治理 结构几乎不存在强制性的规范，因为这些结构原 本就是公司与各方要素提供者一一尤其是资本提 供者一一你情我愿达成的协议。尽管如此，公司 与投资人之间的合同依然是为实现公司这种商事 组织的特殊目的而订立的，因此，这些合同至少 要符合这样的目的，否则，它们就不再是“公司 合同"，而成了其他的合同。从这个角度看，公 司法仍然需要一些不允许改变的强制性规制，为 组成公司的合同群确定边界。

要探寻这条边界，首先要明确公司法上两种 不同性质的强制规则。一种是无论什么时候—— 即便在公开上市之前——都不允许公司章程改变 的规则，不妨称之为“事前性强制规则另一种 则允许在上市之前通过章程加以改变——只要在 上市之时进行充分披露，但上市之后就不再允许 公司改变——即便经由股东们表决同意也不行, 这姑且叫“事后性强制规则气之所以要区分这样 两种强制规则，显然是因为投资人有可能明白了 解公司事前改变法律规则的做法，并相应对投资 价格作出调整，而对于投资完成之后发生的规则 改变，投资人就无法再作出价格调整。换言之， 事前的改变可谓“你情我愿”，而事后的改变则 更像“坑蒙拐骗”。于是，事前性强制规则的范 围应当比事后性强制规则更小。

事前强制。那么，公司法里什么样的规则即 便在上市之前也不许在章程中改变呢？那就是改 了之后公司不再成其为公司的规则了。从投资人 的角度看，公司是一种多个投资人借助他人的 经营活动盈利的商事组织。也就是说，公司首 先只是投资人实现盈利的商事组织形式之一，除 了公司，常见的这类盈利组织还有普通合伙以及 有限合伙等。而公司这种组织形式区别于其他盈 利组织的重要特点是有限责任一一投资人以其投 资金额为限承担公司的债务责任。如果允许公司 章程改变有限责任，公司就失去了区别于其他商 事盈利组织的内核，因此，有限责任这一条不能 改变。假如投资人不喜欢有限责任，可以选用其 他组织形式，但就不再是公司。

有限责任规则之所以不能改变，也是因为 公司中投资人与经营人分离的特性，这种分离 使得不参与经营管理的消极投资成为可能，更 让公司投资份额实现了流动，而缺少了这样的 条件资本市场就难以形成。如果没有有限责 任，投资人的一家一档就都和投资的公司捆绑在 了一起，他们自然会更多参与公司的经营管理， 于是，公司的业绩就与投资人的经营能力联系起 来。当某一个现有投资人准备转让其投资份额的 时候，他带走的不仅仅是自己在公司中的投资， 也带走了自己没有直接投入公司的其他资产，以 及自己的经营管理能力。对于公司别的投资人而 言，这一个投资人的撤离可能改变自身资产因为 公司的责任而遭受追索的风险，也可能改变公司 运营和盈利的前景。所以，其他的投资人当然不 会允许某个现有投资人轻易让渡其投资份额。

同样，从接受让渡的新投资人角度看，加入 一家新公司就等于把自己绑上一辆新的战车。而 这辆战车运行好坏，以及它可能面临的风险又和 战车上的每一个人联系在一起。于是，准备加入 的投资人必须谨慎调查公司全部现有投资人的资 产状况和经营能力。在这样的规则条件下，无论 投资的出让方还是受让方都面临巨大成本，投资 的流动也就变得困难重重。

除了有限责任规则之外，公司“借助他人的 经营活动盈利”这个特性还决定了另一条不容改 变的公司法规则一一管理层的忠慎义务

(fiduciary duty)。既然公司是投资人把自己的 钱交给别人打理，目的是为自己盈利，那么， 打理别人钱的人就要为别人的钱负责，而不能 借机自肥。在公司法上，这就是忠慎义务。倘 若公司章程废掉这一条，出资的目的就发生了变 化。如果出资人为的就是让他人自肥，那就成了 赠与或者慈善行为；如果为了让第三方受益，那 可以成立公益性组织，但无论如何这样的组织就 不再是公司了。

当然，不允许彻底废止管理层的忠慎义务不 等于不能事先约定准许管理层从事某些特定的具 有潜在利益冲突的行为。比方说为了激励管理层 的业绩表现，章程中可以允许管理层利用公司特 定的投资机会获取私人利益。然而，章程中这些 对忠慎义务的例外规定必须具有相当的明确性， 避免事后随意解释的空间。反过来，概括模糊地 免除管理层忠慎义务的规定则不可以在章程中出 现。譬如，公司章程中不能笼统地赋予管理层釆 取一切措施抵御敌意收购的权力，因为这样做等 于允许管理层为求自保而牺牲股东利益。类似 地，章程也不能模糊地授权管理层“主要"或者“部 分”出于股东利益而抵御敌意收购，因为这样做 给予管理层太多裁量空间。

归根到底，投资人在阅读公司章程、作出 投资决定之时不可能预见到未来会出现的所有 情况，也就无法估量管理层基于概括模糊授权 而会做出些什么样的牺牲股东利益的事情来， 这些事情的结果又会对投资造成多少损失。用 经济学家的话说，投资人与公司订立的合同是一 种不完全的合同(incomplete contract)；而用法 学家的话说，事先要求当事人对无法预测的未来 事件授权的合同条款很可能违背当事人的真实意 思。

事后强制。除了有限责任与忠慎义务之外， 从公司这种商事组织的特性出发，似乎没有什么 其他需要绝对强制，即便在上市之前也不许章程 改变的公司法规则。那么，又是出于什么样的理 由要禁止股东们事后经过投票表决改变其余的公 司法规则呢？要说清这里的缘由，就要回到公司 拥有“多个投资人”这一特性上来。倘若公司的股 东是单一的，那么，只要这个股东自愿同意，就 没有特别理由禁止公司在出资完成之后修改章 程。然而，当存在多个股东的时候，股东们 的“同意”就可能面临单个股东不会面临的问题

集体行动（collective action）困境。

股东的集体行动困境主要体现在两个方面。 一是由于股东搜集决策信息的成本集中而收益分 *散,*进而造成“股东的冷漠”回结果是众多股东 不问青红皂白，唯管理层的提案是听。二是股东 因为私人利益而无法协调行动，以至被个个击破 伤害股东们的整体利益，也就是面临有名的“囚 徒困境"局面回一。

公司内部管理层深谙股东们面临的集体行动 困境，便会利用股东决策的劣势，釆取各种机会 主义的措施，乃至设法加深股东的困境，借助事 后的章程修改，塞进有利自身却损害股东的条 款。比方说在章程的修正案中一方面加入可能损 害股东利益的内容（如错层董事会、双重股权 等），另一方面又给股东们一些“甜 头5, （sweetener,如派发特别红利）*。*这样一 来，股东们要搞清章程修改的实际代价就更加困 难，而管理层要分化股东则愈加方便。于是，即 便股东们形式上同意章程的修改，却可能实质上 遭受损失。这种管理层利用股东集体主义困境 采取机会主义行动的危险成为禁止公司章程事 后改变公司法规则的主要理由口一。

比方说，虽然我们可以允许公司在IPO之前 通过章程确立双重股权结构，却不允许其借助嗣 后的章程修改制造这样的结构国\_。类似地，针对 管理层事后修改章程增加的收购抵御措施，我们 也需要警惕上面提到的机会主义行为。在收购与 反收购过程中管理层与股东的利益会产生明显冲 突，因此，对于事后形成的具体收购抵御措施也 不能因为股东投票通过而一概认可其效力。这方 面，司法审查成为遏制内部人士机会主义行为的 重要手段，而美国特拉华州的“双叉测试”标准正 是一条平衡内部人士机会主义与商业决策的强制 性规则陞。

公司法与证券法。最后，公司法的任意性 承认公司自由、章程自治离不开一个重要前 提，就是公司内部人士向公众投资人充分披露 其治理结构，听凭资本市场对这些结构作出价 格反应，承受虚弱的治理结构带来的高昂融资 成本。换句话说，没有有效的披露，就不能有公 司的自由。故此，规范公司信息披露的证券法规 则就必须具有强制力，如果披露规则不统一、任 由内部人士增删修改，那么，资本市场就无法对 治理结构进行有效定价，内部人士也就失去了市 场竞争的制约。此时，公司的自由就将沦为内部 人士宰割公众投资人的盛宴。一句话，公司法的 自由建立在证券法的强制基础上。

m本节根据笔者2016年7月于深圳证券交易所的 报告内容整理而成。

[2] Easterbrook & Fisher, The Corporate

Contract, *Columbia Law Review* 1989.

図参见本章第二十三节。

1. Bebchuk et al, Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns, *Journal of Financial Economics* 2013.
2. shareholder apathy,参见本章第三十一节。

侄1参见本章第二十三节。

[7] Gordon, The Mandatory Structure of Corporate Law, *Columbia Law Review* 1989.

国参见本章第二十三节。

回参见第一章第五节。

第二十七节不忘初心，方得始终：伊 利股份的章程能不能改？田

万科的股权大战无疑让中国的公司治理进入 一个新时代，上市公司从内部人士尽情挥洒的伊 甸园，转眼成了资本市场上群雄竞夺的生死地。 面对顷刻袭来的强敌，上市公司的管理层没法再 躺在草地上享受阳光雨露，不由得一个个站起身 来，广积粮、高筑墙，全力备战，以期拒敌于千 里之外。雅化集团、廊坊发展等接连掀起修改公 司章程、添加反收购条款的热潮。据悉，截至 2016年8月底己有540家A股公司修改章程增添 反收购条款，而伊利股份则把这股浪潮推上了 一个新高度。

这样的新时代，也为我们全面认识现代公司 制度的原点提出了崭新的要求，更为立法、监管 和司法各个职能机构，提供了系统思考现代公司 治理规则的契机。毫不夸张地说，假如能够把握 好这个机会，理顺相关的制度与规则，就有可能 催生出积极而富活力的资本市场竞争态势，充分 调动上市公司作为国民经济发展基本组织体的潜 力。

其实，伊利股份前次修改章程，意图添加的 多数反收购措施都是从美国学来，所以，美国法 律对这类措施的应对规则就特别值得我们借鉴。 本文以下就从伊利股份最富争议的章程修改内容 切入，对照美国的法律政策，与读者一起回望现 代公司制度的原点。

权力与责任

上市公司权力的配置是现代公司治理的核心 问题，而要捋清这个问题就不能不回到公司的原 点一一现代的公司到底是什么？对此，最直观也 最基本的答案就是公司是“一群人拿了另一群人 的钱进行生产活动，从而为后一群人赢得利润 的组织”。很明显，前面一群人指的是公司的管 理层，后面一群人则是公司的股东。所谓上市公 司的权力配置，就是这两群人一一股东与管理层 —-之间的权力分配。

要讲清楚股东与管理层的分权，自然先要理 解为什么股东这群人要把自己的钱交给别人来打 理，由别人来帮他们盈利。道理其实也很简单， 因为股东自身没足够的本事来为自己的钱生钱。 现代化的生产少不了有效的组织，也就是企业， 而对这种组织的管理经营完全是一门专业技能 一-从金融财务、行业技术到市场营销等等。因 此，把自己的钱交给具有经营管理特长的人来打 理，很自然地成为有效促进财富增值的途径。而 从国民经济的宏观角度看，这也是确保有限资源 充分得以利用的不二法门。实际上，上市公司股 东将投资托付给管理层打理，也是现代社会借 助专业化分工实现经济高速增长的一种表现。

除了缺乏相关专业技能，不具备有效处理相 关信息的能力之外，上市公司的股东作为“一群 人"，还滋生出另外一个问题，就是所谓的“集体 行动困境”。简单地说，股东要搜集处理公司的 经营信息当然是有成本的。可是，纵然有人愿意 为此投入成本，弄清了经营决策的得失利害，他 一个人出来指点江山也不会起到多大作用。在成 千上万的上市公司股东中，他那一票绝对是沧海 一粟，根本左右不了大局，换言之，这个股东花 了成本也无法让决策的结果变得对自己更加有 利。再退一步说，即便某个股东的努力真的改进 了经营决策，其自身得利也不过是由其持股比例 决定的千万分之一，而其他不花力气的股东却也 同样分享到这些好处一一这个股东没办法让全体 股东来分摊自己为此支出的成本。于是，成本与 收益的严重失衡显然会让作为“理性人”的股东置 身事外，金融学家则将其称作“股东的冷 漠"(shareholder apathy)*。*

正是出于上市公司股东的这些特性，现代公 司才呈现了由管理层替股东操持经营管理的格 局。既然股东作为一个群体缺乏经营管理的能力 乃至意愿，那么就只能要求他们把权力交出来， 让既有能力又有意愿（这种意愿主要借助报酬设 计激发出来）的管理层来执掌公司的经营管理大 权。为此，作为60%以上世界500强企业注册地的 美国特拉华州，在其公司法中就明确规定：“公 司的商业与经营事务悉由董事会管理、掌控”

（《特拉华普通公司法》第141条a项）。

然而，管理层一旦被赋予了大权，就难免会 对别人的钱打起主意来，何不中饱私囊一番呢？ 阿克顿勋爵（Lord Acton）的名言“绝对的权力导 致绝对的腐败”，对上市公司的管理层也完全适 用。退一步说，即便管理层没有贪污侵吞股东投 资的企图，只要他们偷懒怠工，坐享其成拿工 资，股东们投资公司以求获利的目的也会落空， 公司则将沦为行尸走肉。因此，现代公司制度在 赋予管理层执掌经营大权的同时，也赋予了他们 尽心尽力为股东谋利的义务，倘若管理层违反了 这样的义务，就可能要承担多种形式的责任。正 如20世纪最伟大的经济学家之一、诺贝尔奖得主 阿罗(Kenneth Arrow)所言，权力(authority) 与责任(accountability)的平衡，是包括公司 在内的一切社会组织治理的要害。

管理层承担责任的方式

违反忠慎义务(fiduciary duty)的赔偿。管 理层因为失职承担责任的方式，首先是接受法律 上的惩罚。公司法要求管理层尽到忠慎义务，就 是在作出经营决策的时候，管理层不能立足于自 身利益，而只能考虑股东的利益；也不能敷衍了 事，而必须充分搜集信息，谨慎作出决策。比方 说，公司的管理层在发起私有化交易之时，假如 没有如实披露信息，向股东们隐匿公司的真实价 值，以求压低私有化价格的，就会被责令赔偿股 东们由此遭受的损失。都乐(Dole)食品公司的 董事长莫道克(David Murdock),就因为在公司 私有化交易中违反了忠慎义务而被判令赔偿近1.5

亿美元的巨款⑵一。

可是，追究管理层的法律责任具有一个重大 的局限。法庭上的诉讼要证据，因此，法律的追 责只能针对那些可以被客观觉察、衡量，并且以 一定方式被固定下来的行为。这样一来，实际上 法律只管得了侵吞、挪用等公司管理层积极妄为 的“舌L政5, (malfeasance),却管不住管理层消极 不为的"怠政"(misfeasance)。试想一下,如果 管理层纯粹无能或者懒惰，法律又能拿他们怎么 办呢？股东也许可以向法院起诉说：董事、经理 无所事事、贻误商机。但管理层也可以辩驳道： 我们是审慎行事，躲过了商业陷阱。作为不具备 商业经营特长的法官，又要如何判断这两造的争 讼呢？

股东投票替换管理层。于是，还需要其他方 式来追究管理层失职的责任。直接的方式是，股 东通过行使投票权来替换他们认为失职、无能的 管理层。对失去工作的忌惮，则成为遏制公司管 理层机会主义行为，激励其为股东利益勤勉工作 的重要武器。这样一来，即便在那些不易为外人 觉察的方面，管理层也会主动变得兢兢业业起 来。正因如此，公司法才将选任董事的权力专门 留给了股东。它不仅是现代公司制度下股东最最 重要的权力，更是股东通过积极参与公司治理保 障自身利益的最后一道防线。

当然，和参与经营决策一样，要股东投票作 出管理层的人事决策，也会类似地面临信息不足 和动力不够的问题。不过，人事决策至少有两个 特点在相当程度上缓解了股东的障碍。一方面， 人事决策更多是基于对既往事实的评价一一过去 这一任管理层的工作表现如何，而不是像经营决 策那样要对未来情况作出预测一一譬如，向一个 新的行业扩张是否能增加盈利。对既定事实的认 知，比起对未来状况的预测，来少了很多不确定 性，对决策者专业能力的要求也更低。

另一方面，股东作出人事决策的重要依据， 是某些定量化的指标，包括业绩状况、资本增值 等因素。这些定量化的指标，将经营决策依赖的 多个纬度的信息，简化成了一个纬度的数据，不 仅大大简化了信息的结构，也提供了可以用作横 向和纵向比较的参照。尤其是当股东发现同行业 的其他企业在相同时期内的收益优于自己的公司 之时，他们很可能真的觉察到了管理层表现欠佳 这个事实。这样一种以衡量定量化的结果替代衡 量无法定量的决策过程，进而评判决策者表现的 方法，正是现代组织运行中决策的授权人控制实 际决策人的重要手段，其最大的优点就是简化信 息，从而降低前者搜集和处理信息的成本。

在成本降低之后，股东搜集与处理相关信 息，以期适当投票选任董事的动力也会升高。假 如挑选出精明强干的董事能给公司增加1000万元 的收益，那么，当搜集、处理信息的成本低于50 万元的时候，持有5%股份的股东就会有意愿承担 这些成本一一尽管他自己只能从中分得5%的利 益，但毕竟收益超过了成本。也就是说，信息成 本越低的决策，就越不容易引发“三个和尚没水 喝"的股东“集体行动困境"。

以上，我们看到让股东投票选任董事既有必 要性也有可行性。因此，美国特拉华州的法院明 确区分了股东参与经营决策与参与人事决策的权 力，尽管法院严格限制股东对经营决策的权力， 却将他们通过投票决策董事会人事的权力提升到 近于神圣不可侵犯的高度，这就是特拉华公司法 上有名的***Blasius***规则。

确保股东投票权的***Blasius***规则*。*这一规则 充分体现了公司治理秉持权力与责任均衡的理 念：如果不能确保股东选任董事的权力，那么， 这种均衡就将被打破；而失去了责任制衡的权力 犹如脱了缰的野马，也就失去了存在的合理性。 归根到底，没有股东对董事人事的控制，就不能 有管理层的经营决策大权。在***Blasius Industries Inc.v.Atlas Corporation*** 一案中，原告Blasius拥有 被告公司Atlas大约9%的股票。为了实现其资产 重组方案，Blasius提出了将董事会人数由7人扩 大到15人，并由其提名8位新董事的动议。为了 防止Blasius的动议得到多数股东的批准，进而实 现其重组方案，Atlas董事会立即决议修改公司章 程细则，将董事人数增至9人，并当即委任了2名 新董事。这样一来，即便嗣后Blasius的动议获得 通过，原先的董事会成员也将占据半数以上的席 位。

法庭上，原告认为被告董事会的行为侵害了 股东选任董事的权力，而被告则认为这样做完全 出于诚信，是为了公司的利益着想。Atlas的董事 们提供了许多证据，证明Blasius的重组方案可能 严重损害公司利益，包括会抽空公司的现金流， 让公司债台高筑，并大幅降低公司普通股与长期 债券的价值。而Atlas董事会财务顾问高盛作出的 详尽分析报告，则为这些判断提供了重要依据。 面对这些证据，审理此案的特拉华衡平法院首席 法官艾伦(William Allen)也认同，Atlas董事会 采取行动阻止Blasius重组方案实行并非出于私 心，而是诚心诚意地替公司利益着想。

然而，在充分考虑了Atlas董事会的行为动机 之后，艾伦法官又表示：“股东选任董事的投票 权是支撑起董事会权力的理念支柱......有一点 清晰无疑，那就是要让一部分人(董事与经理 人)操持归别人所有的大笔资产这种行为具有合 法性，那就必须认识到股东的选任权居于至关紧 要的地位。”阻止股东改变董事会构造并选任自 己属意的董事，这种行为并非对公司的资产或者 权利、义务加以处置，而是涉及如何在作为一个 群体的股东与董事会之间配置实际权力这个公司 治理的核心问题。因此，艾伦法官接着指

出：“在我看来，(是否阻止股东行使董事的选 任权)不是一个法院可以将最终决定权交给代 理人的问题，哪怕代理人诚实能干；也就是 说，这个问题不在代理人的商业判断范围之内

O

鉴于股东选任董事的投票权在公司内部治理 结构中的这种基础性地位，艾伦法官在***Blasius***判 决中最终确立了这样一条规则：除非公司的管理 层能够证明，的确存在迫不得己的理由

(conpellingjustification),否则无论是否诚信地 为公司利益着想，管理层都不得干扰股东的选举 投票权。由于Blasius不过握有公司9%的股票，其 动议未必会对公司或者小股东的利益造成实际威 胁，况且公司董事会还有充分时间向其他股东们 剖析Blasius动议的利害，所以，Atlas董事会并没 有迫不得己的理由非要阻断股东增选董事的机 会。实际上，自***Blasius***规则确立以后，特拉华法 院几乎没有在任何一起旨在干扰股东选举投票的 判决中认定管理层这样做具备迫不得己的理由。 在唯有的一个例外中，董事会成立的特别委员会 决定推迟股东投票的日期，以求公司被收购走 ——而非抵御收购，而且收购完成之后董事们又 会面临丢掉饭碗的切实威胁***｛Mercier winter-Tel Inc.*** ) o

可见，即便在高度尊重管理层经营决策权 的美国特拉华州，股东投票选举董事的权力仍 然是不容挑动的禁商，法院决然不允许管理层 为妨碍股东的这种权力而修改章程——即使管 理层这样做的动机纯正。当然，***Blasius***规则只 适用于事后修改章程的情况，假如公司在IPO之 时章程己经限制了股东的投票权，法院就不会再 用这条规则来审查章程设定的限制。既然公司在 招股过程中己经披露了这些限制，那么投资人在 衡量公司股价，决定是否投资的时候，应当己经 把限制因素考虑在内了。

公司控制权竞争。除了法院的赔偿判决以及 股东的免职投票之外，上市公司管理层承担责任 的第三种方式，来自公司控制权市场竞争的压 力。市场的竞争犹如大浪淘沙，面对管理层 的“乱政”和“怠政”，外部股东最容易做的就是“用 脚投票"，抛售公司的股票，而由此引发的股价 下跌，将令公司的潜在价值与其市场价值背离。 而在资本市场上逐利的投资人就会嗅到这样的机 会，他们发起并购攻势，取得这种价值被低估的 公司的控制权，撤换原来的管理层，提升公司的 业绩，也让自己从中获利。而面临这种市场竞争 威胁的管理层就不得不认真经营公司，避免沦 为“门口野蛮人”的猎物。因此，维护公司控制权 的正常竞争秩序，对确保实现公司“由一群人 为另一群人打理财产、为其谋利”的根本目的 至关重要。这就不得不要求法律对阻挠此类竞 争的反收购措施倍加谨慎。这方面，特拉华法 院的经验同样值得借鉴。

虽然，特拉华法院承认有关并购的决策属于 一种经营决策，原则上董事会有权釆取反收购措 施，但法院同时意识到这样一种经营决策非同一 般。由于公司被收购之后管理层面临下岗的威 胁，因此，管理层针对并购的决策很可能涉及自 身利益与公司股东利益的冲突。为此，特拉华最 高法院确立了*駿****Blasius***规则宽松，却较审查一般 经营决策的商业判断规则(business judgment rule)更加严格的***Unocal*** 规则(***Unocal***

***Corp.v.Mesa Petroleum Co.***)来审查反收购措 施。简言之，就是抵御措施必须基于收购方案对 公司和股东造成的现实威胁，并且抵御措施与威 胁必须成比例，而不能对股东构成胁迫或者让股 东别无选择甌一。

除此之外，特拉华法院还对董事会修改章 程，提高撤换董事所需的股东赞成票比例，以此 抵御收购的做法特加关注。特拉华衡平法院的另 一项重要判决***Chesapeake Corp.v.Shore***针对的正 是此类情况。Chesapeake案的被告是一家家族企 业Shorewood公司的董事，创始人家族大约掌握 该公司1/4的股权。在原告意图要约收购 Shorewood之前，被告公司的董事修订章程细 则，将更改该细则所需的股东赞成票比例提高到 60%,以防止己经取得近14.9% （根据特拉华州 法律，股东持股超过15%之后，进一步收购公司 将受到限制）股票的原告通过修改章程细则，废 除被告董事会的分层结构（staggered board）,进 而废除“毒丸” （poison pill）,实现收购计划。审 判此案的Strine法官一语道破：釆用超级多数表 决规则，并非在无关收购的情况下会出现的常 规之举，相反，这样的规则“几乎总是为了最 大限度地限制股东干预董事会控制管理公司的 能力”。于是，这一类的章程修正案需要接受针 对收购抵御措施的S。\*/规则的审查。

在考虑了Shorewood公司的股权结构（内部 人士持股比例高）、股东性质（多机构投资 人)，尤其是历史上股东投票的出席率之后， Strine法官认定Shore wood董事会设置的60%赞成 票的门槛，让挑战者Chesapeake不可能有满足要 求的现实机会。因此，提高赞成票比例的章程细 则修改，将令外部股东“别无选择” (preclusive) ——即使想接受Chesapeake的收购方案也无法实 现。于是，相关的修正案也就无法通过以mqZ规 则的审查标准。同时，由于Shorewood修正章程 细则的目的，在于限制一部分股东的投票权， Strine法院认定这一修正案也需要同时满足上述更 为严格的***Blasius***规则，被告既然连较为宽松的 ***Unocal***标准也无法满足，自然就能难满足***Blasius*** 规则了。

证券法下的举牌规则。要促进公司控制权的 竞争，就不能不说到要求取得一定比例股票的投 资人披露其持股信息的所谓举牌规则，而这又可 以回溯到美国法律上。1968年美国国会通过了

《威廉姆斯法》，正式要求取得上市公司5%以上 股票者在规定时间内作出披露。这一法案出台的 背景是，20世纪60年代在美国曾盛行一种极具胁 迫性的要约收购形式一4'周六夜市特 供"(Saturday Night Special)。简单说来，这种 要约留给目标股东考虑的时间很短，并且只收购 一部分的目标公司股票；一旦达到确定的收购比 例，对于余下的股东，收购者就将以很低廉的对 价收走他们的股票。包括举牌规则在内，《威廉 姆斯法》对要约收购的诸多规定都是为了遏制此 类胁迫性的收购方式囲一。

不过，举牌规则仍然是证券法上的一条例 外规则。因为披露规则的根本目的，是要应对 证券市场上公司内部人士相对外部投资人的信 息优势，所以，披露的核心是由前者向后者揭 示信息，而后者原则上并没有向前者披露信息 的道理。公司的外部人士非但没有信息优势， 而且，要求他们披露自己的购股、持股状况， 还可能造成削弱证券市场效率的“搭便车”行为 国一。

举牌规则虽能给予公司董事会警示，防止胁 迫性要约收购坑害股东、破坏公司长期利益的潜 在威胁，但是它也会增加外部投资人完成收购所 付出的代价。暴露收购意图有可能推高目标公司 的股价，于是，严格的披露要求会冷却要约收购 者的热情；而要约收购的减少，则意味着公司的 管理层受到市场竞争的约束减小，也就让他们越 有可能谋求私利。因此，美国《威廉姆斯法》 最终确立的举牌规则被认为是立法者平衡市场 透明度与维护公司控制权竞争的产物。

伊利股份的章程变动

对照特拉华州的这些法律标准，我们来看看 伊利股份曾经提议修改章程的内容，并探究有几 成合理性与合法性。

限制股东选举投票权。根据网上的相关介绍 回伊利股份拟议中的修改，至少有三条显然在 有意妨碍股东选举董事的权利。其中，第53条要 求持续两年以上单独或合计持有15%以上股份 者，方可提议更换或者提名董事。此条规定最有 可能给股东更换董事造成难以逾越的障碍。

首先，伊利股份股权分散，根本没有股东单 独掌握15%的股份，因而无法单独提出更换董事 的议案。再者，即便有股东新购入股票以求满足 15%的提案门槛，也仍然要等待两年以后方才能

提出动议，这等于为现职的管理层构筑起了一条 至少确保其两年地位无虞的堡垒。最后，如果再 考虑到此次章程修改还有降低举牌门槛（持股达

3%即须披露）的条款，那么，股东单独或者共同

购入股票，满足15%的提案要求势必代价高昂， 何况还可能激发管理层设置的其他反收购措施。

综合考虑以上三方面因素，第53条的修改实实 在在可能剥夺了股东更换董事的权力。如果用 特拉华法院8布si"s规则的尺子来量一下，恐怕 这样的章程修订是难以过关的。

另外，第77条，将修改章程以及选举更换董 监事议案的通过标准，提高到出席股东大会者所 持表决权的3/4。按照特拉华州的规则，这种提高 赞成票比例的章程修正案本身不一定没有效力， 但正如Chesapeake判决所言***，***此条必须在"以章程 修改来抵御潜在收购”这样一个大背景下来检 验。于是，要确定这条的合法性，就有必要考察 在将股东赞成票的比例提高到3/4之后，根据伊利 股份的股权结构、股东性质，以及通常出席股东 大会参与投票的股东人数等情况，外部股东有没 有现实可能性来替换在任的董事。尤其是在公司 面临被收购的机会，而管理层拒绝被收购的情 况下，赞成收购方案的外部股东是否有可能通 过改选董事会来实现被收购。假如章程的修改 实际上剥夺了外部股东收购公司，或者接受第 三方收购方案的可能性，那么，这样的修正案 又将逾越特拉华法律的红线。

最后，第96条既规定了分层董事会，也限定 了符合以上董事提名要求的股东提名新董事的人 数比例以及时间间隔。这一条无疑也妨碍了股东 选任董事的权力，按照此条修正案的规定，希望 推进收购的外部股东至少需要三年时间才有可能 更换大部分的董事。这样长的时间间隔，恐怕 足以瓦解绝大多数的收购机会，实质依然是为 维护现职管理层的既得利益。因此，此条修正 案同样需要接受***Unocal***规则与***Blasius***规则的双 重检验。如果考虑到伊利股份章程修正案的其他 反收购措施，那么，此条与这些措施叠加之后的 效果，几乎足以扼杀一切具有经济价值的收购方 案。据此，笔者依然怀疑其无法通过S。"/规则 的审查。而即便其通得过这种审查，在尚未出现 对公司和股东造成实际威胁的收购方案的情况 下，管理层很难证明其限制股东选任投票权的修 正案具有“迫不得己”的理由。换言之，这种章程 修正无法满足***Blasius***规则的要求。

其他反收购措施。除了以上借助限制股东投 票权实现的反收购措施之外，伊利股份章程第 107条的修正提案要求股东授予董事会独立釆取 反收购措施的全权。从此条的行文看，可供董事 会选择的反收购措施包括寻找“白衣骑士"(white knight),实施反向收购，即所谓“吃豆子” (Pac man)的抵御方式，甚至实施类似“毒丸”的股权 摊薄机制。从特拉华法律的立场上看，这样一种 概括性向董事会授权抵御收购的条文，以及其包 含的具体反收购措施本身并不违反法律。然而， 在具体的收购方案出现之后，董事会如何发动抵 御措施仍然要接受S。”/规则目的具体审查，过 于严苛以至于剥夺股东实际选择权的措施，依然 不会得到法律的支持。

此外，对伊利股份章程第96条的修改还要 求，在公司被“恶意收购”时向董、监、高和其他 部分经理、技术人员支付相当于上年度薪酬10倍 的补偿金，也就是所谓的“金色降落伞”(golden parachute)条款。一般说来，“金色降落伞”对敌 意收购的影响具有两面性。一方面，它增加了收 购者需要支付的收购费用，因而可能抑制发起收 购的动力。不过，另一方面，“金色降落伞”又减 小了管理层因为公司被收购而可能遭受的损失， 因此有助于降低他们抵御收购的动力。鉴于这种 两面性，以及管理层薪酬的确定被视为经营决策 的传统，特拉华法院通常对“金色降落伞”条款采 用相当宽容的商业判断规则一一而非要求更高的 ***Unocal***规则一一进行审查，结果是绝大部分“金 色降落伞”都会被认定有效。法院着重审查的 是，管理层是否因为戴上了“金色降落伞”，而 在对收购要约作出决策时，背弃了其应承担的 忠慎义务。

不过，与美国公司一般将“金色降落伞”限于 少数高层经理人的做法不同，伊利股份的这顶降 落伞可能适用的范围要广泛得多——类似于“锡 伞计划‘‘(tin parachute)。更为重要的是，即便 在商业判断规则保护之下，管理层对“金色降落 伞”的使用仍然必须出于公司利益——譬如吸 引优秀经理人，而不能单纯为了自肥。并且， 在确定“金色降落伞”的金额和构成方式时，管 理层需要掌握充分信息，包括行业惯例、经理 人市场的行情。如果“金色降落伞”计划严重偏 离了市场的常规做法，那就有可能对管理层的动 机提出质疑，从而令其担负起举证决策动机得 当、信息充分的责任。

更改举牌门槛。伊利股份章程修改的绝大部 分内容都能从美国过往的实践中找到踪迹，唯独 其对第37条的修改是个例外。该条修正方案将举 牌的门槛从5%降低到3%,笔者着实不知道有美 国公司曾经这么干过。当然，从国内来看，这种 做法也不是伊利股份的独门创新，雅化集团等也 曾提出类似的章程修正方案。美国人之所以想出 了各色各样的反收购策略一一包括高度复杂 的“毒丸”计划，却唯独没有放低举牌门槛这一 招，大概是因为美国人至少有一个明确的法治观 念，那就是公司法中有关公司治理的规则多数可 以随便更改，而证券法中有关披露要求的规则却 不容变动。前者是任意性规则，后者则是强制性 规则。而到了法治观念懵懂的中国上市公司身 上，这条法治的底线也就若隐似无了。

那么，证券法的披露规则为什么必须具有强 制性呢？这是因为公司治理结构要自由、公司 章程要自治离不开一个重要前提，就是公司内 部人士向公众投资人充分披露它的治理结构， 听凭资本市场对这些结构作出价格反应，承受 虚弱的治理结构带来的高昂融资成本。故此， 如果披露规则不统一、任由内部人士增删修改， 那么，资本市场就无法对治理结构进行有效定 价，内部人士也就失去了市场竞争的制约。此 时，公司的自由就将沦为内部人士宰割公众投资 人的盛宴。归根到底一句话，公司法的自由建 立在证券法的强制基础之上。

证券法上的举牌规则尤其不能允许上市公司 自行变更。前面己经介绍过举牌规则背后重要而 微妙的政策平衡，立法者正是为实现这种平衡方 才确定了5%这条门槛。倘若允许随意改变，那 么，立法者谋求政策平衡的努力就将付诸东流。 相比美国的法律而言，中国目前的举牌规则己经 有过于严苛之嫌，政策的天平业已向公司管理层 倾斜。假如再允许上市公司私自降低这条门槛， 那无疑会进一步削弱通过公司控制权竞争来遏制 管理层滥用权力的功效。

最后，与降低举牌的门槛相对应，伊利股份 修改的章程第192条还将“恶意收购”定义为“未经 管理层认可取得公司3%以上股份的行为”。从章 程修正案的整体结构看，这个条款处于“激活董 事会实施反收购措施之权力”的地位，有如“毒 丸”计划中的激活条款。前面己经提到，根据特 拉华法律，董事会有权确定对哪些收购釆取抵御 措施，以及采取什么样的措施。所以，单看这一 条本身并非不可行—它是对公司治理规则的修 正，而不是对证券披露规则的修正。不过，当董 事会根据此条采取具体的抵御措施之时，这些措 施仍然需要接受S。"/规则的检验，也就是不能 为维护自身利益而抵御，也不能不合理地过度抵 御。

伊利股份对章程颇具匠心的修改方案，不失 为对中国的立法者、监管者与司法者提出的新挑 战，它挑战的是我们维护公司与证券法律制度的 能力。要完美地迎接这个挑战，就必须对现代 的公司治理及资本市场具有全局性、系统性的 认识，从而切实把握好规则的尺度。我们亟需 建立明确的规则，划定公司自由行动的范围， 建立借助资本市场实现公司控制权竞争的秩序 ,从而切实发挥出现代公司组织与资本市场对国 民经济发展的催化作用。

而作为上市公司的管理者，当你们在章程 中设下各种机巧，竭力保全自身地位之时，切 不可忘记现代的公司究竟是怎样一个组织，不 可忘记它是“一群人拿了另一群人的钱进行生 产活动，从而为后一群人赢得利润的组织”。 假如你们忘记自己是在打理别人交付的资产， 是在为别人谋取利益，那么你们也就失去了作 为公司管理者的资格。如果你们一心要将公司 营建成自己的堡垒，那法律就不会容许你们继 续把控别人的资产。愿中国上市公司奋发有为 的管理者们能时刻铭记：不忘初心，方得始 终。

LU 本节2016年8月23日首刊于“新财富杂志”公众 号，收录书中时有增改。

⑵参见第五章第二十二节。

国参见第二章第五节。

囲参见第二章第五节。

区参见第七章第三十六节。

⑹ 参见《王石的鲜血之上，绽放了伊利股份新章 程！》，载微信公众号“市值风云”。

ni出售给“白衣骑士”的，董事会还需满足应祝 规则的要求，参见第二章第六节。

第二十八节商海月明珠有怒，股市云  
深法无边田

格力电器的收购及配资表决案大概是继万科 股权大战之后，中国资本市场上最富戏剧性的事 件。特别是商界风云人物董明珠小姐在股东大会 上一席掷地有声的发言，震撼力更不亚于一场纪 实大片,不由得惊倒群众一片一一无论吃瓜的还 是吃梨的。事件的原委在此无需赘述，关键之处 在于：(1)格力电器计划收购珠海银隆，并且 以增发12.19%的股票作为收购对价；(2)格力 电器的大股东以及董事长本人准备在与此配套的 募资计划中认购新股。

众所周知，股东投票的结果是收购计划获得 通过，而募资方案则遭到否决。从表决的程序要 求上看，格力电器章程的相关规定要求这两项议 案均以出席股东所持表决权2/3的多数通过。但在 计算这2/3的比例时，收购方案由于不涉及关联交 易，全体股东均有表决权；而配资方案涉及关联 交易，因此认购配资的大股东等利益相关方不能 投票表决。于是，尽管格力电器的中小股东似乎 对上述两项议案都不感冒，但两者的表决结果却 出现了 180度的不同。

然而，抛开程序区别，从实际利益上看，中 小股东之所以既不赞成收购，也不赞成配资，原 因大概有这样几点。一是认为对收购对象的估值 过高，尤其是130亿的收购价格与此前8个月珠海 银隆的估值66.9亿元相比，几乎翻了一倍⑵\_。二 是认为没有必要增发新股作为收购对价，从而稀 释中小股东的股权比例。三是配资方案让中小股 东的股权被进一步稀释，却降低了收购方案对大 股东股权的稀释效应。那么，站在法律政策的角 度看，中小股东们的以上三点忧虑究竟是不是值 得法律保护，如果答案肯定，法律又该如何保护 他们免为这些忧虑所困呢？

收购属于经营战略决策

公司的目的是为股东盈利，但是，现代的上 市公司股东人数众多而且往往缺乏经营企业的专 业知识和信息。因此，现代公司治理结构的最基 本特征是作为产权人的股东与作为经营权人的董 事之间的分权。简言之，就是将日常经营决策的 权利交给专业性更强、决策能力更强的董事会来 决定，而股东则主要通过董事的选任权实施间接 控制。决定公司经营获利的最终源泉无非是两 个：一为调配生产要素数量和比例；二为改变要 素的组织形式。前者是传统经济学的核心问题： 投入多少土地、劳动力和资本来进行生产？后者 则是制度经济学关注的重点：公司的规模究竟要 多大？到底是在市场上外包生产，还是整合进公 司这个组织体之内进行生产。显然，从这个角度 看，是否实施收购就像是否增加固定资产投 资，或者是否扩大员工数量一样，属于经营决 策的基本内容。因此，在公司治理的分权架构 下，它属于董事会的决策事项。

基于这样的认识，美国最具代表性的特拉华 州公司法规定：如果收购方案不涉及增发新股， 或者新股增发的数量不大，那么，收购决策就是 董事会的专权事项，股东甚至没有置喙的机会。 只是出于担心增发新股稀释收购方的现有股东， 特拉华公司法才要求收购方案中发行新股数额超 过己发行股份数量20%的，需要股东投票表决。 美国绝大多数其他州的法律，以及三大证券交易 所的上市规则都釆用了类似的规定。现实中，收 购方董事会常常会选择发行低于20%的新股，从 而绕开股东表决的门槛，把收购方案留在自己的 掌控范围之内。所以，假如在美国的大多数州， 格力电器发行12%多一点股份收购珠海银隆的方 案根本不劳股东们投票通过，就更不用说2/3的多 数通过了。

而在采取股东中心主义，并且董事会与股东 会分权不明的中国公司法下，收购才成了需要股 东绝对多数表决通过的事宜。不过，交易对手与 收购方的现有股东没有关联关系，因此没有股东 需要回避投票。那么，我们国家这种把权力留给 股东的法律政策究竟好不好呢？这个问题一言难 尽。从积极的方面讲，它也许制约了董事和管理 层损害股东利益以谋求私利的机会。然而，它也 同样会限制董事和管理层作为专业人士发挥经营 特长的优势。比方说，董明珠小姐认为收购珠海 银隆是格力电器的百年战略，那么，究竟是她的 判断更有可能靠谱呢？还是持相反见解的股东们 的意见更加靠谱呢？假如我们相信股东在此类问 题上平均而言比董事、管理层的判断更加正确， 那么让股东直接作出决策自然是好的。只不过， 这样一来，在经营管理领域大概也就不存在什么 专业知识和专业分工之说了。要是我们相信专业 董事和经理人的判断更靠谱，那么让不那么靠谱 的股东来束缚他们的决策岂不是显得不怎么靠谱 了？

也许有人会说，董事或者经理人以不合理的 高价进行收购，岂不是要坑害了股东？这句话乍 听是有道理的，可是细细思量就会发现又是在前 面的老套套里打圈圈。什么是不合理的高价？究 竟是作为专业人士的董事、经理人对收购价格的 判断更可能准确还是非专业人士的股东判断更准 确？我们可以要求管理层在作出判断时克尽谨 慎，倾听外部专家意见，多方收集市场信息 —-法律也正是这样做的，却好像没有理由把 价格的合理与否交给股东们作决定。如果事实 最终证明管理层作出了坏决策，那么，一则股东 可以通过选任权对他们加以惩罚；二则“用脚投 票''的股东将令公司的股价下跌，从而更容易成 为“野蛮人，，攻击的目标，而一旦攻击成功，恐怕 原有管理层的饭碗也就难保。这就是借助市场的 力量制约坏的经营决策。为此，建立和维护一个 富有竞争性的公司控制权流动市场就特别重要

股权稀释的危害源自对价不足

公司增发新股，只要既有股东不按比例认 购，他们的股权就会被稀释。为此，英美等地采 用的普通法(common law)传统上自动赋予既有 股东对新股的优先认购权(preemptive right)。 不过，实践中这种权利对股东的保护作用并不 大，譬如老股东不愿意，或者没有资金认购新股 的，优先认购权便形同虚设。非但如此，既有股 东享有的优先认购权反而可能阻碍其他投资人认 购新股，或者提高新股发行的成本。于是，以特 拉华法律为代表的美国现代公司法废止了普通法 的这项传统权利，除非经由公司章程明确规定， 否则既有股东不拥有新股的优先认购权。

那么，新股增发导致的股权稀释是否必然损 害既有股东的利益呢？其实并非如此。原因在于 认购新股者当然是要付出代价的，也就是要向公 司支付对价。如果认购对价的数额不低于公司 现有股份的价值，那么，增发新股就不会损害 既有股东拥有的股权的经济价值。实际上，前 面提到了纽交所要求定向增发超过20%的股票 须经股东投票的规则，就有一条“超越市价”的 例夕卜(above the market exception)规则。只要 新股发行价格不低于股票的市价及账面价值， 就不必再由股东投票。换言之，股权稀释对股 东造成损害的根源在于认购对价过低，而非增 发本身。

比方说公司原有100股，每股价值1元，小股 东持股30%,其股权的经济价值就是30元。现在 再增发100股，每股发行价格仍为1元，但全部由 大股东认购。那么，增发认购完成后，小股东的 持股比例下降到15%,然而公司总股本上升为200 元，因此，他们所持有的股份的经济价值仍然是 30元，并无变化。假如增发的价格是2元，小股 东持股比例虽然下降，但其股份的价值反而上升 到45元。此时，实际是大股东在增发过程中向小 股东输送了利益。当然，反过来，要是增发价格 是0.5元，那么，小股东的经济利益就通过增发转

移给了大股东。

也许，有人要说，股权的价值不仅仅是经济 利益，还有控制权。增发稀释了股份，自然冲淡 了控制权，那也将损害既有股东的利益。这话乍 听不错，可实际往往并非如此。对于有控制权的 股东而言，股份增发当然受制于他们自身的决 策，既然他们自己愿意增发，那就无需忧虑这 些股东丧失控制权。而对于原本就没有控制权 的股东，无论增发与否，其股权价值都不会包 含控制权的价值。

更加复杂情况是：对增发没有决定权股东却 对其他事项有决定权。譬如，持股1/3的中小股东 虽然无法影响只需股东简单多数同意的增发决 策，却可以影响需要2/3股东同意的并购决策。此 时，大股东主导的增发的确可能损害中小股东针 对并购事项的控制权。然而，即便如此，只要大 股东和中小股东的股权被同比例稀释掉，那 么，增发就没有造成不公平的影响。换言之， 在中小股东控制权被削减的同时，大股东也削减 了自己的控制权。而既然法律或者章程将增发的 决定权交给大股东，那么，中小股东对此也该早 有认识，股价也应该体现出这样的控制权结构。

拿格力电器收购珠海银隆打比方，仍然假定 格力原有100股，每股价值1元，小股东持股 30%o就算如中小股东怀疑的那样，格力的收购 价格过高，发行60股新股收购银隆，考虑银隆的 实际价值，银隆股东为这60股支付的实际对价只 相当于0.5元一股。收购完成后，格力总共有160 股，股本总值130元其中格力大股东持股比例 为70/160,格力小股东持股30/160o大股东的股 权被稀释掉(0.7-7/16) / 0.7=37.5%,中小股东 同样被稀释掉(0.3-3/16) / 0.3=37.5%。换句话 说，增发对双方“控制权”的影响程度相当。

可见，如果只是要避免中小股东被大股东不 公平地剥削，那么，被收购资产的估值是否过高 并不重要。既然在中国现行法律之下，大股东拥 有批准收购以及用什么样的对价收购的权力，那 么，他们也就有权让自己的控制权被稀释掉，中 小股东无论怎么想，只要受到的影响相当，就没 有理由制止大股东行使法律赋予他们的权力。法 律禁止“损人而利己'‘的交易。

说到这里，大家也许己经明白：法律不应干 预董事会的收购决定，特别是在该决定得到多 数股东批准的情况下更是如此，只要董事和大 股东在被收购方没有关联利益；法律也不应干 预董事会和大股东的股份增发决定，只要增发 没有降低小股东持股的价值或者没有给大、小 股东带来不成比例的影响。法律要干预的是掌 握公司决策权的人——无论董事、管理层还是 大股东——利用这样的权力损害其他股东以满 足私利的行为。 这种“损人而自利”的行为当然 包括技术含量较低的直接挪用、偷盗，不过，法 律面临的更大挑战是这些人借着合法的交易形式 坑害没有决策权的股东。为此，法律关注的核心 是董事和大股东们参与的具有利益冲突的交易， 也就是他们一方面代表公司作交易决策，另一方 面又在公司的交易对手那里拥有利益，或者根本 就是交易对手。

董事和管理层并不需要拥有公司的股份，因 此，公司参与的交易带给他们的影响可以与带给 股东的影响性质完全不同。有鉴于此，只要董事 或者经理人涉及有利益冲突的交易，就在法律上 亮起了一盏红灯。尽管法律并不完全禁止此类交 易，却不再对董事和管理层的决策釆取顺从的原 则，而是要加大司法审查的力度。具体来说，就 是董事们针对利益冲突交易的决策不受“商业判 断规则"(business judgment rule)的保护，而要 接受严格的“彻底公平5，(entire fairness)标准的 审查。为了通过这种严格的审查，董事会在决策 过程中往往会把决策权交给没有利益冲突的董 事，或者交给股东们投票表决，《特拉华普通公 司法》第144条对此也有专门规定。如果通不过 这样的审查，那么，董事们就会被认定违反了忠 慎义务(fiduciary duty)。

在此，针对格力电器的收购与配资，再来 聊聊法律对大股东利益冲突交易的限制。和董 事或者管理层不同，大股东必定拥有公司的股 份，因此，损害公司利益的交易通常也会让大股 东受到损失。而要是交易无损于公司，那自然也 不会伤及小股东。所以，正如前面分析的那样， 法律对大股东参与利益冲突交易的限制主要盯 住两点：一是交易令公司受损，二是大股东和 小股东受损的比例不同。

正是从这两点出发，特拉华法院早在1971年 著名的***Sinclair Oil Corp.v.Levien***案判决中就确立 的一条规则：如果大股东在涉及利益冲突的交 易中可能给公司造成损失，并且其本身承受的 损失比例低于其持股比例，那么，这样的交易 必须对公司“天生公平” (intrinsic fairness)。如 果大股东不能对此加以证明，就将违反大股东对 小股东负有的“忠慎义务"。后来，在***Weinberger v.UOP***案的判决中，“天生公平”被发展成为彻底 公平标准，即交易的决策过程和交易价格都要对 公司公平合理。

2006年，在***Gentile v.Rossette*** —\*案的判决 中，特拉华最高法院专门对股份增发情况下大股 东的忠慎义务作出了说明。法院表示：如果大股 东为认购公司增发的股份支付的对价不足，并 且增发在增加大股东持股比例的同时降低了小 股东的持股比例，那么，小股东就有权直接起 诉大股东违反忠慎义务。而2016年2月在Gz/eso ***Associates v.American Capital*** 一案中，特拉华法 院又进一步针对股权稀释的情况解释了大股东的 含义。所谓大股东或者控股股东是指持股比例超 过50%的股东，或者对董事会具有实际控制力的 股东 哪怕其持股低于50% o由于Gz/esQ 案

中，半数以上的董事在作出有关股份增发的决定 时都受制于(beholden to)被告的影响，因此， 尽管被告当时的持股比例只有26%,却依然被认 定为大股东。于是，法院要求被告举证其以低廉 的对价取得增发股份的交易具有彻底公平性。

让大股东对小股东担负忠慎义务是美国公司 法的一大特色，其他法域并非都有同样的规则。 比如我国公司法尽管规定了董事、监事及高级管 理人员的忠慎义务，却没有要求大股东负担这样 的义务。然而，既然中国法律强调股东中心主 义，而且多数上市公司的实际运营也受到大股 东的强烈影响，那么，中国公司治理中的核心 利益冲突正体现在大股东与中小股东之间的冲 突。鉴于这样的情况，中国的法律特别有必要 引入美国法上要求大股东负担忠慎义务、防范 大股东自利交易的规则。

董小姐的“三不该怒”

经过对法律政策的这许多梳理之后，让我们 回过头来看格力电器收购与配资的方案。顺着上 面的分析，格力对银隆收购案决策并没有什么问 题。即便中小股东对收购价格的高低以及支付对 价的方式存有疑虑，但这些疑虑都不足以成为阻 挠收购案生效的理由。一则收购方案属于董事会 决策事项，又经过大股东的批准，并且大股东也 不涉及关联交易；二则即便收购价格的确过高， 就此收购交易本身并没有给大小股东带来不成比 例的损害。

但格力电器的交易并非到此为止，而问题就 出在下一步的配资方案中。显然，这个定向增发 的配资案直接涉及大股东格力集团的利益。于 是，从上面提到的法律政策考虑，就需要检视三 个问题：（1）格力集团是不是控股股东；

（2）新增股份的认购价格是不是低于股份的 价值；（3）格力集团通过增发提升持股比例 的同时是否降低了中小股东的持股比例。如果 对这三个问题的答案都是肯定的，那么，格力电 器的配资方案要么取得不认购新股的中小股东们 的批准，要么格力集团能够证明这一方案对公司 彻底公平。这三个问题中，第三个问题的答案显 然是肯定的，配资属于定向增发，仅有格力集团 在内的八家认购方，而中小股东并没有份。所 以，关键在于前两个问题的答案。

先看第一个问题。格力集团在制定配资方案 时的持股比例不到20%,而第二大股东京海担保 是其主要经销商的联合体，很有可能被认定为 格力集团的一致行动人。不过，即使将两家的持 股比例相加，也不过26.68%O因此，我们需要考 察格力电器董事会中代表这两大股东或者受他们 影响的董事人数。对此，笔者并没有十分确切的 信息，只能按照可以找到的资料做些推测。根据 公开信息披露，董明珠、张军督和黄辉三位显然 是格力集团的代表。叶志雄是珠海国资委的代 表，而格力集团又是珠海国资委的全资子公司， 因此，他应该也代表着格力集团的利益。另外， 徐自发是第二代股东京海的代表。再加上孟祥凯 也是珠海国资委系统选中，由格力集团提名的董 事虬。于是，格力电器的9名董事中至少有5〜6 名代表着大股东格力集团及其一致行动人。若以 上情况属实，那么，格力集团显然是能控制公司 决策的控股股东。

最后，每股15.57元的配资认购价格是按照此 次重组事宜首次董事会决议公告前20个交易日格 力电器股票交易均价的90%经除权除息后确定 的。这原本是用来确定收购银隆需要增发的股份 数额而计算出的价格。从并购估值的角度，它属 于一种不作任何价格浮动调整(collars)的固定 交换比率(fixed exchange ratio)换股交易。实际 上，格力电器此后的交易市价都高出这一价格许 多，所以，这样的换股收购方案实际上将格力电 器股价上涨的风险全部留给了格力的股东。换句 话说，假如中小股东认为130亿收购珠海银隆的 价格过高，那么，考虑进格力电器股价上涨的因 素之后，格力真实支付的收购价格还远不止130

亿。当然，笔者在此无意评估收购价格是否合 适，这归根到底是格力电器董事会的判断。

不过，如果说15.57元的价格用来换股收购珠 海银隆还不好评论是高是低，那么，将配资增发 的认购价格定得与收购换股价格一样高就不合适 了。用董小姐的话说，收购银隆是百年大计，换 言之，收购会大大提升格力电器的价值。用并购 的行话讲，那就是此次收购会创造出一加一大 于二的协同效应来。 于是，收购方案公布后， 格力电器股价的上涨或许可以说是市场对这种协 同效应的认同，也就是说，这个上涨中间己经包 含了银隆将带来的价值。

倘若如此，将换股作价锁定在收购方案公告 之前的格力电器交易价格，这样做还可以说是为 了防止收购方股东占了被收购方的便宜。可是， 配资增发的认购方实际要获得的是收购完成之 后的企业的股份，也就是说，他们获得的股份 中己经包含了此次收购的协同效应。而且，这 八家配资认购方既非收购方格力电器，也不是被 收购方珠海银隆，换言之，他们对协同效应的产 生并无贡献（至于格力集团的贡献己经体现在了 其原有的股份价值之中）。这样一比较的话，难 道配资价格不应该高于换股收购的作价吗？而以 协同效应产生之前的格力股票价格购得协同效 应产生之后包含着银隆的格力股票，岂不是大 大地让八家配资认购方占了便宜？

由此，无论格力换股收购银隆的作价是不是 合理，也无论前20个交易日均价的90%是不是符 合配资定价的惯例，在当下这个案例中，至少把 配资价格定得和收购换股作价一样高，就意味着 增发的价格被压到了股份的实际价值之下（除非 董小姐承认收购没有协同效应，不过，那就等于 推翻了她“百年大计”的豪言了）。这样看来，格 力电器的此次配资还的的确确涉嫌大股东自利交 易，所以，也的的确确有必要让没有利害关系的 中小股东来批准一下。从这个角度看，格力电器 的公司治理机制还不乏值得称道之处。从本次 股东决议的结果看，它的治理机制还真的起到 了防止大股东借助自利交易坑害中小股东的作 用。既然是自己公司的章程定下的规则赋予了中 小股东监控大股东关联交易的权力，那么，作为 董事长的董小姐又何必因为大股东的关联交易被 否而发怒呢？恰恰相反，格力电器这种优良的 内部治理机制正好给中小投资者带来信心，而 这又将推高公司的股价，降低其融资成本。对 董小姐而言其非可喜之事？说她不该怒，此其 一也。

再者，本次格力收购银隆的方案已经得到通 过。至于另一项被否决的所谓总体性议案一一 《关于公司本次发行股份购买资产并募集配套资 金暨关联交易符合法律、法规规定的议案》一一 一看名称便是滑天下之大稽。交易符不符合法律 法规岂能由股东投票决定？这岂不是将股东当成 了法官？因此，这个决议无论表决结果如何，都 不应产生任何法律后果。于是乎，董小姐要实现 其百年大计，并没有什么法律上的障碍。与一 个企业家心目中得偿企业百年大计的夙愿相 比，个人区区几个百分点的增持受阻又算得了 什么呢？董小姐不该怒，此其二也。然而，格 力董事会事后却以上述总体性提案被否决为由, 终止了收购银隆的方案，其法律依据究竟何在, 着实令人费解。

最后，从董小姐在股东大会上的讲话看，她 完全是一位为企业歹单精竭虑的优秀职业经理人。 不过，面对股东们否决其配资方案，董小姐一怒 之下甩出“我五年不给你们分红，你们又能把我 怎么样”的话来，这恐怕就要不小心触碰了法律 的底线。不错，董事会分红还是不分红的决定通 常受到“商业判断规则”的保护，不容股东说三道 四。可是，这条规则有个例外，那就是不允许董 事会的判断出于恶意。一般情况下，股东们要想 证明董事会的恶意几乎是不可能完成的任务。可 是，董小姐的这一席话倒很可能成了“不分红 是为报复中小股东不同意配资''的证据，这样 一来，这个不分红的决定恐怕就很难逃过“恶 意”二字了。因此，董小姐大概最最不该冲着 分红的往事发怒了。

有此三不该，董小姐何不暂息雷霆呢？毕 竟，再好的商业判断也只是主观判断，在最终得 到事实证明之前，一个人眼中的百年大计也完全 可能是另一个人眼中百年昏招。优秀的经理人只 有经过市场的大浪淘沙才能最终浮现。写到这 里，不由想起了英国《经济学人》杂志评论硅谷 创业大拿的一句话来：“每个乔布斯背后也都有 一个杨致远。”

UJ 本节2016年11月3日首刊于“新财富杂志”公众 号，收录书中时有增改。

⑵参见“并购汪”：《格力百亿配融被否，董小姐 VS中小股东？》。

13］参见“并购汪”：《格力百亿配融被否，董小姐

VS中小股东？》。

囲参见“雪球”相关报道。

第二十九节公司狙击手：董事之仇， 股东之友

南玻董事们的集体辞职，不惜丢下“金色降 落伞”，一致挂冠而去的场面确实火爆，不仅招 来网民和专家们对“野蛮人”“血洗”董事会的唏嘘 之声，还引来了深交所的关注函和证监局的监管 函。从万科到南玻，A股仿佛也正在进入一个公 司狙击手(corporate raider)抢夺上市公司控制 权的热潮时代。

如何理解公司狙击手们在资本市场中的地 位，采用怎样的措施妥善规制他们的行动？这或 许更加值得监管者们的关注。为此，不妨先来回 顾一下美国资本市场上公司狙击手们从纵横叱咤 到沉寂蜕变的往事，让我们聚焦在最具传奇色彩 的两位风云人物Carl Icahn和T.Boone Pickens身 上。

Pickens与联合石油（Unocal）

20世纪70年代中后期到80年代的最初几年是 石油公司的黄金时代，伴随阿拉伯石油危机和伊 朗伊斯兰革命，几年间原油价格从1972年的每桶 5美元涨至50美元，1981年更达到顶峰一一每桶 100美元。伴随油价的飙升，石油公司利润疯 涨，产生了大量的现金流。

1985年4月8日，美国第12大石油公司Unocal 的股东们收到一项前重后收购要约，发出要约的 正是Unocal公司最大的股东，掌握了公司大约 13%股份的Mesa石油公司，控制Mesa的就是 Pickenso Mesa的收购条件是：在首轮以每股54美 元的价格现金收购Unocal公司37%的股票，从而 令其持有的股票略高于50%,以取得公司控制 权；对于余下的Unocal股票，Mesa则将以表面价 值为54美元的高风险、低顺位的劣后债作为对价 进行收购。这被称作“前重后轻的双层要约”団\_。 要约发出的时候Unocal的市值将近70亿美元，每

股价格在35〜40美元之间。

在Mesa要约发出五天之后，Unocal的董事会 第一次开会研讨对策。董事们认为Mesa的要约严 重低估了Unocal股票的价值，如果完全清算的 话，Unocal每股的现金价值至少应当在60美元以 上。两天之后，董事会再次举行会议，并一致批 准了一项自我收购方案。据此，Unocal将以每股 72美元的价格，向除Mesa以外的股东收购Unocal 股票，对价的支付形式是Unocal公司的债券。此 项收购原本有一项前提条件，只有当Mesa取得 6400万股Unocal股票（约占己发行股票的51%） 之后，Unocal才会对余下的49%的股票进行自我 收购。不过，最终迫于机构投资人的压力， Unocal决定以72美元的价格无条件回购30%的股 票。

Pickens随即将Unocal告上法庭，认为自己作 为大股东却遭到Unocal董事会的不当歧视。特拉 华法院驳回了Pickens的诉请，并确立了有名的

Unocal规则⑵\_。此后，Unocal和Mesa达成和解， Unocal同意以每股72美元的相同价格收购Mesa持 有的1/3的Unocal股票，于是，Mesa的损失被降低 到1亿美元（由于获得税收方面的优惠，Mesa最 终还获得了8500万美元的收益）。而对Unocal而 言，尽管赢得了诉讼，保住了管理层，却为此增 添了 40亿美元的新债务。

Unocal借着70年代中后期的石油危机积聚起 大量的现金流，但这些钱却没有得到有效运用。 由于1981年以后世界油价大幅走低，所以，从股 东的角度看，对现金流最好的使用方法是派发股 息或者回购股票，让现金回到股东手中。可是， 坐拥大笔现金的公司管理层并不这样想。把钱交 还给股东等于削弱了管理层自己的权力。Unocal 的管理层为扩大自己控制的帝国的规模，花大代 价却得不偿失地继续钻探。市场对这种低效行为 作出了惩罚，当时，Unocal股票的市值只相当于 其净资产价值的45%o Pickens曾不无嘲讽地

说：“在纽约证交所的地板上找石油比从地下 找石油更加便宜！”

Pickens正是冲着Unocal巨大的现金流去的， 虽然他最终未能取得Unocal的控制权，但这次攻 击的实际效果则是Unocal向股东们回购大量股 票，等于让管理层将现金交还给了股东。正如著 名金融经济学家Michael Jensen所言***，***大量自由现

金流将造成的股东与管理层之间严重的利益冲突 團—。所以，Pickens对Unocal的这次攻击有效制

止了管理层利用

积的现金自肥，从而损害股

东们的利益。

Icahn与环球航空（TMA）

1978年美国航空业去管制之后，与各大航空 公司一样，曾经名列美国四大航空公司之一的环 球航空面临激烈的竞争形势。不过，与同行不同 的是，环航的经营似乎从来就在泥沼之中难以翻 身。早在成立之初的1930年到1932年，它每月的 净亏损差不多就达到20万美元。此后，在商业大 亨休斯控制公司的40至60年代，环航更被当作了 这位大亨的私产。休斯随心所欲地调用公司的资 产，占用环航的新型飞机去四处游玩，为等待迟 到的好莱坞小明星，他也可以让航班延迟。银行 拒绝再为休斯把持的环球航空贷款，这位大亨最 终被赶了出去。休斯的继任者对航空业缺乏热 情，转而把资金投入地产行业，先后购买了希尔 顿集团和21世纪房产公司。这些投资让公司债台 高筑，到1984年，环球航空的母公司环球公司索 性将航空公司分离出来，任其自身自灭。与此同 时，环航强大的工会组织时不时出来闹罢工，更 让公司的经营举步维艰。

就在这样的背景之下Icahn下手了。他先从公 开市场上购入了环球航空20%的股票，随后发起 了对公司的控制权之争。当时Icahn的主要竞争对 手是德克萨斯航空公司的总裁Lorenzo,不过，这 个此前解散了大陆航空公司工会的工会克星是环 航雇员们避之不及的凶神。最终，受工会组织强 大影响的环航董事会选择了Icahn,后者取得了公 司77%的股份，成为环航的掌门人。尽管这位没 有航空业经营经验的华尔街资本大鳄花费了 80% 的工作时间在环航的经营上，包括策划了环航与 Ozark航空的合并，最终还是无法让这家积重难返 的公司振作雄风。于是，Icahn开始了拆解环航的 计划。

1988年Icahn以杠杆收购的方式将公司私有 化。其交易价格是每股20美元现金外加市值约18 美元的垃圾债券(junk bond),相比私有化要约 之时的股价，溢价率约为18%。97%的环球航空 小股东投票支持了此项私有化方案。由于Icahn持 有公司近八成的股票，他也获得了每股20美元的 现金，共计4亿6900万美元。而为支付收购对 价，环球航空则背上了5亿4000万美元的债务。 私有化完成后，Icahn持有环球90%的股份，剩余 10%归员工持股计划所有。此后，Icahn开始分拆 出售环球航空资产以换取现金。1991年，他将环 球航空最值钱的资产一一纽约飞往伦敦的跨大西 洋航线一一以4亿4500万美元的价格出售给了美 国航空公司。从此，环球航空一蹶不振，于1992 年申请破产。债权人接管了 Icahn持有的90%环航 股票中的88%,后者则在第二年离开了环航。

不过，Icahn作为环航1亿9000万债权的持有 人再一次对环航出手。在破产重整计划中，他与 环球航空签订了一项为期八年的协议，获得了以 55%的折扣价格购买环航主要国内航线机票的权 利，后来这一折扣购票协议又延伸适用到其时刚 刚出现的网上订票。据估计，这项协议让环航每 年损失约1亿美元。1995年，环航再次陷入破 产；1996年环航800号航班发生爆炸，造成230人 死亡；2001年在第三次破产之后，经营了70余年 的环球航空最终与美国航空合并。

以往人们往往将Icahn视作摧毁环航的元凶， 然而，正如一位美国航空业的资深分析人士所

言，环航的倒下根本不是哪一个人的责任，而是 这家公司几十年来一贯经营不善的宿命

(Andritsakis, The Failure of TWA： Setting the Record Straight)。尤其要注意的是，Icahn大规模 拆解公司始于其将环航私有化之后，而此时他既 是公司的产权人，又是它的经营者，根本不存在 产权与经营权分离的代理人问题。当股东自己在 拆解一家公司的时候，很可能这家公司继续经 营真的不如零楚发卖更值钱。

从公司狙击手到积极股东**(shareholder activist)**

1976年，Icahn向他的投资人发出一份备忘 录，这份备忘录后来被称为“Icahn宣言”，它吹响 了公司狙击手们攻击美国上市公司的号角。Icahn 宣称先大量购入价值被低估的公司的股票，再 通过以下四种方式来掌控这些公司的命运，这

种投资策略能够带来丰厚的利润。他列出的四 或者出售给“白衣骑士”； （2）发动股东委托 投票战（proxy contest,谋求更换管理层）；

种攻击方式是:

(1)

说服管理层将公司清算

（3）进行要约收购；（4）将股票卖回给公司 ，即所谓的''绿邮讹诈55 （greenmail）。在"Icahn宣 言''的指引下，80年代出现了一大批公司狙击 手，除了Icahn本人和Pickens之夕卜，其中的著名人 物还包括对迪斯尼公司发动规模近3亿美元“绿邮 讹诈”的Saul Steinberg以及为美国公司法留下浓墨 重彩的Revlon规则的Revlon公司敌意收购者 Ronald Perelmano

这些公司狙击手们让上市公司的管理层坐卧 不宁，因为他们直接冲击着在产权与经营权分离 的公司治理架构下内部管理者的安乐小窝，让他 们面临被扫地出门的威胁。而对上市公司的外部 公众投资人来说，公司狙击手却往往意外地成为 他们的福音。无论是迫使管理层出售公司，还是 挑起董事席位争夺战，狙击手们所到之处，几乎 总伴随着股价的攀升。

正如我们在前面两个小故事里所见，无论是 保住了公司的Unocal还是最终被肢解掉的环航, 外部投资人都得到了实实在在的好处。即便公司 狙击手们最富争议一一或者说最臭名昭著一一的 攻击策略“绿邮讹诈”，经验研究也显示它能给外 部股东带来收益囲一。

进入90年代，公司狙击手们似乎销声匿迹 了，以至于《纽约时报》发出了“公司狙击手们 去哪儿了"的疑问也\_。这或许有两方面的原因， 一是“毒丸''的问世回一以及美国各州反收购立法的 兴起，使得威胁公司管理层的一条主要途径一一 敌意收购变得困难起来。二是80年代为狙击手们 提供大量资金弹药的垃圾债券市场随着垃圾债鼻 祖Michael Milken的入狱而受到冲击，此后，尽管 垃圾债券的发行量有增无减，却再也没人能像 Milken那样高效地推销巨额的垃圾债。

进入21世纪，一些老狙击手们又重现江湖， 转身成为了积极股东，而Icahn依然是其中的领军 者。与原来的狙击手们略显不同的是，积极股东 在目标公司持股的比例有所降低，并且通常并不 直接以敌意收购为目标。相反，他们更多利用股 东提案的权利，迫使管理层将他们的提案付诸股 东大会表决，由此影响公司的经营战略、资本结 构和治理机制。2002年，由这些积极股东管理 掌控的资产只有230亿美元，而到2014年，这个 数字激增到1660亿美元；而积极股东发动的积 极干预事件也由2001年的97起增加到2012年的 219起(evestment)*。*遭到积极股东干预的目 标公司往往具有这样一些特征：市值对账面资 产价值的比例低、红利数额小、CEO报酬高、 收购防御措施多，而这些特征都指向经营管理 和公司治理的缺陷*。*譬如，Icahn的积极干预战 略与其从前的狙击战略如出一辙，就是瞄准价值 被低估的公司。

那么，这些积极股东的干预究竟有没有给外 部股东们创造出价值呢？对此，持肯定见解者以 为：和公司狙击手一样，股东的积极干预让公司 的产权人重返监督和决策的舞台，是对现代公司 治理中代理人成本这个核心问题的直接应对。而 反对者则认为积极股东的干预迫使公司管理层放 弃长期战略，转而注重短期股价变化，因此损害 公司的长期利益。尽管研究者的争论还在继续， 不过，近来发现积极干预为股东创造出价值 ——乃至长期价值——的证据似乎越来越多口

O

不妨来看几个近来遭到Icahn积极干预的著名 案例。2007年，Icahn开始增持摩托罗拉公司的股 票，并发动股东委托投票战寻求董事会的席位， 但没有获得成功。第二年，Icahn继续增持至

6.3%,还向摩托罗拉的股东发出公开信，声称董 事会不该是一个“乡村俱乐部”。两天之后，摩托 罗拉董事会宣布将公司一拆为二。但Icahn并未罢 休，又将持股比例提升到10.4%,并要求将公司 出售。2011年，摩托罗拉最终以125亿美元的价 格卖给了谷歌，摩托罗拉股东因此获得高达63% 的收购溢价。

2013年，戴尔电脑的创始人迈克戴尔发起公 司私有化闻。针对这一私有化计划，Icahn发出一 系列致戴尔股东的公开信，并利用媒体发动了一 场反对私有化的宣传战，他自己更直接参与到收 购戴尔的竞价之中。不过，这次Icahn的反对并没 有奏效，最终戴尔先生完成了对戴尔电脑的私有 化。尽管如此，Icahn的积极干预运动还是让私有 化价格每股升高了 10美分，并且股东们还获得了 每股13美分的特别红利。据估计，Icahn本人则从 中获益2亿美元。

2013年4月，苹果公司宣布一项规模达600亿 美元的股票回购计划，同年8月Icahn开始增持苹 果股票。此后，他要求苹果公司利用低利率进一 步将回购计划的规模扩大到1500亿美元，并为此 会晤了苹果公司CEO库克。尽管苹果最终没有按 照Icahn的要求进行回购，但是仍然将回购的规模

增加了50%,由600亿美元增加到900亿美元。

这几个例子中Icahn的干预有胜有败，但总体 而言都给公众投资人带来了好处。无论是从前的 公司狙击手还是如今的积极股东，如果他们的攻 击和干预没有带给他们超出其持股比例的好处， 他们的行动就会惠及全体股东。既然现代公司治 理的根本矛盾在于内部管理层与外部投资人的利 益冲突，那么，有人代表分散的股东们来挑战紧 密的管理层，自然就会对后者造成压力，防止其 过度谋私自肥。

不过，狙击手也好，积极股东也罢，其行动 的出发点当然是为谋求自身利益，因此，假如他 们的行动促成了与公司管理层的通谋，进而使 其获得超越持股比例的好处，那么，这些狙击 干预行动就可能损害其他股东的利益。从本质 上说，如果狙击手或者积极股东能被收买，因 此其行动没有对公司管理层形成实际的去职压 力，那么，这些行动就可能不会给股东整体带 来好处。经验研究似乎也证明了这一点：只有 带来后续收购兼并的积极股东干预事件才推动了 公司价值的上升段。

经理之仇，股东之友

现代上市公司治理的最主要特点是产权与经 营权的分离，这种分离的好处无疑是促进了经营 管理的专业化。为了充分发挥管理层的专业优 势，法律甚至有意排除作为产权人的股东对具 体经营决策的干扰，于是有了给予管理层决策 充分尊重和保护的“商业判断规则”(business judgment rule)。在美国，即便允许股东对经营战 略等提出议案付诸股东大会表决，但是，即便这 些议案获得通过，通常也不对管理层具有拘束 力，是否遵照行事仍由管理层裁量决定。

然而，这种对上市公司管理层经营决策的尊 重有两大制度性前提，它们确保管理层不至于无 忧无虑地侵蚀股东们的利益。其一是上市公司股 份在具有流通性、透明性的市场上交易，因此， 对管理层的经营成效不满的股东可以选择用脚投 票，进而令这些公司的股价下跌；而那些认为股 价低于公司真实价值的投资人又有机会大规模购 入股票。为了确保信息在资本市场上的有效传 递，便利投资人评判业绩与股价，法律严格禁 止公司的内部人士造假或者隐匿。

其二是股东对管理层具有最终的选任权，也 就是让股东握有用手投票的大权。对于大多数小 股东而言，用手投票成本过高，与其在公司里持 有的利益相比得不偿失。可是，那些更具有专业 经验的投资人却可以借助市场聚集起大比例的股 权，对他们来说，用手投票把低效低能的管理层 赶走带来的收益可以超过行使选任权需要付出的 成本。于是，忌惮着被赶下台管理层才会愿意为 股东谋福祉，而非只顾自己捞好处。这就是法律 不许管理层恣意削弱股东选任权的原因边L

然而，制度本身不足以威慑管理层，还必须 有人利用这样的制度，把纸面上的威胁实实在在 地推到公司管理层的眼前，公司狙击手们正扮演 了这个让制度长出牙齿的角色。这些资本市场上 嗅觉灵敏的猎人们在金钱利益的诱惑之下紧紧 盯住上市公司，用自己的判断力觉察他人未有 觉察的机会，靠自己的信用调动一切可以调动 的资金，最后也要以自己的身家来承担攻击失 败的后果。把这些狙击手们称为资本市场上的 企业家(entrepreneur)并不过分，正是他们搅动 起的“创造性破坏(creative destruction)才让 上市公司的掌门人们不敢懈怠。

在硬性预算约束之下，公司狙击手们干的是 高能量、高风险的活，我们见过银行被纳税人救 赎的事，却没见过公司狙击手以及他们控制的对 冲基金被纳税人救赎的。从这个意义上说，他们 实实在在是在玩自己的钱。在市场严厉的激励作 用下，狙击手们必需最大程度地投入脑力与精 力，因此，他们觉察到的机会自然不是那些没有 将身家投入资本博弈第一线的人能够觉察到的。 换句话说，我们观察不到狙击手们观察到的“代 理问题导致的股价被低估”凹—再正常不过，要是 旁人都能观察到机会，那狙击手还怎么赚得到钱 呢？假如我们真的相信市场的力量，那就不要 将自己的判断凌驾于市场的判断之上——股价 有没有被低估，就看市场究竟让狙击手们赚了 还是亏了 O

说到这里，现代公司治理中产权与经营权分 离的专业化模式与市场竞争对代理人的制约，这 两者的关系就显得再清楚不过了。没有市场的制 约，经理人将得以无拘无束地谋求私利，又哪 里谈得上运用什么专业知识来经营公司呢？失 去市场约束的经理人，他们要不断磨砺长进的 专业技能大概只剩下损人自肥的本领。如此一 来，现代公司就将根本失去其作为经济发展策 源地的制度性功能。请问在公司治理中，“第一 层次和根本性的问题”到底是专业化分工呢，还 是运用市场机制抑制代理人问题心\_?

有人问：“并购能够必然像传统公司治理理 论预期的那样，可以实现改善公司治理，降低代 理成本的目的吗？"由］\_当然不是，这世上原本就 没什么“必然”的事情一一阻碍并购同样不会“必 然”降低代理成本。重点显然不在于并购一实 际是以此为代表的市场竞争——必然带来好 处，而在于相比高能量(high-powered)的市 场竞争机制，还有什么其他替代机制能更有效 地抑制代理人成本。目下看来，科学研究发掘 到的证据站在市场竞争这一边。

当然，公司狙击手们监督上市公司管理层并 非出自什么公心，而是为谋求私利，只是像“无 形之手”指挥之下的其他市场参与者一样，他们 的自利行为无意识地促进了公益。因此，监管者 要确保狙击手自身受到市场机制的有效制约，而 不能让他们轻易钻了市场的空子。具体而言要管 住两点，一是前面己经提到过的防止公司狙击 手和管理层的通谋。从这方面看，在狙击手的 各种攻击策略中“绿邮讹诈”的确值得警惕。不 过，研究也表明这种策略也未必一定损害其他外 部股东的利益。毕竟想要成功地讹诈就要伴有抢 夺控制权的实际可能性，对管理层而言，这便与 敌意收购一样具有威胁性。为此，特拉华州法律 采取的立场似乎比较妥当，即不一概禁止“绿邮 讹诈”，而是进行逐案分析，只禁止那些让管理 层借机巩固自身地位的讹诈。

二是要让公司狙击手们切实接受硬预算的 制约，避免出现道德风险。这方面不仅意味着 堵住狙击手转嫁失败风险的漏洞，也意味着要管 控住他们募集资金的渠道。一方面狙击手必须 向募资对象作出充分的信息披露，另一方面为 攻击上市公司这种高风险投资活动提供资金者 也必须具有认识风险和承担风险的能力。从这 个意义上说，公司法要放开，但证券法要收 紧。

如果把控住了以上这两道闸门，那么，公司 狙击手们就有可能帮助上市公司分散的外部股东 克服集体行动的困境，对公司内部管理层形成有 效的制约，真正成为“经理之仇，股东之友”。

E参见第二章第五节。

⑵参见第二章第五节。

1. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 1986.
2. Macey & McChesney, A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail, *Yale Law Journal* 1985; McChesney, Transaction Costs and Corporate Greenmail： Theory, Empirics and a Mickey Mouse Case Study, *Managerial & Decision Economics* 1993.
3. Isa, Where, Oh Where, Have All the Corporate

Raiders Gone? *， New York Times ，* June 30, 1996.

回参见第二章第七节。

[7] Brav et al., Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance, *Journal of Finance* 2008; Bebchuk et aL, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review* 2015.

国参见第五章第十九节。

[9] Greenwood & Schor, Investor Activism and Takeovers, *Journal of Financial Economics* 2009.

旦皿参见本章第二十七节。

HU引文见FT中文网《“血洗”董事会：上市公司 不堪承受之重》。

£121引文见FT中文网《“血洗”董事会：上市公司 不堪承受之重》。

[13]引文见FT中文网《“血洗”董事会：上市公司 不堪承受之重》。

第三十节拿什么拯救你，我的公司？

一阵喧嚣过后，伴随安邦的撤退，国人对于 万豪和喜达屋并购交易的热情也迅速冷却下来。 也许很少有人会注意2016年4月8日这两家分别召 开股东大会，双双批准了此项并购交易。其中， 97%的万豪股东和95%的喜达屋股东对这一交易 投了赞成票。然而，第四章第十六节曾提到：在 安邦于2016年3月31日宣布退出竞购之后，次日 万豪的股价应声大落4美元以上，跌幅将近6%。 如果与万豪宣布收购喜达屋的前一交易日，即 2015年11月13日的收盘价相比，2016年4月1日万 豪股价的下跌幅度更是高达8%左右。既然股价跌 得这么厉害，为什么万豪的股东们还会以如此的 高票批准收购喜达屋的方案呢？（这得票比例简 直与人大通过政府工作报告有得一拼嘛！）

实际上，不光光是这一次万豪的股东们无视 股价下跌，高票支持收购交易，金融学家的研究 表明：在美国，尽管并购交易往往带来收购方股 价的下跌，然而，每当收购方的董事会将收购方 案提交股东大会表决，绝大多数情况下，股东们 总会支持董事会的提案。在以股票作为对价一一 通常对收购方股价更为不利一一的并购交易中, 收购方的股东们表决批准收购方案的比例高达 95%虬

我们知道，美国上市公司的股权高度分散， 即使像万豪这样具有较为浓厚的家族色彩的上市 公司也有将近70%的股权分散在数百家的机构投 资人手中。那么，在没有控股股东操盘的情况 下，究竟是什么原因让收购方的股东们置自身股 价的下跌于不顾，而对并购交易乐见其成呢？

投资组合

其实，此中的道理并不复杂，那就是美国的 机构投资人常会进行广泛的投资组合，因此，他 们往往同时握有并购双方公司的股票，而且持股 比例大体相当。投资组合的主要目的是通过多元 化的投资，分散、化解各投资对象之间的非系统 性风险。由于在并购交易中，收购方一般会向目 标公司支付高额溢价，从而在自身股价下跌的同 时推升目标公司的股价。所以，对于那些同时在 两边持股的股东而言，这此消彼长的股价无非是 将左口袋的钱转移到了右口袋。假如并购交易本 身能够为双方企业的投资人带来收益，那么，目 标公司的得益也应当超过收购方的损失。如此一 来，在并购交易中脚踏两条船的股东们非但能做 到“田内损失田外补”，还可能赚得一票飞来之 财，又何乐而不为呢？

根据公开披露的信息，笔者查询了万豪和喜 达屋双方持股比例前20位的机构投资人，发现其 中近一半（9家）机构同时位列这两家公司的前 20大机构投资人。并且，仅这9家机构投资人合 计在万豪与喜达屋的持股比例就都达到1/4左右

（见下图）。可见，万豪和喜达屋的机构投资人

们确实进行了相当程度的投资组合，因而从他们 的整体投资利益看，批准两家合并没有多少损 失。

Starwood与Marriot前20大机构投资人重合（截至2015 年12月31日）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 机构名称 | Starwood 持 AS 数(比例％ ) | Starwood 持股 卅名 | Marriot持股数 （比例％） | Marriot 持股 排名 |
| Vanguard | 9.761.976 | 2 | 15.426.449 | 2 |
| Ciroup | (5-71) |  | (6.05) |  |
| Stule Street | 7,745.333 | 3 | 7,888.652 | 5 |
| Corp | (4.56) |  | (3.09) |  |
| Morgan | 6,082,770 | 4 | 4.432,964 | 7 |
| Slanlcy |  |  | ，疽卩 |  |
| Black rock | 4,49&459 | 6 | 4.929.292 | 6 |
| Inslil.uiona' | (2-65) |  | (1-93) |  |
| Trust |  |  |  |  |
| Blackrock | 2,682,247 | 11 | 3,077.811 | 9 |
| Fund Advisors | (L58) |  | (1.21) |  |
| IMRILC | 2.508.307 | M | 9.50 LX7I | 1 |
|  | (1-48) |  | (3.73) |  |

续表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 机构名称 | Starwood 持股 数（比例％） | Stan/vood 持，投 排名 | Harriot持股数 （比例％） | Marriot 持，投  排名 |
| Jennistm | 2.191.956 | 17 | 14,737,575 | 3 |
| AsgciiOvs | (1.29} |  | (5.78) |  |
| Iwo Sigma | 2.151.356 | 丨8 | 1.6X7,267 | 2() |
| Invcslmcnl | (1.27) |  | (0.66) |  |
| Northern | 1 .涕5.488 | 2() | 2.506,908 | 16 |
| Trusl Corp | (1-10) |  | (0.98) |  |
| 合厂持度匕夠 |  |  | 25.17% |  |

假如以此项并购获得股东批准十日之后的股 价看，万豪的股价较并购宣布的前一交易日下跌 约5.20美元，而喜达屋的股价却较并购宣布的前 一交易日上涨约5.03美元。这一跌一涨基本抵消 了股价变化对两头持股的机构投资人的影响。而 如果这一并购的确具有创造协同效应的好处，那 么，从长期看，这些投资人仍可能从并购中获得 净收益。然而，对于那些不持有相应比例喜达屋 股票的万豪股东而言，恐怕就不得不扛起并购交 易造成股价下跌的不利了。假如万豪真的像法律 上拟制的那样，成为一个独立的“人'’（所谓的法 人），那一定会悲催地慨叹：股东们真是靠不住 啊！

空心股东

股东们到底有多在意公司的利益呢？在并购 的情景下，同时持有买卖两边股票的股东们不会 特别关心哪一边的利益，而更会关注两边的整体 利益。不过，比起那些仅仅通过投资组合分散风 险的投资人来，更加老辣的玩家甚至就会不惜把 一边的公司玩残废了。让我们来看一个华尔街上 有名的故事。Perry是一家纽约的对冲基金，它拥 有美国知名的品牌药生产厂家King大约1.8%的股 票。2004年7月26日，位列美国最大的通用药生 产商之一的Mylan宣布了一项收购King的交易， 每股King的普通股据此可以获得0.9股Mylan的股 票，收购溢价率达到61%。该并购交易需要得到 双方股东的批准方能完成交割。

并购交易宣布之后，King的股价上涨，原本 Perry可以就此出售其持有的King的股票获取利 益，不过，人家还想玩得更大。Perry釆取了一种 所谓“并购套利”(merger arbitrage,又称“风险套 利”（risk arbitrage））的策略。简而言之，在以 股票作为对价的并购交易中，交易宣布之后到正 式交割完成之前，按交易表明的换股比例看，收 购方的股价会高于目标公司的股价（换言之，0.9 股Mylan股票的价格会超过1股King股票的价 格）。这是因为交易能否最终完成具有不确定 性，双方股价的差异代表了市场对这种交易风险 的估值。利用这种股价的相对差异，投资人可以 买入目标公司的股票，同时卖空相应数量的收购 方股票。假如交易顺利完成，目标公司的股票就 将按并购协议中约定的比例转换成收购方的股 票，双方股价的相对差异也随即消失。此时，投 资人原先以较低价格买入的目标公司股票就可以 被用来清结它以较高价格卖空收购方股票的头 寸。从这一进一出之间，投资人便实现了套利。

PerrylE是实施了这样的套利策略，它迅速将 其在King的持股比例扩大到2.1%,同时相应卖空 380余万股Mylan的股票。一旦套利成功，Perry的 收益将大约达到1440万美元。当然，Perry的套利 策略成功与否，取决于Mylan能否完成对King的 收购。世事难免节外生枝。在华尔街著名的公司 狙击手Carl Icahn的带领下，一干积极投资人大举 购入Mylan股票，并公开宣布将在Mylan的股东大 会上投票反对此项并购交易。截至8月18日，这 些反对派股东己经取得了 Mylan己发行股票数额 的 6.8%o

Perry觉察到事态严重，随即也开始购入 Mylan的股票，意欲在股东大会上投票支持并 购，以便抵消反对派的影响。为了不引起市场的 警觉（如果市场觉察到Perry购入Mylan股票的行 为，会认为并购完成的几率升高，从而令King与 Mylan股价的相对差异缩小，减少套利的获 益）,Perry在其外部法律顾问的建议之下，决定 根据《证券交易法》13条（g）项的规则，推迟 公告披露其在Mylan的持股状况。

与此同时，为了降低购入Mylan股票的风 险，Perry^进行了一项掉期（swap）交易。根据 此项交易安排，掉期的相对人（counterparty）将 为Mylan股价的下跌向Perry提供补偿。因此，借 助这样的安排，Perry其实不会承受并购交易对 Mylan产生的经济影响，却可以作为Mylan的股东 行使投票权，从而左右并购交易的进程一一正是 不折不扣的所谓“空心投票” （enpty voting）人。 对Perry而言，并购是否有利于Mylan根本事不关 己，重要的只是促成收购，由此从套利交易以及 其此前拥有的King股份中获利。最终Perry获得了 Mylan 10%以上的股票。

SEC认为Perryffi迟披露其在Mylan的持股状 况违反了《证券交易法》13条（d）项规则，要 对其作出处罚。而Perry则认为其收购Mylan股票 的行为属于“常规经营过程中”（in the ordinary course of business）的购股，无需依13条（d）项 进行披露（后来，Perry在迟延2个多月后作出了 相关披露）。双方各执一词，最终达成和解，

Perry向SEC缴纳了15万美元的罚金，而Perry总计 购入的Mylan股票价值却高达近5亿美元。*最终,* Mylan与King的并购交易由于其他原因而未能完 成。

股东私利

股东作为公司的产权人仿佛总会为公司的最 大利益着想，于是，公司的利益常常被等同于股 东的利益，或者说，股东被当作了公司的主人。 而董事与管理层则被视为怀揣着小九九的“代理 人"，是公司的治理结构中需要监督防范的对 象。不过，实际上股东们绝非铁板一块。且不论 控股股东与小股东之间常常存在利益冲突，后者 一不留神就会沦为前者宰割的对象。即便在股权 高度分散的公司中，一方面由于投资组合让股东 的利益不再与特定公司的利益紧密捆绑在一起； 另一方面，许多特定性质的股东都可能怀揣着各 自独有的私利。以上我们谈到的是股东利用金融 衍生品交易谋求私利的例子。此外，譬如工会或 者雇员养老基金作为公司的股东时，就会偏向于 雇员的利益，而不惜利用其表决权损害其他股东 的利益更。

从中国的经验看，近来伴随上市公司“壳”价 值的攀升，夺“壳”之战愈演愈烈。而博弈各方在 竞相取得股权后，又常常利用其表决权竞相拆 台，令公司的决策陷入僵局，公司的正常运作也 随之陷入瘫痪。据说，上海新梅由于这样的股权 争夺，竟然出现了八项决议事项中有六项在股东 大会上一并遭到否决的奇状。

集体行动的困境，加之股东之间的利益冲突 都促使我们反思公司治理中的一项核心问题一一 董事会与股东会的权力配置。这一点上，中美公 司法的态度迥异：美国釆用董事会中心主义，而 我们则规定了股东会中心主义。假如不仔细甄别 股东与公司的利益差异，想当然地把公司的最终 决策大权留给股东会，那么，或许有一天我们真 的会发现：不知道该拿什么来拯救我们的公司。

[1] Burch et al., Is Acquiring-firm Shareholder

Approval in Stock-fbr-Stock Mergers Perfunctory?

*Financial Management，* 2004.

[2] Ashwini, Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders： Evidence from Proxy \bting, *Review of Financial Studies ，* 2011; Anabtawi, Some Skepticism about Increasing Shareholder Power, *UCLA Law Review ，* 2006.

第三节卡梅伦走了，王石走不  
走？

2016年6月下旬来到北欧度假，刚一落脚， 两桩热闹事接着来到。先是万科纷争再添好戏， 独董爆了公司的料；几个小时过后英国公投开 宝，大不列颠脱了欧，首相卡梅伦宣布即将下 台；再转过天来宝能竟表示要罢免王石。于是按 耐不住，又想多几句口舌。这两桩热闹正好凑上 了同一个节骨眼：正主要发声，掌柜的到底怎么 着？实际上，治理国家与治理公司着实有道理相 通的地方，研究公司法的学者也早有将公司视同 一个共和国的观点。

像在哪里？

我们就先来看看两者像在哪里。一个现代的 国家，主权在民众，政府代表国民来治理这个国 家。平常的时候，国家如何运作，法律政策如何 制定，基本轮不到国民插嘴，而由政府一一包括 立法、行政与司法三个分支一一来审时度势，酌 情定夺。作为国家的正主，国民主要的权力在于 选举政府的组成人员，选举一旦结束，大权基本 就旁落了。这就是所谓的代议民主制，或者叫间 接民主制一一国民只管选人，不管定事。不过， 这只是常态，特殊情况下，民主国家也会让国民 直接对具体的国是政策发表意见，通常这些政策 事关国家的重大体制问题，譬如英国的这次全民 公投。

一个现代的公司，产权在股东，管理层代表 股东来治理公司。平常的时候，公司如何运作， 商业决策如何制定，基本也轮不到股东插嘴，而 由管理层——包括董事和经理人员一一来审时度 势，酌情定夺。各国法律的具体规定虽然有所不 同，但作为公司的正主，股东最主要的权力都是 选举出董事（再由董事选聘经理），董事选定 了，股东一般也就没有多少机会对公司事务说三 道四了。法律上以商业判断规则来维护这种股东 选人，董事定事的公司治理基本秩序。不过，特 殊情况下，股东也有权直接对具体的公司经营政 策发表意见，譬如重大资产重组或者公司并购。

之所以要将国民和股东这样的正主隔绝在具 体决策之外，最明显的原因是节约决策成本。要 让几百万、几千万甚至上亿、上十亿的国民对具 体国策发表意见，那成天组织公投都来不及，更 不知要耗费多少金钱和时间。上市公司的股东人 数也常常相当可观，要组织一次股东大会投票表 决同样代价高昂。据说在美国，上市公司一次股 东投票耗资总要数百万美元，费时也要以月计。

不过，让国民或者股东直接参与决策的弊端 还不止于耗时与费钱，更重要的是即便放开这种 直接参与，决策的效果也不见得会更好。这是因 为普通民众或者股东缺乏必要的信息来参与决 策。一方面，他们不是治理国家或者公司的专 家，缺乏必要的政治、经济或者商业知识和技 能。另一方面，普通民众或者股东也常常没有意 愿去掌握和处理参与决策所需的信息。搜集信 息、处理信息当然是有成本的，而且还不是一星 半点的成本，追踪国民经济数据，或者了解公司 财务状况绝不是轻松简单的活计。可是，纵然有 人愿意为此投入成本，真的弄清了决策的得失利 害，他那庄严神圣的一票在百万、千万乃至亿计 的国民，或者几万、几十万的股东中绝对是沧海 一粟，根本左右不了大局。换句话说，花了成本 也不会让决策的结果变得对自己更加有利。于 是，这种决策成本与收益的严重比例失调显然会 让明白事理的国民和股东置身世外，不去搜集决 策的信息，也放弃参与决策的权力。政治学家将 此称为选民的"理性无知5, (rational ignorance), 而金融学家则把它叫作“股东的冷

漠”(shareholder apathy)。实际上，选民为何愿 意去投票长久以来一直是困惑政治学家的一个 谜。

即便去投票的选民也未必经过深思熟虑、充 分论证才投下一票，而更可能让直觉和感情来决 定自己的选择。据说，此次英国公投脱欧之后才 有众多民众去搜索欧盟为物，倘若不是谣言，那 正好体现出选民的决策可能缺乏有效的信息依 据。公投之前，素以自由主义立场著称的英国

《经济学家》杂志也对公投的做法表示质疑，其 最主要理由也是担心民众对脱欧这样牵涉众多、 影响复杂的决策没有足够的信息作为判断依据。

当然，无论代议制民主还是管理层决策，都 是让少数专业人士替利害相关的多数人拿主意， 选民或者股东没有理由不怀疑专家代表是不是会 以权谋私、坑害正主。对此，政治学家说是“绝 对的权力导致绝对的腐败”，而经济学家则管它 叫“代理人成本因此，尽管国民和股东要放手 让专家们作决策，但也不能不对其有所约束。

这种放权与约束的平衡成为包括国家和公司 在内的所有组织治理的核心问题，著名经济学 家、诺贝尔奖得主阿罗(Kenneth Arrow)最早也 最系统地指出了这个问题。在其名著《组织的局 限》(The Limits of Organization)中，阿罗称此 为''权力与责任,，(authority and accountability)的 均衡。无论在现代国家还是在现代公司中，这一 均衡主要都表现为间接决策的机制。就是让政府 和公司管理层拥有具体决策的强大权力，同时又 通过国民和股东的选举权让决策者对自己的不当 决策承担责任一一糟糕的决策加大下台的可能 性。由此看来，现代国家的治理与现代公司的治 理的确神形兼似。然而，大同不蔽小异，细细咀 嚼，国家治理与公司治理至少还有以下两样差 别。

差在何方？

代表谁的利益？代议制民主政府中，民意代 表为实现各自代表的选民的最大利益常常会进行 选票交易：今天你为我着力推动的议案投一张赞 成票，明天我也为你力挺的议案投一张赞成票， 结果双方想要的提案都得以通过。虽然向民意代 表个人输送金钱买票属于违法行为，但这种投桃 报李的选票交换原则上是合法的，甚至还可能得 到鼓励。英语里有个单词叫“滚圆 木”(logrolling),说的就是这种投票交易。另一 种异曲同工的做法是在一个民意代表提出的议案 中写进其他诸多民意代表想要的内容，然后一揽 子通过这样的综合性议案，又是一个皆大欢喜的 结局，美国人管这叫“公共大巴法案”(omnibus bill) o

代议制民主之所以需要民意代表进行选票交 易是因为每个民意代表都只代表一部分的民意， 而每个代表背后的选民又有着不同的诉求。况 且，这些诉求的性质还各不相同，除了民意代表 自身的评估之外，旁人不容易知晓代表背后的选 民对于每一种诉求究竟有多么强烈的偏爱或者厌 恶。比方说，林区的选民最想让中央政府补贴其 基础教育，不过，他们又想要保护环境，不希望 太多人来旅游；城里的选民最想修建铁路，便于 去林区观光，可他们又不愿多掏钱资助别人的教 育。假定任何一项提案都要得到林区和城里选出 的民意代表的同意才能成立。于是，如果没有选 票交易，那么，由林区和城里的代表分别提出一 项补助教育的议案和一项修建铁路的议案的话， 这两项提案就都无法通过，两地选民最强烈的诉 求也就都要落空。而有了选票交易之后，林区和 城里的代表可以达成协议，前者为获得最想要的 教育补助而支持后者最想要的修建铁路；反过 来，后者也以支持教育补助为代价换取修建铁路 的利益。双方尽管各有得失，却都得大于失，结 果可谓双赢。就本质而言，政治上的选票交易与 市场中的商品交易没什么两样，都是互通有无、 谋求双赢。

然而，公司法对董事的态度却很不一样。董 事尽管也是由股东选举产生，但法律要求他们对 全体股东承担忠慎义务(fiduciary duty) 无 论是不是把自己选上台的股东。换句话说，董事 们代表的不是哪一部分股东的利益，而是股东们 的整体利益。在这样的前提下，董事之间并不允 许进行选票交易：既然每个董事巳经代表了全体 股东，再要交易就只能是将股东的利益和股东以 外之人的利益作交换，而这样做直接违背了董事 对股东的忠慎义务。

要求董事代表全体股东的利益，潜台词是上 市公司的股东们有着大体一致的利益诉求，这就 是将公司的资产价值最大化。虽然在现实中股东 们的利益并不总是那样铁板一块，譬如员工持股 的股东除了重视股票价格，还会关心员工福利， 而釆用了对冲策略的基金投资人则可能无视公司 投资的风险山\_,不过，拥有这样特殊利益的股东 毕竟属于例外。并且，与选民利益相比股东们的 利益更为同质，基本不存在难以用金钱计量的利 益，因此，将这种便于计量的利益加总最大化具 有现实的可行性。

由于同质性程度的差异，和股东利益相比， 由选举产生的代理人来实现选民的利益更有可能 出现偏差。即便代理人忠实可靠，要对正主—— 法律上称为“本人”一不同质的利益进行权衡， 出现背离本人偏好的概率依然不小，就更不用说 代理人假公济私的危险了。譬如前面的例子里， 林区选出的代表以牺牲环境换取教育补助，到底 是不是真的体现了林区的民意呢？民意代表对此 不同性质的利害做的取舍未必符合选民的取舍， 在此意义上，让真正的主人直接发声在国家治理 上也许比在公司治理上更有必要。

有无市场竞争？上市公司作为一种从事商业 活动的市场主体，面临着不同维度的多种竞争。 如果管理层经营不善，导致产品质量下滑或者生 产成本增加，那么，这个公司在产品市场的竞争 中就会处于劣势，业绩将随之下滑，股票价格跟 着跌落。而资本市场上警觉的投资人可能从中嗅 到机遇，在公司控制权市场上发起竞争攻势，通 过敌意收购更换公司原先的管理层。而被替换下 来的管理层又要面临经理人劳动力市场竞争的压 力，只能再次竞争上岗谋取新职。即便没有遭遇 敌意收购的攻击，资本市场的巨大流动性让投资 人得以方便地用脚投票，撤出对经营无方的公司 的投资。这样一来，这些公司的融资成本上升， 最终可能无以为继陷入破产，管理层同样面临解 职失业的压力。因此，市场竞争是公司治理的重 要一环，尤其对于法律制度难以克服的管理 层“怠政"问题，只有市场竞争才能加以遏制。

在市场竞争方面，国家的治理截然不同。纯 粹由政府提供的公共品一一譬如国防、外交、治 安、环保一一基本不存在竞争，外国政府不可能 代替本国政府来提供这些公共服务。而国际上也 没有一个政府组成人员的劳动力市场。一个国家 的领导人干得再出色也不能跑到另一个国家去执 政——顶多给人家做个顾问；一个国家的领导人 干得再差劲也不会被别国的领导人取代掉。同 样，国家之间也没有敌意收购这回事，要真有那 就叫侵略战争了。最后，一个国家的纳税人即便 要用脚投票，也不是那么容易的事。各国接受外 国移民多有严格限制，因此移民外国代价高昂， 对于普通老百姓而言常常可望而不可及。

市场竞争的缺失令代表国民治理国家的政治 家比起代表股东治理公司的经理人来面临更少的 压力，也让选民通过选票追究政治家责任变得愈 发困难。由此带来的一个结果是：选举中当政者 可能比挑战者拥有更大的优势。因为不像公司经 理人那样，执政权的挑战者此前可能没有机会展 现其实际执政的能力，而选民也更难了解挑战者 的执政能力。如果选民普遍抱有厌恶风险的倾 向，那么，选举就会向现任当政者倾斜。就像英 语里的那个成语说的，“己知的恶魔强过未知的 天使"(A known evil is better than an unknown angel.) o于是，在不受市场竞争制约的国家政治 中，国家的主人比公司的主人更需要亲力亲为加 强对代理人的监控，防止其擅权妄为。让国民通 过公投的方式直接发声是监控的一条途径。与之 相比，在竞争充分的市场环境中，公司的股东直 接发声参与经营决策的必要性就要小得多。

王石走吗？

英国公投落幕，支持留欧的首相惜败，尽管 没有法律责任，也没人要罢免他，但其全力鼓吹 的重大政策得不到多数国民的认可，无疑是政治 上的巨大失利。为此，卡梅伦黯然宣布下台势所 难免，也是担负其政治责任的必要方式。那么， 接连遭遇第二和第一大股东公开反对，甚至面临 罢免危机的王石去留又当如何呢？

一方面，股东的确是公司最终的产权人，对 董事和经理人的选任拥有不可剥夺的权力。假使 股东大会真的通过更换管理层的议案，那王石先 生也只有鞠躬下台了。然而，另一方面，从上面 的分析可见，与国家治理相比，在公司治理中更 有必要将法律上的主人与经营决策隔绝开来，以 便保障拥有信息与技能优势的专家在复杂的决策 活动中独立发挥主导作用。至少要避免由于股东 的干预造成公司决策权力的真空，从而令公司经 营陷入混乱的局面。为此，以美国的做法看，基 本没有只提罢免，而不提替换人选的股东提案， 而宝能的提案恰恰是只见废、不见立。

此外，为避免股东对经营活动的无谓干扰， 维护经营决策的相对稳定，也不能过于轻易地让 股东撤换管理层。因此，美国的法律在更换管理 层决议案的攻防中有意釆取了一些利于管理层的 规则，例如加重发起撤换决议的股东的经济负担 ——他们必须自掏腰包展开攻势，唯有撤换成功 之后方才能向公司报销费用，而现任管理层则可 以直接利用公司的资金展开防御。

最后，即便大股东成功撤换了管理层，新的 管理层仍然应当是全体股东的利益代表，而非大 股东独家的代表。无论董事还是经理人都不能牺 牲小股东来迎合将自己选上台的大股东。为避免 大股东利用其选举权欺凌小股东，美国公司法不 仅规定了董事对股东的忠慎义务，同样规定了大 股东对小股东也负有忠慎义务。如果大股东操纵 其选出的董事坑害小股东谋取私利，那么，不仅 是董事，而且大股东本身也要对小股东承担赔偿 责任。

无论如何，万科的管理层人选之争一旦拉开 帷幕，除非王石等现任管理层主动下台，否则双 方就应当在广大投资人面前堂堂正正地打一场攻 防战，各自摆明道理，努力争取多数股东的支 持。王石走不走，最终的裁断还在万科的产权 人。

£1］参见本章第三十节。

第三十二节百度要是违了法，股东又 能做些啥？

2016年年初，百度卖贴吧，以及后续遭36家 公益组织举报发布假广告，涉嫌违反《广告法》 《医疗广告管理办法》的事件在网上持续发酵。 作为一家上市公司，百度的一系列争议行为不仅 牵扯到行政违法（乃至刑事犯罪），也同样事关 公司治理。那么，行为不端的公司对股东可能负 有怎样的责任呢？

尽管针对百度将贴吧卖给不良人士是否违 法，知乎上的回应见仁见智，不过，国家网信办 似乎己经认定百度实施了违法行为。根据新华网 的报道，网信办针对百度贴吧存在“违法违规”信 息等问题，约谈了百度负责人。而且，网信办负 责人己经要求相关部门“依法依规对百度予以处 罚"。那么，假使百度违了法，它的股东们又能 做些什么呢？以下，我们不妨参酌一下美国的经

验。

经董事会同意

我们要分析的第一种情形是百度董事会知悉 并同意违法出售贴吧和投放广告的行为。通常情 况下，出售公司资产一一只要未达到出售全部或 者“实质上全部”(substantially all)资产的程度 ——是董事会的固有权力，属于日常经营决策的 一部分(签约投放广告就更是如此)。因此，董 事会的这些决定无论在股东看来多么糟糕，董事 们都无须为此承担法律责任。法官们认为：在如 何经营公司方面，他们并不比董事更加高明。因 此，董事们经营决策的优劣原则上不受司法审 查，这就是公司法上的“商业判断规则”(business judgment rule )。

不过，董事们要想受到商业判断规则的保 护，在其作出决策的时候就必须恪守诚信(good faith)***，***并且充分掌握决策所需的信息(on informed basis)*。*假如股东们能够证明董事违反 了这两条，商业判断规则便不再是董事的保护伞 —-尤其当法院认为董事们有违诚信的时候。那 么，什么是董事们必须恪守的诚信义务呢？在著 名的也是极富戏剧性的迪斯尼股东派生诉讼判决

***(In re Walt Disney Shareholder Derivative Litigation*** )中，特拉华州最高法院认定：诚信义 务包括董事“按照纯正的忠诚，以及为公司及其 股东竭诚奉献的标准，而需实施的一切行动"。 同时，该判决列举出三种董事违反诚信义务的情 况，其中之一就是“故意违反现行的实定法律”。

非但美国最为重要的特拉华州公司法釆用了 上述标准，纽约州的公司法也持类似立场。在适 用纽约州法律的***Miller v.AT&T*** 一案中，美国联邦 第三巡回区上诉法院明确表示：商业判断规则不 保护董事的违法行为，“纵然这样的行为完全是 为了公司的利益着想"。因此，假如百度涉及的 违法行为确实经过董事会同意或者默许，那么， 百度的董事们就有可能实施了有违诚信的商业决 策。而违背诚信其实是违反了董事忠慎义务

(fiduciary duty)中包含的“忠诚”义务(duty of loyalty, ***Stone v.Ritter*** *)。*于是，股东可以提起 诉讼，要求董事赔偿损失，或者要求撤销董事会 作出的商业决策。

未经董事会同意

我们再来看另一种情形，那就是百度的违法 行为纯属执行管理层，或其基层员工所为，并未 得到董事会的同意。这种情况下，董事本身并没 有蓄意违法的行径，因此，股东们不能直接以此 追究董事们的责任。不过，此时，百度董事会可 能违反另一项义务 监督(oversight)义务，

即董事会监督执行管理层和各级员工在业务活动 中遵守法律法规的义务。与常见的股东主张董事 会行事不当的案件不同，主张董事会违反监督义 务的股东，实际上是在指责董事们的不作为。

当然，要董事会监督管理层乃至员工的各项 具体业务活动，以保证不出现违法情况，若非完 全不可能，至少也是成本巨大。因此，在确立董 事监督义务的特拉华州判例(***In re Caremark International Inc.Derivative Litigation*** ) 中，法院 只要求董事会确保在公司中建立起能向其准确传 递信息的汇报渠道，以便董事会根据这些信息作 出经营决策。至于具体建立一套什么样的信息传 递与汇报渠道，则仍然属于董事会的商业判断， 在很大程度上取决于成本一收益比较。

说来也巧，泳一案涉及的也是与百度 卖贴吧类似的医疗领域的违法行为，这恐怕与此 领域受到严格监管有关。***Caremark***是一家提供医 疗保健服务的企业。美国的联邦法律禁止此类企 业通过向医生支付回扣的方式，利诱医生们为其 介绍病人。于是，***Caremark***的管理层与业务人员 就以咨询服务费，或者研究基金的名义，变相向 医生支付回扣。结果引来了执法机构的调查与指

控。

针对***Caremark***董事会未能釆取有效措施，及 时掌握其员工的违法行径，特拉华州衡平法院

(Delaware Court of Chancery)的首席法官Allen 指出：“董事的义务包括基于董事会自身的诚信 判断，努力确保公司建立一套充分的信息传递与 汇报机制”。而全然不作这种努力，则可能表示 董事会彻底、系统地放弃了自己的监督义务，进 而表明董事会的行为有违诚信。根据***Caremark***案 的标准，股东在两种情况下可以追究董事违反监 督义务的责任。一是董事会未能建立任何信息传 递或者汇报监控机制；二是虽然有这样的机制， 董事会却让其形同虚设，未能借此实施监 督。***Caremark***案本身涉及的主要是前一情形。

而2013年特拉华衡平法院判决的另一起案件 则涉及后一种情形。这一案件的被告是一家中国 在美借壳上市的公司 艾瑞泰克(China

Agritech)*。*艾瑞泰克的股东起诉认为该公司实 施了一系列虚假交易，而董事会却对此视而不 见，所谓的内部监控机制形同虚设。譬如，该公 司虽然设有审计委员会，却在两年之中从来没有 开过会。公司提交给SEC和中国监管机构的利润 报告大相径庭。该公司聘请的外部审计机构一一 安永会计师事务所一一向公司致函表示公司的财 务报告严重失实，管理层没有及时釆取纠正措 施，并且，安永因而辞职。根据这些事实，特拉 华法院认定艾瑞泰克的董事会涉嫌违反其监督义 务(" ***re China Agri tech Shareholder Derivative Litigation*** )。

不过，对于认定董事违反监督义务，特拉华 州法院的态度通常比较谨慎。如果不涉及公司管 理层和员工的违法或者欺诈行为，法院一般不会 轻易追究董事未尽监督义务之责。例如，在花旗 银行股东针对董事会未釆取足够风险控制措施， 造成公司在金融危机中巨额损失的诉讼***(In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation )*** 中，法院表示：“仅凭公司追求商业风险并受到 损失这一事实，不足以证明董事会具有不端行为 ——即便损失是灾难性的"。所以，公司没有对 所谓的市场风险警示信息釆取措施，并不代表董 事们违反了监督义务。就实质而言，特拉华法院 追究董事监督责任的依据仍然是其未按诚信原则 行事，根本放弃了对下属违法、欺诈行为的掌 控。因此，违反监督义务依旧是董事违反诚信义 务（最终是违反忠慎义务）的一种表现。

那么，百度对于投放虚假广告，以及贴吧存 在的大量虚假信息，此前有没有建立合理机制， 令这些涉嫌违法的行为信息得以传递给董事会 呢？对此，百度在2016年1月16日的声明中没有 任何说明。不过，从其提出的启动“小门神”计划 和“全民举报”计划的整改措施来看，似乎表明在 此之前，即便百度的一线员工也缺乏有效机制侦 测掌握虚假信息。倘真如此，就遑论让这些信息 上达董事会了。

至于董事会是否违反了监督义务，恐怕最终 的症结在于百度的董事们如果秉持诚实信用的宗 旨，是否会认为应当对在其网站发布虚假信息的 行为进行侦测和管控。如果答案是肯定的，而百 度恰恰又没有这样做，那么，它的董事们就有可 能违反了自己的义务。不过，无论如何，百度的 董事们都不必为此而担心。因为作为一家注册于 开曼群岛的公司，特拉华州法律加给公司董事的 种种忠慎义务基本都不适用团\_。所以，只有那些 像艾瑞泰克一样不幸借了个特拉华公司的壳登陆 美国股市的公司，他们的董事才需要关心一下特 拉华法律对董事行为的约束。

公司的社会责任

抛却明显的违法犯罪行为，公司究竟是否应 该在道义上自律，维护社会公益，不做有损公众 福祉的事呢？这个问题在公司治理领域被称 作“公司的社会责任"(corporate social

responsibility)问题。对于这个问题，最具影响 力的回答大概是诺贝尔奖得主弗里德曼(Milton Friedman)的那句名言：“公司唯一的社会责任就 是挣钱,，I2J\_o而美国法律对于公司社会责任问 题，基本也体现了类似的思想。在著名的。。dgg ***v.Ford Motor Co.*** 一案中，法院明确宣示："组建 与经营商事公司的基本目的是为股东追求利 润"。因此，董事会在决策公司事务时，无权将 有利于股东以外的其他主体当作主要目的。

然而，另一方面，只要董事会有理由相信增 进社会公益的行为符合股东的最佳利益，法院就 不会推翻董事会的这些决定，而是允许其受到商 业判断规则的保护(***Shi ens ky*** v. ***Wrigley*** *)。*因 此，当代大量出现的公司慈善行为并不被视为违 反董事的忠慎义务，相反，很多州都立法授权公 司进行慈善捐赠。至于慈善捐赠以外更加广泛的 社会公益行为——环境保护、消除歧视等一一究 竟是有利于股东，还是体现了董事们满足个人理 念的代理人成本？金融学和公司治理的文献中对 此众说纷纭。不过，近来似乎有越来越多的研究 支持公司承担社会责任有利于股东利益團\_。而 且，积极承担社会责任的公司似乎也不是那些代 理人成本问题特别严重的公司囲一。

倘若有关公司社会责任的研究果然找到了股 东利益与社会公益可以并行不悖的证据，那么， 恐怕公司法的规则也将被改写。无论如何，在涉 及生命健康安全的医疗保健领域，立法者无疑有 责任加强监管，维护公众利益。而无视这些公益 性法律的公司，非但僭越了法律的红线，也罔顾 了对股东们的义务。

LU参见第五章第二十二节。

1. Friedman, The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, *New York Times Magazine* 1970
2. Deng et al. Corporate Social Responsibility and Stakeholder \^lue Maximization： Evidence from

Mergers, *Journal of Financial Economics* 2013; Dimson et aL, Active Ownership, *Review of Financial Studies* 2016.

1. Ferrell et al., Socially Responsible Firms, *Journal of Financial Economics* 2016.

第七章证券监管的基石

本章导读

2016年中国的资本市场可谓波澜不断，伴随机构 投资人的成长与活跃，证券监管中的新问题也不断浮 现出来，诸如信披违规的处置，险资入市的管控等一 系列话题促使我们重新认识证券监管的原点，设计出 符合资本市场发展规律的有效监管政策。

资本市场的出现为充分调动社会资本，促进资本 的有效配置，促使其流向最能创造效益的生产部门提 供了可行性。金融经济学的研究表明，强有力的金融 体系是国民经济快速发展的动力之源。尤其是与以银 行信贷为金融体系中心的经济体相比，以资本市场为 中心的经济体更加有益于形成创新产业，进而实现经 济的长期可持续发展。在此意义上，建立和维护健 康、高效的资本市场真正是事关民族复兴的大事。

近二十年来金融学研究的另一大成果就是发现法 律体系对资本市场的发展具有深远的影响。资本市场 归根到底是一个信用市场，绝大多数的投资人、发行 人、中间人素不相识，从未谋面。要他们彼此产生信 任，愿意投入到利害攸关的交易中去，不可能依赖所 谓“熟人社会”的关系网络，而必须依赖法律编织起来 的中立而有效的规则之网——能够被充分践行的法律 规则构成了陌生人社会中信用的最终保障。

资本市场可谓人类社会最为精巧复杂的系统之 一，而证券监管就是要维护好这个复杂系统健康有序 的运行。在资本市场上，投资人既像其他市场的参与 者一样，需要为自身的行为决策承担责任，同时，他 们又面临着其他市场的参与者很少面临的“集体行动困 境”以及代理人成本这两大难题。为克服这两个难题， 证券监管以保障市场的信息透明作为基石，这就要求 严厉打击欺诈和内幕交易行为。除此之外，为维护资 本市场的自由与开放，确保其在供求机制作用下自然 形成价格，打击操纵市场行为也是证券监管一项重要 任务。

本章第三十三节直击证券监管的核心任务之一

——禁止内幕交易，这一节介绍了美国在此方面长期 积累的经验，其中不乏中国监管部门值得反思与借鉴 之处。第三十四节分析了证券监管中的一大课题，即 监管措施究竟应该侧重被监管行为的形式还是其实 质，虽然对这个难题不太可能作出一个简单划一的解 答，但这一节还是为此提供了一些基本的思路。第三 十五与三十六两节针对2016年中国资本市场上频繁出 现的大额持股信披违规事件，介绍了美国在这方面的 应对措施，并特别分析强调了大额持股以及与之紧密 相联的敌意收购在现代公司治理中发挥的无以替代的 作用，也再次呼应了第六章中有关外部治理重要性的 论述。最后，第三十七节解析的是针对当下中国资本 市场上保险资金大举进入，监管者应该秉持的原则立 场与政策方向，这一节呼吁建立统一的证券监管机 制，并准确地打击操纵市场的行为，以此规范、引导 险资服务于资本市场的健康发展。

第三十三节美国怎样控制内幕交易？

美国的证券市场上没有类似于中国的上市公 司主动长期停牌机制，他们的停牌权归根到底在 交易所(或监管部门)，并且时间一般都比较短 暂。于是生出一个问题来：中国停牌制度的主要 目的据说是防止内幕交易，那么，美国人没有停 牌，又该怎样控制内幕交易呢？

法律规则

美国法律对证券市场内幕交易的否定由来己 久。早在《证券法》和《证券交易法》问世之前 的1909年，美国联邦最高法院就明确判决董事利 用不为公众所知的信息，向外部投资人购买股票 构成欺诈***(Strong v.Repide*** )。此后，1934年成 立的《证券交易法》第16条b项直接限制了内部 人士的短线交易，而更为重要的第10条b项则成 为日后美国内幕交易法发展的基石。概而言之， 美国的内幕交易法主要涉及两个问题：一是什么 样的信息构成内幕信息，从而不得被用来交易； 二是谁属于内幕人士，从而被禁止交易由一。

什么信息？被禁止用来交易的信息必须是非 公开的，也就是不为市场上的外部投资人所知的 信息。这一点也许比较清晰，不过，仅仅非公开 信息还不足以成为被禁止的对象一一此种非公开 信息还必须具有重要性(materiality)*。*什么 叫，，重要性”？就是一件让人犯难的事了。难上加 难的是，美国的法院还有意避免给重要性立下一 个明确的标准。

在与内幕交易密切相关的不实陈述案件中， SEC和美国法院都拒绝为信息的重要性立下一个 量化标准，以免为违规提供一幅路线图図\_。其 实，美国监管者的这种态度可以追溯到1976年联 邦最高法院的一则判决***TSC Industries***

***Inc.v.Northway Inc.***。在该案判决中，法院将重要 性抽象地定义为“有被合理的投资人认为会严重 改变整体信息背景的充分可能性”。法院拒绝定 下一条泾渭分明的规则，而是要求在以下两方面 因素之间作出权衡。一方面需要赋予投资人期待 的信息，另一方面又要避免投资人被不必要的信 息淹没，并且令证券发行人承担不必要的披露成 本。

后来，在Hqsz'c ***Inc.v.Levinson*** 一案中，美国 联邦最高法院又针对公司并购信息的重要性重申 了这种模糊的权衡标准。在该案判决中，对于公 司管理层有关潜在并购的商谈是否构成重大信 息，最高法院一方面拒绝接受第三巡回区联邦上 诉法院有关只有形成原则协议的商谈才成为重大 信息的固化规定，另一方也否定了第六巡回区联 邦上诉法院公开否定存在并购计划的言论一律属 于重要信息的观点。最高法院认为，对潜在的并 购商谈是否构成重要信息，要考虑并购实现的可 能性与交易的规模综合判断。模糊的规则若加上 严格的实施和高昂的惩罚，比起清晰明确的规则 来，更能发挥震慑有意违规者的作用。在不能确 知自己的行为是否超越法律的边界，而越界又将 面临严重后果的时候，有心打擦边球的人恐怕也 会掂量一番究竟还要不要擦边。

谁来交易？对于这个问题，SEC的态度可谓 一贯比较激进。最初，SEC釆用的是“信息均 等”(parity of information)理论。照此理论，拥 有非公开信息者要么做到自律，不借用这些非公 开信息来交易，要么先公开这些信息，随后再去 交易(disclose or abstain) (/n ***re Cady Roberts & Co.*** ) o不仅如此，倘若严格遵循信息均等理 论，那么，实际上并不存在公司外部与内部人士 之分。只要持有非公开信息一一哪怕这种信息是 交易者自己搜集研究得来一一就不得在公开这些 信息之前进行交易。

1980年，SEC的这种激进观点遭到了美国联 邦最高法院的否定。在***Chiarella v.United States*** 判决中，最高法院指出：必须先披露再交易的只 有那些对交易对方负有忠慎义务(fiduciary duty)或者与对方处于某种信任关系之中的人。 该案中，Chiarella是并购交易中收购方聘请的印 刷公司的职员，并不对目标公司的股东负有此种 义务或处于此类关系之中。因此，Chiarella利用 其从雇主那里得到的非公开信息交易目标公司的 股票并不构成内幕交易。

***Chiarella***案确定的规则给打击内幕交易造成 了法律困难。尤其在要约收购交易中，非公开信 息的来源多是要约收购方，而根据***Chiarella***的判 决，利用这些信息交易被收购方的股票就不会构 成内幕交易。为了填补这个规则漏洞，SEC于 1981年通过了Rule 14e-3o这一规则在涉及要约 收购的领域重申了“信息均等”的观点。据此，任 何掌握有关要约收购的非公开信息者，无论其是 否负有忠慎义务，是否通过自身努力取得信息， 甚至也无论是否获得要约方或者目标公司的授 权，均不得利用这种信息进行交易。SEC这项涵 盖广泛的规则能否得到最高法院的支持呢？这要 等到十六年之后才能见分晓。

在此之前，最高法院先确立了另一条针对内 幕交易的重要规则——接受透风者(tippee)的 内幕交易责任。*在****Dirks vSEC*** 一案中，最高法院 认为：如果要追究外部人士接受透风之后交易公 司证券的责任，必须符合这样一些条件。首先， 向外部人士透风的人必须违反了其自身对公司股 东负有的忠慎义务，这就要求透风人能借由透风 直接或间接得利。其次，接受透风的外部人士必 须知道或者应当知道透风者违反了其负有的忠慎 义务。*在****Dirks***案中，由于透风者透风的目的不 在于谋求私利，而是为揭发公司的不法行为，因 此透风者并没有违反其忠慎义务，于是，接受透 风的Dirks先生也被免于追究责任。

2014年，以审理证券案件见长的第二巡回区 联邦上诉法院又作出了一则有关透风交易的重要 判决 ***United States v.Newman*** *。*由于2015年联

邦最高法院拒绝对此判决调卷再审，因此，该判 决实际上成为了目前美国的法律规则。***Neiman*** 案的判决认为，既然•瓶s案表明透风者违反忠 慎义务意味着必须获得私利，那么，要求接受透 风者知道或应当知道这种义务违反，也就包含了 接受透风者知道或者应当知道透风者获利的事 实，并且，透风者获得的利益必须是“金钱性的 或具有类似价值的好处"。假如不能证明这一 点，接受透风者便无需承担内幕交易的责任。该 判决给SEC打击内幕交易造成了负面的影响，此 后，SEC撤回了多项针对接受透风者的内幕交易 指控。

2016年，美国联邦最高法院时隔33年后再次 作出有关透风交易的判决，部分修正了上述 ***Newman*** 案的立场。***Salman v. United States*** 案牵涉

到的几个当事人都是一家子。弟弟把内幕消息透 露给了哥哥，哥哥自己没有交易，却悄悄把消息 透给了自己的朋友、本案的被告Salman先生，而 Salman和那位透出风来的弟弟又是连襟。最高法 院一致判决认为：“透风者将保密信息当作礼物 送给，实施交易的亲戚，即构成违反忠慎义务”。换 句话说，把信息当礼物送给亲戚或朋友就让透风 者个人得到了利益，哪怕不是“金钱性的或具有 类似价值的好处”。不过，***Salman***案依然留下不 少悬而未决的问题，比如“朋友"的范围有多广

***(Salman***案本身仅涉及“亲戚”)?再如，最终实 施交易的远距离接受透风者(remote tippee)又 是否需要了解透风者与最初接受透风者之间的亲 戚或朋友关系？

最后，再让我们回到SEC发布的Rule 14e-3o 1997年，美国联邦最高法院终于在0?义配 ***States v. 0 'Hagan*** 案中对SEC制定这一规则的权限问题 作出了部分回应，同时也修正了此前***Chiarella***判 决的立场。O'Hagan是明尼苏达州律所Dorsey & Whitney的合伙人。该所受聘成为要约收购方的法 律顾问，借此O'Hagan得知了要约收购的非公开 信息，并借此购入目标公司的大量股票和买方期 权。在要约收购信息公开之后，目标公司的股价 大涨，O'Hagan从中获得了430万美元的纯收益。

法院认定O'Haga僱管对目标公司的股东不 负有忠慎义务，但其交易股票的行为构成对信息 来源——律师事务所及其客户一一的欺诈，违反 了对这些主体的忠慎义务，由此，O'Hagan被判 定实施了内幕交易。CTHagan判决部分支持了SEC Rule 14e-3的立场及其背后的所谓信息盗用理论 (misappropriation theory)。在涉及这一理论的 案件中，内幕交易者欺诈的对象与其交易证券的 发行者并不是同一主体。而假如内幕交易者想要 避免承担内幕交易的责任，只要在交易之前向信 息来源方表明其交易的意图即可。不过，这 种“厚颜无耻的盗用者''虽然可以躲过内幕交易责 任，仍躲不过违反其对信息来源方负有的忠慎义 务之责。

需要指出的是，***O'Hagan***判决只是针对涉及 欺诈性行为的交易者，因此，其涵盖范围仍然小 于SEC Rule 14e-3o后者还包括不涉及欺诈的交 易，譬如某个证券分析师偷听到要约收购方即将 发起收购的内幕消息，进而交易目标公司的股 票。该分析师对信息来源方并不负有忠慎义务， 因此不向其事先披露自己的交易意图也不能算作 欺诈，故而无法根据O'Hog凯 判决追究其内幕交 易的责任。可是，这名分析师的行为依然违反了 SEC Rule 14e-3,在此意义上构成内幕交易。不 过，SEC这种比法院更为激进的规则只能适用于 有关要约收购的案件。

总结以上法律规则，目前在美国可能被认定 实施内幕交易的包含这样几类人。一是对被交易 证券的发行人及其股东负有忠慎义务的公司内部 人士；二是对证券发行人负有特别保密义务者， 如发行人的律师、审计师等；三是知道内部人士 违反忠慎义务透风给自己的接受透风者；四是欺 诈信息来源方交易他人证券之人；最后，在要约 收购中利用非公开信息实施交易者。

执行状况

要探查、搜集内幕交易的证据绝非易事。因 此，虽然根据法律，内幕交易的相对方一一和内 幕交易者差不多同时进行交易的其他投资人一一 有权对内幕交易者提起民事诉讼，不过，实践中 探查惩处内幕交易的责任主要还是落在监管机 构，也就是SEC的头上（投资人提起民事诉讼多 在SEC发动处罚措施之后）。

对于内幕交易者，SEC可以实施行政处罚， 也可以请求法院给予内幕交易者民事处罚，还可 以要求司法部对内幕交易者提出刑事指控。2014 年，SEC共对111名个人或机构提起了内幕交易民 事诉讼，而美国司法部则对20名个人或机构提起 内幕交易刑事指控可\_。90年代末SEC的一份文件 对比了SEC与英国监管当局针对内幕交易的执法 数量。自1980年到90年代中期，英国共提起17项 内幕交易的刑事指控（英国只有针对内幕交易的 刑事诉讼）,而SEC单在1997年一年就提起了57 项内幕交易诉讼囲一。

SEC对内幕交易的侦测主要依靠这样几条途 径。一是其内部的市场监控机制。为贪求最大限 度的交易利益，内幕交易往往伴随大规模的异常 交易活动。借助由纽交所（NYSE）和全国证券 交易商协会（NASD）的执行部门合并而成的金 融业监管协会（FINRA）拥有的强大市场侦测体 系，SEC的市场监控机制随时探察着这样的异常 交易活动。

二是接受因内幕交易而受损的投资人的举 报，尤其是所谓虚价期权（out-ofthe-money options）的出售方。利用内幕信息交易牟利者常 常会购入虚价期权，釆取近乎空手套白狼的方法 以谋得最大利益。比方说内幕交易者有1万美元 可供投资，目下某公司的股票市值10美元，而根 据内幕信息，有人要对该公司发起要约收购，从 而会让其股票涨到20美元。假如内幕交易者立即 买进1000股股票，待信息公开后再以20美元卖 出，可以获利1万美元。而如果内幕交易者以1美 元的价格购进1万份买入期权，约定行权价格为 15美元，那么，待信息公开股价上涨后，其就能 净赚4万美元［(20-15) x 10000 - 10000］。本质 上，内幕交易人借用期权合同的交易特点，建构 起杠杆放大了收益。然而，被内幕交易人蒙在鼓 里出售期权的投资人自然不会乐意，于是，他们 就成了 SEC一个绝佳的内幕交易信息源。

三是接受有关内幕交易的举报。为了鼓励举 报，美国法律规定举报者可以得到相当于内幕交 易者受罚金额10%-30%的奖励。这种独特的奖励 举报的制度被称作“奇探"(qui tam),不仅适用 于内幕交易，也出现在其他违法行为的执行处罚 之中。它虽然源自英国，却已在英伦绝迹，而在 大西洋对岸的美国则大放异彩。

最后，美国政府的其他情报机构以及媒体也 都会成为SEC获取内幕交易信息的源头。例如 2013年SEC调查起诉的一项重大内幕交易案—— 著名对冲基金SAC Capital的内幕交易案，最初就 是源自一名FBI探员提供的线索。透过各种各样 的信息来源，SEC可谓给内幕交易者布下了一张 大网。

然而，即便有各种各样的信息来源，但由于 内幕交易天生的隐蔽性，要切实掌握违法行为的 相关证据仍要耗费SEC很大的功夫。为此，美国 的法律赋予SEC广泛的调查取证权，SEC在其正 式的调查程序中可以行使传唤权，迫使证人作证 或者提交账簿等相关证据。在前面提到的SAC Capital的内幕交易案中，SEC耗费数月时间逐一 排查由与被交易股票的发行方相关人员打给SAC Capital的电话。SEC还发出了 140多项传唤令，搜 集到的证据多达200余万页。

由于内幕交易取证困难，因此其被侦破的总 体比例估计不会太高。这种情况下，为了形成对 潜在违法者的充分震慑，就有必要提高在被侦破 的案件中对违法者实施的制裁。这方面，美国的 法律不可谓不严厉。在民事诉讼中，除了要求内 幕交易者吐出获利之外，法院最高还可对违法者 课以相当于3倍获利的罚金。而在刑事诉讼中， 内幕交易行为构成重罪，法院可以对实施交易的 个人处以100万美元（对公司处以250万美元）的 罚金，并判处长达10年的徒刑。

允许在刑事诉讼之外对内幕交易者课以民事 惩罚，这是美国内幕交易制度的一个特点。英美 刑事诉讼的举证要求十分严格，就内幕交易案件 而言，譬如美国在刑事诉讼中就不允许像在民事 诉讼中那样，凭借交易者持有非公开信息推定其 运用这些信息实施了交易，而必须由检方对实际 运用加以举证。因此，假如光光以刑罚作为震慑 手段，那么，极低的定漱率可能令震慑效果不足 —-违法者容易心存侥幸，再严苛的惩罚措施威 力都会被冲淡。为此，责任认定较为简便的民事 诉讼就具有了重要的补充震慑作用。

除此以外，提升处罚标准的上限也给SEC提 供了一项有效的侦测手段。监管者可以用减轻处 罚作为筹码，迫使涉案人员配合调查、提供证 据。据说，美国几乎所有成功的内幕交易刑事指 控都至少部分依赖于被调查人员的配合回一。而配 合SEC调查的违法者，受到的无论刑事还是民事 处罚程度都比较低，譬如SEC会将民事处罚的金 额降低到1倍的内幕交易获利回一。

几点短评

禁止内幕交易大概是拥有正常资本市场的国 家都要面临的重要课题，中国也不例外。内幕交 易不仅无助于促进资本市场的效率即\_,更会严重 挫伤广大外部投资人对资本市场的信任，进而推 升市场的融资成本。禁止内幕交易的基本出发点 是要区分内部人士掌握的内幕信息与外部人士研 究获得的外部信息，原则上法律只禁止利用前一 种信息实施的交易。美国法院一再强调以“违反 忠慎义务”作为追究内幕交易责任的要件，实际 是要以此区隔这两种不同的情况。

不过，将上述理论用到涉及透风者与接受透 风者的内幕交易上，或许就会出现一些不协调的 地方。追究接受透风者的内幕交易责任当然有必 要，否则有意实施内幕交易的人都可以方便地先 把消息透露给他人，令其交易获益，再转过身来 拿回扣。如此一来，打击内幕交易就成了一句空 话。然而，透风的人的确也有不为谋求私利的， 因此，通过由透风获得个人收益这个要件限制内 幕交易责任也确有必要。

可是，需要通过此项限制给予保护的似乎应 该是透风者，而不是接受透风者。对从别人那里 听来内幕信息并实施交易的人来说，透风者究竟 出于什么动机与他并没多大关系。假如仅仅因为 透风者的善良动机而免除接受透风者的内幕交易 责任，那对后者不啻是天上掉下馅饼来。同样， 进一步要求接受透风者知道透风者获利的事实恐 怕也没有必要，只是徒增追究远距离接受透风者 责任的难度。

美国联邦法院的态度也许是囿于美国反内幕 交易法律体系的特点。1934年的《证券交易法》 本身并没有专门打击内幕交易的规则，这方面现 有的规则是基于反欺诈规则[Section 10 (b)] 演化而来。因此，要追究接受透风者的责任，免 不了要设法认定其对证券发行人实施了欺诈，但 前者往往对后者不负有坦诚相待的义务。于是， 为认定接受透风者的欺诈行为，就不得不将其当 作透风者欺诈行为的合谋者。这样一来，透风者 的动机以及接受透风者对此的知悉，就成为了追 究后者责任少不掉的条件。

接受透风者实施的内幕交易属于由外部人士 掌握的内幕信息，看似位于内部人士利用内幕消 息交易与外部人士利用独立研究获取的信息交易 这两者之间。然而，从本质上说这种交易仍然利 用了内幕信息，如果法律上过于放纵，可能激发 外部投资者刺探内幕信息的热情，加剧寻租行 为，损害市场的正常秩序。这方面，美国的经验 既有值得借鉴之处，也不乏需要反思的地方。针 对接受透风者，受否有必要放弃对透风者违反义 务的考察，而全面引入SEC主张的信息盗用理 论，或许也值得中国的监管者认真思量。

最后，但绝非最不重要的是，打击内幕交易 的目的是维护市场的正常交易秩序。所以，对于 损害市场秩序的措施，需要认真研究其究竟发挥 了几分遏制内幕交易之利，又造成了几分破坏市 场之害。应当在充分权衡利弊之后，方才决定是 否釆用这样的监管措施。这或可谓是中国的监管 机构与金融学者亟需应对的一项重要课题。

m 此外还有一些内幕交易的例外法则，参见第五 章第二十一节。

1. 参见本章第三十四节。
2. MoFo, *Insider Trading Annual Review* 2014.
3. Newkirk & Robertson, *Insider Trading : A U.S. Perspective* 1998.
4. Newkirk & Robertson, *Insider Trading : A U.S. Perspective* 1998.
5. MoFo, *Insider Trading Annual Review* 2014.
6. Givoly & Palmon, Insider Trading and the Exploration of Inside Information： Some Empirical Evidence, *Journal of Business* 1985.

第三十四节拉卡拉的“神迹”与监管的  
逻辑

2016年过了不到五个月，中国资本市场上 的“神迹”己闪现不断。前有同洲电子以“借贷纠纷 仲裁”之名，行“曲线卖壳”之实虬；后有西藏旅 游以突击借贷方式扩张账面资产，躲避与拉卡拉 的交易被认定为借壳⑵一。种种脑洞大开的交易设 计着实考验着监管者的智慧。本节就从拉卡拉的 借壳“神迹”说开去。

“神迹，，的诞生

拉卡拉与西藏旅游的交易目的，明眼人看得 明白，就是要借壳上市。而为规避目前对于借壳 的监管要求，以期尽速完成上市，拉卡拉祭出了 一系列的“神器"，终于创造出一副“神迹"。符先 生的文章说得透彻：拉卡拉为创造“神迹"，主要 是抓住两条。一是制造拉卡拉无实际控制人的表 象；二是做大西藏旅游的资产。而这两条又都是 冲着监管规定一一《上市公司重大资产重组管理 办法》第13条和第14条 而来。简而言之，根 据这些规定，假如西藏旅游此次收购的资产金额 超过其2015年底自身资产总额的100%,就将被视 作借壳（第13条）。而对于被收购资产金额的计 算，要根据被收购的股权是否在被收购企业中拥 有控制权而定：假如没有控制权，计算标准只看 被收购股权本身的价值或成交额，反之，则要根 据被收购企业的资产总额确定被收购资产的金额 （第14条）。

于是乎，通过制造拉卡拉没有实际控制权人 的表象，西藏旅游此番收购资产的金额最低可以 被算作15.48亿元，而非拉卡拉的资产总额110亿 元。然而，这还不够，因为西藏旅游这只壳实在 是不实在，满打满算总资产也就值14.35亿元一一 显然15.48显然超过14.35的100%o所以，紧接着 西藏旅游还必须让自己迅速增肥，这便有了突击 借贷4亿元那一幕。“神迹”的诞生过程说起来并 不复杂，而这一番智力大冲浪的舞台就是那写得 明明白白的监管规定。正因为写得明白，所以， 绕开了这几个条文，也就绕开了监管。在这“全 民创新”的大时代，我们的监管机构究竟是该拥 抱如此“制度创新”的壮举，还是揭穿它的面纱， 将“神迹”打回原形呢？着实进退不可失据。

监管的悖论

拉卡拉的“神迹”或许折射出公司证券法律监 管中广泛存在的一项悖论，那就是：监管规则越 细致明确，有意躲避监管的行为往往也越活跃； 反过来，监管规则越抽象模糊，躲避监管的行为 反而可能得到遏制。其中的道理不难明白，正如 SEC所言，细致明确的规则实际上就是给规避监 管画出了一幅清晰的“路线图”。很大程度上，拉 卡拉“神迹”的出现恰恰是因为《重组办法》细致 描绘了“借壳”的要件，于是，躲避借壳者便有了 按图索骥设计绕行方案的余地。西藏旅游收购拉 卡拉的交易是上述监管悖论一个明显的例证，而 它的另一些例证可能更加隐蔽。

例如，香港的公司证券监管规则对于私有化 交易定有细致具体的程序性要求。这些要求非但 比美国的严格，甚至也比英国和新加坡的规则更 为严格。以香港较为常见的私有化方式scheme of arrangement为例，唯有香港一地在取得占公司股 份总价值75%的股东赞成之外，还要求反对者的 持股比例不超过10% (另一种私有化方式general offer在香港的要求也更为严苛)*。*

面对这种具体而严格的监管要求，香港的上 市公司可能采取了一种隐蔽的规避策略，那就是 不进行私有化，而通过关联交易让控股股东获得 甚至比私有化更大的利益。经济合作组织

(OECD) 2012年的资料显示：香港有36.5%的上 市公司参与关联交易，而在美国，这一比例是 7%,英国为5.5%,新加坡也只有26% (OECD： Related Party Transactions and Minority Shareholder

Rights) o另外，根据笔者近期参与的一项研 究，尽管香港的私有化交易相对数量少于新加 坡，但其关联交易的相对数量却超过新加坡。对 于小股东而言，关联交易可能比私有化危害更大 虬。私有化溢价不足是短痛，而大股东通过关联 交易一次次榨取小股东则是长痛一一尤其在缺乏 富有经验与弹性的司法监督之处。

规则是细致明确还是抽象模糊根本上反映的 是在监管实践中更加强调形式，还是更加注重实 质。细致明确的规则缩小了监管者进行实质性裁 量的空间，促使监管行为向形式倾斜；而抽象模 糊的规则却离不开监管者的实质性裁量，从而让 交易形式的重要性退居其次。

形式与实质

公司证券法律监管究竟应该形式重于实质， 还是实质重于形式？这足足可以成为一篇乃至许 多篇博士论文的题目，这里区区数千字自然不可 能说透。本节借用美国法上的几个掌故，权作破 题的引子。

实际合并***(de facto merger*** )。所谓实际合 并，就是借用替代公司合并的交易形式，实现公 司合并的目的，最常见的替代交易形式是出售资 产。对于目标公司的股东而言，出售公司全部 (或实际全部)资产与出售公司本身都会带来公 司终结的效果，但两种交易安排之下的股东权利 却可能不同。根据特拉华州法律，股东只有在公 司并购交易中才会取得股票回购请求权

(appraisal rights),而出售公司资产则不会带来 这种权利囲\_。因此，当公司选择出售其全部资 产，从而实现被并购之目的的时候，便会有股东 站出来要求法院透过形式认识本质，认定这种交 易构成“实际合并"。

然而，在***Hariton v.Arco Electronics*** 一案中, 特拉华最高法院明确表示拒绝承认所谓的“实际 合并”原理。于是，公司合并与出售资产便走上 了两条殊途一一尽管二者同归于一处。显然，法 院在此将交易的形式高高举在实质之上。特拉华 法院的这一立场得到美国其他许多州的响应，就 连在司法上对实际合并原理最为忠实的宾夕法尼 亚州也最终通过立法将其废止團一。

私有化交易***(going private*** )。关于私有化 交易，特拉华州法院传统上采用最为严格的彻底 公平(entire fairness)原则来检验作为私有化发 起人的控股股东以及目标公司董事会是否尽到其 对小股东担负的忠慎义务(fiduciary duty)。随 着时间的推移，法院又发展出一套程序性要求， 在满足这些要求的案件中，控股股东和董事会的 忠慎义务可以被减轻。具体而言，这类程序性要 求主要有两项：私有化交易得到特别委员会的批 准，以及少数股东中的多数之同意回一。然而，尽 管定下了明确的程序性要求，但在判断私有化交 易是否满足这些要求之际，特拉华法院则并不吝 惜实质性审查。可以说，在此法院运用了形式先 行，实质追随的监管政策。

譬如，*在****Mills Acquisition Co.v.Macmillan Inc.***案中，由于特别委员会成立时间拖沓，委员 遴选及外部顾问选聘都受到管理层的影响，特拉 华最高法院认定董事会违反忠慎义务一一不独立 的特别委员会救不了你図\_!光有独立的特别委员 会还不够，*在****Kahn v.Lynch Communication Systems*** 一案中，特拉华最高法院强调：假如特 别委员会没有与发起私有化的控股股东对等谈判 并拒绝其要约的权力，取得特别委员会的批准也 不足以成为控股股东的保护伞（该案中控股股东 以发起敌意要约收购等措施威胁特别委员会批准 其私有化方案）。

对于少数股东中的多数同意，特拉华最高法 院则在***Weinberger v.UOP , Inc.***判决中表明：少 数股东在投票之前必须得到有关私有化交易的充 分信息——甚至包括控股股东对其从交易中得益 的预期。假如控股股东隐瞒了这些信息，那么， 纵然得到少数股东中的多数同意，仍旧逃不过严 格的彻底公平规则审查。而在认定控股股东的时 候，特拉华法院更是一贯采用实质审查标准。对 于所持股份比例低于50%的股东，法院将考察其 对董事会既往决策的控制力，对私有化交易决策 的影响力，公司对外披露的信息，以及市场对私 有化交易的反应等因素，判断其是否属于控股股 东。根据这样的标准，在上***/Kahn v.Lynch*** 案 中，持股43.3%的私有化发起人被认定为控股股 东，而在***In re Zhongpin Inc.*** 一案的判决中，特拉 华法院更将持股比例仅为17.3%的私有化发起人 朱献福认定为控股股东囲\_。

重大失实 ***(material misrepresentation )****。* 美国证券法的核心是信息披露，但信息披露失实

(或隐匿)只有达到重大的程度才会引发证券欺 诈责任。因此，信息是否“重大”可谓证券法上的 关键问题。可是，对于何为“重大”这个重大的法 律问题，SEC从不愿意定下一条明确的判断规 则。SEC虽然意识到实践中常将5%的偏差作为判 断是否构成重大失实的经验法则，但其仍明确指 出这样的经验法则必须结合具体案件事实，实质 性地判断失实的信息在整体的信息大背景(total mix of information)中是否达到重大之程度(SEC Staff Accounting Bulletin, No.99)。显然，在这 里监管者将实质举到了形式之上。

专长于审理证券诉讼的美国第二巡回区联邦 上诉法院在Gq〃沥0 ***v. Citizens Utilities Company*** 一 案中坚定支持了 SEC这种近乎刻意模糊的实质性 审查标准。该案中，虽然被告不实记录的销售收 入只占其当年总收入的不到3%,但是法院认为， 这个细微的失实足以掩盖被告持续50年的收入增 长业己终结这一重大的经营状况转折。与SEC的 看法一样，第二巡回区上诉法院认定这种隐匿公 司业绩趋势变化的不实信息，即便其在量上微乎 其微，也足以在质上构成重大失实。

监管的逻辑

实胜于形。如果要窥斑见豹，试图从以上的 掌故中解读出美国公司证券法律监管背后的政策 逻辑，那么，也许可以说美国的监管者一一无论 法院还是SEC——特别注重围绕着上市公司的两 大问题：股东的集体行动困境以及由产权与控制 权分离带来的代理人成本，而前一项更为关键。

所谓股东的集体行动困境，这里主要是指上 市公司的股东由于其利益高度分散，因而缺乏单 独挖掘上市公司经营信息的动力。假如拥有一家 市值千万的上市公司万分之一的股票，价值不过 千元，而要切实掌握公司每季度的财务、经营状 况，花费可能过万，面对这样的成本收益核算, 普通小股东恐怕不会愿意主动搜集公司信息。所 谓代理人成本就是公司管理层等实际控制人与股 东的利益发生冲突时，控制人会损害股东以自 肥。尤其当股东不愿意或者无法掌握公司的财务 经营状况时，控制人利己自肥愈加方便。没有准 确的信息披露，就谈不上对代理人的监控。在此 意义上，克服股东集体行动困境是克服代理人成 本的前提条件。正因如此，美国的监管者才将关 注的核心集中在如实披露信息与监控利益冲突这 两个问题上。

这样的政策视角也许能够为美国监管者在形 式与实质之间的选择作出一些解释。对维护市场 秩序最为核心的信息披露，监管者紧盯实质，努 力避免市场主体用形式合法合规来掩盖实质的违 法违规。因此，美国的证券监管大体上秉承实质 重于形式的原则。对于公司管理层与股东之间的 利益冲突，美国的监管者则兼顾管理层的正常决 策需要与损人自费的动机，为管理层提供了一条 形式门槛来减少利益冲突。跨过这道门槛能提升 其行为的合法合规性，但并非得到完全的保护， 对于借用形式掩盖实质的极端事例，监管者仍然 不会拘泥于形式。这似乎就是特拉华法院对私有 化交易的监管逻辑。

最后，对于不涉及信息披露，又没有明显利 益冲突的情况，监管者尊重市场主体的形式选 择，尤其在不同交易形式的确会产生不同交易后 果的时候。这一点在法院对并购形式的监管上得 以显现。以什么样的形式出售公司一一而非是否 出售公司一一既不是信息披露问题，又较少涉及 利益冲突，而主要是一项商业判断。对此，法院 尊重管理层在各种法定交易形式之间自由选择。

形胜于实。注重实质虽然便于有的放矢地击 中监管政策的要害，却也会增添交易的不确定 性，因此，对于高频率出现的交易，形式监管就 变得相对重要起来。不过，对形式的重视不等于 忽略核心监管政策的实质。为此，针对高频率的 交易在定型化的基础上，宜采用选择特定形式即 适用特定监管规则的原则，无论其是否完全符合 此类交易的实质；但是，反过来，未选择特定形 式的交易不等于必定不适用特定的监管规则。换 句话说，为谋求交易的确定性，同时不让核心监 管政策落空，监管规则宁失于宽，而毋失于窄。

这方面，美国的证券监管实践也提供了可资 借鉴的例证。譬如，在对“证券”的定义上，美国 的监管者基本抱着实质重于形式的态度，这对维 护核心的监管政策无疑是有益的。在著名的SEC v.***WJ.Howey Co.*** 一案中，美国联邦最高法院确立 了五项判断某种投资工具是否属于证券的实质要 件，其中重要的一项是看投资人是否主要依赖他 人的努力来获取收益(“solely from the efforts of the promoter or a third party")。这一要件背后的 政策考量正是股东集体行动的困境一一依赖他人 获益的股东通常在公司中持股比例低、影响力微 弱，因此其发掘公司财务经营信息的能力和意愿 都很弱*。*

按照这一实质要件，购买公司的全部或大部 分股票不会被视作证券交易行为。因为购买者通 过交易将获得公司的控制权，于是，其获取收益 不再主要依赖其他人的努力，而要依赖其自身的 努力。这就是所谓的“营业出售” (sale of business)原则。可是，倘若遵循这一原则，购买 股票是否属于证券交易就要依照具体情况，逐案 分析是否构成出售控制权，证券监管规则能否适 用于此类交易也会变得不确定。这对于资本市场 上高频出现的股票交易显然是重大威胁。

为立匕，*在****Landreth Timber Company v.Landreth*** 一案中，美国联邦最高法院表示：对于被称为股 票的这类投资工具，只要在形式上具备传统股票 的五个特征一一分红权、投票权、可流通性、可 担保性以及可升值性，就将被视为证券，而无需 考虑Howey测试中的实质性标准。这样一来，即 使通过购股取得公司控制权的交易仍然属于证券 交易。虽然对于购得控制权者来说，并不存在多 少集体行动问题—这样的投资人一般有足够的 动力和能力去发掘公司的财务经营信息。可见， 为谋求交易确定性，美国的监管者在此倚重的是 有失于宽的形式要件。

要是上面的分析靠谱，那么，我们从中也许 可以得到这样几点启示。首先，要明确核心的监 管政策，也就是要弄明白究竟要管住什么？然 后，针对这些核心政策，监管规则不宜定得过细 过明，特别要避免量化的规则，因为此类规则是 在向被监管对象昭示绕行的路线。涉及核心政策 的监管规则要为监管者留下斟酌交易实质裁量监 管措施的余地。反过来，在不涉及核心政策的方 面，则可允许市场主体选用不同交易形式实现不 同交易目的。最后，对于高频出现的典型交易， 则应考虑其与核心监管政策的关联程度，直接将 交易形式与监管规则连接起来，即便具有此种形 式的交易未必都在实质上牵动核心政策的关切所 在。

监管者的逻辑

上面谈的监管逻辑在现实的监管实践中很可 能走样，一个重要原因是实施监管的人，其行动 的方式又自有另一套逻辑。在监管者独立性过低 的地方，其作出的决定可能被具有更高权威的个 人或者机构变更，并且这又会给监管者自身带来 不利后果。处于这样的监管权力体系之中的监管 者常常不愿意担负责任进行实质性的政策判断， 因为一旦被追究责任，就可能给自己招来恶果。 于是，他们更希望按部就班地实施监管，自然也 会对形式性的监管规则情有独钟。细致明确的形 式要件省却了监管者依据实质加以裁量的风险。

这种尽量避免监管者自身责任的监管模式首 先是科层式的监管权力架构的产物。正如当代法 学大家达马什卡（Dama§ka）所言，在科层式的 司法体系中，裁量对法官而言不啻为一种诅咒凹 O这句话对处于科层式体系中的监管者也同样适 用。厌恶裁量的监管模式也可以源自某种服从权 威的威权主义文化。在这样的文化底下，人们习 惯于顺从长官意志行事，疏懒于独立作出判断。 纵使制度现实发生改变，威权主义的权力架构己 经瓦解，然而囿于文化的惯性，仍然会延续既往 的行事态度。当然，所谓文化最终也是在从前长 期的制度压力下生成的。

无论科层式权力架构还是威权主义文化，都 会促使监管实践过多依赖形式主义标准。这或许 解释了在亚洲的一些地方，形式化的监管规则日 积月累，层层叠加，令监管者迷失于细枝末节的 牛角尖里，而对实质性的监管效果却未必认真做 过检讨。当然，也有反过来在权力不受制约、腐 败恣意横行之处，监管者以实质裁量之名，行寻 租受贿之实。这样的体制下监管沦为一句空话， 而究其病根，或早己不在监管机制本身。

最后,让我们回到拉卡拉的“神迹”。对此， 监管者也许需要明确监管借壳交易的理由，以及 这些理由是否涉及证券监管的核心政策。倘若如 此，则应当对交易作出实质性审查，判断拉卡拉 创造的“神迹”是否有意躲避这些核心政策，最终 确定到底是拥抱“制度创新”，还是将“神迹”打回 原形。同时，监管机构应当详细说明其作出监管 决定的理由，并公之于众。从上交所的两轮质询 意见（以及深交所此前对同洲电子的质询意见） 看，我们的监管机构似乎正在循着实质超越形式 的路径前行。最终结果如何，不妨拭目以待。

m 参见苏龙飞：《有一种卖壳，叫“借贷纠纷仲 裁”》，载“新财富plus”。

12］参见符胜斌：《被上交所质疑的曲线借壳》, 载“新财富plus”。

13J 有关香港上市公司关联交易对股价的负面影

响，见Cheung et al., Tunneling, Propping, and Expropriation： Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong, *Journal of Financial Economics* 2006。

囲参见第五章第二十节。

15J将公司合并与出售资产的形式把玩到极致的当 *属Farris* v. *Glen Alden Corp.*案，参见第五章第二十 节。

网参见第五章第二十二节。

区参见第三章第十节。

国参见第五章第二十二节。

[91 Damaska, *The Faces of Justice and State Authority ,* 1991.

第三十五节店大莫欺客：为什么不许 董事会剥夺股东表决权？

2016年3月，成都路桥（002628）以其大股 东李勤在增持过程中未按规定披露持股状况为 由，经董事会决议剥夺其表决权。在明定股东大 会为公司权力机构（等同于全国人大在国家机构 中的地位）的中国公司法下，董事会居然能剥夺 第一大股东的权力（有如国务院决议剥夺全国人 大代表的代表资格），着实令人诧异。

的确，《上市公司收购管理办法》要求从证 券市场上取得上市公司5%以上股份的股东停止交 易，并于三日内公告披露。当然，这一披露要求 并非中国首创，1968年美国就有了类似的规定。 有趣的是，美国证券交易委员会（SEC）对证券 交易中的违规行为通常是明察秋毫，不会轻易放 过的（譬如当年中概股分众传媒的老总，就应该 领教过SEC的厉害）,而偏偏在这一条上，SEC 对违规的处罚似乎不那么起劲。

根据美国法律，取得上市公司5%以上股份者

(或者釆取共同行动的团体)必须于其持股数跨 越这一门槛之后的10日内向SEC公告披露其身份 信息、持股状况及持股目的等。由于此项披露规 则源自《证券交易法》13 (d)项，所以它被称 为“13D披露”。尽管股票被收购掉的目标公司常 常会向SEC举报违反上述披露要求的股东，SEC 却往往不会积极严厉地追诉这种违规行为，以至 于有学者认为，在是否需要披露不甚确定的时 候，取得5%以上股份的股东更可能选择不披露叫

非但作为执法者的SEC态度如此，即使作为 司法者的美国法院，虽然承认目标公司及其股东 个人对违反13 (d)的行为提起诉讼的权利，但 对此类违规事件的处置也可谓松懈。1975年， 在***Rondeau v.Mosinee Paper Corp.*** 一 案中，美国联 邦最高法院推翻了第七巡回区联邦上诉法院停止 未行披露者就违规取得的股份行使表决权5年的 处罚，认为这种违规并未给目标公司或者其股东 带来不可弥补的损失。从此之后，美国法院通常 只是要求取得5%以上公司股份却未按规定披露的 股东补正披露信息，很少会采取更加严厉的措 施，也不会判决被告作出损害赔偿。

于是，问题来了，素以执法严厉，维护市场 秩序态度坚定著称的美国SEC和联邦法院，为何 偏偏会对违反13 (d)的行为网开一面呢？这也 许要从13 (d)披露涉及的特定场景说起。

敌意收购

包括13D披露要求在内的《威廉姆斯法》是 针对要约收购(tender offer),尤其是未得到目 标公司董事会支持的敌意收购(hostile takeover) 而设的。第二章第五节详细介绍了 1960年代美国 极具胁迫性的要约收购形式“周六夜市特 供"(Saturday Night Special)给目标公司股东造 成的严重危害。为扭转这种局面，1968年成立的 《威廉姆斯法》对要约收购作出了一系列的基础 性限制，其中就包括要求取得5%以上股份者披露 的规则。

敌意收购——或者就要约收购整体而言，是 收购者直接向上市公司股东寻求交易的行为。而 在股权高度分散的上市公司中，成千上万的股东 要对收购者的要约作出回应，面临着严重的集体 行动(collective action)问题。尤其是在所谓"前 重后轻的双层要约收购”(two-tier front-end

loaded tender offer)中，虽然从股东的整体利益 出发，不向收购者出售股票更为有利，但分散的 股东个人却会选择出售股票，也就是会出现典型 的“囚徒困境”局面。于是，设法解决股东们面临 的集体行动问题，保护其利益不遭受损失就成了 规范要约收购的核心所在。

当然，最方便的规范办法是彻底禁止要约收 购。可是，这种看似一了百了的做法却可能给股 东带来更大的危害。现代公司的一大特点是股东 权与控制权的分离：股东虽然在名义上是公司的 所有人，但公司的实际运作却掌握在董事和经理 人手中。因此，如何防范公司的管理层坑害股东 谋求私利就成了现代公司治理的重中之重。在经 济学上，这被称为代理人成本问题一一管理层是 股东的代理人，代理人可能背着被代理人干坏 事。

为了帮助股东控制他们的代理人，法律设立 了各种防范和制裁措施，最典型的就是反欺诈和 禁止内幕交易的规则。可是，法律的控制只能针 对那些可以被客观衡量觉察的行为。正如第六章 第二十九节所言，法律只管得了侵吞、挪用等公 司管理层积极妄为的“乱政"(malfeasance ),却 很难管住管理层消极不为的“误 政"(misfeasance)*。*

可是，尽管法律难以管束住“误政”这种代理 人问题，市场的竞争却如大浪淘沙。假如“误 政”导致公司的潜在价值与其市场价值背离，在 资本市场上逐利的投资人就可能嗅到这样的机 会。他们发起并购攻势，取得这种价值被低估的 公司的控制权，撤换原来的管理层，提升公司的 业绩，也让自己从中获利。而面临这种市场竞争 威胁的公司管理层就不得不认真经营公司，避免 沦为所谓的“门口的野蛮人”的猎物。这种市场竞 争可以弥补法律的不足，促进对代理人的控制。

最早看到公司控制权市场对降低代理人成本 具有积极作用的是著名经济学家Henry Manne⑵ 。他提出通过公司控制权的市场争夺来约束公司 管理层的理论究竟有没有经验证据呢？对此，金 融学界可谓议论纷纷。譬如，有人发现美国公司 并购之后有一大半的目标公司管理层仍旧留任， 似乎不能支持控制权争夺约束管理层的理论。不 过，赶走低效低能的管理层原本就只是并购交易 的一种原因，因此，我们看到很多目标公司管理 层在并购之后得以留任也并不足为奇。

尽管学界的争论仍在继续，但有一个基本结 论得到反复证实，那就是并购交易给目标公司的 股东带来实实在在的收益——无论是协议并购还 是要约收购。虽然，大多数针对美国的研究没有 发现并购给收购方的股东带来好处，甚至还可能 带来轻微的负收益，但与目标公司不同的是，收 购方在交易之后依然存续，因此也会继续受制于 市场竞争的压力。换言之，作出了错误收购决定 的收购方管理层仍会面临公司业绩下滑，因此被 其他公司吞并而丢掉饭碗的危险。经验证据也证 明市场确实对这种糟糕的收购方作出了惩罚以。 而针对加拿大并购交易的研究甚至发现并购的确 令交易双方的股东都获得了收益岭。基于这样一 些证据，我们至少有理由相信，抑制公司控制权 的市场交易会让股东们付出代价。

既然要靠“野蛮人”争夺公司控制权来约束管 理层，就不可能指望温文尔雅地与管理层协议磋 商，更不能指望享受着“误政”福利的管理层会客 客气气地将控制权拱手让人。于是，越过公司董 事会，直接向股东提出诉求的要约收购就成为约 束“误政”不可或缺的手段。质言之，“野蛮人”的 收购要约，在公司管理层眼中或许是充满“敌 意''的，可对于公司的众多股东而言却可能不是 件坏事。

因此，针对要约收购，摆在规则制定者而前 的又是一道需要左右权衡的难题。非但不能一棍 子打死它，而且假如规范措施令要约收购的成本 过高，也会削弱市场竞争对公司管理层的约束机 制，反而损害股东利益。可是反过来，任由要约 收购野蛮生长，正如“周六夜市特供"那样，也会 让股东们遭殃。

两种模式

如何规范要约收购呢？英美两国向我们展现 了两种不同的典型模式。英国模式的核心是通过 （自治性的）立法限制要约收购人的选择权，借 助(自治性的)监管机构来克服目标公司股东面 临的集体行动困境。具体而言，英国的收购兼并 委员会(Panel on Takeovers and Mergers)制定并 负责实施金融城的收购兼并条例(City Code on Takeovers and Mergers)。该条例对收购要约可以 包含的条件进行了严格限制，譬如，它禁止任何 可由要约方主观决定的收购条件。特别是金融城 条例要求任何获得上市公司30%以上股份的股东 必须向其余所有股东发出收购要约，且要约价格 不得低于其此前12个月内获得该公司股份的最高 价格。这种强制要约规则(mandatory offer rule) 实际上堵塞了“前重后轻的双层要约收购"之路。 此外，所有不以收购全部股份为内容的部分要约

(partial offer)都要事先得到收购兼并委员会的 同意，而且，收购比例超过30%的部分要约还要 得到目标公司多数股东的批准。

与监管者加给收购要约的各种约束措施正相 反，英国的规则没有留给目标公司董事会多少对 抗敌意收购的余地。例如，美国公司釆用的典型 反收购机制“毒丸”也一在英国并未被允许。而美国 的另一种常见反收购措施“自我要约”在英国则必 须经由目标公司股东批准后方可实行。不仅如 此，英国公司法还规定：只需股东简单多数同意 即可无理由撤换董事。

美国模式主要不是依靠立法和监管机构，而 是将制衡要约收购的重心移到了目标公司董事会 身上。尽管《威廉姆斯法》规定了要约的最短有 效期间，部分要约按比例收购原则，股东在一定 期限内撤回其售出的股份的权利，以及上述取得 5%股份的股东的披露义务等有关要约收购的基本 要求，却将要约的结构和条件主要交由要约人决 定。虽然美国各州有众多反收购法律，但在联邦 层面规范要约收购的立法基本就是《威廉姆斯 法》的这几项规则。

与联邦立法的粗疏相对，在美国，目标公司 董事会抵御要约收购的办法却是层出不穷，其中 鼎鼎大名的就是''毒丸"。"毒丸''的釆用完全属于 目标公司董事会的权力，公司的股东一般对此无 缘置喙。在此，董事会成了保护股东，帮助他们 克服集体行动难题的屏障。而要求取得5%以上股 份者作出披露，无疑为目标公司董事会发觉潜在 的要约收购威胁，及时釆取应对措施提供了便 利。

不过，既然采取要约方式的敌意收购原本就 有约束目标公司董事会之意，那么，将抵御要约 收购的主动权交给目标公司董事会岂不是让黄鼠 狼来看鸡窝？其利益冲突不言而喻。对此，美国 的办法是“螳螂捕蝉，黄雀在后”。也就是借助法 院的力量看住目标公司的董事会。而法院的利器 就是董事对公司和股东负有的忠慎义务

(fiduciary duty) 董事不得出卖股东、谋求

私利。以美国最为重要的特拉华州公司法为例， 法院要求董事会釆取抵御敌意收购的措施必须出 于这种收购对公司和股东的现实威胁，而不能主 要为了保住自己的职位；并且，抵御收购的措施 不能彻底排除股东自由选择的权利，或者胁迫股 东作出董事会希望的选择，抵御必须与要约收购 带来的威胁成比例。这就是著名的“Unocal双叉测 试”规则回\_。釆用“毒丸”，也同样要符合这些标 准，特拉华法院对于其认为违反上述规则的第三 代“无手毒丸”和“死手毒丸”就断然加以否定。反 过来，由于特拉华法院允许目标公司董事会对具 有胁迫性的“前重后轻的双层要约收购”釆取“毒 丸”等反制措施，因此，虽然《威廉姆斯法》并 未直接禁止这种要约收购形式，但它在今日美国 的实践中己经不见了踪迹。

从结果上看，英美的这两条规范途径都营造 出了活跃的并购交易市场一一去年美国的并购交 易总额创历史新高，达到4万3千亿美元***(Wall Street Journal ,*** Dec.3, 2015)*。*不过，显然英国 模式更为强调交易的标准化，对监管者的要求比 较高；而美国模式则利于交易的个性化，对法院 的经验和能力要求甚高。与此相对应的是，英国 并购律师的业务收益也明显低于美国的并购律 师。譬如，2004-2005年，美国顶尖并购律所的 合伙人平均利润几乎是英国一流并购律所的两 倍。法律规则为交易个性化留下的空间越小，律 师进行复杂交易设计的余地也越小，其对交易的 附加价值自然也越小。由此，律师收益下降也是 自然而然的事。

Financial Performance of Leading M & A Law Firms  
2004-2005

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| U.S. | Profits per equity partner/Sk | Revenue per  lawyer.^k |
| WachtelL Lipton | **3,79>)** | **2J95** |
| Sullivan & Cromwell | **2.4 ID** | **1.625** |
| Cravatli | **2,**颁 | **1r280** |
| Dhvis Polk | **2JXJD** | **I..I45** |
| Sinipyun Thuvliui | **2,37**。 | **LJ25** |
| UK |  | |
| Slaughter and Muy | **1,951** | **936** |
| Linklalcn | **1,565** | **743** |
| Freslilields | **1300** | 億**5** |
| Clifliird Chance | **1.209** | 倬**5** |
| Herbert Smith | **1.501** | **616** |

SOURChS： Amluw 1(H)： 1 lie Lawyer <rlobnl 100

NOTE： *ry change fate used： IS幻.的 Gli x(). 538 ( average over period July* 7. *2()04 to*

*Jtvtc 30, }*

中国问题

回到本节开首处提到的取得5%以上股份的股 东依法作出公告披露的规定。对于要约收购人而 言，公告披露的规则越严格，其完成收购的代价 也越高。因为暴露收购的意图有可能推高目标公 司的股价，而越早暴露这种意图也就意味着要以 较高价格购进的股票数量越多。于是，严格的披 露要求会冷却要约收购者的热情，而要约收购的 减少，则意味着公司的管理层受到市场竞争的约 束减小，也就让管理者越有可能谋求私利。很明 显，成都路桥的董事会之所以要以违反披露要求 为由停止大股东的表决权，就是生怕公司遭到敌 意收购。

与美国的规则相比，中国有关5%以上权益股 东的披露要求原本就更为严格。美国允许股东在 跨越5%界线之后继续购进目标公司的股票，而中 国却要求其立即停购；美国允许在达到5%持股比 例之后的10日之内予以披露，而中国的公告期限 只有3天。在执行方面，本文前面己经提到，美 国的SEC和联邦法院的态度都较为宽松。基于这 些制度背景，在美国的实践中，要约收购人在发 布13D公告之前，通常至少己经取得了目标公司 10%左右的股份，多者更可以得到25%的股份。 于是，我们可以合理预测：要约收购在美国的代 价很可能低于在中国的代价。假如我们允许存在 严重利益冲突的目标公司董事会自行决定对违反 披露要求的潜在要约收购人作出惩处，却又没有 像特拉华那样富有经验的法官来管束董事会，缓 解其中的利益冲突，那么，中国的要约收购势必 愈加雪上加霜。这也就等于为目标公司管理层谋 取私利的行为大开了方便之门。

其实，中国法律对于要约收购的抑制远不止 这些。《上市公司收购管理办法》本质上遵循的 是英国式的监管模式，这在釆用强制要约规则方 面体现得尤为深刻。当然，如果考虑到中国法官 的经验与能力，以及意图避免大规模股东集体诉 讼的国情，釆用英国模式来规范要约收购并非没 有道理，甚至可能更为节省成本。然而，英国模 式的另一端是严格限制目标公司董事会抵御要约 收购的能力，这方面，却不见中国跟随英国的脚 步。虽然中国公司并不具备实施“毒丸'‘的条件， 但中国特色的主动停牌机制也许是比“毒丸”更加 有效的抵御收购的武器，这在去年的“宝万之 争，，中可谓体现得淋漓尽致。

诚然，要求取得5%以上股份者进行披露的规 则对保护目标公司的股东有一定的积极作用，而 违反披露要求者也应当承担一定的后果。但至少 这种制裁违规的权力不能落在具有明显利益冲突 的目标公司董事会手中，而只能由监管机构或者 法院来实施制裁。

无论如何，再全能的监管者，再聪明的法官 也难以有效遏制公司管理层的“误政”乃至“乱 政"。因此，我们不能轻视市场竞争对遏制现代 公司结构中代理人成本的积极作用，而发挥这种 作用则有赖于那些嗅到资本的诱惑，热衷发起敌 意收购的投资人。只有面对“门口的野蛮人”反客 为主的压力，管理层才会尽心尽力地为股东服 务。所以，立法者和监管者们，切莫令店大后欺 客。

[11 Bainbridge, *Mergers & Acquisitions* 2012.

1. Manne, Mergers and the Market for Corporate

ControL *Journal of Political Economy* 1965.

1. Mitchell & Lehn, Do Bad Bidders Become Good Targets? *Journal of Political Economy* 1990.
2. Eckbo, Mergers and the Market fbr Corporate Control： The Canadian Evidence, *Canadian Journal of Economics* 1986.

区有关“毒丸”的详情，参见第二章第七节。

网参见第二章第五节。

第三十六节小杖则受，大杖则走：怎 样处罚过线不披露？

随着去年的宝万之争逐次升级，一个焦点也 在监管者面前铺陈开来——举牌者收购公司股票 超过5%而未及时依法披露的，应该受到怎样的处 罚？这个问题绝非宝万之争独有，在康达尔、上 海新梅、成都路桥等一系列股权争夺战中它都一 再呈现出来。万科工会的起诉以及万科的举报更 让它越来越吸引法律、金融专业人士的眼球。对 于这种信披违规究竟要不要严惩，甚至如有些文 章提到的动用刑罚追究责任？笔者一贯认为答案 应当是否定的。接着上一节，本节再借着美国的 例子来细细盘点其中的缘由。

美国怎样处罚？

的确，美国的法律也有取得5%公司股票者 （或一致行动的团体）需要在10天之内向SEC披 露其持股情况与持股目的的规定。这项披露要求 最初于1968年通过《威廉姆斯法》进入了美国

《证券交易法》第13条D项，通常被称为“13D披 露它还要求在最初的披露完成后，每增加1% 的持股即需及时补充修正原来的披露。此外，不 积极寻求改变公司控制结构和经营政策的投资人 通常可以推迟披露其持股状况（这样的披露被称 作“13G披露”）o

类似于宝能动用多个资管计划收购万科股 票，美国的投资人也会通过多个股票经纪人买入 同一家公司的股票，约定每个经纪人的购股比例 不超过4.9%o同时，除了支付佣金之外，投资人 还将承诺补偿经纪人由购股遭受的损失，而经纪 人则将向投资人移转由购股取得的收益。这种交 易形式被称为"泊车（parking）, 一旦投资人后 续准备发起收购攻势，“泊车”交易将便于其快速 以较低价格取得目标公司的大量股票。“泊车”交 易的参与者构成了一致行动关系，需要作出披 露。然而，这种交易的设计显然是以规避披露要 求为目标的。

那么，对于诸如“泊车”交易者这样的违反 13D信披要求的投资人，美国的证券监管机构 SEC将如何给予处罚呢？简而言之一句话：“SEC 以严厉姿态纠察13D披露违规实属罕见”以。尽管 对于故意的信息披露违规行为，美国《证券交易 法》第32条定有严厉的刑事惩罚措施，并且在涉 及内幕交易的案件中，SEC也从不吝惜要求司法 部对违法者提起刑事诉讼，然而，SEC对13D信 披违规者启动刑事追诉的情况几乎未有听闻。

SEC非但不追究违规者的刑事责任，其通常 实施的行政处罚措施也十分克制。除了责令违规 者补正披露之外（通常违规者不待SEC责令，早 就乖乖地补正披露了）, 一般SEC只会处以少量 的罚款。譬如，第六章第三十节提到的对冲基金 Perry收购制药企业Mylan股票事件。尽管SEC认 为Perry违反了 13D的披露要求，但最终只罚了区 区15万美元(Perry违规购入的股票价值高达近5 亿美元)。

如果说Peny的违规多少还有些争议性，那 么，生产运动产品的中概股公司Exceed的首席执 行官Shuipan Lin则是赤裸裸地违反了 13D的信披 规定。2009年10月21H,这位林总就取得了 Exceed公司20%的股票，但直到2011年5月16日才 提交13D披露信息，整整迟延了500多天。此后， 林总在意图将公司私有化的时候，又没有按规定 修正13D披露，说明其意图。2015年3月13H, SEC对林总数罪并罚，总共仅罚款3万美元。要知 道这样的处罚还是在2013年SEC的新掌门人Mary Jo White信誓旦旦宣言“积小患而成大

乱5, (broken-window theory),绝不姑息轻微违 规之后作出的。

SEC对13D信披违规未予严惩，那么，美国 的法院对此又是什么样的态度呢？看来也严不到 哪里去。对万科、康达尔这样的公司，一条好消 息是：美国联邦法院的确承认它们有权对举牌收 购者的违规行为提起诉讼。要知道美国《证券交 易法》的很多条款都被认为没有赋予私人提起诉 讼的权利(private right of action),而只给予 SEC 追究处罚的权力。

的确，早期的法院判决曾经认为公司可以请 求停止违规者的表决权***(GAF Corp.v.Milstein***

)o不过，1975年美国联邦最高法院***^.Rondeau v.Mosinee Paper Corp.***判决中否定了第七巡回区 上诉法院的停权判决。该案发生于《威廉姆斯 法》施行后三年，原诉被告Rondeau收购Mosineee Paper Corp的股票超过5%,却未及时披露。

Rondea倏示自己是由于不熟悉规则疏忽大意才 没有披露，并且己经在知悉违规后及时补正了披 露。第七巡回区上诉法院认为被告的违规耽误了 原告为潜在的收购威胁做出准备，因此支持原告 请求停止被告就违规购得的股票行使表决权。最 高法院则表示：《威廉姆斯法》的披露要求“不 过是给予（目标公司的）现任管理层表达和解释 其立场的一个机会"，而“国会明确表示无意为管 理层提供武器，抑制收购或阻碍为收购创造条件 而聚集股票气原告无法证明损被告违规给原告 及其股东造成了无可弥补的伤害（irreparable harm）,因而最高法院拒绝将停止表决权这种衡 平法上的救济措施作为对被告违规的制裁。

此后，美国法院对13D披露违规案件多采取 保守态度，通常只要求违规者补正披露、停止违 规了事。其实，鉴于国会曾明确表示无意让《威 廉姆斯法》成为抵御收购的武器，法院相信自己 无权对13D披露违规实施更加严厉的惩处。不仅 如此，美国法院还一贯认定：无论是股票被收购 的公司，还是该公司的股东，对违反13D披露要 求的违规者都没有请求损害赔偿的权利図\_。并 且，在遭到起诉之后，违规者往往会主动补正披 露，此时，法院甚至认为原告的诉讼己经丧失意 义（mooted）,进而直接驳回诉讼请求。对此， 一个罕见的例外是1989年第二巡回区上诉法院 在 SEC ***v. Fir st City Financial Corp. , Ltd.*** 一案中 允许SEC责令违反13D披露规则的被告吐出由违 规行为获得的利润。不过，***First City***案实际上涉 及“绿邮讹诈”网\_,因此，法院的严厉态度可能与 违规者这种特定的掠夺性行为有关。

缘何轻惩？

那么，究竟是什么原因让素以执法严谨著称 的SEC,以及素以强调市场透明著称的美国证券 法规愿意对13D披露违规者网开一面呢？要理解 其中的缘由，就要认清这种披露规则的特殊性 质。

不错，信息披露与市场的透明性可谓证券法 的灵魂。然而，这种披露与透明的要求主要是为 保护公众投资人，也就是公司的外部人士。证券 市场的信息不对称是出于内部人士相对外部人士 的信息优势，因此，披露规则的核心是由公司内 部人士——管理层、控股股东一一向外部投资人 揭示信息。反过来，外部投资人对内部人士并不 具有针对公司的信息优势，所以，原则上前者并 没有向后者披露信息的道理。公司的外部人士非 但没有信息优势，而且，要求他们披露自己的购 股、持股状况还可能造成削弱证券市场效率 的“搭便车，，行为。购股决定通常是投资人利用自 己掌握的信息，根据自己的投资经验作出的判 断，而从中获利则是对投资人经验与努力的奖 励。假如他们被迫公开自己的购股决定，那么， 其他投资人就可以轻易模仿别人一一尤其是著名 投资人一一的购股决定。这样一来，搭便车的人 多了，股价就会上涨，用心研究公司和市场的投 资人的回报将被削减。于是，他们发掘市场信息 的动力也会衰退，随之而来的是资本市场整体信 息的匮乏、市场效率的降低囲一。

因此，13D的披露要求是一项十分例外的规 则，它虽能给予公司董事会警示，防止胁迫性要 约收购坑害股东，破坏公司长期利益的潜在威 胁，但是，它更会降低外部投资人发起收购以及 大额持股的收益，削弱他们釆取这些行动的动 力。本书己经多次强调通过并购争夺公司控制权 对内部人士懈怠和专权的抑制作用闫一。其实，即 便不直接发起收购攻击，公司拥有大额持股者

(blockholder)本身就会对内部人士形成制约。

一则持股比例的升高有助于激励股东更多关 心公司的经营信息，克服小股东们对公司信息 的“冷漠”；二则这样的持股者更可能获得董事会 的席位，直接获取更多的公司内部信息；三则这 些持股者也更有可能提出撤换管理层的动议一一 这正是我们见到宝能在做的一一从而对管理层造 成压力，促使他们改善表现。众多经验研究证明 了大额持股者的存在对内部管理层滥用职权的制 约以及对公司价值的提升作用些。

需要指出的是，大额股者对内部管理层的监 督，不仅利于其自身，更是惠及小股东一一毕 竟，公司价值提升的好处要按持股比例分摊到所 有股东头上。他们非但没有损害小股东，相反还 将惠及小股东。也许有朋友会问：纵容信披违规 岂非损害了目标公司股东以较高价格向收购者出 售股票的机会？这种疑虑不无道理。不过，收购 成本的升高将削弱“野蛮人”发起攻击的动力，而 没有“野蛮人”的攻击，目标公司股东高价出售股 票的机会也成了无本之木。更为重要的是，“野 蛮人”攻击的压力将激发公司管理层忠实勤勉地 决策经营，进而推升股价、造福股东。因此， 在“宝万之争”中，万科一再拿损害小股东利益说 事，作为抵制宝能收购股票的理由，就该具体地 说一说损害到了小股东什么样的利益。

尽管大额持股者对公司管理层的监督压力能 给包括小股东在内的公众投资人带来好处，但大 额持股本身却有相当的成本。譬如我国法律对大 额持股者的锁定要求就严重降低了他们投资资金 的流动性。即便没有法律上的锁定要求，大额持 有的股票本身就不易转卖，而流动性降低也会降 低投资的价值。因此，法律再要额外加重收购较 大额股票者的负担，就需格外谨慎。这正是美国 的监管机构与法院不愿严惩13D信披违规者的政 A/r \* 曰一 朿夸重。

实际上，在《威廉姆斯法》孕育之际，其肇 始者威廉姆斯参议员就明确表示大额持股者“不 应该被抑制，因为他们常常能发挥监督冀图自保 又效率低下的管理层的有用功效”（1967年美国 国会议事记录）。因此，13D的披露规则一直被 认为是平衡市场透明度与发挥大额持股者监督作 用的产物。这种平衡最明显的表现就是允许投资 人在超过5%的持股比例之后的10天内不作披露而 继续购入目标公司的股票——这与我国要求过线 即停，3日披露的规则很不一样。在这种规则的 保护下，有意实施收购的投资人作出13D披露之 际己经拥有公司10%以上股票的情况并不罕见， 持股比例甚至可以高达25%O

正是出于《威廉姆斯法》这种不向市场透明 度一边倒的特性，尽管SEC被赋予了缩短10天披 露窗口期以及要求披露证券互换(security-based swap)信息的权力(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act),去卩迟迟没 有修正规则加重披露要求。与SEC一样，美国联 邦最高法院也清楚地意识到，13D的披露规则不 能被用来“在公司管理层与收购方之间选 边"(***Edgar v.MITE Corp.),*** “国会明确表示无 意为管理层提供武器，抑制收购或阻碍为收购创 造条件而聚集股票***"(Rondeau v.Mosinee Paper Corp.*** ) o大名鼎鼎的卡拉布雷西(Calabresi) 法官也以可能破坏管理层与收购者之间的平衡为 由拒绝承认公司向13D信披违规者请求损害赔偿 的权利***(Hallwood Realty Partners v.Gotham Partners*** )。虽然，在去年大选期间又有民主党 参议员提出加重13D信披要求，特别是缩短10天 披露窗口期的法案(“Brokaw Act”)。不过，这 种与学者、投资人、监管者和法院的长期共同认

识相左的提案仍是一场政治旋风，估计难以最终 落地。

与美国一样，我国法律引入了大额持股的披 露要求。然而，无论对于立法者还是监管者，知 其然，更要知其所以然。对于吸收引进外国的法 律制度，值得通盘考虑，认真推敲。如前所述， 大额持股对于公司治理的积极作用不应被忽视。 尤其是我国的相关信披要求相较美国更加严格， 因此在执法过程中更有必要权衡轻重，妥善处 置。值得欣慰的是，近期深圳和上海法院康达尔 与新梅案的判决相继拒绝限制信披违规股东的表 决权。希望这能成为法院、立法者与监管者重新 审视并购在公司治理中重要作用的一个起点。本 书付印之时，万科工会发起的针对宝能的信披违 规的实体诉讼尚在进行之中，而循着这两则判决 的逻辑，恐怕宝能的表决权也将无从被否定。

最后，需要特别强调的是：由于大额持股的 要求实在是证券信息披露规则的例外，更是立法

者权衡各种政策的抉择，因此明确属于强制性规 则，断然不能允许公司通过章程任意改变。有如 雅化集团擅自降低信披的持股比例标准（从5%降 到3%）,加重信披负担的行为，监管者和法院应 当明确予以否认。公司法尊重自治，证券法却属 强制；前者允许治理结构创新，后者则要确保信 息传播有序、准确。正因有后者对公众投资人的 强制性保护，方才能有前者对公司发起人制度创 新的容忍。

“舜之事父，小杖则受，大杖则走”。资本市 场上的投资人面对轻微的信息披露成本以及违规 惩罚或许仍有意愿购入公司股票，充当起监控管 理层、造福小股东的大额持股者。一旦信息披露 成本升高，尤其是违规处罚加重，他们就可能不 再愿意扮演这样的角色。然而，大额持股者的出 走，很可能也会带走资本市场的效率，留下的只 有公司内部人士安安稳稳地自利自肥。

1. Bainbridge, *Mergers and Acquisitions* 2012.
2. Bainbridge*， Mergers and Acquisitions* 2012.
3. greenmail,参见第二章第五节。
4. Bebchuk & Jackson, The Law and Economics of Blockholder Disclosure, *Harvard Business Law Review* 2012.

国参见本章第三十五节、第六章第二十五节。

[6]如Bertrand & Mullainathan, Are CEOs Rewarded fbr Luck? The Ones Without Principles Are, *Quarterly Journal of Economics* 2001 ； Brav et aL, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *Journal of Finance* 2008； Bebchuk et al., Lucky CEOs and Lucky Directors, *Journal oj Finance* 2010。

第三十七节 险资入市：Something  
Old, Something New W

2016时近年末，伴随刘主席掷地有声的一席 话，以及证监、保监机构的一连串监管举措，险 资入侵股市骤然成为上起监管高层，下迄吃瓜群 众举国关注的大事。古语有云：“城门失火，殃 及池鱼"，而“因噎”犹恐“废食”。毕竟， 险“资”者，亦“资”也,“资”本市场若断“资”,岂 非如婴儿之断乳？因此，对险资入侵一事拿捏不 准，只怕连累资本市场全局。

如上所述，险资固然有保险行业以及监管规 则方面的特色，然而其进入资本市场后，则本质 上无异于这个市场中的其他参与者。由此，溯本 清源，剪去繁枝，在此笔者只挑涉及证券法规的 两个角度剖析险资入侵股市这件事。秉持“中国 的问题，世界的眼光”之精神，本节一如既往地 以拥有当今世界最发达资本市场的美国的经验作 为参照。当然，险资入侵这件事进展迅速，政策 措施瞬息即变，而各路高手的评头论足更是层出 不穷，在此作文只能局限于个人的认知，必定挂 一漏万，若有雷同方家之言，纯属巧合，绝非不 敬。

宝能：万能险是不是证券？

进击股市最凶者当属宝能，其搅动市场的资 金据说多来自所谓万能险的险资。那么，万能险 究竟是不是证券？其发行要不要接受证券发行规 则的监管？首先必须老实交待：一则本人从未买 过万能险，二则本人也不熟悉中国保险与证券监 管分离的逻辑。所以，以下只讲美国的故事，至 于万能险到底应该不应该被当作证券加以监管， 恳请读者诸君自作判断。

保险产品之豁免。美国证券法对“证券”的定 义相当广泛，在著名的***SEC*** v. ***WJ.Ho^ey Co.***确立 的所谓“Howey测试”指引下，法院和监管部门对 股票、债券之外各种非典型的投资合同进行实质 审查，只要符合该测试的四条标准一一(1)投 入资金(investment of money) , (2)用于合资 营利的项 目之中(in a common enterprise),

(3)依靠他人的运作(solely from the efforts of others) , (4)以求得利(expecting profits), 那么，不论这种合同的名称如何、形式怎样，都 将被当作证券而纳入《证券法》和《证券交易 法》的监管体系之下。当然，这每一条标准都有 复杂的判例规则加以具体化，在此不再展开。

然而，美国证券法也对某些有可能被纳入证 券范畴的合同加以排除，令其免于受到证券法规 的管制，其中就包括保险合同。美国1933年《证 券法》第三条a款第8项将保险公司发行的保单和 年金保险合同等排除在了证券的范围之外。美国 的法律之所以这样做，与美国联邦制的政治架构

有直接联系。

美国的保险业始于1752年由富兰克林协助创 办的“费城房屋火灾保险互助会”(Philadelphia Contributionship for the Insurance of Houses from Loss by Fire),远在美国立国之前。而在立国半 个多世纪之后，1851年才在新罕布什州出现了第 一个保险业监管机构，由此开始了以州政府监管 保险业的模式。1869年，美国联邦最高法院判 决“发行保单不属于商业交易"(用诚 v. ***Virginia***

)，于是，联邦政府监管保险业在宪法框架下失 去了依据，对保险业的监管与征税权都被留给了 州政府。而1933年制定的《证券法》和1934年制 定的《证券交易法》都属于联邦立法，由于儿诚 案的裁决，这些联邦立法实际失去了监管保险业 的权力，也就只能将保险合同从证券的定义中剔 除出去了。

可是，伴随保险业的发展壮大，行业监管的 要求不断提高，因应这一形势1944年美国联邦最 高法院在(Th，佗次 ***States v.Southeastern Underwriters Association*** 一案中推翻了用诚案的判决，承认保 险属于商业交易，于是，根据美国宪法第一条第 八款第三项，联邦就取得了依据州际商贸

(interstate commerce )管制权监管保险业的权 力。不过，此时州政府监管保险业的传统己经延 续近百年，最高法院的一纸判决虽然打开了联邦 监管之门，却难以铺就联邦监管之路。1945年， 美国国会随即作出反应,通过了 McCarran- Ferguson法案，确认州政府对保险业的监管和税 收权不受影响。

此后，尽管有强化联邦监管保险业的各种努 力，但在联邦制架构下的监管传统阻碍着这种努 力带来实质性的改变。1999年的Gramm-Leach- Bliley^ 案再次重申州政府对保险业的监管权， 2010年的Dodd-Frank法案虽然设立了联邦保险办 公室(Federal Insurance Office)，但主要承担的 是信息搜集功能，而没有监管职权。

不过，需要指出的是，虽然联邦政府对保险 业基本没有监管，但州政府却有各种具体的监管 措施。而且，多年来各州之间也出现了协调监管 的趋势，成立于1871年的全国保险公会

(National Insurance Convention)后来演变为全国 保险监管专员联合会(National Association of Insurance Commissioners,简称NAIC)*，*是50个 州保险监管部门的联合体，负责协调制定基本的 行业监管准则。州政府对保险业的监管主要涉及 六个方面。一是保险人许可，也就是对保险公司 的牌照发放；二是保险推销许可，也就是对保险 代理人和经纪人的牌照发放；三是产品监管；四 是金融监管，就是对保险公司的财务状况监管； 五是市场监管，这主要是对保险产品销售过程的 监管；六是消费者保护，也就是向保险产品的购 买者提供信息和接受投诉。⑵

这里特别要提一提保险产品监管。美国的多 数保险产品，乃至其费率都需要得到各州监管部 门的事前批准，换言之，对保险产品美国釆取的 主要是许可制而非注册制。1990年代，各州的保 险监管者推出了电子费率保单登记系统(System for Electronic Rate and Form Filings,简称 SERFF),以求迅速处理监管者对保险产品的审 批程序。同时，经过批准的保险产品也经由 SERFF公示，投保人可以方便地在SERFF上查询 产品批准信息摘要，并可以按规定索取详细的产 品内容信息。在某种程度上，SERFF有类似于 SEC证券信息披露公示系统EDGAR的作用。2006 年，美国又设立了州际保险产品监管公约

(Interstate Insurance Product Regulation Compact, 简称IIPRC),旨在促进全国保险产品的标准 化。

投资型保险产品之豁免例外。尽管保险产品 原则上被排除在了证券的范围之外，可是，保险 公司发行的主要用于投资的产品却被视作豁免之

例外，于是成为受联邦证券法体系监管的证券， 必须符合证券注册和信息披露的要求。美国联邦 最高法院首先瞄准的是可变年金保险(variable annuities)*。*这类保险的特点是将投保人定期缴 纳的保费主要用以投资股权证券，保费构成保险 公司的投资基金，各投保人根据缴纳的保费多少 在投资基金中获得相应的份额。在保单到期前， 投保人可以退保，但其从保险公司得到的退保金 数额根据当时投保人在投资基金中份额的价值确 定。

保单到期后，投保人可以选择一次性兑现取 回保险金，数额同样依据投保人在投资基金中的 份额价值确定；也可以选择在有生之年定期获得 保险金支付，但每期获得的保险金数量又要根据 其时投资基金份额的价值变化。简言之，这种保 险产品的特点就是保险公司不承诺最低保险金数 额，而是任其根据保费投资收益浮动。

***Insurance Co. of America*** 一案中，美国联邦最高法 院支持了SEC的决定，驳回地方法院和上诉法院 的判决，认定可变年金保险属于证券。最高法院 说得明白，保险是让保险公司承担风险，可是这 种可变年金将保险金支付和保费投资回报直接挂 钩，实质是“把投资风险完全分配给保险受益 人，却丝毫没有分给保险人”，这种产品“根本不 是承保风险”，与社会公众对保险一词的理解相 去甚远。

保险公司仿佛听懂了最高法院的话，于是又 变幻出另一种产品来。这种叫“弹性基金年 金"(flexible fund annuity)的保险产品将投保人 支付的保费存入一个独立基金账户，其中大部分 资金仍用来投资股权证券。在保单到期前，如果 投保人选择退保，至少可以收回50%己支付的保 费(扣除保险管理费之后)，持续缴费10年后再 退保的，则至少可以收回100%的保费。保单到期 后投保人选择一次性取回保险金的话，金额根据

他在这个投资基金中所占份额当时的价值确定。 如果投保人选择接受定期支付的年金，那么，保 险公司将把相当于投保人在投资基金中所占份额 价值的资金移入保险公司的一般储备账户

(general reserve account),受益人今后将像一般 的年金保险那样在有生之年定期接受定额年金支 付。

这种“弹性基金年金”在到期之后确实转换成 了普通的年金保险，但在到期之前以及到期之时 投保人的收益仍然从几个方面与保费的投资收益 挂钩。一是到期前退保的时候，尽管增加了一些 保底条款，投保人可以回收的金额依然会随投资 收益涨跌；二是到期时投保人选择一次性取回保 险金的，其金额仍可能由投资收益决定；三是到 期时投保人选择转为普通年金的，用以计算未来 支付的年金数额的基础是到期时保费的投资收 益。

1967年在SEC ***v. United Benefit Life Ins. Co.*** 一 案中，美国联邦最高法院再次推翻了哥伦比亚特 区地方法院和上诉法院的判决，支持SEC的决 定，将以上这种“弹性基金年金”视作一种证券。 法院充分注意到了这种保险产品在到期之前与到 期之时会给投保人带来的收益波动风险。法院认 为：“尽管根据投保人支付的净保费对保单的现 金价值进行保底大大降低了保单持有人的投资风 险，但承担投资风险本身不足以创造出一种在联 邦法律定义之下的保险合同……我们必须认识到 起到一定程度的保险功能的合同与保险合同的区 别"。

在***United Benefit***的判决中，最高法院还特别 强调信息披露的重要性，指出证券法的基本哲学 是“向投资人充分披露其要投入资金的项目包含 的细节，以便投资人理智评估其中的风险"。据 此，SEC认为：如果保险人充分保障年金投资人 的投资，那么州保险法上有关保险人破产以及资 金充足的规定将发挥主要的监管功能；而要是保

险人不能对年金持有人的投资风险给予充分保 护，那么，证券法的信息披露规则就要肩负起保 护投资人的重要作用(SEC Release No.33-

8996) o此外，***United Benefit***判决还强调了营销 方式对决定保险产品是否构成证券的重要意义。 法院发现该案涉及的营销方式将相关产品“在有 效管理之下的'增值'预期”，而非“保险通常具有 的稳定性与安全性"，作为吸引产品认购者的主 要手段。这更增强了将这种产品视作投资证券的 合理性。可以说，在***United Benefit***案之后，在任 何阶段包含可变收益的保险产品都将被当作证券 團一。

到了 1980年代，保险市场上又发展出一种新 产品，称作"保证投资合同(guaranteed investment contract,简称GIC),就是保险公司无 论保费投资收益如何都保证向投保人还本，并按 固定或浮动利率付息。为此，SEC于1986年制定 了SEC Rule 151,为GIC产品提供了“安全港”。据 此，如果同时符合以下条件，GIC就不被视为证 券。第一，产品发行人受州保险法监管。第二， 保险人保证在扣除销售管理等费用后向投保人还 本付息。第三，保证付息的利率不低于各州法律 规定的最低利率。第四，对超出各州法定最低利 率部分的利率调整频率不高于一年一次。第五， 保险合同不被当作投资产品进行营销。

时间进入1990年代中期，随着证券指数类投 资产品的风行，美国保险公司又推出了一种新产 品，称作“股权指数型年金” (equity-indexed annuity)。这种产品与普通的支付金额固定的年 金大体相似，只是在保单到期之前的保费累积阶 段，投保人享受到的收益率不固定，而是根据 S&P 500等股票或者债券指数浮动。保险人一方 面保证投保人的最低收益(通常为87.5%的保费 本金外加1%到3%的年利率),这个收益既是到 期前退保或者投保人死亡的赔付金额，也决定到 期后年金支付的数额。另一方面，保险人对收益 率浮动的上限也多有限制，不会随相关指数无限 上涨。

指数型年金保险问世之后的很长一段时间， 其证券属性不明，很多保险公司未对这类产品进 行证券注册。2009年SEC制定Rule 151A,将具有 以下两项特征的指数型年金排除在证券注册豁免 之外，也就是说必需按照证券法注册披露。这两 项特征一是保险人支付的保险金数额与某一证券 或者证券指数的表现相联系，二是保险人支付的 保险金数额超过保底金额的可能性大于不超过这 一金额的可能性。

至此，美国市场上迄今为止出现的主要人寿 保险产品是否属于证券的规则基本成形。联邦最 高法院与SEC的政策考量实际上颇为明确，保险 为的是求稳，而为追求高收益而承受市场波动的 风险属于投资行为一一哪怕有保底的投资仍然是 投资。一句话，保险和投资的区别在于收益稳定 还是波动。而只要是投资，充分的信息披露就是 首要原则，因此，只有纳入证券法的监管体系， 才能保障投资人的合法权益。

对保险产品证券属性的认定规则也体现了美 国证券监管的另一特点，就是按产品实质功能 —-而非发行主体——确认监管机构。尽管可变 年金、弹性基金年金和指数年金的发行主体都是 保险公司，而保险公司的监管权主要在州政府， 但是当其发行的产品成为证券之时，就要统一纳 入SEC的监管。这种监管政策显然是合理的，无 论哪家发行的投资产品，只要对社会公众公开发 行，那么投资人就会面临集体行动困境囲一，而克 服这一困境的最主要手段就是发行人的强制披 露。所以，无论哪类主体只要发行了属于证券的 投资类产品，自然就当适用证券法之下的披露监 管要求，而执行监管任务的也应当是统一的证券 监管机构。

说到这里，万能险到底最像传统的固定年 金，还是可变年金、弹性基金年金或者指数年金 呢？更为了解万能险根底的读者对此更有发言 权。也许，还可以换个角度看问题：万能险到底 是用来求稳定的，还是用来求波动的呢？这个问 题明朗了，万能险到底该不该被纳入证券监管的 范畴也自然明朗了。

恒大：快进快出是不是操纵市场？

险资入市的第二枭雄当属恒大，其数次购入 梅雁吉祥股票，待持股信息披露又迅即出货，据 说赚得满盆满钵。而且恒大策略精妙、卡位准 确，直叫监管者几乎无从下手，以致另立新规之 声四起。那么，恒大如此快进快出是否够得上操 纵市场？倘若真的要立新规，又当从何做起呢？ 以下同样只讲美国的情形，以便各位读者自作判 断。

美国《证券交易法》对于交易过程中的市场 操纵行为主要靠两个条文来监管。一是禁止“用 说的”来操纵市场，这就是大名鼎鼎的反欺诈条 款一一《证券交易法》第10条b款，以及与之配 套的SEC Rule 10b-5o二是禁止“用做的”来操纵 市场，这是不太引人注目的《证券交易法》第9 条a款。如果恒大进出梅雁吉祥有操纵市场嫌 疑,那也没有“用说的”，因此，我们暂且搁下前 者不说，单来看看后者。

美国1934年《证券交易法》第9条a款曾被 SEC称为“这部法律的心脏”，不过，随着岁月的 变迁，这颗心脏仿佛移植到了第10条b款上，以 致逐渐淡出了人们的视线一一至少在法学院的教 科书里常常只剩下寥寥数语，乃至完全不见踪 迹。这一款条文一方面禁止了 1920年代曾流行于 华尔街的某些操纵手法，譬如“灌水交易"（wash sale,就是自卖自买），以及“匹配要 约5, （matched order,就是和关联方一买一卖）， 大致对应中国《证券法》第77条第1款第2和第3 项规定的情形。

然而，除了禁止这些具体的操纵手法之外, 美国《证券交易法》第9条a款第2项还规定了一 个兜底条款，对实质构成操纵市场的各类行为加 以禁止。不过，美国人的这个兜底条款与中国法 律中常见的兜底模式颇不相同，它并没有如中国 《证券法》第77条第1款第4项那样来个“以其他 手段操纵市场”，而是具体立下了操纵市场的三 条认定标准。

其一，被告实施了“系列交易”。SEC对这里 的“交易”作了广义解释，不仅包括实际完成的交 易，也包括作出交易报价；实施交易的人不仅是 被告本人，也包括其代理人和按被告意图行事的 独立交易员***(In re Kidder , Peaboy & Co.***)。涉 嫌操纵的交易行为针对的证券既可以是证交所公 开交易的证券，也可以是OTC市场交易的证券

***(SEC v.Resch-Cassin & Co. , Inc.***)。至于''系 列"交易的次数只要不止一次买入或者卖出即 可。

其二，被告“制造出相关证券被活跃交易的 实情或者表象，或者抬高或压低了该证券的价 格"。符合这一标准的行为包括抢先定价(price leadership),占据某一证券的市场控制地位，减 少证券的流动量(floating),以及通过中止交易 造成某一证券的交易瘫痪***(SEC v.Resch-Cassin & Co. , Inc.*** ) o不过，实践中几乎所有的系列交 易行为都被认为足以满足此第二项标准(Coffee et al., ***Securities Regulation*** 2015)*。*

其三，被告“以引诱他人买卖该证券为目 的"。证明被告的目的是实务中最难满足的条 件。如SEC所言，罕有主观证据证明被告的这种 目的，“如果能找到这样的证据，那么在多数情 况下必定是从案件的情境中推定而知的"*(化****the Matter of Halsey , Stuart & Co. , Inc.***)。比如， 在SEC ***v.Resch-Cassin & Co. , Inc.***案中，曼哈顿 南区联邦地方法院就根据被告是某公募证券的主 要做市商这一情况，推定其连续交易推升股价的 行为具有引诱他人买卖的目的。

然而，法院也并非总是轻易推定被告的引诱 目的，以下两则涉及并购交易的操纵判例正好形 成对比。*在****Creme Co.v. Westinghouse Air Brake Co.*** 一案中，原告试图以现金要约收购被告，被告找 来"白衣骑士"American Standard Inc.作为抵御，而 这位“白衣骑士”选择在收购要约期限的最后一天 通过一系列交易大举购入被告的股票，由此推升 被告股价，从而让被告的股东不愿接受原告的要 约。与此同时，Standard又秘密与其他买家议 定，以低价向这些买家转售其高价购入的被告股 票*。*这一进一出虽然让Standard遭受了近50万美 元的损失，却可以借机将被告揽入自己怀中。第 二联邦巡回区上诉法院在***Crane***案中表示：“如果 某交易方对拟议中的要约具有重大而直接的经济 利益，并采取积极措施推动相关证券市场价格上 升，那么，我们认为操纵目的己经得以初步确 立”。最终，法院认定Standard的行为构成操纵市 场。

不过，此后在***Chris-Craft Industries***

***,Inc.v.Piper Aircraft Corp.*** 一案中，同一家法院 基于不同的案情作出了不同的判断。***Chris-Craft*** 案中也涉及两家公司（原告是其中一家）争相收 购被告。竞争的另一方Bangor Punta指控原告与多 家共同基金合谋，携手购入原告股票，推升其股 价以便让原告换股收购被告的交易变得更加诱 人。法院认为，尽管原告与这几家基金用了同一 家经纪人，却没有证据表明彼此之间有合谋的协 议，或者涉嫌内幕交易。相反，经纪人是基于对 原告的独立研究调查向这几家基金推介原告股票 的，而后者购买原告股票是因为“他们相信这是 —笔明智的投资”。于是，法官判定Bangor Punta 的操纵指控缺乏足以推定不法目的的情境证据， 因此无法认定存在操纵行为。

中国《证券法》第77条第1款第4项那张开 的“其他”大口袋大概足以装下一切执法者认为是 操纵的行为。然而，这种包罗万象的条款对 于“以理服人”的法律适用并没有多少好处——什 么都可以是，等于什么都可以不是。而美国《证 券交易法》的兜底做法则突出了操纵市场的实质 ——以自己的交易引诱别人交易，因为“第9条a 款的目的是 .....维护市场的开放与自由，让供求 的自然力量来确定证券的价格” ***(Trane Co.v.O'Connor Securities*** )。

至此，读者们可以回过头来对照一下恒大进 出梅雁吉祥在这样的标尺之下，究竟算不算得上 操纵市场一一关键也许在于恒大是否能从其一进 一出中取得"重大的直接经济利益"，而其又是否 能够预料自己的交易会引诱别人的交易。假如恒 大想要反驳操纵的指控，大概也免不了要谈谈为 何在增持梅雁吉祥后近一个月的时间内没有出 货，却在梅雁公开持股状况后短短5天内迅速出 清了。

Something Old, Something New

2016这一年，中国资本市场上的新鲜事可谓 层出不穷，资本角力的手段确实常常带有中国监 管体制下的特色。譬如，宝能卖的万能险或许在 美国找不到挛生兄弟，而恒大停在4.95%档口的 用心也是美国的资本玩家不必理会的一一那里的 短线交易监管对象是持股10%以上的股东。然 而，资本市场其实又没有多少新花样，尤其是在 一个玩了不过短短几年、十几年的市场上，没有 多少手法是在玩了百余年的市场上没有见过的。 宝能的万能险也好，恒大的快进快出也罢，诸位 有没有觉得从上面描述的美国故事中都能找到身 影？

由此看来，成熟市场的监管思路对后发市场 尤其值得借鉴，中国的监管者们与其闭门内省， 不若开门求经。当然，学别人就要切实摸清别人 的门道，而不是弄个一知半解地“头痛医头，脚 痛医脚"。那么，门道在哪里？单就宝能与恒大 的例子说，前者在证券发行的监管，后者则在操 纵市场的监管。因此，假使法律要改，规则要 变，就该改变到这两个方向上去。

倘若担心险资入市可能搅动系统性风险，那 么，相比险资的去向，恐怕监管的要害更在于险 资的来源。正如本文开头所言，投入市场的险资 与其他资金并无本质区别，而保险公司也不过就 是一类机构投资人。资本市场的基本守则是“愿 投服亏，自己责任"，而这个守则的制度原点在 于充分的信息披露——证券监管归根到底就是要 管住这一条。假如不从功能角度实质性地把握证 券的范畴，进而让某些投资产品流落在证券监管 体系之外，那么，除非另起炉灶重复建设一套与 证券监管体系相同的针对这类产品的监管体系 来，否则，缺乏经验和信息的投资人就难免沦为 产品发行人的猎物。

当然，另一种办法就是禁绝险资进入高风险 的股权资本市场，从而强行把万能险之类的产品 打回到高稳定、低波动的保险产品的原型。然 而，这样一来就可能让资本市场失了血，更削弱 了市场竞争对公司治理的推动以。况且，这一招 还可能根本无法奏效。只要资本的逐利本性不 变，那么，“按下葫芦起了瓢"，万能险虽然绝 迹，却会催生出其他灰色的投资产品来 回\_。因 此，坚持对证券的实质认定和统一监管才是治本 之道。此外，对于险资管理人的监管也应当和对 其他类型公募基金管理人的监管相统一，例如实 施统一的投资多样化监管要求。

倘若忧虑险资入市兴起短线炒作之风，那 么，监管的要害恐怕在于着实把握操纵市场的本 质。不错，恒大看来正是利用了5%的举牌线和短 线交易控制线，可是，假如因此试图降低这两条 线则是不折不扣的本末倒置。本章前两节曾细致 分析过，降低举牌线的代价是让上市公司失去大 额持股者的监督，削弱控制权竞争带给管理层的 压力。而降低短线交易控制线不但直接影响市场 的流动性，而且会抑制大额持股，进而恶化上市

公司的治理质量。

更何况，降低这两条线的底线又在哪里呢？ 4%, 3%,还是1%?无论降到哪里，有意操纵市 场者总能不多不少地在这条线的门口停下。而只 要这样的操纵者有足够的市场影响力，那么，一 旦其增持的消息传到市场上，就难免引发其他交 易者的跟风。仅从这点上看，与其提高披露要 求，不如禁止持股信息披露，反而能起到防范操 纵的作用。不过，正本清源的措施仍在直接、精 准地打击操纵市场的行为，而不宜将信息披露及 内幕交易的规则牵扯进来一一操纵要借助向市场 传递信息，与防范内幕交易的信息披露道理正相 反。

资本市场或许可算人类社会最为复杂的系统 之一，对这样一种复杂系统的监管注定也是一项 系统性的工程。她不仅要求监管者的智慧，也要 求监管者的经验。经验从哪里来？最便捷的途径 就是“拿来”。然而，拿什么与怎么拿又是考验监 管者智慧的要津。看透市场上旧瓶装新酒的把 戏，溯本清源地抓住要害，恐怕离不开监管者们 更加细致专业的探索。

*in* 本节首发于《新财富》杂志2017年1月号，收 录本书时有增改。

⑵以上美国保险业监管历史主要参考NAIC的介 绍 State Insurance Regulation*。*

[3] Martin, The Status of the Wriable Annuity as a Security： A Lesson in Legal Line Drawing, *Ohio State Law Journal* 1969.

141参见本章第三十四节。

闫参见第六章第二十九节。

£6]这一点微信公众号“法经笔记”推送的《险资举 牌：我们真正该害怕的是什么？》有精当的分析。

第八章公司法律职业的视野

本章导读

本书最后一章意图探视律师在资本市场的圆顺运 转中发挥的作用。资本市场植根于一套精致而有序的 规则之中，资本脱离了规则，就会是脱缰的野马，溃 堤的洪水。最近二十年来，法律与金融的交叉学科研 究在西方日益成为一门显学，其最基本的结论就是没 有优良的法治也不会有发达的资本市场。换言之，从 宏观角度看，资本市场的兴盛依赖于法律职业的兴 盛。

而从微观角度看，在一个个具体交易中，律师则 起到了润滑剂的作用。借助对交易结构的设计和交易 文本的制作，他们缓解了交易当事人之间的利益冲 突，妥善配置由不确定性引发的交易风险。不仅如 此，对相关领域富有经验的律师也是交易当事人重要 的信息来源，在跨境交易中，律师的这种作用体现得 尤其明显。也许有人将律师费视作一种交易成本，但 这种看法其实是肤浅的，恰恰相反，优秀的律师是降 低交易成本的重要推手。

当然，真正要发挥出交易润滑剂的作用，绝离不 开全面而务实的法学教育和职业培训。因循守旧、好 高鹫远都是优秀商业律师的天敌。因此在法律教育与 法律培训中，需要注重引导开放的心态，培养全面的 知识结构，熏陶脚踏实地的职业精神。洛杉矶加大 Bainbridge教授的一句话可谓道出了公司商事律师教育 的真谛：“对交易律师的教育就是要让他们理解一项具 体的商事交易究竟从哪里生出价值来，而律师又如何 能为这项交易增添新的价值。”

本章第三十八节讲述了华尔街传奇律所WLRK诞 生和成长的故事，并试图解析其成功背后的独特机 缘。作为公司商业领域律师界无可争议的翘楚， WLRK的经历对于处在发展壮大之中的中国商业律师 事务所无疑具有重要的借鉴意义。第三十九节利用迄 今为止最具科学性的研究成果一窥优秀商业律师为商 事交易增添的价值，借以印证Bainbridge教授提出的上 述法学教育理念。最后，第四十节直击美国法学教育 多年来取得的突出成就，借此呈现怀远而不舍近的法 学教育路径对社会经济发展的积极贡献。

期待中国法律职业兴盛的天时、地理、人和，这 一天也必将迎来中国资本市场的兴盛！

第三十八节律界“天元”是怎样炼成 的？

有这样一家律师事务所，她的足迹几乎没有 踏出过曼哈顿岛，区区260名律师的规模令它在 诸多同行竞争者面前显得那样地袖珍。然而，在 她短短50年的发展历程中，却有近一半的时间打 败了所有的竞争对手，成为全美效益最好的律师 事务所一一哦，不，其实是全世界利润最丰厚的 律所，越过“魔圈”(magic circle)，撇下“白 鞋”(white shoe)。律所界"天元”的称号，她当 之无愧。

根***^American Lawyer***的统计，在律所综合水 准最关键的指标 合伙人人均利润(profit per

partner,简称PPP)方面，在2016年之前的20年 间，有19年时间她都高居首位，并且将第二名远 远甩开。2014年，她成为世界首家PPP突破500万 美元大关的律所；然而转过年来就刷新了自己的

记录，再次成为史上首家PPP突破600万美元的律 所。并且，由于其低得异乎寻常的律师一合伙人 比，她也常年占据律师人均利润(profit per lawyer,简称PPL)的首位。而在另一张评价律 所声誉的金榜巧ult律所排名榜中，她又连续13年 荣膺“最享盛誉的律所”之称。说到这里，相信对 熟悉律师行业的人来说，她的名字己经呼之欲 出。对，这一节要讲的正是华尔街上的一家小律 所 Wachtell, Lipton, Rosen &

Katz (WLRK)*。*

2015年美国合伙人人均利润前30强律所

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| PPP/PPL 排名 | *9^* | PPP(S) | PPL(s) | 利润率  (%) | PPP增长率 (%) |
| 1.1 | Wachtell |  | 2.125.000 | 67 | 20 |
| 2/2 | Qui mi Emanuel | 4.420,€<M) | L025.(M)0 | 66 | -10.3 |
| 3/13 | Paul Weiss | 4,()85,(X)O | 6(力.()〔)() | 51 | 6.2 |
| ，1;3 | Sull i van AC rorn well | 3.870/XM) | 820.0iX) | 5() | 5.2 |
| 5/4 | Kirkland | 3.6O5,(XM) | 7X0.000 | 55 | *7* 7 |
| 6,7 |  |  | 6X0.000  *f* | 48 | 5.6 |
| *7\** | SiiHjTsiniThhclicr | ：147DJYM) | 675.000 | 51 | -0.4 |

续表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| PPP/PPL  排名 | 律所 | PPP ( $) | PPL(S) | 利润率  (%) | PPP増长率 (%) |
| 祁 | **Carhill** | **3,360,000** | **665,000** | **57 |** | **-7.1** |
| **9/16** | **DavisPolk** | **3** 伽 **5.00**。 | **565.000** | **46** | **03** |
| **10/4** | **GibsoiiDumi** | **3.185.000** | 颓**.000** | **.62** | **4.6** |
| **116** | **Skndden** | **3.1&000** | **75)000** | **49** | **76** |
| **12**々**4** | **Boie>4Schiller** | **3** 一 **0X5JW)** | **4X5.( KM)** | **3X** | **2** |
| **1.V24** | **(lear\ (；oTtheh** | **3;0K(HK«)** | **4X5JMM)** | **4H** | **-4.6** |
| **14^12** | **Lulhain** | **2,905,000** | **605.000** | **50** | **0.2** |
| **15/11** | **Mil bunk** | **2,725,000** | **620.o«x)** | **52** | **0.7** |
| **1&15** | **Dcbevoise** | **2625.00()** | **570.00()** | **46** | **103** |
| **17/J0** | **wdlkie** | **2.605.000** | **6-10,000** | **55** | **IS** |
| **1 »44** | **Weil** | **2.52(ktXH>** | **.W** |  | **48** |
| **1W26** | **King&Spalding** | **2.515.000** |  | **•H** | **6.8** |
| **2030** | **Dechert** | **2.510. WO** | **465.000** | **46** | **8.4** |
| **2P2O** | **PaulHastings** | **2,505.000** | **535,000** | **46** | **6!** |
| **2247** | **ScliuhuRoih** | **2.330.000** | **560.000** | **49** | **0.6** |
| **2339** | **WilsonSoiisini** | **1215X00** | **420.000** | **40** | **1G** |
| **2IH9** | **Inedl'rank** | **2**洌**5.(X)0** | **555,(MX)** | **•15** | **21.5** |
| **25/21** | **l^o^aucr** | **2.15O.(XK)** | **520,()00** | **44** | **2.4** |
| **26M2** | **Sidley** | **2.U65.W0** | **395.000** | **38** | **3.8** |
| **27/76** | **Cudnduder** | **2.060.000** | **215.000** | **21** | **-6.8** |
| **28，S4** | **WhitcctCnsc** | **2.020,00()** | **\*)5 00()** | .祎 | **07** |
| **29/22** | **Rope s&G ray** | **2015.000** | **515.000** | **41** | **4.4** |
| **30/23** | **GoodwinPiocter** | **1,990.000** | **490.000** | **45** | **14** |

裁择史源:*TJte Atnehcati Lawyer,* **Am Law 100 ( 2016 )**

创始人传奇

WLRK的四位创始合伙人——Herbert

Wachtel 1 Martin Lipton> Leonard Rosen与 George Katz无疑是纽约大学(NYU)法学院引以为豪的 传奇人物。这四个人非但都是她的校友，其中三 位还是同一年毕业。更为有趣的是四人同为犹太 裔，并且他们的父亲都曾在制衣厂工作。日后， 他们又分别在不同领域成为业界翘楚一一 Wachtell是美国首屈一指的诉讼律师,Lipton则被 誉为美国“当代并购法律的三位塑造者之一”， Rosen成为纽约著名的破产法律师，Katz则参与了 大量公益法律诉讼。

Lipton被公认为四人中的核心，用Wachtell B 己的话说，他是“同侪中的首席(first among the equals) ”。1931 年，Martin Lipton出生于紧邻曼 哈顿的新泽西州泽西城一户波兰裔犹太家庭，父 亲是制衣厂的经理，母亲是家庭主妇。高中毕业 后，LiptowS入著名的宾夕法尼亚大学沃顿商学 院就读，取得经济学学士。不过，本科毕业后， Lipton未如其父所愿地成为银行家，却发现自己 更想当一名律师，于是，他选择了NYU法学院。 当时NYU还未如今日这般属于美国顶尖法学院之 列，对于一名常春藤毕业的本科生而言，就读于 NYU法学院并非寻常之举。Lipton后来回忆说， 之所以选择NYU部分原因是其极富远见的前院长 Arthur Vhnderbilt当时出任Lipton家乡新泽西州最 高法院的首席大法官。

在NYU法学院就读期间，Lipton曾出任MV ***Law Review***的主编 一个通常由最富学术潜质

的学生出任的职位。在二年级的时候，LiptonA 选NYU法学院著名的Root-Tilden公益奖学金项 目。这个以NYU杰出校友、诺贝尔和平奖得主 Elihu Root与前纽约州州长Samuel Tilden命名的项 目从美国每个联邦上诉巡回区（当年为10个）各 挑选两名优异的本科毕业生，给予其就读法学院 的全额学费和食宿资助，Lipton是这个项目第二 届的学生。Root-Tilden项目注重学生的综合素 质，规定必须选修人文、社会科学、历史以及自 然科学课程，入选该项目者还要一周五天同食同 宿。这个项目的宗旨是培养最富有尊重法律精神 和遵循最高伦理标准的学生，因此特别强调投身 公共服务的价值观。

1955年从NYU法学院毕业后，Lipton先去了 哥伦比亚大学法学院跟随美国公司法巨擎、现代 公司治理理论的奠基人之一、最具影响力的公司 法著作也fo屁尸〃 ***Corporation and Private Property*** 一书的共同作者Adolf Berle研究公司法，接着又 成为美国最重要的证券法案件初审法院一一*纽约* 南区联邦法院——Edward Wfeinfeld法官的助理。 随后，他进入一家以公司破产业务见长的律所 Seligson, Morris & Neuberger,并逐步升任该所 的初级合伙人。也是在那里，Lipton®到了日后 WLRK的另两位创始人Rosen与Katz。自1958年 起，应NYU时任法学院院长Niles之邀，Lipton开 始在NYU兼职教授证券监管和公司法长达近20 年，他的学生中包括日后成为华尔街老牌“白

鞋"律所Cravath, Swaine & Moore主任的Evan Cheslero

Lipton与比他高一届的师兄Herbert Wachtell相 识是在NYU就读期间，当时，Lipton将自己撰写 的一篇法律述评（Notes,由优秀在读法学院学生 为La w Re vi ew撰写Note s是美国法学院的一项悠 久传统）交给担***］lNYULaw Review***法律述评编辑 的Mchtell,后者尽然几乎将通篇全部改写了一 遍，而这段插曲则成了两位终身合作伙伴友谊的 开端。与Lipton 一 样，Wachtell也是Root-Tilden学 者，而且是首届入选者。更加巧合的是，两个人 的父亲居然都曾在女式内衣的制衣厂工作。1954 年毕业之后，瞞chtell先去哈佛法学院读了一年 的法学硕士（LLM）课程。随后，他作为NYU著 名学者Bernard Schwartz的助手参与了美国国会对 联邦监管机构的调查，而SchwartzH后也成为 柄chtell的第一位诉讼业务客户。再后来， Wachtell当上美国南区联邦助理检察官，接着又 创办了自己的律所开展诉讼法律业务。

辉煌业绩

君子之和*。*Lipton、Rosen与Katz 一同供职的 律所Seligson, Morris & Neuberger在五十年代前 期出现严重的内部纷争，并于1964年解体，于 是，这三位年轻律师决心另起炉灶。此前，他们 与Wkchtell就一直有业务往来，有关诉讼的案件 经常被介绍给瞞chtell,这时，四个人商量共同 创所更是一拍即合。多年之后，Wachtell与Lipton 两人对创所之日的细节有些记不真切了，比如后 者认为他们商谈创所是在曼哈顿Lexington大道上 一间空置的办公室中，而前者却说是在旁边的一 家简易咖啡店Automat里。不过，有一点所有的创 始人都很清楚，那就是他们没有任何书面的合伙 协议，一切都是握手成交的君子协定。由于 柄chtell当时巳经有了自己的事务所，所以大家 决定把他的名字放在首位，不过，谁都知道，这 个即将出世的传奇律所的真正核心是排名第二的 那一位。

除了 WLRK现在的四位命名合伙人之外，创 立之初的另一位合伙人是同为NYU法学院毕业生 的Jerome Kern。但Kern不久后离开，成为银行 家，而他的名字后来增添在了瞞chtell和Lipton先 后入选过的NYU法学院Root-Tilden项目的名称 上，如今，该项目全名是“Root-Tilden-Kern公共 利益奖学金”项目。另外，还有两位律师

(associate)跟随五位合伙人共同踏上创所之 路。1965年WLRK正式成立，当时这七名年轻人 的启动资金是11万美元，价值大概相当于现在的 80万美元。

风华初显。成立之后的最初几年，这家小所 在华尔街上默默无闻，并不为传统“白鞋"大所

(如Cravath, Sinpson和Sullivan)重视。WLRK 第一次受到华尔街的关注是1974年Lipton代表著 名投资公司Loews Corp.向处于困境中的保险公司 CNAFinancial Group发起要约收购，Loews当年的 法律总顾问Lester Pollack （LBO行业的先驱，后 担任著名投资银行Lazard的董事总经理）是Lipton 在NYU法学院的师弟和好友，而代表被收购方的 正是“华尔街并购律师三杰”中最年长的Joseph Flomo

有趣的是，尽管日后Lipton以并购的抵御方 律师闻名，而Flom则以担任进攻方的律师著称， 但在WLRK创立后两人的这首次较量中，他们的 位置却翻了个个儿。最终，Lipton帮助Loews成功 取得了83%的CNA股票，以2亿多美元的价格获 得了对CNA价值45亿美元资产的控制权。到了第 二年，在Colt Industries以1.5亿美元收购Garlock的 交易中两人的攻防位置调转过来。著名法律媒体 人、***American Lawyer*** 杂志的创办人Steven Brill专 门对这场收购战作了详细报道，Lipton由此奠定 了其作为顶尖收购防御律师的声名。

1979年，美国运通(American Express )意图 对著名出版商McGraw-Hill发起敌意收购，公司 的第四代掌门人专门跑到Park大道上的WLRK求 助于Liptono起先，Lipton因为业务太多有意拒绝 McGraw的请求，但在两人交谈过程中，Lipton被 后者的这样一句话打动：“你知道，我实在不忍 心看到在传承四代人之后，我要成为那个丢掉公 司的McGraw。"Lipton接受了McGraw的请求，最 终帮助他保住了公司。

也是在那个时候，Lipton开始认真思考面对 敌意收购，公司董事会应该扮演怎样的角色。他 认为抵御收购应当在董事会的商业判断范围之 内，为此，他发表了有名的论文Takeover Bids in the Targefs Boardroom (***The Business Lawyer*** 1979) o这篇文章引发了美国公司法学界众多超 一流高手的大讨论，参与其中的包括哥伦比亚大 学的John Coffee> 芝加哥大学的Frank Easterbrook 和Daniel FischeR 斯坦福大学的Ronald Gilson以

及当时尚在哈佛法学院求学的Lucian Bebchuko

尽管这些学者大多不赞成Lipton的观点，但 他的文章却深深打动了实际把握美国公司法走向 的特拉华州法官的心。在对美国公司法具有划时 代意义的***Unocal Corp.v.Mesa Petroleum*** 一案中， 法官大量引用了此文的观点作为判决理由団\_。在 后来的回忆中，主审***Unocal***案的Moore法官称赞 Lipton的文章具有“开创性的”贡献。

改写历史。1980年，Rosen作为15家贷款人 的特别法律顾问参与营救美国第三大汽车生产商 克莱斯勒公司(Chrysler)的行动，这项总额高 达15亿美元的融资行动成为世上最大规模的公司 拯救计划。1984年，Lipton代表Getty Oil大股东参 与了价值超过100亿美元的Texaco收购Getty Oi啲 交易，这是当时利用“白衣骑士”(white knight) 抵御敌意收购规模最大的交易。

1985年Katz领衔的WLRK律师团队代表目标 公司董事会出庭，在***Moran v. Hous ehold***

***International*** 一案中获得决定性胜利，最终为有 收购抵御超级武器之称的“毒丸” (poison pill)确 立了合法地位。从此，Lipton的这项发明风行全 美図一。1982年Lipton在帮助El Paso天然气公司抵 御Burlington Northern Railroad公司收购的时候， 向Burlington方面的法律顾问、“三杰”之中的第三 位Arthur Fleischer解释了“毒丸'啲构想。当时担 任Fleischer助手，日后也成为华尔街精英并购律 师的Stephen Fraidin听罢Lipton的描述满以为法院 不可能支持“毒丸”。谁知短短三年过去，继 ***Unocal***案之后，法院再次站到了Lipton这一边。

1986年柄chtell领衔在另一个里程碑式的案 *件* ***Revlon v. Mac Andrews & Forbes Holdings*** 中代表 Revlon董事会出庭。该案不仅确立了著名的“露华 浓规则"(Revlon rule),也可谓是“三杰”的一场 大会战。这次，Fleischer领导下的Fried Frank站在

WLRK一方，代表Revlon董事会属意的“白衣骑 士"Forstmann Little,而Flom领导下的 Skadden则代 表意图发起敌意收购的Pantry Prideo会战的结果 可谓各有所得，尽管收购方最终胜诉，不过，特 拉华最高法院也肯定WLRK为Revlon设计的抵御 措施''毒债"(poison debt),以及与Forstmann

Little的锁定交易(lock-up)安排原则上不违反特 拉华法律。

在80年代的最后一年中，瞞chtell再次展现 出作为顶尖诉讼律师的才华。他在时代与华纳的 并购交易诉讼***(Paramoimt Communications Inc.v.Time Inc.)***中代表华纳出庭，成功说动法官 支持时代与华纳既定的并购方案，排除了“百乐 门(Paramount)公司的敌意收购威胁。而在四 年之后，瞞chtell又在另一场以“百乐门”为对手的 并购诉讼***(Paramoimt Communications v.QVC Network*** )中登场，赢得了这场被著名公司法学 者Coffee教授认为不可能获胜的诉讼團\_。

就这样，在20世纪80年代那个底定特拉华并 购交易法律的关键时期，WLRK几乎直接参与了 所有的标志性诉讼，在法律的形成过程中留下了 自己深刻的印迹。

与时同行。进入90年代，WLRK的传奇继续 演绎。除了上面提到过的。K 一案之外，他们还 为这个年代众多的银行并购交易提供法律顾问服 务，成为参与此类交易最多的一家律所。颇有些 不同寻常的是在1998年Banc One Corp.与First Chicago NBD两家银行规模达300亿美元的并购交 易中，买卖双方居然同时聘请WLRK担任自己的 法律顾问。两家银行的负责人表示，他们之所以 作出这样的决定而不担心发生利益冲突是因为对 WLRK的职业操守具有充分的信任，并且此前的 合作让两家银行都对他们的服务高度满意。

如果你自己是一家纽约知名的律所，当你被

告的时候，你会希望谁成为你的律师？ 1992年， 纽约律所凯寿(Kaye, Scholer, Fierman, Hays & Handler)的选择又一次证明了WLRK在业界拥有 的卓越声誉与广泛信任。这一年，凯寿受到美国 联邦政府的指控，称其帮助前客户实施欺诈，要 对这家律所施以2亿7500万美元的罚金。凯寿找 到WLRK的合伙人，后来担任克林顿总统白宫法 律顾问的Bernard Nussbaum为其提供辩护。最

终，在Nussbaum的帮助下，凯寿与美国政府达成 的和解仅仅让这家律所支付了 4100万美元。

到了新千年，WLRK的业务伴随着不平常的 政治经济时局而展开。2000年，他们帮助美国电 报电话公司(AT&T)实现大规模重组，将公司 的移动电话和宽带业务分割开来，组建四个独立 的上市公司，即AT&T Wireless> AT&T

Broadband > AT&T Consumer和AT&T Business o WLRK又代表AT&T完成了规模达600亿美元的并 购美国有线电视巨头MediaOne的交易。2000年一 年之中，WLRK参与的并购交易总金额就高达 4250亿美元。

众所周知，21世纪的第一个年头对美国而言 意味着什么。9/11恐怖袭击事件发生后，Wachtell 为其老友、世贸中心双子座的业主Larry Silverstein赢得了41亿美元的保险理赔。此后， WLRK又参与了几乎整个曼哈顿南区的重建项 目，并主持完成世贸中心重建主协议的谈判，业 界将这场谈判称为“史上最复杂的不动产交易”。

2008年，金融危机狂潮袭来，雷曼兄弟

(Lehman Brothers)宣告破产。为摆脱相同的厄 运，美林证券(Merrill Lynch)时任CEO John Thain迅速作出反应，及时将美林出售给了美国银 行(Bank of America)*。*在这场价值500亿美元的 并购交易中，WLRK的身影再次出现，这次他们 代表的是买方美国银行。随后，WLRK又在美国 政府拯救AIG的融资行动中充任美联储的联合法 律顾问。实际上，Lipton本人几乎参与了所有金 融危机之后发生的主要银行并购交易。

近年来，随着股东积极主义(shareholder activism)的兴起，对冲基金投资人对公司经营事 务的干预加剧，LiptonX积极投身于帮助董事会 抵御股东积极主义的工作中。2014年，WLRK代 表拍卖行业的龙头索斯比(Sotheby's)拍卖行赢 得了抵御对冲基金积极干预的诉讼。*在****Three Point LLC v.Sothebys -***案的判决中，特拉华法院 承认董事会为抵御积极干预的股东而设计的“双 层毒丸"(two-tiered poison pill)具有合法性 囲

在当年的这家七人小所跨过成立半个世纪的 门槛之时，他们正在继续谱写着自己的辉煌篇 章。2015年底，WLRK帮助世界主要制药商之一 的Perrigo成功抵御住了世界最大通用药生产商 Mylan发起的价值260亿美元的史上最大规模的敌 意要约收购。同样在这一年里，WLRK还为戴尔 公司(Dell)收购云计算和数据存储服务公司

EMC的交易提供法律资讯。2016年9月7日两家完 成合并，这项刷高科技行业并购纪录的交易金额 高达670亿美元。

小所大道

用险创新。WLRK在短短的50年间能超越众 多历史悠久的竞争对手，成为无可争议的业界魁 首，与其独特的理念、文化和模式恐怕是分不开 的。从创立之时起，LiptonU；为自己的律师事务 所确立了明确的市场定位，那就是不求全，不贪 易，但求新，乐用险。WLRK从一开始就不接手 寻常的公司法律服务，而只做具有高难度和高风 险的业务。Lipton强调与客户的关系建立在单个 的交易之上，而不是全方位地绑定客户。这一战 略方针使得WLRK有可能吸引到那些己经与“白 鞋”律所具有长期协作关系的华尔街主要玩家， 让他们在特定的交易中聘用WLRK担任自己的顾 问。而这种以交易为基础的客户关系也解消 了“白鞋，，律所对WLRK抢走客户的担忧，从而让 他们愿意在特定交易中与后者一起担任客户的联 合法律顾问(co-counsel)。

在半个世纪的历程中，WLRK绝不是常胜将 军，比如，他们在El Paso的防御战中败给了Fried Frank,又和后者一起在Revlon之战中败给了 Skaddeno然而，他们始终坚持挑选最具挑战性的 业务，并且以自己的创造力来应付挑战。El Paso 攻防战见证了 Lipton"毒丸”理念的雏形，Revlon则 将“毒丸”发展为“毒债"。进入新世纪之后， WLRK又成为了 REIT并购业务的先行者。

而代理QVC与百乐门争讼则称得上是WLRK 一次用险的自我挑战。由于在此前的***Paramount v.Time*** 案中，Mchtell的出色表现将目标公司董 事会拒绝敌意要约的决策自由度极大提高，***QVC*** 案判决前，包括最享盛名的公司法学者Coffee在 内，几乎没有人相信瞞chtell还能站在敌意收购 方的立场上取得胜利。可是，就像当年Fraidin不 相信法院会支持“毒丸”一样，Wachtell摆脱了

Coffee教授的预言，又一次让不可能成为可能。

合伙文化。由于WLRK只提供最高端服务， 不接受劳动密集型业务的战略，事务所得以长期 保持很小的规模，而这正是保证Lipton确立的“合 伙文化”得以贯彻的关键。LiptonU为自己的所不 是一份买卖(business),而是一群伙伴

(partnership)。WLRK是志同道合的伙伴发挥自 己特长，追逐自己兴趣的地方。所以，律所成立 之初就靠朋友之间的握手成交，而没有签订过正 式的合伙协议——并且从来都没有。WLRK的创 始人们清楚地知道，只有为了兴趣工作，方才可 能创造出顶级的质量；能赚钱当然很好，但只是 随之而来的副产品。

正所谓无欲则刚，出于这样的理念使得 Lipton在创所之初就敢于坚持自己的判断而不惜 开罪客户。根据Lipton本人以及WLRK早年重要合 伙人Nussbaum的回忆，在建所的头两年里， LiptonSt因为与客户Metromedia的创始人John Kluge出现战略性判断分歧而断然拒绝继续为这个 客户提供服务。要知道，当时Metromedia可是新 生的WLRK 40%的收入来源。然而，这恰恰应了 塞翁失马的典故，由于看到WLRK不事迎合客 户，坚持独立判断，秉持职业操守的立场，众多 客户反而更加增强了对这家新兴小所的信任，业 务也接踵而来。

作为伙伴合作文化的最具体表现，WLRK在 合伙人之间始终坚持严格的按资历分配制度 (lockstep),同样资历的合伙人收入分配均等， 绝不因为个人营销创收能力的强弱而有区别。刚 刚晋升的合伙人报酬大约是合伙人平均报酬的

1/3,随后逐年递增至平均数的100%直到其成为

资深合伙人。除了几位创始人之外，其他资深合 伙人的报酬与平均数相当，而创始人则拿平均数

125%的报酬。WLRK特意不将合伙人报酬与其拉 客户的营销能力联系起来。实际上，Lipton始终 认为营销创收能力不应在分配制度中占有一席之 地，因为最好的营销就是高质量的专业服务， WLRK讲求的只是业务水准而非营销水准。Lipton 说，真正优质客户绝不会因为你陪他打高尔夫或 者与他应酬吃饭而对你另眼相看。而WLRK的客 户则表示：（WLRK） “工作干得这样好，自然不 必自我推销，你的工作自己就会说明一切。”

尽管Lipton是全所最大的客户来源，但其从 不借此索取更多报酬，而是慷慨地将客户资源分 享给同仁，让每个客户都成为WLRK的客户，而 非Lipton个人的客户。WLRK的现任联席主任 Daniel Neff认为，与他对所里的贡献相比，Lipton

长期处于严重报酬不足的状态，“以此为律所这 个机构的长期存续创造最大可能性”。*另一位合* 伙人则估计，假如Lipton\*别的所，他的报酬会 是现在的三倍到六倍。Lipton的率先垂范为WLRK 营造出一个真正“合伙事业”的氛围。

正因为是为了兴趣而工作，正因为只注重业 务水准，所以，WLRK的合伙人和律师无不全身 心地投入工作之中，7天24小时地随时处于应对 危机的状态。WLRK与其他华尔街律所一大不同 是其极低的律师一合伙人比，半个世纪以来，这 个比例始终维持在1比1。要为客户提供第一流的 服务，就必定要求具有丰富经验的合伙人走上第 一线实际从事具体工作，而非躲在幕后接业务、 拉客户，把真正的律师工作甩手交给缺乏经验的 普通律师。

不过，这样一来就大大增加了合伙人，特别 是高级合伙人的工作强度。WLRK四位命名合伙 人中的两位一一Katz和Rose 一都坚持工作到生 命的终点，而今年87岁的瞞chtell和86岁的Lipton 也依然在第一线继续着律师工作。WLRK的前合 伙人，现任哈佛法学院教授的Coates曾经有个形 象的比喻：在WLRK晋升合伙人犹如赢得了一场 吃馅饼比赛，而奖品则是让你吃更多的馅饼。而 用Neff的话说，作为WLRK的合伙人，“你必须在 洗澡的时候也想着你的活”。难怪一位熟悉WLRK 的同行竞争对手称赞道：“WLRK律师们对工作的 勤奋尽职程度在全美无出其右”。

由于极其重视自身独特的合伙文化，WLRK 的合伙人几乎全是内部培养形成的，极少从别的 律所平行雇用(lateral hire)合伙人。因此，《华 尔街日报》曾不乏调侃地问道：“以下哪件是稀 罕事？(A)日全食，(B)棒球完全比赛，

(C)球状闪电，(D) WLRK平行雇用合伙人，

(E)以上全是”。而接下来《华尔街日报》自己 给出的正确答案正是E。据称，在WLRK五十年 的历史中，平行雇用合伙人的情况只出现过三 次。而对于地域性扩张，WLRK更将此视若异 端，除了曾短暂在伦敦开设过一个办公室之外， WLRK的足迹从未踏出曼哈顿岛。

作为一家重质不重量的顶尖律所，WLRK招 募的法学院毕业生自然也是一流的。通常，

WLRK每年会从1200多名报名求职的法学院学生 中挑选出20到25名作为暑期实习生，再向其中的 12到15名发出长期雇用邀请，最终接受邀请入职 的人数大约为6到7人。由于极低的律师—合伙人 比，初级律师在WLRK能得到很好的在职培训。 Neff认为：接受良好的职业训练是成为一名优秀 律师最重要的条件，而Lipton本人就是一位最杰 出的导师。WLRK将所有年轻律师都当作具有自 主判断能力的专业人士，而非人云亦云的打杂小 跟班。

在WLRK,年轻律师之间并没有激烈的竞 争，整个律所更为强调一种同伴共荣的协作关 系。那里律师晋升合伙人的年限比其他华尔街大 所更短，而晋升的比例却更高。WLRK律师晋升 合伙人的比例一直维持在四成左右，不但是业界 平均水平的三倍，也比位居第二名的律所高出 60%o同时，WLRK也为律师们提供了优质的后 勤保障，其后勤人员与律师的比例又是同行中最 高的，几乎接近三比一，更是像硅谷的那些高新 技术企业一样，为律师们提供各种饮料和食品。

WLRK给予律师的报酬始终是律所中最优厚 的，他们并不引领市场的标准，而是一贯超出市 场标准。早在70年代中期，WLRK的起始基本年 薪就达到22500美元，超越当时律师市场的薪酬 水平。不过，WLRK律师的报酬中基础年薪只是 有限的一部分，而高额的奖金则构成另一大部分 报酬，这与其他律所律师的报酬结构十分不同。

譬如，在2016年华尔街律所调高起薪之前，华尔 街大所律师的起薪多年维持在16万美元的水平, 而WLRK的起薪也只比这个数字高岀5000美元, 但他们付给律师的奖金却高达基础年薪的100%。

即便在金融危机之时，WLRK仍以基础年薪50% 的比例向律师支付奖金，也就是说一年级律师的 收入将近25万美元。难怪WLRK的年轻律师们表 示该所的报酬结构让他们“对自己的辛勤付出感 到物有所值”。

服务与计酬。在为客户提供优质服务方面， 除了勤奋尽职的工作态度，以及设身处地为客户 商业利益着想的思维模式之外，WLRK的另一个 法宝是项目团队(task force)服务方式。就是打 通不同专业领域的藩篱，每次根据项目的业务需 求组建跨专业、不固定的服务团队，由这样的团 队来为客户工作。这种做法很好地避免了律师作 为专业人士画地为牢的倾向，有助于从更为宏观 地角度把握客户需求，综合跨专业的业务能力， 为客户谋划最佳策略。而这种跨专业协作又离不 开WLRK“合伙”而非“买卖”,“同志”而非“对 手"的文化氛围。

当然，为客户提供第一流服务的WLRK收费 不会便宜。一般说来，普通律师拿的是固定工 资，无论其工作时间长短；而律所问客户收费则 是按律师工作的时间计算，所以，普通律师的总 计工作时间越长，留给合伙人的利润就越丰厚。 这就如同公司的股东通过借债来放大自己的收 益。可是，由于每个律师的时间都是有限的，每 人每天顶多向客户收24小时的费用，所以，增加 律师总计工作时间的秘诀在于提高律师相对合伙 人的人数比例。律师一合伙人比在业界被形象地 称为“杠杆率”，借提升杠杆率赚钱是律师行业人 尽皆知的秘密（高杠杆率的律所可以从本文上面 列表中PPP与PPL的失衡中察觉）。

然而，由于超低的杠杆率，WLRK不可能像 其他律所一样，通过售卖律师的时间来盈利，因 此，他们采用一种律师行业不多见的计费方式。 实际上，在很长一段时间内，WLRK.的收费方式 一直是华尔街上人人都想打探的秘密。直到去 年，由于著名投资人Carl Icahn对WLRK的收费提 起诉讼（与WLRK缠斗多年的Icahn这次最终还是 败诉了），外界才得以对后者独特的费率结构一 探究竟。

原来，WLRK的收费分为两部分，一部分为 一笔预付的20万美金聘用费（retainer）,另一部 分则是按交易金额比例收取的律师费。第二部分 的收费比例是：2亿5千万美元以下的交易不低于 1%,而超过250亿美元的交易比例不高于0.1%, 介于这两者之间的交易，收费比例也介于0.1%到 1%之间。除此之外，WLRK还会向客户要求实际 费用的报销。在出具给客户的收费单中，WLRK 并不会开列每个律师具体提供的服务内容及时 间，而只是写上总价。根据这样的比例，今年 WLRK从戴尔并购EMC这一项交易中就能得到大 约6700万美元的律师费。

对于自己的收费标准，WLRK是这样向客户 解释的：“本所承接的所有业务都会由在相关领 域独具专长、经验老到的合伙人直接亲自处理， 我们在人员配置方面坚持以提供最高水准的代理 服务为宗旨。为维护这种经营模式，我们必须不 按时间，而按本所付出的努力、承担的责任、业 务的复杂性以及取得的成果来计费。总之，我们 力求以卓越的成果让客户感到我们的收费公平合 理、物有所值。”在竞争激烈的纽约律师界，能 如此特立独行地收取超越市场标准的费用，还能 源源不断地吸引到高端客户，除了让人心悦诚服 的质量，恐怕没有别的办法可以做到。

不过，假如你以为WLRK只做能赚大钱的业 务，那么你就错了。不要忘记，瞞chtell和Lipton 都出自NYU那个特别强调公共服务精神的Root- Tilden 项 目。从创所之初起，WLRK就承接了许多 公益性业务。1975年，为帮助纽约市摆脱财政危 机，实现财务重组，WLRK全员出动，奋战了整 整6个星期。金融危机爆发后，他们又为美国财 政部接管按揭贷款公司房利美(Fannie Mae)和 房地美(Freddie Mac)提供公益法律服务。 Lipton本人还常年担任母校NYU的校董会主席、 法学院院董会主席，为母校的发展贡献卓著。另 外，他也是北大光华管理学院国际顾问委员会的 成员。

可以复制吗?

WLRK这个律师行业的传奇究竟有可能复制 吗？对此，笔者不敢轻言。以下，我只来分析 WLRK成功的天时、地利与人和。至于这个问题 的答案，还是留待读者诸君各抒高见吧。

天时。说天时，首先是说上世纪70年代中后 期到80年代美国公司并购市场的新发展。在 Lipton步入律师界的年代，公司的并购基本都出 现在具有战略协作价值的企业之间，这些所谓的 战略投资项目通常都是以友好协商的方式实现 的。偶然出现的对公司管理权的争夺，也主要借 助委托投票权争夺战(proxy contest)的方式进 行，而这样的争夺战也让Lipton最初意识到了公 司控制权竞争可能带来的巨大法律服务需求。

到了70年代中晚期，公司间并购的形态发生

了重大变化。伴随垃圾债券(junk bond)这种新 型融资手段的诞生，以及Carl Icahn、T.Boone

Pickens等既独立于传统投资银行，又能调动众多 资金的投资创业家的出现，一类新型的并购活动 日益涌现，这就是财务投资人发起的并购。比起 战略投资人来，这些财务投资人更加注重短期的 财务收益，而不那么在乎公司的长期战略方向。 他们发起的并购往往大比例地举债，甚至谋求在 短期内分解、出售公司的资产获利。这些并购方 案很多得不到公司管理层的支持，因而成为敌意 收购。进入80年代，借着里根主义美国经济摆脱 滞涨、开始复苏，市场上的资金也愈加充沛，敌 意收购更趋活跃。

当时特拉华的法律有如今日中国的法律一 样，对于如何处置敌意收购中攻防双方的举止进 退一片空白，而华尔街上传统的精英律所又视暴 发型财务投资人发起的敌意收购为不体面的交 易，不愿积极涉足。Lipton却根据自己对市场动 态的洞察，敏锐把握住这个时代公司法律业务的 发展方向，率先就相关法律问题发表深刻洞见， 引领了法律发展的潮流。他以自己的法律服务实 践，对法律的发展提出新的要求，也引导着新的 动向。在此意义上，说他是美国公司并购法律的 塑造者可谓恰如其分。也正是在这个并购交易转 型、相关法律演进的年代，WLRK确立起了自己 在业界的崇高地位。

天时还有另一层特别的意思，那就是上世纪 中期美国法律行业，尤其是传统的“白鞋”律所对 犹太裔律师抱有的偏见。很长一段时间内，最精 英的法学院和最顶尖的律所都不愿对美国的犹太 人敞开大门，由此，很多优秀的犹太裔学生进入 NYU法学院就读。而当WLRK初创之时，这些受 过良好法律教育，具备高智商，却又得不到“白 鞋”律所青睐的犹太裔律师为这家新所提供了充 沛的一流法律人才。尽管Lipton本人表示，在他 离校择业的年代，“白鞋”所己经开始招收犹太 人，但研究者多认为WLRK最初的人才优势与其 吸引优秀犹太裔律师的能力分不开。

地利。说地利主要是美国独特的法律体系和 法律职业结构。作为一个具有悠久法治传统的国 家，法律专家在美国各个领域的重要性无可替代 虬。归根到底，律所要兴盛，律师行业要兴盛， 离不开法律在国家治理中的基础性作用。而作为 一个普通法国家，美国的法律又体现出高度的灵 活性与精细性。法官造法为法律的动态发展提供 了有利条件，以判例建立起来的规则体系又离不 开细致形象的事实背景，因而使得判例法的发展 不得不依赖于律师们具体的法律服务实践。再 者，美国作为一个联邦制国家，不同法域之间的 竞争压力进一步促使法律的发展必须不断回应市 场交易发展的需求，这就为在第一线从事法律实 践工作的律师们赢得了在法律规则演进中扮演关 键性角色的机会。假如把法治传统、普通法传统 与联邦主义体制这三者拆开来看，能满足其中一 二的国家恐怕不少；而倘若把这三者加在一起， 要同时具备这些条件的国家，除美国之外，全世 界举目望去并不多见。

地利方面值得一提的最后一个方面是美国社 会，特别是在商业领域，尊重专业性的强烈意 识。毫无疑问，Lipton能豪言不拉关系，只靠品 质取胜，必定要基于市场对律师专业品质的认 可。而Neff认为在信息技术高度发达，客户与律 师之间信息日趋均衡的今天，具有高度专业品质 的律所愈加容易获得市场的认可。这种观点也只 能建立在市场发达到足以准确辨别专业品质高低 的境界。否则，信息传播越快，泥沙俱下、金石 不分的混淆性信息也越有机会蛊惑人心。

而在鉴别公司业务律师水准高低方面，公司 内部法律顾问的专业素质无疑举足轻重。如果挑 选外部律师的人自己缺乏相关经验和知识，难以 辨别专业水准的高下，那浑水摸鱼的律所自然也 就得到了以劣币驱逐良币的机会。美国大公司法 律部门的掌门人几乎都是在一流律所摸爬滚打多 年的资深合伙人，而很少有从年轻时就专职担任 公司内部律师，完全在机构之中升迁上来的。因 此，这些大公司的法律总顾问对律师业的内情可 为一清二楚，对外部律师服务的门道更是洞若观 火。由他们来挑选外部律师，自然就少了看走眼 的机会。

人和。最后，我们来看人和。这首先离不开 一个Lipton般既有超群的专业素质，又有一流抱 负和眼光的领导者。他要为律所的长期发展确立 清晰的方向，要在律所内部建设足以凝聚人心的 文化与体制，最后，还要能不计较个人得失，以 自己的榜样推进文化与体制的践行。当然，这样 的领导者也离不开志同道合、素质相当的伙伴们 的帮衬与扶持。假如没有几个创始人的步调一 致，团结协作，光靠Lipton一个光杆司令，恐怕 也很难成就WLRK今日的辉煌。而要保持团队的 高度专业素质，维护团队价值取向的协调一致， 就不得不抵挡住规模扩张的诱惑。这个世界上高 智商、高素质的人才数量肯定是有限的，其中选 择从事律师工作的人数就更少。于是，数量的放 大必定意味着质量的降低。这个道理很容易理 解，但要抵制住规模扩张的诱惑却不容易做到。 说到底，就是无法摆脱对高利润的追求。

律师这个行业的特点是高度依赖人才，而人 才这种资源的最大瓶颈就是时间。再优秀的人 才，一天也只有24小时。用经济学家的话说，就 是律师行业的生产技术特征不具备规模收益递增 乃至恒定的性质，因此，做律师不可能暴富。倘 若一味为了追求利润而扩大规模，那么，实际上 得以增加的生产要素只是“人”一一也就是放大律 所的杠杆率，而不会是“才"一因为“才”的供给 注定有限，其伴随数量的扩大必然呈现边际质量 递减的趋势。简言之，假如贪图跑量获利，就注 定要以牺牲专业品质为代价。相信这正是Lipton 强调WLRK不是“一份买卖”，而是“一群伙伴”的 高明之处。

见到某法律公众平台推送“大所之路"，忍不 住花费数月时间作了以上这篇文字来描摹、阐发 一家纽约小所的不平凡道路。智慧的读者们自可 两相对照，各自体悟其中的别样滋味。或许没有 比《福布斯》杂志（Forbes）为采访Ne晡报道 添加的引语更合适用来结束对WLRK这家律界“天 元"的介绍 了 ： A classic is a book that doesn't have to be written again （所谓经典者，就是那册不劳再 写的宝卷）。

参考文献

l.NYU Stern School of Business, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz： Statistical Studies of Law Firms

2.SEC Historical Martin Lipton

3 .FundingUniverse*，* Lipton, Rosen & Katz

4.Business Insider, Wachtell Lipton

5 .巧 ult Rankings Lipton, Rosen & Katz

6.NYU Law School Magazine, Partner fbr Life

Society, Interview with

History of Wachtell,

What It's Like to Work fbr

& Reviews： Wachtell,

7.Super Lawyers*，* A Boardroom Lawyer： How

Martin Lipton Changed Corporate Law

1. The American Lawyer, Distinguished

Leaders

1. The American Lawyer, WachtelPs Secret

Formula

1. New York Times, A Rare Peek into How Wachtell Bills fbr Deal Work
2. Forbes, On Leading the Market's Most Prestigious Law Firm
3. Wall Street Journal, All the Way to the Bank： Wachtell Is an Omnipresent Mergers Firm
4. Wall Street Journal, Wachtell Lipton Hires a Lateral

m参见第二章第五节。

⑵参见第二章第七节。

図参见第二章第六节。

囲参见第二章第七节。

区参见本章第四十节。

第三十九节好律师到底值钱吗？

很多人不理解律师到底凭啥收费那么贵，他 们怀疑付出去的律师费到底是不是物有所值？这 一节就来谈谈好律师的价值。事先声明：本节几 乎只介绍别人的发现，除了选材与剪接，笔者做 的差不多就是翻译。不过，文中的内容是经过当 下严格的科学方法检验而得，完全基于客观数 据，既无半点主观臆断，也不似某些热闹而肤浅 的所谓“司法大数据”研究。在此，我们将目光集 中到本书特别关注的一个法律服务领域一一公司 的兼并与收购，看看好律师究竟能给客户带来什 么。

大牌与小牌

首先来看所谓的“大牌”律师事务所有没有给 他们的客户带来更为理想的交易结果。在此，我 们要考察的是美国市场的情况。在美国，律师在 兼并与收购交易中扮演的角色十分重要，他们不 仅就交易的法律结构提出宏观性建议，也承担着 交易在微观方面的实施任务，从尽职调查、法律 谈判、文本起草、合规保障一直到争端解决，都 离不开律师们细致而具体的工作。

美国的公司并购交易法律服务市场高度集 中，如果按交易涉及的标的金额计，2015年美国 前五大律所占有的市场份额接近30%由\_。市场研 究机构 如Thomson Reuters和Bloomberg等

会定期发布市场占有率最大的律所清单，即所谓 的精英榜(league table),能够上榜者都堪称并 购律所中的''大牌"。

我们不妨看看聘请这些大牌律所的客户究竟 有没有得到好处。为此，美国和澳大利亚的两位 学者研究了 1990~2008年间登上Thomson Reuters 并购精英榜的大牌律所，以及同时期披露的并购 交易⑵一。根据为买方还是卖方提供法律服务，研 究者分别截取了位列前十的律所，它们可谓精英 中的精英，是不折不扣的大牌。尽管在1990到 2008年间，为并购交易的买方和卖方提供法律服 务的律所数量都达到1600家左右，但十大名所占 有的市场份额却高达45%上下。

1990〜2008年美国十大并购交易律所

Law Firms with the Most Appearances in Top-10 Mergers and

Acquisitions Legal Advisory League ladles

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Firm | Appearances | Market  Share  (%) | Offer Value (Sbillions) |
| **Top bidder law finns.** | | | |
| **Sullivan & Cromwell** | **19** | **8.03** | **501 9** |
| **Skadden, Arps Slate. Meagher & Flom** | **19** | **6.87** | **385.8** |
| **Simpson 1 hachcr & Bartlett** | **17** | **5.71** | **392.4** |
| **Shcamum & Sicriing** | **)7** | **4.73** | **298 1** |
| **Dax is Polk & Ward we II** | **16** | **3.95** | **232,5** |
| **Dewey & 1 .eBoeuf** | **11** | **3.31** | **224.7** |
| **Cravath, Swainc & Moore** | **11** | **2.47** | *86.7* |
| **l.i n kilters** | **1()** | **3.62** | **279.3** |
| **Wachicll. Lipinn. Rosen /L Kalz** | **10** | **1 89** | **67 4** |
| **Clearj- Gottlieb Steen & Hamilton** | **9** | **3.03** | **257.1** |
| **T?p targci Invv firms：** | | | |
| **Skadden. Arps, Slate. Meagher & Hom** | **19** | **8.44** | **500.8** |
| **Sullivan & Cromwell** | **19** | **7.61** | **444.6** |
| **Wachtel 1. Lipicn. Rosen** Al **Kalz** | **19** | **5.81** | **338 7** |
| **Simpson Thacher & Bartlett** | **18** | **6.12** | **373.2** |
| **Shcamian & Sterliiig** | **15** | **4.48** | **300.5** |
| **Ciav utli, Swame & Moote** | **14** | **3.71** | **159.8** |
| **Dewey & I .eBoeuf** | **11** | **3.45** | **265.8** |
| **Fried, Fnmk. Harris, Shri**、**cr&Jacobso］**】 | **10** | **2.17** | **606** |
| **Dax is Polk & Ward well** | *8* | **2.00** | **173 5** |
| **Linklaters** | *7* | **1.75** | **135.4** |

**Note. Market share and offer value are per-yenr averages. The sample period is 1990-2008. The league ktblcs arc scpuralc lor bidder and largcl advisers and give each :aw lirni full cnxiii lor ans mergers and acquisi(ions oiler il advised vn. Specially Delaware litigation counsels are excluded.**

从买方角度看，如果聘请了名列前十的大牌 律所，那么，得偿所愿交易成功的概率将提高

5.16%,不过，买方为完成交易要向卖方支付的 收购溢价比例也会升高8.51%o也就是说，请了 大牌律所的买方尽管多付了钱，却也更可能做成 交易。

如果说大牌律所对买方的好处还未必明显的 话（多花钱自然能多买到东西），那么，它们对 于卖方的好处就更清晰无虞。聘请大牌律所的卖 方股东们在成功的并购交易中所获的溢价比例会 升高8.61%o比起非精英的小牌律所来，尽管大 牌律所或许也更善于保护自己的卖方客户，因而 交易成功的概率略微下降2.2%,但总体而言 也就是在抵消掉交易成功率下降给卖方带来的负 面影响之后，聘请大牌律所的卖方公司，其股东 的平均获益仍将增加6.87%o换言之，请大牌律 所给卖方带来了真金白银。如果我们粗略地以这

19年间交易的平均竞价规模9.7亿美元计，聘请前

十名的精英律所在每一笔成交的并购中，大致为 卖方股东们带来6000万美元以上的收益。需要指 出的是，借助先进的统计方法，研究者在此展示 的是聘请大牌律所与并购交易表现之间的因果关 系，而非单纯的关联性。

除此之外，这一研究还发现：对于买方而 言，在涉及反垄断、引发竞价以及敌意收购的情 况下，更有可能聘请排名前十的大牌律所；而对 卖方来说，除了涉及反垄断以及可能出现竞价的 交易之外，还更可能在以股票作为对价的交易中 聘请大牌律所。交易双方选用大牌律所的这些倾 向基本与交易牵涉的法律风险以及律师在交易中 发挥的作用相吻合。涉及反垄断的交易显然更需 要律师清除合规方面的障碍。在有多方竞价的交 易中，买方的收购策略更需要灵活应变，而卖方 董事会的应对也更需谨慎遵循其忠慎义务。在敌 意收购中，买方往往釆用要约收购形式，其交易 构造和披露要求都会更为复杂。最后，以股票而 非现金作为收购对价的并购交易更有可能成为股 东诉讼的对象，卖方董事会因而更多面临应对诉

讼的问题。

老手与新手

在另一项新近的研究中，来自美国与欧洲的 三位学者将观察视角由律所缩小到了律师，而他 们研究的地域也由美国转移到了欧洲的荷兰团\_。 这三位学者研究的对象是2005到2010年间发生在 荷兰的151起并购案例，其目标公司全部是非上 市公司。共有来自49个律师事务所的112位律师 作为牵头律师参与了这些交易。

三位研究者首先根据六项指标计算了各并购 交易中买卖双方牵头律师的相对经验值。这六项 指标是：（1）任职合伙人的年数；（2） 1995至 2010年间提供法律咨询服务的交易总数；（3） 是否公司并购领域的专业律师；（4）是否属于 钱伯斯（Chambers）推荐律师；（5）毕业法学 院的排名；（6）是否在美国接受过法律教育。 如此计算出的相对经验值越高，代表买方律师比

卖方律师拥有的执业经验更丰富。

随后，此项研究着重考察了律师的经验值对 并购合同条款产生的三项影响。这些影响都涉及 买卖双方之间的风险分配，其中两项有关卖方的 陈述与保证条款，另一项则是关于买方终止交易 的权利。在并购合同中，卖方的陈述与保证通常 占据最大篇幅（30%左右）。借助这些条款，卖 方向买方说明其现有的财务、经营和法律方面的 状况。假如卖方的陈述与保证不符实际，就可能 要向买方承担赔偿责任。为了减轻自身责任，卖 方可以在并购合同中作出某些限制。一种限制是 将其陈述与保证的真实性限定于自己所知的范围 之内，这样一来，如果今后买方因为不实陈述向 卖方追究责任，就需要证明在合同签订之时卖方 明知这些内容不实。另一种限制则是规定只对严 重失实的陈述与保证承担赔偿责任。这两项限制 条件都将卖方陈述与保证失实的风险部分移转给 了买方，因此对卖方更为有利。研究发现：伴随

买方律师相对经验值的提升，并购合同中这两类 限制卖方责任的条款出现频率降低了。

另外，从并购合同的签订到交割过程中，卖 方的财务等方面的状况可能出现变化。假如合同 签订后卖方的情况恶化，而买方却仍旧要按约收 购卖方的话，就会给买方造成不利。为此，买方 有时会在并购合同中规定“严重不利变 化5, (material adverse change)条款来移转这样的 风险。根据这一条款，如果由于与买方无关的原 因，卖方的经营、财务等状况在合同签订之后出 现严重恶化，那么，买方就可以终止并购交易而 无需承担法律责任。显然，这是一项有利于买方 的约定。三位研究者又发现：相对于卖方的律 师而言，买方的律师经验越是老道，就越有可 能在并购合同中约定有利于买方的“严重不利变 化”条款。

更为有趣的是，第二项研究还发现：买方聘 请的律师相对经验值越高，其支付的收购溢价却 越低（这一点与前面提到的第一项研究的发现有 所不同）；并且，聘请更有经验的律师并没有增 加客户的法律服务费用支出，因为尽管有经验律 师的收费标准更高，但其也能为客户节省完成交 易的时间。假如以上研究结论属实，那么，至少 以欧陆的经验看，客户聘请有经验的律师实实在 在是一笔物有所值的投资。

律所与投行

律所与投行是公司并购交易中最重要的两类 专业咨询机构，那么，究竟两者之中谁对并购交 易的后果更具有影响力呢？以上我们提到的第一 项，针对美国市场的研究为解答这个问题提供了 一些有趣的证据。这项研究发现：比起精英律所 来，精英投行（同样以Thomson Reuters并购精英 榜的前十名为标准）对并购交易结果的影响十分 微弱。与聘请了精英投行却没有聘请精英律所的 买方相比，聘请了精英律所却未聘请精英投行的 买方完成交易的可能性更高，支付的溢价也更 高。反过来，如果卖方聘请了精英律所却未聘请 精英投行，那么，与只聘请精英投行不聘请精英 律所的卖方比，愿意请好律所的客户获得的溢价 更高，而让买方放弃交易的可能性也更高。

无独有偶，早先的另一项针对投行在公司并 购交易中表现的研究也找到一些对精英投行不甚 有利的证据炒。此项研究发现：最顶尖的精英投 行更多釆用"风险计费(contingency fee)方式， 也就是只有并购交易完成才收取顾问费用；同 时，投行的市场占有率与其既往提供咨询服务的 交易的完成率成正比；于是，精英投行的既往交 易——特别是采用要约收购方式的交易一一完成 率也明显超过普通投行。然而，上述研究还发 现：在要约收购中，聘请第一、第二流的投行作 为财务顾问的买方比聘请第三流投行的买方要支 付更高的收购溢价；而在协议收购中，一流投行 也没有给买方节省溢价。对精英投行最为不利的 发现当属下面这一项：在要约收购中，买方聘请 的投行越精英，其并购完成后的长期收益就越糟 糕；而在协议收购中，请的投行是否精英，却与 买方的长期收益没有关系。

虽然这些由金融经济学家一一而非法学家 一-进行的研究似乎都表明：比起精英投行来， 精英律所在公司并购交易中带给客户的好处更加 实在，不过，我们还不太清楚究竟是什么因素造 成了这种差异。第二章第九节曾提到：律师在并 购交易中不像投行那样釆用“风险计费”的办法， 从而让律师不至于为一味推进交易成功而放弃作 为“交易安全阀”的职业功能。尽管我们不知道律 师对并购交易的长期影响，但以上针对投行的研 究至少提供了一些启示。如果将咨询机构的收费 与交易的成败关联起来，那么，提供咨询服务的 顾问们就可能无视交易的长期价值，而过度专注 于完成交易的眼前利益。

西洋与中华

上面讲的都是美国、欧洲别家的情况，那好 律师在中国究竟值钱不值钱呢？没有严格的经验 证据，这个问题自然难以回答。然而，“智合法 律新媒体，，曾经推送一篇文章—《我为什么放 弃做律师》，作者据说是一位在国内一流律所从 事过多年公司非讼业务的前律师。不知是作者还 是编辑所为，文中一段加黒加粗的字特别惹 眼：“而在那些大型的交易，如并购、IPO等 中……律师只是产业链条中排位很靠后，很微 不足道的一环，投行吃肉，律师能喝到点汤就 不错了 ”。这位中国前律师的慨叹似乎与我们在 欧美市场上发现证据正好颠倒过来。如果仅从咨 询服务为客户提供的价值看，在人家那里很像 是“律师吃肉，投行喝汤"，至少也是律所和投行 一起吃肉的。假如不是“智合”的那位作者道行不 深，对行业实情琢磨不透的话，那就是中国的律 师确实不够值钱了。

律师要值钱，断然离不开值钱的法律。比方 说，律师在谈判桌上凭经验和智慧为客户争取有 利的合同条款，离不开将来出现纠纷时法院能有 效地确保律师们议定的条款得以实施，而这原本 也是中国的合同法拥有的题中之意。然而，倘若 法院可以不明不白地毁弃原本得到法律认可的当 事人议定合同条款、选择交易形态的权利一一正 如在争夺上海外滩那块宝地的诉讼中人们见到的 那样，律师们精心设计的交易策略、合同条款便 都化成废纸一张。如此一来，他们的智慧与经验 一-至少与法律职业相关的那部分一一大概也就 真的只够换来一碗汤喝了。

1. Fontenay, Law Firm Selection and the Vhlue of Transactional Lawyering, *Journal of Corporate Law* 2016.
2. Krishnan and Masulis, Law Firm Expertise and Merger and Acquisition Outcomes, *Journal of Law and Economics* 2013.
3. Karsten et al., M&A Negotiations and Lawyer Expertise, Working Paper 2015.
4. Rau, Investment Bank Market Share, Contingent Fee Payments, and the Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 2000.

第四十节人才辈出的美国法学院

过去二十年几乎全在法学院度过，其中出入 美国法学院的时间又最长。对于一个先在其他地 方接受了法学教育的人来说，要形容入读美国法 学院的感觉，少不了这两个字——震撼。在这最 后一节里，我们放下悸动的市场与严肃的规则， 轻松地聊一聊美国的法学院。要讲美国的法学院 角度有很多，这里只看美国的法学院出了谁？因 为教育质量如何，主要看教育出来的人才如何。

说到美国法学院培养的名人，去年角逐首位 女性美国总统宝座的希拉里•克林顿想必一定会在 多数人脑海中最先浮现的几个人物之列。的确， 律师是出任历届美国总统者最常见的职业。仅以 二战之后的十二位美国总统为例，其中就有四位 曾经是律师一一尼克松、福特、克林顿和奥巴 马。美国政界参众两院、内阁各部更有大把的律 师。此外，出任国际机构领导的美国人中也不乏 法学院毕业生，如世界银行前行长佐利克

(Robert Zoellick)。不过，政治与法律原本关系 紧密，西方国家政要中律师出身者也算不稀奇。

那么，我们就来看一个算不上与法学院专业 对口的行当一一大企业的掌门人。根据2010年的 统计，在全美最大的五十家公司的CEO中有九位 是法学院的JD毕业生。这些企业包括全世界最大 的投资银行高盛(Goldman Sachs)、世界最大制 药商之一的辉瑞(Pfizer)、世界两大保险公司大 都会人寿(MetLifb)和州立农业(State Farm)、全美最大的超市集团Kroger、最大的装 饰建材零售商家得宝(Home Depot)、全美第二 大银行美国银行(Bank of America)、美国医疗 保险巨头Anthem以及全美十大零售商之一的西尔 斯(Sears Holdings )*。*

假如把目光放宽到全球五百强企业(Fortune 500),那么，在2012年时，这五百家企业的 CEO中，共有四十六人是美国法学院的毕业生，

约占10%的比例。其中除一人获得的是LLM学位 之外，其余均为JD。在这些法学院毕业生领导的 企业中，除了上面提到的以外，我们还能看到这 样一些熟悉的名字：达美航空(Delta Air Lines)、联合大陆航空(United Continental)、 思科系统(Cisco Systems)、纽约人寿保险 (New York Life Insurance)、美国运通

(American Express)、默克制药(Merck)、万 豪国际(Marriot International)、玩具反斗城

(Toys “R” Us)、荷美尔食品(Hormel Foods) 等等。这仅是针对2012年在任的大企业CEO的统 计，至于此前己经卸任者中的美国法学院毕业 生，只能凭印象举几个例子，譬如花旗银行的 Charles Prince,时代华纳的Richard Parsons等人。

2012年的财富五百强企业，四十六位法学院 毕业的CEO中，出身美国前二十名的法学院者有 二十七人，出身前十名的精英法学院者有二十一 人，分别占59%和46%,而哈佛法学院一家的毕 业生就有八人榜上有名。有趣的是，也有不少 CEO毕业于五十名以后的法学院，例如南方卫理 公会大学(Southern Methodist University )法学院 就有三名毕业生位列其中。

为什么从美国的法学院能涌现出众多的商界 领袖人物(阿里巴巴的蔡崇信又是一例)呢？全 球五百强排名第二十三位的Kroger公司CEO戴维• 迪伦(David Dillon)的话也许道出了其中的奥 妙：“最成功的领导人是那些能突破自己的学科 樊笼来想问题、干事情的人，是那些能够看透商 业利益大局的人 .....法律总顾问们绝不能只提交 法律报告，他们必须提供解决问题的商业方案。 作为律师，我们有的是说'不'的时候，但是，我 们必须帮助董事会找到答案 .....我不认为董事会 选择律师担任CEO是冲着律师这一点去的，恰恰 相反，这些律师成为CEO是因为他们碰巧也是优 秀的商人。"(MarkCurriden, CEO, Esq.)

除了政商两界，学界领袖中也有众多美国法

学院的毕业生，包括哈佛前校长Derek Bok.耶鲁 前校长Benno Schimdt＞斯坦福前校长Gerhard

Casper （LLM）、哥大前校长Michael Sovern和现 校长Lee Bollinger ＞康奈尔前校长Jeff Lehman、伯 克利加大前校长Ira Michael Heyman、普林斯顿现 校长Christopher Eisgruber等等。还有美国的法学 院毕业生漂洋过海来到亚洲担任大学校长，比如 Jeff Lehman （密歇根法学院毕业）如今担任上海 纽约大学的校长，而Howard Hunter （耶鲁法学院 毕业）则曾出任新加坡管理大学的首任校长。

另外，美国法学院毕业生中成为新闻界名人 的也大有人在，比如美国广播公司（ABC）前著 名体育记者Howard Cosell （纽约大学法学院校 友）以及哥伦比亚广播公司老牌时政节目主持人 Charlie Rose （杜克法学院校友）*。*恐怕最让人意 外的是法学院毕业的体育界名人，其中包括NBA 前主席David Stern （哥大法学院校友）,以及两 届奥运会冠军和五届世锦赛冠军的著名花样滑冰 运动员Dick Button (哈佛法学院校友)。在这些 距离法学越来越远的行业中找到这许多法学院的 毕业生，用“人才辈出''来形容美国的法学院恐怕 并不为过。

美国的法学教育底下之所以走出了诸多不同 领域的优秀人才，应当与其独特的教育视角分不 开，而这也正是让人倍感“震撼”的地方。美国法 学院一一尤其是精英法学院一一的教育看似脱离 法律实务、漫无边际，耶鲁法学院甚至有名言曰 教授“法律以外的一切东西”(anything but law ),实际上却为学生自由摄取各种知识，从各种 不同视角认识法律、认识社会提供了宽广的空 间。从某种意义上讲，现今美国法学院的教育可 以被视为对通识教育的拓展与深化。换句话说， 美国的法学院教育不注重传授技能，而是致力于 丰富眼界、开拓思路一一无大眼界者无大成就。

随便打开一所美国精英法学院的课程目录， 各种含有人文和社会科学元素的跨学科课程就会 扑入眼帘。以哈佛的商法学课程为例，从公司金 融、资产定价到会计基础、统计分析的各色经济 和金融类的课程自不必说，甚至还有资本主义史 乃至公司与宗教这样的课程。另外，哈佛法学院 还专门设有打通学科藩篱，综合教授分析式推理 的"律师分析推理方法”(analytical methods fbr lawyers)课程，真正是"授之以渔"。

假如因为课程设置的广博而认为美国法学院 的教师尽是不通实务的书蠹，那就错了。那里有 众多一流的法律实务专家出任教职。例如，在哈 佛法学院教授公司购并课程的John Coates就曾是 华尔街上公司购并业务最富盛名的WLRK律师事 务所的合伙人，恐怕没有多少人比他更了解公司 购并的实务了。而在纽约大学法学院教授公司法 的William Allen贝憎是特拉华州专门负责审判公 司法案件的衡平法院(Delaware Court of Chancery)的首席法官，曾写下许多历史性的公 司法判决。要知道，当代美国的公司法几乎就是 特拉华州的公司法，因此，恐怕也没有多少人比 Allen更熟悉美国的公司法了。

而且，即便哪些专注于学术研究的教授们也 对法律实践有深入的理解，说白了，美国的法学 理论与实践并没有太大的脱节。再以公司并购为 例，并购合同中每一种类型的条款，standstill, no-shop/go-shop, fiduciary out, superior

proposal, break-up fee> material adverse change等 等，每一条背后都至少有一则登上教科书的判 例。这些判例勾连起了实务家与理论家，让他们 拥有了共同的知识背景与话语体系一一学者不研 究判例无以为学，实务家不了解判例必死无疑。

目前，美国联邦最高法院的八名大法官中就 有四人曾担任法学院的教职，而去年故去的斯卡 利亚大法官同样是法学院教授出身。至于联邦上 诉法院法官中当过法学院教师的就更多了，著名 者如波斯纳(Richard Posner)、卡拉布雷西 (Guido Calabresi)、伊斯特布鲁克(Frank

Easterbrook)、威廉姆斯(Stephen Williams)都 是法学教授出身，巧的是这些人还偏偏都是以法 律的交叉学科研究见长。倘若美国法学院的学术 研究与实务严重脱节的话，很难想象会从法学教 授中涌现出这么多联邦法官。

或许，美国法学院人才辈出的原因还可以有 另一种解释，那就是与法学院本身的教育没多少 关系，只是因为进入一流法学院的学生原本就素 质精良。曾经听到伯克利加大法学院的院长对入 学新生说：“只要我们不搞坏你们，你们就将是 最优秀的一一哪怕我们什么也不做"。不过，纵 使如此，至少美国的一流法学院的确有能力拣别 出精英人才，而精英人才也的确愿意去这些法学 院就读。而这后面一点，果然离开了精良的课程 与优越的师资恐怕很难做到。

说了这许多美国的法学院，究竟与本书“资 本的规则”这个主题有多大关系呢？其实关系非 常紧密得很。美国的法学院现代公司治理观念重

要的发朝之处，而正是这些观念架构起了维护成 熟资本市场运行的规则。John Coffee, Lucian Bebchuk, Frank Easterbrook, Roberta Romano, Stephen Bainbridge, Ronald Gilson, Jonathan Macey, Bernard Black, Jeffery Gordon,对于这些 名字，翻阅了本书前面各章节的读者们想必不会 陌生。当然，美国法学院优秀毕业生中最多涌现 的还当属优秀的律师，譬如著名的华尔街公司法 律师"三杰" Joseph Flom, Martin Lipton和

Arthur Fleischer,而本章第三十八节讲的就是一 家传奇美国律所的不平凡故事。

资本市场植根于一套精致而有序的规则之 中，而这套规则的构建与运行则无法离开法律人 ——无论他们站在制定规则、执行规则还是利用 规则的立场上。资本脱离了规则，就会是脱缰的 野马，溃堤的洪水。因此，作为研究规则、传播 规则的专业机构，法学院对资本市场的功用有如 免疫系统对人体的功用。正是她不断输送精于规

则的优秀人才，方才使资本迁恶向善、去伪存 真。

附录关键词释义表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 中 文 | 英 文 | *释* 义 |
| 俄高。 | **pull** 叩 | “曲票**i：g** 条款的变形,对診与后绑**a**资 的以险投资人治予额外优恵奖励“ |
| 拍衣骑**K** | **white knight** | 一&收购防御方式，日标公**F1**将自己出代 给对茧事会友善的买家。 |
| “吃口子” | **Pae Man** | 一电收起防御方式,由中标公E反过来收 妁谅先的收购方。 |
| **W"** | **JMHMIll pill** | 正式名称为股权权利计划，美卫最巫要的 收购防御措施，利用歧视对待收购力的力 式稀释其,股极，殺成攻贿成本急剧増加。 |
| *鸣票*上午” | **pay tn play** | 风投协议条款，要求投资人必条恭与后绶 融資才**i**龍享冇某功投發人殡护岫 |
| \*里冠上的宝石” | **civwn jewel** | 参见资产颈定 |
| “垃圾統” | **junk bond** | 没有评级或被评定为投资级以下级别的高 风险侦券，又称离收益債。 |
| “京华浓”规.定 | **Revlon rule** | 特拉华法院在**Revlon**判决中确立的申奁L 侈公司决黄的規则，安求華事会在出奮公 司或其控制权的交易中为.股东找到反可能 高的价格. |
| “■探"制度 | **qui tam** | 兄 定比例的位规用款奖励适现举报人的 制度。 |
| “双房毒丸” | **two-licivd jx»i^n pill** | 针对不庇类型的股东设置不同激活.条件的 5%主要岷以对艾股东积极主义行飢 |

续表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 中 文 | ■:■■■■■■■；□英文 | 釋 义 |
| “死『毒丸” | **<ie；Hl** IuiihI **p ll** | •种特政泌式的’毒**JV,**以允许**-SA"** 彼敎活旳在任龙口标公司菟事将其回此 彼特拉华法院认定无效。 |
| •无**f**毒丸” | **no** IuiikI **pill** | -种特殊形式的“毒打'，目标公司童事会 缶其控制权变度后的一段甘间内不将回赎 “毒丸”，被特拉华法院认定无效. |
| -周六枚怫**ir** | **Sulm da\ night sjx:cial** | **20**世纪**50 - 60**年代美国出現的•种知虬 勝迫性敢意欢約收廟方式,**0**《成廉奶斯 法》出台門绝遍. |
| 《戚茶拇期法》  并购实利 | **Vnlliams Act**  **merger arbitrage** | **1**听**X**年美国国公制定的规泣要约收:购的云 %  利用目标公询并**i**前后段*伯*的变化建仃的 念利洒以。 |
| 大散持股者 | **blockholder** | 持有较人比例公丄収份的外部投资人.迪 常霊要对耳捐股進厅披露。 |
| 々理人成本 | **ngeucy cost** | 现代公诃治理的某础理论.土余融学家 **Jensen**和**Meclding**提出、认为在产权与控 F极分离的现代公司g,管理#股东（以 及段状与债权人）之间存在系统性的利益 冲突.±炽**1**发的丛种成木即代理人成.本. |
| 盗，中理论 | **misapproprialion theory** | 将利用保密估云、实施**i**正券交易的行为视作  空登易佝理全 |
| 敌煮收购 | **Ik'stilc takeover** | 未**1.1** 垂爭会支持的收购，要约  收购是其啡一方式. |
| 对修 | **vnliie adiusiinenl meclunisni** | **t**国此投和私募投资時议中使用的-神技 資人保护机危.根曙投资之后的业績表现 等.投資人可以调整持股比例,或要求现 金补修. |
| 反三角并岐 | **re\ erse tnnngular merger** | 由收购方设立于公司，控由冃标公司吸收  **（V** •＜所司的并颇易站或 |
| 反抻薄权 | **anti-dilution right** | 风投和私寥反资办议中的投资人保尹机 制.防止原有投资入的段权闵新投资人的 **M**人而虔稀杆的股权补偿为威。 |

续表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 中 文 | 英 *文* | 群 义 |
| 反向分丁费 | **reverse term illation!**  **breakup tee** | 并购协议条款，收荊方承诺最捋未实现交 割时,持宜目标齿司奶•的补续金。 |
| 分丁费 | **tennination breakup lee** | 叶的协议条款，m标公司柬若最终未实现 交割町，将向收购方克村勾补怯金。 |
| 任杆收殉 | **levemge.l hinour •； I .RO i** | 收购资金郭分来自贷款的枚购交易。 |
| 高收祐傍 | **biuh > eld bond** | 参见圾債二 |
| 更优方案  • / • ,, \*\* » " • .• • | **superior propcsal** | 幷的秒议条款,**-1**怵公内¥事会暮**1**诚信 人'定的校既有怯议条件更为伏地的第三方 收购方実。 |
| 公司诒理 | **corpora^ governance** | 组统蚓控制公司运鸳色 苴颇及实践“ |
| *\**  股右初及主义 | **shareholder activism** | 股东行伎技•作为产极人的"・规极务与 公司经营次策的行菠“ |
| 欢冷漠 | **^larcholdcr a patln** | 股东入关心公口运肯决策的态度,是股东 集体行动问题的一种表**5L** |
| 股东权利计划 j | **shareholder righis plan** | 念见“毒丸**L** |
| 股份回町请求仪： | **appraisal right** | 小段东在被迫岀吿股份讨财的涔求法院 评估其股份公允价值的权利“ |
| 股权领定 | **week lock-i：p**  **1 • ••••••••••••••••••••••••••••••••••••••••••••••••**  **1** | 井的协议条札 允许"*K*「**1**•婀失敗时 以廿定为格构买目标公司一定比例的段 权，乂称便定期权- |
| 管理渲收购 | **nviiuiveintwl buyout**  **(MBO) 1** | 山公可管理•县发动的肱有位交易，廷常与 肱募基佥表同实施， |
| '合并1 | **meigei**  **, 1** | 两个或**H**个从丄公司艰据法律攪定结合改 -个公司的交易.台并后的公司红成此**T)** 各成员会页的债务责任。 |
| 回赎 | **1**  **•**  **redeni pl inn** | 风投和私募投资协议卩的技俺人保护机 制，要求创始人在一定条件下以，持定例**8** 回购投瓷人持股. |
| 或有对价  . | **eaniouf** | 收购方按照约定条件在收购完成后的•定 期阳内向出件方支付的对•价**c** |
| 慕于忠慎义务之  例外 | **fiduciar>- out fiducinn.' icmiiiidlkiii iglii** | 井购珅议茶誤，允许**E**杯公司董爭会为很 行忠慎义务而终止协议. |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 中 文 | 英 文 | 释 义 |
| 集体诉讼 | **class action** | 由少数原吿代*表*仝*这*同类型原告提起的 |
| 挤出收欺  又平均反傩薄 | **freeze-out merger uuipl led nvcnige ;ml\* dilution** | 大吸东买!圻喇糸少数股东时为眨收购交易， \*引进新的找资人疝,按.貝一定的丘权口 均公弍向原有投資人逃行股权补饗. |
| 接受垣风名 | **t«P]lCC** | 从透風吝耳里获粽内结消思丄 |
| 金色降落牛 | **golden panchule** | 公司高管的辐彌，偿金计虬 |
| 禁 **IkWE** | **no-shop** | 并购协议条款,禁止口标公司在小议签汀 后主动招搅其他竞价者，规定禁止.垄揽的 交易，定常目％公司任协议捲订朝已哇实 W砲公开克仰； |
| 可变年金保塗 | **vaiiaMc annuities** | 将保费用干弥券投资.并按投资收益向投 拌人支付半金的保险产昌。 |
| 可交换债 | **exchangeable bond** | 由上市公匚**1**股东发行的债券，诃茲一定覺 件转臻成上市公司的既汾. |
| 可转换说先股 | **ccnvcrtiblc preferred stock** | 按一定条件转换成普**a**股的冗先股“ |
| 可转横债 | **vocvcrliblc bond** | 可按一守条件詁桢成股吩的公词债。 |
| 矩存股 | **lrensur>- skuk** | 已授权但尚未发行的股票" |
| 累积股息 | **cumulative dividend** | 從先般股东保护机制,木支付弦优尢股股 息将遅次家 |
| **®W** | **<lia^-a!ung liglil** | 风投和私募投資协叔中的投资人保护矿 制・行住领害权的股东可以迅使其他股东 与其一同出曾股为。 |
| 缥邯北诈 | **giccnuiuil** | 以收购.成爵作烦**t**码，踞使目杖公**T**用消 价回购收购方持有的口标公刃股份的交 易- |
| 内渤式**V** | **Hip-in pill** | 允许隹标公司股东折价物关冃标公氏股襄 湖“毒丸二 |
| 逆向选择 | **jidverse ?«?leclion** | 由值恩不对称弓起的一种市场失员.高品 成的市场交易者将囚此退出市场，乂称 疽拧模市场七 |

续表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 中 文 | 英 *文* | 澤 义 \_ |
| *漁生诉讼* | **derivative action** | 股东以公司名义担诉骨曲星的诉讼。 |
| 讪市•后转勺双层  要约收赌 | **?.\o-cier fian.-eikJ loaded tender otter** | 一种胁辻件要约收购方式.布首抄要约收 购中支时的处价优监而对剰余段权的收 购对价苛囹、因"毒丸的出.现而消失. |
| 强制耍约 | **mandatory bid** | 英国及中国等地要求收购方妝捋目标公司 一定比例的股权后必须向**E**标公司仝普股 东发&收的妥約的規**n** |
| 清算参与权 | **participation in liquiJaiioii** | 風投皀私芸投資协汉中的投资人保护札 料，允许投资人在按约宗令数收回投资后 冉参亏草湖余资产的分虬 |
| 洁算爭件 | **liquidity event** | 成投和私募扱資人」.髭以出售**H**权，套现 退出的小件.如公口国收购或上市，乂称 流动性事件。 |
| 泪算伐充 | **liquidation preierencc** | 风投和私募投资协议宀的投资入以护机园, 允许投资入按照投隔金额的特企倍数先… 例始人取得清算事件帯来的现金。 |
| 二當并购 | **tnangular merger** | ||收购方设立子公毋,笏山诙子公司吸收 合并**H**怀公动的甘购交易堵构. |
| 商业判所燃则 | **business utipinert nile** | 法院中査董事会决策.啪定其屉杏尽到忠 懐义务时使用的最为通从簸事会意志侑标 花，法院住定决術出丁善巷，且有充分的 住恩支幷。 |
| 实茹合并 | **de lac Io in^rger** | 不釆用合升的形式、却达到公司合并的实 圧的交易. |
| 实价勘权 | **iii-tlic-iiionuy ophor** | 行权价桜低于市场价確的买入斯权戚打权 价格高于市场价格的犬出期权。 |
| 双兵分于更 | **tao-lieied bifmeated**  **breakup fee** | 并购协议条款，按照不同的终**II**原因.谁 定不同金领的分手费’ |
| 双叉剿试 | **h\o-prong test** | 特拉华法院在**UHW1I**判决中确立的宵古收 炸防御措施的基木规则.防御必须针北收 购引发的圳实成胁・并且与威肋的程度成 比例,又称**Unowl**规则。 |

续表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 中 文二 | 英*支"：：："：* | 粋 *义* |
| 衣重股权紹构 | **dual class structure** | 将殿戍分为享有不同古决权的敏个蛆刑的 公司股权结构.义称同股不同权. |
| 说负倒置 | **lux inver.ior** | 利甲不冋法域的税舉差别，将高程率法域 的公司通过并應转变我低税率法城公司的 交贏 |
| 只有化 | **going pnvatc** | 收询上市公曰的金部或抵大部分股此从 而令其退市的收购交易,既可以由上市公 江内部管理层发的，也可以口外部（私蓦;， 投资人发动。 |
| 應 | **lock-up uptiim** | 参见股权绩定 |
| 特别委员会 | **spcvial crmirilkc** | 円黄亨会为独立决策利而冲突交易而设立 旳机构，又称专门委员会。 |
| 待井华护队院 | **Delaware Court of Chancery** | 特貝华外审理公司汉案件的初审状院。 |
| ，炎价权 | **matching right** | 并购协议条款,**M**怀公司**Mt**•会找到妇£ 力案后，已签订并，协议的收也*L*拥有的 提高收败对护的权利- |
| 嬢风者 | **lipper** | 墙内幕消息透需洽他人者, |
| 外翻式“毒丸” | **llip-ovei pill** | 允许目杯公**J**段大折价酸买&购方股覩的 “毒丸**L** |
| 完全公平标准 | **enlira lYiniess slHiutnril** | 舟控华法院院审査公曰輦事会決黃、明定 其是否尽多忠慎义为时使?的对萤事会**a** 为严苛的标.准,要求的事会**i**正明其决氛的 程序公方且五倚公**IF**,该标進由于审任管 理尻与公司存在利益冲交时的决策。 |
| 完全棘轮 | **full ratchet** | **4**引也新的攻資人之后.允许垸有投发 人完±按照新拍弛責价珞荻侍额外股权 补缕. |
| 安扌［投票极孚夺 | **pri)xy conical ftgh.** | 另议股东乌董事会争夺股东的委托投票 权,以期透征日讳?名的股东，或者通对 白二主强的\*议案， |
| 泌谑效应 | **synerwy** | 企什合并后佝**frfi®**过其独立价值之浏的 效应n |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 中 文 | 英 文 | 肆 义 |
|  |  |  |
| 虚价场权 | **out-oi-tlie-nioney oplion** | 行权价&高于市场分桜任尖人期权成指•  •并格低丁市场价格的卖日期权。 |
| 要约收购 | **lender oiler** | 举公司并㈣的方式.由收旳方肖.接向**B** 标方股东发出收购其胶权的要约.近常雋 要后续对冃标公**FJ**的刺余股权进行挤挡 收购**C** |
| 优先股 | **preferred slock** | 清算顺位高于昔新股的股权.通常享有• 宛数頹的股皂，『表决权受到限制。 |
| 招揽权  **1**  **!** | **g»)shop** | 并购协议条款，么评冃标公司在协议笹订 打的一段时间内**E**动招據芫他竟伯者,现 定招投攻的交易，通常"标公词在鯉议签 订前天实施公开党**（1%** |
| 忠慎义务 | **fiducian' duty** | 公田的萤事.控股股东等管理炭对公词及 全体股东负有的忠实与建慎义务，是管理 层最重要的法津义务，又称出实勤勉义务。 |
| 资产"  .——：——：——：——：——：——：——：——：——：——： **■ 1** | **asset purchase** | 收购方购买目标公司资产而非其阪权的艾 场，资'收购不自动引发收购方对冃标公 可债务页任的继承, |
| **1.**二=**0：**一工匸“**0**匸「.顼\***0**工渲f  資/啜定 | **asset lock-up** | 并购协议条款.允许收购方于收购失败时 以特定阶格购买冃标分司的（竺要）资产, 又称“皇冠上的宝石”条款. |
| **□ Hi W**金流理治 | **frcc-cash How thcon** | **111**金融学家**Icnsen**提**B**的理论,认为公 司拥有「勺口 L現金流将加剧代理人成4 问題。 |

后记

本书收录的是我在自己的微信公众号“比较 公司治理''上推送的四十篇小文章，写作于2015 年12月到2016年12月整整一年间。文章在公众号 推送之后，得到读者们的不少反馈，整理成书的 过程中，参考这些反馈意见进行了增删订正以及 数据更新，几乎每篇文章都有所修改，有些还是 大幅度的改写。为方便阅读，根据文章内容的侧 重，我将这四十篇文章大致分成八章，并在每章 开头编写了简短的导读，以期为读者提供一幅相 关章节的鸟瞰图。此外，书末所附术语表对一些 常见的金融、法律术语作了扼要释义。

近二十年来对经济发展和金融体系的研究日 益表明：金融离不开法治，法治兴盛则金融兴 盛；而经济的创新离不开兴盛的金融；最后，要 实现长期可持续的经济发展又离不开创新。数年 前，我翻译引进了一部著作一一《所罗门之结： 法律能为战胜贫困做什么？》，讲的就是法治一 金融一创新一发展环环相扣的四部曲，“比较公 司治理”剖析的正是这最前面的两个环。

开设微信公众号主要受个人兴趣驱使，无意 中也应和了近年来国内资本市场波澜起伏的活跃 场景，因而有幸得到一些好评，个别文章传阅甚 广。评点时议新闻确实容易引发共鸣，然而，不 因时生变、因事起异者才叫市场的规律。从职业 倾向出发，相比前者，我更乐意为后者奋笔而 书。假如透过这小小的公众号传播出一点有益的 知识，激发起一点有趣的思维，对我而言，那就 是一份意外的惊喜了。

公司治理是个复杂的话题，资本市场更是一 个精细的系统。因此，比较分析其他国家，尤其 是资本市场发达国家的经验，对于后来者平顺稳 妥地发展自己的资本市场就有特别的助益。即便 后来者要强调自己的“特色"，也只有在同先行者 比较之后，方才知道究竟是不是“自己的有些 遗憾的是，由于我的知识所限，比较的对象多数 集中到了美国。

作为一个进出大学二十余年，以三尺讲台为 谋生之所的人，我深知“纸上得来终觉浅”的道 理，因此，“比较公司治理"成为我向实务界人士 学习宝贵经验的窗口。与此同时，多年浸润在世 界一流大学的信息资源之中，也让我增添了几 分“秀才不出门，亦知天下事''的自信，因此，“比 较公司治理”又成为我介绍自己所学所得的平 台。

尽管本书涉及的主题常常是学术界研究、争 议的热点，不过，书稿脱胎于微信公众平台，因 而行文力求通俗易懂，以讲故事的方式说明学术 性的问题是本书的自我定位。为此，希望关心资 本市场与金融体系基本制度的大学生、研究人 员、专业实务人士、司法监管人士，乃至相关政 策的制定者能将本书作为闲暇时刻轻松一阅，又 不失开卷有益的一册读物。当然，我本人的知

识、阅历都十分有限，难免舛误与不足，殷切期 盼读者们斧正、指教。

写作本书离不开父母和家人对我学习、研究 生涯的长期支持和鼓励。尤其要感谢我的妻子陈 丽雯，她多年投身于资本市场规则的实际操作， 成为我吸取相关实务经验的第一个重要泉源。我 也要感谢数十年来给予我多方提点的老师，特别 是我的三位论文指导老师一一复旦大学段匡教 授、早稻田大学近江幸治教授和加大伯克利分校 库特教授。在人生的不同时刻，他们一步步引导 我拨正事业的方向。还要感谢多年来陪伴我成长 的众多朋友们，对知识的累积与智慧的砥砺而 言，与朋友们的交流，作用丝毫不逊色于向老师 们的请益。

本书得以付梓，得益于最高人民法院李志刚 法官的穿针引线，以及中国法制出版社赵宏编辑 的辛勤努力，更有幸得到著名财经评论人、《新 财富》主笔苏龙飞先生慨允为本书作序。在此， 诚挚感谢几位的提携与错爱。最后，感谢腾讯微 信提供的新型媒介，如果没有微信公众号，恐怕 就不可能有这本书：知识是力量，但只有传播才 能发挥出力量。

张巍

2017年4月4日

于新加坡武吉知马