

# 你看或者不看 雷人的Facebook就在那里

2012年2月初,全球最大的社交网络公司脸谱(Facebook)提交首发(IPO)申请文件。根据其向美国证券交易委员会(SEC)提交的招股书,该公司预计的市场估值最高将达到1000亿美元。作为社交类网络概念股,脸谱以其巨大影响力及所带来的饕餮盛宴迅速引起全球范围的广泛关注。

翻阅脸谱的招股书,一方面可以体会到马克·扎克伯格(Mark Zuckerberg)作为脸谱掌舵人对于社交网络的美好愿景和宏伟蓝图,另一方面,以A股市场的眼光来看,亦为脸谱招股书的种种“奇特”及下狠手“揭短”的做法深感震撼。因为在中国A股投资者看来,脸谱的做法无异于在挑衅监管机构的权威,考验投资者的忍耐限度。

有差异才会生对比,有比较则易知优劣。由于投资理念、监管精神和证券市场成熟程度的不同,中美两地证券发行市场存在着巨大的差异,脸谱IPO正是展示这一差异的绝佳案例。

徐浙鸿 李丹茹

## 上市动因: 可以不差钱PK必须很缺钱

脸谱的招股书显示,脸谱2011年净利润为10亿美元,截至2011年底账上现金为39亿美元,而其来自运营活动的净现金流为15亿美元,自由现金流也达到了5亿美元。很明显,现金流充裕的脸谱并不缺少资金,但其仍将向市场募集50亿美元。

至于申请IPO的原因,脸谱仅在公开信提了一句话来作解释,即“向员工和投资者兑现承诺”,亦即为提高股份的流动性,回馈股东。脸谱敢于坦然承认“不差钱”,而没有生编硬造出几个募项目,一方面是因为该公司的坦诚相向,另一方面也是因为美国资本市场的法律框架给这一做法提供了空间:根据美国SEC的法规,拟上市公司应明确说明募集资金用途,如无特定用途,则需解释清楚原因。也就是说,美国证券发行市场对于企业上市动因不作出强制性规定,即使没有明确的募集资金要求,同样可以登陆证券交易所公开发行股份。

而在中国A股市场,为了保护中小投资者的合法权益,并保证上市公司募资都能用在“刀刃上”,监管机关要求拟上市公司应存在合理、适当的融资需求,否则可能会因为募集资金的必要性问题而无法登陆国内资本市场。

## 募资投向: 可以不确定PK必须确定

美国的新股发行制度一方面并不要求企业在公开发行时确定募集资金用途,另一方面对于募集资金的用途亦未作出明确的限定。脸谱的募集资金甚至可以用来进行投资及协助员工套现股份,而这在中国A股市场不啻于天方夜谭。

脸谱的招股书对巨额募集资金的投向未作出具体说明,仅表示“这些钱没有明确的用途,使用有较大的随意性”,或许用于投资债券、银行储蓄,甚至不排除用募集资金为员工支付将来期权行权时需要缴纳的相关税收的可能性。

事实上,美国的新股发行制度一方面并不要求企业在公开发行时确定募集资金用途,另一方面对于募集资金的用途亦未作出明确的限定。脸谱的募集资金甚至可以用来进行投资及协助员工套现股份,而这在中国A股市场不啻于天方夜谭。

鉴于中国A股市场尚未成熟,监管机关为了保护投资者合法权益,确保资源有效利用,制定了较为严格的发行条件,各种法律、法规安排也更周密,如对募集资金进行专户管理、多方监管的规定即为A股首创。首发管理办法要求,募集资金必须有明确的用途且必须用于主营业务;

除金融类企业外,募集资金不得用于财务性投资,不得投资以买卖证券为主要业务的公司,后续的监管亦非常严格。

因此,如果拟上市企业在中国A股提交类似脸谱这样的IPO申请,在现阶段被受理的概率几近为零,市场亦难以接受。根据公开信息显示,2011年被否的A股IPO项目中有近三分之一的企业是因募集资金投向问题而被否。由此可见,在目前A股市场上,募集资金用途仍是监管机关重点关注的问题之一。

## 信息披露程度: 触目惊心PK点到即止

目前A股市场“犹抱琵琶半遮面”的披露方式,苦了的是信息严重不对称的众多中小股民。对于看似完美的企业蓝图之下是否暗流涌动,心存疑虑的投资者不得不“我猜我猜我猜猜猜”,天天上演“步步惊心”。

根据脸谱向美国SEC提交的申报材料,其用了大量篇幅描述公司面临的各项风险。具体来看,脸谱从招股书第23页开始详细披露风险因素,这一章节占据招股书近16%的篇幅,包括与公司业务相关以及本次IPO相关的各种风险共计近40项。重大伤害、负面影响、持续威胁”等表示重大负面影响的、在中国A股较少见但极具警示性的词汇被频繁采用。并且,脸谱还在招股书中向投资者坦言,由于可能启用存量发行,一旦上市或有大量股份抛售,影响二级市场价格;未来大量期权行权也会稀释投资者股权。

而在中国A股市场,尽管根据监管机关的审核要求,上市公司招股书应对项目风险作出充分披露,但从拟上市公司对通过证监会审核要求及市场接受程度的压力角度考量,招股书中对于风险披露的措辞均较为温和,点到即止。招股书中有关风险披露章节的篇幅通常是所有章节中最短的,已然成为约定俗成的行业惯例。很多招股书对于风险因素的披露千篇一律,且甚少做出带有负面影响的判断性结论。

越充分的披露、越透明的市场,才会带来越理性的交易。尽管脸谱招股书对于风险的披露程度可谓“触目惊心”,但仍难抵挡投资者的似火热情,因为招股书对于风险已披露得一览无余,已将所有想象得到和想象不到的不利因素全部列示,投资者可以做的只是对于风险的判断及选择决策。

与之相反,中国A股投资者就不能简单地做选择题了,还要抽空做做福尔摩斯。目前A股市场“犹抱琵琶半遮面”的披露方式,苦了的是信息严重不对称的众多中小股民。对于看似完美的企业蓝图之下是否暗流涌动,心存疑虑的投资者不得不“我猜我猜我猜猜猜”,天天上演“步步惊心”。长此以往,情何以堪?

美国证券发行市场中对于发行人风险深刻、全面的披露方式对中国A股市场有着重大借鉴意义。无论是哪里的资本市场,信息的透明化、风险



吴比较/制图

## 观点 | Point |

# 学习借鉴并非全盘照抄

在美国这样成熟的证券发行市场,对于拟上市公司的要求是“充分披露、市场自主选择”,证券市场对于拟上市公司有高度的弹性和包容度,允许拟上市公司存在重大风险,只要充分披露并获得投资者认可即可。

相较而言,中国A股市场起步较晚,尚待完善,对发行人的约束主要还是通过监管机关的审核、监管来实现。监管机关在要求拟上市公司“充分披露”的同时,还要求在申报之时“基本解决重大问题并由监管机关实质性审核”;拟上市公司可发挥的空间不多,必须逐条核对,全部符合各项监管指标方能获得认可。也就是说,整个市场对拟上市公司的刚性要求较多,要求IPO项目不得存在重大不确定性风险。为了符合监管机关的刚性要求,大多数拟上市公司对于公司的信息披露讳莫如深,这也是目前有些上市公司及保荐机构在利益面前,为了达到上市目的而隐瞒公司真实情况进行虚假披露的原因之一。

美国证券发行市场的高度自由和中国A股的严厉监管似乎形成了鲜明对比。但笔者要说的是:两种监管态度和监管要求只有不同,没有优劣。高弹性、高包容度也意味着高风险;

高度开放的市场也意味着投资者在逃避之时面对着高度风险。美国成熟的资本市场经过几百年的风雨洗礼和沉淀,已经高度发达,恰似已发育完全的成年人,具备了防范和消化风险的各项能力。而中国A股市场还是蹒跚学步的儿童,起步较晚,市场化程度较低,各项法律法规、制度尚不健全,监管机构恰似用心良苦的父母亲,日日从旁鞭策、严加管教。只盼早日长大成人,方能卸下肩上的重担。

宝剑锋从磨砺出,梅花香自苦寒来”,严厉的监管是中国证券发行市场不断成熟、稳健发展的必经阶段。

脸谱只是一个案例,并不是一段神话。有比较,有不同,可以学习借鉴,但并非全盘照抄。虽然中美两地证券发行市场对于拟上市公司的披露存在较大程度的差异,但毋庸置疑的是,以目前中国证券市场的健全程度,采取完全依靠市场对发行人进行约束、限制的条件尚不成熟。为建设成熟的、有弹性的证券发行市场,中国尚需在借鉴、学习美国证券市场成熟经验的同时,结合自身的实际情况,不断完善法律制度,严刑峻法,并建立严格的退市制度和全面透明的监督机制,从而打造有序、完善、成熟的资本市场。(徐浙鸿 李丹茹)

的充分披露都是健全的资本市场的基本要素,也是中国新股发行体制进行进一步改革并强化信息披露完善A股市场的必经之路。

## 控股股东利益维护: 双层股票结构PK同股同权

双层股票结构更多体现了控股股东/管理层对于“控制力”的特别要求。已在美国上市的谷歌(Google)、百度均采取了双层股票结构。

根据脸谱招股书中披露,扎克伯格拥有脸谱28.4%的股份,但其持有的B股投票权是A股的10倍,所以扎克伯格拥有大于持股比例的投票权。同时,脸谱的部分股东与扎克伯格形成了投票协议(voting agreements),同意扎克伯格代表他们的股份投票。这就使得扎克伯格最终拥有脸谱股份56.9%的投票权。更令人匪夷所思的是,脸谱招股书中还称,如果扎克伯格在临死前还控制着我们的公司”,那么他就有指定他的接班人。根据笔者有限的经验,公司IPO中包含如此条款尚尚无先例。

双层股票结构(Dual-class share structure),是指两类股票拥有不同的表决权,体现了股权与表决权的分离。事实上,并非所有的国家都与中国相

同,遵循“同股同权”的原则。

1980年代中后期,美国的一些公司为了抵制敌意收购而发行“双重普通股”,这意味着控股股东或管理层通过少数“超级表决权”获得了抵抗收购的力量。但不久纽交所就禁止上市公司发行“双重普通股”,违反禁令要受到包括退市在内的各项处罚。1987年,美国SEC制定了相关规则,禁止交易所和证券交易商协会(NASD)接纳那些通过发行类别股份而“废止、限制或者不可兼容地减损股东每股表决权”的公司上市。尽管截至目前,美国SEC对双层股票结构放松了监管要求,少量存在双层股票结构的上市公司已经登陆纳斯达克市场。但可以肯定的是,监管机构并不鼓励双层股票结构,因为这样的架构设置确实存在损害股东利益之嫌。在美国的已上市公司中,双层股票结构并不多见。

双层股票结构更多体现了控股股东/管理层对于“控制力”的特别要求。已在美国上市的谷歌(Google)、百度均采取了双层股票结构。Google更是在向美国SEC的申报文件中强调了公司公开上市的矛盾心情,并明确表示:决心掌控公司的未来发展,即使可能疏离投资人,也在所不惜。尽管高科技公司较少采用双层股票结构,但对动荡不安的市场来说却很相宜,因为这种股权结构可以使上市公司的控股股东/管理层安心工作,降低内耗,不用担心会被辞退或面临敌意收购。

双层股票结构可以说是纳斯达克市

场的特别制度,在纳斯达克以外的很多交易所(包括中国大陆和香港证券交易所),双层股票结构都不被允许,因为这被认为可能会伤害公众投资者利益。我国公司法基于保护投资者/股东权益考虑,要求“同股同权、同权同利”,属于法定的强制性要求。

从中美两地对于这一制度的区别对待中,我们可以探析到两地监管机构监管态度的微妙不同:一种是不鼓励亦不禁止,允许市场的多样性存在,相关的风险明确列示并由市场消化;另一种是保护投资者权益大于天,严厉禁止。

## 员工薪酬: 详细披露PK简单披露

脸谱敢于将公司高管的“公款消费”项目置于阳光下充分曝光,着实可令常年在中国A股招股书上爬格子的专业人士咂舌不已。对于监管机构和投资者而言,脸谱的态度是不卑亦不亢,“不怕不接受,只怕不披露”。

与中国A股招股书中仅对董事、监事、高级管理人员及核心技术人员的薪酬及其在关联企业是否领取薪酬情况的简单披露方式不同,脸谱在招股书中设专章,并用近20页的篇幅详尽地描述员工的薪酬状况。

脸谱一方面在招股书中详细披露公司薪酬体系的理念和目标及设立情况、不同层级人员薪酬制定的过程、同行业其他可比公司的薪酬水平、对员工的绩效激励政策、员工持有的股票期权情况、员工福利计划等内容;另一方面,招股书中也直言不讳地对高管薪酬的用途进行了充分、完全的披露。其中有一段文字甚至这样描述:脸谱为扎克伯格的人身安全支付了相关费用(包括在扎克伯格住所安装安全保护系统,以及支付安全保卫人员的年度费用)和使用私人飞机的费用69.27万美元及9.085万美元的房地产和理财补贴。

脸谱在招股书中强势、坚定地宣称:“我们之所以加强了对扎克伯格的人身安全保护,原因是扎克伯格对于脸谱的今后发展非常重要,我们认为这部分安全保护费用不但适当,而且也很有必要”,扎克伯格出于商务和私人目的使用私人飞机,脸谱将为他支付相关费用。首席运营官Sheryl Sandberg(桑德伯格)也有权在商务目的前提下使用私人飞机。

脸谱敢于将公司高管的“公款消费”项目置于阳光下充分曝光,着实可令常年在中国A股招股书上爬格子的专业人士咂舌不已。对于监管机构和投资者而言,脸谱的态度是不卑亦不亢,“不怕不接受,只怕不披露”。

从脸谱招股书中看出,脸谱将员工薪酬的计划、政策等作为重要的公司治理措施之一向市场详细披露,一个规范治理、重视激励人才、挽留人

才的上市公司形象跃然纸上。同时,脸谱对于高管薪酬如此深入披露,除了反映出美国证券发行市场对于上市公司信息披露真实性、完整性的高度要求之外,也从另一个侧面凸显出美国资本市场巨大的弹性与包容力。

## 突击入股: 无限制PK不鼓励

对于私募股权基金在上市前夕的突击入股,美国、香港等证券发行市场均比较宽容。在脸谱上市前夕,高盛等不少投资机构扎堆跟投,其中也包括了国内境内的平安信托。虽然平安信托因为种种原因,最终未能分享本次资本盛宴,但不少中国境外投资机构均在上市前夕成功进驻脸谱,而且脸谱的招股书亦未出现对投资机构出售股权的相关限制性条款。

而在中国,目前A股的政策是不鼓励在IPO申报之前突击入股。对于企业上市申报前突击入股的,都会进行严格核查并对限售期进行明确的规定,核查不到位的甚至会影响到企业IPO申报的成败。

## 分红: 自主分红PK强制分红

根据脸谱向美国SEC提交的申报材料中显示:公司未来可能不派息。公司准备保留任何未来的盈利来支持业务运作,在可预见的未来公司不打算宣布或支付股利。因此,投资者可能只能从公司普通股股价上涨上获利。此外,脸谱披露公司的信用体系条款包括有对支付股利的限制。

通过对脸谱招股书的分析,笔者发现:美国证券发行市场对于上市公司的分红派息并未作强制性要求,只要在披露文件中明确相关分红的政策即可。

而在中国A股市场,出于保护投资者的目的,监管机关在2011年提出了上市公司强化分红的相关要求:要求从首次公开发行股票开始,在公司招股书中细化回报规则、分红政策和分红计划,并作为重大事项加以提示。

## 股权激励: 允许跨期申报PK不允许跨期申报

根据脸谱向美国SEC提交的申报材料,脸谱给予部分员工及董事会成员受限股。其中部分股权激励尚未行使,但脸谱在已经列示的风险中披露,日后行权可能会对投资者的股权形成稀释,风险由投资者自行判断。

而在中国,基于保护投资者及股权结构稳定性的目的,监管机关要求拟上市公司在IPO申报前完成股权激励(此处“完成”系指,所有用于激励的股权均已工商登记在激励对象名下,不含跨期性质的股票期权等),以确保拟申报上市企业股权的稳定性。

(徐浙鸿系我国第一批保荐代表人,李丹茹任职于招商证券投资银行部。)