

境外上市对国企治理之影响

缪因知*

摘要:境外上市可通过令企业接受更严格的法律和监管环境约束,来强化投资者保护、促进公司治理。其他传统公司治理机制对中国国企的效用相对有限,境外上市之价值与可操作性尤其值得重视。但境外上市并非万能。不少境外上市的明星国企出现严重的治理危机,与国企固有的缺陷大有关联。境外监管者对中国国企特殊身份的顾虑亦可能会导致放松监督。境外上市导致的企业知名度的增加则可能诱使政府顾及国企倒闭产生的影响,而以高代价保出受困企业,形成对其他国企的隐性担保。这会降低境外投资者和监管者对国企的事前监督激励,减损境外上市的预设功能。故国企治理的根本提高最终有赖于政府更明确地界定自身在企业中的定位。

关键词:国有企业 境外上市 公司治理 中航油 中信泰富

我国大型国有企业境外上市的实践已经进行了多年,而且仍然在持续进行中,如较近的新华人

* 中央财经大学法学院讲师,法学博士。

寿保险公司(2011年12月)、中国人保集团公司(2012年11月)、光大银行、信达资产管理公司(2013年12月)在香港上市。最新的案例则是中信集团有望今年7月左右在香港整体借壳上市。但对境外上市对国企的公司治理意义及相关的不足,已有的文献特别是法学文献尚未能做出清晰梳理。

本文将指出,境外上市可能是对国企最有效的一种公司治理机制;但在所有可通过境外上市来改善公司治理的企业中,国企中此种机制的作用可能最不易得到发挥。特别是中国国企巨大的政治经济地位还会对小型的境外市场产生反向作用,故而公司治理的问题和公共治理也产生了关联,政府更应明确地界定自身在企业中的定位。这需要人们进行更多的通盘思考。

一、作为公司治理机制的境外上市

(一)企业为何需要境外上市:约束理论

境外上市是指一家股份公司到境外证券交易场所上市。该公司如果同时在境内外上市,则被称为交叉上市。关于境外上市的动因的研究可以追溯到几十年前。早期的理论强调境外上市可方便企业进入他国市场、降低投资障碍、实现低成本融资,^[1]但是,1990年代后随着国际投资障碍的减少和市场一体化的增强,这一理论受到了冲击。因为按照该种理论,此时企业境外上市的动机会减弱。^[2]美国企业也的确在20世纪90年代后大幅减少了去别国上市的频次。^[3]但与此同时,到美国寻求上市的企业仍呈几何式增长。在交叉上市的场合,非美国

[1] 对相关理论的综述参见 G. Andrew Karolyi, *The World of Cross - Listings and Cross - Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom*, 10 Rev. Fin. 99, 101 - 05 (2006). Craig Doidge et al., *Why Are Foreign Firms Listed in the U. S. Worth More?* 71 J. Fin. Econ. 205, 207 - 211 (2004).

[2] John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229 (2007), p. 284.

[3] Marco Pagano et al., *The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?*, 57 J. Fin. 2651, p. 2661, 2664 (2002).

企业赴美上市后,本国股票市场价格通常大幅升值,即产生了溢价。^[4]

对此,一种比较有力的解释是哥伦比亚大学法学院 John Coffee 教授等提出的“约束理论”。具言之,企业通过境外上市,来向投资者表明自己将受到一种更严格的法律环境之制约,企业控制人榨取私人控制利益、危害外部投资者的可能性将降低,故值得投资者信赖。^[5]对境外交易所的选择,意味着来自境外交易所的监管,更意味着接受境外法律环境的制约。例如,美国证券和交易委员会强有力的执法、私人集体诉讼的威慑、通用会计准则(GAAP)下更高的财务信息披露要求都令美国证券市场的这种“约束承诺”显得现实可靠。所以,当企业赴美上市时,本国市场会通过股价上扬对之做出积极的评价,因为投资者预期其权益将会因为公司受到了新增之境外约束而得到更为切实的保障,本国法律保护的不足将被有效弥补。由此,公司树立了更好的声誉,并可获得更低成本的融资。另外,由于这种好处是在股价等较为明显和外部化的层面表现出来的,可以直接与股票期权等奖励措施挂钩,故企业经理人也会产生推行境外上市的激励。

在此过程中,上市公司实际上“租用”了境外的法律环境,故而不大受本国法律环境优劣的限制,可操作性较强。事实上,如果本国投资者保护程度较低,境外上市对企业带来的收益还更为明显。定量研究表明,相对于来自其他发达国家的企业,来自新兴市场国家的企业在美

[4] Stephen R. Foerster & G. Andrew Karolyi, *The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States*, 54 J. Fin. 981, 983 (1999). Darius Miller, *The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depositary Receipts*, 51 J. Fin. Econ. 103, 103 (1999). Craig Doidge et al., *Why Are Foreign Firms Listed in the U. S. Worth More?* (发现在美交叉上市企业有显著更高的托宾 q 值), 71 J. Fin. Econ. 205, 206 (2004). Craig Doidge et al., *Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time*(发现萨班斯法通过后,赴美交叉上市溢价继续存在), *Journal of Financial Economics*, 2009, 91(3), pp. 253-277. 该研究指出 1990-2005 年的长期数据均支持了此论断。

[5] John C. Coffee, Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 Nw. U. L. Rev. 641, pp. 691-92 (1999). 类似观点可见 Stulz, *Globalization, Corporate finance, and the Cost of capital*, *Journal of Applied Corporate Finance*(1999) 12, pp. 8-25.

国交叉上市时,在本国证券市场中的股价上浮幅度更大。^[6]当企业在美国的主要交易所上市,而非通过柜台市场和 144A 规则(即只将股份卖给机构投资者,不可卖给零售投资者)进入美国证券市场时,因为所接受的法律和监管的约束水平更高,故获得的本国股票市场溢价也更高。^[7]来自对股东保护较弱的法国法国家的企业比普通法国家的企业更多地选择在美国上市,更多地在主要交易所而不是柜台市场上市;上市后,公司在母国股票发行量也显著增长。^[8]

(二) 境外上市对公司治理的整体制度价值

除了本身能对具体上市公司的治理产生作用外,境外上市还有多个方面的制度价值,可以有效地推动上市公司本国的整体证券法律环境。

首先,此种进路具有“墙外开花墙里香”的正外部性,产生的积极公司治理效果具有可传导性。境外证券市场的监督增强了企业的合规度、透明度。由于在非上市地的违法行为也可能会在上市地触发法律责任,所以公司在本国的行为也会受到更多约束。不仅境外上市地的投资者得到了相应的保障,非上市地的投资者也可“一体均沾”。

其次,此种公司治理进路可以循序渐进地推动本国企业提高投资者保护水平。企业境外上市并不要求直接改变境内的法律和监管制度,不直接影响既得利益集团的利益,也就不容易受到国内政治经济环

[6] Darius Miller, *The Market Reaction to International Cross - Listings: Evidence from Depository Receipts*, 51 J. Fin. Econ. 103, p. 114 tbl. 4. (1999).

[7] John C. Coffee, Jr., *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross - Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 Colum. L. Rev. 1757, pp. 1784 - 1785 (2002). Craig Doidge et al., *Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices Over Time*, pp. 18 - 19. Luzi Hail & Christian Leuz, *Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations Around U. S. Cross - Listings*, Journal of Financial Economics, Vol. 93 (3), 2009, pp. 428 - 454.

[8] William A. Reese, Jr. & Michael S. Weisbach, *Protection of Minority Shareholder Interests, Cross - listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings*, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract=194670>.

境的羁绊。外部投资者对这种约束的信心也不易被动摇。^[9] 境外上市为投资者保护创造一些新的可能性,^[10] 即提高部分境内公司的治理水平。^[11] 这会逐渐对其他境内企业形成一定的压力,迫使它们向更高的标准看齐,以免在资本竞争中遭受不利。著名法学家 Hansmann 和 Kraakman 称此种做法为“分割”(partition off),认为这可以使不重视股东保护的企业日趋边缘化,兴利除弊之余又不影响整体经济。^[12] 鉴于交叉上市企业往往是本土较大、较优质的企业,其对内国证券市场的影响尤其不可低估。

最后,此种进路从长远来看,会对境内监管机构造成良性的监管竞争(regulatory competition)压力之动态效应。“与具体的监管改革不同,制定一项竞争政策能对为满足市场参与者需要而进行的监管改革和回应产生持续的压力”。^[13] 例如 21 世纪初,诸多优质中国企业纷纷海外上市对国内证券市场造成的强烈冲击,一定程度上推动了 2005 年启动的股权分置改革。境外监管者和投资者推动的对特定上市公司特定行为的执法也可能直接带动境内监管者采取相应措施。

二、境外上市作为国企治理机制的特殊有效性

在中国企业交叉上市的场合中,股票溢价得到了证实。对比研究同时发行 A 股和 H 股的企业与只发行 A 股的企业后,不同学者均发现确实存在着内地企业到香港交叉上市后的溢价,且数据处理结果表明,

[9] See Donald Clarke, *Corporate Governance in China: An Overview*, China Economic Review, 14, pp. 451-472, 2003.

[10] Stephen Choi, *Law, Finance, and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets*, 80 Texas Law Review 1657, 1705 (2002).

[11] 从这个角度来说,允许境外优质企业到境内上市有类似的功效。

[12] Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 Georgetown Law Journal 439, 464 (2001).

[13] 前引 10, Stephen Choi 文, p. 1727.

公司治理可被看作是一种解释。^[14]中国证券市场上存在着基于公司到境外上市、自我约束而产生的溢价效应。公司接受更高市场和法治标准的要求、对股东提供更好的保护,会得到市场承认与奖励。^[15]

不过,对中国国企控制人而言,选择境外上市另有一项重要动因。国企治理中存在的一个突出问题是:传统的对企业经理人的内外监督机制均存在失灵问题。所谓内部监督机制,主要指来自大股东的约束。但是,国企虽然名义上是股权集中企业,其主要所有者却是抽象的全民或所谓国家,在现实中由政府或政府下属的控股公司等代行股东职权,并往往存在多个控制层次。这些主体在监督企业经理人时的能力、激励都不足,代理成本较高。

外部监督机制主要指来自政府监管者、证券交易所、法院等方面的约束。从现实看,由于国企在我国政治经济生活中的地位,以及中国法治化进程的阶段性,私人诉讼^[16]政府性监管^[17]交易所监管^[18]等机制都相对疲软,在监督国企方面难以起到切实的作用。

其他补充性的公司治理机制如来自财经媒体、独立董事、机构投资者的监督,同样难以对国企经理人产生有效约束,甚至可能会增加而不是减少代理成本的问题(如管理者薪酬激励)。所以,国企的经营效率和外部投资者保护问题一直是我国法律实施中的一个难点。

相比之下,境外上市能较为有效地对国企经营者形成公司治理方

[14] 何丹等:“交叉上市、投资者保护与企业价值”,载《财经科学》2010年第3期。黄丽清、邬瑜骏:“中国企业海外上市溢价及其原因初探”,载《第三届中国金融学年会论文(2006年)》,可见复旦大学金融研究院网站 <http://www.ifsfd.org>,2014年5月1日访问。

[15] Qian Su, Wilson H. S. Tong and Yujun Wu, *Bonding Premium: A General Phenomenon* (2006), <http://ssrn.com>. abstract = 890962. Kevin C. W. Chen and Hongqi Yuan, *Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting - Based Regulation of Rights Issues*, *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 3, (2004).

[16] 缪因知:“证券诉讼在中国:适用前景与改进方略”,载《北方法学》2012年第1期。

[17] 缪因知:“中国证券监管的不足、成因与改进”,载《安徽大学法律评论》2012年第1辑。

[18] 缪因知:“论证券交易所竞争与监管的关系及其定位”,载《时代法学》2008年第6期。

面的约束。因为这是一种外部硬性约束,企业为满足境外上市地的法律与合规要求,将不得不改善信息披露、完善公司治理结构,如建立审计、薪酬、内控等董事委员会,实行董事长和总经理分离、贯彻国际通用的会计准则等。

对政府这样的国企大股东而言,推行境外上市,有利于补充政府股东对国企经理人的经营效率和经营合规度方面的约束。所以尽管中国国企的控制性股份是非流通的国有股,其他国家企业交叉上市情形中的本国市场上的股价溢价对公司控制者带来的好处不明显^[19](很多中国企业采取了“先境外、再境内”的上市流程,在融资选择上亦可谓先难后易),企业的国有股东仍然有相当大的激励去推动境外上市。

大国企境外上市的浪潮也配合与推进了国企体制改革的进程,上市的第一波浪潮发生在20世纪90年代中期,许多大国企的公司化、股份化改制都与随之而来的境外上市安排紧密相连。例如中国移动有限公司于1997年9月成立,10月便在纽约和香港上市。中国联通股份有限公司2000年4月成立,6月在香港、纽约上市。进入21世纪后,被广泛认为治理水平有待提高的大金融机构又成为了新一轮海外上市主力,并多在2006年底加入世界贸易组织五周年届满、金融市场开放承诺期来临前完成上市。

就像加入世界贸易组织时中国政府和企业进行的一系列改革一样,境外上市的准备过程常常是诸多现代企业制度尚未建成的国企进行改革攻坚的重要时期。本来,要令它们进行一系列结构性的改造以符合现代公司的标准,颇为“老大难”。但在“境外上市”、“达到国际水准”这一明确的、有激励性的外部总体目标指引下,一种新的公司治理之“正当性”(legitimacy)维度^[20]产生,配套工作会比往常更容易实现,矛盾会比往常更容易协调,牺牲也会比往常更容易做出,诸多难题都可借此契机解决。例如,在筹备上市的过程中,中国联通全面清理了

[19] 与此相关的是,由于国有控制性股份流通困难,所以大股东希望保留控制权私人利益、抵触上市的动因也较低。

[20] See Mark Roe, *The Institutions of Corporate Governance*, in HANDBOOK OF NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS 371,375 (Claude Menard and Mary M. Shirley ed., Dordrecht: Springer, 2005).

产权关系,“妥善解决了长期困扰发展的体制障碍”。^[21]中国海洋石油有限公司1999年在美国上市路演失败,董事长卫留成意识到如果“再退一步,改革的回头路绝对走定了。一旦走了回头路,海油过去十几年改革的成果想再挽回几乎不可能”,所以顶着在“重组当中利益受到冲击”者的压力坚持再次于2001年重赴纽约,而且从2000年起开始就按照上市公司的标准进行信息披露。^[22]2013年终于整体改制为国有独资公司的中信集团在2014年3月启动整体上市,也被看成是公司借助成熟的法律及资本环境,进一步清理一直未能理清的股权关系、整合长久以来分离的业务板块的重要举措,甚至可能彰显了高层深化国企改革的决心。^[23]

三、境外上市国企治理的风险:失败个案分析

境外上市是一种“执法外包”的机制,令本国法律及执法水平不高的公司受到更多的外部约束,从而增强外部投资者保护,降低融资成本,促进企业和本国证券市场发展。中国国企境外上市后,总体上治理水平、合规度、盈利能力确实有所提高。但这种机制毕竟只是间接地外部提升企业和市场治理水平,所以仍然有一定的局限性。境外上市公司的总体治理质量水平还是会受制于本国法律环境。其声誉也“会受到同一国家其他公司的声誉的强烈影响。一个不受本地(local)执法和其他制度所支持的声誉,没有受到这些制度所支持的声誉重要”。^[24]这解释了诸多所谓中国概念股在海外市场上的困境。

不过,更重要的问题可能是境外上市后,企业仍然会有治理方面的缺陷。境外上市绝非万能。如有研究称赞了中石化通过境外上市,提

[21] 高明亮:“移动通信20周年回顾:中国联通分别在纽约和香港上市”,载《通信世界周刊》2007年4月23日。

[22] 戚娟娟:“中海油上市悲喜录”,载《中国企业家》2003年7月24日。

[23] 华化成:“中信上市或完成邦联向帝国转变”,载《新京报》2014年3月28日。

[24] Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. Rev. 781, 784 (2001).

升了公司治理水平,^[25]但该文过于倚重用股价的绝对增长来说明问题,而不能排除该公司的垄断地位对股价的支持作用。同时期,中石化亦出现了诸多可谓严重治理污点的事件,如天价吊灯、天价酒、董事长陈同海因为受贿被判死缓等。进一步的,国企其他结构性治理通病还是可能会对境外上市公司的运营造成更为负面的影响。

为了更好地对境外上市国企进行“压力测试”、增强理论分析的质感,下文将重点以两个案例来探究境外上市对中国国企治理的日常约束与事后追责效能。我们会发现,即使是所谓明星国企,境外上市仍可能在治理上出现根本性的缺陷;境外上市并非万能。更值得重视的是,中国日趋增长的经济实力,反而吊诡地使境外监管者在处罚违规的中国国企时会有所“放松”,减损了境外上市作为公司治理机制的价值。

(一) 中航油案

中国航油(新加坡)股份有限公司(下称中航油)由中国航空油料集团公司(下称中航油集团)持有75%的股份,注册地和上市地均位于新加坡,在CEO陈久霖的带领下,公司发展迅速,垄断了中国国内航空油品市场的采购权和进口业务,一度被国资委誉为国企走出去的一个典范。2004年11月,中航油由于石油衍生品交易巨亏5.5亿美元,资不抵债。陈久霖等多名高管、董事也因向市场隐瞒信息等行径而被新加坡执法者处以刑罚。其治理问题具体包括以下几点。

1. CEO 权限过大,内控失灵

陈久霖管理风格强势,是公司业务的实际控制人,董事会和母公司都类似于橡皮图章。中航油2003年开始的石油衍生品交易并未得到董事会授权,也没有对业务风险进行过有效评估。其如此大胆由来已久。中航油在1997年已开始做期货,2002年收入中已有一半来自于期货交易,但却一直没有依法从中国证监会处获取境外期货套期保值许可证。最后证监会考虑到中航油已然上市,为避免境外投资者以此提出诉讼,而为其补报放行。^[26]本来应当用于约束企业更好的守法的

[25] Ma Lianfu, Chen Deqiu, Gao Li, *Overseas listing, Voluntary Corporate Governance and performance — A case study of Sinopec*, *Front. Bus. Res. China* 2008, 2(3), pp. 440 - 457.

[26] “陈久霖:制度畸形的标本”,载《财经时报》2005年6月18日。

境外上市因素,反令母国监管机构放松对企业的问责。

可是,陈久霖等管理层对公司深度涉及的衍生业务这一新领域缺乏足够的操控能力。尽管公司形式上设立了著名国际会计师事务所设计的四级双线风险管理体系,可在2004年第一季度损失超过了内控设定的50万美元交易损失限额后,陈久霖不愿止损退出,而是一厢情愿地希望通过继续投入、等待行情变化后翻盘,导致损失不断扩大、直到被对手斩仓。

2. 隐瞒信息与内幕交易

大部分中文媒体语焉不详的是:陈久霖最后被控的多项罪名包括财务造假、欺骗、内幕交易等,其入狱并非因为衍生交易失败巨亏。

首先,在2004年开始的两次季度报告、一次半年报告中,公司都没有披露已经发生的重大损失。在公布第三季度报告时,陈久霖则为了阻止其他高管向董事会审计委员会说明损失情况,还假造了损失已经被转给母公司的协议和董事长签名。^[27]

其次,母公司在2004年10月知晓中航油巨额损失后,为了筹措资金救助中航油,决定通过德意志银行向新加坡证券市场出售中航油15%的股票。但由于在交易时隐瞒了巨额损失已经发生这一重大信息,故而构成了内幕交易。陈久霖成为了第一个在新加坡因内部人(内幕)交易而入狱者。

3. 缺乏适应市场化运作的风险管理机制

虽然陈久霖在平时不失为一位优秀的企业家,但在危急时刻频频违法,凸显了其没有真正适应市场经济规则。正如研究者指出的,陈久霖从未在一个法律约束比官僚控制更重要,或者说股东利益在管理层决策中占据重要地位的环境中活动过;^[28]而母公司也同样未能适应国外经营公司的风险并对之进行有效监督。例如,陈久霖起先向母公司告急时,中航油集团董事长正在党校封闭学习,而其他集团公司高层则

[27] 徐炯:“英长斌签名真相牵出中航油违规巨亏内幕”,载《21世纪经济报道》2005年6月21日。

[28] Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor, *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World*, Chicago and London: The University of Chicago Press. 2008, p. 131.

表示不便代为决策。^[29]

(二) 中信泰富案

中信泰富有限公司是一家在香港注册,由中信集团公司控股的明星公司,同时在香港交易所和美国场外电子交易板上市。2008年10月20日,中信泰富突然发出盈利警告,指出公司签订的多份累计杠杆式澳元买卖合约(累计股票期权)因澳元大跌,浮亏155亿港元。翌日,公司股价急跌55%,市值接近亏损额。这是恒指成分股公司最大的一宗亏损事件。

事发后,董事局主席荣智健本人紧急飞往北京。11月,中信泰富公布中信集团的救援方案。12月,中信泰富特别股东大会通过救援方案。2009年4月香港警务处商业罪案调查科对中信泰富危机处理中的问题展开调查,荣智健和总经理随即辞职。

1. 危机产生的原因:内控失效抑或行为不当?

中信泰富自称交易澳元合约是为了对冲一个16亿港元矿业项目的外汇风险,但实际上要对冲风险完全可通过远期或掉期合约等低风险工具;且此次公司在合约中实际上最终持有94亿港元,远远超出真实需求,故与其说交易目的是套期保值,还不如说是投机。另外,中信泰富在此合约中的收益与风险严重不对等,不仅预期最大利润不到接盘所需资金量的1%,且可得的利润有一个约定的上限,而可能的损失却没有类似机制的保护。

事后,公司指称是财务董事越权订约,财务总监(controller)亦没有尽职监督。此种说法已经表明了中信泰富在内控方面的问题,但一些媒体还进一步指出其中可能有更深背景,或许荣智健女儿及其本人才是直接的指令者。^[30] 董事会声称的不知情可能是虚假的。

2. 不实陈述引发法律责任:中信泰富的真正危机

其实,对于中信泰富这样自身实力雄厚、背后又有更为庞大的母公司的国有企业来说,亏损并不是灭顶之灾,违法操作更为致命,这也是

[29] Mure Dickie, *Ex-CAO Chief attacks CAOHC*, Financial Times, February 19, 2005, at 6.

[30] 谢丹敏:“中信泰富巨亏内幕:高层边打电话边下单”,载《上海证券报》2008年12月3日。

荣智健请辞的直接原因。

荣智健事后承认,在2008年9月7日就发现澳元合约公允价值损失已超过20亿港元,构成了重大损失,然而,公司迟至10月20日公允价值损失已达到155亿港元时才披露。迟延披露导致股东无法及时抛出股票以减少损失。

尽管香港披露规则并未对此种事项的披露时限有强制性规定,但是9月12日中信泰富曾发出股东通函称“就董事所知,本集团自2007年12月31日以来的财务或交易状况概无出现任何重大不利变动”。这意味着中信泰富在发现合约损失后,仍进行不实及误导性陈述。同时,在信息最终披露前,中信泰富股价出现了异动,沽空规模显著增加。荣智健过去一年间八次回购股份的举动也在9月5日戛然而止,引发了外界对内幕交易的猜测。有鉴于此,香港证监会于2008年10月22日依据《证券及期货条例》第298条(披露虚假或具误导性的资料)展开调查。香港警方也在2009年展开了董事虚假陈述和普通法下的串谋欺诈方面的调查。经过较为漫长的司法审判周期,2012年10月,中信泰富一名前助理董事被法院认定构成内幕交易罪。^[31]

3. 长期以来的“经理人控制”问题

由于荣氏家族的特殊地位和创立中信集团的渊源,中信泰富的实际控制权集中在了第二大股东、董事长荣智健手中,中信集团的干预较少。国企常有的“经理人控制”问题突出。总经理是荣智健自幼的朋友,荣智健之子亦担任董事副总经理,女儿为财务部主管。董事会约束力不足,如4位独立董事平均年龄超过63岁,年龄最大的年逾七十,两位还是兄弟。中信泰富2005~2007年财务报表显示董事薪酬增长迅猛,多名高管薪酬逾数千万元港币,年增长率达百分之几十。荣智健之子的薪酬增长更是高达百分之两百以上。

但是,尽管荣智健在香港市场上曾津津乐道中信泰富不是大陆控制的红筹股,可在陷入财务危机时,还是很自然地向母公司求援。1998年亚洲金融危机时中信泰富陷入危机,是中信集团出资稳定股价,使其

[31] 参见香港证券和期货委员会公告, <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR113>.

渡过难关。这一回,荣智健在重大损失被披露后迅速向母公司求援,并在发布盈利警告时就强调母公司是“北京国有企业”,这被广泛认为饱含政治暗示,旨在安抚市场对公司有无能力应对危机的担心。事实上,尽管中信集团因此有较大的财务压力,仍然在第一时间承诺安排15亿美元的备用信贷(随后其自身的债信评级被调低),后来在国资委支持下通过认购可转债向中信泰富注资约116亿港元。

四、从中航油和中信泰富事件的共性看境外上市国企的治理问题

虽然两家境外上市国企的经营地点、业务范围和事发时间均不同,但在治理失败方面却呈现出了惊人的相似性:事发前都是当地的明星企业,业务和内地息息相关;都是为了投机目的而进行了超过实际需求的衍生品交易;都存在强势领导人,但对巨资投入的新领域并不太了解;长期以来董事会都对经营风险缺乏必要的控制;重大亏损后,都瞒报、迟报重要信息和进行了内幕交易;境内母公司成为了最后的救助者;高级管理者都曾面临现实的刑罚危险,最终处理结果相对于当地标准较为宽松,相对于内地标准较为严格;境内母公司和中国政府对之救助时都考虑到了境外中资企业的所谓整体信用。

这种结构上的高度近似,以及在时间上的“前仆后继”、在损失金额上的倍增,不能不令人疑虑此类事件是否会在其他境外上市国企中再现。具体来说,如下几点值得我们思考。

(一)“国企气质”对境外上市公司治理的影响

这两个公司都是“非典型”国企。它们在境外注册,受到了更强的境外市场约束,本应经营更具规范性,更符合国际金融中心、成熟经济体的行为准则,但还是以较为“鲁莽”的方式出现了重大的治理失败,所以它们的教训更值得吸取。

总体而言,境外上市国企的本质属性并未变化,其固有的结构性治理弊端会产生不小的影响,如股东监督的缺位、董事会和母公司监督的形式化、作为监督者的官员缺乏对经理人行为的商业判断能力;官本位

文化下企业一把手独大、缺乏制衡性的、针对高层领导而非下属的内部控制和风险管理体系；特殊的政治经济背景和市场垄断力导致对市场形势的盲目自信等。因此，尽管企业平时经营得顺风顺水，却往往于不经意间深陷危机。而在紧急时刻，其治理模式中的深层“气质”更是会凸显国企及其控制者不太尊重市场的一面，而在海外更为严格的法律规则面前“碰壁”。

例如，中航油在隐瞒重大损失的情况下出售股份来筹措救援资金，手法相当粗糙，几乎不加掩饰，体现了对法律约束的漠视无知和对市场尊重感的缺失。而这种本质上是令市场投资者来保出(bail out)受困企业的做法却似乎在中国金融业治理中颇为常见。同一时期发生的中国证券公司流动性危机中，政府正是通过向境外投资者出售亏损券商的股份(从而令外国投资者事实上获取进入中国市场的资格)来解决企业财务问题的。中航油这样的大企业的国有股权大额出让绝非中航油集团自身所能决定，该行为实际上牵扯到了政府决定。陈久霖亦宣称股份出售得到了证监会和民航总局的批准，他只是执行人，这也部分解释了陈久霖刑满释放后为何没有被国资委视为罪人，而是担任了另一家中央企业下属公司的高管。

(二) 境外市场对上市企业的约束是否会对中国国企打折扣？

境外上市的意义在于让企业感受到更多的约束，而不是自动提高企业经营者的道德感或能力。这种约束既体现在通过股价、融资成本等体现出来的经济约束上，也体现在日常监管、事后责任追究等法律约束上。所以，境外上市并非万能。事前的经济约束可能会被企业在市场份额等其他方面的经济优势所抵消；^[32] 事后“硬碰硬”的惩戒如果不能充分展开，也会弱化法律约束的效用。这种局面在境外上市国企中尤为明显。一方面，被政府选择出境上市的国企大都是行业领先的蓝筹公司，甚至具有政策性垄断优势，所以在收入、利润、市场份额方面都颇为可观，从而减少了投资者对治理可能的额外要求。另一方面更

[32] 例如，中海油纽约上市时，投资者对中国概念股的风险尚颇为疑虑，中海油专门要求国家经贸委出具公函，说明中海油的海上专营权不变。此函被誉为对付“硬骨头”投资者的“尚方宝剑”。参见戚娟娟：“中海油上市悲喜录”，载《中国企业家》2003年7月24日。

重要的是,由于国企和政府众所周知的关系,境外监管者也往往不愿意重惩中国国企以及有准公务员身份的国企高管和董事。

近十年来,由于经济的快速增长和境外上市企业的增多。中国企业已成全球 IPO 市场主要来源,一定程度上形成了市场支配力。^[33] 所以,吸引中国企业成了全球特别是亚太主要证券交易所的重要业务。即使是美国证券和交易委员会与纽约交易所也由于担心失去中国客户而对它们在上市标准和法律要求方面多少给予了豁免。^[34] 香港、新加坡^[35] 这样本身经济体较小,又与中国内地关系密切、存在一定经济依存度的小型经济体更可能会投鼠忌器。

“不少国家的大企业集团奉行一种战略:绝对不能起诉中国企业”。^[36] 境外监管者也可能放松对违规境外国企的追究。诚然,新加坡对中航油涉案高管的刑事处罚不轻。陈久霖被处数年徒刑,很多论者认为其如果是在国内被诉,受罚不会如此之重。新加坡还出人意料地在机场逮捕了三位从中国赶来与债权人谈判的中航油董事(包括董事长),似乎足以凸显其法治。但正如研究者指出的,新加坡得罪不起中国,逮捕不可能是没有得到中国政府默许(tacit approval)的。^[37] 两国之间或许有着微妙的交换与平衡。

首先,新加坡作为一个华人为主、强调政府作用之“亚洲价值”的

[33] 这一趋势在 21 世纪初开始浮现,近年更是加速。2010 年共有 476 家中国企业 IPO, 占全球 IPO 总量 61.8%, 为历史峰值;融资 1054 亿元,占全球融资总额的 57.6%。“2010 年中国企业 IPO 融资额占全球一半以上”,财经网 <http://www.caijing.com.cn/2011-04-12/110689624.html>, 2014 年 6 月 1 日访问。2011、2012 年中国企业 IPO 企业数量占到全球的 58%、47.3%, 融资额度占到全球的 48%、32%。2009 年~2013 年,境外 IPO 的中国企业数为 77、129、75、47、66。参见清科集团研究中心网站 IPO 报告系列: <http://www.zero2ipogroup.com/research/reportlist.aspx?t=ipo>。

[34] 前引 28, Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor 书, p. 135.

[35] 2004 年底,在新加坡交易所上市的中国企业占到了其市值的 7%, 次年上市公司数量翻了一番。Id, p. 131.

[36] 程苓峰、房毅:“中航油重组案解读”,载《中国企业家》2006 年 4 月 11 日。例如中航油高管因为欺骗了德意志银行而被刑事处罚,但德意志银行本身却并未提出民事诉讼。

[37] 同前引 28, Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor 书, pp. 135, 145.

市场经济国家,是中国不可替代的伙伴。^[38]北京会相当理解新加坡作为国际金融中心对自己的法治声誉的重视。其次,这三位董事虽然直接参与了被指控的欺诈行为并签署了相关文件,但不仅很快得以交保获释,并最终只是被判交罚金而不用坐牢。对他们的惩戒并不重,还多少可以被用来切实警醒一下其他央企高管。中航油集团自身所受的罚金也被广泛认为较轻。^[39]毕竟,虽然新加坡整体上法制井然,但是该国似乎更重视行政机制而不是纯粹的法律机制。^[40]最后,号称“新加坡国资委”的淡马锡控股有限公司在重组中购买了中航油 15% 的股份,来帮助善后。政商层面的广泛合作使得对违规境外中国国企的处理与通常的市场化处理颇为不同。

类似的,香港警方 2009 年出击时,各界广泛认为其主要目标是中信泰富的董事等高层人物,包括荣智健。^[41]但多年后,人们可以几乎确信荣智健等核心高管已经逃过此劫,公司也没有因为不实陈述而被严惩。

(三) 中国政府的救助行为对海外上市国企治理的影响

1. 代价高昂的救助行为是否有必要

两起治理危机能大事化小,都和政府拍板、通过协调若干国企进行了成本高达数亿、数十亿美元的救助紧密相关。国企的政府所有者不仅付出了普通商事公司很难付出的巨额资金,也提供了诸多政治资源来方便企业债务重组。中航油重组的新加坡法律顾问指出,同类公司倘若发生了这样的危机,会由于财务和声誉受损失去市场信赖而倒闭,但中航油集团长期握有的国内航油供应垄断权可以保证中航油的业务不会受到根本的影响。在重组中,债权人和最终参与救助中航油的淡马锡公司也纷纷向国资委询问中航油的垄断地位可否维系。中国政府

[38] 中国的法律和政治改革战略与新加坡、韩国等强政府型东亚国家的关联可见 Robert Wade, *Governing The Market: Economic Theory and the Role of Government In East Asia Industrialization*, Princeton University Press, 2003.

[39] See Cris Prystay, *Executive On Trial: Three CAO Singapore Officials Are Fined In Derivative Case*, Wall Street Journal, 3 March, 2006, at C4.

[40] 同前引 28, Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor, *Law and Capitalism*, p. 145.

[41] Tom Mitchell and Justine Lau, *HK Police raid CITIC Pacific in fraud probe*, Financial Times, April 4, 2009.

的多次表态对事件解决起了决定性的作用。^[42]

而国资委对中航油和中信泰富债务重组的大力付出,并不只是意在这些企业本身。国资委在危机发生之初,曾强调这是个别事件,但事实上由于企业境外上市带来的知名度的提高,政府对境外大国企倒闭对中资企业在海外的“整体声誉和市场信用”的影响颇为敏感,因而把对个别企业的救助意义抬到了过高的层面。这种用心虽然可以理解,并得到了境外投资者对“体现了一个国家的责任”的赞誉,但其必要性却值得讨论:

首先,国企并不代表政府,这点已经逐步被海外投资者和司法界接受。中航油集团曾向新加坡法院声称“由中华人民共和国中央政府拥有并受它监管”,因此应被视为一个政府“部门”,有不被起诉的国家豁免权,但被法院驳回,理由是公司没有出具任何表明它依照中国主权行事的证据,活动主要是商业性的。^[43]香港资深银行人士也认为,“中信泰富危机只是个体投机行为所致,并不必然传导到其他机构。所谓中资机构信用问题,其实是债权人的惯用借口。中信泰富本身在中资机构中的地位已大不如前,远未大到不能倒闭的地步。债权人无非是担心中信泰富没人兜底,无从追债”。^[44]

其次,这些国企的治理失败并不是由于母公司或国资委指挥失当所致。所谓它们倒台会影响中资企业声誉主要只是基于一个假定,即中国政府是这些企业的最终所有人,一个企业的倒台会对其他由中国政府最终所有的企业产生负面影响。可这种假定是错误的且危险的。推而广之,当年一家国企在境外欠债,另一家国企的油轮被扣作担保的风险就可能重现。^[45]我国《公司法》第217条着力强调的“国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系”原则也会被动摇。以

[42] 同前注36。

[43] Wayne Arnold, *After Crash, China Aviation Oil Offers Creditors sweeter repayment deal*, N. Y. Times, May 13, 2005. 周斌:“新加坡对中航油股份有限公司3名董事长进行宣判”,载《法制早报》2006年3月5日。

[44] 王端等:“中信泰富94亿澳元豪赌”,载《财经》2008年10月27日。

[45] “政府与国有企业的关系:管理抑或控制”,载《公司法律评论》2001年卷。宋彪:“论国家对国有企业的责任——恒裕轮南非德班被扣案的法理分析”,载《经济法学评论》第一卷。

后任何一个中国国企的子公司濒临破产时,投资者都可援引此例,期望和要求国资委进行救助。

其实,完善境外国企治理,强化法人责任,界定母公司、政府对国企的责任,既有必要,也相对容易。因为在成熟市场经济中,一方面,按规则办事和承担有限责任的可能性和社会接受度更大,如中航油重组后的新加坡籍董事长所言,“终归还是要跟着法律走”,如果事前披露、杜绝欺诈,境外投资者对企业交易失败产生的商业风险有着充分理解,“不救也没人会责怪”。^[46]另一方面,国企的境外投资与交易都是纯商业性的存在,并无社会和政治义务,不存在对投资者和市场的特殊责任(如避免公司倒闭带来的社会不稳定)。过分的救助境外运营的国企,实际上是令境内纳税人为境外投资者埋单。

2. 救助行为会降低海外投资者和监管者对企业的监督激励

中国对海外上市国企的慷慨救助所能产生的另一个风险是海外投资者会由此减少对境外上市国企的事前监督激励。本来,市场投资者监督公司的目的是为了防止治理弊端导致经营危机和投资者受损。因此,当有一个慷慨的、足够强大的事后救助者存在时,它们当然乐得减少相应的事前监督投入。类似的,监管者也会由于投资者可在财务层面得到事后保证,而不介意降低对相关违规者的执法力度,从而降低法律对公司经营者的震慑度,而这种严格执法本来系境外上市机制的主要价值所在。

五、小结:政府角色定位对国企境外上市治理效果的影响值得重视

法律研究的目的是通过发现缺陷与风险来改进制度建设,所以“报忧不报喜”更为重要。但从整体上看,境外上市仍然是国企改善公司治理的一条可行道路。境外主要证券交易所比境内更严格的上市标准、日常约束、信息披露与合规监管要求、法律对投资者的保护程度,可

[46] 同前注 36。

以结构性地改良国企的运作,体现了政府作为国企控制者而改善公司治理的努力。企业这些市场基础元素之运行的优化,也使境内市场的法治度得以提升。

但是,境外上市并非灵丹妙药。诸多优秀的境外上市国企仍然存在着不小的治理缺陷。中航油和中信泰富两个“模范生中枪”的案例表明:境外上市后,经理人控制、好大喜功、董事会失灵、风险管理不到位等国企弊端依然可能存在,并产生巨大的消极影响。

更严重的是,由于境外上市显著增加了企业的知名度,使之更容易被看作是对外的“国家形象”的一部分,在实践中导致政府的救助冲动大为增强,反而会对国企治理产生负面影响。因为过度救助由于商业交易失败而陷入困局的国企和包揽投资者的损失,会降低境外投资者对企业的事前监督激励、降低境外监管者对违规者依法事后惩戒的激励,从而减损境外上市机制对企业的治理价值,并令国际市场产生对作为国企所有者的中国政府的不合适期待。

继续坚持常规公司治理制度的建设自然是必要的(例如,倘若没有严格的信息披露制度,中航油和中信泰富的巨额亏损可能被隐瞒得更久),但与此同时,人们更要从源头上优化境外上市国企控制者特别是政府部门的公共治理,厘清政府和境外上市企业之间的义务与责任,从而增强企业的市场化运作特质,在根本上夯实境外上市国企基于法律约束的治理。^[47]

[47] 例如,中航油重组后,中航油集团委派者只占少数,形成了与大部分境外上市中国国企不同的治理结构。其他治理制度在形式上也颇为完备。但2008年4月担任公司审计委员会和披露委员会主席的一位新加坡商界重量级人士宣称“中航油在信息流通、管理层进行决策、检讨和监督上的做法,让我越来越难以履行作为公司独立董事的职责”而辞职,引发业界震动。中航油亦承认这并非“个人恩怨”所致。参见叶海蓉:“律师独董愤然辞职 中航油惊现管理危局”,载《21世纪经济报道》2008年4月26日。