

让公司治理从 “形似”走向“神似”

很多公司的治理只满足了“形似”但尚未达到“神似”的要求，这是导致一些中国企业在海外上市后屡屡遭遇滑铁卢的根本原因。

文 | 王国柱 张志前



4月2日，在美国上市还不到一年的瑞幸咖啡因财务造假而被做空，且面临被强制退市的处罚。这也反映出公司治理的重要性和迫切性。

中外上市公司治理比较

公司治理是指一整套程序、惯例、政策、法律及机构，影响着如何管理及控制公司。公司治理不仅为现代企业的发展提供了重要的制度框架，而且也为企业增强竞争力和提高绩效提供了组织架构。由于经济、社会和文化等方面的差异以及历史发展轨迹的不同，各个国家和地区的公司治理结构也不尽相同。由于美国的资本市场非常发达，市场主要参与者为专业机构投资者，与之相适应，美国上市公司采用的是以外部监控机制为主的治理模式，即主要依靠高效运行的资本市场来监督企业经营者。

股权结构是公司治理的基础。美国上市公司的股权非常分散，很少有绝对控股的大股东，有些公司的最大股东持股数也不到10%。在公司治理结构上，美国是典型的一元制公司治理结构模式，在公司机构设置上没有独立的监事会，董事会既是决策机构也是监督机构。在董事会中，独立董事发挥着非常重要的作用，对公司的议案进行独立判断。

诚信是公司治理的一个重要原则。安然、世通财务造假事件发生后，美国社会对上市公司治理问题进行反思。2002年7月，美国国会通过了萨班斯-奥克斯利法案，明确要求赴美上市公司必须建立有效的内部控制体系，管理层对其有效性做出声明，审计师对公司内部控制有效性做出鉴证。其目的是提高治理的效率，防止大股东对中小股东利益进行侵害。萨班斯法案在强化公司治理、保护中小投资者利益方面发挥了重要作用，该法案也被称为是

2002年7月，美国国会通过了萨班斯-奥克斯利法案，明确要求赴美上市公司必须建立有效的内部控制体系，管理层对其有效性做出声明，审计师对公司内部控制有效性做出鉴证。

自罗斯福“新政”以来美国市场和商业领域的最大变革。

从股权结构来看，我国上市公司的股权结构相对集中，多数企业存在一个强大的控股股东，甚至是绝对控股的大股东。特别是在一些国有企业中，国有股一股独大，其他中小股东“搭便车”现象比较普遍。同时，由于在中国资本市场上散户居多，缺少专业的机构投资者，存在控股股东侵占小股东利益的情况，中小投资者利益得不到保护。

从董事会组成来看，我国公司的董事会主要由股东董事和执行董事组成，外部独立董事所占席位较少，作用十分有限。多数企业的外部独立董事很少参与企业重大决策，企业主要是借其声誉去提高知名度。由于缺乏外部董事专业化的指导，降低了董事会决策的科学性。监事会在公司治理中的地位较低，监督职能不能很好发挥。企业在信息披露方面也不够重视，不能真实、及时、准确披露信息，隐瞒甚至欺骗投资者的案件时有发生。

海外中概股面临水土不服

中概股一般是指在中国大陆市场以外注册和上市，但最大控股权30%以上或实际控制人直接或间接隶属于中国内地的民营企业或个人的公司，中国香港、美国等股票交易市场，都是中概股表现抢眼的重要市场。自1992年10月9日华晨汽车在美国纽约证券交易所成功上市，成为第一只中概股以来，中概股海外征程已走过28年。

由于国内股票市场起步较晚，资本市场制度建设相对落后等原因，国内证券市场的融资功能与促进上市公司治理的功能严重不足。通过海外上市可以满足企业资金需求，并且海外成熟证券市场对上市公司有着严格的要求，通

过在海外上市，使中国企业的治理逐步与国际接轨，有利于规范上市公司治理，提升治理的效率。

海外资本市场制定了严格的治理结构标准，设置了较高的上市融资“门槛”。中国企业海外上市过程中以及上市之后，必须遵守融资地制定的治理结构标准，否则海外证券市场监管部门将对其进行处罚。例如，美国纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(NASDAQ)股票市场相继制定了公司治理结构标准，并将其纳入上市标准。中国企业如果要在美国上市，就必须满足这些交易所提出的要求和达到交易所规定的公司治理标准。

绑定假说认为，企业在海外上市融资的同时，也做出了遵守上市地法律法规的承诺。从此，上市公司与上市地的法律捆绑在一起，并受到约束，接受上市地证券监管部门的监控和外国投资者的监督。例如，在信息披露方面，美国相关法律规定，外国公司在任何情况下都负有披露信息的义务，如果公司未能做到真实披露，或披露不够充分，即便公司所披露的信息没有任何误导性，公司及其高管将负相应的法律责任。

中国企业在海外上市，不仅可以丰富企业的上市选择，也拓宽了企业融资的渠道，同时也为当地投资者提供了更多选择，实现了中国企业和当地投资者的双赢。但是，由于监管制度和法律环境的不同，在海外上市的一些公司也遭遇了水土不服的风险，有的企业遭遇做空风险，有的企业被要求退市，还有一些企业选择了回归。为此，国内A股市场也放宽了上市标准和要求，迎接中概股回归。除回归国内A股市场外，一些企业选择了赴港上市，比如最近的网易和京东。

5月20日，美国参议院通过《外国公司问责法案》，目标直指中概股。这部法案主要内容包括两部分：美国可以调取在美上市中国公

司的审计底稿；中国公司必须披露是否被中国政府控制或影响。如果该法案经过美国众议院通过并最终经美国总统签署，中国在美国上市的公司将面临更大不确定性，有些公司可能面临被做空，甚至面临被摘牌的风险。在这种情况下，一些在美国上市的中国公司可能会加快回归的步伐。

海外上市成功与否的关键因素之一就是能否建立良好的、符合国际惯例、能够保护投资者的公司治理结构和治理机制。

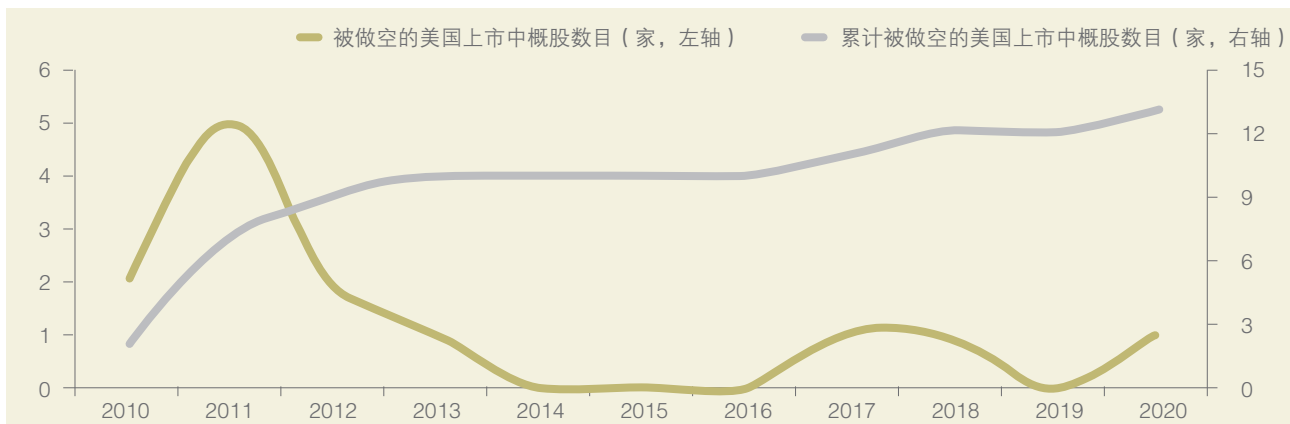
司的审计底稿；中国公司必须披露是否被中国政府控制或影响。如果该法案经过美国众议院通过并最终经美国总统签署，中国在美国上市的公司将面临更大不确定性，有些公司可能面临被做空，甚至面临被摘牌的风险。在这种情况下，一些在美国上市的中国公司可能会加快回归的步伐。

解决“形似而神不似”问题

海外上市成功与否的关键因素之一就是能否建立良好的、符合国际惯例、能够保护投资者的公司治理结构和治理机制。为满足海外资本市场监管的要求，赴海外上市的中国企业都建立了较为完善的公司治理体系。但是，很多公司的治理只满足了“形似”，一些企业的公司治理只是作为一种摆设，而公司的运作机制并没有发生实质性改变，公司治理还没有达到“神似”的要求，这是导致一些中国企业在海外上市后屡屡遭遇滑铁卢的根本原因。如何解决海外上市公司“形似而神不似”的问题，需要企业、监管部门和社会多方共同努力。

一是深化混合所有制改革，实现股权多元化和分散化。股权结构不合理是制约中国企业公司治理机制有效发挥作用的根源。现代治理理念的精髓就在于“多元化”，只有引入多元股东，改变“一股独大”的局面，让各方股东在治理规则下进行公开公平博弈，才能真正发挥公司治理的作用。这一点对于国有企业尤为重要。通过深化混合所有制改革，实现股权制衡，提升治理能力和治理效率，才有可能让国有企业的治理从“形似”走向“神似”。比如，在董事会中，需要引进更多的外部独立董事，并真正发挥外部独立董事的作用。完善监事会制度建设，提升监事会在公司治理中的地位，让其独立地发挥监督职能。建立监事会履职的

浑水公司做空在美国上市的中概股情况



> 资料来源：国盛证券研究所

保障机制和激励约束机制，在时机成熟时探索引入外部监事机制。

二是加强引导和监管，促进海外上市公司健康发展。中国企业在海外上市，除了为企业发展带来增量资金外，也是对公司自身内控和管理的一次提升。监管机构进行上市审核的过程也是对公司内部控制和风险管理水平进行评价的过程，能否搭建完善的内控体系并有效运行也将直接影响上市的成败。公司治理问题往往是企业不能顺利上市的致命问题，也是引发上市后风险的根源。对于打算在海外上市的企业来说，严格的监管制度意味着企业的运作将更加规范。企业要充分认识到海外上市存在的风险，通过对海外融资的综合收益和风险进行衡量，做出更为理性的决策。企业在上市之后，也要严格遵守当地法律法规，及时准确全面披露信息，维护好与投资者的关系。相关监管部门要加强对海外上市公司的引导和监督，促进海外上市公司健康发展。

三是加快推进注册制改革，完善资本市场制

度建设。资本市场制度的完善不仅有利于促进公司治理水平的提高，为各类投资者公平获得投资利益，而且还将通过证券市场效率的提高，促使投资者形成理性的价值投资，提高资源的配置效率。进入信息知识经济时代后，企业经营业态已发生巨大改变，一些新经济企业由于不能满足A股市场的上市要求，而不得不涌向海外市场去融资。我们要顺应信息知识经济时代企业的需求，适当放宽上市公司的标准和要求，建立与信息知识经济时代相匹配的发行审核制度。由事前行政审核为主，转为事中事后监管、依靠市场力量为主的方式，让市场中的中介机构、投资者等去识别优质企业，真正实现市场化配置资源。推进注册制改革，实际上就是要构建一个宽进严管、放管结合的体制。通过加快推进注册制改革，引导科技企业和新经济企业回归A股，为中国资本市场引进活水，促进中国公司治理逐步与国际接轨。□

（作者分别系中车长江运输设备集团有限公司高级经济师、中国建投投资研究院副秘书长）