

內地海外上市企業的錯位詛咒

大規模併購石油資產，欲發展成為內地第四大石油巨頭；總裁陳久霖更成為「明星人物」，登上不少內地主流財經媒體的封面。孰料人算不如天算，在國際

製造業：一為經理人違背信託義務、越權操作，一為大股東蔑視法紀、侵吞資產。上述幾種制度元素，若進行有機組合，則幾乎可涵蓋所有在海外上市的內地企業的基本背景制度和主要管治缺陷。

創維延續民企宿命

幾乎所有內地到海外上市的企业在招股路演中都會反覆宣傳：到海外上市不僅為了發股融資，同時追求在國際監管標準下的制度建設和管治改進，甚至強調後者居於優先地位。但是從內地海外上市企業不斷爆發醜聞暴露的問題來看，這種形象打造恐怕只是以輿論造勢做秀為主，大部分企業並沒有認真對待國際化的監管要求，或者說雖然試圖嚴格按國際標準要求自己，卻力有未逮、事倍功半。

創維作為一家主要在內地經營運作的本港上市的公司，成功之處就在於合理利用和整合了內地的產品市場資源和本港的資本市場資源。眾多機構投資者之所以追捧創維並重倉持有，看中的也是其靈活的民企機制在資本市場支持下取得不俗業績，並看好其與內地其他家電巨頭競爭中的制度優勢。

然而，硬幣總有正反兩面，成就的背面就是麻煩。創維享受兩種制度的雜交優勢，也要負擔相應的成本，既要應對內地經營的不完善市場條件，還要努力達到本港上市監管要求，同時必然還要承擔內地經營和本港上市制度的錯位引起的額外交易成本。黃宏生就是這種制度衝突的承受者，以其所作所為在內地上市公司中則是屢見不鮮，尤其個人持股超過七成，內地司法部門根本不會介入其違規經營行為；但是在本港廉政公署嚴格保護投資者利益的標準下，則是明目張膽的掠奪行為、不能容忍的違法行為。

當然，創維數碼雖然受黃宏生個人影響，公司經營發生波動，但畢竟具有較良好的管理架構和市場信譽，不似當年的歐亞農業濠空造假、一敗塗地。事實上，從近日創維集團非涉案的董事成員對危機處理過程和整個集團的運作來看，公司業務經營不會有太大問題，這似乎也可視為海外上市的積極作用之一。

中航油昭示海外經營命門

中國航油出事以前，已經被輿論宣傳成爲內地國企海外經營的典範，從幾十萬元做貿易起家，發展成爲總資產幾十億元的實業公司；

油價持續保持上揚態勢、屢創歷史新高，各大石油公司賺得盆滿鉢滿的情況下，卻因投機石油期貨交易而跌得巨虧。從從日中到頻臨破產，只是轉瞬之間。

中航油爲何一步步失足墜下神壇？一般認爲，導致其瞬間崩盤的直接原因，主要是對企業內部經營決策控制的不力，深層次的原因在於國有企業普遍存在的公司管治機制不健全、董事會虛置，而在人治背景下，企業管理人過分集權、組織控制不足，是導致重大決策失誤的根源。

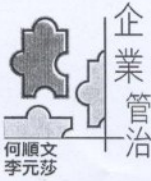
可以說，內地國企管治不良而導致決策失誤的案例屢見不鮮，中航油事件與以往國企類似事件不同之處有二：一是在海外經營中出現如此問題，而且問題之嚴重前所未有；二是發生在海外上市公司中，整個事件被輿論媒體高度透明化。由此，海外經營自由和內部控制乏力的衝突及與海外上市的內在矛盾暴露無遺，內地企業海外上市的錯位詛咒再次顯露。國企的內在問題由於海外經營而明瞭化，畢竟與國際標準直接對接所反映、暴露的問題更爲典型。

跳出這兩具體事件，從更宏觀的制度背景與經驗累積角度而言，這兩家企業是在爲自己的歷史和未來進行救贖，是個別企業成長中合理的成本負擔；從更宏大的角度而言，這兩家企業也是內地企業整體自我救贖的必然成本。

內地企業無論如何，到海外上市都必然要承擔額外的營運成本，並爲滿足上市地的掛牌標準、披露準則和管治要求而支付相應的財務和社會成本，但是這種成本是制度學習、移植和演進的必然支出。所謂「天下沒有免費的午餐」，如同一個內地人移民到海外，無論這個人本身素質和能力的如何，在學習和融入移民地的過程中，必然要承擔學習語言、習俗的成本，要承受學習中的犯錯成本以及當地社會的偏見和歧視。愈是來自較低的社會發展水準的地域，付出的學習成本愈高，但在一定意義上，進步的效果愈明顯，收益也就愈大。

事實上，不斷付出成本的過程，就是不斷試錯發展的過程，不斷收穫和提高的過程。以正確的態度面對不足和失誤，並從中汲取教訓，才是正確的進路。只有堅持用更高的監管標準和公司管治標準要求內地海外上市企業，並最終內化爲海外上市內地企業的自我標準，乃至成爲所有內地企業不言而喻的標準，內地企業赴海外上市的作用才真正得到發揮，切實達到所追求的制度優越。所謂「業公好龍」之嫌疑才能不攻自破。

李元莎 爲浸會大學工商管理學院博士研究生



China Aviation Oil (Singapore) Corporation Ltd
(A Public Company Listed in Singapore and a Member of Global Trader Program)

中國航油(新加坡)股份有限公司
(新加坡上市公司，新加坡“全球貿易商計劃”成員)

PLEASE USE MAIN ENTRANCE

中國航油炒油「爆倉」，正申請破產保護債務重組。(路透社圖片)

近日爆發兩件涉及內地海外上市企業的的重大事件，成爲財經媒體關注焦點：一是內地央企控股的新加坡上市公司中國航油因期貨操作「爆倉」導致巨額虧損，申請破產保護債務重組，明星總裁陳久霖被停職；另一宗就是在本港上市的內地民企創維數碼，因董事會主席黃宏生等被指控竊取公司資產而被廉政公署拘捕，導致公司停牌，陷入危機。

兩宗事件除在爆發時間上的巧合外，在深層次的企業管治機理和市場環境上，也是一「珠聯璧合」、「首尾呼應」，構成了內地海外上市企業內一個較爲完整的場景：一爲國企，一爲民企，一爲內地民地管治，一爲海外運作；一爲獨家壟斷的能源行業，一爲競爭激烈的