

SEC 訴訟與內地公司管治

內地企業近二十年的市場化過程的一個重要成果，就是基本形成了在三大交易市場公開交易的上市公司群，即包括上海和深圳的內地市場、香港市場，以及包括紐交所和納斯特的美國市場。

雖然有不少的內地企業在兩地，甚至三地上市；但是，這三地上市公司還是具有自身比較明顯的產業經營和公司管治特徵。

為上市規避內地法規

鑑於三個市場的不同法治基礎和運作規則，不同市場的一些標誌性事件，也成為觀察內地上市公司管治運作和資本市場機制的難得視角。

在美上市的內地企業，除去十幾家兩地或三地上市的國有巨頭外，基本上都是網絡

公司或其他新興行業創業型公司。這些企業基本都以新興技術或創新性商業模式為基礎，採用完全市場化的經營模式；個人創業者多有海外學習工作背景，同時，在公司經營管理和公司管治中有主導地位。代表公司有百度、新東方和新浪等。

自去年開始，美國幾家做空機構開始針對這些內地上市公司，進行財務造假和披露不實等指控，部分企業的確自身問題很大，被 SEC 啟動調查程序，最終被迫摘牌退市。

但是，更多的在美上市企業，只是由於內地政府管制問題，而採取了一些不同於美國本土企業的資本和管治架構，如通過在海外設立上市主體，返程收購內地實際經營實體；規避政府法規限制，由控股

自然人股東代上市公司信託持有內地經營實體等。這些接近灰色地帶的制度架構，多是為了上市所需，由負責上市的投資銀行和專業律師設計。但是由於其規避內地法律規定的本質屬性，認真糾纏之下，還是足以被做空機構和監管部門發現不當之處。

部分在美上市內地企業股東和管理層，也利用了這些制度設計的模糊之處，利用自己的內部人地位，作出了損害公司和股東利益的不當行為，遭到股東集團訴訟。這些問題積累發酵之下，最終引發了美國監管機構的重視。而與中國政府就雙方監管合作反復談判未果的情況之下，美國 SEC 於 12 月 3 日，美國證監會 SEC 宣布起訴全球四大會計師事務所中國分公司（普華永道中天、德勤華永、畢馬威華振、安永華明），以及大

華會計師事務所。

SEC 起訴的理由，是這 5 家公司拒絕向 SEC 對在美國上市的中概股涉嫌欺詐投資者的調查，提供審計資料底稿及相關文件，此舉違反了美國證券法。四大認為，中美審計合作仍未成形，讓他們在其中很難做。德勤曾在類似的案件中辯稱，按照中國國家保密法的規定，如果把這些文件運出中國，就會違反法律，可能被捲入刑事訴訟。四大這一抗辯理由不無其利用政府規定，維護自身利益之嫌；但是，政府的強制規定，再一次成為內地企業規範管治運作的障礙，也是不爭的事實。

法治原則與市場規則

從基本法治原則而言，SEC 對於中國企業的調查，實際上更多的是行業監管而不是國家政治行為。這與中證監調查上市公司沒有本質區別。但是，內地以所謂的國家法律禁止性規定為依據，拒絕合作。可以說是資本流動的全球化，與政府

法律規定的巨大反差。何況造成這些上市公司不能完全美國上市規則的根本原因，也是政府在諸多產業和交易環節的不當管制；更何況問題爆發之後，SEC 首先尋求政府間的監管合作來面對和解決這一問題。

從市場規則的技術層面分析，如果說是國有巨頭的財務審計資料尚有國家秘密色彩的話，這些自主選擇在美國上市交易的網絡公司和新興創業公司有何國家秘密可言？

進一步而言，如果上市公司的財務審計資料都是國家秘密，任何泄露都是違反國家秘密法的行為，又怎麼能進行公司上市年報編制和定期公布呢？

內地跳躍式的製造了三地上市公司群體，內地本地資本市場的上市公司管治問題多多之下，海外資本市場如不能利用當地市場規則自我提升，進而影響內地上市公司模仿，則內地上市公司整體的管治水平就喪失了一條最為直接和自然的演進道路。

李元莎為美國麻省大學商學院助理教授
何順文為香港公司管治議會主席