

后危机时代中企海外收购面临的 安全审查困局及治理路径

——以美国 CFIUS 监管机制为切入点

李先腾*

目次

- 一、引言
- 二、金融危机、外资监管与中企海外收购的联动关系
 - (一) 后危机时代的并购热潮
 - (二) 金融危机以来趋于严苛的外资监管
 - (三) 中企海外收购面临的安全审查困局
- 三、CFIUS 审查机制改革及制度分析
 - (一) 对 CFIUS 改革的简要述评
 - (二) 对 CFIUS 改革正当性及国内博弈环境的分析
 - (三) CFIUS 改革对外资并购的抑制
- 四、中国企业海外收购中的公司治理——一个针对性的改善进路
 - (一) CFIUS 改革倒逼下的跨国模式转型与收购战略
 - (二) 国有企业的代理、激励与治理透明度
 - (三) 合规的溢出效应与博弈中的合规
- 五、结语

关键词 后危机时代 海外收购 CFIUS 安全审查 公司治理

* 上海交通大学凯原法学院 2012 级法科特班研究生。本文作者感谢沈伟教授的启发、鼓励与悉心指导,及两位匿名审稿专家对本文初稿提出的建议。

一、引言

公司治理是一个广义并且多维度的概念,学者对公司法的这一基础理论问题进行了诸多卓有成效的研究。传统公司治理理论以股东为本位,将注意力集中于由股东、董事会和高级经理人三个“内部人”组成的治理架构上。^{〔1〕}这一以股东为核心的公司治理理论正在向以利益攸关者为基点的方向扩展。依此,股东利益仅仅是公司利益相关者(stakeholder)之利益的一个部分,公司管理层不但要为股东利益服务,而且应该考虑其他利益相关者的利益。比如,按照美国学者克拉克森广为援引的观点,利益相关者是对于公司及其过去、现在或未来的活动享有或者主张所有权、权利或者利益的自然人或社会团体。克拉克森进一步将其划分为两大类:一级利益相关团体,包括股东、债权人、雇员及政府;二级利益相关团体,包括竞争者等。^{〔2〕}再如,按照乔治·斯蒂纳和约翰·斯蒂纳在其合著《企业、政府与社会》中所持的观点,公司管理层需要向五大利益集团负责,这些集团可以被称为利益相关者:股东、客户、雇员、政府和社区。^{〔3〕}金融危机以来,传统公司治理思路和制度设计中隐含的片面性饱受诟病:董事以及高管们唯股价激励是从,无视相关者利益与外部监管,为道德风险的连锁显露埋下祸根。因此,笔者认为应当开拓公司治理的视野,采取以利益相关者为导向的公司治理思路,使公司从股东中心主义的单向治理路径走向针对利益相关者的多向治理路径。概言之,本文视域下的公司治理是公司通过内部与外部的一套制度设计解决存在于公司运营过程中的代理问题,进而实现股东等利益攸关者利益最大化的配置安排。如此,对公司治理的探讨将被置于广阔的国家经济和法律体系语境之下展开,脱离甚至改变以股东利益最大化为核心的传统治理理论;相应的,公司也就不再只是法律的单纯建构,而应被看作是一个介乎国家与个人之间的“社会现实的真切存在”。^{〔4〕}基于这样的思路,中国企业在以海外收购的形式实现“全球资源、中国整合”的过程中,既涉及为谋求股东利益最大化所进行的海外扩张及转型升级的战略决策,又涉及在监管压力下如何面向外部利益相关者(如政府)解决合规风险和信息披露的问题,还涉及作为我国海外投资主力的国有企业如何深化改革从而实现股东权与运营权清晰分离的问题。

进入 21 世纪后的十余年来,中国企业竞相以跨国并购形式,展现了在全球范围内进行资源配置的强烈追求。这成为中国企业主动参与经济全球化博弈的重要体现。其背后有着深刻的内源动力——形式上已经广泛完成的现代公司治理结构改革如要继续深化,须在更加成熟的市场中砥砺前行;而经历了一段“两头在外”的高速发展通道后,企业面临着更加艰巨复杂的转型、创新和盈利压力,进行国内再投入的成本收益拐点已经到来——这两方面因素共同迫切地要求中国企业及时寻找到新的突破。金融危机导致的资产价格波动与债务违约风险加速了发达国家公司的资产出售与重组,为中国这些握有相对资本优势的扩张型企业提供了契机。这成为带动中国企业海外收购热潮的外部诱因。根据联合国贸易和发展委员会(United Nations Conference on Trade and

〔1〕 例如,虞政平:《构建中国多元化公司治理结构新模式》,载《中外法学》2008 年第 1 期,第 68 页。

〔2〕 Max E. Clarkson, “A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance”, 20 Academy of Management Review(1995), 106-107.

〔3〕 [美]乔治·斯蒂纳、约翰·斯蒂纳:《企业、政府与社会(第八版)》,张志强等译,华夏出版社 2002 年版,第 137 页。

〔4〕 Wei Shen, “Book Review: Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices by Bob Tricker”, 2 International Journal of Corporate Governance (2010), 88, 90-91.

Development,以下简称UNCTAD)最新发布的《2013年世界投资报告》(World Investment Report 2013)统计,中国已经跃升为世界第三大投资经济体。^{〔5〕}这样的对外投资体量与地位,正与中国整体经济实力日渐匹配。

金融危机使得全球经济秩序和监管处于激烈冲撞与重构之中,监管者和被监管者在监管空间和监管命题上的主导权之争改变了全球经济活动“放松监管”和“再监管”图景。^{〔6〕}加强监管和审慎监管已然成为后危机时代的主流取向,让人难免有矫枉过正之忧,毕竟过度监管足以扼杀复苏中的市场和市场主体;与此同时,各国为应对经济衰退而诉诸的保护主义对策无异于饮鸩止渴,长远利益与短视效应之争仍然贯穿于次危机始末。面对监管尺度的收缩,中国企业的海外扩张遭遇到政治和法律层面的重重阻力:美国作为吸收中资海外并购金额最大的国家,^{〔7〕}近年来接连改革联邦外国投资委员会(Committee on Foreign Investment in the United States,以下简称CFIUS)以加强安全审查力度,多次将中国企业拒之门外。^{〔8〕}值得思考的是:CFIUS安全审查机制改革缘何而起又带来怎样的监管效果?为何矢志拓宽海外市场的中国企业屡屡因莫须有的“安全担忧”而遭拒?沿着金融危机后的时代背景与政策变动趋向审视,如何能够寻求到一条内外改善的治理进路?对这三个问题的探讨是研究的主题。

本文力图通过实证经济分析(Positive Economic Analysis)的途径,以外部人为视角检验CFIUS机制的监管效果,这“最适合于法律影响研究(Legal Impact Studies)或如赫希所称的‘效果评估’(Effect Evaluation)”。^{〔9〕}同时,交易成本是重要的考量因素,公司治理改善的出发点和落脚点均在于此。但是正如学者所言,研究通常很难测量成本,也难以清晰划定此种成本与他种成本的界线,不过只要能够描述出成本是怎样在不同的可见环境中变化的,就可以避开测量问题,从边际的变化来分析影响因素。^{〔10〕}研究将这种分析方法一以贯之的同时,在政策与国际投资法的关

〔5〕 UNCTAD, World Investment Report 2013, p. 6, available at <http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=588>.

〔6〕 1927年美国颁布《麦克法顿法》(McFadden Act),允许商业银行承销股票,这带来了次年美国股市的“繁荣”,但在一年之后股市崩盘,大危机爆发。于是,1933年通过的《银行法》及《证券法》又禁止了商业银行承销股票,开启了几十年的分业经营模式。随着20世纪七八十年代的“滞涨”到来,新自由主义理念逐渐占据上风,显著的体现就是放松银行业管制的1999年《金融服务现代化法》(Financial Services Modernization Act)。很多人认为正是该法案使得投资机构肆无忌惮转嫁风险,躲过问责,导致2007年次贷危机。是次危机爆发后,美国出台多个改革路线图,试图重新加强对金融业的监管。在一百多年的历史长河中,美国的金融监管始终处于“放松监管—危机—监管—放松监管—危机—再监管”的循环周期。李喜莲、邢会强:《金融危机与金融监管》,载《法学杂志》2009年第5期,第13~14页。

〔7〕 以2013年为例,中资赴美并购全年交易金额为144.7亿美元,占中国当年度海外并购总额的20.7%。数据来源KPMG, Quarterly Review of China's Economic Globalization dated 26 January 2014, pp. 18-19, available at <http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/Quarterly-Review-China-macroeconomic-201401.aspx#.U0DQDXDpRSs>.

〔8〕 1975年,依据Gerald Ford's Executive Order 11858,美国成立了CFIUS,专门负责监控外国投资。彼时,CFIUS尚非执行国家安全审查的实权机构,只是一个咨询机构,屡被国会指责缺乏应对外资威胁国家安全的决断力。后来历经多次改革,CFIUS现在由九大具有投票权的部门代表(财政部等),两个无投票权的部门代表(国家情报局等),以及五个列席观察的部门代表(管理和预算办公室等)组成。

〔9〕 [美]理查德·波斯纳:《法律的经济分析(第七版)》,蒋兆康译,法律出版社2012年版,第52页。赫希,指Werner Hirsch(1920—2009),洛杉矶加州大学经济系教授。

〔10〕 张五常:《经济组织与交易成本》,载《经济解释——张五常经济论文选》,商务印书馆2002年版,第407~415页。

系、合规等问题上的探讨，遵循了传统的规范分析路径。

就研究对象而言，考虑到美国的经济地位与政策的全球效应、改革趋势与危机的时间节点关系以及成熟市场对我国企业治理的“拔高效应”^{〔11〕}等因素，笔者认为从中资在美收购的视角出发，以点带面分析我国海外收购的现实难题与治理思路，兼具理论与现实意义。^{〔12〕}

二、金融危机、外资监管与中企海外收购的联动关系

（一）后危机时代的并购热潮

在金融危机前的 2004—2007 年间，中国每年对外并购金额均在百亿美元以下；2008 年后，对外并购金额一直高速增长，至 2012 年时已突破 400 亿美元。^{〔13〕} 仅观察 2008 年的数据，彼时中国与全球并购势头反差已经十分明显，当年度全球跨境并购交易额结束连续增长并较 2007 年同期下降 27.7%，其中发达国家同比下降 32.5%，中国逆势增长 30.6%。^{〔14〕} 另据汤森路透最新统计，中国作为收购方在 2013 年全年完成出境并购 633 亿美元；而全球去年并购额总计 2.4 万亿美元，较 2012 年下降 6%。^{〔15〕} 在全球疲软的大环境下，中国企业海外并购势头强劲。

这些数据印证了，伴随着此次金融危机，原先的资本输出大国经济复苏乏力，无力延续其在危机前海外资本扩张的势头。以中国为代表的新兴经济体开始借助资本的相对优势在海外发力“抄底”，谋求收购资产的未来溢价。同时，中国企业已经在形式上广泛建立起了现代公司制度，亟待有助于进一步提升公司治理水平的战略机遇。饱和的国内市场显然并不满足外向型的需求。例如，在并购 IBM 的个人电脑部门前夕，联想集团已经在国内市场占据 30% 的份额；^{〔16〕} 三一重工在美国加速扩展风电装备业务前，国产设备的 40% 产能已经闲置。^{〔17〕} 此时，企业继续增大国内市场份额带来的投入产出比并不是最有效率的，海外扩张就成为突破发展瓶颈的必由之路。

（二）金融危机以来趋于严苛的外资监管

UNCTAD 在《2013 年世界投资报告》中指出：“在应对经济危机和各自挑战的过程中，呈现增长趋势的国家干涉暗含着各国诉诸投资保护主义的风险。”^{〔18〕}

图 1 反映了 2000—2012 年间，各国国内法针对外国直接投资实施的“非积极”政策数量占当年度世界外资政策变动总量的比例。比较明显的是，自 2007 年后，各国对外资的“不欢迎”态度呈恶

〔11〕 请见第四节详述。

〔12〕 尽管香港仍是中国内地最大的直接投资目的地，仅就 2012 年而言，中国内地对香港地区的投资额就高达 512 亿美元，但是实际上中国对外投资中主要的并购项目是通过香港再投资完成，如中国三峡集团公司收购葡萄牙电力公司 21.35% 的股权，大连万达集团公司收购美国 AMC 娱乐控股公司 100% 股权等项目。而且，在国家安全的主题下探讨对外投资问题，香港并非合适的研究对象。以上数据参见商务部、国家统计局、国家外汇管理局：《2012 年中国对外直接投资统计公报》，中国统计出版社 2013 年版，第 20 页。

〔13〕 见前注〔12〕，《2012 年中国对外直接投资统计公报》，第 7 页。

〔14〕 UNCTAD, *Assessing the Impact of the Current Financial and Economic Crisis on Global FDI Flows*, January 19, 2009, pp. 6, 22, available at http://unctad.org/en/Docs/webdiaeia20091_en.pdf.

〔15〕 Thomson Reuters, *Full Year 2013 Mergers & Acquisitions Financial Advisors Review*, pp. 1, 15, available at <http://dmi.thomsonreuters.com>.

〔16〕 赵晓辉：《联想总裁解密 IBM 个人电脑并购案》，载新华网 IT 频道 (http://news.xinhuanet.com/it/2005-12/11/content_3905935.htm，最后访问时间 2013-12-10)。

〔17〕 李俊峰等：《2012 年中国风电发展报告》，中国环境科学出版社 2012 年版，第 58 页。

〔18〕 UNCTAD, *supra* note [5], at 92.

化之势,尤以2009年和2010年最为突出,其时全球有三分之二的外资政策改革是以增强限制、规管为导向的,金融危机带来的监管压力可见一斑。考察每一次经济危机史不难发现,各国的开放度往往随着危机加深而大大下降,保护主义借机获得合法性,造成内国市场在全球范围内骤然割裂并相互防范。壁垒森严的政策调控,产生了经济“去全球化”现象,这一自我孤立限制了资本无国界的高效流动,反而不利于经济复苏。因此,后危机时代各国在投资政策上是否再次深陷保护主义泥潭,尤为值得警醒。

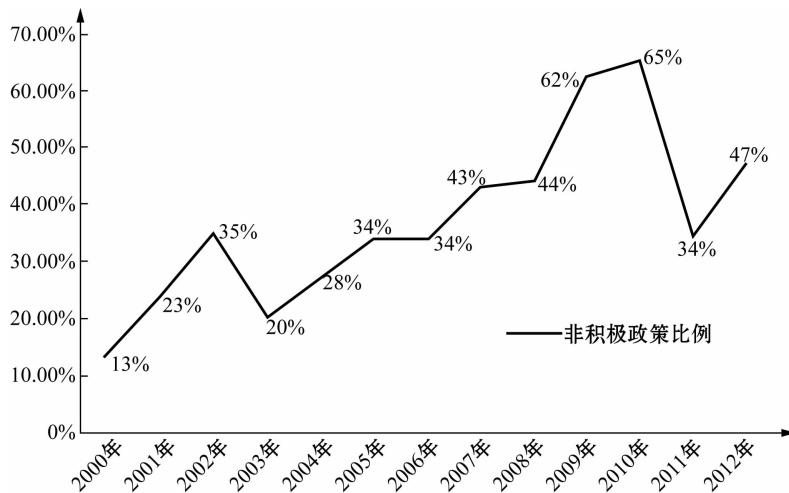


图1 各国投资政策改革中“非积极”政策比例^[19]

(2000—2012)

多年来,尽管美国表面上将投资者利益置于重要位置,是举世公认的开放程度相当高的金融市场,但美国金融监管仍然饱受被利益集团“劫掠”的指责,^[20]丧失了市场公信。自2007年下半年开始,美国金融机构系统性风险逐渐显露,随后演化为席卷全球的金融风暴。而美国对外资入境则大幅度提高审查标准,集中体现为彼时先后颁布的《2007年外国投资与国家安全法》(Foreign Investment and National Security Act of 2007,简称FINSA)与财政部2008年版的新《外国人合并、收购和接管规定》(Regulation Pertaining to Mergers, Acquisition and Takeover by Foreign Person)。有理由认为,恶化的国内外经济环境,与愈加彰显投资保护主义倾向的新国家安全审查机制之间存在着微妙的因果关系:伴随着金融危机的到来和加深,新CFIUS审查机制本身就是投资保护主义力量在博弈中占得上风的产物。

(三) 中企海外收购面临的安全审查困局

如前所述,金融危机既为中国企业的海外战略提供了契机,也促使各国投资政策趋于严苛。

数据显示,从2008年至2013年,中国企业真正成交的出境并购规模仅为1974亿美元,尚不足宣布交易规模4545亿美元的一半。^[21] 大举收购光环下的现实困境,随着近年来的中海油收购案、

[19] 在各国国内法针对外国直接投资政策做出的改革中,非积极政策比例,由当年度各国非积极政策数量除以当年度各国所实施政策总数得来。UNCTAD将主权国家层面的投资政策改革分为三类:自由化(liberalization)、促进性(promotion)的,限制类(restriction)、规管型(regulation)的,以及中性(neutral)、模棱两可(indeterminate)的。为简化起见,本文将上述分类处理为“积极性”政策,以及“非积极”政策两大分类,其中“非积极”政策主要是相对于以促进性、自由化为导向的政策改革而言的。UNCTAD, supra note [5], at 92-93.

[20] 罗培新:《美国金融监管的法律与政策困局之反思》,载《中国法学》2009年第3期,第95页。

[21] 沈玮青:《近6年中企海外并购达1974亿美元》,载《新京报》2013年6月18日,B12版。

华为收购案、三一重工风电案^[22]等个案的进展而越发吸引关注。

据笔者统计(见表1),在以“八国集团”成员国为代表的世界主要经济体的外资监管体制中,虽然具体表述并不一致,但是基于“国家安全”、“公共安全”、“战略利益”及“公共利益”等理由的规管,本质与国家安全这一模糊概念并无二致。正因如此,中国企业在实施海外收购战略中如何应对安全审查,是一个具有全球意涵的焦点问题。

表1 “八国集团”成员国现行主要外资并购国家安全监管法及监管理由统计^[23]

国别	外资并购国家安全监管现行法律、法规	监管、限制理由
加拿大	1985年《加拿大投资法》 2009年《外国投资国家安全审查条例》	国家净利益(net benefit) ^[24]
法国	2004-1343号法令 2005-1739号法令	公共秩序、国防安全、公共卫生与环境
德国	2009年《对外经济法》及《对外经济法适用条例》修正案 2009年《对外贸易和支付法》修正案	根本安全利益
俄罗斯	2008年《外资进入程序法》	国防和国家安全
英国	2002年《企业法》	公共利益、国家安全、敏感技术
日本	1991年《外汇及外国贸易法》修正案	国家安全
美国	2007年《外国投资与国家安全法》	国家安全
意大利	2005年《竞争和公平交易法》	国家经济利益、战略利益

美国现行的外资并购安全监管制度形成于国会在1988年通过的《1950年国防生产法案》(Defense Production Act of 1950)第721节修正案,即《埃克森-弗洛里奥修正案》(以下简称Exon-Florio条款)。根据Exon-Florio条款,总统在有可信的证据证明实施控制的外国利益(foreign interest)有损及国家安全的威胁,且无法援引其他法律规定(《国际紧急经济权力法》除外)以维护国家安全时,有权暂停或禁止交易。^[25]为配合该条款实施,CFIUS的主席机构财政部出台了当时的《外国人合并、收购和接管规定》。二者共同确立了美国外资并购国家安全审查的本位体制,使

^[22] 根据现行美国外资并购的安全监管制度,即便这类风电项目安装不属于“兼并”、“收购”,仍然要受到CFIUS审查,详见本文第三(一)小节。

^[23] 本表的统计参考了美国审计总署于2008年的一份报告,参见United States Government Accountability Office, Report to the Honorable Richard Shelby, Ranking Member, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate Foreign: Investment Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries, Feb 28, 2008, available at <http://www.gao.gov/products/GAO-08-320>. 并参考了商务部及中国驻法国、意大利等国大使馆经济商务参赞处联合发布的《对外投资合作国别(地区)指南(2013年版)》,载商务部网站(<http://fec.mofcom.gov.cn/gbzn/gobiezhinan.shtml>,最后访问时间2013-04-09)。同时也参考了王小琼:《西方国家外资并购国家安全审查制度的最新发展及其启示——兼论开放经济条件下我国外资并购安全审查制度的构建》,湖北人民出版社2010年版,第198页。

^[24] 加拿大官方并未明确界定净利益的内涵,而是以类似于CFIUS列举式的方法,在《加拿大投资法》(Investment Canada Act)的第20小节列举了“净利益考察”(net benefit test)的六项考虑因素:投资对加拿大经济活动影响的程度和性质,加拿大人的参与程度和重要性,投资对加拿大生产力、工业效率、技术进步、产品创新和多样化的影响,投资对加拿大行业内或行业间竞争的影响,投资与国家产业、经济和文化政策的兼容度,投资对加拿大国际竞争力的推动作用。Investment Canada Act, Section 20.

^[25] Section 721 of the Defense Production Act of 1950, as amended by the Foreign Investment and National Security Act of 2007, codified as amended at 50 U. S. C. § 2170.

审查范围、标准和程序都以完备的形式规定下来。^[26]如前一小节所述,为全面强化监管力度,美国在2007年与2008年对CFIUS机制进行了改革。这次改革是分析监管效果并藉此研究公司治理策略的政策基础。

三、CFIUS 审查机制改革及制度分析

(一) 对 CFIUS 改革的简要述评

FINSA 与财政部的新规定是对 Exon-Florio 条款及其细则的修订,在遵循 Exon-Florio 条款所确立的审查模式前提下,主要从审查主体、范围及程序三个方面收缩了监管尺度。

首先,在审查范围方面,FINSA 引入了一个新的概念“受管辖交易”(covered transaction),统称 CFIUS 安全审查机制有权管辖的交易。在财政部的规定里,为了与 FINSA 保持一致,“收购”(acquisition)一词也相应被“交易”(transaction)所替代。这一范围扩大使 CFIUS 审查不局限于传统的并购类型。与之前相较,“合伙”、“租赁”两种交易类型都被制度化地纳入监管范畴,其审查范围之广可见一斑。^[27]

其次,在审查标准方面,国家安全概念的模糊性、泛政治化无疑是最鲜明的特点,也是最受诟病之处。在安全审查制度的多年建构与实践,FINSA 及财政部规定一直罔顾概念界定与外延划分,宽泛地对“国家安全”标准做出个案的事后解释。^[28]FINSA 明确新增了若干额外考虑因素,将他国在核不扩散、裁军、反恐等领域与美国官方的关系也涵盖在内。^[29]如此这般,国家安全的外延扩张已经明显超出企业为进行经济活动应当和能够预判的范围。

再次,程序改革方面最大的特点是启动调查的门槛降低和终止审查的职权收缩。整体而言,CFIUS 程序分为通报或(企业主动)申报、初审、审查或调查、总统裁定四步骤。FINSA 出台前,只有在三个或者三个以上的部门认为有调查必要时,调查程序才得以启动。但是根据财政部 2008 年的规定,除两个无投票权的部门外,只要一个部门认为有调查必要即可以启动调查。^[30]对于外国政府控制或者威胁关键性基础设施的交易案,本应强制性进入调查程序,除非 CFIUS 主席和牵头部门常务副部长及以上级别同时确信其不至危害国家安全。^[31]FINSA 进一步要求此类项目由副国务卿签署决定结案。^[32]启动与终止标准一松一紧的变化反映了收缩的审查力度。

[26] 王小琼、何焰:《美国外资并购国家安全审查立法的新发展及其启示——兼论〈中华人民共和国反垄断法〉第 31 条的实施》,载《法商研究》2008 年第 6 期,第 12 页。

[27] Regulations Pertaining to Mergers, Acquisitions, and Takeovers by Foreign Persons, § 800.224(f), § 800.301(d).

[28] 1988 年的 Exon-Florio 法案并未对“国家安全”做出说明,只罗列了 7 项考虑因素。财政部于 1991 年颁布的《外国人合并、收购和接管规定》将“国家安全”笼统解释为对于国防需要至关重要的产品、服务和技术等。

[29] FINSA 第一节对“国家安全”进行了界定,即“对于国家安全的含义应被理解为与国土安全有关的问题,而且应当包括对关键基础设施的影响”。Exon-Florio 法案原有的 7 项考虑因素,在 FINSA 颁布后增加到 11 条。这些因素包括国防需求所需的国内生产,对能源和重要资源及原材料供给的长期影响,对关键基础设施、关键技术造成的潜在影响,交易方是否属于国有企业等。FINSA, Section 4.

[30] 见前注[25], § 800.503.

[31] 同前注[30]。

[32] 转引自邵沙平、王小承:《美国外资并购国家安全审查制度探析——兼论中国外资并购国家安全审查制度的构建》,载《法学家》2008 年第 3 期,第 155、156 页。

(二) 对 CFIUS 改革正当性及国内博弈环境的分析

在国际投资领域,世界贸易组织下《与贸易有关的投资措施协定》(Agreement on Trade-Related Investment Measures, TRIMs)是一项规范各国投资政策和行为的多边国际法文件。在规定成员方应当对外国投资行为实施国民待遇、普遍取消数量限制以及透明度等法律原则的同时,TRIMs 规定,“《1994 年关税与贸易总协定》项下的所有例外均应酌情适用于本协定”。^[33]而在《1994 年关税与贸易总协定》中,第 20 条以及第 21 条分别以列举的方式规定了“一般例外”和“安全例外”条款,作为豁免世贸组织成员国执行国民待遇、透明度等义务的例外情形。^[34]这两条在赋予成员方采取行动保护基本国家安全的同时,明确列出了必要的条件,如“战时紧急情况”、“紧张的国际关系”等。可见,“(国家)安全”例外并非只是一项原则性规定,而是具有完整、准确法律含义的法律规则,绝不是成员方可以滥用的安全审查“挡箭牌”。对于“例外”条款,应当从严解释和运用。当然,《与贸易有关的投资措施协定》其适用范围并不能囊括成员国国内法中的所有外资政策,这也是前面冠之以“与贸易有关”定语的原因。但是,由于国际统一立法的缺漏,《与贸易有关的投资措施协定》至少能为判断外资并购安全审查制度的正当性提供相当的参考依据。即便普遍的国内立法实践已经使对外资入境进行的安全审查合法化了,然而美国近年来持续加大安全审查力度的变革趋势,至少是在正当性本就薄弱的前提下与投资政策公平透明化的又一次背道而驰。

除在规范意义上探讨 CFIUS 改革之外,在后危机时代,一项牺牲自由经济的政策是在国内怎样的博弈环境下产生的,尤其值得关注甚至警惕。

从公共选择理论看,在决策中实际上不存在根据公共利益进行选择的过程,而只存在各种特殊利益之间的“缔约”过程。^[35]在利益集团的博弈中,国家的涉外经贸政策便孕育在其中。这是一个长期博弈的结果,随着时间推移和形势变化,只有基于选民利益的政策才能得到支持。^[36]2005 年,中海油报价收购美国石油巨头优尼科(Unocal),来自加州的众议员理查德·庞博(Richard Pombo)提交了议案,要对中国所有企业对美国石油公司的收购案都至少拖延 120 天。调查后发现,与中海油竞标的对手方雪佛龙(Chevron)公司总部就在他的选区,^[37]其中意味不言而喻。在美国这样一个政治博弈发达的国家,外资安全审查机制隐含的保护主义等压力使得 CFIUS 不能恰如其分地平衡国家安全与投资自由。在 CFIUS 监管背后,也存在着巨大的政治博弈场,^[38]同为 CFIUS 成员,财政部和国家安全部对国家安全的把握也不尽一致,前者试图主张狭隘地界定国家安全内涵,后者却倾向于扩大国家安全的概念外延;^[39]而国会一直认为 CFIUS 审查尺度过松,这也是其一直要求 CFIUS 进行改革的重要原因。20 世纪八九十年代,出于对日本投资的恐惧,美国

[33] 《与贸易有关的投资措施协定》,第 3 条。

[34] 更重要的是,这两条没有兜底条款,是一个完全列举。《1994 年关税与贸易总协定》,第 20~21 条。

[35] James M. Buchanan, “A Contractarian Paradigm For Applying Economics”, 65 American Economic Review 2 (1975), 225-230.

[36] 朱彤、李磊:《利益分配,公共选择与贸易摩擦——演化博弈的视角》,载《国际经贸探索》2008 年第 6 期,第 6 页。

[37] 王碧珺:《中国企业海外直接投资缘何屡屡受阻》,载《经济参考报》2013 年 5 月 14 日,第 5 版。

[38] United States Government Accountability Office, Enhancements to the Implementation of Exon-Florio Could Strengthen the Law's Effectiveness, September 2005, available at <http://www.gao.gov/new.items/d05686.pdf>.

[39] 两个部门所持态度的微妙差异,可从多次交易案中各方反应和 CFIUS 的年度报告中些许体味出来。

的国安专家承认,在当时的诸多并购案中,并没有真实的国家安全威胁。^[40]“9·11”事件后,美国民众对于穆斯林的恐慌心理就被游说势力利用以操控 CFIUS 机制。^[41]研究表明,美国国内企业雇员的薪水较之外资企业雇员要低 15%,^[42]而缺乏外资流入,美国将会失去数以千万计的工作岗位。^[43]此外,潜在外资的流失也会导致美元疲软无法对抗欧元等国际货币,加深国内的经济风险。^[44]

总之,在国内博弈的作用下,美国的 CFIUS 改革流于标准自判,其审查尺度几无“技术性”可言。^[45]英国金融服务管理局(FSA)发布的报告显示,从本世纪初开始到危机爆发前夕,美国的金融监管成本一直远高于其他发达国家。^[46]有学者甚至估算美国的监管成本曾经高达英国监管成本的 16 倍之巨,^[47]其中固然有美国经济体量大的缘故,但是本身的政治环境及监管弊病恐怕亦难辞其咎。

(三) CFIUS 改革对外资并购的抑制

美国曾被誉自由经济的灯塔,而模糊地界定国家安全,甚至被视为美国外资开放时代的终结。^[48]像中海油收购优尼科案以及迪拜收购港口案这种常态交易都会招致国家安全审查,那么外国投资者在美投资信心将明显不足。^[49]

图 2 根据美国财政部数据绘制,分析了新法颁行后的实际影响。

CFIUS 审查机制中最核心且具有决定作用的环节在于审查,而非通报(或申报,下同)。因此,通过计算并比较 CFIUS 对通报后多大比例的并购案进行了实质审查,就能以量化的标准反映出监管尺度的松紧变动情况,新法的监管效果也就一目了然。

[40] James A. Dorn, U. S. -China Relations in the Wake of CNOOC, Policy Analysis No. 553, available at <http://research.policyarchive.org/6712.pdf>.

[41] Robert J. Samuelson, “Save Us from Our Politicians”, Newsweek (March 20, 2006), available at http://www.realclearpolitics.com/articles/2006/03/save_us_from_our_politicians.html.

[42] U. S. Department of State, How Foreign Direct Investment Benefits the United States, March 13, 2006, available at <http://www.state.gov/r/pa/prs/ps/2006/63041.htm>.

[43] Sovereign Wealth Fund Acquisitions and Other Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications: Hearing Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 110th Congress (2007) (testimony of David H. McCormick, U. S. Treasury Under Secretary for International Affairs).

[44] Axel Merk, “Protectionism May Hurt Dollar”, Merk Insights (March 15, 2006), available at <http://www.merkfund.com/merk-perspective/insights/2006-03-15.html>. Also, Carl Steidtmann, Deloitte Research, Economist’s Corner: Two Cheers for the Declining Dollar, March 2005, available at <http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,sid%253D15288%2526cid%253D77470,00.html>.

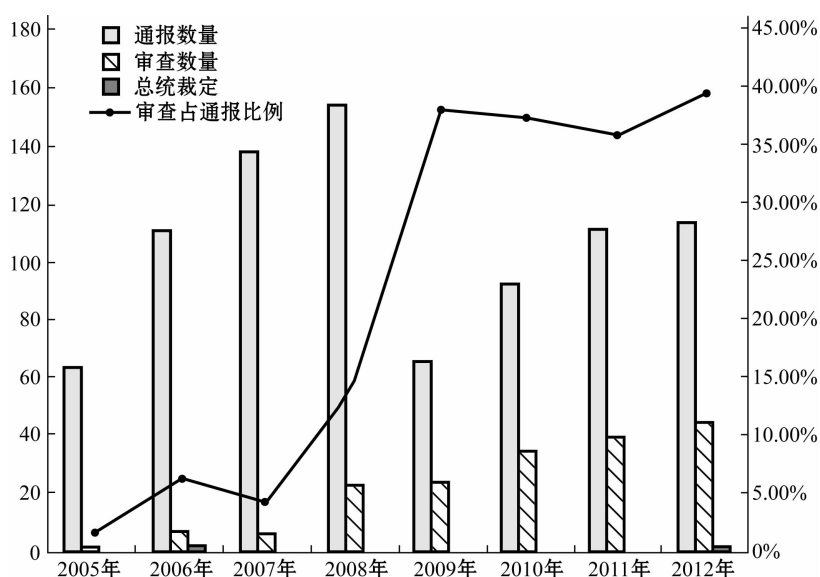
[45] UNCTAD 在其投资报告中提出应当借技术性规范提高国家层面的监管水平,避免过度监管。UNCTAD, *supra* note [5], at 101.

[46] FSA 发布的年度报告可从该网获得:<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20080814090357/fsa.gov.uk/pages/library/corporate/annual/index.shtml>.

[47] 见前注[20],罗培新文,第 95 页。

[48] Foreign Ownership of Infrastructure, Hearing on H. R. 556 Before the Subcomm. on Transportation Security and Infrastructure Protection of the H. Comm. on Homeland Security, 110th Cong. (2007) (statement of David Marchick, Covington Burling LLP).

[49] Axel Merk, *supra* note [44].

图2 2005年后CFIUS安全监管机制通报、审查及总统裁定数量走势^[50]

根据上表,2008年前,通报数量整体居于相对高位,审查数量在低位徘徊;2008年后,审查数量虽呈激增态势,通报数量却明显下降。本表最能直观反映审查力度的数据是“通报/审查”比例。2005年,该比例仅在5%的低水平,2008年猛增到40%左右。这种陡升态势直接反映出CFIUS控制力的瞬间加强与审查尺度的大大收紧,尽管交易的变动受众多变量左右,但是这种边际上的突变足够清晰地显示出,在2007年、2008年进行的CFIUS改革,给企业带来了更大的交易阻力。另外值得注意的是,2006年总统曾否决了两起交易,2008年后总统仅在2012年否决了一起交易,这非但不能说明美国政府对外资的限制减弱,反而体现出在2008年后,CFIUS在先前的程序中已经有充分的手段(强迫)变更、终止交易而无需借助总统职权的行使。近年来华为等公司被迫撤回多起并购案足以说明进入调查程序本身即可带来的巨大压力。菲利普·伍德认为,条件苛刻的监管成本包括但不限于合规成本、效率降低、阻碍创新与竞争、掌握制度的所费精力,不能最终量化但必定相当巨大。^[51]企业扩张的源动力来自内部组织生产经营与在市场上完成同一笔交易之间的成本差距。对于走出国门的中国企业来说,由于制度的错配,监管成本将不合理地被转化为合规成本、资金无法有效配置的机会成本等,企业最终放弃收购。

四、中国企业海外收购中的公司治理

——一个针对性的改善进路

(一) CFIUS改革倒逼下的跨国模式转型与收购战略

海外收购是一个完成全球资源整合和战略布局的过程。在全球化的竞争压力下,整合目标企

^[50] 此表中通报数量、审查数量及总统裁定数量参考了美国财政部各年度报告(公众版),各年度报告均可从该网(<http://www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Pages/cfius-reports.aspx>)获得。最新报告于2013年9月发布,对2012年度的审查信息做全面统计。

^[51] [英]菲利普·伍德:《国际金融的法律与实务》,姜立勇等译,法律出版社2011年版,第441页。

业的股本结构、增强跨国公司的组织和运行结构优势都是并购活动给公司治理带来的巨大红利。后危机时代的中国企业海外收购与早年间外资进入中国进行收购相比,最大的不同点就在于中国企业握有强大的资金优势,在国外资产因危机而贬值的情况下主动寻求外部的人员、技术及市场等优势,可以使原本处于国内成本收益拐点的投资在海外实现高效率流动,实现企业全球盈利能力提升。CFIUS 审查机制为中国企业深化跨国运营模式转型和实施海外收购战略提供了丰富经验与良多教训。

长期以来,中国企业的跨国经营多停留在出口创汇阶段,本可以参与到海外市场并发挥规模效应的大量民营企业实际并未做好充足准备。纽约荣鼎咨询公司(Rhodium Group)于2012年7月发布了一份针对中国企业海外投资的分析报告,报告显示,过去几十年来中国企业在美国扩张业务的自身最大障碍是缺乏在成熟市场投资的能力和经历,多数中国涉外企业都是通过出口的单一途径与海外对手角力,这一内向型的性格使企业难以应对走出国门的挑战。^[52] 在美国经济类杂志《财富》评选的最新“世界500强企业”排行榜中,中国凭借89家公司入围的出色成绩牢牢占据世界第二的位次。^[53] 这一数据体现出的更深层次现象是,中国的“大企业时代”已经来临。虽然出口曾经为中国创造了大量外汇,中国的经济增长和企业盈利均在较大程度上依赖于此,但是大企业的发展必然无法长久地建立在“两头在外”的简单发展模式上。否则,在发达国家走出危机阴影后,全球资产势必升值,彼时中国企业谋求从内生型的跨国经营向外向型的跨国经营战略转型的竞争更激烈,成本更高,阻碍也越多。CFIUS 审查导致的巨额或潜在损失,是中国企业深化海外战略的必要学习成本,是为长期缺乏成熟市场的洗礼埋单,所以中国企业不仅不能因噎废食,反而更应当以壮士断腕的气魄放弃短视利益,在市场由国内向国际扩张、“中国制造”走向世界的同时,致力于变商品输出为资本输出,按照全球化的布局生产服务,最终摆脱出口创汇的路径依赖。

随着海外并购经验的积累和发展需要,中国企业已经逐渐意识到要将海外并购提升到战略高度。基于这样的判断,无论是金融危机以来处于下行通道的世界经济局势,还是不利的外部监管空间,二者客观上所具有的积极意义都在于能迫使中国企业向现代跨国公司转型,在业已完成的现代公司制改革基础上再进一步实现国际化的提升。这实质上是对“走出去”战略的重新探索,是对过去强调获取国外资源以解决中国发展问题的老思路的修正。尽管面临一系列监管,但是中国的大公司已经具备了撬动全球的力量。因此,收购就不再是购入单一生产要素的一锤子买卖,而是以收购为契机对资本、产品、市场乃至整条供应链进行全球整合、分享以及创造全球化盛宴。如是,方能从根本上打消别国监管者对来自中国的“安全威胁”疑虑。

(二) 国有企业的代理、激励与治理透明度

本次CFIUS改革特别强调对于国有或国家控制的企业并购须强制审查。中国国有企业持有强大资本优势,历来是对外投资的主力军,^[54]因此应当把解决国有企业的收购难题摆在改善中

[52] Daniel H. Rosen and Thilo Hanemann, “The Rise in Chinese Overseas Investment and What It Means for American Businesses”, 39 China Business Review (2012), 18.

[53] 商务部常驻联合国工业发展组织代表处:《世界500强:中企十年增74个》,载商务部网站(<http://www.mofcom.gov.cn/article/i/jyjl/m/201403/20140300528719.shtml>),最后访问时间2014-04-14)。

[54] 例如,截止到2012年末,中国非金融类对外直接投资存量中,国有企业的投资额度占据59.8%。见前注[12],商务部等书,第19页。

国企业治理路径的关键位置。一方面,在我国企业的公司治理中普遍存在代理关系权、责、利分配不清晰的问题,委托代理安排往往不能发挥出理想效果,国有企业在这一点上体现得更为不足。尽管我国一直在进行国有企业的产权改革,但是由于旧体制的因袭和改革的不彻底,目前产权关系仍不明晰,所有权虚置问题仍然严重,政府作为社会经济管理者和国有资产股东的职能分野也就含混不清,而政府游走于二者之间导致的代理虚化,将招致他国更紧张的国家安全担忧和更严密的投资安全审查壁垒。因此从这层意义上看,应当使国有企业的委托代理结构真正发挥出效用,树立符合代理逻辑的企业形象。另一方面,委托代理结构的缺陷使得管理层激励机制出现偏差,这又进而导致了国企一哄而上盲目投资。根据麦肯锡咨询公司的统计,在过去的二十余年间,中国有67%的海外收购失败。^[55]有学者通过经济计量,认为我国有大量投资过度的国有企业,原因在于国家所有者对于经理人过度投资缺乏约束,^[56]已扭曲的“政绩激励”则成为国企大举实施海外并购决策的重要动力。国企的海外并购连年保持高增长,迎合了政绩上“大”等于“强”的思路。在缺少充分风险评估的情况下,大国企崇尚的常是吸引眼球的巨额收购案,即使企业管理者计划安排长期收购项目,但是行政换届等客观因素也往往使得这种长期投资难以进行。^[57]

这启示国有企业改革应当继续深化,强调国有股东与经理人的清晰分离,加大对经理人经济利益的制度激励,最终确保国有股东目标和经营者利益的一致性,并减少由于代理机制权责不清、激励机制偏差等问题所派生的机会主义和短期行为。

除了内部治理机制缺陷以外,国有企业的公司透明度不足也尤其值得关注。学者将公司的透明度划分为财务透明度和治理透明度两类,后者与法律体系密切相关:在英美法系国家,公司治理透明度更高。^[58]中国企业的人事安排及营运模式,均体现出明显的行政干预色彩,政府干预导致企业偏离利润最大化的经济目标,企业承担了社会责任和政治战略等经济效益之外的负担。为了掩盖这一偏离,国家作为公司实际控制人,有动机把信息聚集在公司内部,最终降低了公司治理的有效性和透明度。^[59]中国的资源类收购多由国有企业主导,^[60]这样巨大的资源需求和政治敏感性交织在一起,加之英美法系国家的公司治理透明度要求较高,容易触发国家安全审查。华为作为国内一流的民营企业,还曾经因为“不够透明”而被美国拒之门外,^[61]国有企业如不能充分披露商业运作和并购动机方面的信息,就更容易使国外监管机构产生对中国企业追求政治、军事利益

[55] 转引自刘明中:《海外投资:机遇与风险的博弈——中国企业海外投资热潮涌动中的喜与忧》,载《中国财经报》2009年10月27日,第5版。

[56] 徐晓东、张天西:《公司治理、自由现金流与非效率投资》,载《财经研究》2009年第10期,第56~57页。

[57] 胡贲:《走出去:央企海外集体舞》,载《南方周末》2009年8月20日,时局版。

[58] Robert Bushman, Joseph Piotroski and Abbie Smith, “What Determines Corporate Transparency?”, 42 *Journal of Accounting Research* (2004), 240, 244.

[59] 高雷、宋顺林:《公司治理与公司透明度》,载《金融研究》2007年第11期,第30页。

[60] 例如,中国经济增长长期依赖于消耗能源资源的制造业,高油价的刺激和能源供需的巨大缺口共同推动了国内油气企业在海外寻求价格低廉、供应稳定的油气资源。仅2012年全年,中国石油行业海外收购即花费1581亿元。佚名:《跨国经营:三大公司启动“中国时刻”》,载《石油商报》2013年1月1日,第4版。

[61] 华为赴美收购时发动各方公关周旋也未能获取美国信任,无法顺利交易。对此美国威凯平和而德律师事务所驻北京的执行合伙人莱斯特·罗斯一针见血地指出:“华为的问题在于它不够透明。”王洪宁:《华为在美收购遇阻,美质疑华为与军方关系密切》,载搜狐网(<http://business.sohu.com/20120328/n339194274.shtml>,最后访问时间2013-12-09)。

的误读。

在公司治理中,监管者应当被视为公司的外部利益相关者。依据对监管者的这一定位,企业面临政府管治时,不仅要遵循强制审查程序对并购活动披露的要求,而且应当自愿将有助于外部利益相关者获知、评估和监督公司运营情况的信息进行披露。主动凸显商事主体的透明度,不仅有助于缓和监管方对中国国有企业收购案进行安全审查的敏感程度,更重要的是可以通过自愿信息披露提高企业的治理水平。

(三) 合规的溢出效应与博弈中的合规

合规是公司治理的核心议题之一。本小节拟在合规主题下讨论公司治理的两个问题:一是中国企业赴成熟市场进行收购时,为什么以及能否通过合规改善公司治理;二是着眼于 CFIUS 机制中的博弈等因素,如何协调企业与外部利益相关者——监管者或政府的关系,在此基础上寻求合规成本的制度化消减。

1. “法律约束”与“拔高效应”:合规的溢出

从上述分析可以得出的结论是,CFIUS 改革导致了尺度更为严苛的外资监管,打击了中国企业赴美并购的积极性。但是,并购市场并非割裂的,发达国家目标资产的贬值现象也并非只在美国存在,既然美国在金融危机后收缩了监管尺度,为何中国企业仍然热衷于此?理论上,全球化的市场——当然也包括监管规则的市场——会催生所谓的“监管套利”(regulatory arbitrage),即公司可能通过选择监管程度低下的体制以规避原来更加强势或严苛的法律规则。然而现实恰恰相反,严格的制度环境、更高的管制披露要求和公司治理标准反而成为公司竞相选择的监管规范。^[62]一方面这是由中国企业自身的战略需要所决定,另一方面,中国企业在实施海外收购战略的同时也自愿地依附于美国的审查机制下,通过到美国收购全面提升自己的治理水平。事实上,不仅这种自愿的法律约束(legal bonding)会优化公司治理,中国企业通过接受审查、戒除不当行为和提高透明度带来的声誉约束(reputational bonding)也会提高公司治理水平,增强投资者和市场的投资信心。^[63] 纽约证券交易所执行副总裁诺林·卡尔汉(Noreen Culhane)对苛刻的美国上市标准曾如是评论:达到这一要求,是对纽约证交所上市企业的质量、信誉和品牌非常正面的反映,全球投资者都将此视为实力和领军地位的象征、诚信标志和信心源泉。^[64] 同样,中国企业如果能够通过美国等国家极为严格的安全审查,顺利开展跨国收购业务,势必也将塑造自身作为全球化企业的一流声誉。

[62] 2002年美国为监管证券市场而颁布的《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)为此做了最好注脚。安然(Enron)、世通(WorldCom)丑闻之后,美国加速出台了这一法案。该法案在公司透明化等治理方面的严格要求一直饱受批评,其造成企业合规成本大幅上升。据一家在纽约证券交易所上市的亚洲公司财务主管估计,与《萨班斯-奥克斯利法案》相关的额外成本,每年高达数千万美元。分析人士认为,这一法案将迫使中国大陆企业的公司治理与内控水平达到国际化标准,尽管合规成本高昂,但是大陆企业赴美上市将因此受益;相反,伦敦证券交易所降低企业的合规压力将损害市场及企业声誉。Francesco Guerrero, "Foreign Contenders: Outsiders Are Eager to Take the Spoils", *Financial Times* (April 11, 2006) (online). Also, Enoch Yiu, "High Compliance Costs Unlikely to Deter US Listings", *South China Morning Post* (March 7, 2005) (online).

[63] 一个显著的例证就是曾被美国视为“解放军桥头堡”的中远集团,通过积极展现公司的经营价值并接受美国CFIUS审查,为顺利实施收购赢得了赞誉。关于文中的这个一般性结论,见赵明勋:《中国企业海外上市的公司治理效应研究》,复旦大学2006年博士论文,第26~28页。Also, Benjamin Klein and Keith Leffler, "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance", 89 *Journal of Political Economy* (1981), 615-641.

[64] Francesco Guerrero, *supra* note [62].

其次，早年间外国公司进入中国实施收购，是以高治理水平“同化”低治理水平，在并购完成后，中国企业的现代公司制度得到改革和贯彻，治理水平被拉高，产生了“溢出效应”（spillover effect）。虽然中国企业目前手握资本优势，但是国内公司的治理水平较之发达国家的公司治理水平尚显稚嫩，公司治理的制度设计也较为逊色，似乎应当出现“负溢出效应”，拉低外国企业的治理水平。然而实证研究并未证实这种猜想。^{〔65〕} 在“以弱并强”的过程中，且不论监管制度本身的合理性与监管效果，中国企业正是通过符合外国监管层设计的准入标准，对治理水平高过自身的目标公司实施收购，创造出了额外的价值——实施收购战略的中国企业自愿遵循、顺从目标公司的治理框架，从而将自身的公司治理水平“拔高”到目标公司的高度。这一提高公司治理的额外价值被称之为“拔高效应”（bootstrapping effect）。^{〔66〕}

因此，中国企业实施海外收购战略，不仅不能因来自国外监管层面的压力而退却，反而应当主动寻求那些来自成熟市场且具有较高治理水平的公司作为收购目标。这个过程中付出的昂贵合规成本，能够被公司治理带来的溢出收益所消解。

2. 基于博弈的合规路径

CFIUS 审查机制难以被外界捉摸清楚，因此改善信息不对称对于应对充满诸多未知因素的 CFIUS 审查机制尤为关键。中国企业的海外收购为东道国的宏观经济复苏带来强大动力，也以强大的报价能力赢得全球目标企业的青睐，然而造成低效竞争市场的 CFIUS 机制人为造成信息不对称，原本更具有竞争力的外资企业反而竞争不过当地企业，导致目标企业进行逆向选择，收购市场趋于无效率。再以中海油收购优尼科为例，^{〔67〕}中海油报价始终高于主要竞争对手雪佛龙，但是后者显然在政治博弈市场占据极大优势，最终导致了“价低者得”的怪象。

除充分利用新的 CFIUS 机制中对事前程序、妥协安排等的规定之外，中国企业还应当洞察该机制的深厚政治土壤。美国政府依赖于财团的支持，这种成熟的政治运作模式可以使商业集团的力量深深植入政府系统，其中能否取得美国国会议员的支持尤为重要。^{〔68〕} 中国企业应大胆博弈，进行政治游说，以“人际关系资本”消减合规成本。2004 年联想收购 IBM 个人电脑业务，双方即组建交涉团队，前后游说了 13 个政府部门才使得交易通过。^{〔69〕} 反观华为并购三叶公司（3 Leaf）遇阻一案，以其最大竞争方思科为首的多家美国科技企业曾经“排队”游说国会，要求加强对华为的审查。^{〔70〕} 在美国成熟的政治博弈环境中，哪一方交易者能够在游说公关活动中占得先机，无疑就将对本方开展商业活动带来巨大的促进作用。

在合规的基础上，中国企业应当伺机寻求合规成本的制度性消减。新的 CFIUS 审查机制大大加重了企业合规成本，究其本质是因为美国对外资并购的安全监管事实上是将实现国家安全的

〔65〕 Bris Arturo and Christos Cabolis, “The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers”, 21 *The Review of Financial Studies* (2008), 605-648.

〔66〕 Martynova Marina and Luc Renneboog, “Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-border Mergers and Acquisitions”, 14 *Journal of Corporate Finance* (2008), 200-223.

〔67〕 还例如，华为与思科的竞争关系，三一重工控股的罗尔斯与丹麦、希腊同业公司的竞争关系。

〔68〕 何力：《中国海外投资战略与法律对策》，对外经济贸易大学出版社 2009 年版，第 113 页。

〔69〕 见前注〔37〕，王碧珺文。

〔70〕 Cecilia Kang, “Huawei’s U. S. Competitors among Those Pushing for Scrutiny of Chinese Tech Firm”, *Washington Post* (October 11, 2012) (online). 另据统计，美国国会议员中有 73 位在思科拥有投资。马燕：《普世价值的皇帝新装》，载《证券日报》2012 年 10 月 17 日，D1 版。

外部成本通过新制度所规定的主动申报、安全标准自判等转嫁给了试图进入美国的外国公司。美国国内即有声音认为,外国收购导致的社会隐忧最应当由更理性、专业化的国内相关监管机构实施监管,比如反不正当竞争法、食品安全监管制度、劳工监管制度等。^[71] 外部制度环境本就不利,加之美国国内法明确排除了对安全审查的司法救济,^[72] 中国企业应当尝试寻求的出路是通过双边对话等途径表达自己的利益诉求,争取制度化解决。2013年7月,第五轮中美战略与经济对话取得一点重要共识,双方同意以准入前国民待遇为基础开展中美双边投资协定的实质性谈判,美方特别承诺,CFIUS的投资审查严格限于国家安全。但是就目前而言,美国对于中企收购给予的显然不是准入前国民待遇。^[73]

然而,无论变革中的监管法律是否因为掺杂政治因素而增大了合规成本,中国公司如果要将对外投资战略提升到推动企业全球化进程的战略高度,就必须迫使自身主动契合这样的制度,提高自己的企业治理水平。正如纽约苏利文与克伦威尔(Sullivan & Cromwell)律师事务所律师弗兰克·阿奎拉(Frank Aquila)所言:“监管机构要求公司申报,可能是仅出于政策考虑,也或是为了增加收入,或是有什么政治目的,但无论如何,如果一家公司希望成为全球化的公司,它就必须适应当地的监管制度。”^[74]

五、结 语

在后危机时代——甚至危机还远未结束,全球市场在复苏之路上步履蹒跚。这样的时代背景下,外资监管尺度不断收缩,甚至愈加假“审慎监管”之名,行“过度监管”之实。本文通过展现危机与监管尺度收紧的关系、监管改革带来的企业非生产性成本增加现象,检验了以CFIUS机制为代表的审查机制的经济效果。政策分析旨在说明,不良的监管最终导致效率损失,从而影响社会福利。借用英国贸工部(Department for Trade and Industry)大臣艾伦·约翰逊的说法:“这种体制阻碍了全球化的进步,很难理解为何世界上最强大富有的国家一边排斥别国通过自由贸易取得的利益一边进一步提高外资的准入门槛。”^[75]

在此基础上,笔者尝试对中国企业如何寻求针对性的治理进路做出回答。中国企业在国际竞争中,最薄弱的环节或许早已不在于生产过程,而在于参与国际市场融资、营销和规避风险的能力。首先,如果将跨国模式转型以及海外收购置于国际化战略的高度来看待,那么趋于严苛的CFIUS机制本身就足以倒逼中国企业自身升级:由一个咄咄逼人购入大量生产要素为我所用的企

[71] Daniel H. Rosen and Thilo Hanemann, “The Danger of Politicized Foreign Investment Reviews”, June 8, 2013, available at <http://rhg.com/articles/the-danger-of-politicized-foreign-investment-reviews>.

[72] 根据美国审计总署先前的统计,法国、日本、俄罗斯等国家的外资审查制度中,允许对审查结论寻求司法救济,但是美国明确加以排除,与美国类似的还有加拿大、英国等。United States Government Accountability Office Report, *supra* note [23].

[73] 例如,三一重工关联的 Ralls 公司在美国购得风电场后预计安装风电设备,尽管风场内全部都非美国风机,其中丹麦风机有 27 台,但是 CFIUS 仍然坚持不允许中国风电设备入场。权义、李跃群:《三一集团在美风电遭禁,起诉奥巴马“几无胜率”》,载《东方早报》2012 年 10 月 19 日, A34、A35 版。

[74] Anousha Sakoui and David Gelles, “M&A: A New Bottleneck”, *Financial Times* (August 27, 2013) (online).

[75] Jean Eaglesham, “Free Trade ‘Is Not a One-Way Street’ Says UK in Attack on US ‘Hypocrisy’”, *Financial Times* (March 31, 2006) (online).

业主体，向一个全面整合产业链资源并深度参与、创造全球化经济的贡献者转变。其次，CFIUS 重点增强了对国有企业的审查，这启发中国的大量国有公司通过深化代理安排以淡化行政色彩，并修正对管理层的激励机制；在将监管者视为外部利益人的前提下，中国企业——尤其是国有公司——应主动提高公司的治理透明度，这不仅将有助于突破安全审查的困境，而且将在更广阔的维度内实现并购活动中相关者的利益均衡。^[76] 再次，中国企业在收购活动中实现合规，不仅获得了基于法律和声誉的“约束”，而且产生了对公司治理具有拔高作用的溢出效应；同时，本文提出基于博弈改善信息不对称，进而消减合规成本的思路。通过这些针对性路径，中国企业得以突破后危机时代持续限缩的安全审查瓶颈，不仅在全球价值链中追求利益，也积累起足够的规模效应谋求在收紧监管与放松监管的角力中掌握话语权。^[77]

“更高的效率并不一定意味着更好的社会，但可以肯定的是，一个低效率、浪费资源的社会不是一个好社会。”^[78] 高效的公司治理框架应当是有效率的外部监管制度、公司内部治理共同改善的整体，是企业面向利益相关者所为的治理优化。

或许，当下不是金融危机的结束，甚至不是结束的开始，而可能是开始的结束。^[79] 我们身处后金融危机时代的世界，全球产业链与价值链的原有逻辑正在被打破，以中国为轴心、全球为辐射范围的世界第六次并购热潮，已经悄然到来；我们亦身处一个“大公司时代”的中国，海外扩张成为大企业的共性选择，而在由大转强的过程中，较之短期内急于买下更多上游资源的做法，注重海外收购为中国企业治理带来的溢出效应才更具战略意义。

（责任编辑：黄 韬）

[76] 在法与经济学看来，公司并购的前提和动力是并购中利益相关者在多重博弈后达到的利益均衡状态。例如，见张宗新、季雷：《公司购并利益相关者的利益均衡吗？——基于公司购并动因的风险溢价套利分析》，载《经济研究》2003年第6期，第30~31页。

[77] 这正是三一重工诉奥巴马与CFIUS一案对中国企业的启发。

[78] 见前注[9]，波斯纳书，第57页。

[79] 原话出自丘吉尔，转引自沈伟：《“这一次并不一样”：特集导读》，载《交大法学》2013年第3期，第9页。