

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2023.01.005

# 中概股跨境监管博弈：评析与思考<sup>\*</sup>

廖凡

(中国社会科学院大学法学院, 北京 102488)

**摘要:** 当前中概股跨境监管博弈的焦点是中概股企业审计底稿的检查问题, 即美方能够以何种方式、在何种范围和程度内获取和检查存放于中国境内的审计底稿。这一问题关涉双方各自国内立法和监管主权, 需要在中国证监会、中国财政部和美国公众公司会计监督委员会新近签署的审计监管协议的基础上, 通过务实监管合作加以解决。在此过程中, 应尽可能兼顾中方关于敏感信息、国家安全的关切和美方关于全面获取财务相关信息的关切。还应以此为契机, 改进和完善中国作为母国对中概股企业的监管, 淡化对境外发行上市行为的管控, 更多地着眼于提升资本市场质量和保护境内外投资者, 并尽快明确和细化我国证券法域外适用的相关标准和条件。

**关键词:** 中概股; 跨境监管; 审计底稿; 域外适用; 涉外法治

**中图分类号:** D996.2/D912.28 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 8072(2023)01 - 0057 - 11

## 一、问题的提出

中概股是中国概念股的简称, 泛指中国境内企业在境外发行上市的股票。中国企业境外上市既包括直接上市, 即境内注册的企业直接到境外发行股票并上市, 亦即所谓的“H股模式”, 也包括间接上市, 即境内企业在境外(通常是在开曼群岛、英属维尔京群岛等避税天堂)注册或控制一家壳公司, 以壳公司名义在境外发行股票并上市, 亦即所谓的“红筹模式”(伏军, 2010; 唐应茂, 2020)。两种模式所涉法律关系和监管规则不尽相同, 但均属中概股的范畴。目前中概股主要集中在中国香港、美国和新加坡(熊启跃, 2022)。<sup>①</sup>2020年以来, 以个别中概股企业财务造假事件为导火索, 美国强化了对在美上市外国公司的信息披露监管。2020年12月生效的《外国公司问责法》明确规定, 如果美国公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)连续3年无法审查在美上市公司的审计底稿, 将终止其上市。该法虽然形式上针对所有在美上市的外国公司, 但实际上主要指向中概股(张伟华和胡静, 2022)。<sup>②</sup>截至2022年8月29日, 共有162家中概股企业被美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)列入“确定摘牌名单”。<sup>③</sup>

中美监管层就中概股跨境审计监管问题进行了多轮沟通协商。2022年4月21日中

<sup>\*</sup>基金项目: 本文受国家社科基金重大项目“我国经济制裁法律体系构建研究”(项目编号: 21&ZD202)资助, 本文系项目阶段性成果。

<sup>①</sup>截至2022年6月, 在中国香港、美国和新加坡上市的中概股企业分别为1209、279和63家, 占比分别为76.3%、17.6%和4%。

<sup>②</sup>数据显示, 自2017年1月至2022年5月, 共有365家公司的审计底稿无法检查, 全部来自中国内地和香港地区。

<sup>③</sup> Holding Foreign Companies Accountable Act (‘HFCAA’). <https://www.sec.gov/hfcaa>.

国证监会相关负责人在博鳌亚洲论坛2022年年会上表示，“很有信心双方会在不久的将来达成合作协议，使得PCAOB能够合情、合理、合法地在中国对从事中概股审计的中国会计师事务所开展检查”。<sup>①</sup>同年8月26日中国证监会、财政部与PCAOB签署审计监管合作协议，“依据两国法律法规，尊重国际通行做法，按照对等互利原则，就双方对相关会计师事务所合作开展监管检查和调查活动作出了明确约定，形成了符合双方法规和监管要求的合作框架”，并将据此启动相关合作事项，<sup>②</sup>这是双方在审计监管合作方面取得的重要阶段性成果。尽管如此，协议执行中的不确定性依然存在，美方的相关表态也趋于谨慎和保守，<sup>③</sup>由此也可管窥双方在中概股跨境监管合作方面的一些深层次问题。

2014年中国共产党第十八届四中全会通过的《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》强调加强涉外法律工作，适应对外开放的不断深化，完善涉外法律法规体系，促进构建开放型经济新体制，维护中国主权、安全、发展利益。2020年中央全面依法治国工作会议明确提出，要坚持统筹推进国内法治和涉外法治，协调推进国内治理和国际治理，更好维护国家主权、安全、发展利益。可以说，统筹推进国内法治和涉外法治、加强和改进涉外法律工作，既是维护国家主权、安全、发展利益的必由之路，也是构建开放型经济新体制和加快构建新发展格局的内在要求。<sup>④</sup>在此语境下，妥善解决中概股跨境监管合作问题具有特殊的重要意义。无论是就其所涉及的商业利益还是所表征的政策方略而言，这一问题能否得到妥善应对和解决，都是对统筹推进国内法治和涉外法治意识和能力的一次检验。鉴于此，本文拟对中美之间围绕中概股审计问题的监管博弈作一回顾和评析，并对母国（中国）对中概股企业监管的相关问题加以思考和探讨。

## 二、中美跨境审计监管核心争议点评析

一段时间以来，对于审计底稿的检查问题是中美之间围绕中概股监管博弈的焦点。概言之，这一问题的核心在于PCAOB以何种方式、在何种范围和程度内检查存放于中国境内的中概股企业审计底稿。这一问题其实早已有之，只是由于在美中概股体量本身的增大，<sup>⑤</sup>以及中美关系变化背景下美方日益表现出的“不通融”态度而使

① 中国证监会副主席回应中美审计监管合作：很有信心在不久的将来达成协议[EB/OL]. [http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202204/22/t20220422\\_37518519.shtml](http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202204/22/t20220422_37518519.shtml).

② 中国证监会、财政部与美国监管机构签署审计监管合作协议[EB/OL]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5572328/content.shtml>.

③ 协议谈判过程中，SEC国际事务办公室主任费尔(Y. J. Fischer)2022年5月24日发言称，即使最终达成协议，也仅仅是第一步，美方对于协议能否彻底执行仍表关切。协议签署当天，PCAOB再次表态称，协议只是第一步，PCAOB将根据协议实际执行情况，在年底作出（关于中国内地和香港地区是否属于PCAOB能够对总部位于该地的注册会计师事务所进行全面检查的法域的）最终决定(Fischer, 2022)。另参见：Fact Sheet: China Agreement, <https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/fact-sheet-china-agreement>.

④ 习近平总书记在第三届中国国际进口博览会开幕式上的主旨演讲中指出：“我们提出构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。这决不是封闭的国内循环，而是更加开放的国内国际双循环，不仅是中国自身发展需要，而且将更好造福各国人民。”

⑤ PCAOB的统计显示，在截至2021年12月31日的13个月时间内，15家在PCAOB注册的中国内地和香港地区会计师事务所总共为192家在中概股企业提供了审计报告，合计全球总市值（包括在美国和非美国交易所的市值）为1.7万亿美元，其中前10家公司的合计全球总市值为1.1万亿美元。相关文献参见：PCAOB, China-Related Access Challenges. <https://pcaobus.org/oversight/international/china-related-access-challenges>.

得问题近来愈显突出。

在美国的法律层面，问题的源头可以追溯至2002年。在安然公司、世通公司财务造假丑闻曝光后，迫于舆论压力，美国于2002年通过《萨班斯—奥克斯利法》，显著强化了在美上市公司的信息披露义务以及与之相关的公司董事和高级管理人员的责任，并设立PCAOB作为审计业务的独立监管机构。特别是《萨班斯—奥克斯利法》取消了此前为增强美国证券市场吸引力而给予在美上市的外国公司的诸多豁免，对本国公司和外国公司一体适用。具体到审计方面，该法要求为所有在美上市公司提供审计服务的会计师事务所都必须在PCAOB注册，PCAOB有权对其履职尽责情况进行监督检查，包括检查其审计工作底稿，并可对违规行为予以处罚。《外国公司问责法》的上述3年“大限”，正是对《萨班斯—奥克斯利法》相关规定的延续和强化。

《萨班斯—奥克斯利法》和《外国公司问责法》的上述要求与中国法律规定存在潜在冲突。2009年证监会联合国家保密局和国家档案局发布《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》（证监会公告〔2009〕29号，以下简称“29号文”）明确：境外发行证券和上市过程中，在境内形成的工作底稿等档案应存放在境内，未经有关主管部门批准不得向境外提供；境内现场检查应以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果。财政部2015年颁行的《会计师事务所从事中国内地企业境外上市审计业务暂行规定》（财会〔2015〕9号）规定，在境内形成的审计工作底稿应由中国内地会计师事务所存放在境内。2019年修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第177条第2款亦明确规定，境外监管机构不得在境内直接进行调查取证等活动，未经有关主管部门同意，任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料。上述规定使得无论是境内机构直接向PCAOB提供审计底稿，还是PCAOB直接来华调查取证，均面临与中国法律层面的冲突。

这种冲突在此前的中概股危机中已有显现。2010年美国浑水公司等以财务造假为由做空中概股，引发中概股危机，并导致中美关于跨境审计监管的谈判。2013年证监会、财政部与PCAOB签署《执法合作备忘录》（简称《备忘录》），规定中美在会计审计领域开展跨境执法合作，涉及信息交流、证据协助和观察检查等，并允许中方应美方申请，在一定范围内提供在美中概股企业的审计底稿。据此，截至2020年4月证监会向SEC和PCAOB提供了14家在美中概股企业的相关审计底稿，<sup>①</sup>但《备忘录》的签署并未实质性地解决双方之间的矛盾和分歧。特别是通过监管合作渠道从中方监管机构处获取审计底稿这一操作方式，与美方的自主获取诉求存在一定差距（李晟，2015）。美方认为，外国监管机构需要美国公司的审计底稿时，美方并未要求其必须通过SEC或者PCAOB，因此中方所要求的做法缺乏对等性和公平性。此外，美方也无法确定中方监管机构的介入是否影响审计底稿的完整性和准确性（廖凡，2022）。

<sup>①</sup> 2019年10月，中美双方还就香港地区会计师事务所审计的、存放于中国内地的在美中概股企业审计底稿调取事宜达成共识。

尽管如此，从积极作为的角度看，国内法规定的差异并非跨境监管合作的必然障碍，反而恰恰应当是合作的必要性和推动力之所在。事实上，PCAOB对其他法域审计机构的检查也并非总是单向进行。在同中方签署合作协议之前，PCAOB已同25个国家和地区的监管机构签署了跨境审计监管合作协议，其中21份协议的文本在其网站公开，<sup>①</sup>最近的两份合作协议于2021年4月先后同法国和比利时签署。据PCAOB称，签署合作协议的目的在于降低监管成本，减少非美国审计机构在其母国可能面临的法律或其他冲突。通过检视这些协议可见，其均强调合作需要在双方各自国内法允许限度内开展，不能违反或超越各自国内法规定。特别是PCAOB同法国和比利时签署的合作协议均明确规定，鉴于法国和比利时法律禁止本国审计机构直接向PCAOB提交审计底稿或者其他文件，PCAOB愿意通过两国监管机构中转相关信息，而两国监管机构则可直接要求美国审计机构提供相关信息，无需通过PCAOB中转。由于法国和比利时国内法的上述限制性规定，美国同这两个国家之间的跨境审计监管合作问题曾经长期悬而未决。PCAOB同两国监管机构达成上述合作协议，说明只要有监管合作的足够意愿，信息传递安排的“对等性”要求并不是不可逾越的障碍。

随着中美监管谈判的进行，证监会于2022年4月2日公布《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），对“29号文”中包括审计底稿检查在内的跨境审计监管相关内容做出实质性修改，规定相关调查取证和检查工作“应当通过跨境监管合作机制进行，证监会或有关主管部门依据双多边合作机制提供必要的协助”。这一更具灵活性的表述，为境外监管机构自主进行调查取证提供了更多可能性和空间。与此同时，《征求意见稿》中关于提供涉及国家秘密、国家安全的文件、资料的限制性规定，在实操层面仍然有待中美双方达成进一步共识。概言之，《征求意见稿》规定：境内企业提供、公开披露涉及国家秘密的文件、资料的，应当报经有审批权限的主管部门批准，并报同级保密行政管理部门备案；提供、公开披露其他泄露后会对国家安全或者公共利益造成不利影响的文件、资料的，应当按照国家有关规定，严格履行相应程序。就审计工作底稿而言，这意味着中方监管部门需要事先对其进行某种意义上的“国家安全审查”。PCAOB在其2021年度《<外国公司问责法>认定报告》中指出，在此前开展的试点检查中，中方监管机构以涉及国家秘密和敏感信息为由，扣留或者编辑了部分文件，导致其无法完成《外国公司问责法》所要求的检查。该报告总体上也将中国内地和香港地区列为因当地监管机构所持立场而无法对总部位于该地的注册会计师事务所进行全面检查的法域（jurisdiction）。<sup>②</sup>美方认为，审计底稿主要关涉相关上市公司的财务信息，涉及国家安全的敏感信息不会出现在审计机构的卷宗中，在其他法域这

<sup>①</sup> 按照签署日期由近到远，这25个国家和地区分别是：比利时、法国、奥地利、爱尔兰、意大利、芬兰、德国、卢森堡、希腊、匈牙利、丹麦、瑞典、西班牙、迪拜、荷兰、中国台湾、以色列、日本、挪威、瑞士、英国、新加坡、澳大利亚、韩国、加拿大。其中，后4个国家的协议文本未在PCAOB网站上公布。相关内容参见：PCAOB, PCAOB Cooperative Arrangements with Non-U.S. Regulators. <https://pcaobus.org/oversight/international/regulatorycooperation>.

<sup>②</sup> PCAOB, HFCAA Determination Report, No. 104-HFCAA-2021-001, 16 December 2021.

也没有成为问题，因此中方的主张值得质疑。美方还强调，PCAOB根据《外国公司问责法》对会计师事务所的认定是整个法域意义上的认定，而非具体审计机构意义上的认定，这意味着PCAOB必须能够从所有而非一些中概股企业及其审计机构处获取审计底稿；若中方认为一些中概股企业确实“太过敏感而无法合规”（too sensitive to comply），可以考虑让这些企业自愿退市，以便其余企业能够完全遵守PCAOB的标准(Fischer, 2022)。

新近达成的中美审计监管合作协议的文本并未公布，但从双方发布的相关公告看，对于PCAOB完整获取信息和自主获取信息这两个关键诉求均有所回应。就完整获取信息而言，中方明确表示审计工作底稿的主要功能是记载审计师是否依照审计准则尽职尽责地验证企业收入支出等财务信息的准确性，因此一般并不包括国家秘密、个人隐私或企业底层数据等敏感信息。<sup>①</sup>这一表态相较以往明显更为温和，应当说是中方回应美方关切，展现合作诚意的积极姿态。同时，合作协议对于审计监管合作中可能涉及敏感信息的处理和使用作出了明确约定，针对个人信息等特定数据设置了专门的处理程序。个人信息保护是国际通行原则，在PCAOB公布的21份合作协议中，15份都伴随有主要针对个人信息的数据保护协议。<sup>②</sup>至于其他类型的特定数据的涉密、涉敏的认定以及脱敏、脱敏的路径，还有待在协议的具体执行过程中进一步观察。但无论如何，尽可能兼顾中方关于敏感信息、国家安全的关切和美方关于全面获取财务相关信息的关切，应当是一个基本考量。

就自主获取信息而言，双方发布的相关公告中的表述各有侧重。中方强调协作和参与，“双方将提前就检查和调查活动计划进行沟通协调，美方须通过中方监管部门获取审计底稿等文件，在中方参与和协助下对会计师事务所相关人员开展访谈和问询”。<sup>③</sup>美方则强调自主和直接，称协议规定PCAOB有选择所要检查的会计师事务所、相关审计活动以及潜在违规行为的自主决定权，无需征求中方监管部门的意见，PCAOB有权直接对与其检查或调查有关的所有人员进行访谈和获取证言。<sup>④</sup>上述表述貌似各执一词，但本质上并不矛盾，可以界定为美方的实质主导和中方的形式参与相结合，目的在于最大限度满足各自国内法的要求。当然，“沟通协调”以及“参与和协助”的具体方式，还有待双方在协议执行过程中进一步作出安排。如上所述，PCAOB将根据协议实际执行情况，在年底就中国内地和香港地区是否属于PCAOB能够对总部位于该地的注册会计师事务所进行全面检查的法域作出最终决定，而这也最终决定已经纳入“确定摘牌名单”的中概股企业能否逃过一劫，得以继续在美上市。<sup>⑤</sup>

① 中国证监会有关负责人就签署中美审计监管合作协议答记者问[EB/OL]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5572300/content.shtml>.

② 涉及的国家包括比利时、法国、奥地利、意大利、芬兰、德国、卢森堡、希腊、匈牙利、丹麦、瑞典、西班牙、荷兰、挪威、英国。

③ 中国证监会有关负责人就签署中美审计监管合作协议答记者问[EB/OL]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5572300/content.shtml>.

④ Fact sheet: China Agreement. <https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/fact-sheet-china-agreement>.

⑤ 在中美审计监管合作协议签署前夕，中国石油、中国石化、中国人寿、中国铝业、上海石化5家中国央企于2022年8月12日晚间集中发布公告，自愿将其美国存托凭证（ADR）从纽约交易所退市。从时间线上看，也许可以合理推测此举旨在为协议的签署和执行扫清障碍。

此外，还有一个潜在的法律修订或者解释问题值得注意。从美方发布的公告看，中美审计监管协议赋予PCAOB“直接进行访谈和获取证言”（direct access to interview and take testimony）的权力。但如上所述，《证券法》第177条第2款明确规定，境外监管机构不得在境内直接进行调查取证等活动。因此，第177条第2款中“直接”一词的解释至关重要。若依其字面含义作广义解释，该条款的限制性甚至会超过“29号文”中“以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果”这一要求。因为哪怕是境外监管机构同我国监管机构进行联合检查，仍然是“直接”参与其中，惟有“依赖我国监管机构的检查结果”，才符合非“直接”的要求。就此而言，为确保《征求意见稿》不违反上位法，以及确保中美审计监管协议及其执行不违反中国国内法，可能需要修订《证券法》第177条第2款。当然，也可以将“直接”限定性地解释为不经由跨境监管合作机制，单方面进行的调查取证或检查，从而与《征求意见稿》和审计监管协议的相关设计一致，但这种解释同样需要有权机关来作出。

### 三、关于中概股企业母国监管问题的延伸思考

在更广阔的视野下，中美之间围绕中概股审计底稿检查问题的监管博弈，反映出的是证券跨境发行上市语境下，东道国与母国之间监管权的博弈，亦即东道国“属地管辖权”与母国“属人管辖权”之间的博弈。SEC和PCAOB依据美国法律规定，要求在美上市的中概股企业提供审计底稿，确保相关上市公司信息披露的真实准确完整，是其行使属地管辖权和证券执法权的题中应有之义。而中国出于国家安全、数据安全、保密要求等考虑，要求相关检查工作和信息提供必须在中国有关主管部门的参与和监督下进行，并符合中国法律的相关限制性规定，同样是监管主权的内在要求和属人管辖权的具体体现。两者并不必然存在不可调和的矛盾，需要的是互信基础上的监管协调及合作，PCAOB与法国和比利时监管机构达成的合作协议中的相关规定足以说明这一点。就此而言，美方需要克服偏见，避免将监管问题政治化，把本来是针对存在财务造假和审计失败嫌疑个案的审计底稿“抽查”，变成广泛针对中概股企业的“普查”。

与此同时，也要客观地看到，中国作为中概股企业的母国，在对这些企业的监管上还存在一些需要明确或强化的方面，相关监管制度和规则还有待改进和完善。历史地看，我国对于中概股的监管集中于发行上市行为，主要目的是防止国有资产流失以及境内资金规避外汇监管无序外流。1994年国务院发布《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》明确规定，境内股份有限公司须经国务院证券委员会批准方可在境外上市，成为最早规范中资企业境外（直接）上市的规范性文件。1997年针对部分境内企业未经批准将境内资产以各种形式转移到境外上市的情形，国务院发布《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》，即通称的“97红筹指引”，将“境外注册、中资控股的境外上市公司”亦即境外间接上市行为纳入监管范围。21世纪初以互联网企业为代表的民营企业流行海外上市，就是所谓的“小红筹模

式”，即由境内企业的自然人股东在境外设立公司，并将境内运营主体的资产或权益注入境外公司，通过该境外公司上市融资。<sup>①</sup>对于“小红筹模式”证监会一度要求需向其申请出具无异议函，<sup>②</sup>后来取消此要求，不再有正式审批流程。2005年国家外汇管理局发布《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》，规定境内自然人在境外设立公司需在外汇管理部门办理登记，个人特殊目的公司登记也由此成为搭建“小红筹”架构的必经步骤。2006年商务部牵头制定并发布《关于外国投资者并购境内企业的规定》，要求境外公司返程投资并购境内企业需报商务部审批。<sup>③</sup>但在现实操作中，罕有企业通过商务部的关联审批，大部分“小红筹”架构都通过采取对境内企业的协议控制而非股权控制规避上述要求（楼航和钟源宇，2022；唐应茂，2020）。<sup>④</sup>

概言之，中国长期以来对境内企业境外上市采取的是“双重审核”原则，即在跨境上市活动中，中国企业不仅需要遵守境外上市地的证券法，获得境外上市地证券监管机构的批准，在某些适用情形下还需要获得中国证券监管机构的批准。这种强调上市企业注册地监管机构亦即母国监管机构审核权限的做法，<sup>⑤</sup>在世界范围内并不常见。一般而言，在跨境发行和上市中，更为强调股票发行地、上市地监管机构的审核权限及其当地证券法的适用，限制或排除公司注册地监管机构的审核权限及其当地证券法的适用。原因在于，证券法的主要功能在于保护公众投资者，而在跨境上市中，投资者位于上市地而非注册地，因此注册地法律特别是证券法的相关度不高，适用理由不强（唐应茂，2020）。当然也要看到，“双重审核”有其特定的历史背景和现实原因，近年来我国监管机构的相关做法也在逐步朝着简化审核流程、契合国际实践的方向演进。

从投资者保护的角度而言，中国作为母国对中概股企业的监管还存在一些短板弱项，协议控制模式就是其中一个较具代表性的例子。协议控制模式或称“可变利益实体”模式，是部分中资企业为规避包括返程投资在内的境外上市审批以及国内特定行业的外资准入限制而创设出的架构。在此安排下，一家中国境内运营实体在境外设立一家壳公司（特殊目的公司），壳公司再与境内运营实体签订一系列服务协议及其他协议，但不持有境内运营实体股权，然后在境外股票并上市。尽管壳公司在境内运营实体中没有股权，但通过上述复杂的协议设计能够实现对其后的控制，同时就会计要求而言，能够将运营公司合并到其财务报表中。“协议控制模式”这一术语由此得

① “小红筹模式”是相对“大红筹模式”而言的；后者因“97红筹指引”而得名，指的是由境内企业控股境外公司进行上市融资而形成的红筹架构。

② 证监会《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》（证监发行字〔2000〕第72号）。

③ 商务部《关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部令2006年第10号，以下简称“10号文”）第11条规定：“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。”

④ 需要指出的是，“10号文”明确规定特殊目的公司（中国境内公司或自然人为实现以其实际拥有的境内公司权益在境外上市而直接或间接控制的境外公司）境外上市交易，应经国务院证券监督管理机构批准，实际上是确认了对包括“小红筹”在内的“红筹模式”的审批要求。但据报道，实践中从未据此正式审批过一个“红筹模式”上市案例，原因部分在于“10号文”规定的审核流程和所要求的文件资料过于繁琐，企业难以在短时间内完成，容易错过境外上市窗口期，因此往往以协议控制等做法予以规避。

⑤ 严格说来，在“红筹模式”下，境外上市企业的注册地（母国）应当是开曼群岛等避税天堂，但这对于相关讨论缺乏实际价值。

名。协议控制模式是否属于外商投资的一种形式、是否需要获得中国商务和证券管理部门批准，国内相关法律法规尚无明确规定，实践中有关部门采取不置可否的态度，这使得这一模式始终处于灰色地带，投资者面临一定风险和不确定性，这一点近年来也受到境外监管机构重点关注。例如，2021年7月30日SEC主席加里·根斯勒（Gary Gensler）发布声明，要求与中国境内运营实体有关的离岸壳公司在美上市前披露更多信息：包括明确披露投资者购买的不是一家中国运营公司的股票，而是一家与相关运营公司订有服务协议的公司股票；清晰区分对壳公司管理服务的描述与对中国运营公司的描述；提供详细财务信息，包括量化指标，以便投资者了解两者之间的财务关系；明确披露中国运营公司是否曾被中国主管机关准许或不予准许在美上市，以及此种准许被撤销的风险（Gensler, 2021）。

然而，由于协议控制所涉关系复杂、监管头绪繁多，对其如何处理国内长期难有定论。2015年商务部公布的《中华人民共和国外国投资法（草案征求意见稿）》曾尝试采取“新老划断”的做法，即把协议控制明确规定为外商投资的一种形式，在该法生效后以协议控制方式进行的投资适用该法，而对该法生效前既存的以协议控制方式进行的投资，则暂不明确如何处理，而只是列举了由宽到严的三种可能的处理方式，即协议控制备案、协议控制审批和外资准入审批，<sup>①</sup>待经后续研究再行确定。但直至《中华人民共和国外商投资法》2019年正式通过，协议控制仍未获得明确“说法”，目前只能预期性地将其归入“法律、行政法规或者国务院规定的其他方式的投资”这一兜底条款（《外商投资法》第2条第2款第4项）。换言之，协议控制模式的法律地位仍待进一步明确。

2021年7月6日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（以下简称《意见》），其中明确提及加强中概股监管，推进相关监管制度体系建设，明确境内行业主管和监管部门职责，加强跨部门监管协同。据此，证监会于2021年12月24日公布《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》（以下合称《境外上市征求意见稿》），拟对境内企业境外直接和间接上市统一实行备案管理，并将此前一直处于灰色地带的协议控制模式也涵盖在内。<sup>②</sup>若上述管理规定和管理办法得以正式实施，协议控制架构将得以“转正”，从而消除投资者面临的不确定性。另外，《境外上市征求意见稿》将证监会此前的“批准”改为“备

① “协议控制备案”是指，实施协议控制的外国投资企业向主管部门申报其受中国投资者实际控制的，可继续保留协议控制结构，相关主体可继续开展经营活动。“协议控制审批”是指，实施协议控制的外国投资企业应当向主管部门申请认定其受中国投资者实际控制，在主管部门认定其受中国投资者实际控制后，可继续保留协议控制结构，相关主体可继续开展经营活动。“外资准入审批”是指，实施协议控制的外国投资企业应当向主管部门申请准入许可，后者会同有关部门综合考虑外国投资企业的实际控制人等因素做出决定。不难看出，三种处理方式对于协议控制模式的友好程度递减，严厉程度递增。

② 《境外上市征求意见稿》规定，境内企业境外间接发行上市的认定遵循实质重于形式的原则，发行人（境外上市公司）符合下列情形的，认定为境内企业境外间接发行上市：（1）境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或净资产，发行人同期经审计合并财务报表相关数据的比例超过50%；（2）负责业务经营管理的高级管理人员多数为中国公民或经常居住地于境内，业务经营活动的主要场所位于境内或主要在境内开展。该文件同时规定，发行人对境内运营实体的控制关系包括“通过合同、信托、协议等安排对经营活动、财务、人事、技术等施加重大影响”这类情形。这就将协议控制模式明确涵盖在内。



案”，从实质审查改为形式审查，弱化了母国监管机构对于境外发行上市行为本身的管控，<sup>①</sup>符合国际资本市场的通行做法，有望开启境内企业境外上市监管的新篇章。

此外，《意见》还提出建立健全资本市场法律域外适用制度，抓紧制定证券法有关域外适用条款的司法解释和配套规则，细化法律域外适用具体条件，这对于改进和完善中概股企业母国监管同样具有重要意义。以作为此轮中概股危机导火索的瑞幸咖啡财务造假事件为例，瑞幸咖啡最终从美国纳斯达克市场退市，并分别支付1.8亿美元和1.875亿美元同SEC和证券集体诉讼原告代表达成和解。在此过程中，虽然中国证监会对瑞幸咖啡表示严厉谴责，财政部和市场监管总局也分别依据《会计法》和《反不正当竞争法》对瑞幸咖啡境内运营主体进行了处罚，但证监会却并未依据《证券法》对瑞幸咖啡进行处罚。这是因为作为美国上市公司，瑞幸咖啡通过财务造假而在资本市场上进行的欺诈行为，行为对象是境外投资者，直接违反的是美国证券法而非中国证券法，不属于中国证券法的传统适用范围。尽管2019年修订后的《证券法》在第2条第4款确立了该法域外适用的基本原则，但相关适用条件、标准等尚不清晰。事实上，证监会在事件处理过程中也并未尝试援引该条款，而是依据《证券法》第177条第1款之规定，<sup>②</sup>遵循国际证监会组织跨境监管合作机制安排，配合美国证券监管部门开展跨境协查。<sup>③</sup>

为改进和完善对中概股企业的母国监管，更好保护境内外投资者，有必要尽快将《证券法》的域外适用付诸实操。而这方面有待明确的一个前提性问题，就是《证券法》域外适用的触发条件，亦即境内执法、司法部门对相关域外事项和行为启动执法、司法程序的条件或者说门槛。作为最早制定专门的证券法，证券执法司法体系也最为发达的国家，美国有着证券法域外适用的深厚传统。关于证券法域外适用的触发条件，美国联邦法院在长期实践中形成了着眼于“效果”和“行为”的两种判定标准，并在2010年《多德—弗兰克法》中得到确认和重申。根据《多德—弗兰克法》第929P(b)条，“效果标准”是指如果某项行为虽然发生在美国境外，但是在美国境内造成了可以预见的重大效果，则美国法院有权管辖；“行为标准”则是指如果某项行为发生在美国境内，并且是整个违法过程的重要环节，那么即使所涉证券交易发生在美国境外且仅包括外国投资者，美国法院也有权管辖。《证券法》第2条第4款规定：“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动，扰乱中华人民共和国境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，依照本法有关规定处理并追究法律责任。”从该款的表述看，与上述“效果标准”的思路大体一致，但需要进一步细化。具言之，无论“扰乱”还是“损害”，都只是“质”上的界定，而没有“量”上的区分，而执法、司法部门又显然不可能巨细无遗地处理所有“扰乱”和“损害”行为。在这方面可以

① 《境外上市征求意见稿》明确规定，对境内企业境外发行上市予以备案，不表明中国证监会对该企业的投资价值或者投资者的收益作实质性判断或者保证，也不表明中国证监会对备案材料的真实性、准确性、完整性作出保证。

② 《证券法》第177条第1款规定：“国务院证券监督管理机构可以和其他国家或者地区的证券监督管理机构建立监督管理合作机制，实施跨境监督管理。”

③ 证监会、财政部、市场监管总局：处罚瑞幸咖啡及多家关联公司[EB/OL]. [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_8522414](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_8522414).

考虑借鉴美国“效果标准”中的“可以预见”和“重大”这两个限定条件，在《证券法》第2条第4款基础上制定符合我国执法、司法需求和能力的细化规则。

#### 四、结语

当下这轮尚未尘埃落定的中概股危机，为审视和反思中概股监管乃至更广义上的资本市场跨境监管提供了契机。跨境监管涉及不同法域，关涉东道国和母国各自监管主权，必然需要监管协调与合作，而监管合作的前提是监管互信。在中国关于中概股的法律规则和监管实践并未发生重大变化的情况下，美国无视既往存在的一定程度上的监管默契，基于《外国公司问责法》对中概股实施“无差别攻击”，本质上是特殊历史时期和政治气候下监管互信缺失的表现。就此而言，美方需要克服偏见，避免将监管问题政治化，按照市场化、法治化原则处理监管合作问题。对中国而言，要借此机会改进和完善与中概股有关的国内监管制度和规则，淡化境外发行上市环节的管控，更多着眼于提升资本市场质量和保护境内外投资者。特别是，应当本着实事求是的原则，力争在更广范围、更深层次上与美方达成基于“等效”原则的监管互认，降低监管机构监管成本和市场主体合规负担。

最后想要强调的是，跨境监管合作本质上是双向的，任何一方监管机构都会同步或者不同步地扮演请求方和被请求方这两种角色。尽管由于美国资本市场在全球所处的支配性地位，赴美上市的国外企业数量远远多于美国企业在其他资本市场上上市的数量，从而使得当下的跨境监管合作更多地体现为美方的“要求”和他方的“配合”，表现出一定的“单向性”，但不应就此片面抱持保守心态，以免制度设计和操作出现偏差。就此而言，相关制度设计的平衡性、开放性和前瞻性，应当成为后续监管考量的重点。

#### 参考文献

- [1] 伏军.境外上市法律制度研究[M].北京:北京大学出版社,2010:1-4.
- [2] 李晟.中美跨境审计监管僵局的形成、内在矛盾与可能的合作模式[J].河北经贸大学学报,2015(1):115.
- [3] 廖凡.从境外上市保密新规看中概股跨境审计监管破局[J].中国外汇,2022(12):24.
- [4] 楼航,钟源宇.中资企业境外上市历程回顾及监管政策演变[J].中国外汇,2022(12):10.
- [5] 唐应茂.国际金融法:跨境融资和法律规制(第二版)[M].北京:北京大学出版社,2020:70-86.
- [6] 熊启跃.在美中概股运行分析与对策建议[J].中国外汇,2022(12):13.
- [7] 张伟华,胡静.跨境审计监管合作之中美博弈[J].中国外汇,2022(12):16.
- [8] Fischer, Y. J., Resolving the Lack of Audit Transparency in China and Hong Kong: Remarks at the International Council of Securities Associations (ICSA) Annual General Meeting.(2022-05-24) [2022-09-10]. <https://www.sec.gov/news/speech/fischer-remarks-international-council-securities-associations-052422>.
- [9] Gensler, G., Statement on Investor Protection Related to Recent Developments in China.(2021-07-30) [2022-08-28]. <https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-2021-07-30>.

**【作者简介】**廖凡：中国社会科学院大学法学院教授，中国社会科学院国际合作局研究员。  
研究方向：国际法。

## Cross-border Regulatory Wrestling Regarding Chinese Concepts Stocks: Comments and Thoughts

LIAO Fan

(CASS University Law School, Beijing 102488, China)

**Abstract:** The focus of the current cross-border regulatory wrestling between China and US Regarding Chinese Concepts Stocks (CCS) is the examination of the audit working papers of CCS companies, i.e., in what way and scope, and to what extent can the US authorities have access to those audit working papers stored within the territory of China. This problem relates to the domestic laws and regulatory sovereignty of the two countries respectively, and needs to be solved through pragmatic regulatory cooperation on the basis of the newly signed Statement of Protocol among CSRC, the Ministry of Finance of China and PCAOB. In that process, consideration should be given in an as-balanced-as-possible way to both the concerns on the part of China regarding sensitive information and national security, and those on the part of the US regarding having complete access to the relevant financial information. Meanwhile, efforts should be made to improve the regulation of CCS companies by China as the parent country. For example, the control on overseas issuance and listing should be loosened, with more importance being attached to improving the quality of the capital market and protecting both domestic and overseas investors. The relevant conditions and criteria for the extraterritorial application of Chinese securities law should also be clarified and specified.

**Keywords:** Chinese concepts stocks(CCS); cross-border regulation; audit working papers; extraterritorial application; international rule of law

(责任编辑: 马莹)

---

(上接第40页)

## Influence of Parent Companies' Digital Transformation on the Entrepreneurial Entry Strategy of Spin-offs

LIU Lin-lin, YAO Xiao-tao & QI Hui

(School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China)

**Abstract:** Entrepreneurial entry strategy, as the initial strategic choice of new ventures, is very important for new ventures' subsequent behaviors and development. There are few studies explore how the digital transformation process of large parent companies influence spin-offs to choice entrepreneurial entry strategy. This research focuses on the context of enterprise digital transformation, discussing the mechanism of parent companies' digital transformation and spin-offs' choice of imitation-based entrepreneurial entry strategy. This research uses the sample of 5147 spin-offs in the database of ITJUZI.com and tests the mechanism with ordered probit model. This research finds out: First, parent companies' digital transformation promote spin-offs to choice entrepreneurial entry strategy based on imitation. Second, the proportion of local enterprises in patent companies has a negative moderation effect on the mechanism between parent companies' digital transformation and spin-offs' choice of imitation-based entrepreneurial entry strategy. Finally, the scale of parent companies' corporate venture capital ecosystem has a positive moderation effect on the mechanism between parent companies' digital transformation and spin-offs' choice of imitation-based entrepreneurial entry strategy.

**Keywords:** parent companies; digital transformation; spin-offs; entrepreneurial entry strategy

(责任编辑: 吴素梅)