



乱云飞渡：中美审计监管合作协议后中概股发展研究

秦烨华

摘要：2022年8月，中美签署审计监管合作协议，缓和了中概股面临的退市压力。本文分析了中概股在美上市现状，提出了当前中概股面临的主要问题，并就推动境内企业境外上市、强化企业境外上市监管等提出具体建议。

关键词：中概股 境内企业境外上市 监管 政策建议

近年来，我国企业积极开展境外上市融资。截至2022年底，有282家企业赴美上市中概股，但2021年以来，中概股面临监管趋严、市值下跌、退市等多重压力。2022年8月26日，中美两国宣布签署审计监管合作协议^①，一定程度上缓和了中概股面临的国内行业监管趋严和美股中概退市双重压力。本文分析了美股上市中概股的发展现状，提出了当前中概股面临的主要问题，并就推动境内企业境外上市、强化企业境外上市监管等提出具体优化建议。

中概股发展现状

中概股企业上市节奏放缓，市值波动起伏较大

从数量上看，境外上市节奏放缓。

1992年，首只红筹股“华晨汽车”在美上市。1992—2022年，我国共有564家企业赴美上市，主要分为四个阶段：2000年之前，中国企业处于赴美上市探索阶段；2000—2010年，受全球一体化、我国互联网经济快速发展的影响，中概股企业数量大幅增加，其中2010年数量最高达63家；2011—2013年，在美国做空机构影响下，赴美上市企业大幅减少，2012年仅5家；2014年至今，中概股恢复增长态势，但2021年起受监管政策相继出台影响，上市节奏明显放缓。

从市值上看，规模两极分化且大幅下滑。近年来，赴美上市的中概股以中小市值企业为主，截至2022年底，排名第一的美股中概股企业阿里巴巴总市值1 688亿美元。市值在100亿美元以上的有12家，

秦烨华，国家外汇管理局吕梁市中心支局。

① 该协议将允许美国监管机构检查中国大陆和香港的审计机构，包括上市公司的审计底稿。



占比4.3%，不足1亿美元的有158家，占比56%，其中最市值仅49万美元，两极分化严重。自2021年2月以来，中概股企业总市值持续下跌，截至2022年12月末，美股中概股总市值6 193亿美元，较2021年1月峰值21 079亿美元下降70.6%，中概股总市值占全部美股的比例由峰值时的6.5%下滑到4.5%左右。

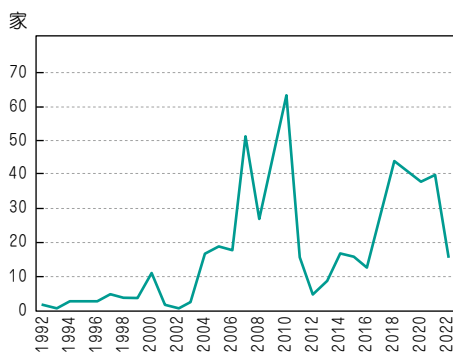
从行业分布上看，消费、信息技术等新兴产业占比大。Wind数据显示，截至2022年12月末，剔除已经退市的企业，282家中概股企业主要分布于可选消费、信息技术、金融、医疗保健、工业等行业。近年来，能源、电信行业公司市值占比持续下滑，而高科技、可选消费、信息类中概股市值不断上升。其中，可选消费行业企业占比29.8%，涵盖汽车、家用消费、休闲消费、纺织、旅游、媒体以及零售等，代表企业有阿里巴巴、新东方、小鹏汽车等。信息技术行业占比28.0%，涵

盖半导体设备、互联网服务、电脑设备、电子元器件等，代表企业有哔哩哔哩、网易等。

中概股企业境外上市监管趋严，上市难度加大

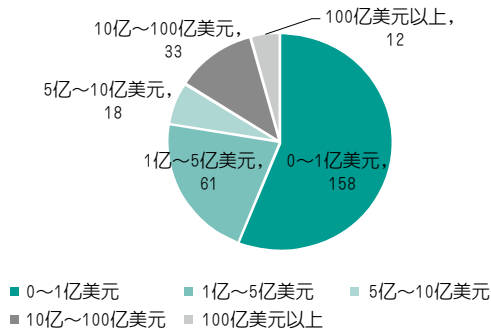
从国外证券监管看，美国不断收紧中概股相关监管政策，中概股市场监管环境趋严。最明显的是，信息披露要求进一步提高。如《外国公司问责法案》要求上市公司披露与该国的关系。此外，对中资企业上市交易行为限制从紧。2021年7月“滴滴事件”发生和“教培双减”政策出台后，美国证券交易委员会（SEC）暂停了中国公司在美国首次公开募股和其他股票销售的注册。还有，扩大证券交易限制名单。根据《外国公司问责法案》，159家中概股企业被纳入“预摘牌名单”。

从国内证券监管看，2021年以来，加强企业境外上市和跨境监管的文件不断出



数据来源：Wind。

图1 美股中概股企业历年上市数量



数据来源：Wind。

图2 截至2022年12月末美股中概股企业市值区间数量分布

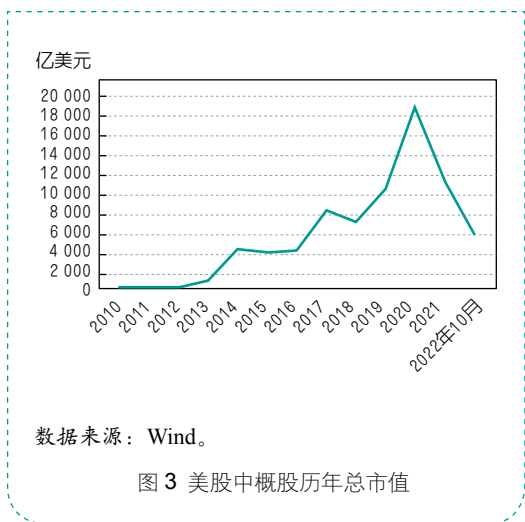


图3 美股中概股历年总市值

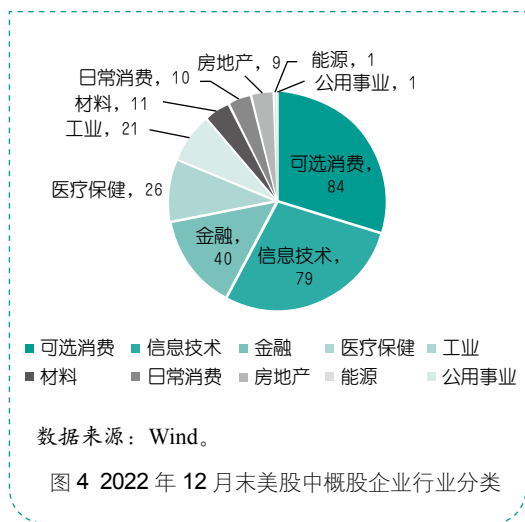


图4 2022年12月末美股中概股企业行业分类

台，突出体现在强化境外上市公司网络安全审查和完善境外上市监管制度。网信办2021年7月发文，要求掌握100万以上个人用户信息的企业境外上市，必须事前申报并通过网络安全审查。中办、国办将“加强中概股监管”作为专章写入《关于依法从严打击证券违法活动的意见》；《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》则对境内企业海外上市保密和档案管理做出明确规定。总体看，中概股企业境外上市监管不断强化。Wind数据显示，2022年中概股上市21家（包括4家特殊项目收购公司），远少于2021年的36家，同比下降了42%。2022年8月，中美双方签署审计监管合作协议，对中概股企业退市压力起到了缓解作用。

中概股企业退市回归并赴港上市成主要趋势

受监管要求，部分中概股企业面

临退市。根据《外国公司问责法案》要求，外国公司必须披露与外国政府之间的关系，并有效证明未被外国政府控制。2022年8月，中国石油、中国石化、中国人寿、中国铝业、上海石油化工陆续发布公告称从美股退市。基于美国证券监管机构对于信息披露的严格要求和档案管理规定，涉及国家敏感行业的金融、军工、高科技中概股企业也将有可能从美国股票市场退市。

国内资本市场改革加快，有利于中概股企业回归或赴港上市。国内资本市场改革步伐加快，突出体现在允许同股不同权企业上市、放宽上市行业限制、中概股企业回归方式更加灵活等。2018年，香港实施新的上市规则，接受“同股不同权”的公司治理结构，小米集团成为新规下第一个在港交所上市的同股不同权企业；A股市场的科创板、创业板均允许同股不同权企业上市。2021年9月17日，证监会发



布《关于扩大红筹企业在境内上市试点范围的公告》，新增部分高新技术产业和战略性新兴产业的红筹企业^①可以在境内主板、科创板、创业板上市。2022年1月，港交所《主板上市规则》生效，进一步放宽和降低了二次上市门槛，拓展了双重上市接纳度，促进了更多的中概股回港上市。2022年12月19日，中国证监会与香港证监会联合发布公告，原则上同意两地交易所进一步扩大股票互联互通标的范围，吸引更多国际企业赴港上市。截至2022年12月末，中国大陆赴港上市企业312家，同比增加18家。2022年，知乎、贝壳、涂鸦智能、名创优品、金融壹帐通等11家中概股回归香港股市。

回暖信号渐显，美国股市中概股IPO回升

中美两国宣布签署审计监管合作协议后，积极信号逐步“浮出水面”。首先是美联储2023年2月2日凌晨宣布加息25个基点，与以往动辄75个基点的加息相比，幅度明显收窄，说明本轮加息周期已接近尾声。当日纳斯达克指数涨幅高达3.25%。美国股市上涨和IPO的复苏，既可以创造更多就业机会、有助于企业偿还债务，又可以使美国经济避免衰退。其次，中美审计监管合作协议“水落石出”后，2022年11月，中国企业亚朵完成上市，成为继2021年6月滴滴IPO以来首家通过发行美国存托股份（ADS）在美上市的中概股；紧接着，2022年12月，美国公众公司会计监

表 1 中概股企业境外上市监管变化

时间	监管进展
2020年12月	美参议院通过《外国公司问责法案》，对外国公司在美上市提出额外的信息披露要求
2021年3月	通过《外国公司问责法案》最终修正案，明确连续三年未能通过审计，将被禁止在美上市，同时要求上市公司披露与该国的关系
2021年7月	中办、国办发布《关于依法从严打击证券违法活动的意见》
	网信办发布《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》
	召开中央政治局会议首提完善企业境外上市监管制度
2021年9月	中国国际金融年度论坛上再次提出完善企业境外上市监管制度，加快补齐金融科技监管短板
2022年3月	美国证券交易委员会（SEC）首次将5家中概股企业纳入“预摘牌名单”
2022年4月	证监会修订《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）》
	人民银行起草《金融稳定法》（草案征求意见稿），与境外监管部门开展信息共享和监管合作
2022年8月	中美两国签署审计监管合作协议

资料来源：作者整理。

① 红筹企业指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业。



督委员会（PCAOB）发布公告称已完成对中概股底稿审查，如履薄冰的中概股退市风险终于得到基本解除，对今后中国公司在美上市释放出明显的积极信号。据Wind数据，2023年1月，美国股市新上市12家公司，包括5家SPAC及1家中概股，募集资金6.67亿美元。2023年2月，纳斯达克交易所表示，目前大约200家公司排队等待上市，其中大约25%来自中概股。量子之歌成为2023年1月率先登陆美股的中国企业，近期已递表待上市的还包括天成金汇、禾赛科技、理臣中国、搏智顾问、新瑞鹏医疗、堂堂加等。这一批中国企业主要来自新能源、高科技、医疗、金融、消费等行业。“春江水暖鸭先知”，按照目前情况，这批中概股在美上市形势趋于乐观。

中概股企业境外上市面临和须改进的主要问题

世异时移，曾经趋之若鹜、热火朝天的海外上市，由于中美资本市场的“政治化”，境外监管制度、法律制度的进一步收紧，国家信息和数据安全的要求愈发严格，不确定性明显加大。中概股主要存在如下问题。

数据安全问题：监管冲突和技术跨境可能引发国家信息和数据泄露风险

监管冲突容易导致部分涉密信息泄露。我国证券法规定，任何单位和个人都不能擅自向国外提供与证券业务有关的资料或信息。但是，近年来境外监管机构对

企业信息披露要求不断提高，与我国相关法律制度和数据安全要求产生冲突，对中概股企业平衡好上市地监管和我国安全要求提出了更高挑战。《外国公司问责法案》要求在美上市的外国公司提交审计底稿，并披露其与外国政府之间的关系并证明没有被外国政府所有或控制。倘若境外上市中概股企业签订了涉及国防、科研机密的敏感订单，或本身为国企性质，可能伴随审计底稿出境引发国家安全方面的问题。

技术跨境增加因技术漏洞而被窃取信息的可能性。近年来发生的斯诺登“棱镜门”、美国利用海底电缆窃听欧洲政要谈话等事件，一定程度暴露了美国政府窃取互联网企业数据库的风险。由于我国与美国之间在技术上仍存在差距，技术跨境不仅增加了我国企业信息和数据的不安全性，也可能影响国家信息安全。以滴滴公司为例，其基本掌握中国所有城市的个人出行、通行及街景数据，包含大量个人位置信息数据及图像信息数据，一旦泄露，将给国家安全带来很大风险。

信用风险问题：上市制度差异和个别企业违规行为影响中资企业信誉

上市制度差异导致部分资质不佳企业境外上市融资。境外上市事前准入相对宽松，但事中、事后监管更为严格。一方面，境外市场多采用注册制的上市制度，准入规定较宽松，部分仍处在快速发展期、尚未形成稳定盈利模式的中资企业选择海外市场上市融资，企业容易被恶意做



空或面临更为严格的调查。如2010年爆发的中概股危机事件，中资企业在全球资本市场遭遇了一场信任危机，严重影响了中资企业境外上市融资和再融资。此外，中概股企业质量参差不齐，优质中概股受到拖累。2019—2022年，中概股连续三年净利润为正的公司占比为37%，连续三年均为亏损的企业占比则达到33%。另一方面，境外上市后续面临严格的市场监管和舆论监督。部分中概股企业为达到上市目的，在境外未上市前或上市之初给予投资者较多承诺，而在境外上市后，由于严格的监管规定，未能兑现承诺，严重影响中概股企业形象。

个别企业财务违规影响中资企业声誉。个别公司发生财务造假、治理结构混乱等问题，影响整个中资企业的声誉，甚至被用来抹黑打压中资企业和中国经济，产生监管政治化倾向。如瑞幸咖啡部分管理人员在2019年第二至第四季度通过“小票跳码”等虚假交易虚增相关期间的收入、成本及费用，2020年自曝财务造假后被强制退市。此事件为中概股的强监管按下了加速键，同年12月，《外国公司问责法案》获得正式签署通过。

域外监管问题：境外监管难度较大，跨境监管协同机制不完善

企业境外上市监管较为薄弱。首先，事前监管手段缺失。理论上，在可变利益实体（VIE）模式下，由于不直接违反中国内地和境外的法律规则，且从技术层面看属于一家境外公司去境外募集资金或

挂牌的行为，因此并不需要中国证监会批准。当企业选择股东利益优先并强行境外上市时，中国的监管机构缺乏有效的事前管理手段。其次，事中事后跟踪监管机制尚未建立。长期以来，我国监管部门主要对境内主体跨境交易进行监管，较少穿透到境外进行延伸监管。我国最新《证券法》第二条规定，在中国境外的证券发行和交易，如果扰乱境内市场秩序或损害投资者合法权益的，将追究法律责任，证监会和司法机关对境外证券市场活动的“长臂管辖权”首次得到法律保护，但仍处于初步运用和探索阶段。

跨境监管合作难度较大。受国家主权、监管执法等因素制约，针对境外上市中概股企业的跨境监管合作难度大。突出体现在跨境证券执法合作机制不畅。实践中，我国证监会收到的境外个案协查函和发出的个案协查函数量相对较少，且多为接收方，主动向境外发出个案协查函的情况寥寥无几，导致相关机制无法发挥应有作用。再者，跨境监管诉求存在冲突。在中美签署审计监管合作协议的基础上，美方强调美国市场对中国企业的重要价值，坚持查阅完整的审计底稿并拥有调查的主动权，中方则坚持限制“敏感信息”的使用和调取，双方合作模式和让步边界仍有较大分歧。

境外上市公司退市问题：或将产生一定跨境资金流出风险

境外上市公司退市及回归上市进程中，伴随着大量外汇资金的跨境流动，尤



其是随着科创板设立及科创板注册制的推进，越来越多的红筹企业已经或计划通过回归科创板完成境内上市，或将对跨境资金流动形成一定冲击。

股权结构的复杂性致使对价资金最终去向难以监测。境外中资控股上市公司回归A股涉及多个跨境资金流出管理难点，比如，通过境内返程投资企业转内资或清算方式，汇出资金用于归还原境外投资方的投资款；境内公司直接出资汇出用于回购境外公司股权；内资权益公司通过境外直接投资的方式，收购境外投资方持有的境外中资控股公司股权等。由于资金流动涉及公司较多，境内外股权结构较为复杂，而目前外汇局登记的境外公司信息较为简单，一般在境外投资者登记信息中只登记境外直接投资方，不登记境外投资方的最终持股者或控制人，致使对价资金最终去向难以监测，对跨境资金大额流动监管存在一定难度。

股权结构的调整易加剧跨境资金流出风险。海外上市企业若选择私有化退市，将会涉及数额较大的外汇使用，还存在为保障投资者利益以较高溢价进行现金回购的情形，可能加剧一段时间内跨境资本的波动。比如在上市公司架构拆除的过程中，境外股东撤离对价通常以获取的外方融资金额作为对价谈判的基础，再依据公司实际经营状况，确定评估价值。为了让境外股东顺利退出，境内企业通常会尽量满足投资人的诉求，部分投资人希望直接境外溢价退出，部分投资人希望股权转让至

境内，未来分享境内二级市场股票溢价退出带来的收益。两种诉求均会导致最终评估价值高于企业真实价值，虚增跨境资金流出规模。目前商务部门对于架构拆除涉及的交易一般按境外直接投资做出批复，对交易对价不作明确说明，加大了外汇局监管难度。

相关政策建议

美国股市灵活的融资环境、完善的法律制度体系、容量庞大的市场交易，一直吸引着中国的众多企业。随着外围环境的逐步缓和、稳定和国内政策的推动，2023年中概股赴美上市或将有所回升。为此，笔者提出如下建议。

完善企业境外上市审查治理体制机制。完善境外上市企业的审查制度。建立企业境外上市审查部际联席会议制度，涵盖首发、增发、大宗交易等涉及公司重大股权变化的行为，采取负面清单模式，在现行规定的基础上划定禁止类和限制类事项，规范和完善审查程序。完善境外上市公司的治理机制。强化企业财务信息披露质量，提高上市公司审计委员会履职能力。加大信息披露力度，提高境内企业境外上市融资信息先后发布的统一性。提升我国境外上市公司合规能力意识培养和建设，综合研判评估上市地点、股权特点和投资者结构，减少美国制裁清单风险。建立健全保密制度，落实信息、数据等保密责任，维护国家安全和公共利益。

构建跨境监管合作信息共享机制。



完善审计监管等效认证。国家间拥有等效的审计监管体系，既可有效维护我国的金融主权，又能满足美方监管要求，也有助于减少重复审计，大大减少跨国审计监管成本。可考虑设立过渡期，互派观察员观察对方监管效能，加强交流，逐步实现监管等效互信。进一步推进中美审计监管合作。推动签署满足双方监管要求的合作协议，在双方共同认可并共同控制下，对双方监管辖区内的会计师事务所开展联合检查，有针对性地对审计文件或检查相关的工作底稿进行检查。

保持境外上市企业畅通的融资渠道。

建立健全多层次资本市场体系。进一步改革和完善对企业上市及监管政策，构建多层次资本市场转板机制，研究构建科创板、创业板等提供与国际资本市场对接的简化“绿色通道”，研究制定中概股回归上市机制，有序便捷引导中概股回归境内资本市场，简化回归上市程序，提高回归上市融资效率。丰富中资企业境外市场融资方式多元化，推进存托凭证等业务发展，深入推进境内外资本市场互联互通。大力降低军工、高科技、航天、通信等敏感行业企业对美国资本市场的融资依赖度。努力提升国内资本市场对初创型、高精特新、民营企业融资支持力度，探索在知识产权质押、所有权和分红权分离股票等开展制度创新。

着力推动监管方式与时俱进。近年来，我国资本市场推出了一系列制度变革，如注册制改革、港股和科创板推出

“同股不同权”在内的一系列灵活和宽松的上市标准等，2022年新的境外上市管理相关规定征求意见也显示出证监会监管向市场化、国际化靠拢的趋势。一系列改革逐步缩小了中国资本市场和国际资本市场间的制度差异。建议依照《外商投资法》所规定的负面清单管理原则，对境内中概股企业实施分类管理。即对于负面清单规定禁止投资的领域，禁止境内企业搭建红筹架构；对于负面清单规定限制投资的领域，境内企业搭建红筹架构实施审批管理；对于负面清单外的则实施备案管理。特别地，对于涉及国家安全的现有在负面清单限制投资领域内的中概股企业，进行一次性安全审查，不存在国家安全风险的批量审批通过。

加强监管数据的整合和采集。改造升级外汇管理信息系统，整合现有的外汇登记监管数据资源，增设中概股境外上市及回归香港上市外汇登记及变更登记，丰富外汇局境外投资者登记信息，便于外汇局掌握企业境外投资架构以及监测退市后对价资金的最终去向。设置全链条信息采集功能，将境外所有层级公司信息纳入系统数据采集要求，从而全面掌握境内中概股企业境外上市架构全貌。建立中概股境外上市架构信息采集保障机制，对于境外架构发生变更的，应当先行办理变更登记，再办理利润汇出。对于报送虚假信息的，一经发现应当将境内中概股企业列入管控状态，从而实现抓住境内主体就抓住境外全链条的目的。加强对中概股企业海外上



市的程序性监管，要求企业提交真实有效的材料，并对重点合规事项提交说明。加强对境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资的事中、事后监管，掌握返程投资企业实际控制人、利润分配等情况，促进企业依法依规开展境外上市活动。

建立中概股海外上市退市审查制度。

加强开放环境下的监管能力和风险防范能力建设，坚持放得开、看得清、管得住的要求，加强对境内企业海外上市动态的监

测和分析研判，密切关注其对国际收支的影响，防范资金大进大出风险。强化退市环节监管。建立境内企业海外上市退市审查制度，对于有退市意向的境外上市公司，应在正式开展前2个月内，向外汇管理部门报告相关情况。同时，企业应根据退市进程，逐批向外汇局提供股东大会决议、资金划转证明、公司退市公告、证明资金对价的第三方评估报告，用于核实退市真实性。[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1] 陈捷,张海韵.日本萧条三十年与国际金融安全[J].金融市场研究,2022(01):105-116.
- [2] 冯慧敏.中概股审计底稿信息和数据跨境流动困局的形成与纾解[J].中国注册会计师,2022(11):73-76.
- [3] 何迎新.美国新监管措施对中概股跨境资金流动和外汇管理的影响研究[J].区域金融研究,2021(02):56-63.
- [4] 刘洪.历史巨变下的海外投融资：在拥抱规则中与时俱进[J].清华金融评论,2020(06):103-106.
- [5] 刘梦雨.筑牢诚信基石 上市公司方能行稳致远[J].中国信用,2020(04):38-39.
- [6] 阮立遥,闫彦明.CSD跨境互联网模式和制度安排的比较研究与启示[J].债券,2022(01).
- [7] 熊启跃.在美中概股运行分析与对策建议[J].中国外汇,2022(12):12-15.
- [8] 张崇胜.新中概股危机：审计底稿、证券监管与国家主权[J].中国注册会计师,2022(02):108-115.

A Study of U.S.-Listed Chinese Companies after the China-US Audit and Regulatory Cooperation Agreement

QIN Yehua

(State Administration of Foreign Exchange, Lyliang Sub-Branch)

Abstract In August 2022, China and the United States signed an audit and regulatory cooperation agreement which eased the delisting pressure faced by U.S.-listed Chinese companies. This paper analyzes the current situation of Chinese companies listed in the U.S. and reviews the main problems they face. It also makes specific suggestions on promoting the overseas listing of domestic enterprises and strengthening the supervision of their offshore listings.

Keywords U.S.-listed Chinese Companies, Overseas Listing of Domestic Enterprises, Regulation, Policy Suggestions

JEL Classification G15 G18 G32