



诉讼主张：《外国公司问责法》下中国发行人可鉴应对之策

史晓斌

摘要 《外国公司问责法》旨在强化在美国证券市场上市的外国公司的信息披露，进一步加强了美国证券法披露非财务信息的要求，同时也对中国发行人造成歧视。美国国内对披露非财务信息一直存在争议。受披露非财务信息法律法规影响的发行人通过游说和诉讼等方式进行抵制，取得一定效果。为更好地应对《外国公司问责法》，建议中国证券监管部门可加强与美国证券监管部门的双边监管合作，同时中国发行人可借鉴美国上市公司抵制《萨班斯-奥克斯利法》和《多德-弗兰克法》相关条款的经验，通过综合运用游说和起诉方式进行救济。

关键词 《外国公司问责法》 非财务信息披露 《萨班斯-奥克斯利法》 《多德-弗兰克法》
第 1502 条 《多德-弗兰克法》第 1504 条

一、引言

美国政府对上市公司的监管起步较早，始于 1933 年《证券法》。此后美国又先后颁布了《证券交易法》《信托契约法》《投资公司法》《投资顾问法》等一系列法律，基本形成了监管证券的联邦法律体系。2001 年美国安然公司破产案凸显上市公司信息披露的重要性，美国国会于 2002 年通过《上市公司会计改革和投资者保护法》（《萨班斯-奥克斯利法》）^①，开启“自罗斯福总统以来美国商业界影响最为深远的改革”^②。2019 年开始，美议员提出法案要求加强对在美上市的外国公司监管。2020 年 4 月，瑞幸造假案在美国爆发，加快了美国国会对监管在美上市外国公司的法案讨

论。随后，2020 年 12 月《外国公司问责法》生效^③，该法对《萨班斯-奥克斯利法》进行了修订，进一步加强了对在美国证券市场上市的外国发行人披露义务的监管。该法要求外国发行人披露政府实体的股份、政府是否控股、发行人章程是否载有《中国共产党章程》等更多内容。美国证券交易委员会制定该法实施规则。

《外国公司问责法》的主要内容有以下几点。第一，在美国证券市场上市的证券发行人聘用的会计师事务所位于外国，且由于该外国政府的立场导致美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）无法进行检查时，该年度构成无法检查年度。外国发行人须向美国证券交易委员会提交报告，证明自己未被外国政府拥有或控制。第二，

史晓斌，武汉大学国际法治研究院、国际法研究所。

① Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745.

② The American Presidency Project. Remarks on Signing the Sarbanes-Oxley Act of 2002. [EB/OL], (2024-03-01). <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/remarks-signing-the-sarbanes-oxley-act-2002>.

③ Holding Foreign Companies Accountable Act, Pub. L. 116-222, 15 U.S.C.A. § 7214 a.



即使发行人能证明未被外国政府拥有或控制，如连续三次出现无法检查年度，将被禁止在美国证券交易所交易。第三，外国发行人出现无法检查年度时，公司须额外披露外国政府持股比例、外国政府是否对公司拥有控制性财务利益等内容。第四，美国证券交易委员会应在该法生效后 90 日内制定实施规则。2021 年 3 月，美国证券交易委员会通过临时最终修订表格，以实施《外国公司问责法》规定的强制披露要求，并征求公众对披露要求的意见^①。2022 年 12 月，美国总统签署的《综合拨款法》对《外国公司问责法》进行了修订，在美国证券交易委员会对发行人签发禁止交易令之前，将发行人被委员会确定的连续无法检查年度从三年减少到两年，一旦发行人连续两年被认定为委员会确定的发行人，不得在美国的证券交易所和场外市场交易^②。

鉴于中概股“可变利益实体”（又称“协议控制”，Variable Interest Entities, VIEs）架构在信息披露方面的模糊性以及中美在监管中概股方面存在的争议（李有星和潘政，2020），在不接受 PCAOB 检查审计底稿的外国上市企业中，中国内地和香港特区的企业占了近 90%。外界普遍认为《外国公司问责法》和美国证券交易委员会的实施规则主要针对中国内地和香港特区在美国上市公司^③。

本文依次介绍了美国证券法的重大信息披露制度及非财务信息披露（也称环境、

社会和治理披露，社会披露，可持续性披露等）的演进及标准，以及美国国会特别授权的非财务信息披露的立法，分析了美国发行人对《萨班斯-奥克斯利法》和《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》（《多德-弗兰克法》）关于非财务信息披露规定的抵制策略，即游说和诉讼；在此基础上，就中国发行人如何应对《外国公司问责法》的实施与相关信息披露提出参考意见。

二、美国证券法中的重大信息披露与非财务信息披露：历程演进

美国证券交易委员会的传统使命是保护投资者，维持市场公平、有序和有效，促进资本形成。从保护投资者的目标出发，美国证券交易委员会规定发行人披露重大信息，以便投资者进行投资决策。披露内容最初不包括社会政策，但是为实现社会治理和政治目的，美国立法不断突破《证券法》和《证券交易法》确立的披露重大财务信息的基本框架，要求公司进行非财务信息披露，将披露内容逐步扩大到产生利润的财务信息之外的信息，如环境保护、矿山安全、外交政策、人道主义考虑等，迫使发行人承担社会责任。

（一）重大信息披露

美国关于证券市场上市公司的监管法律以联邦立法为主，其中最主要的是《证券法》和《证券交易法》。传统上，联邦

① SEC.ISSUES Amendments, Seeks Public Comment on Holding Foreign Companies Accountable Act. [EB/OL], (2024-03-01). <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-53>.

② SEC.Holding Foreign Companies Accountable Act[EB/OL], (2024-03-01). <https://www.sec.gov/hfcaa>.

③ 人民网.SEC出手，中概股美国退市危机陡增[EB/OL], (2024-03-01). <http://finance.people.com.cn/n1/2021/0329/c1004-32063501.html>.



证券法有两种主要披露制度，一是根据《证券法》披露与公开发行证券有关的披露，二是根据《证券交易法》对根据该法注册证券的公司进行持续披露。披露制度的基本要素是《证券法》的要求，发行人公开发行的所有证券都必须注册，并向潜在投资者分发招股说明书。《证券法》的披露制度没有规定更新信息。《证券交易法》要求所有在国家证券交易所上市的公司向美国证券交易委员会登记上市证券，并要求根据《证券交易法》登记证券的一些公司，提交年度报告和定期报告。在20世纪80年代，美国证券交易委员会整合证券法的披露制度，确定了单一披露制度（Bloomenthal & Wolff, 2023）。美国证券法的核心规定在于要求发行人进行重大信息披露。《证券法》和《证券交易法》都规定发行人披露重大信息（Woody, 2012）。对于重大信息的认定，美国监管部门只是以影响股价或对决策有用作为界定标准，并未绝对划分界限（方净植，2021）。重大信息问题涉及法律和事实问题的综合判断，需在个案中明确适用的认定标准^①。

美国联邦最高法院在判例中明确了以理性投资者的判断作为重大信息的认定标准，即重大信息应为理性投资者在决定是否购买证券时很可能重视的信息（Woody, 2012）。在TSC工业公司诉诺斯韦公司案中，最高法院认为，根据《证券交易法》第14(a)条颁布的美国证券交易委员会14a-9规则，如果陈述中有关重大事

实是虚假或具有误导性的，或者为了使陈述不虚假或误导而省略任何必要的重大事实，不得征求代理股东表决权。最高法院认定的重大信息标准如下：理性的股东在决定投票时，如果极有可能认为未披露的事实很重要，那么未披露的事实就属于重大事实。如不披露重大事实很有可能影响投票程序。不要求证明未披露的事实很可能导致合理的投资者改变投票权，但要求证明根据所有案情，理性投资人在决定时很有可能认为被遗漏的事实具有实际意义^②。

在基本公司诉莱文森案中，美国最高法院进一步指出，根据《证券交易法》第10(b)条颁布的美国证券交易委员会10b-5规则，禁止在购买或出售证券时，对重大事实作出任何不真实的陈述，或遗漏使所作陈述不具误导性的重大事实^③。后者必须是理性的投资者认为，如果披露很可能颠覆全部已披露信息的事实。同时法院谨慎地维护重大信息标准，防止标准过低引起发行人披露过多信息，导致发行人的管理层向股东提交大量的琐碎信息，不利于股东的明智决策^④。

（二）非财务信息披露

非财务信息披露的内容通常包括公司的法律合规结构、劳工标准、气候和环境影响、企业慈善捐款、政治捐款、人力资源事务；人权风险；企业社会责任和企业公民意识等。

1. 非财务信息披露的法律规定

美国《证券法》中的注册声明、《证券

① TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 439, 96 S. Ct. 2126, 2128, 48 L. Ed. 2d 757 (1976).

② TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 439, 96 S. Ct. 2126, 2127, 48 L. Ed. 2d 757 (1976).

③ Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 224, 108 S. Ct. 978, 979, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).

④ Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231-32, 108 S. Ct. 978, 983-84, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).



交易法》年度和定期报告及征求代理股东表决权的规定都提出了相同的披露要求。1982年，美国证券交易委员会通过《非财务信息披露内容与格式条例》(S-K规则)对非财务信息披露做出具体规定，要求提交给美国证券交易委员会的非财务内容应包括：发行人的业务和财产描述、法律程序、发行人的担保、财务信息、管理层和主要证券持有人、注册声明和招股说明书的格式、行业指南以及关于新设合并交易、并购、资产支持证券以及石油和天然气生产商的专门披露规定 (Karmel, 2016)。此外，美国证券交易委员会还通过特殊披露规则，要求披露供应链中使用冲突矿物的情况、与伊朗有关的商业活动、采掘业公司的矿山安全、风险管理、高管薪酬和董事会成员多元化等信息 (Ho & Park, 2019)。

2. 非财务信息披露的法定授权

有观点认为，美国证券交易委员会要求发行人扩大披露有关社会和环境问题的管理层政策和做法，引入企业社会责任披露，源于《证券交易法》第14(a)条的授权 (Williams, 1999)。美国《证券交易法》第14(a)条规定：任何人违反美国证券交易委员会出于公共利益或保护投资者的目的制定的规则或条例，征求或允许使用其名义来征求上市证券的代理权、同意书或授权书，都是违法的^①。立法历史表明，美国国会制定该条旨在增强股东在公司治理中的权力，特别是要求公司向股东提供公司内部管理的信息，以便股东在投票时能够充分了解公司情况 (Williams,

1999)。

3. 非财务信息披露的标准：重大信息或国会特别授权披露的信息

1975年，美国证券交易委员会审议了环境和社会披露事项，以及根据联邦证券法要求披露的权力和责任。美国证券交易委员会认为，第一，在颁布披露要求时，它通常无权考虑促进与联邦证券法目标无关的目标，即使对于推进具体的国会授权是适当的。第二，为满足有限投资大众的需要而进行披露，可能是不适当的，因为注册人的成本最终必须由其股东承担，对大多数投资者来说，成本可能超过由此带来的收益。第三，只有在此类信息对理性的投资者很重要，在特定情况下，为了使备案中的陈述不具有误导性或在其他方面不完整，可能需要这披露信息^②。

三、美国国会特别授权的非财务信息披露：《萨班斯-奥克斯利法》和《多德-弗兰克法》

在经济危机或上市公司发生重大突发事件后，美国国会通常颁布法律，要求上市公司进行更多披露，强化公司治理监管。安然公司倒闭后，国会通过了《萨班斯-奥克斯利法》。2008年金融危机后，美国国会于2010年通过了《多德-弗兰克法》。两部法律都要求加强公司社会责任披露，增加公司财务的稳定性，恢复投资者信心 (Ryznar & Woody, 2015)。

(一) 2002年《萨班斯-奥克斯利法》

《萨班斯-奥克斯利法》授权美国证券交易委员会要求披露公司的治理体系。具

^① Section 14 (a) of the Exchange Act, 15 U.S.C.A. § 78n (a).

^② SEC, 'Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K' Release No. 10064 (Apr. 13, 2016).



体包括：公司治理，其中包含董事和高级管理人员的责任；对审计上市公司的会计师事务所的监管；公司报告；安全分析师的独立性和披露；美国证券交易委员会对发行人报告的审查（Lander, 2020）。《萨班斯-奥克斯利法》适用于根据《证券交易法》在美国证券交易委员会注册发行证券的美国和外国发行人（Lander, 2020；Taneda, 2003）。

（二）2010 年《多德-弗兰克法》

《多德-弗兰克法》进一步扩大了披露事项。该法第 1502 条规定，美国证券交易委员会应制定规则，要求上市公司披露使用来自特定冲突国家和地区的冲突矿物信息^①。目的是利用美国证券交易委员会的披露程序，终结刚果民主共和国的武装冲突和侵犯人权的行为。该法第 1504 条指示美国证券交易委员会制定规则，要求资源开采发行人披露为商业开发石油、天然气或矿物而向外国政府或美国联邦政府支付的款项^②，从而间接促使这些国家负责任地利用资源^③。

《多德-弗兰克法》第 1502 和第 1504 条与该法应对金融危机的主旨没有明显关联。有观点认为这些条文是由于立法者的忽略被纳入的。也有观点认为，第 1502 条和第 1504 条授权美国证券交易委员会负责并非其主管范围内的外交政策问题，可能是由于国会认为美国证券交易委员会是负责监管披露的主要机构（Taylor, 2014）。

1. 《多德-弗兰克法》第 1502 条

《多德-弗兰克法》第 1502 条在《证券交易法》增加了第 13 (p) 条，指示美国证券交易委员会制定规则，要求发行人披露制造产品必须使用的冲突矿物信息，每年披露矿物是否源于刚果民主共和国或邻国。如果发行人的冲突矿物源于这些国家，发行人应向美国证券交易委员会提交报告，说明对冲突矿物来源进行的尽职调查。根据第 13 (p) 条要求，报告应包含对制造或约定制造的、无刚果民主共和国冲突的产品的描述，处理冲突矿物的设施，冲突矿物的原产国，以及确定原产地的努力。发行人披露的信息可在网站上向公众公开^④。美国国会制定本条目的在于通过减少使用此类冲突矿物，削弱相关国家的武装团体利用冲突矿物融资的能力，以便遏制其资金来源，最终结束冲突^⑤。

2. 《多德-弗兰克法》第 1504 条

《多德-弗兰克法》第 1504 条在《证券交易法》中增加了第 13 (q) 条，指示美国证券交易委员会制定规则（第 1504 条实施规则），要求石油、天然气或矿物等资源开采发行人披露为商业开发石油、天然气或矿物而向美国或外国政府支付的款项，包括提供与商业开发石油、天然气或矿物有关的每个项目的付款类型和总金额的信息，以及向每个政府付款的类型和总金额。资源开采发行人以可交互数据格式，提供付款信息。发行人还必须披露子公司或控

① Pub. L. No. 111-203.

② Pub. L. No. 111-203.

③ SEC, 'Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K' Release No. 10064 (Apr. 13, 2016).

④ SEC, 'Conflict Minerals' SEC Release No. 67716 (Aug. 22, 2012).

⑤ SEC, 'Conflict Minerals' SEC Release No. 67716 (Aug. 22, 2012).



制的实体向外国政府支付的款项^①。该条同时适用于美国和外国发行人，使资源丰富国家的公民可以就资源创造的财富问责政府，促进能源安全。

四、美国发行人的抵制策略

综上所述，美国上市公司的非财务信息披露一直呈扩大趋势，而且越来越多涉及外交、人权等敏感领域。美国国内对不断扩大的非财务信息披露，特别是外交政策披露一直有不同看法。支持者认为投资者越来越多地参与公司财务以外的环境、社会和治理事项^②，这些事项对投票和投资决策日益重要^③；企业应承担社会责任，非财务信息披露关系到社会公共利益，也与发行人的财务经营和投资者决策有关；披露重大公共政策事项是有效的宣传手段。反对者认为，利益集团寻求利用证券法解决各种社会热点问题，不符合仅披露重大信息的基本原则^④；且超越美国证券交易委员会的传统职权（Ho，2022）。

受非财务信息披露影响的利益相关方一般通过游说和诉讼两种方式抵制相关法律规则的实施。一方面，通过游说国会影响立法，同时对公众关注较少的监管机构和法院施加影响。另一方面，鉴于规定非财务信息披露的法律需要美国证券交易委员会制定实施规则，受影响的发行人针对美国证券交易委员会制定的规则提起诉

讼，以该委员会制定规则时进行的经济分析不充分、行为超越职能或违反行政程序法、规则违反宪法等理由，通过司法方式主张规则无效。这两种方式取得了一定效果，或削弱规则的力度或导致直接撤销有关规则。

（一）游说协商

《萨班斯-奥克斯利法》对外国发行人造成了严重影响。传统上，公司治理一直由各州管辖，各州通常仅对在本州注册的外国公司适用公司治理规定。证券交易所一贯豁免外国发行人遵守多数公司治理要求。外国发行人一致反对适用《萨班斯-奥克斯利法》，并在美国证券交易委员会进行游说，寻求豁免。考虑到《萨班斯-奥克斯利法》与公司所在国家法律法规的冲突，导致一些外国公司可能选择不在于美国上市或从美国证券市场退市。对此，美国证券交易委员会随后制定规则，做出了一定让步（Taneda，2003）。2007年，美国证券交易委员会前主席莱维特（Arthur Levitt）曾公开表示，资金雄厚的游说团体正在试图倒退《萨班斯-奥克斯利法》规定的披露义务^⑤，这也再次从侧面折射出游说的力量。

（二）诉讼

部分发行人选择就《多德-弗兰克法》第1502条和第1504条提起诉讼，主张法院应撤销美国证券交易委员会制定的实施

① 15 U.S.C. 78m (2012).

② SEC, 'Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K' Release No. 10064 (Apr. 22, 2016).

③ SEC, 'Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K' Release No. 10064 (Apr. 22, 2016).

④ SEC, 'Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K' Release No. 10064 (Apr. 22, 2016).

⑤ Heritage Institute. U.S. SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION CHAIRMAN ARTHUR LEVITT: PRES. BUSH & SEC. PAULSON ARE LOWERING CORPORATE GOVERNANCE STANDARDS AND ROLLING BACK REFORMS.[EB/OL].(2024-03-01). <http://www.heritageinstitute.com/governance/sarbanes-oxley.htm>.



规则，因为这些规则错误解释了国会的立法授权、超越了美国证券交易委员会的权限或者违反行政程序法或宪法的规定。法院在此基础上认定美国证券交易委员会制定的规则无效。

1. 《多德-弗兰克法》第 1502 条诉讼

在国家制造商协会诉美国证券交易委员会案中^①，原告认为，美国证券交易委员会未能从整体上正确分析该规则的成本和收益，违反了《证券交易法》的法定授权，即应考虑规则是否促进效率、竞争和资本形成，并确保规则不因实施《证券交易法》而不当损害美国发行人的国际竞争力。原告主张，《多德-弗兰克法》第 1502 条实施规则要求美国证券交易委员会独立确定，通过制定规则来减少刚果民主共和国的冲突和暴力是否有必要或合适^②。原告尤其反对美国证券交易委员会规则的下列条款：规则不仅限于直接生产包含冲突矿物的产品、有披露和报告义务的发行人，还适用于约定生产此类产品的发行人；美国证券交易委员会拒绝对最低限度使用冲突矿物豁免披露义务；美国证券交易委员会规定了临时过渡期，允许大型公司有两年过渡期，小型公司有四年过渡期。在此期间，公司可将无法确定来源的冲突矿物描述为无法确定是否涉及刚果冲突。

法院认为，美国证券交易委员会适当考虑了《证券交易法》第 3 (f) 和第 23

(a) (2) 条规定的各种因素，要求美国证券交易委员会重新评估并独立确认制定的《多德-弗兰克法》第 1502 条实施规则是否实现国会的人道主义利益目标，缺乏法律依据。美国证券交易委员会并非武断、反复无常或违反法律，因此不违反行政程序法^③。对于具体指控，法院认为：第一，美国证券交易委员会未规定最低限度的例外；未要求发行人进行尽职调查，确定他们是否应受规则管辖；将披露要求扩展至约定制造包含冲突矿物的产品的发行人；给予小规模发行人的四年过渡期，大型发行人的两年过渡期；以上这些都不构成任意行动。第二，美国证券交易委员会充分分析了第 1502 条实施规则的成本收益。因此，美国证券交易委员会的第 1502 条实施规则不违反行政程序法。

但对于规则要求使用冲突矿物的发行人在网站声明产品并非涉及刚果冲突，是否构成不当强迫烦琐和侮辱性的言论^④，地区法院认为，第 1502 条和第 1502 条实施规则符合国会在刚果及周边地区实现和平与安全的目标，因此未违反宪法^⑤。上诉法院认为，美国证券交易委员会没有提供实质性支持，以评价第 1502 条和第 1502 条实施规则在实现政府利益或目标方面的效力。因此，第 1502 条与第 1502 条实施规则违反宪法第一修正案，在此范围内无效。美国证券交易委员会应修改第 1502 条实施

① Nat'l Ass'n of Mfrs. v. S.E.C., 956 F. Supp. 2d 43 (D.D.C. 2013); Nat'l Ass'n of Mfrs. v. S.E.C., 748 F.3d 359 (D.C. Cir. 2014); 800 F.3d 518 (D.C. Cir. 2015); No. 1:13-CV-00635-KBJ, 2017 WL 3503370 (D.D.C. 2017).

② Nat'l Ass'n of Mfrs. v. S.E.C., 956 F. Supp. 2d 43, 55-56 (D.D.C. 2013).

③ Nat'l Ass'n of Mfrs. v. S.E.C., 956 F. Supp. 2d 43, 59 (D.D.C. 2013).

④ Nat'l Ass'n of Mfrs. v. S.E.C., 956 F. Supp. 2d 43, 73 (D.D.C. 2013).

⑤ Nat'l Ass'n of Mfrs. v. S.E.C., 956 F. Supp. 2d 43, 82 (D.D.C. 2013).



规则^①。

2. 《多德-弗兰克法》第 1504 条诉讼

美国证券交易委员会在制定第 1504 条实施规则的过程中，受到美国证券交易委员会、国会和法院内部的政治冲突的多重制约 (Karmel, 2016)。美国证券交易委员会于 2012 年 8 月通过 13q—1 规则和修订的 SD 表格。美国哥伦比亚特区地方法院于 2013 年 7 月撤销了第 1504 条实施规则^②。美国石油研究所诉美国证券交易委员会案中^③，法院裁定：第一，《多德-弗兰克法》未提及公开申报，法律要求的公开可用仅限于资料汇编，整部《证券交易法》使用的报告仅指向美国证券交易委员会披露。美国证券交易委员会要求公开披露报告，错误解释了《多德-弗兰克法》。因此，美国证券交易委员会的行为无效。第二，法院认为第 1504 条实施规则拒绝对禁止付款披露的国家予以披露豁免，是武断和反复无常的。美国证券交易委员会并未考虑竞争、投资者的负担以及豁免的必要性。因此法院认定第 1504 条实施规则无效。

2014 年 9 月，美国乐施会向马萨诸塞州地方法院提起诉讼，请求法院强制美国证券交易委员会发布第 1504 条实施规则。2015 年 9 月，法院裁定：美国证券交易委员会不发布第 1504 条实施规则，构成非

法的行政不作为^④。2016 年 6 月，美国证券交易委员会通过了修订的 13q-1 规则和 SD 表格。2017 年 2 月，美国国会根据《国会审查法》拒绝批准美国证券交易委员会制定的第 1504 条实施规则，理由集中于该规则对经济的负面影响，包括：对公司施加不当的合规成本、损害就业并给经济造成负担、降低美国公司的国际竞争力；另外，规则超出了美国证券交易委员会的核心职责。但《证券交易法》第 13 (q) 条下的法定授权仍然有效^⑤。2020 年 12 月，美国证券交易委员会通过最终版的第 1504 条实施规则，要求资源开采发行人提交报告，公开披露特定公司的项目的付款信息；对于外国法律或合同禁止进行必要披露的情况，增加了两个有条件的豁免；增加对小型报告公司和新兴成长公司的有条件豁免^⑥。2021 年 1 月 15 日通过《资源开采发行人披露付款规则》，对 SD 表格进行修订，以实施《证券交易法》第 13 (q) 条^⑦。

五、对中国发行人应对《外国公司问责法》的镜鉴

《外国公司问责法》旨在强化在美国证券市场上市的外国公司的信息披露，客观上进一步扩大美国证券法的非财务信息披露的范围。有观点认为，《外国公司问责法》

① Nat'l Ass'n of Manufacturers v. S.E.C., 800 F.3d 518, 524–25 (D.C. Cir. 2015).

② SEC, 'Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers' Release No. 87783 (Dec. 18, 2019).

③ Am. Petroleum Inst. v. S.E.C., 953 F. Supp. 2d 5 (D.D.C. 2013).

④ SEC, 'Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers' Release (81 FR 49426, July 27, 2016).

⑤ SEC, 'Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers' Release No. 87783 (Dec. 18, 2019).

⑥ SEC, SEC Adopts Final Rules for the Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers[EB/OL]. (2024-03-01). <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-318#:~:text=The%20Securities%20and%20Exchange%20Commission%20today%20voted%20to,commercial%20development%20of%20oil%2C%20natural%20gas%2C%20or%20minerals.>

⑦ SEC, 'Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers' (86 FR 4714, Jan. 15, 2021).



的立法目的并非要让中国发行人退市，而是使中方允许美方对中国发行人进行审计监督。退市期限临近时，两国或发行人可能谈判宽限期^①。未经美国 PCAOB 检查的会计师事务所审计的发行人，还可能通过提交保证金得以继续交易，以补偿可能因披露不合规遭受损失的投资者^②。

《外国公司问责法》所要求的非财务信息披露，在中概股上表现为对在美上市的中国公司的审计底稿和审计机构如何进行检查问题，这也是中美证券监管合作中的主要分歧。《萨班斯-奥克斯利法》要求美国 PCAOB 检查注册的会计师事务所，但因为中美监管制度和法律的不同，美国 PCAOB 事实上无法检查会计师事务所关于中国发行人的审计底稿。根据中国关于保密、国家安全和证券方面的法律，中国政府禁止海外证券监管机构在中国境内直接进行调查或取证，禁止中国境内实体或个人未经中国政府批准，向海外监管机构提供与证券业务活动有关的文件和信息。在中美两国冲突的信息披露监管下，中国发行人面临双重违法困境（梁咏，2022）。美国证券交易委员会指出，其对在美国证券市场上市的中国内地发行人披露的监管与执行可能受到限制；中国内地发行人的披露可能不完整或具有误导性；因此投资者追索相关损害的机会减少^③。

《外国公司问责法》的出台是中美长期

以来关于证券监管分歧和冲突扩大化的结果，也是美方对这种分歧给出的单方答案，但要真正解决问题仍需要双方监管部门的合作。《外国公司问责法》的适用对象主要针对在美国证券市场上市的中国发行人，规则设计体现对华战略的政治逻辑，执法实践是美国审计监管权的域外适用（汪伟和乔雄兵，2022）。《外国公司问责法》生效后，中国发行人陆续被美国证券交易委员会列为被监管发行人或美国证券交易委员会确定的发行人。根据该法，如果连续两年被列为美国证券交易委员会确定的发行人，美国证券交易委员会将发布禁止交易令，禁止该上市公司在美国证券交易所进行交易。

中国证监会相关负责人指出，一些中国发行人被美国证券交易委员会列入有退市风险的清单，是美国监管部门执行《外国公司问责法》的正常程序，是否在未来两年真正退市，最终取决于中美审计监管合作的进展与结果^④。两国证券监管部门一直在寻求合作与妥协之道，使得既能实现监管，又不违反双方的法律，特别是中国国内法。在 2013 年执法合作谅解备忘录与 2016 年试点检查合作备忘录的基础上，2022 年 8 月中美审计监管合作协议签署后，双方对相关会计师事务所开展日常检查与执法合作建立了监管合作机制，明确了双方合作范围与协作形式。这是中美双方通

① 'China Delisting Bill Leaves Three-Year Window for Compromise' WGL-ACCTALERT VOL 14 NO 234, from Westlaw Classic.

② 'At Hearing, China Audit Inspection Bill Faces Scrutiny' Accounting & Compliance Alert (WG&L)—Complete Edition VOL 13 NO 120 June 21, 2019, from Westlaw Classic.

③ SEC, 'Disclosure Considerations for China-Based Issuers' Fed. Sec. L. Rep. P 75811.

④ 中国证监会.中国证监会国际部负责人答记者问[EB/OL].(2024-03-01).<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c2248553/content.shtml>.



过加强合作解决中国发行人审计监管问题迈出的重要一步，双方据此开展相关会计师事务所的日常检查与调查活动，以解决中国发行人审计监管问题。中美双方证券监管部门达成的协议及此后双方的合作实践是在对等互惠基础上的双赢，暂时缓解了《外国公司问责法》生效后带来的中概股退市危机。2023年2月，中国证监会发布了《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》，以国内规章的形式对中国企业境外发行上市进行了规范。但另一方面，中概股上市公司对美国股票市场信息披露制度的认知不足，特别是忽略非财务信息披露等，使其依旧可能面临长期风险（孙梦雪和王小芳，2023）。

对于中国发行人而言，除退市外，还可以借鉴此前美国发行人抵制《萨班斯-奥克斯利法》和《多德-弗兰克法》的有关做法，利用美国国内对非财务信息披露的争议，通过游说和诉讼两种方式进行救济。

在游说中，中国发行人可以聘请美国专业游说公司依照美国国内法开展游说。事实上，近年来随着中美关系紧张加剧，中国公司在美开展游说业务也随之大幅增加，美国国会已有议员扬言拒绝会见代表部分中国公司的说客。在当前美国国内以反华为政治正确的氛围下，游说的作用不宜高估，但仍不失为一种选项。在诉讼中，中国发行人可以起诉的理由有：美国证券交易委员会制定的规则违反行政程序法的规定，美国证券交易委员会制定的规则错误解释国会授权，美国证券交易委员会制定的规则违反宪法等。从美国判例来看，法院在一些案件中认定了美国证券交易委员会制定的规则因违反行政程序或违反宪法无效。这两种策略综合运用，可以对美国证券交易委员会在制定和实施过程施加一定压力，尽量延迟或降低对中国发行人的不利影响。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 方净植.中美上市公司年报信息披露对比及其监管思考[J].金融市场研究,2021(04):76-87.
- [2] 梁咏.美国《外国公司问责法》实施细则对中概股的影响及对策[J].海外投资与出口信贷,2022(03):28-31.
- [3] 李有星,潘政.论中概股危机下中美跨境审计监管合作[J].证券市场导报,2020(10):72-78.
- [4] 孙梦雪,王小芳.破解中概股危机:上市公司信息披露视角下的研究[J].南方金融,2023(02):76-87.
- [5] 汪伟,乔雄兵.中概股跨境审计监管的实质、困局与进路——以《外国公司问责法案》为切入点[J].湖北经济学院学报,2022(02):103-115.
- [6] Celia R.Taylor.Drowning in Disclosure: The Overburdening of the Securities & Exchange Commission [J]. Virginia. Law & Business Review,2014:86-119.
- [7] Cynthia A. Williams.The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency [J]. Harvard Law Review,1999:1197-1312.
- [8] Guy P. Lander,U.S. Securities Law for International Financial Transactions & Capital Markets (Westlaw, November 2020 Update), from Westlaw Classic(6:36).
- [9] Harold S.,Bloomenthal,Samuel Wolff.International Capital Markets & Securities Regulation (2023 Update). from Westlaw Classic,(5:1, 5:6)
- [10] Karen E. Woody.Conflict Minerals Legislation: The SEC's New Role as Diplomatic and Humanitarian Watchdog [J].Fordham Law. Review,2012:1316-1357.
- [11] Kenji Taneda. Sarbanes-Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation [J].Columbia Business Law Review, 2003:715-756.



- [12] Margaret Ryznar, Karen E. Woody. A Framework on Mandating Versus Incentivizing Corporate Social Responsibility [J]. Marquette Law Review, 2015: 1667-1694.
- [13] Roberta S. Karmel. Disclosure Reform-The SEC is Riding Off in Two Directions at Once [J]. The Business Lawyer, 2016: 781-834.
- [14] Virginia Harper Ho, Stephen Kim Park. ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting [J]. University of Pennsylvania Journal of International Law, 2019: 249-328.
- [15] Virginia Harper Ho. Modernizing ESG Disclosure [J]. University of Illinois Law Review, 2022: 277-355

Reflections on the Holding Foreign Companies Accountable Act

SHI Xiaobin

(Academy of International Law and Global Governance & Institute of International Law, Wuhan University)

Abstract The Holding Foreign Companies Accountable Act is aimed at strengthening disclosure by foreign companies listed in the United States. It is part of a recent expansion of non-financial disclosure under U.S. securities law. It also is a clear example of discrimination against Chinese companies listed on U.S. financial markets. For many years, non-financial disclosure has been a controversial topic in the United States. Affected U.S. companies resisted the Sarbanes-Oxley Act and Dodd-Frank Act through lobbying and litigation, and their efforts achieved positive results. This paper suggests that Chinese authorities should step up cooperation with U.S. regulatory entities to address problems with the latest form of restrictive legislation. Chinese companies listed in the U.S. securities markets should follow the lead of listed U.S. companies in resisting the relevant provisions of the Holding Foreign Companies Accountable Act by way of lobbying and pursuing litigation in US courts.

Keywords Holding Foreign Companies Accountable Act, Non-financial Disclosure, Sarbanes-Oxley Act, Dodd-Frank Act Article 1502, Dodd-Frank Act Article 1504

JEL Classification K22 G18 O51