

# 中概股审计监管争议解决路径探析

## ——以《外国公司问责法案》为切入点

富灵琳

华东政法大学国际法学院, 上海

收稿日期: 2023年4月7日; 录用日期: 2023年5月12日; 发布日期: 2023年5月19日

### 摘要

全球市场上壮观的中概股现象在过去数十年间有效助力了中国经济腾飞, 但中概股企业的财务状况是一大跨境监管难题。百年未有之大变局下, 《外国公司问责法案》经美国总统签署生效, 直指在美上市的中资企业, 引发新一轮中概股跨境审计争议。本文在分析中概股跨境监管现状及《问责法案》颁布后中美相关规则之执拗的基础上, 进一步提出跨境审计监管中存在的国家安全与投资保护的冲突、长臂管辖与监管缺位的冲突。从国家安全及国家间战略竞争的角度出发, 顺应证券市场国际化趋势, 寻求跨境监管合作新突破, 建立客观的域外管辖界限, 前瞻性地制定应对策略。

### 关键词

中概股, 跨境审计监管, 问责法案, 域外管辖

# Analysis on the Solution Path of Audit Supervision Dispute of China Concept Stocks

## —Starting with the Holding Foreign Companies Accountable Act

Linglin Fu

Faculty of International Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Apr. 7<sup>th</sup>, 2023; accepted: May 12<sup>th</sup>, 2023; published: May 19<sup>th</sup>, 2023

### Abstract

The spectacular phenomenon of Chinese concept stocks in global markets has helped China's economy boom over the past few decades, but the financial condition of these companies is a ma-

**jor cross-border regulatory challenge. In a once-in-a-century change, the US President signed into law the Holding Foreign Company Accountable Act, which directly targets Chinese companies listed in the US, triggering a new round of cross-border audit controversy. Based on the analysis of the current situation of cross-border supervision and the impenetrability of relevant rules in China and the US after the promulgation of the Act, this paper further points out the conflicts between national security and investment protection, as well as the conflicts between long-arm jurisdiction and the absence of supervision in cross-border audit supervision. From the perspective of national security and strategic competition between countries, China should conform to the internationalization trend of securities market, seek new breakthroughs in cross-border regulatory cooperation, establish objective limits of extraterritorial jurisdiction, and formulate countermeasures prospectively.**

## Keywords

**China Concept Stocks, Cross-Border Audit Supervision, Holding Foreign Company Accountable Act, Extraterritorial Jurisdiction**

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

中国概念股(China Concept Stocks, 以下简称“中概股”)通常是指在境外上市, 而生产经营业务集中于中国内地的企业股票。自改革开放以来, 跨境上市成为中国企业的重要融资渠道, 为中国企业的发展带来了更加广阔的舞台。其中, 美国由于上市门槛相对较低, 符合新兴企业的融资需求而成为了中概股境外上市的主流选择。但针对主要业务和资产在境内、注册地或上市地在国外的境外上市公司的跨境监管成为了一大难题。审计监管是中概股跨境监管的重要环节, 美国自 2002 年《萨班斯 - 奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act, 以下简称《SOX 法案》)颁布并设立公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board, 以下简称 PCAOB)后, 一直在尝试推进其对境外会计师事务所的入境调查工作, 但中美之间的跨境证券监管合作受制于社会制度、证券法律、监管模式和证券市场成熟度等因素而一直未能形成系统一致的监管合作标准。

2020 年 4 月, 瑞幸咖啡被曝财务造假,<sup>1</sup>这是继 2011 年东南融通财务造假案后,<sup>2</sup>中概股再次陷入美国市场的不信任危机。2021 年 12 月, 《外国公司问责法案》(Holding Foreign Company Accountable Act, 以下简称《问责法案》)经美国总统签署正式生效, 旨在通过赋予 PCAOB 在境外的直接执法权加强跨境审计以保护投资者利益。虽然《问责法案》适用于在美上市的所有外国公司, 但其中包含的“特殊化”条款直指中资企业。法案一出, 不少本来计划在美上市的公司都打了退堂鼓, 中概股市值暴跌, 更有不少企业面临强制退市风险。

中概股跨境审计监管争议问题由来已久, 本轮争议, 既是制度规则差异引发的冲突, 也是监管主权

<sup>1</sup>2020 年 1 月 31 日, 知名做空机构浑水声称, 收到了一份长达 89 页的匿名做空报告, 直指瑞幸数据造假。2020 年 4 月 2 日, 瑞幸自曝去年二季度至四季度期间, 伪造了 22 亿元人民币的交易额, 相关的成本和费用也相应虚增, 股价暴跌 75%。2020 年 4 月 7 日, 瑞幸咖啡宣布停牌, 在完全满足纳斯达克要求的补充信息之前, 交易将继续暂停, 并因此陷入至少 4 起集体诉讼。

<sup>2</sup>2011 年 4 月, 做空机构香椽研究发布报告, 认为中概股公司东南融通涉嫌财务报告造假。其后 4 个月内, 东南融通遭遇停牌、CFO 辞职、独立董事兼审计委员会主席和多为审计委员会成员辞职的连锁性崩溃, 并于当年 8 月正式解体。而在追究审计机构德勤在这件事情中的责任时, 美国监管机构遭到中国法律的障碍, 无法查阅审计底稿。

问题在金融安全领域的体现。尽管《问责法案》的出台加剧了中美两国的跨境监管审计分歧，但以友好姿态化解监管争议、推进联合检查仍然是符合中美双方利益的最优选择。

## 2. 监管现状

中概股财务信任危机归根结底源自可变利益实体(Variable Interest Entities, 以下简称“VIE”)架构天然就具有的监管缺失、跨越不同法域、信息披露不透明的特点[1]。VIE 架构是被中概股广泛采用的境外上市架构,其基本模式是中国大陆境内的经营实体在境外设立特殊目的公司(SPV)作为上市壳公司,壳公司在香港设立子公司,再由该子公司在大陆境内设立一家外商独资子公司(WFOE),最后由 WFOE 通过贷款协议、独家服务协议等一系列协议达成对大陆境内经营实体的控制,从而将该实体的利润层层转移到上市壳公司[2]。2000 年,新浪在纳斯达克的成功上市成为中国企业运用 VIE 架构在美国上市的开端,截至 2022 年 8 月,有 360 家中概股在美上市。得到青睐的 VIE 模式自然具有多重优势:对于企业来说,能够以较低的成本赴境外融资并获取离岸税收优惠;从国家经济发展全局来看,国际市场上颇为壮观的中概股现象无疑是对 20 世纪 80 年代改革开放引入外资方式的升级,是开拓国际资本市场的重大制度创新,有效助力了中国经济腾飞[3]。

但这一架构下中概股财务审计也缺乏实质性法律约束[4]。于中概股而言,VIE 架构归根结底是一个利用协议控制打造的、对法律形式高度依赖的商业模式,其运用之主要目的就是利用不同国家间法规的差异来规避证券监管、并购监管、外资产业准入监管等一系列规则。而审计监管奉行的是“实质重于形式”的理念,VIE 概念诞生之初,就体现了美国会计准则通过将股权、贷款、担保、信用增级等各种财务支持统一视为有风险的可变利益,要求可变利益的受益人合并相关报表,力图透过法律上的各种形式安排揭示经济实质本来面目的监管思路[5]。在中国,监管实践对 VIE 一直没有明确的态度,尽管 2006 年商务部发布的《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》(以下简称“《规定》”)中体现了对通过外资并购方式的间接上市模式进行直接监管。<sup>3</sup>但 VIE 架构的法律地位仍未明晰——企业实务中倾向于狭义地将《规定》的监管对象解读为股权控制模式以自由地实施协议控制,监管者默许、迎合这一理解,怠于执行监管法规,其中既有鼓励企业创新和发展的主动放权,也有监管资源无暇顾及导致的被动搁置[6]。

监管缺失下中概股的繁荣因而包含着层出不穷的漏洞。从 2011 年东南融通以遵守中国相关法律为由拒绝向 PCAOB 提供审计底稿到 2020 年瑞幸咖啡财务报告造假事件,中概股在美国股市的一系列问题开始受到美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commity, 以下简称“SEC”)和美国政府的关注,且正逐步演变为中美战略竞争中美国当局对中国的遏制手段。在“实质重于形式”理念的主导下,美国通常利用司法互助协定、谅解备忘录的形式,与多国开展双边监管合作[7]。自 2010 年第一轮中概股风波后,SEC 与 PCAOB 加紧向中方寻求跨境执法合作,并将谈判和磋商的重点放在落实 PCAOB 跨境审计监督权和调查权方面[8]。2012 年,中美签订试行合作协议,约定美方可派员观察我国监管机构的检查与评估活动;2013 年,中美签订执法合作谅解备忘录,双方在审计工作底稿出境、证据获取协助等方面达成合作意向;2017 年,中方协助 PCAOB 对一家中国会计师事务所开展了试点检查[9]。2020 年,中国证监会提出《与 PCAOB 进行联合检查的方案建议》,提出要在最大可能范围内合作以履行双方法律的监管要求;2022 年 8 月 26 日,中国证监会、中国财政部与 PCAOB 签署审计监管合作协议,目前,在美上市的中概股中,仅有 174 家进入《问责法案》下的“已识别发行人

<sup>3</sup>《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》第 9 条规定:“对于外国投资者并购境内企业,应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围;外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查,包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。”

名单”。<sup>4</sup>

总体来看，虽然中美跨境监管合作方式较为单一，谅解备忘录也还停留在信息与材料获取方面，尽管审计监管合作协议的签署被认为是朝着中概股审计监管难题的解决“迈出的关键一步”，但这一框架也只是进程中的一步，对于操作层面的规范较少，缺乏实际可应用的针对性、前瞻性条款[10]。

### 3. 中美跨境监管规则执拗

#### 3.1. 监管规则对接困境

国家对审计信息进行限制，主要原因在于审计底稿信息可能涉及非公开的敏感信息，比如在美上市的中石油、中石化等大型国有企业的审计工作底稿就可能含有国家的战略能源储备、信息通讯战略布局等信息，涉及国家秘密、军事秘密，关涉国家安全[11]。

2009 年我国《关于加强在境外发行证券与上市相关保密档案管理工作的规定》，以及 2010 年修订的《中华人民共和国保守国家秘密法》都对此做出了规定，要求涉及国家秘密的审计信息和信息披露必须经法定批准程序才能出境。财政部 2015 年印发的《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》(以下简称《暂行规定》)也对此进行了强调：中国内地企业依法委托境外会计师事务所审计的，该境外审计机构必须与中国当地审计机构合作展开业务，不能单独在中国境内执业，且审计底稿应当由中国内地会计师事务所保存并存放在中国境内。<sup>5</sup> 境外监管机构有需要的，按照境内外监管机构达成的监管协议执行。<sup>6</sup> 此外，根据 2020 年 3 月开始实施的《中华人民共和国证券法》第 177 条规定，在和其他国家或地区的监督管理机构建立合作的同时，境外的监管机构不能直接在我国境内调取证据。“未经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意，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”，这意味着境内审计机构不得擅自向境外监管机构提供审计工作底稿，相关信息的沟通合作必须通过政府进行。

而根据美国的《SOX 法案》第 106 节的规定，如果注册会计师事务所在出具的部分或全部的审计报告或审计报告中所载的任何意见时，依据了外国会计师事务所出具的意见或其他实质性服务，该外国会计师事务所被视为已同意向 PCAOB 和 SEC 提供相关审计底稿。<sup>7</sup> 2010 年在《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 以下简称《多德-弗兰克法案》)中规定，任何拒绝提供审计底稿的外国会计师事务所不能在美提供审计服务，进一步增强了 SEC 获取外国审计工作底稿的权力。

作为在美上市的中国公司，要求中概股遵守美国法律与监管要求、履行信息披露义务无疑具有美国法律上的正当性和合法性。但同时，获取审计底稿的行为也会与他国有关审计底稿保密的法律法规相冲突。虽然我国《暂行规定》为国际监管合作中审计底稿信息的共享预留了制度空间，但仍然排除了境外

<sup>4</sup>U.S.SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Provisional/Conclusive list of issuers identified under the HFCAA [EB/OL]. [2023-03-06]. <https://www.sec.gov/hfcaa>.

<sup>5</sup>《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》第五条：中国内地企业依法委托境外会计师事务所审计的，该受托境外会计师事务所应当与中国内地会计师事务所开展业务合作。双方应当签订业务合作书面协议，自主协商约定业务分工以及双方的权利和义务，其中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。

<sup>6</sup>《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》第十二条第二款：中国内地企业境外上市涉及法律诉讼等事项需由境外司法部门或监管机构调阅审计工作底稿的，或境外监管机构履行监管职能需调阅审计工作底稿的，按照境内外监管机构达成的监管协议执行。

<sup>7</sup>《Sarbanes Oxley Act》Sec106: .....(b) production of audit work papers—(1) consent by foreign firms—If a foreign public accounting firm issues an opinion or otherwise performs material services upon which a registered public accounting firm relies in issuing all or part of any audit report or any opinion contained in an audit report, that foreign public accounting firm shall be deemed to have consented—(A) to produce its audit workpapers for the Board or the Commission in connection with any investigation by either body with respect to that audit report; and(B) to be subject to the jurisdiction of the courts of the United States for purposes of enforcement of any request for production of such workpapers.

监管机构直接获取底稿的可能性，并设立了严格的保密要求。因此，在达成有效可行的审计底稿提供方案前，上述规定仍将成为开展监管合作的阻碍。

### 3.2. 《问责法案》加剧冲突

2002年，作为对安然财务造假事件的回应，美国通过了《SOX法案》并设立了世界上首个注册会计师行业的独立监管机构——公众公司会计监督委员会(PCAOB)，专门负责上市公司会计师事务所的注册、检查、指定准则和执法。<sup>8</sup>从而形成了SEC与PCAOB互相配合的资本市场双重监管体制。根据SOX法案，PCAOB在国际市场上通过长臂管辖进行跨境检查。非美国会计师事务所如果要继续为美国上市公司提供审计服务，需要在PCAOB注册、遵从其制定的准则并定期接受检查。如果事务所不能定期接受检查，注册将被取消，上市公司也必须更换会计师事务所，否则将面临退市。2010年，美国通过了《多德-弗兰克法案》，对《SOX法案》进行了部分修订，其中授权PCAOB在特定情况下，能够与他国监管机构合作分享机密信息。

此次生效的《问责法案》是对《SOX法案》的修订和补充，总共包含三节：第一节明确了法案全称。第二节明确一般发行人境外审计披露义务的适用主体、披露内容、披露方式、惩罚措施以及救济措施；第三节补充了额外的信息披露义务。根据第二节规定，如果某一上市公司聘用了不接受PCAOB审查的外国会计师事务所，则该公司必须向SEC提交披露文件，证明其所有者或控股方不是该公司所任用的会计师事务所境外分支机构或者办事处所在国的政府机构。《问责法案》生效后，外国证券发行人如果被美国证监会认定连续三年未满足披露义务，将受到证券被禁止在美国进行交易的处罚。<sup>9</sup>

此外，根据第三条规定的额外信息披露要求，外国证券发行人在每个非检查年度(Non-inspection Year)提交的年度审计报告中应额外披露能证明其并非为所属国政府主体拥有或控制的文件依据<sup>10</sup>。但其中在向美国证监会提交报告中包含的额外信息带有明显针对中国公司的歧视性条款，即要求上市公司披露担任公司董事会成员的中国共产党官员的姓名以及公司章程中是否包含中国共产党党章的内容。证监会就《问责法案》事宜答记者问时表示：“该法案对外国发行人提出的额外披露要求，包括证明自身不被外国政府所有或控制，披露董事会里共产党官员姓名、共产党党章是否写入公司章程等，具有明显的歧视性，均非基于证券监管的专业考虑，坚决反对这种将证券监管政治化的做法。”<sup>11</sup>

## 4. 中美跨境监管难题的国际法根源

### 4.1. 国家安全与投资保护的冲突

在证券跨境审计监管领域，中国一直坚持国家主权原则，主张由会计师事务所所在国单独完成审计监管工作，并对审计结果予以认可。这一做法也符合跨境证券审计监管合作领域通行的“完全信赖”原

<sup>8</sup>美国PCAOB官网，载<https://pcaobus.org>，2022年10月28日访问。

<sup>9</sup>《Holding Foreign Company Accountable Act》Section 2: (2) Disclosure to commission--The Commission shall-- (A) identify each covered issuer that, with respect to the preparation of the audit report on the financial statement of the covered issuer that is included in a report described in paragraph (1)(A) filed by the covered issuer, retains a registered public accounting firm that has a branch or office that-- (i) is located in a foreign jurisdiction; and (ii) the Board is unable to inspect or investigate completely because of a position taken by an authority in the foreign jurisdiction described in clause (i), as determined by the Board; and (B) require each covered issuer identified under subparagraph (A) to, in accordance with the rules issued by the Commission under paragraph (4), submit to the Commission documentation that establishes that the covered issuer is not owned or controlled by a governmental entity in the foreign jurisdiction described in subparagraph (A)(i).

<sup>10</sup>具体要求披露下列信息：1) 在适用表格涵盖的期间内，该注册会计师事务所为发行人编制的审计报告；2) 发行人在其注册成立地或以其他方式组建的外国司法管辖区内，政府机构拥有发行人的股份比例；3) 与该注册会计师事务所有关的外国司法管辖区内的政府实体是否对发行人具有控制性财务利益；4) 担任发行人本人或与发行人有关的经营实体董事会成员如有中国共产党党员，需披露姓名；5) 发行人的公司章程或同等的组织性文件是否包含任何含有中国共产党章程的内容，并提供该章程相应的文本。

<sup>11</sup>中国证监会官网：《中国证监会有关部门负责人就美国国会众议院通过<外国公司问责法案>事宜答记者问》，载[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202012/t20201204\\_387411.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202012/t20201204_387411.html)，2022年10月26日访问。

则。在数字经济时代，对主权原则的坚持主要体现为对国家数据主权及国家数据安全的维护。<sup>12</sup>而在信息披露制度下，具有保密性的审计底稿承载了企业大量底层数据，这些数据、资料所勾勒出的信息网，能够反映国家人口分布、基础设施、能源储备等关键信息，甚至是宏观经济政策，从而威胁国家安全。随着以教育、消费、医疗为主要业务的数据支持型企业成为赴美上市中概股的主力军，相关领域的重要数据也可能在企业受到审计监管时被要求出境。我国现行立法对数据跨境流动呈现出的严格限制的趋势也反映出我国在跨境审计监管中对国家安全的重视。2021年7月，《关于依法从严打击证券违法活动的意见》要求“压实境外上市公司信息安全主体责任，加强跨境信息提供机制与流程的规范管理”，并“推进中概股相关监管制度体系建设”。2022年2月开始实施的《网络安全审查办法(修订草案征求意见稿)》重点关注了数据“出境”及“被国外政府影响、控制、恶意利用”的风险，监管对象直指赴美上市中概股[12]。

反观美国证券监管机构以保护投资者、维护市场有序以促进资本良好运行为借口，通过域外管辖和单边经济制裁的手段解决对境外审计底稿的获取与监管问题。为跨越我国有关国家秘密、档案限制出境的法律法规的阻挡，美国在2019年先后起草了《公平法案》(Equitable Act)和《TSP法案》(Taxpayers and Savers Protection Act)，旨在制裁逃避PCAOB审计检查的中概股；2020年7月，美国总统金融市场工作组同样针对中概股发布了《关于保护美国投资者防范中国公司重大风险的报告》，在遵循《问责法案》规定的基础上提出了五类加强投资者保护的提议，即提高对审计底稿查阅的上市标准、强化对发行人的信息披露要求、增强对指数和指数提供者的禁止调查，以及制定投资顾问指南。<sup>13</sup>全面收紧的、指向性明显的美国证券规制举措看似是对中概股财务信息质量的严格把关，以及对美国投资者权益的良善保护[13]。

中美关于审计底稿审查展开的博弈体现了两国关于国家安全与投资保护的冲突。中方从国家主权的视角，强调相关数据及审计底稿出境对国家安全带来的风险；美方则基于证券监管的角度，强调审计底稿对于验证中概股公司财务信息真实性的重要价值。而在《问责法案》出台背景之下，美国将带有针对性的信息纳入额外披露要求，对中概股的信息披露和公司治理伸长了执法管辖的“手臂”，不仅掺杂了大量的政治动机和利益考量，更是对我国主权和国家安全的一种挑战。尽管《中华人民共和国反外国制裁法》的生效形成了对危害我国主权安全的霸权主义行为和强权政治行为的强势回应[14]。但从法理上看，反制裁在本质上仍然构成单边制裁[15]，其合法性仍处于国际法体系中合法性难以证成的灰色地带[16]。且证券市场国际化趋势势不可挡，中概股危机的解决仍需缓和冲突，寻求监管合作新模式，实现共同监管目标。

## 4.2. 长臂管辖与监管缺位的冲突

美国法语境下的长臂管辖由 *International Shoe Co v. Washington* 案<sup>14</sup> 发展而来，该案中，联邦最高法院突破了传统的属地原则，认为非居民被告只要与法院地存在最低限度的联系，法院就可对其行使司法管辖权。我国语境下，长臂管辖泛指美国各类管辖权的扩张现象。在司法领域，美国的长臂管辖乘着金融全球化的浪潮，呈现出不断扩大之趋势。从最初的效果标准(Effect Test)、行为标准(Conduct Test)，到为了更加全面行使管辖而形成的效果——行为标准(Effect-Conduct Test)，再到 *Morrison* 案后形成的交易

<sup>12</sup> 数据主权的概念来源于数据是国家中人、事、物在网络空间中的记录，应受领土主权管辖的逻辑，系主权国家最高权力在本国数据领域的外化，协调数据跨境流动需求和公共利益安全管控。

<sup>13</sup> PWG. Report on Protecting United States Investors from Significant Risks from Chinese Companies [EB/OL]. <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sml086>.

<sup>14</sup> 国际鞋业有限公司是一家注册于特拉华州，主要业务地在密苏里州的公司。它在华盛顿州雇佣了12名居民为推销员并从华盛顿的客户那里赚取越3万美元，但这些推销员只在酒店和租用的地方与潜在客户互动，以将公司的主要业务地限制在密苏里州。华盛顿州要求国际鞋业公司缴纳税款，并提起诉讼。国际鞋业试图以缺乏管辖权为由组织诉讼，遭到了各级法院驳回。

标准(Transactional Test), 金融业务的全球性、连结性给美国法院解释与适用长臂管辖带来更大空间[17]。在行政执法领域, 美国近年来偏向于通过单边执法实现域外管辖。在单边执法模式下, 美国执法机构根据美国国内法的授权对域外主体实施监管制裁, 并具有广泛的调查手段和高效的执行措施。例如, 为解决无法获得外国审计文件的问题, 《SOX 法案》构建了审计底稿的域外管辖机制。其中相关条款表明, 发行人聘用的外国会计师事务所必须在 PCAOB 注册, 而 PCAOB 可以要求注册的事务所或任何有关人员提供审计工作底稿; 即使外国会计师事务所没有进行注册, 只要其提供的实质性服务构成最终审计报告的一部分, 也被视为同意在审计报告受到调查时服从监管机构和法庭关于提供底稿的命令;<sup>15</sup> 此次生效的《问责法案》更是赋予 PCAOB 在境外的直接执法权以加强跨境审计监管。这一机制赋予了美国司法机关以及行政机关对境外审计底稿进行司法管辖和执法管辖的权利。

与美国相反, 我国出于对他国主权以及对证券市场发展不足的谦抑性考虑, 长期以来在金融监管领域恪守属地原则。而中概股普遍采用的 VIE 架构本身就处于国内监管政策的灰色地带[18], 尽管于 2020 年 3 月开始实施的新《中华人民共和国证券法》增加了域外管辖条款, 但其中模糊的“效果标准”和有限的法律适用并不能确保证券法领域域外管辖权的有效实施。此外, 证监会分散式的执法权力也无法与 SEC 和 PCAOB 相抗衡, 无论是实体法还是程序法都未赋予证监会直接进行跨境执法的权限。尽管中美双方围绕监管合作方式、执法权限、审计底稿保密性和出境等问题, 于 2013 年正式签订《执法合作谅解备忘录》(以下简称《备忘录》), 但《备忘录》仅就提供和交换审计文件达成了框架性协议, 其更像是一种临时性的配合且中国现有的执法协助体系并不能适应 PCAOB 的巨大执法体量, 在双方对调查权和信息保密有关规定的冲突之下, 监管合作成果更是被削弱[19]。成果与投入成反比的框架性协助、缺乏共识的底稿移交, 以及个案基础上的选择性妥协让美国逐渐对《备忘录》丧失了期待, 多次出现的中概股造假事件也引发了美国监管部门的高度关注, 并不断加强中概股信息披露监管执法。<sup>16</sup> 此次出台的单边主义色彩浓厚的《问责法案》便是对中国量身定制的, 强化 PCAOB 对中概股跨境检查的强硬措施[20]。可见, 《问责法案》的生效, 是对中概股的一次打击, 也是对我国完善相关域外立法的警示。若我国法律继续懈怠于对在美上市中概股企业的违法行为进行问责, 不仅无法保证权益受损的国际投资者获得适当的救济赔偿, 而且会对中概股在全球市场的信誉带来负面影响。

## 5. 解决监管冲突的路径探析

### 5.1. 寻求跨境监管合作新突破

证券市场国际化趋势不可逆转, 金融风险向世界范围内扩散。但国际化并不意味着各国证券市场的市场规则、监管制度等趋于一致, 信息壁垒、风险传染和监管漏洞等问题仅靠各国监管当局难以解决。只有通过监管者的跨境监管合作, 促进信息传递共享, 减少系统性风险和市场失灵现象, 才能保护投资者合法权益。因此, 化解中美审计监管争议, 寻求监管合作新突破仍然是符合双方利益的最佳选择。

#### 5.1.1. 细化审计底稿管理

如前所述, 本轮争议一大焦点在于我国对审计底稿的严格管理要求与 PCAOB 直接进行检查和获取底稿的执法要求之间的冲突。从争议解决的技术路径来看, 对审计底稿进行分类管理, 优化底稿提交途径具有可行性。

<sup>15</sup>See 《Sarbanes Oxley Act》102(a), 105(b), 106(b).

<sup>16</sup>2018 年, SEC 和 PCAOB 发布《关于审计质量和监管获取审计和其他国际信息的重要作用声明——关于在中国有大量业务的美国上市公司当前信息获取的挑战讨论》明确指出 PCAOB 难以获取中概股公司的信息。2020 年 4 月, 两者再次发布声明《新兴市场投资涉及重大信息披露、财务报告和其他风险, 补救措施有限》, 提示回避投资中概股。2020 年 6 月, 白宫发布《保护美国投资者免受中国公司重大风险危害的备忘录》, 再次提及中概股信息披露问题, 以及跨境审计冲突对于美国投资人和美国资本市场的损害, 并传递出美国政府将致力于解决这一问题的信息。

首先，分类管理是优化提交途径的前提。目前，我国对于审计底稿的态度是非经政府间合作机制一律不能出境或对外提供。对于国家秘密当然应该严格保护，但不是所有的审计底稿都必然涉密，“一刀切”的管理方式使得部分不含有保密信息的审计信息也无法被境外审计机构查询，极大降低了合作双方的信任度。因此，可以考虑对审计底稿信息进行分层区别管理，通过制定负面清单的方式，将不涉密信息直接或更快捷地引入出境流程，并通过法定程序对可能涉密信息进行实质检查，根据涉密的程度分别做出禁止出境或限制出境的决定。其次，优化底稿提交途径。如前所述，未经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意，境内审计机构不得向境外提供审计底稿。诚然，完全的政府对政府沟通方式可以为国家秘密提供有力保障，但事无巨细地将审计底稿的审批、提供任务都交由政府完成，不仅给主观部门施加了额外负担，也会对金融市场效率产生消极影响。以上述审计信息分类制度的构想为基础，如果被审计方的信息在负面清单之外，可以允许审计机构将审计信息提交给非政府机构，如中国注册会计师协会，由后者与 PCAOB 进行协调交流，充分发挥注册会计师协会协助证监会、财政部做好与相关境外监管机构的协调沟通工作及处理国际港澳台事务的优势[21]。

### 5.1.2. 推进联合检查机制

据统计，目前共有来自 81 个司法辖区的 1701 家会计师事务所在 PCAOB 注册。<sup>17</sup>对于这些非位于美国司法辖区的外国会计师事务所，PCAOB 主要采取三类模式对其开展审计工作，一是基于和境外监管机构的合作协议对当地会计师事务所的联合检查模式，二是经母国授权后对当地会计师事务所进行检查的东道国单独检查模式，三是基于对母国监管的信赖的母国单独检查模式[22]。在当前面临国家安全与投资保护冲突的情势下，建立以中国为主导的联合检查机制无疑是一个恰当的选择。一方面，以中国为主导的模式符合我国总体国家安全观的立场，暂缓美国的域外管辖权不断向境外延伸的态势；另一方面，联合检查机制也能兼顾美国对中概股进行监管的合理诉求，缓解中概股信任危机。

联合检查是在双方共同控制下对双方辖区内会计师事务所进行检查，选择审计工作文件检查或者获取相关审计底稿。现阶段，我国采取以行政监管为主导的证券监管体制，证监会及其垂直所属各地方监管局的督察管控是我国证券基本法执行落实的关键保障机制和执法体系[23]。实际上存在着执法权较为分散，证监会的执法权十分有限，也没有相应的侦查权限的缺点。许多调查工作需要其他部委予以配合，以对上市公司的财务审计监管为例，除了由证监会和财政部共同主导开展外，还有法院、注册会计师的权利配置参与其中[24]。相较而言，美国 SEC 的执法权限之分广泛，除强制传唤、行政处罚、民事起诉外，还可以在正式调查程序中独立开展侦察活动、冻结账户、强制被调查人提供任何相关的证据材料等[25]。为避免我国内部审计监管机构的多头管理、职责不明、运行低效给联合检查带来障碍，我国应当设立一个由财政部或证监会牵头的中方联合检查工作组，并授权工作组与 PCAOB 进行跨境审计检查的协调与对接。在联合检查时应注意：合理确定联合检查的范围；在审计底稿分类管理基础上评估相关底稿出境对外国主权、安全或公共秩序产生的不利影响，必要时拒绝出境请求或对相关信息进行匿名化、去标识化处理[26]；规范数据用途，通过联合检查获得的相关文件在进入诉讼程序或被计划交给第三方时，应事先征得对方同意。

## 5.2. 建立客观域外管辖界限

内国法域外适用是近年来贸易摩擦、美国长臂管辖趋势增强、中概股监管危机爆发等现象背后都蕴藏着的问题。不论是为了有效应对他国长臂管辖还是为保护本国经济秩序和投资者利益提供完善的法律方案，建立一个客观的域外管辖界限都是顺应时代背景和实际需求的迫切需求。2020 年修订的《证券法》

<sup>17</sup>美国 PCAOB 官网，载 <https://pcaobus.org/about>，2022 年 12 月 28 日访问。



在第二条第4款新增了以效果标准为立法基础的域外适用条款，不仅实现了中国证券法域外适用质的突破，也为监管当局加强对中概股的监管提供了法律依据。但正当的效果标准需要合法性与合理性的双重保障，立法是执法的基础和前提，合理的效果标准可以减少执法的阻碍[27]。合理的效果标准的建立，可以从内部细化和外部减阻两方面进行。

### 5.2.1. 内部细化

效果标准重点关注境外证券违法行为对一国市场秩序或投资者利益是否产生了可预见的实质损害影响，即以境内的实质影响为触发管辖权的判断标准。从字面表述来看，《证券法》仅仅以“扰乱境内市场秩序”和“损害境内投资者合法权益”作为域外管辖的行使要件，没有提供更为明确的指引。为避免浪费司法资源、激化管辖冲突，应以确定性、直接性、可预见性限制纳入管辖的案件范围。

首先，对于确定性要求，可以从两个层面进行阐释。在客观层面，违法行为所造成的损失超出了境内投资者在通常情况下的损益幅度范围；在主体层面，受侵害主体应全部为我国投资者或我国投资者在全部投资者中占据较大比例，否则不能说是满足了实质性要求。其次，对直接性要求，理解为证券违法行为与损害结果之间有直接因果关系。在我国证券侵权领域，相当因果关系说广为赞同，但其在条件性和相当性方面仍然存在模糊之处：证券违法行为往往存在多个交易环节的特征使之难以达到条件性的标准，而相当性又使得法院享有较大的自由裁量权。在证券法惩罚行为者以补偿受害者的立法目的之下，直接性可以解释为证券行为直接导致了损害的发生或者是证券行为是损害发生的合理近似的原因。最后，对于可预见性要求，是指发生在境内损害是行为人行为时可以预见或应当预见的，排除巧合或偶然情况。将损害控制在行为人合理预见的范围之内，通常只要求对损害种类的预见，对于损害的范围、方式、程度则在所不问。

具体而言，我国证券法域外管辖权的实施必须依次考虑以下因素：第一，域外的证券行为必须在我国领域内产生了影响或后果；第二，对这种影响或后果的评价可以从三方面进行：一是确定性，该行为在我国境内产生现实的、具体的影响，避免以将来预计会产生的或是抽象的影响为依据进行管辖。二是因果关系，行为应当能直接引起损害后果，无需通过其他因素的共同作用。三是合理预见性，指境外行为产生的影响后果及二者之间的因果关系是通常情况下当事人可以预见的。该要求应以一个同等资格、通情达理的人在相同情况下是否有可能预见为对照而不是以具体的行为人在主观上是否预见或有意图预见为准。在个案中，证券发行、交易行为对我国投资者利益造成确定具体的侵害或使市场秩序偏离正常状态；或是该证券发行、交易行为直接造成了投资者利益受损或证券市场秩序的紊乱；或是该证券发行、交易行为所造成的不利后果，在一般经济规律与价值判断预见的范围之内等等，都可以成为我国法院行使管辖权的依据。此外，还可以由最高人民法院发布指导性案例为今后的证券法域外管辖权的实践提供参考。反观美国的证券法的域外适用也是经历了从无序扩张到过分限缩再到合理扩张的过程，所以我国证券法域外管辖权的实施范围，也应与证券市场发展情况与国际环境相适应，以实现维护我国市场秩序和投资者合法权益的目的。

### 5.2.2. 外部减阻

效果标准的细化虽为实践提供了明确指引，但并未消除潜在的法律冲突，证券市场国际化背后所蕴含的，不仅仅是法律问题，更是利益冲突和政治博弈[28]。外部减阻是通过国际礼让(International Comity)的适用，丰富管辖权行使的考量因素，从而缓和管辖权的积极冲突与他国的对抗抵制。中国历来对长臂管辖持保留态度，反对他国轻率行使长臂管辖权，而重视国际礼让这一解决管辖权冲突的“黄金法则”和双边协作的模式[29]。证券法语境下的国际礼让是一国权衡国家与政府利益，在必要时主动限制既得的管辖权。即在发生跨境证券违法行为时，要进行利益平衡，只有违法行为在中国境内产生了不良效果且

行为地国不能予以恰当处理时，才启动域外管辖；反之，若行为地国的处理能有力惩戒违法者、为中国投资者提供全面保护，则不必再行使域外管辖。此外，国际法中的主权平等、不干涉他国内政等原则，作为具有普遍约束力的国际法原则，也是各国在行使域外管辖时必须予以考虑的外部限制<sup>[30]</sup>。一方面，在国际社会中，各国无论大小，都平等地享受权利、承担义务。基于“平等者之间无管辖权”，若所涉跨境证券违法行为是有关国家的政府行为，则应享有主权豁免，这对证券法的域外适用具有直接限制意义。另一方面，任何国家不能以任何理由或手段介入他国国内管辖的事项，这是不干涉内政原则的基本要求。在证券法域外适用过程中，域外调查、取证和执法最有可能对他国内政造成不当干预，即使是依据详细完备的管辖标准所进行的管辖，也可能因涉及他国国内管辖事务而无法顺利进行。从这一角度来看，建立联合检查机制，打造多边或双边合作框架，便利双方解决中概股跨境审计问题也是必要的。

## 6. 结论

当前，美国对华竞争态势日趋增强并逐渐扭曲，《问责法案》的出台更是引发新一轮中概股危机。表面上，《问责法案》意图授权 PCAOB 对中概股实施域外管辖，以获取在美上市中概股审计工作底稿、提升中概股财务信息透明度、保护美国投资者权益。但究其实质，是中国坚持国家主权原则与美国奉行投资保护主义之间的博弈，是美国企图伸长域外管辖的手臂与境内中概股监管缺位之间的冲突。在证券市场国际化趋势深入发展的背景下，因规则差异而选择完全的“脱钩”只会造成中美跨境审计监管的双输格局。为化解当前中概股审计监管中存在的主权原则与投资保护、域外管辖与监管缺位之间的冲突，中国应该通过法律方式，寻求跨境监管合作新的突破，细化审计底稿管理，优化底稿出境机制，推进以中国为主导的联合检查机制，在坚持国家安全观的前提下兼顾防范中概股财务风险的合理诉求；从长远来看，我国还应建立客观的域外管辖权界限，完善《证券法》中新生的效果标准，积极应对他国不当的域外管辖，为中国经济发展筑起防线。

## 参考文献

- [1] 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): 73.
- [2] Endean, J.A. (2017) Payoff to Second Best Pragmatism: Rethinking Entities Classification for Foreign Companies. *NYU Journal of Law & Business*, 14, 311-349. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3644019>
- [3] 郑志刚, 金天, 蔡冒恩. 中概股的挑战与未来[J]. 金融评论, 2022, 14(5): 3.
- [4] Fried, J.M. and Kamar, E. (2021) Alibaba: A Case Study of Synthetic Control. *Harvard Business Law Review*, 11, 280-309.
- [5] 刘燕. 企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象[J]. 法商研究, 2012(5): 15-20.
- [6] 刘燕. 企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象[J]. 法商研究, 2012(5): 18.
- [7] 姜立文, 杨克慧. 中概股跨国监管的法律冲突与协调[J]. 南方金融, 2020(11): 40.
- [8] 冷静. 超越审计纠纷: 中概股危机何解?[J]. 中国法律评论, 2021(1): 181.
- [9] 周龙, 陆伟. 中美跨境审计监管: 波折之路与政策建议[J]. 财会月刊, 2016(33): 114.
- [10] 韩洪灵, 等. 瑞幸事件与中美跨境证券监管合作: 回顾与展望[J]. 会计之友, 2020(9): 8.
- [11] 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): 74.
- [12] 王诺方. 中概股上市视域下数据跨境风险的域外管辖[J]. 互联网天地, 2022(5): 35.
- [13] 汪伟, 乔雄兵. 中概股跨境审计监管的实质、困局与进路[J]. 湖北经济学院学报, 2022, 20(2): 110.
- [14] 沈伟. 中美贸易摩擦中的法律战——从不可靠实体清单制度到阻断办法[J]. 比较法研究, 2021(1): 20.
- [15] 霍政欣. 《反外国制裁法》的国际法意涵[J]. 比较法研究, 2021(4): 144.
- [16] Hofer, A. (2017) The Developed Divide on Unilateral Coercive Measures: Legitimate Enforcement or Illegitimate In-

- tervention? *Chinese Journal of International Law*, **16**, 175-214. <https://doi.org/10.1093/chinesejil/jmx018>
- [17] 符望等. 金融法领域的域外管辖与适用研究——以证券法域外适用为[J]. 复旦大学法律评论, 2022, 8(2): 150.
- [18] 刘纪鹏, 林蔚然. VIE 模式双重道德风险及监管建议[J]. 证券市场导报, 2015(10): 5.
- [19] 黄龙. 美国《外国公司问责法案》对中概股跨境融资的影响及对策研究[J]. 当代金融研究, 2022, 5(6): 88.
- [20] 沈建光, 朱太辉, 张彧通. 美国《外国公司问责法案》的影响和应对[J]. 宏观经济市场, 2020(8): 41.
- [21] 张雅, 王淋淋. 中概股跨境审计监管争议及解决路径探析[J]. 金融与经济, 2021(5): 80-81.
- [22] 汪伟, 乔雄兵. 中概股跨境审计监管的实质、困局与进路[J]. 湖北经济学院学报, 2022, 20(2): 112.
- [23] 崔孝和. 跨境证券监管协作机制的中美比较[J]. 上海金融, 2019(1): 74.
- [24] 刘燕. 从财务造假到会计争议——我国证券市场中上市公司财务信息监管的新视域[J]. 证券法苑, 2019(3): 135-167.
- [25] 廖凡. 中美证券跨境监管合作觅路[J]. 中国外汇, 2020(11): 64-66.
- [26] 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(2): 115.
- [27] 赖思行, 王海山. 反垄断法域外适用中效果原则的正当性刍议[J]. 中国价格监管与反垄断, 2022(10): 44.
- [28] 张建. 证券法域外适用的理论与实践: 美国经验及其启示[J]. 国际法与比较法论丛, 2021(1): 98.
- [29] 邓建平, 牟纹慧. 瑞幸事件与新《证券法》的域外管辖权[J]. 财会月刊, 2020(12): 138.
- [30] Zalucki, K. (2015) Extraterritorial Jurisdiction in International Law. *International Community Law Review*, **17**, 411. <https://doi.org/10.1163/18719732-12341312>