

一、中共應對中概股下市風險與穩金融作為觀察

中華經濟研究院 WTO 及 RTA 中心副執行長顏慧欣主稿

- 在美上市中概股因中方法規限制，導致多間中企不符美監管要求、遭列入暫定摘牌公司，面臨退市風險。
- 中共修法要求敏感數據應避免放入審計底稿，允境外監管機關可透過雙方合作機制檢查，展現配合美方姿態，亦利於中共掌控跨境數據流通，惟中企將承受更大壓力。
- 中共企消除政策的不確定性、降低對經濟衝擊，惟科技類中企恐不得不退市。

（一）美國「外國公司問責法」規範重點

2020 年 12 月初美國國會通過「外國公司問責法」(Holding Foreign Companies Accountable Act, 簡稱 HFCAA)，時任美國總統川普 (Donald Trump) 也於同月迅速簽署生效。依據 HFCAA，其適用於符合下列條件在美的上市公司，並由美國證券交易委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, 以下簡稱「美國證交會」) 作此認定：

1. 該上市公司聘用在美國以外地區註冊之會計師出具審計報告。
2. 美國上市公司會計師監督委員會 (簡稱 PCAOB) 無法完全調查、查核該會計師出具的審計報告。
3. PCAOB 無法調查或查核，係因該會計師事務所所在地之外國政府的規定或措施而致。

拜登 (Joe Biden) 就任總統後，美國證交會於 2021 年 12 月 2 日公布最終施行規則，修改上市公司披露檔案的要求，相關規則也於今 (2022) 年 1 月 10 日生效。對於符合前揭條件的在美上市公司，美國證交會將初步認定該公司為「暫定摘牌公司」，也就是列入可能面臨強制在美國股市下市的風險名單，隨後美國證交會給予該「暫定摘牌公司」15 个工作日的申訴期，要求提供其並未受到境外審計機構註冊所在地政府所有或控制等證明資料，若該公司無法提出有效證據，

美國證交會將作成「確定摘牌公司」之最終判定。

若一上市公司連續三年被列為「確定摘牌公司」(亦即 PCAOB 無法檢查的狀態若持續 3 年)，則美國證交會可採行以下作為：

1. 禁止該上市公司的股票交易。
2. 作出禁止交易決定後，上市公司若可證明已聘請的會計師事務所可接受 PCAOB 檢查，則美國證交會應終止禁令。

終止前述禁令後，同一上市公司隔年又出現無法受到 PACOB 檢查之情形，則美國證交會應再次禁止該公司股票交易。且此次禁令需待 5 年後，當該上市公司可證明其已聘請可受 PCAOB 檢查的會計師事務所後，美國證交會方可終止禁令。

(二) 美國「外國公司問責法」對在美上市中概股之影響

HFCAA 從暫行規則至最終規則公布以來，中概股可能面臨大量退市的預警聲浪不斷，主要因中共多項法規明定會計師事務所對公司的審計工作紀錄等審計底稿，均應存放中國大陸境內，從而美國 PCAOB 若擬檢視某一中國上市公司審計資料，則需在中方監管機關同意合作下進行審查，惟 PCAOB 能獲得的審計底稿資料相當有限，美中政府監管方式的衝突早已存在，伴隨著地緣政治、經濟、科技競爭的角力下，監管層面的矛盾愈發加劇。

在此背景下，美國證交會乃開始落實 HFCAA 執法，今年 3 月以來公布 5 批「暫定摘牌名單」、共計有 40 間公司 (USSEC, April 21, 2022, Holding Foreign Companies Accountable Act)，其中包括百度、微博等 11 家大型中國科技企業已被列為「確定摘牌名單」。根據美國 HFCAA，這些被列入「確定摘牌名單」的中國企業，需在三年內提交美國證交會所需文件。若這些公司未提交或提交文件不符合要求，理論上這些中國企業將會在發布 2023 年年報後 (2024 年初)，即面臨立即下市風險。

其他列入「暫定摘牌名單」的中企，包含如理想汽車、瑞幸咖啡等，則可分別於 5 月 3 日及 5 月 12 日申訴期限截止前提出證據請求

自名單中移除，未來是否也列為確定摘牌名單尚待申訴後的結果。不過，觀察前三批暫定摘牌企業的申訴情形，迄今尚無企業成功提出說服美國證交會的證據而由摘牌名單移除。

(三) 美中對中概股監管之爭的解決之道

在面對中企或中概股在美國 HFCAA 規定可能下市的衝擊下，由中共國務院副總理劉鶴主持的金融穩定發展委員會於 3 月 16 日的專題會議，強調美中監管機構正致力於形成具體合作方案，解決美中審計衝突導致中概股在美下市的問題，而中共證監會在今年 4 月 2 日公布的「關於加強在境外發行證券與上市相關保密和檔案管理工作的規定（徵求意見稿）」（以下簡稱「中國證監會保密修正規定」），也是中共期望回應美國考量的一項嘗試。

1. 中共國際金融委釋放的穩外資與金融訊息

面對中概股在美國可能下市風險，劉鶴在金融穩定發展委員會議除表示雙方政府正致力形成合作方案外，也作成提升穩定外資信心的若干決議，包括中共繼續「支持」各類企業到境外上市；關於平臺經濟治理，有關部門應按照市場化、法治化、「國際化」方針研擬方案；歡迎長期機構投資者增加持股比例等（「劉鶴主持國務院金融委會議研究當前形勢」，中共證監會，2022.3.16）。

更重要的，過去兩年來中概股企業在海外上市，不論是中共有不願意外流的相關資訊壓力，或對這些中企有如反壟斷等考量，抑或有網路安全為由來警告這些過於高調中企，但如 2020 年 11 月阿里巴巴集團的螞蟻金服於上海及香港同步進行首次公開募股 (IPO) 一案臨時被中方監管單位喊停，滴滴出行 2021 年 6 月 30 日在美國紐約證交所風光上市，隨即遭中共國家互聯網信息辦公室（下稱網信辦）以違反網路安全與數據風險為由，將滴滴出行旗下 25 款 App 下架，同時網信辦更與公安部、國安部等單位聯合進駐滴滴出行展開網路安全審查。近兩年北京的大動作，均使外國投資者擔心中概股企業不僅可能為美中貿易戰下一輪祭品，也可能是北京政府擬提高監管的高調中企目標。從而劉鶴日前的會議決議，傳達中共支持企業依自身意願自主

選擇上市地、改善這兩年中共阻撓中企在海外發行上市的外界觀感。

這些決議或說法之目的，在於期望能消除中共整體政策或監管對其經濟的不確定性，降低中概股在美下市的風險對中國大陸經濟之衝擊，並緩和俄烏戰爭、疫情再起等新挑戰使中國大陸股市與經濟表現雪上加霜。雖然中方表示美中在進行積極溝通，但美國 PACOB 也表示取得所有相關審計資料的權限，是不容「討價還價 (not negotiable)」(U.S. Says Speculation of Deal on China Stock Listings Is Premature, Bloomberg, Mar 24, 2022)。據悉中共可能準備為上市公司或會計師建立一「紅綠燈」制度，以作為放寬中企對境外監管機關揭露財務資訊的依據，後續尚待觀察。

2. 中共證監會規定之修正重點

在劉鶴定調的政策方針下，證監會也於 4 月公布徵求公眾意見的「中國證監會保密修正規定」，乃針對 2009 年已實施的法律進行若干條文修正，與美國措施有關者有兩點修正重點，一是在保密跟檔案管理工作上，要求境外上市中企的維護國家資訊安全責任，特別是應減少不必要的國家秘密、涉及機關單位工作秘密、關鍵基礎設施供應鏈安全、網路安全或數據安全等資訊進入審計工作底稿，至於何謂涉密資訊，則應經過公司自行判斷是否屬於秘密資訊、報批與報備中共監管機構、與雙方政府有關機關簽署保密協定等各項法定步驟後，方可提供相關資訊。

其次，對於受關注的跨境監管問題，「中國證監會保密修正規定」移除實地調查應以中共監管機構為主進行、或依中方檢查結果為主的規定，而修正為兩個要求，一是境外監管機關可透過雙方合作機制展開調查或檢查，二是被檢查的中企因配合外國監管調查，在提供資料給外國監管機關前，應向中共證監會等主管機關先行報告。

以此觀察，「中國證監會保密修正規定」似乎透過前述條文的修正，展現在美中監管合作的善意或妥協，但實際上何謂國家資訊安全、數據安全，以及中方監管機關的核可程序，則視「數據出境安全評估辦法」而定。資料跨境流通向來是中共對於維護數據、資料安全相關立法的重點，隨著中國 2017 年「網絡安全法」、2021 年「數據

安全法」和「個人信息保護法」陸續上路做為規範跨境數據流通的上位基本法，中共網信辦也在 2021 年底公告評估數據可否出境的「數據出境安全評估辦法（意見稿）」，規定數據處理者向境外提供數據，若符合以下情形之一者，應當通過所在地省級網信部門向中央網信部門申報數據出境安全評估：(1) 關鍵資訊基礎設施的運營者收集和產生的個人信息和重要數據；(2) 出境數據中包含重要數據；(3) 處理個資達到一百萬人的個資處理者向境外提供個資；(4) 累計向境外提供超過十萬人以上個資或者一萬人以上敏感個資；(5) 國家網信部門規定的其他需要申報數據出境安全評估的情形。

「數據出境安全評估辦法（意見稿）」採取數據處理者風險自評與監管機關安全評估的雙風險評估制度，也是「中國證監會保密修正規定」規定企業自評、與報批及報備監管機構的同樣控管方式，這些規範都只是讓中企在提供資料給境外機構時承受更大壓力、無法自行判斷就向中國主管機關報批報備，以避免踩到紅線，但有利於中共監管機關對這些跨境資訊流通的全方面掌控。

（四）結論

雖然劉鶴於 3 月主持的國務院金融穩定發展委員會議中，呼籲對平臺經濟治理應符合「市場化、法治化、國際化」，看似支持中國大陸科技龍頭及平臺業者對外發展，惟其聲明並未明顯改變中國大陸科技業的經營環境挑戰，因為最大網約車平臺滴滴打車已公告將在 5 月 23 日召開臨時股東會，表決自願從紐約證交所（NYSE）下市議案。對此中共證監會雖稱此為滴滴公司基於市場情況所做的決定，但一般解讀，則是滴滴打車在中共更嚴格的監管環境下不得已的做法。

總結而言，中概股企業在中共政策及規則不進行大幅調整前，因 HFCAA 法案而被美國證交會列為確定或暫定「摘牌名單」清單的數目，研判會不斷增加。固然中方表示正與美方進行審計合作，但無論其進展為何，恐怕只能緩解「非科技類」的中概股企業被迫從美國下市的風險。因為對於擁有大量數據資料的科技類公司而言，由於中共去年陸續通過「個人信息保護法」及「數據安全法」，加上先前生效

的「網絡安全法」，已形成對於數據資料出境的嚴格規範體系、加大對數據資訊的監管及流出限制；也如同3月國務院金融穩定發展委員會所言：「穩妥推進並儘快完成大型平臺公司整改工作」，宣示平臺經營者有配合中共網路安全監管機構調查並進行整改的義務。因而即便有HFCAA法案的壓力，在美上市的中國科技類企業，近期內仍將以配合中共監管體制要求及限制為主，從而在無法達成HFCAA法案進行審計之要求下，最終恐怕仍難避免面臨下市的結果，使得美中資本市場在高科技領域漸行漸遠的風險，明顯高於其他產業。