

## “中美博弈下的公司治理现代化”研究专题

【编者按】2020年5月20日,随着瑞幸咖啡财务造假事件的发酵,美国参议院全票通过了《外国公司问责法案》。尽管该法案适用于所有的外国公司,但是提出法案的参议员毫不讳言地承认,法案主要针对的就是在美上市的中国公司。《外国公司问责法案》所包含的“特殊化”中国公司的条款,被认为是近年来中美贸易摩擦向金融领域的延伸。为了避免中美金融持续脱钩的滑坡效应,为了使中美在资本市场中的审计监管合作回归到相向而行的正轨,中国在理性审视《外国公司问责法案》的同时,重视“中美博弈下的公司治理现代化”亦势在必行。本专题本期组稿两篇文章,分别从宏观和微观两个面向对该问题进行阐释。基于宏观视角,《〈外国公司问责法案〉的美式“安全观”及中国应对方案》一文提出,该法案体现了美国在国际上推行的扭曲的美式“安全观”,中国应当理性、积极地应对该问题,内外兼修,在推动中美证券跨境监管合作的同时,完善和强化信息披露及投资者保护机制。基于微观视角,《注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善》一文提出,法案的通过一定程度上反映了我国上市公司信息披露质量的不尽如人意,我国应当对信息披露的内容形式进行简明化与有效化改革,完成信息披露由“监管者导向”向“投资者导向”的逻辑转变,引导证监会之外的市场多元主体力量在信息披露机制中发挥更大作用,推动注册制下的中国证券市场持续革新。

# 《外国公司问责法案》的美式“安全观” 及中国应对方案

马更新<sup>1</sup>, 郑英龙<sup>2</sup>, 程乐<sup>3</sup>

(1. 中国政法大学民商经济法学院, 北京 100088; 2. 浙江工商大学法学院, 浙江 杭州 310018;  
3. 浙江大学外国语言文化与国际交流学院, 浙江 杭州 310058)

**摘要:** 2020年5月20日,美国参议院以保护投资者为由通过的《外国公司问责法案》,毫不掩饰地暴露了美国证券监管的政治化,严重违背了美国证券行业的市场化运作规则。“政府实体”“控制性财务利益”等模糊性概念的运用,违背了法的确定性这一基本立法规则。该法案体现了美国在国际上推行的扭曲的美式“安全观”。对此,中国应当理性、积极地应对该问题,内外兼修,在推动中美证券跨境监管合作的同时,完善和强化信息披露及投资者保护机制。中概股公司既要做好按照美国证券监管机构的要求披露相关内容的准备,也要为回归A股或在港二次上市未雨绸缪。

**关键词:** 《外国公司问责法案》; 证券监管政治化; 中概股公司; 美式“安全观”

**中图分类号:** DF438      **文献标志码:** A      **文章编号:** 1000-2154(2020)09-0082-10

**DOI:** 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2020.09.007

**收稿日期:** 2020-07-09

**基金项目:** 国家社会科学基金研究专项课题(18VJ050)阶段性成果; 国家社会科学基金重大专项课题(20ZDA062)阶段性成果

**作者简介:** 马更新,女,教授,法学博士,主要从事民商法学研究; 郑英龙(通讯作者),男,教授,法学博士,主要从事民商法学研究; 程乐,男,光华法学院双聘教授,博士生导师,哲学博士,主要从事法学、法律话语与法律翻译、国际组织与国际交流及符号学研究。

## American Concept of Security Shown in the Holding Foreign Companies Accountable Act and Suggestions for China to Cope with

MA Gengxin<sup>1</sup>, ZHENG Yinglong<sup>2</sup>, CHENG Le<sup>3</sup>

(1. School of Civil, Commercial and Economic Law, China University of Political Science and Law, Beijing 100088, China;

2. School of Law, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China;

3. School of International Studies, Zhejiang University, Hangzhou 310058, China)

**Abstract:** *The Holding Foreign Companies Accountable Act* passed by the United States on the grounds of protecting investors, baldly exposes the politicization of US securities regulation and severely violates the market-oriented operation principles of the US securities market. The use of such obscure concepts as “governmental entity”, “controlling financial interests” is contrary to the basic legislative rule of the certainty of law. The Act embodies the American concept of security promoted by the United States in the international community. In this regard, China should deal with the problem rationally and actively, and take both internal and external measures. While promoting cross-border securities supervision cooperation between China and the United States, China should also improve and strengthen information disclosure and investor protection mechanism. Chinese concept stock companies shall be prepared to disclose relevant content in accordance with the requirements of the US securities regulators, and also make preparation for their return to A-share or secondary listing in Hong Kong.

**Key words:** *Holding Foreign Companies Accountable Act*; politicization of securities supervision; Chinese concept stock companies; American concept of security

### 一、引言

美国参议院在2020年5月20日通过《外国公司问责法案》(Holding Foreign Companies Accountable Act, 以下简称《问责法案》)。该《问责法案》旨在对2002年《萨班斯-奥克斯利法案》<sup>①</sup>进行修改,要求外国公司基于美国证券交易委员会(SEC)的规定,披露有关外国司法辖区阻止该外国公司向美国公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board,简称PCAOB)提交材料、阻碍美国证券交易委员会监管的信息,其中设计了专门针对中国公司的条款。该《问责法案》通过,外在诱因是在美国上市的瑞幸咖啡于2020年4月2日公开承认的虚假交易额达22亿人民币的财务造假,这一造假行为给美国投资者造成了较大损失;内在诱因则是中美之间跨境证券监管难题以及美国针对中国的政治目的。

美国证券市场的信息披露制度要求上市公司最大程度地向公众披露相关信息,同时保障信息披露的真实性,以维护美国投资者的投资安全。但现行证券法律法规无法保证美国证券监管机构能够获得在美上市外国公司的完整、真实的信息。上市公司母国的法律出于国家经济主权和国家安全的考虑会限制美国证券监管机构对某些信息的获取。我国法律就规定,<sup>②</sup>除经授权,美国公众公司会计监督委员会无权对在中国和香港地区注册的公司进行审计。

以保障信息披露真实性、维护投资者的投资安全为目的强化信息披露的监管改革本无可厚非。但是,该《问责法案》专门针对中国的条款已违背运用法律维护证券市场秩序的应有之义,具有浓厚的政治色彩。在中美博弈的背景之下,法律很大程度上沦为美国对抗中国的手段,即美国强化法律的政治性操作,这尤其体现在对于“安全”的泛政治化解读。针对美国这一做法,中国恰到好处的法律应对显得尤为迫切。

<sup>①</sup>15 U. S. C. 7214.

<sup>②</sup>2009年由中国证监会、国家保密局和国家档案局联合发布的《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》第六条规定:“在境外发行证券与上市过程中,提供相关证券服务的证券公司、证券服务机构在境内形成的工作底稿等档案应当存放在境内。”2020年3月1日起施行的《中华人民共和国证券法(2019年修订)》第一百七十七条进一步规范了中国证监会对境内审计工作产生的会计底稿的管理,规定:“境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动。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。”

## 二、《问责法案》对证券监管的政治化

### (一) 《问责法案》暗藏政治化的借题发挥

该《问责法案》是2019年3月28日由美国参议员肯尼迪 John Kennedy (R-La.) 动议美国参议院引入的(因此又称《肯尼迪法案》)。在美国参议员肯尼迪和范霍伦 Chris Van Hollen (D-Md.) 看来,该《问责法案》的目的是保护美国投资者及其退休储蓄不受那些无视证券交易委员会监管的外国公司的损害。在经历 COVID-19 大流行引起的经济滑坡和波动后,对华尔街投资者的保护显得尤为重要。他们认为,很长一段时间以来,一些外资公司无视美国的报告标准,误导了投资者。上市公司都应遵循这一标准,而这一《问责法案》将为投资者提供决策所需的透明度。但是,《问责法案》要求外国公司披露的相关信息对投资者决策实际上并无重大影响,反而体现了美国政府的“政治敏感性”。

该《问责法案》的核心内容是,要求某些证券发行人确定其不受外国政府拥有或控制。然而,对于何为“外国政府拥有或控制”,《问责法案》采用了非穷尽性列举的方式加以阐释,“模糊语言”这一立法技术为美国法院对其进行自由裁量和广义解释做了铺垫。具体而言,如果美国公众公司会计监督委员会因发行人保留了不受董事会检查的外国会计师事务所而无法审核特定报告,则发行人必须做出不受外国政府拥有或控制的证明。此外,如果董事会连续三年无法检查发行人的会计师事务所,则发行人的证券将被禁止在美国交易所交易或通过其他方式进行交易。使用此类公司准备审计报告的外国证券发行人必须在每个非检查年度(Non-inspection Year)披露:(1) 发行人注册成立的政府实体所拥有的股份比例;(2) 这些政府实体是否具有控制性财务利益;(3) 是否与中国共产党有关联。“外国政府拥有或控制”之类的政治性信息,显然与信息披露监管的市场逻辑与法律逻辑相差甚远。

美国证券市场一直以来用重大性标准来确定信息披露义务人披露信息的范围。对于何谓“重大性标准”,美国司法判例给出了相对明确的答案。其中,最重要判例有三个。在 SEC vs. Texas Gulf Sulphur (1986) 一案中,法院界定了三种重大性判断标准:(1) 事件具有非同寻常的性质,对该事件的披露肯定会导致市场价格的升降;(2) 如果合理而且客观地考虑该事件,可能会影响公司股票和证券的价格;(3) 事件会影响公司可能的未来并且可能影响投资者买入、卖出或持有公司证券的愿望。而最终法案将标准确立为事件发生的可能性以及该事件对公司行为整体影响的程度。之后,在 TCS Industries vs. Northway (1976) 一案中美国最高法院修正了重大性标准的书面陈述,即“如果一个理性的投资者很可能在决定如何投票的时候认为该事实是重要的,那么该遗漏的事实便是重大的。”该标准引入了理性投资人的概念,将事件重大性标准的判断交给证券市场上的“理性投资人”。而在 Basic Inc. vs. Levinson (1988) 一案中美国法院再次引用了 SEC vs. Texas Gulf Sulphur (1986) 一案确立的判断标准并将该标准进一步深化。在该案中法院认为案件的讨论必须立足于事实,若要评价事件对发行人的影响,必须考虑到两家公司的规模以及两家公司股票的溢价,并且法院再次重申了理性投资人在重大性标准判断中的重要性<sup>[1]</sup>。显然,一个“理性投资人”而非“敏感政治家”的判断才是法院在确定信息是否重大时的基本立场。

反观《问责法案》所要求的外国公司特别披露内容,明显与美国法院的立场相背离。这些信息,不是一个“理性投资人”而是一个“敏感政治家”所考量的问题,这些信息并不会对投资者的投资判断产生重大影响。作为一个理性投资人,其所需要公司披露的相关信息势必是公司的规模、发展以及公司股票的溢价等信息,而公司是否由外国政府控制,投资人也仅仅从公司的股权结构进行判断,理性的投资人并不会因为外国公司中有外国政府参股而放弃自己的投资机会。此外,《问责法案》中要求披露的与外国政府是否有控制性利益,在对外披露上体现在外国公司的债权融资上,而理性投资者是否会因该公司与本国政府有债权债务关系而放弃投资机会也令人存疑。而在中美关系日益紧张的背景之下,《问责法案》中要求披露与中国共产党的相关信息则更非站在一个理性投资人的角度思考。可以说,《问责法案》关于外国公司必须披露相关信息的要求与美国判例形成的信息披露的重大性标准并不相符,美国参议院通过《问责法案》的目的明显是在借题发挥以达到其政治目的。

## (二)《问责法案》主要政治化条款危害性的剖析

1. 对信息披露的政治扭曲背离自由市场理论。自20世纪30年代至今,自由市场理论一直是美国资本市场的理论基石。该理论认为,政府应当作为守夜人,不过度干涉市场运行,使市场主体能够充分竞争,通过市场的自我调节来促进经济的发展。正是在自由市场理论的指引下,美国证券市场得以吸引众多外国公司上市并得以繁荣至今。维护证券市场自由的监管逻辑可从注册制的产生中得到例证。现今各国纷纷效仿的注册制就成熟于美国,但美国也并非从一开始就实行注册制。1911年美国堪萨斯州在州立蓝天法中采用证券发行的实质性判断规则,确立了实质监管的证券审批制度。根据该制度,注册机关对证券发行人的商业计划是否有利于投资者进行实质审查。20世纪30年代经济大萧条之后,美国放弃了证券审批制的实质审查原则,在1933年美国《证券法》中正式确立了注册制,即“证券发行人将信息真实全面公开,由主管机构对披露的信息进行形式审查,而不进行实质判断的IPO制度”<sup>[2]</sup>。注册制的主要特点就是把决断权交予投资者与证券公司、交易所等中介服务机构,这极大地提升了美国证券市场的市场化程度。

注册制的核心是真实有效的信息披露。为了使社会公众能够在知晓其投资风险与投资环境的前提下进行投资,各国证券立法都规定了信息披露制度。作为证券市场最基本的制度之一,“信息披露制度的建立和完善过程就是证券理论界与业界对其真实性、完整性、及时性、有效性、合理性、公平性不断进行思考和求证的过程”<sup>[3]</sup>。在美国,与信息披露制度相伴随的还有公私并重的监管方式、严格的退市制度以及防止投资者受损的证券集体诉讼制度,进而形成了一套行之有效的证券披露制度以及证券监管制度,充分利用市场去解决注册制所带来的信息不完整以及投资者保护等问题,这也是各个国家包括中国一直以来都想从美国借鉴的经验。但是,《问责法案》针对外国发行者采取了实质审查方式。外国发行者在未满足《问责法案》所要求的披露内容和披露方式时,《问责法案》采取了强制退市措施,并且有针对性地把政府的政治目的带入到了商业规则之中。此种为达到政治目的而发起实质审查的立法,无疑违背了证券行业市场化运作的基本原则。

此外,“信息披露制度对投资者的保护效用主要表现为减少信息不对称,为投资者提供公平的信息环境,防范内部人或知情者利用信息优势侵占其他外部投资者的利益”<sup>[4]</sup>。这也就要求投资人通过信息披露制度获取的信息必须关乎投资者对市场的投资判断,从而有效地减少市场信息不对称。信息披露的形式主要是定期报告和临时报告,其中包括年度报告、半年度报告以及季度报告。报告的主要内容一般是影响投资判断的上市公司的基本经营状况、财务状况等。但是,上文已经论述《问责法案》中要求的披露内容与“理性投资者的投资判断”并无太大关联。相反,这些要求更多的是美国政府出于维护所谓的“美国国家安全”的考虑。因此,这一做法将证券监管完全政治化,明显违背了美国证券市场信息披露制度的市场化逻辑。

2. 《问责法案》的政治化驱动无视法的确定性原则。拉丁法谚有云:“法律一旦模糊或不明确,人们就会陷入可怕的奴役。”从立法角度来看,关乎立法对象利益的法律规范表达必须明确,这样立法对象才能在法律规范的引导下更为自由的活动。但是在证券监管政治化意图的驱动之下,《问责法案》一些条文无视法的确定性原则,将条文模糊化,违背了法律的可预期性。

第一,“不受外国政府控制”判断标准的模糊性。《问责法案》要求发行人必须证明其不受外国政府控制,但是否由外国政府控制的判断标准难以把握。以中国为例,由国家参与出资的企业分为三种:国有独资企业、国有控股企业、国有参股企业。首先,国有独资企业包括公司形式的国有独资公司和其他国有企业。国有独资公司属于中国的有限责任公司,相当于美国公司法上的封闭式公司,该类国有独资公司无法在美上市。而“其他国有企业”不具有公司形式,也不存在在国内外上市的问题。其次,国有控股企业又分为国有绝对控股和国有相对控股。国有绝对控股即国家股份占50%以上,国有相对控股是指国家股份占比虽不足50%,但是对该企业享有控制权。所以,这类企业极有可能被美国证券监管机构认定为由外国政府机构控制,从而面临退市的风险。再者,在国有参股的私营企业中,国家所占股份比例虽低,但是其是否属于《问责法案》所谓的由外国政府控制则存在很大的自由裁量空间。在中美关系紧张的政治背景下,上述私营企业也很可能被视为由外国政府控制。另外,由国有独资公司控股的上市公司是否属于《问责法案》中

的“由外国政府控制”?以中国石油天然气股份有限公司为例,其控股股东是中国石油天然气集团有限公司,而中国石油天然气集团有限公司属于国有独资企业,其唯一股东是国务院国有资产监督管理委员会。这种间接控股的方式是否会被认定为“由外国政府控制”?此外,虽然近年来在美上市的中国国有控股企业、国有参股企业处于上升势头,而且除了中国以外亦有其他国家的国有企业在美上市。但是,美国并无证据表明外国国有企业在美上市与美国证券监管机构保护其投资者的目的相冲突。

第二,“政府实体”范围界定的模糊性。《问责法案》要求,发行人披露其政府实体所占的股份比例以及该政府实体对其是否具有控制性财务利益。政府实体这一名词在中国很少见。按照中文意思来理解的话,政府实体指向的是独立的政府机构或者政府组织,其能以自己的名义从事相关工作。但是,政府实体一词是翻译而来,在《问责法案》英文原文中政府实体的英文表达是 Governmental Entities,本文认为若要理解法案中政府实体的具体含义则要从其英文原意出发。在查阅了相关资料后发现,美国的 Governmental Entities 分为三种:联邦政府和联邦政府的实体(Federal Governmental Entities),包括立法或司法部门的实体、军事部门或执行机构,美国邮政局,以及武装部队管辖下的非挪用基金工具。<sup>①</sup>州政府实体(State Governmental Entities)包括:(A)根据宪法或州法规而设立的州政府行政部门的董事会、委员会、部门、办公室或其他机构,如《美国教育法》第61.003条所界定的高等教育机构;(B)立法机关或立法机构;或(C)得克萨斯州最高法院、得克萨斯州刑事上诉法院、上诉法院、州司法机构或得克萨斯州律师协会。<sup>②</sup>地方政府实体(Local Governmental Entities)包括“通常地方政府实体”——市、县、乡镇、城镇、村庄、教区和新英格兰城镇——和“特殊用途地方政府实体”——学区、供水和下水道管理局、交通当局和电力当局。可见,美国政府实体这一概念囊括范围很大。除上述政府实体之外,由政府出资设立或担保设立的组织是否也在政府实体的范围之内?而又考虑到 Entities 的中文释义是独立存在体、实体,因此我们认为美国政府实体概念应该指能够体现政府意志的独立存在体,对内能够独立履行相关职能,对外能够独立承担相应责任。因此,《问责法案》中政府实体具体指代范围需进一步阐明。

第三,何谓控制性财务利益?本文认为,政府实体对发行人是否具有控制性财务利益,其实就是所谓的融资财务控制权。具体而言是指“资金供给方在公司提供资金的交易过程中,为了保障其资金的安全,防范信息不对称所造成的道德风险,对公司或者公司股东所形成的控制性权利”<sup>[5]</sup>。企业进行融资包括债权融资与股权融资,在金融创新的背景下,采用协议控制模式的融资方式被广泛适用。在该模式下,债权人或者出资人并未取得股东资格,但是通过协议对该企业享有控制性财务利益。在该《问责法案》中,我们认为政府实体享有控制性财务利益,具体是指由政府实体向企业出资,但并不成为其股东,而是通过协议的方式使得该政府实体对企业享有控制权。

3.《问责法案》具有明确针对中国的政治目的。一个国家的政治与法律往往具有紧密的联系,政治目的往往会是一部法律颁布或者修改的动因。在一个民主社会,法律应该是限制政府目的盲目扩张的工具,但是该《问责法案》却成为美国政府运用法律来实现自己政治目的肆意扩张的工具。在《问责法案》境外发行人披露义务一节明确规定,“(4)以下主体董事会成员中兼任中国共产党官员的人员姓名:(A)发行者本人,或者(B)实际运营发行者的实体;(5)发行者的章程(或者类似的组织性文件)是否含有中国共产党党章(包括党章中的文字)”。从该条文的表述来看,《问责法案》明确增加了针对中国执政党的条文。这很明显是针对中国,一方面体现了对中国的偏见,另一方面反映了美国所谓的“民主、法治”实际上都是为政治服务的本质。专业问题的政治化明显违背了证券行业的一般惯例,突破了理性主体的认知底线。究其原因,我们认为这与中美贸易冲突密不可分。中国共产党是中国的执政党,自新中国成立以来中国在国际上地位的提高离不开中国共产党的全面领导。而美国若要针对中国,首要的就是把矛头对准中国共产党。

4.《问责法案》体现美国毫无顾忌的霸权主义。每个国家的证券市场都有适合本国国情的特色设计,

<sup>①</sup>41 U. S. C. A. § 8501. 关于“执行机构”分别在 sections 102 and 105 of title 5中界定,即“执行机构”指行政部门、政府公司和独立机构。

<sup>②</sup>Tex. Gov't Code Ann. § 554.001.

美国无权简单地采用“长臂管辖”把本国的一些法律政策直接适用于相关企业的母国。在证券国际化的背景下,跨国投资愈加活跃,在证券跨境监管中遇到问题不可避免,但是解决问题的最佳方案是加强国家间交流,通过双边或多边协议,来达到跨境监管的目的。比如国际证监会组织在2017年对多边谅解备忘录进行了修订,新增加了五项执法权力,形成了加强版的多边谅解备忘录,来促进跨境监管的实施<sup>[6]</sup>。而美国此举则是在强硬地将美国标准变成国际通行标准,体现了美国一直以来的霸权主义思想。

### 三、《问责法案》对利益攸关方的影响

#### (一) 中国证监会对协商合作的秉持

证券国际化带来的跨境证券监管问题是不可避免的,各国通常采取多边监管或者双边监管的方式来解决。<sup>①</sup>对于中美之间的跨境证券监管问题,双方通常都是以签署备忘录的方式来解决。早在1994年中美之间就签署了《中美证券合作、磋商及技术援助的谅解备忘录》;2013年,中国财政部、证监会与美国公众公司会计监督委员会签署了执法合作备忘录,其内容包括信息交流、证据协作、审计底稿出境等;2017年中方协助美国公众公司会计监督委员会对一家中国会计师事务所开展了试点检查;2019年以来中方又多次向美国公众公司会计监督委员会提出对会计师事务所开展联合检查的具体方案建议。由此可见,中美在以协商方式解决跨境证券监管问题上是有合作基础的,并且中国方面也一直致力于推进中美跨境监管合作。但是,《问责法案》的一些条文矛头直指中国,将证券监管政治化而非基于证券监管的专业考虑。《问责法案》要求,外国发行人连续三年不能满足美国公众公司会计监督委员会对会计师事务所检查要求的,禁止其证券在美国交易。这一要求突显美国摒弃了双方协商合作的精神,奉行本国单边主义的霸道行径。对此,作为中国跨境监管权力主体的中国证监会认为,该《问责法案》对双方利益都会造成损害,不仅会阻碍外国企业赴美上市,更将削弱全球投资者对美国资本市场的信心及其国际地位,希望美国有关方面能够按照市场化、法治化原则处理监管合作问题,按照跨境审计监管合作的国际惯例,加快推动对相关会计师事务所的联合检查,以实际行动切实推进中美审计监管合作,共同保护投资者合法权益。

#### (二) 中概股公司信誉危机的积聚

《问责法案》关乎利益最大的就是中概股公司。瑞幸咖啡曝出财务造假事件之后,中概股在美就一直处于尴尬的境地。2020年4月21日,美国发布了一篇证券交易委员会主席杰伊·克莱顿(Jay Clayton)及美国公众公司会计监督委员会五位官员的声明——《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》。该声明提醒美国境内投资者,在投资总部位于新兴市场或在新兴市场有重大业务的公司时,应注意财务报告及信息披露质量的风险。在该报告中多次提及新兴市场就是指中国。之后,杰伊·克莱顿又在媒体上公开提示,因信息披露问题,投资者近期在调整仓位时,不要将资金投入在美国上市的中国公司股票<sup>[7]</sup>。这些举动无疑已经令中概股陷入严重的信誉危机之中,《问责法案》的通过更是雪上加霜。《问责法案》要求,境外发行人在三年内提交符合美国公众公司会计监督委员会审查要求的信息披露材料,否则三个非检查年度之后将面临强制退市或者采取场外交易方式的风险。

#### (三) 《问责法案》对华尔街的影响

1933年《美国证券法》和1934年《美国证券交易法》并没有明确规定美国证券法律的域外适用,其解决方式是在司法判例中确立证券法律域外适用的行为准则、效果准则、混合准则以及交易准则<sup>[8]</sup>。而且在美国安然事件发生之前,美国证券市场为了吸引大量外国公司在美上市,还给予了外国公司在美上市较为便利的条件,对外国公司在上市时给予某些方面的豁免。也正是如此,再加上美国同股不同权的股权结构、透明化的市场规则等一系列成熟的证券规则吸引了大量外国公司在美上市。这些上市公司也成了美国证券

<sup>①</sup>《证券法》第一百七十七条规定:“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。”

市场几十年来不断繁荣发展的重要组成部分。

然而,《问责法案》一旦审议通过,那些无法达到美国公众公司会计监督委员会审计要求的大量外国上市公司将面临在美退市的风险。仅仅以中概股来看,截至2020年6月15日,共有268家中国企业登录美国三大交易所上市,其中纳斯达克有176家、纽交所84家、美交所9家。<sup>①</sup>且据高盛统计,在美上市的中国公司市值超过一万亿美元,平均每天约有80亿美元的股票换手。<sup>②</sup>若中概股大批从美国退市,则美国股市必然会受到很大影响。更何况,该《问责法案》部分条文的针对对象并不仅限于中概股。《问责法案》通过后,最终受损的是美国华尔街。在此背景下,美国华尔街一些人士对《问责法案》持反对意见。<sup>③</sup>可以预计,华尔街人士或会向监管方施压,阻止该《问责法案》获得最终通过。

## 四、应对《问责法案》政治化的中国方案

### (一) 从《问责法案》管窥扭曲的美式“安全观”

近几年,美国以“国家安全”为由推出了种种涉及经济、贸易的对华打压政策,包括提高关税、严管外国投资、限制中国科技企业等,此次针对中国上市公司的《问责法案》也可为一例。彭博社在对《问责法案》的报道中,尤其指出一些美国政客“因为美国的资本为中国科技巨头在人工智能、自动驾驶、数据收集等多个领域取得世界领先地位而敲响了警钟”。《问责法案》的提案人之一肯尼迪在发言时明确地提及了政府补贴、知识产权等美国诟病已久的问题。尽管其在发言中表示不希望“对中国公司不公平”,但是《问责法案》对中国公司的针对性不言而喻,特别是《问责法案》中关于“政府控制”的条款,由于缺乏更具体的规定而尤为让人担忧。如果参考美国政坛及社会对中国公司的一贯态度,那么这个条款可能对中国公司造成的负面影响将非常广泛。从华为的例子就可以看出,美国政府大概率不会以政府所持公司股份,或者政府与公司之间的财务利益关系来简单地对这个问题做出判断。

窥一斑而见全豹,由《问责法案》中以维护美国投资安全为由而确立的针对性条款,可见美国不断的以国家安全为由采取各种措施阻碍中国发展的政治企图。中美1979年才开始建交,此前美国对中国进行了长达30年的经济封锁,对中国的经济发展造成了莫大的伤害。近年来,中国经济发展态势良好,成为仅次于美国的第二大经济体,甚至有赶超美国的势头。也正是在此背景下,美国开始以国家安全为由向中国发难,但是其所声称的美式“安全观”实质上是维护自己在国际上的经济首要地位。美国现在对多边主义的背弃,执意推行单边主义的行径,不仅对中国造成直接的负面影响,也对美国自身乃至世界的秩序以及信任造成了严重的冲击。

### (二) 中国需内外兼修来应对《问责法案》危机

关于中国的应对,我们认为首先应该明确两点:其一,尽管该《问责法案》已经不仅仅是美国法律层面的问题,在中美贸易冲突的大背景下,其具有明显打压中国的政治目的,但是中国仍应继续秉持法治原则,不宜轻易将此问题上升至政治层面解决,而应积极推进与美国证券监督管理机构的协商合作,完善双边监管措施;其二,中国正处于发展期,依然需要不断扩大对外开放水平,不断引进外资,引进先进科学技术。

**1. 完善中国跨境证券监管制度。**我国一直是通过双边监管模式,以签署备忘录的形式来解决跨境监管问题的。需要正视的问题是,无论是在立法上还是在跨境监管模式上,我国都存在某些不足之处。为了推动同美国之间的跨境证券监管合作,我国尚需完善跨境证券监管制度。

<sup>①</sup>参见绿专资本:《在美国上市的中国概念股一览表》,载 [https://www.sohu.com/a/402136680\\_480879](https://www.sohu.com/a/402136680_480879),2020年7月20日访问。

<sup>②</sup>参见 Sridhar Natarajan:《中概股在美面临强制退市风险 美国会立法提案影响几何?》<https://wsdigest.com/article?articleid=5864>,2020年7月20日访问。

<sup>③</sup>参见 Wayne Duggan, How Delisting Chinese Stocks Could Hurt Wall Street,载 <https://www.benzinga.com/analyst-ratings/analyst-color/20/06/16222946/how-delisting-chinese-stocks-could-hurt-wall-street>,2020年8月14日访问。

首先,需不断完善跨境证券监管立法。我国《证券法》在2019年修订时明确了跨境证券监管的权利主体和我国证券法的域外管辖效力。<sup>①</sup>但是,这些规定也仅仅是原则性规定,可操作性不大。作为跨境证券监管的权利主体在进行监管时若要师出有名、有法可依,需要以专门法的形式来规范跨境证券监管,或者说以行政法规、规章的形式来具体规定跨境监管问题。

其次,需丰富我国跨境证券监管方式。如前所述,我国通常以签署备忘录的双边监管模式来进行跨境证券监管,监管方式过于单一,还应不断完善多边监管以及司法协助等监管措施。对于双边监管模式而言,中国证监会虽与其他国家证券监管机构签署了65个双边监管协作备忘录,但是备忘录所涉及的内容多为粗线条约定,具体可操作性强、有前瞻性的条款很少<sup>[9]</sup>。因此,在双边监管协作方面,我们可以通过谅解备忘录附函、补充备忘录等形式来补充备忘录内容,使其更具可操作性<sup>[10]</sup>。对于多边监管模式来说,我国于2007年正式签署了国际证监会组织的《关于磋商、合作与信息交换多边谅解备忘录》(Multilateral Memorandum of Understanding,以下简称“MMoU”)。经过数十年的科技发展,新型的跨境证券违法手段层出不穷,而MMoU现有的监管措施不足以应对<sup>[6]</sup>。国际证监会组织2016年又发布了《关于磋商、合作与信息交换加强版多边谅解备忘录》(Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding,以下简称“EMMoU”)。EMMoU新增了五项包括获取审计底稿、强制问询、冻结资产、获取互联网服务记录、获取电话记录在内的执法权力,但是由于我国跨境证券监管执法权力范围较小,中国证监会没有强制问询、获取互联网及电话记录的执法权力,因此我国也难以签署这一备忘录。但是,随着金融国际化的趋势,我国跨境证券监管有必要跟随国际证监会的脚步,这样才能将中国推向世界舞台。基于该备忘录灵活性的特点,我们可以选择性地加入中国证监会已有的执法权力,其它的如强制问询、获取互联网及电话记录可以等中国跨境证券监管制度进一步完善后再选择是否加入。此外,以司法协助进行跨境证券监管也是各国进行监管的一大措施。以美国为例,自2013到2017五年来<sup>[9]</sup>,美国证券交易委员会每年接受境外证券监管机构的协查请求达一千多件,且其向外发出的协查请求远高于收到的协查请求。而对我国来说,中国证监会同期收到的境外协查请求平均每年133件,向境外证券监管机构发出的协查请求也仅仅25件。因此,中国有必要进一步发展跨境证券监管的司法协助,从而形成多种监管方式协作的跨境证券监管制度。

最后,设立专门的跨境证券监管执法机构。中国证监会下有24个机关部门,其中职能涉及跨境监管的有稽查局和国际部两个。稽查局的机构职能介绍中除了协调跨境案件的办理这一职能外,更多的是诸如拟定证券期货执法的法规、规章和规则,办理立案、撤案,组织稽查考评奖惩等。而国际部的机构职能主要是拟定各种规章制度及实施细则、组织对外交流活动、对境外上市公司进行监管等。由此可见,稽查局和国际部都并非是专门的跨境证券监管执法机构。两机构本身的职能较为繁杂,因此在进行跨境监管执法时难免会有所疏漏。在跨境证券监管执法这一方面我国一直很薄弱,因此我们可以通过设立专门的证券监管执法机构来进行跨境监管执法,以此提高跨境执法的专业性和效率。

**2. 完善信息披露及投资者保护机制。**针对美国这种将证券市场政治化的操作,中国证监会在与之平等协商的同时,应该充分认识到这是美国背离证券法以及公司法的政治操作,是美国肆意挥舞经济霸权大棒的体现。该事件也警示,中国必须强化信息披露体系建构,以便在与美国抗衡中转被动为主动。中国在2019年新修订的《证券法》中废弃了原来的核准制,确立了证券发行注册制。这也意味着中国的证券市场正在由行政力量主导逐步转向市场力量主导。但是,实行注册制并非简单地由实质审查转变为形式审查,其核心在于完整、真实、高效、持续的信息披露<sup>[11]</sup>。这是在市场运行中解决投资者信息不对称的关键措施,也是使中国证券市场透明化、市场化的重要环节<sup>[12]</sup>。信息披露制度不仅仅是指由信息披露义务人将相关信息

<sup>①</sup>《证券法》第一百七十七条规定:“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。境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动。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。”《证券法》第二条第四款规定:“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。”

披露给投资者,而且是涉及证券监管、上市公司内部控制以及投资者保护等一系列问题的动态平衡。完备构建我国信息披露制度应明确两个核心理念,即在注册制改革背景下不断推动信息披露的市场化规制以及投资者保护,结合我国具体国情,在政府力量减弱的同时减少注册制下信息披露不真实、不完整等问题。

首先,完善信息披露制度的市场化规制。注册制下的信息披露制度主要涉及四方主体:发行人、证券中介机构、证监会以及投资者。信息披露的过程是由发行人披露完整、真实、及时、有效的信息,而相应的证券中介机构对信息进行实质审查并承担一定责任,在这一过程中证监会不再对披露的信息进行实质审查,证监会职能由事前审批转为事后监管。之后,投资者根据发行人披露的信息进行投资判断。由信息披露过程来看,注册制相较于核准制更加市场化,但同时也更易发生财务造假行为,因此在推行简政放权的同时也要根据不同的披露阶段制定相应的监管措施。这一过程中最重要的是发行人以及证券中介机构这两个环节。能够有效约束发行人依法进行信息披露的有效措施之一是完善上市公司的内部控制机制,因此在信息披露内容方面需要发行人披露其控股股东、实际控制人以及董监高的相关信息,包括关联交易也应纳入披露范围。在证券中介机构这一环节,我国应在证监会下设立专门的监管部门对其实施监管,防范证券公司等中介机构在利益的驱使下帮助上市公司进行财务造假、内幕交易等不法行为。法律的艺术在于平衡,在推行市场化、完善信息披露制度时,要结合我国证券市场的实际状况,在严格的核准制与宽松的注册制之间寻找平衡点。

其次,强化投资者保护机制。其一,证券公司应做到卖方尽责,即在向投资者销售证券、提供服务时应当按照规定充分了解投资者的财产状况、投资经验等相关信息,如实说明证券、服务的重要内容,充分提示投资风险。其二,为投资者提供多渠道的救济方式,完善投资者寻求救济的民事诉讼制度,积极探索程序简单、效率更高的证券和解制度,使投资者能够获得最大的救济。其三,通过强化行政与刑事处罚力度、提高证券诉讼的民事赔偿数额等方式,加大上市公司证券违法成本。这样从证券公司、投资者救济渠道以及上市公司证券违法处罚三管齐下,从而达到保护投资者的目的。

**3. 为中概股回归创造制度支持和市场环境。**在美上市的中国公司,一方面表示会严格遵守美国的法律以及审计的相关规定,<sup>①</sup>另一方面也在做着回归的准备。中概股在美生存承受巨大压力,回归 A 股或港股成为越来越多中国公司的选择。中国公司在美上市的主要目的是融资,由于近些年来港交所在不断完善其上市制度,港交所新修订的《主板上市规则》也已经生效,公司可以实现同股不同权的股权架构,因此许多中概股公司纷纷转向港交所进行二次上市。据高盛统计,在美上市中概股当中有 32—41 家符合在港二次上市资格。2020 年 5 月 21 日,网易在香港二次上市,成为继阿里巴巴之后,第二只于美股、港股两地上市的公司。京东 6 月 18 日在港交所挂牌。此外,正如弗里德指出,<sup>②</sup>“中国也有意加强上交所和深交所的竞争力,吸引最优质的中国公司在 A 股上市”。中国新修订的《证券法》中确立证券发行的注册制,为中概股的回归奠定了基础。为了使中概股更好地在境内上市,中国相继出台了两个文件:一是中国证监会于 2020 年 4 月 30 日发布的《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》,降低了境外上市红筹企业在境内上市的市值要求;二是上交所 6 月 5 日发布的《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》,对红筹企业申报科创板发行上市中所涉及的对赌协议处理、股本总额计算、营业收入快速增长认定、退市指标适用等事项,作出了针对性安排<sup>[7]</sup>。为迎接优质中概股回归,除了上述中国证监会已经出台的政策性支持之外,还要不断完善中概股回归 A 股的证券监管以及信息披露等制度,以法律的形式具体规定中概股的法律地位。例如,基于中概股的特殊性,在对中概股首次公开发行的信息披露要求应区别于普通 A 股公司,增加

<sup>①</sup>在阿里财报会议上,阿里巴巴集团 CFO 武卫回应《外国公司问责法案》,称阿里正紧密关注该《问责法案》进展。她表示,自 2014 年阿里上市以来,一直向美国证券交易委员会备案,以高标准的透明度要求自己。信任是阿里巴巴的核心价值之一,透明与坚持诚信是与利益相关方之间建立信任的基石。这些年来,阿里始终努力发展长期业务,遵守所有适用法律,致力于为客户员工和投资人创造价值。所有提高透明度的法律,阿里都会努力遵守。

<sup>②</sup>李爱琳:《华尔街或施压阻止〈外国公司问责法案〉通过,中概股剧烈波动》,载 <https://www.yicai.com/news/100663324.html>, 2020 年 7 月 22 日访问。

对中概股在境外是否存在财务造假、内幕交易等侵害投资者权益的证券违法行为进行审查的内容。

## 五、结 语

《问责法案》以保护美国投资者为由在美国参议院获得通过,但是其中要求外国发行人证明其并非由本国政府实体拥有或控制的信息披露内容与保护投资者关联甚微,且明显违背了美国证券市场市场化运行规则。这是美国证券市场逐渐政治化的主要表现,与《问责法案》密切相关的中国监管机构、中概股公司以及美国证券市场都会因此受到影响。《问责法案》中要求境外发行者披露其董事会成员中的中共党员身份以及上市公司有关文件是否含有中国共产党党章,这一条款明显针对中国,带有浓厚的政治色彩。《问责法案》的出台不仅是美国证券市场政治化的表现,同时也是扭曲化的美式“安全观”的具体体现。在中美贸易冲突背景下,美国不断以国家安全为由为中国在美投资设置层层壁垒。中国方面在意识到问题的同时要积极地解决问题,提出应对该《问责法案》的中国方案。在对外方面,中国证券监督管理委员会应加强与美国监管机构的协商,积极推进跨境证券监管工作;在对内方面,我国应该积极发展完善本国的证券市场,为“中概股回家”作准备的同时吸引外国投资者在中国上市。此外,该《问责法案》虽已经由美国参议院通过,但其正式生效仍需美国众议院的通过以及总统的签署。但根据美国国内的政治情况以及美国证券市场对《问责法案》的褒贬不一来看,该《问责法案》能否获得最终通过具有不确定性,给中国留出了积极应对风险的一段时机。

### 参考文献:

- [1]覃宇翔. 浅议证券法信息披露义务中的“重大性”标准[J]. 商业研究, 2003(4): 107-109.
- [2]王年咏,朱云轩,陈尚静荷,等. 美国证券注册制及证券监管对我国的启示[J]. 西南金融, 2019(10): 46-56.
- [3]程乐,郑英龙. 增加我国证券信息披露透明度——美国简明语言与公平披露的启示[J]. 商业经济与管理, 2003(12): 46-48.
- [4]张程睿. 公司信息披露对投资者保护的有效性——对中国上市公司 2001-2013 年年报披露的实证分析[J]. 经济评论, 2016(1): 132-146.
- [5]缪若冰. 融资财务控制权对公司制度的挑战[J]. 法学, 2017(11): 108-119.
- [6]刘凤元,邱妮. 证券市场跨境监管研究——以 EMMoU 为视角[J]. 金融监管研究, 2019(12): 100-111.
- [7]曹萌. 中概股“回家”[J]. 法人, 2020(6): 55-57.
- [8]杨峰. 我国证券法域外适用制度的构建[J]. 法商研究, 2016(1): 166-176.
- [9]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): 69-77.
- [10]干云峰. 我国跨境证券监管协作机制的改革和完善研究[J]. 现代经济探讨, 2016(7): 89-92.
- [11]李曙光. 新股发行注册制改革的若干重大问题探讨[J]. 政法论坛, 2015(3): 3-13.
- [12]章武生. 美国证券市场监管的分析与借鉴[J]. 东方法学, 2017(2): 42-55.



(责任编辑 郭宝才 张伟)