粤开证券 YUEKAI SECURITIES

宏观研究

【粤开宏观】中美达成审计监管协议，中概股或将云开月明

2022 年 08 月 27 日

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：方堃
执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】财税中国系列福建篇:经济“优等生”面临的机遇与挑战》2022-08-16

《【粤开宏观】下半年中国通胀形势的走势、影响与应对》2022-08-16

《【粤开宏观】这次不一样，非对称降息的政策信号与约束》2022-08-22

《【粤开宏观】财税中国系列山东篇：经济转型的“大象”，财政的特点与难点》2022-08-22

《【粤开宏观】房地产风险的化解之道》2022-08-24

摘要

8 月 26 日，中国证监会、财政部与美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）签署审计监管合作协议。

本次协议作为监管合作的框架，执行环节仍有较大不确定性，仍需经过双方监管实践的检验。中美达成审计监管协议本质上是双方金融博弈下权衡取舍的结果，既有利于中概股保住在美上市地位，也有利于维护美方投资者利益。虽然中概股监管不确定性尚未完全消除，但中美审计协议是历史性突破，为后续监管合作开辟了新的道路，有望规避中概股全面退市的尾部风险。国内法规体系完善以及回归香港上市渠道畅通，也为美国监管高压下的中概股提供了灵活多样的选择。

风险提示：中美博弈摩擦引发监管收紧超预期；中概股退市引发市场波动超预期。

目 录

一、中概股审计协议为何迟迟难以达成？ 3
二、中美达成协议在取得共识的同时分歧仍存 4
三、中美达成协议对中概股有何影响？ 5
四、中概股退市后的出路何方？ 6

图表目录

图表 1： 中美跨境审计监管合作进展及相关国内法规 3
图表 2： 2021 下半年以来中概股赴美融资数量和规模大幅缩水 5
图表 3： 2022 年初以来中概股走势大起大落 6
图表 4： 2022 年多地上市中概股的港股成交量占比普遍提升 7

一、中概股审计协议为何迟迟难以达成？

中美审计跨境监管合作有其历史基础，早在 2013 年中美双方就已签署执法合作备忘录（MoU）。此前中美审计合作协议受到诸多因素干扰陷入僵局，一波三折，其中既有中美资本市场国际化程度差异、监管部门执法权限的客观因素制约，也有美国政治势力打压中国等主观因素阻挠。

图表1：中美跨境审计监管合作进展及相关国内法规

时间	主要事件
2011/7/12	为落实第三次中美战略与经济对话的议题成果，中国财政部、中国证监会同美国 PCAOB、美国证券交易委员会于就跨境审计监管合作问题展开讨论，并发布共同新闻稿。
2013/05/07	中国证监会、中国财政部与美国 PCAOB 签署了执法合作谅解备忘录，并向 PCAOB 提供了 4 家审计工作底稿。
2015/05/26	财政部制定出台《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》（财会〔2015〕9 号），规定在境内形成的审计工作底稿由中国内地事务所存放在境内；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。
2016-2017	中美双方对一家在 PCAOB 注册的中国会计师事务所开展了试点检查，中方团队协助 PCAOB 对会计师事务所的质量控制体系以及 3 家在美上市公司的审计工作底稿进行了检查。
2019/07/03	中国财政部、中国证监会与香港证监会签署了关于调取香港会计师事务所审计的、存放在中国内地的审计工作底稿的合作备忘录。
2019/12/28	全国人大常委会表决通过新修订的《证券法》，第十二章第 177 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。”
2020/08/04	中方监管部门在积极考虑美方诉求的基础上，向美国 PCAOB 发送了关于会计师事务所联合检查的第四版方案建议，PCAOB 确认收到并表示会积极研究。
2021/12/24	中国证监会发布中国证监会公布《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》和与之配套的《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》，拟对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理。
2022/04/02	中国证监会会同财政部、国家保密局、国家档案局对《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》修订向社会公开征求意见，进一步明确了境内企业境外上市保密和档案管理的相关规定。一是保持与上位法衔接，明确企业对保密信息和档案管理的主体责任。二是结合跨境审计监管合作的国际惯例，删除关于“现场检查应以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果”的规定。
2022/04/06	中国人民银行同有关部门起草《金融稳定法》（草案征求意见稿）第二十七条规定，国务院金融管理部门按照对等、互利原则，与境外监管部门开展信息共享和监管合作，及时、有效处置跨境金融风险，防范风险跨境传染。
2022/08/26	中国证监会、财政部与美国 PCAOB 签署审计监管合作协议，将于近期启动相关合作。合作协议依据两国法律法规，尊重国际通行做法，按照对等互利原则，就双方对相关会计师事务所合作开展监管检查和调查活动作出了明确约定。

资料来源：财政部、中国证监会网站、粤开证券研究院

一是中美监管机构理念不同，执法权限存在差异。首先是理念差异引发监管工作程序分歧。美国历来坚持长臂管辖权，强调国内法的域外适用。2002 年美国《SOX 法案》

中有明确规定，美国 SEC 对会计师事务所审计工作文件享有域外调取权力。而中国坚持监管主权，基于完全信任原则在境内完成对会计师事务所的审计调查。其次，中美证券调查、会计监督的监管机构执法权限差异。美国 SEC 的行政执法权限广泛，包括申请搜查令、民事起诉权、行政处罚权等，可以独立开展侦查执法活动，美国 PCAOB 得到 SEC 的授权负责会计监管。而我国上市公司监管权限、审计监管权限分属于证监会、财政部，涉及文件取证调查还需要国家档案局和保密局的联合执法。

二是中美资本市场国际化程度不同，跨境监管需求不对等。美国资本市场历经百余年的发展，上市公司的国际开放程度高，跨境监管合作的经验丰富。而我国资本市场发展仅三十余年，对外开放仍处于起步阶段，缺少外国上市公司，我国对外国公司跨境监管的相关制度仍有待完善。美国对跨境审计监管需求较大，而中方对跨境监管的需求较低，这使得双方合作的地位不对等，招致美方频繁单方面要求中方履行义务，增加了双方产生分歧的可能。

三是美国政府将金融监管政治化，致使合作难度加大。美国证监会和 PCAOB 在过去强调信息披露、保护投资者权益，较少涉及政治色彩，不直接指明针对中国公司。但是 2020 年《外国公司问责法案》规定，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（PCAOB）对会计师事务所检查要求的，禁止其证券在美国交易。2021 年美国 PCAOB 赶在《外国公司问责法案》实施之前，与比利时、法国监管机构达成了审计监管合作协议，避免了两国在美上市公司退市的可能。因此，该法案只适用于中国内地和中国香港的上市公司与会计师事务所，这意味着中概股监管直接从金融监管问题上升至中美博弈的战略问题。

二、中美达成协议在取得共识的同时分歧仍存

本次协议作为合作框架，全文尚未披露，中美双方新闻通稿体现了求同存异的基调。从大方向来看，这是中美双方相向而行、权衡利弊的结果，有利于后续开展实质性执法合作。从具体内容来看，基本与国际做法一致，但中美就具体审查执行细节仍存分歧。

首先，双方就中概股监管合作框架取得共识。一是双方均高度认可框架协议的重要性，强调取得的成果，为后续推进中概股的审计监管迈出了第一步。二是双方对会计师事务所合作开展日常检查与调查做出了具体安排，包括适用范围，执法方式、取证方式、数据保护等具体环节。

其次，双方在法律遵循、调查执行方面仍存分歧。美方强调的是“完全的权限”，依据国内法行使域外管辖权。调查方式上有三点要求，一是有权自行选择被调查的公司；二是要求获取并留存完整的审计底稿信息，并明确了所需履行的法律程序；三是可以直接访谈和问询会计师事务所人员。中方强调的是监管合作的“对等原则”，本质是保证监管主权。一是检查和调查活动需要中美双方提前进行沟通；二是美方调查取证环节需要在中方的参与和协助下进行；三是涉及敏感信息的使用，需要执行专门的处理程序方可推进。

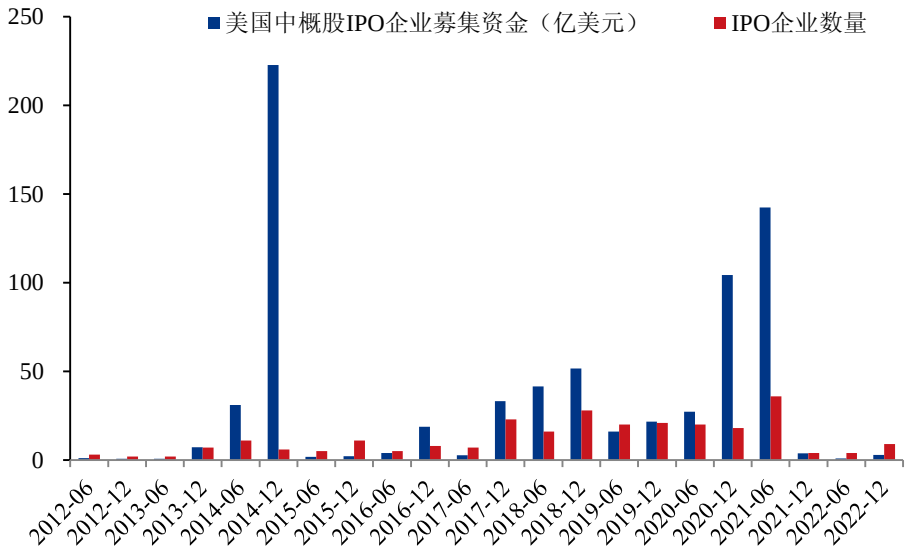
最后，协议的有效期仍有变数，取决于监管测试的结果。中美双方将尽快展开审计监管现场工作，美国 PCAOB 预计将于 9 月中开展监管测试，并于 2022 年底重新评估协议。目前，美国 PCAOB 已与 26 个非美地区的审计监管机构签订了合作协议，合作对象既包括欧美发达市场，也包括匈牙利、阿联酋等新兴市场。这些协议下的合作形式以双方联合检查为主，涉及有关个人数据等敏感信息的调查需要双方履行独立程序后方能推进，尚未出现双边监管协议因故中止的先例。

三、中美达成协议对中概股有何影响？

中美双方相向而行，解决悬而未决的监管问题，保留中概股上市地位是中美双赢的结果。本次协议标志着中概股监管不再存在原则性障碍，监管不确定性对中概股估值的压制有望解除，利好中概股估值修复。针对中概股退市的监管风暴有望迎来平静的窗口期，中概股交易定价或将向市场化回归。

一是为中国公司赴美上市保留了希望。今年美国 SEC 持续扩容中概股“预摘牌名单”，结果是中国企业赴美上市数量锐减，市场机构纷纷转向观望。今年初以来，截至 8 月 26 日，共有 13 家中概股企业赴美 IPO 上市，数量同比下滑 57%，融资规模也大幅缩水，同比下滑超八成。目前中美达成审计监管合作协议，并继续开展后续合作，不仅会提振存量中概股投资者的信心，还还会促进增量公司进入美国资本市场融资。

图表2：2021 下半年以来中概股赴美融资数量和规模大幅缩水

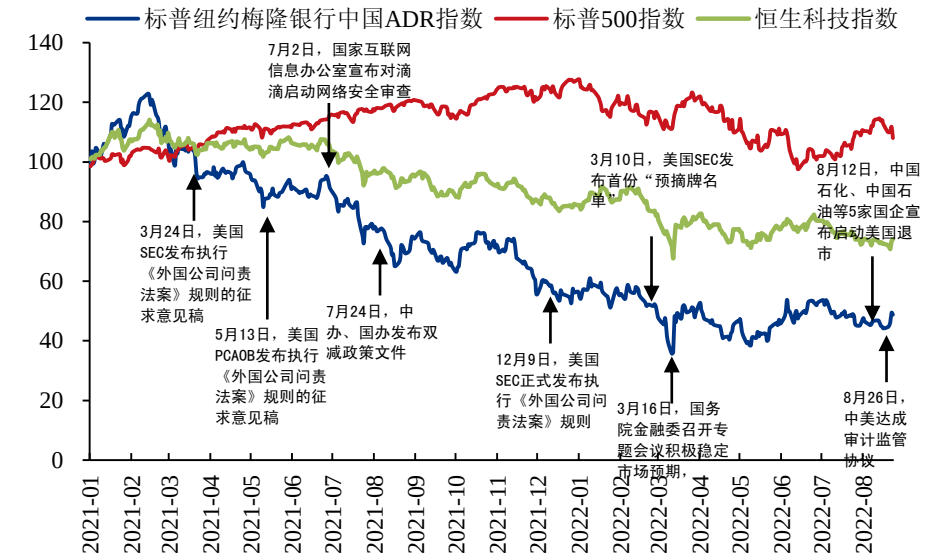


资料来源：wind、粤开证券研究院

二是有利于美国资本市场与投资者利益。2022 年二季度美国资管机构的中概股持仓市值占比 21.2%，较 2021 年四季度下滑约 3 个百分点。为了规避监管风险，部分美国机构投资者直接减持中概股，还有一部分则是选择将美股转换为港股。优质的上市公司是资本市场的稀缺资源，强制中概股退市也会给美股市场造成缺失，损害美国投资者的利益。若多数中概股上市地位保留，不仅将维持美股上市公司的多样性，还将降低退市对投资者带来的直接或间接成本。

三是监管不确定性缓和利好中概股估值修复。今年以来，美国上市中概股走势大起大落，有喜有忧。忧的是美国监管高压，涉及《外国公司问责法案》的监管行动持续进行，不断有新增中概股公司被加入预摘牌名单。喜的是国内政策暖风，国内支持中概股境外上市的立场明确，平台经济监管回归正轨。中概股指数自 3 月中旬开始见底回升，但至今仍未扭转颓势。截至 8 月 26 日 ,标普中国 ADR 指数今年初以来累计下跌 13.3%，恒生科技指数累计下跌 13.8%。若中美监管合作后续取得实质性进展，市场情绪或将进一步修复，中概股有望迎来一波反弹行情。

图表3：2022 年初以来中概股走势大起大落



资料来源：wind、粤开证券研究院

四、中概股退市后的出路何方？

多数中概股有望保留上市地位，但仍有部分中概股需要另谋出路。若中美均认可今年监管合作测试的执行效果，多数中概股企业上市地位将得到保护，避免被集体强制退市的尾部风险。未来监管尘埃落定，上市地选择权将回归企业自身，企业依据股东性质、行业特点自行选择上市地点。

一是国企从美股退市基本成定局。《外国公司问责法案》针对外国公司提出的额外披露要求，包括外国公司需要证明其没有被政府所有或控制，这意味着在美上市国企基本都将选择退市。8 月，有 5 家国企宣布启动美国退市，这是应对美国监管变化的主动选择。

二是民企或有选择空间，涉及数据安全等敏感行业退市风险较高。2022 年 4 月，中国证监会同有关部门修订了有关中概股相关保密和档案管理的规定，明确了上市企业信息安全的主体责任，为上市企业与会计师事务所提供了明确的指引，便于其配合美国监管机构提供相关档案资料。而对于涉及国家安全、重大敏感信息的企业，制约监管执法效果的不确定因素仍较多，可能仍难以满足美方监管要求而被迫退市。中美需要在合作

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45599