



## 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@y kzq.com

**分析师：方堃**

执业编号：S0300521050001  
 电话：010-83755575  
 邮箱：fangkun@y kzq.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。

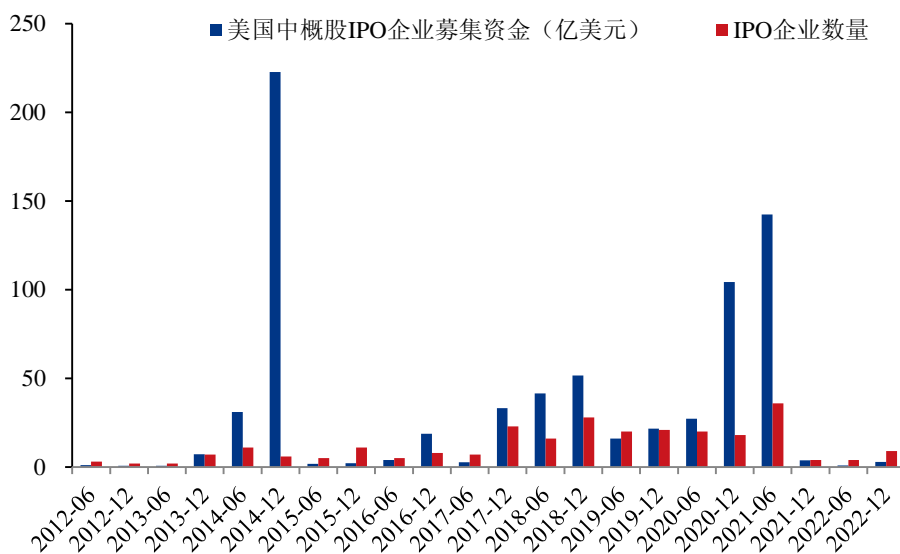


### 三、中美达成协议对中概股有何影响？

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 年下半年以来中概股赴美融资数量和规模大幅缩水



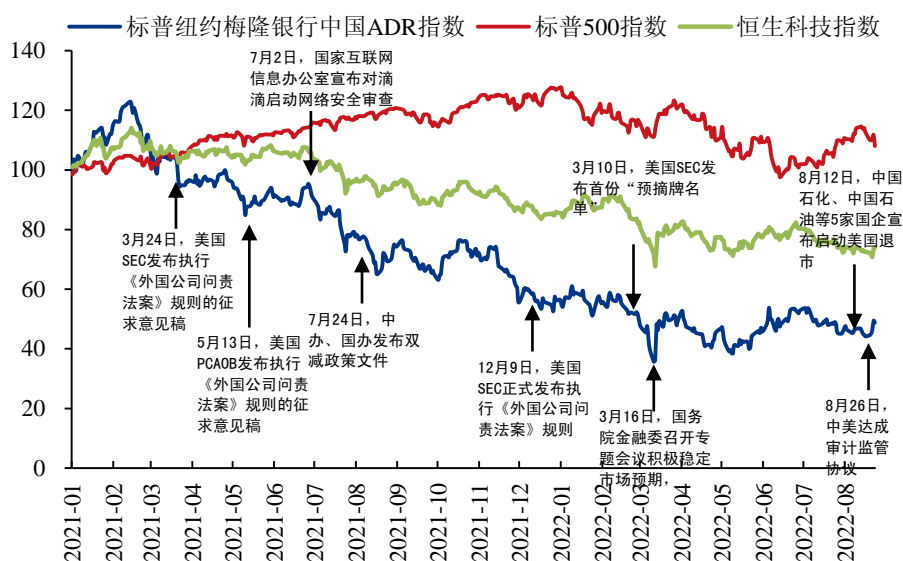
资料来源：wind、粤开证券研究院

**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。中美需要在合作框架下履行特别程序和处理方式，但考虑到美国立场较为强硬，特别坚持美国资本市场准入是一种特权（privilege），而非权利（right），未来对审查或提出更严厉的要求。

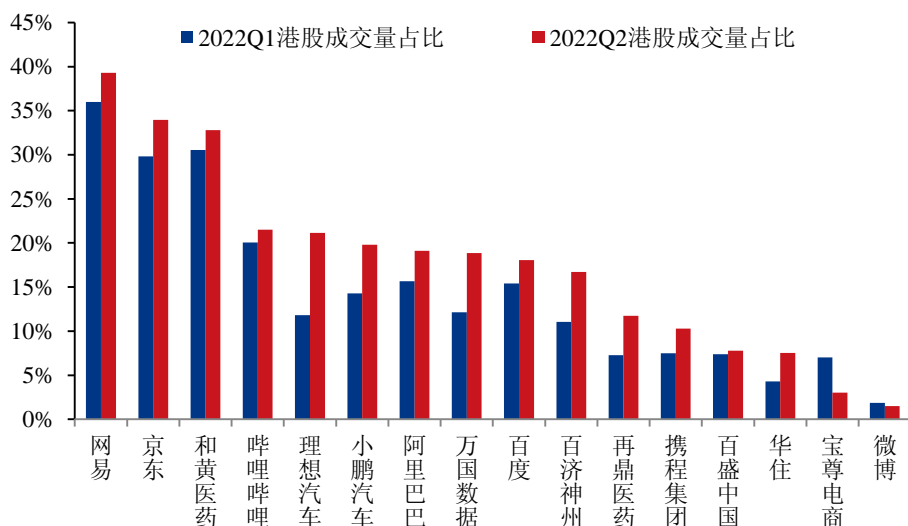
**美国执行《外国公司问责法案》的步伐或将加速。**不符合审计监管要求以及信息披露要求的中概股依然面临退市风险，预计快则2023年，慢则2024年初。结合美国国内立法进展，鉴于PCAOB对监管程序履行较为紧迫，最早一批中概股被强制退市的时点或将有所提前。目前多数中概股公司已经于2022年一季度首次被美国SEC认定为“被识别公司”，预计强制退市将发生在2024年初发布2023财年年报之后。但去年6月，美国参议院通过了一项修正提案，旨在将中概股交易禁令的生效时间缩短至连续2年，即最快于2023年对相关中概股生效。而今年2月，美国众议院通过了《美国竞争法案》，其中就包括了参议院先前通过的加速中概股退市的条款。若该提案后续经国会两院协商通过后，将递交总统签署生效，最快将于2023年会有中概股面临退市风险。

**香港市场大概率是未来中概股从美股退市后的主流选择。**港交所不断优化海外发行



人上市制度，为中概股回归拓宽了入口。中概股回归有三种途径，分别是私有化再上市、双重主要上市以及二次上市。目前已经有 16 家美国中概股企业回港二次上市，10 家中概股企业则采用了双重主要上市。回港上市的中概股企业中，港股交易额占比普遍提升，美股交易额占比明显下降。2022 年二季度阿里巴巴、京东、百度港股交易额占比分别为 19.1%、33.9%、18.1%，较一季度分别提升 3.4、4.1、2.7 个百分点。去年 11 月港交所公布了针对简化海外发行人上市制度的新规，降低了二次上市和双重主要上市的门槛，中概股应对美国监管风险有了更灵活的选择。

图表4：2022 年多地上市中概股的港股成交量占比普遍提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

中概股跨境审计问题由来已久，既有历史制度性因素的限制，也有当前百年变局的影响，分歧的彻底解决绝非一朝一夕之功，后续仍有赖于中美双方金融监管部门的智慧。不论中美金融博弈还是合作，中国坚持扩大金融开放的决心都不会改变。中美金融监管出现合作的同时，也必须要保持底线思维。我国将持续推进国内资本市场制度改革，推动更高水平的金融开放，促进国内经济高质量发展。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。





## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)