

## 赴美上市中国公司在 IPO 市场规范化过程中的机遇解读

### ----解析纳斯达克新规，外国公司担责法案，新冠疫情下法律义务履行

2020 年上半年，新冠疫情，瑞幸事件，纳斯达克新规出台等新闻导致媒体舆论不断，众说纷纭中，在美上市中国公司及欲赴美上市中国公司对公司在美发展前景产生各色各样的疑惑或忧虑。本文聚焦纳斯达克出台新规，对新规内容及影响群体进行多角度深入分析，以期对相关赴美上市中国公司的发展前景提供参考和帮助。

#### 背景提要：

近年来，众多来自新兴市场的公司寻求在美国募集资金并在纳斯达克挂牌上市。由于一些新兴市场缺乏透明度，这些公司存在着特殊的风险，例如披露的准确性，问责制和信息获取，特别当这些公司在美国上市监管机构难以获取信息的司法管辖权。为了减少这些风险，2020 年 5 月 18 日，纳斯达克交易市场向美国证券交易委员会提交了三份修改提案，提议新增规则 5005(a)(37)，定义“受限市场”为“纳斯达克认定受当地保密法律，禁止法规，国家安全法律或其他限制美国上市公司监管机构获取信息的法律法规的司法管辖区”。新规涉及（1）增加对“受限市场”运营的公司首次公开发行要求，（ii）增加对受限市场公司的管理层或董事会的新要求，以及（iii）根据审计师的资质对拟申请上市公司使用额外更严格的标准。初在受限市场中运营的公司即为“受限市场公司”。在确定一个公司的业务与运营是否主要处在这些受限市场，纳斯达克会全面考虑这个公司的主要业务部门、业务或资产所在地，董事会和股东大会的举办地点，总部或主要行政办公室所在地，高级管理层和员工所在地，或者账簿和记录的所在地等因素。这一拟定的规则将适用于在受限市场的外国发行人，以及在美国或其他司法管辖区成立但在受限市进行运营或被管理的发行人。此新规的出台为因在中国有运营而处在“受限市场”的在美上市公司的融资、审计师资格以及公司管理层或董事会的人员组成提供了较为清晰的标准，实为纳斯达克规范化市场，提升其作为交易市场效率及透明度的重要举措。

#### 一、纳斯达克新规提案以及外国公司问责法案的内容概述及简要分析

1. 纳斯达克新规规定发行人应当有不少于 2500 万美元的融资额，或者有不少于融资额 25% 的流通市值。此规定针对一些中小企业在美流通性不足的特点制定。由于美股市场中机构投资者十分活跃，而机构投资者投资额相对较高，往往以 300 万到 400 万美金为起点。如果发行人的融资额少于 2500 万美元，机构投资者无法获得足

够资本游动空间，投资兴趣也会下降。25%的流通市值规定则旨在提升市场资金流动性和透明度，从而减少资本市场人为干预，吸纳更多欧美投资者资金。

2. 纳斯达克新规规定发行人董事或高管人员组成中必须拥有一名高级管理人员或董事具有在美国上市公司中相关过往工作经验的，或者具有同等纳斯达克以及美国联邦法律监管及披露合规经验、培训或背景。此项规定旨在提高上市公司对信息披露的内部监管以及增强发行人高管团队与美国投资公众的交流能力。若发行人高管团队中缺乏具备赴美上市经验成员，发行人将需要依赖投行专业人员在上市准备过程中提供引导，并完全通过投行与美国投资者进行沟通，而具有上市经验的发行人团队能够更好地帮助上市公司更及时更准确更透明披露市场所需信息以及直接应对与资本市场的交流。
3. 纳斯达克新规对处在“受限市场”的发行人的审计师资质也有额外要求。纳斯达克考虑因素包括：审计师是否接受过美国公众公司会计监督委员会的检查，在检查中是否存在审计机制的缺陷，以及审计师是否对缺陷作出及时回应。此规定的出台也有其背景：目前，由于中国当地法律的限制，中国大陆及香港的会计师事务所，包括四大会计师事务所并不接受美国公众公司会计监督委员会的检查。这使得纳斯达克交易市场以及美国投资人对中国发行人财务报表的真实性和准确性产生不确定性。
4. 外国公司问责法案目前仍是一项参议院提议，尚处在提案阶段，并未经过众议院通过以及总统批准而成为正式立法。此法案主要针对发行人所使用的审计人员资质，采取美国公众公司会计监督委员会严格标准，以增强审计师审查公司准备财务报表的独立性。此提案包含一个三年期限，为发行人提供一个三年期间来增强其审计师资质以达到合规。

## 二、纳斯达克新规及外国公司问责法案提案对中国公司的影响解读

纳斯达克建议新规以及外国公司问责法案提案的影响范围涵盖来自中国的已上市公司以及计划赴美上市的中国公司。表面上看，这些规则为公司上市提供了更加硬性的要求，实践中看，这些要求与其说增高了中国发行人在美上市门槛，不如说为美国资本市场运行提供了更明确的规范。

在帮助中国公司赴美上市过程中，投行一直以来就十分关注公司的融资额、增值原动力，发展潜力，高管董事团队资质等因素。此项纳斯达克新规的出台并未提高投行服务门槛，而是为拟上市公司提供了更为明确的标准。纳斯达克出台新规的目的是为提升交易所挂牌公司质量，而并非为中国公司上市制造障碍。作为公司券商，投行始终都在贯彻法案体现的精神，以市场标准为重，并不会因为此项新规而改变一如既往的客户标准。会计师事务所对美国公众公司会计监督委员会的标准并不陌生，审计师资质最重要的体现是审计在美上市公司财务报表的能力，是否通过美国公众公司会计监督委员会的检查只是一个考虑因素。此外，纳斯达克在新规框架下保留了相当的

自由裁量权，这意味着即使有些会计师事务所并未接受美国公众公司会计监督委员会检查，也有可能被认为具备合乎规定的审计师资质。因此，这些新规对赴美上市的中国公司的影响仅仅在于其增加了不确定性，而并非单纯负面影响。

外国公司担责法案的目的是让在美上市的中国公司能和美国的上市公司一样遵守美国股市的统一规则，提高企业的财务透明度和真实性，最终提高美国投资者对中国企业的信心、实现更好的融资、提高企业市值、建设更好的市场。此法案提议的通过尚待时日，即使其通过，也并非会对中国发行人带来立竿见影的影响，法案包含三年的合规期，如果法案生效，接下来三年内仍会有很多可能的积极事件发生。例如，中美间达成妥协可行的解决方案，允许位于中国大陆或香港的会计师事务所接受有条件的美国公众公司会计监督委员会检查，又或者中国四大会计师事务所和美国监管机构达成安排，对会计师事务所的资质检测另辟新路。这些可能性事件并非空中楼阁，目前，中国证监会已经开始配合美国公众公司会计监督委员会提供审计部分底稿信息以供审核，更多实质性配合已经在进行中，因此未来三年应当能为中国发行人提供充足的缓冲空间。

### 三、港股，美股市场现状及中国投资人的应对

2020年上半年在美IPO总量有下降趋势，新冠疫情为美国资本市场带来的不确定性造成起伏波动，美国本土企业在此期间的上市情况也不乐观。在此局面下，一些在美交易的公司选择在香港进行二次挂牌。然而，这些趋势并不能说明美股交易市场失去青睐。这些选择实际上反映了当前金融资本市场近年来的多元化交易模式。即使纳斯达克挂牌公司选择在港股市场二次挂牌，其在纳斯达克市场的交易活动并不会因此受到影响，在美交易仍在进行，由于两个交易市场的时间差，这些公司实际上获得了更长时间更广泛的市场交易。

与港股市场和中国科创板、创业板市场相比，美股市场具有特有的优势：相比香港的金融机构，美股市场的金融机构更为独立。更为重要的是，美股市场中机构投资者占比重约为80%，对资本市场具有举足轻重的作用。机构投资者促进了发行人股价估值模式多样化，估值手段不仅包括传统估值单位，如资产和销售额，也包括知识产权估值。机构投资者对市场信息有比个人投资人更准确的把握，能有效发掘公司价值，不盲目跟风。例如，最近美股市场起伏大潮中，一些机构投资者把握机遇，做出明智投资决定。另外，美国上市成本低于香港上市成本和中国境内上市成本。审计师、投行以及法律顾问费用均低于前者。纳斯达克新规的出台提供更明确清晰的要求，实际上能帮助这些服务提供者进一步降低成本。最后，赴美上市更适合有国际化发展潜力的企业，即在欧美市场有业务发展需求的公司，在美上市交易的身份能吸引到更多潜在欧美投资人的兴趣。2020年上半年的低潮只是美股市场长远发展过程中的又一个漩涡，但根据历史表现，此低潮并不会长久。

针对上述现状，中国发行人可以考虑采取相应措施对新形势下的机遇作出积极反应。中国公司应当对自身发展计划前景作出准确估计，例如，对科技密集型企业而言，企业是否有国际层面认可的知识产权；对生产销售型企业而言，是否有充足现金流，净利润，和充足的国际市场。在审计层面，中国发行人应考虑审计师的规模，合规及经验，到美国公众公司会计监督委员会网站上查询相关会计师事务所的资质，查看事务所具有中英双语能力的员工规模，以及是否有美国公众公司会计监督委员会的管理委员会。在选择审计师时，一些中国发行人对选择外国审计师存在顾虑，担心外国审计师不具有审计中国公司的来自中国法律的认可。事实上，针对外国审计师资格，中国财政部在 2015 年就通过《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》，明确阐述了外国审计师事务所审计中国上市公司的能力。该项法案规定，若外国审计师事务所与合乎标准的中国会计师事务所进行合作，提前对中国省级以上财政部备案，并在审计报告后 60 日提交书面报告，是可以获取审计中国公司资格的。

#### *四、新冠疫情对中国公司履行国际法律合同义务带来的影响*

2020 年上半年，新冠疫情成为主导世界经济市场局面的一大因素。新冠疫情在 2020 年上半年中迅速传播，目前遍布世界各地，导致中国及世界其他地区工厂关闭，运输中断，供货链条断裂，对世界范围内民商事合同的履行产生各个层面上的影响。基于其带来强大不可逆的市场影响与世界各国民法中“不可抗力”的规定息息相关，中国公司在履行涉外合同时，建议考虑疫情作为“不可抗力”而成为合同免责事由的可能。例如，德国民法典第 275 条规定：“当债务人或任何人存在客观给付不能，则排除履行请求权的适用。若履行因不可期待的合理性而无法实现，债务人亦可拒绝履行。“此项规定并不适用于单纯金钱给付之债。合同履行实践极为复杂多样，因此判断新冠疫情作为不可抗力的因素时并不能一概而论。例如，若中国公司下属工厂并不属于政府禁令停产管辖区内，而因担心病毒传播而做出停产决定，在援引疫情作为不可抗力的主张下将面临来自合同另一方的更大举证压力。分析不可抗力带来的影响时，合同约定的细节原文有可能起到至关重要的作用。比如说，若合同规定供货方提供更严格的货源保证，又或者作为供货方的中国企业仅经历了一定程度上的减产，是否会丧失援引疫情作为不可能力的资格。因此，受新冠疫情影响的中国企业应当保持尽量完备的经营记录，为将来可能发生的法律诉讼举证责任做好充分准备。