

中概股未来及出路系列（一）：开宗明义中概股

作者：吴璐露 | 汤阳 | 张慧瑾

一、序言

由于近期国内外政策监管环境的作用，市场对中概股的看法发生了较大变化，准中概股们的上市步伐也受到了很大影响。身处历史长河中，中概股应何去何从？本系列文章拟梳理中概股的前世、今生、未来及出路，希望能达到投石问路的目的。

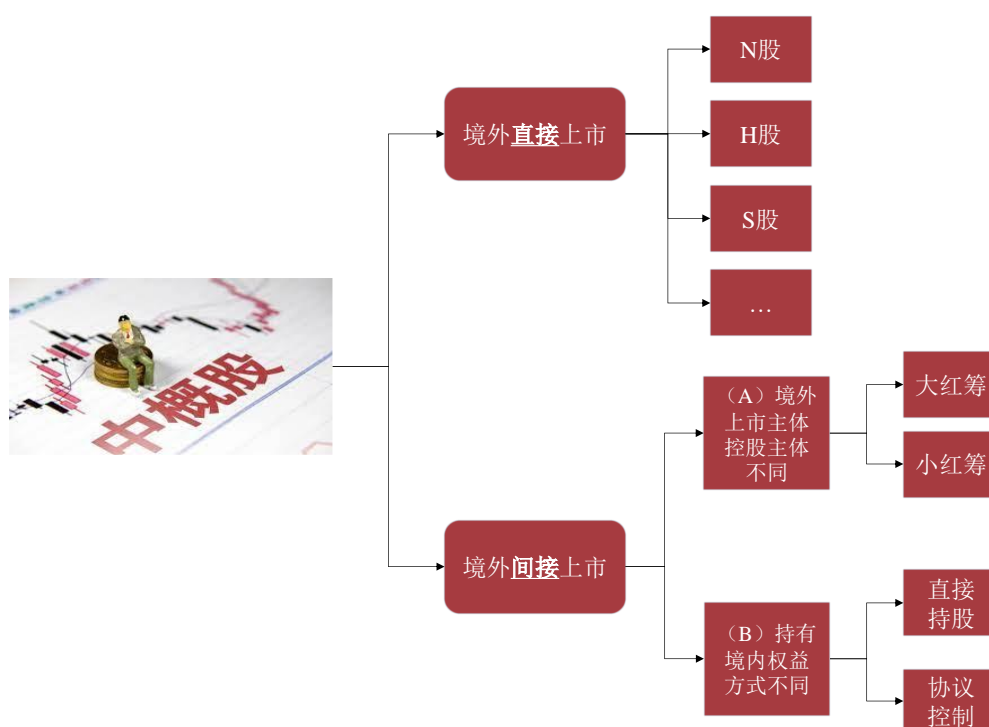
二、什么是中概股？

中概股，全称中国概念股，是市场上对所有在境外上市的中国股票的统称。尽管市场上有不少以中国概念股为集合的基金指数或统计分类，用以反映该类股票的行情，但均未给出中概股范围的具体划定标准。中国的法律法规亦没有对中概股这一术语进行统一及权威的法律定义。

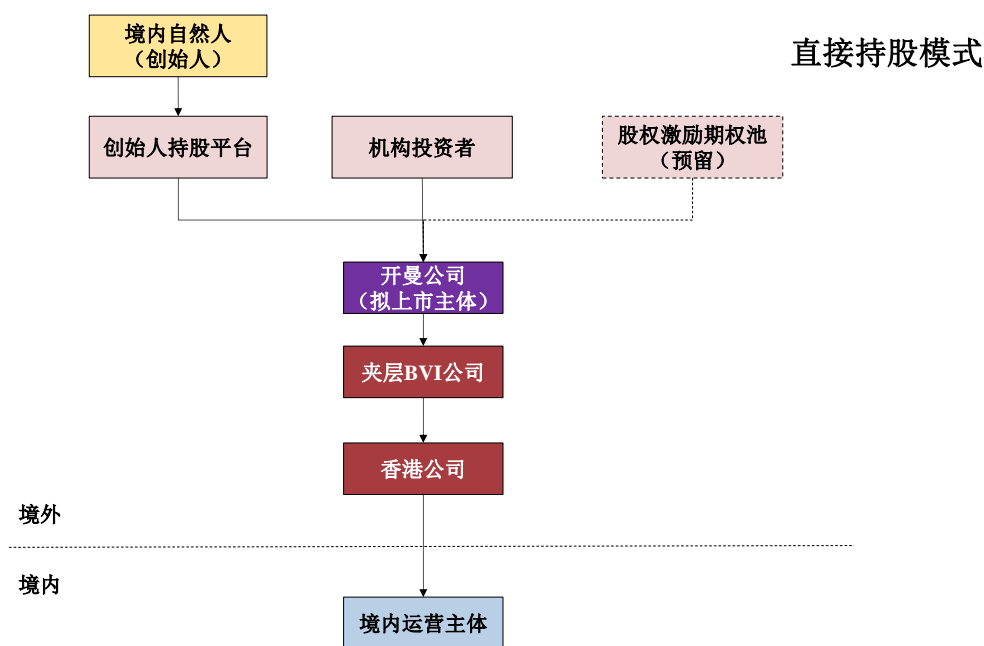
“中概股”首次在国家部委文件内的正式提及，是2021年7月由中共中央办公厅和国务院办公厅印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》中，该文件明确要求加强中概股监管。随之，2021年12月24日，中国证监会公布《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》（以下统称“**备案制法规**”），目的在于“规范境内企业直接或间接在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易（以下简称“**境内企业境外发行上市**”）相关活动”。尽管前述备案制法规尚未生效，但我们已能从中了解到监管部门对于中概股监管的具体形式，以及监管部门眼中中概股的法律含义。

在缺乏一个权威、统一、明确定义的情况下，曾有市场参与者疑惑，认为是否中概股仅指在美国资本市场上市的中国公司？诚然从绝对数量上来说，中国企业在境外上市美国交易市场居多。但是从国内监管部门对“境内企业境外发行上市”一视同仁的监管态度出发，我们倾向于将所有境外（而不仅仅指美国）上市的境内企业都包含在中概股的范围内。此外，从备案制法规相关条款的解读看来，中概股或称“境内企业境外发行上市”也不仅仅包含首次公开发行，亦包含通过收购、换股等安排实现间接上市的情形。

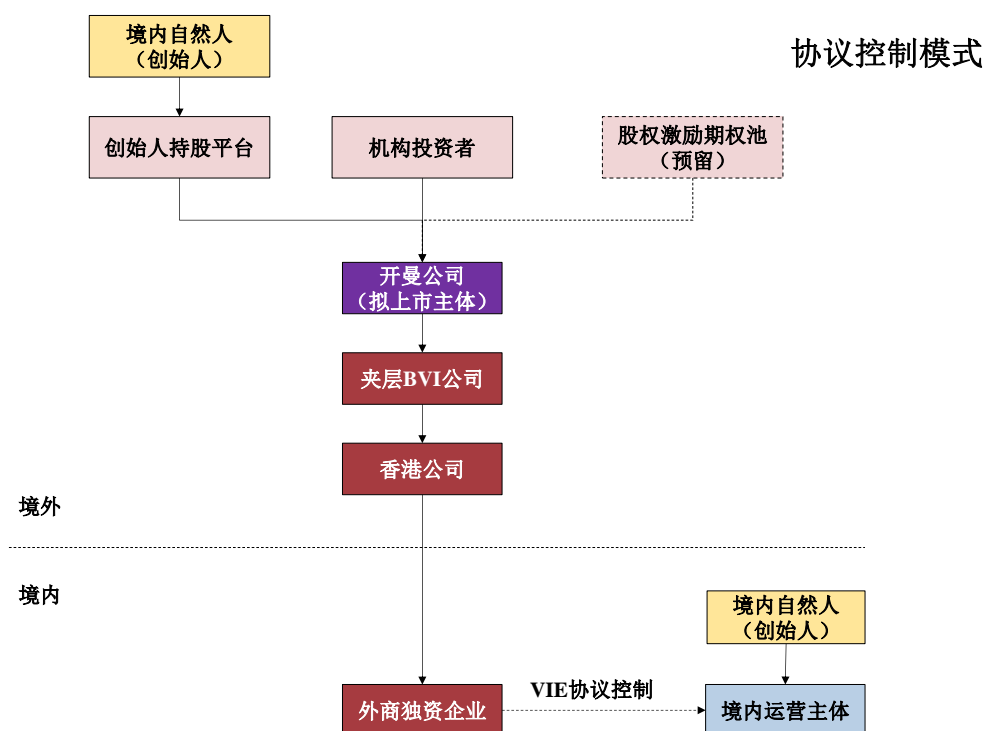
三、中概股的分类



按照中概股在境外上市的方式，可分为境内企业境外直接发行上市（“**直接上市**”）和境内企业境外间接发行上市（“**间接上市**”）两种。按照备案制法规的定义，直接上市是指注册在境内的股份有限公司在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易。例如，在美国上市的 N 股中国石化（N 股代码：SNP），在香港上市的 H 股万科股份（H 股代码：02202），在新加坡上市的 S 股中新药业（S 股代码：T14）等；间接上市是指主要业务经营活动在境内的企业，以境外企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益在境外发行证券或者将证券在境外上市交易。按照控股境外企业股权的主体是中资机构或中国籍自然人来划分，间接上市可继续分为大红筹结构（中资机构控股），例如中国移动（美股代码：CHL；港股代码：00941），和小红筹结构（中国籍自然人控股），例如小鹏汽车（美股代码：XPEV；港股代码：09868）。按照境外企业持有境内企业权益的方式划分，间接上市又可进一步分为直接持股模式及协议控制模式。其中，直接持股模式是指境外上市主体通过若干境外中间公司持有境内企业的股权的模式（典型结构如下图 1）。



而协议控制模式又称 VIE 模式，是指境外上市主体通过若干境外中间公司于境内新设一家外资企业，且外资企业与境内企业签署一系列协议达到实际控制境内企业并财务并表境内企业的目的的模式（典型结构如下图 2）。



四、中概股的认定

是否被认定为中概股对一家拟于境外上市的企业至关重要，因为其决定了该企业未来如何遵守相关监管法规。直接上市的中概股性质通常较容易判断，而间接上市的中概股性质在认定上往往存在可探讨空间。在尚未生效的备案制法规中，就间接上市的认定，中国境内监管部门一方面给出了如下的量化认定标准，另

一方面又采取了“实质重于形式”的原则进行兜底：

（1）境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或净资产，占发行人同期经审计合并财务报表相关数据的**比例超过 50%**；

（2）负责业务经营活动的**高级管理人员多数为中国公民或经常居住地位于境内**，业务经营活动的**主要场所位于境内**或主要在境内开展。

需要注意的是，现行备案制法规中未能明确前述两个标准是并列关系还是选择关系。如是并列关系，则拟于境外上市的发行人应同时满足两项标准才会被认定为间接上市；如是选择关系，则拟于境外上市的发行人满足两项标准之一即会被认定为间接上市。该认定标准的解读存在两种可能性产生的中概股认定的不确定性，我们认为有待监管部门在未来生效的法规中进一步阐明。

中概股是国内企业与国际金融市场的重要交互点，因而中概股的未来受到众多境内外创业者、企业、投资者等市场参与者的极大关注。在接下来的本系列文章中，我们将逐一对中概股目前的中国监管要点、在美中概股的披露要求及审计监管、以及就在美中概股的未来出路情形分别展开解析讨论，敬请期待。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

吴璐露

电话： +86 755 3680 6582

Email: lulu.wu@hankunlaw.com