



# 中概股股权结构与价格波动

侯曦蒙 陈银华 张赶

**摘要：**近30年来，我国大量中资企业在美国上市融资，在国际金融市场上形成了独特的中概股现象。受美国出台《外国公司问责法案》和少数中概股公司财务造假、美联储加息、俄乌冲突等多重因素影响，中概股市场自2021年3月以来的价格暴跌引发市场关注。本文运用实证和案例分析，对导致中概股价格波动的内在原因、重要驱动事件进行研究，分析中概股价格大幅波动可能对我国金融安全和境外投资利益产生的影响，提出政策措施引导境外中概股合规良性发展。

**关键词：**中概股 股权结构 价格波动 影响 对策

## 中概股境外上市融资与VIE架构

### 在美中概股的上市融资总量和行业、市值结构

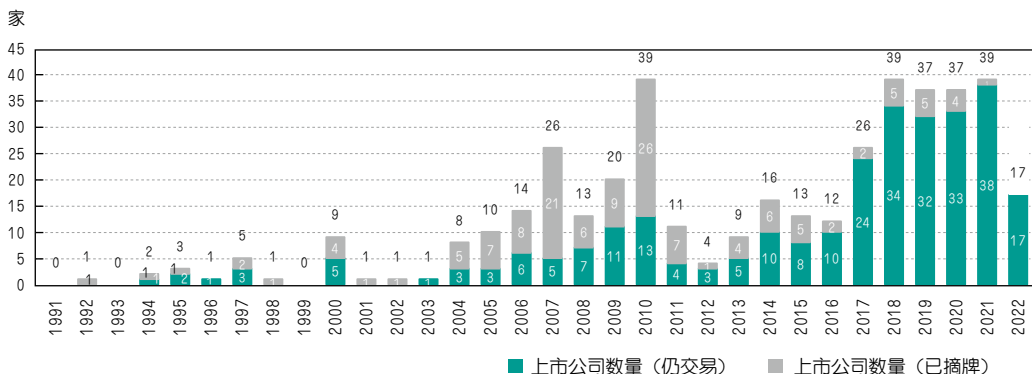
“中概股”即中国概念股，指外国投资者对所有境外上市的中国股票的统称。根据Wind数据，截至2022年末，在香港联合交易所、美国纽约证券交易所和纳斯达克证券交易所、新加坡证券交易所这四地的四家交易所中，挂牌的中国企业数量占境外上市企业总数的比例超过九成。此外，还有少部分中概股在伦敦、法兰克福、巴黎、东京、苏黎世、悉尼等地上市。本文的研究对象主要是在美上市的中概股。

以美国纳斯达克市场为代表的境外

资本市场具有灵活的上市机制和大量国际资本，成为中企尤其是未盈利的中小科技型企业选择境外上市的主要目的地。截至2022年12月31日，现有263家中国企业在美国的证券交易所挂牌交易，其中190家在纳斯达克交易所挂牌，纽约证券交易所挂牌67家，美国证券交易所挂牌6家；约六成是在2017—2022年上市，主要以信息技术和消费类行业的企业为主，很多成为我国近年来互联网经济的龙头企业。

近30年来，共有400多家中国公司赴美上市，通过IPO和再融资募集资金数十亿美元，中概股总流通市值最高占美股总市值的比例达4%。2021年，受美国出台《外国公司问责法案》和中国加强对在

本文系重庆两江金融基金课题《中概股股权结构、价格波动及对我国的影响研究》（编号：22LJND04）的阶段成果。课题主持人：侯曦蒙，西南证券股份有限公司副总裁。课题组成员：王家平、黄仕川，西南证券股份有限公司；陈银华、陈怡璇，西部金融研究院；谢斐、张赶、牟思思、韩静，人民银行重庆营管部；蒋金镛，重庆理工大学。

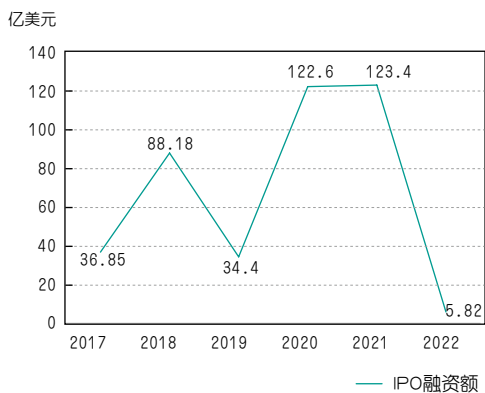


数据来源：Wind。

图1 中国公司赴美 IPO 数量

线教育、互联网巨头的行业监管政策的影响，中概股市值大幅下跌至年末的1.04万亿美元，仅占美股总市值的约2%。2022年，受中美审计监管争议和美国证监会收紧中概股上市要求等影响，17家中国公司赴美IPO融资额仅为5.82亿美元，较2021年全年融资额（123.4亿美元）锐减约96%。

从行业分布看，263家在美上市的中概股公司中，排名前三的行业分别是信息技术类（46家，占比17.5%）、消费类（25家，占比9.5%）、综合金融类（17家，占比6.5%）。此外，教育服务、能源、医药、运输物流、工业制造和房地产等行业也是近年来在美上市中概股公司的主要来源，行业结构呈现日益多元化趋势。



数据来源：Wind。

图2 近5年中概股在美 IPO 融资额

从市值分布看，中概股市值呈现“金字塔”形。截至2022年12月31日，在美上市的中概股总市值达1.04万亿美元，平均市值39.5亿美元。其中流通市值在100亿美元以上的大型上市公司仅20家；市值在10亿~100亿美元之间的上市公司有42家；低于10亿美元市值的有201家，其中市值低于1亿美元的上市公司有130家。此外，在美中概股的流动性分布极不均衡，大部分机构投资者集中持有市值排名前20的大型中概股公司，中小市值的中概股乏人问



津。其中,有57%的上市公司日均成交额不足300万美元,有41%的日均成交额不足100万美元。

### 在美中概股上市的VIE架构

VIE架构主要用于境外投资机构投资境内禁止性行业和规避10号令<sup>①</sup>的关联并购审查制度。例如,为规避境内对一些服务行业如媒体、电信等行业的外资准入限制,一些互联网和科技企业采取可变利益实体(VIE)架构在境外上市,即利用一系列协议控制境内公司并获得经营活动产生的利润<sup>②</sup>。协议包括贷款协议、股权质押协议、独家顾问服务协议、资产运营控制协议、优先认股权协议、投票权代理协议六类协议。

根据Wind数据,目前在美国上市的中概股至少80%搭建了VIE架构。VIE架构旨在防范外商独资企业失去对境内公司或其资产控制权的风险,但协议合同无法与直接拥有境内公司的所有权相提并论<sup>③</sup>。如果境内经营实体决定不履行合同规定义务,则境外外商独资企业(WFOE)很难

维持对境内公司的控制。因此,是否履行VIE模式中一系列协议是维系这一模式的关键,VIE模式中的控制协议也被称为“君子协定”。但VIE架构存在监管套利的风险隐患,在境内的合法性尚无明确定论,如果发生因协议条款缺失导致不利于投资方或创始人的诉讼,或者投资协议条款和投资结构(如投资方优先权、对赌条款等)违反境内法律,或者在境内司法实践中不被认可无法执行等风险,将对公司声誉和投资者信心带来损害。

### 机构投资者持有中概股约占流通市值的三成

美国机构投资者向美国证券交易委员会(SEC)提交的13F机构持股报告<sup>④</sup>相关数据显示,截至2021年12月31日,美股上市的中概股公司中,扣除大股东持股以及通过第二上市、美国存托凭证(ADR)转换、双重上市等方式在港股流通股本,在美流通市值规模约为1.04万亿美元,机构投资者持股规模约占在美上市中概股流通市值的30.6%。而根据摩根士丹利的估

① 2006年商务部等六部门颁布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》(〔2006〕10号令,简称“10号令”)。

② VIE模式和红筹模式的不同在于,红筹模式为境内机构(或自然人)通过在境外设立公司,间接控制境内运营机构,为实际持股;而VIE模式则是境内外商投资企业与实际运营企业以协议方式约定利益分配,非实际持股。

③ VIE架构主要涉及境内和境外两部分实体公司。境内可变利益实体企业(VIE)持有该公司境内经营业务的许可证和授权证,而境外的实体企业是一家离岸控股公司,其股票(存托凭证)可以出售给境外投资者,并作为境外上市的主体。同时,在境内设立外资全资子公司与境内实体公司签署合同,从而实现协议控制。协议控制使境内经营实体能够通过境外上市获得外国资本市场投资,同时遵守境内对外资所有权的限制。

④ 13F机构持股报告是美国机构投资者按照《1934年美国证券交易法》第13(f)条款要求向SEC提交的报告,是为了增加公众对机构投资者持有证券情况的了解。



计，美国散户投资者只占在美国上市的中概股交易量的13%左右。

根据《巴伦周刊》<sup>①</sup>引述摩根士丹利研究报告观点，从已在香港二次上市或2023年前会在香港二次上市的中国公司中挑选美国投资者持股比例最高的公司，前三名分别是百济神州（62.8%）、百胜中国（50.5%）、再鼎医药（46.2%）。而根据CNBC的统计，在美国投资者持股比例排名前10名的中概股中，美国投资者持股比例中位数是43%；前50名中概股中，美国投资者持股比例中位数是27%。对于在美国上市的中国公司，美国投资者持股比例最高的并不包括像腾讯、阿里巴巴、拼多多这样的中概股头部公司。例如，美国投资者在阿里巴巴持股占比为13.1%，在蔚来汽车持股占比为20.4%，比前述中位数低得多。

## 《外国公司问责法案》与中美对中概股公司的监管争议

### 《外国公司问责法案》的出台背景

2019年3月28日，围绕加强对外国在美上市公司的审计和监管问题，参议员约翰·肯尼迪在参议院引入《外国公司问责法案》，要求外国证券发行人确定其不受外国政府拥有或掌控，并遵守美国公众公司会计师监督委员会（PCAOB）的审计标准。该法案适用于所有在美上市的外国

公司，但外界普遍认为其主要针对在美上市的中概股公司。根据这一法案，中国内地或中国香港企业必须证明不受外国政府控制并提供审计底稿审核。2020年5月20日，《外国公司问责法案》获得参议院一致通过。2020年12月2日，《外国公司问责法案》获得众议院通过。2020年12月8日，时任美国总统特朗普签署了该法案。

美国SEC在当地时间2021年3月24日公告称已通过《外国公司问责法案》最终修正案，并征求公众意见。该法案要求，外国发行人如果连续3年未能遵守法案要求，将禁止其证券在美国交易。截至2022年5月20日，根据该法案，SEC先后公布八批148家预摘牌企业，是否摘牌或继续在美上市，取决于中美审计监管合作进展和结果。

### 关于中美对中概股公司的审计监管争议

基于中概股上市所采取的VIE架构，在美国上市的中概股公司长期以来使用香港或内地的会计事务所，对其位于中国境内的经营实体进行审计。美国PCAOB无法直接对中概股公司所聘请的审计事务所进行监管，无法检查会计师的审计底稿。此外，审计底稿可能会包含敏感信息，甚至与国家利益、国家安全相关，中国法律对向境外提供审计工作底稿有严格规定，这就导致了中美之间的严重分歧。

<sup>①</sup> 郭慧萍. 中概股一年蒸发6 000亿美元，美国投资者在这10只股占比最高[EB/OL]. (2021-12-29)[2023-02-20]. <http://www.barronschina.com.cn/index/article/detail?id=1640747944579000>.



近年来,美国以保护投资者利益名义要求强化对VIE架构上市企业的监管和信息披露要求。美国SEC主张依据其国内法独立对中国会计师事务所进行检查,以保护美国投资者不受中国上市公司虚假信息披露和财务欺诈,而中国方面出于主权安全考虑,主张美国需依赖中国证券监管机构监管执法,或由双方协商共同开展联合检查。美国PCAOB还要求直接获取会计师事务所对中概股公司的审计工作底稿。中美监管部门如何在“跨境审计监管合作”和“审计底稿安全”中找到平衡,是外界关注的焦点。

中国证监会在2022年8月26日宣布,中国证监会、财政部与美国PCAOB签署审计监管合作协议,标志着中美双方监管机构为解决审计监管合作这一共同关切问题迈出了重要一步。2022年12月15日,PCAOB发布报告,确认2022年度可以对中国内地和香港会计师事务所完成检查和调查,撤销2021年对相关事务所做出的认定。<sup>①</sup>

尽管2022年中美在开展对中概股的审计监管合作方面取得重大进展,但仍有很多未决问题。2022年12月23日,美国国会总额1.7万亿美元的综合拨款法案中加入相关规定,如果美国监管机构无法全面检查审计底稿,将在美上市中概股的退市时

限从三年缩短至两年,以加大对中概股施压,迫使其财务审计更加透明。未来如果中美对中概股公司的审计监管分歧无法得到彻底解决,美国仍有可能进一步利用相关监管工具遏制中国企业在美上市融资,这将成为影响中概股市场表现的重要干扰因素。

## 中概股股价波动情况及主要影响因素

### 中概股价格波动情况

2020年,受中国疫情防控较好、国际投资者看好中国经济前景的影响,在中概股股价出现大幅上涨,全年涨幅为53.8%。2021年初,中概股总市值达到历史峰值2.8万亿美元,但市场走势很快开始剧烈转向。2021年3月以来,受美国SEC根据《外国公司问责法案》规定实施“预摘牌名单”的影响,对中概股公司面临被摘牌的担忧和恐慌快速在投资者中蔓延,随后国内对教育和互联网行业加强整顿、俄乌冲突和美联储开启激进加息周期等因素叠加影响,中概股遭遇有史以来最大跌幅,总市值从峰值暴跌至1.4万亿美元,缩水一半。从代表中概股行情的纳斯达克中国金龙指数(HXC NASDAQ Golden Dragon China)走势看,自2021年2月26日盘中创下最高20 893点以来,截至2022年

<sup>①</sup> 中国证监会新闻发言人在2022年12月16日就中美审计监管合作进展情况答记者问时表示,中美审计监管合作协议签署以来,双方监管机构严格执行各自法律法规和协议的有关约定,合作开展了一系列卓有成效的检查和调查活动,各项工作进展顺利。



12月31日，中概股指数收于6 703.4点，跌幅63.2%，这还是在11月中概股大幅反弹超40%后的累计下跌幅度；而截至2022年10月末，该指数累计下跌74.5%。其中3月10日—3月14日，纳斯达克中国金龙指数连续三个交易日暴跌逾10%，三日累计跌幅约40%，一举打破了2008年金融危机时期创下的跌幅纪录。Wind数据显示，截至2022年12月31日，在美上市的263只中概股总市值为7.15万亿元人民币（约1.04万亿美元），较2021年末的12.42万亿元总市值减少了5.27万亿元人民币。263只中概股中，近70%的个股股价年内出现下跌，有167只个股跌破发行价。

### 中概股价格暴跌的主要原因

美国打压中资企业是中概股价暴跌及估值偏低的根本原因。特朗普政府时期，中美贸易摩擦加剧，美国政府对华日趋强硬，对中国企业的打击也不断升级，大幅挤压中概股生存空间。拜登政府上台后继续打压，包括暂停中资企业通过VIE架构上市注册，对连续三年未能遵守美国PCAOB审计要求的外国公司实施摘牌退市，这导致市场担忧未来中概股将面临系统性风险。美国的政策打压成为中资企业股价暴跌的重要导火索。

国内对教育行业、互联网市场的整顿利空中概股。教育和互联网行业是我国赴境外上市的主要行业之一。2021年以来，我国出台一系列政策，规范义务教育学科培训和治理互联网市场垄断行为，加剧了市场对部分互联网企业盈利能力的担忧，

滴滴的退市也对市场情绪造成了一定冲击，导致资金大量撤出上述行业股票，令股价大跌。

部分中概股因自身财务和信息披露问题遭做空。一些中概股公司内控不完善、虚构业绩和财务报表，或者披露信息不符合规定，给做空机构可乘之机。如浑水公司自2010年创立以来，通过实地调查、聘请律师整理资料等方式获取非财务信息，共做空近20家中概股，其中一些企业因此退市或暂停交易。

俄乌冲突的溢出影响。俄乌冲突以来，以美国为首的西方国家对俄罗斯开展了一系列经济金融制裁，其中包括禁止俄罗斯海外上市公司利用欧美交易所进行融资和交易，没收俄罗斯金融机构和大型企业在海外的资产。一些投资者担心如果中美关系出现恶化，美国未来也会对中国采取类似制裁措施，加速了资金从中概股的撤离。

### 对中概股价格波动原因的实证分析

通过前文对在美上市中概股价格波动和运行特点的分析，可以发现影响中概股价格波动的既有监管争议因素，又有市场心理因素；既有国外投机做空因素，又有国内行业调控因素。为了进一步厘清哪些因素占主导地位，考虑到金融资产价格和收益率跳跃风险频发，本文采用含跳跃成分的GARCH模型对Wind中概股100指数收益率进行拟合。



### 计量模型

根据有效市场假说, 资产价格因投资者对市场信息的预期行为而波动。一般市场信息进入是大量、随机、微小的, 大多为策略性、流动性交易引起收益率曲线的平滑移动; 但当市场出现重大或异常信息时, 资产收益率会发生跳跃, 引起收益率曲线大幅变动。据此, 采用JUMP与GARCH结合的GARJI混合模型 (ARJI- $h_t$ 模型)<sup>①</sup>。

### 实证分析

选取Wind中概股100指数日收益率数

据作为研究对象, 整体时间跨度为2016年1月4日<sup>②</sup>—2022年6月30日, 共计1 635组数据。首先将收益率序列切分为三个子时期, 2016—2017年为期间1共计503组数据, 2018—2019年为期间2共计503组数据, 2020—2022年6月为期间3共计629组数据。使用常数跳跃密度模型进行时变性检验, 在确定跳跃参数具有时变性后, 进行整体时变参数估计, 将时变特征不明显的参数退化为常量, 进行参数的极大似然估计。

表 1 Wind 中概股 100 指数日收益率描述性统计

	时间区间	均值	标准差	偏度	超额峰度
R	2016.01—2017.12	0.002862	0.013652	-0.149444	1.682244
	2018.01—2019.12	-0.000192	0.019213	-0.171873	0.508142
	2020.01—2022.06	0.000251	0.032502	1.786985	19.868025

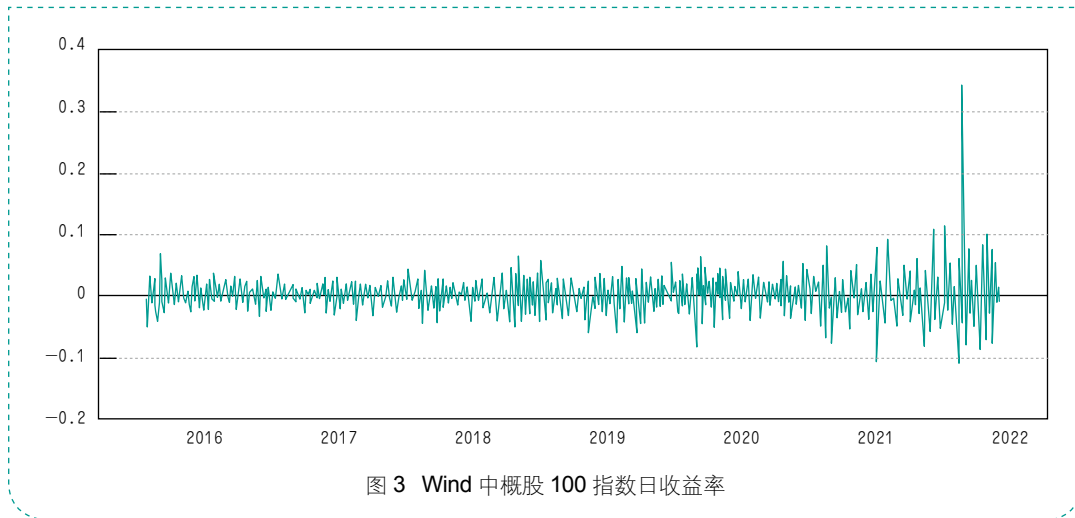


图 3 Wind 中概股 100 指数日收益率

① 该模型的详细描述和附表1~3为增强出版, 可在中国知网—《金融市场研究》查询或邮件联系编辑部获取。

② 本文数据区间使用日期为美东时间。



### 描述性统计分析

描述性统计结果（表1）显示，三个时间子时期内的数据标准差增大，均值先降后升。粗略来看，随着时间推移，Wind中概股100指数的波动性有递增趋势。

### 模型估计过程及其结果分析

#### 常数跳跃密度模型

使用前文介绍的GARJI模型对模型参数进行极大似然估计。<sup>①</sup>对Wind中概股100指数收益率进行相关性分析，发现使用AR

(2)模型即可捕捉收益率相关性，为简化模型，波动率方程使用GARCH(1,1)模型，跳跃方程选用ARJI(1,1)模型。

首先采用常数跳跃密度模型对参数进行估计，从模型估计结果来看（表2），跳跃具有明显时变特征。例如，跳跃方差从时期一的0.0093减小到时期二的0.0022，再到时期三的0.1054，以及其他跳跃参数不同的显著性水平，显然应该采用时变的跳跃密度GARJI模型进行参数估计。

#### 时变跳跃密度模型

根据前节估计结果，常数跳跃密度模型无法对样本数据进行较优拟合，故本节采用GARJI模型进行时变跳跃模型的参数估计。

首先对2016—2022年6月的全体数据进行时变的参数估计，结果显示跳跃幅度关于滞后收益率 $R_{t-1}$ 的影响系数 $\eta_1$ 、 $\eta_2$ 与跳跃方差的影响系数 $\zeta$ 均存在不显著现象（表3），说明跳跃特征中幅度的均值与方差

的时变性在统计意义上不显著。

考察了Wind中概股100指数日收益率的跳跃特征后，本文发现跳跃强度选取时变模式，并将跳跃幅度均值与方差适用于常数形态可较好捕捉指数收益率的行为特征。令 $\zeta_1=\eta_1=\eta_2=0$ ，将跳跃幅度参数固定为非时变，并删去AR自回归部分，选取2016年1月4日—2022年6月30日全时区数据，使用GARJI模型进行参数估计，实证结果如下。

(1) GARCH部分——条件异方差：指数收益率的条件异方差的 $\alpha$ 、 $\beta$ 参数均显著，由于模型设定中滞后的 $\epsilon_{t-1}$ 包含了预期跳跃成分，其对当期的条件异方差的贡献占比很小，90%以上权重在AR过程，说明GARCH与JUMP过程对中概股指数收益率的影响较为独立，这也符合前文对不同信息进入市场产生差异波动的理论假设。

(2) JUMP部分——跳跃幅度：跳跃幅度均值 $\theta=-0.0034<0$ ，说明一次跳跃对资产收益率产生负向冲击的比例更大，即重大信息进入中概股市场使其指数波动产生的跳跃一般对收益率产生负面影响。

(3) JUMP部分——跳跃强度：条件跳跃强度 $\lambda_t$ 受滞后项 $\lambda_{t-1}$ 与预期差影响明显，具有显著的自回归效应，说明跳跃发生具有聚集效应，这符合投资者对投资标的价格跳跃具有延续性的主观认识。

### 中概股价格波动分解

本节以2018年1月1日作为分界点，计

<sup>①</sup> 本文所有模型，跳跃次数的截尾求和断点均选择20。





表 2 跳跃行为分段统计特征

	2016.01—2017.12	2018.01—2022.06
总条件方差	2.4940 (10 <sup>-4</sup> ) [2.5024 (10 <sup>-8</sup> ) ]	6.6289 (10 <sup>-4</sup> ) [46.2567 (10 <sup>-8</sup> ) ]
跳跃条件方差占比	0.3088 [0.0216]	0.3580 [0.0302]

注：“( )”内为数据单位，“[]”内为均值的方差。

算总条件方差、跳跃条件方差统计量，对前后两部分分别统计均值与方差，以探究2018年以来一系列重大事件对中概股市场的影响，最后详细解读跳跃强度峰值隐含的重大信息事件。

从模型估计结果看，总条件方差均值提高了近2倍，但不足以判定波动率存在显著性上升。接下来从总条件波动率中的组成部分比例变化研究2018—2022年中概股市场发生的系列事件对Wind中概股100指数跳跃的影响程度。

### 总体波动性分解

将总体波动率分解，一部分为

GARCH过程带来的平滑波动部分，余下是突发信息进入市场造成的跳跃波动部分。跳跃部分的条件方差在总方差中的平均贡献率从30.88%上升到了35.80%。这说明在总条件波动率上升的同时，跳跃方差部分在其中的占比也上升了。相对于2016—2017年，之后的中概股市场对于异常信息的敏感度更高。

### 跳跃峰值与相关信息事件

当有重大或异常信息进入中概股市场时，跳跃强度 $\lambda_t$ 会呈现突发性升高。本节结合跳跃强度时序图（图4）详细解析该时点背后的隐藏事件。

1. 2018年3月23日中美贸易摩擦开端。美国宣布将对中国产品加征关税，限制中国投资，并将对中国价值达500亿美元的产品加收惩罚性关税的相关问题诉诸WTO争端解决机制。该日，Wind中概股100指数下跌4.35%，85只成分股下跌，五大权重股中阿里巴巴、百度、网易跌

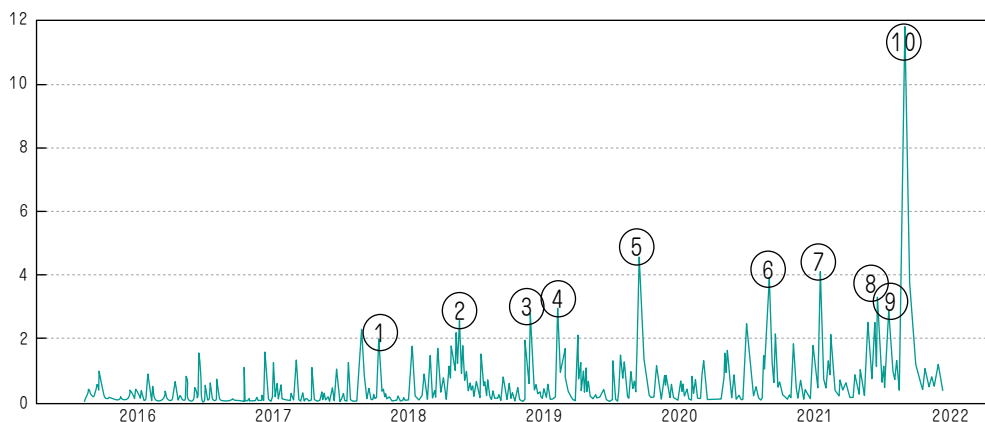


图 4 Wind 中概股 100 指数日收益率跳跃强度



幅超5%，微博下跌6.96%，唯品会跌幅近10%，跌幅中位数为3.09%。

2. 2018年10月美联储大幅加息。美联储在第四季度连续三次加息，大幅超出市场预期，从而对美国风险资产的影响也较显著。加息使美债收益率扩大升势，但短期与长期国债收益率利差收紧，投资者对利率倒挂的担忧暴露出对经济向坏的预期。10月10日，美股全线下跌，道琼斯指数暴跌832点，跌幅达3.15%，Wind中概股100指数下跌4.31%，其中，阿里巴巴下跌5.89%，新东方下跌6.35%，百济神州跌幅超8%，跌幅中位数达3.90%。

3. 2019年5月10日美国对华加征关税。美方表示将对价值2 000亿美元的中国商品加征的关税利率从10%上调至25%；5月15日，美国将华为列入管制清单。5月13—20日，Wind中概股100指数累计下跌10.88%，单日最高下跌幅度6.03%，该日百度下跌16.52%，微博跌幅超10%，爱奇艺下跌6.58%。

4. 2019年8月1日贸易战继续扩大。时任美国总统特朗普宣布，将从9月1日起对中国出口美国余下的3 000亿美元商品征收10%的关税。宣布之日起三个交易日内Wind中概股100指数跌幅达8.70%，8月5日十大权重股最低跌幅3.56%，近九成的成分股收跌，跌幅中位数达4.40%。

5. 2020年3月9日美股发生熔断。沙特增产石油，原油价格暴跌，美股油气板块开盘跌幅超40%，彼时全球新冠疫情愈发严重。3月9日，美国三大股指开盘大跌，

道琼斯指数开盘初跌超1 800点，随后跌幅扩大至7%，标普500指数跌7%，触发第一层熔断机制；同时，Wind中概股100指数下跌3.91%，此后在3月12日下跌7.18%，3月16日下跌8.42%，京东、网易跌幅均超11%。

6. 2021年3月24日《外国公司问责法案》修正案出台。美国SEC通过最终修正案，外国发行人连续三年不能满足美国PCAOB对会计师事务所的检查要求，其证券将禁止在美交易。截至该日收盘，中概股遭受重创，其中腾讯音乐跌幅达27.08%，唯品会下跌超21%，爱奇艺下跌近20%，跌幅中位数高达6.78%。

7. 2021年7月24日国内教育“双减”政策出台。政策指出面向义务教育的学科类教育机构未来不再审批，已经获得审批的，未来转向非营利性机构。该项政策的出台意味着新东方将削减自身业务范围，好未来同样如此。下一交易日7月26日，新东方狂泻33.79%，高途集团、好未来、一起教育科技跌幅均在26%以上，中概股板块跟风下跌，当日Wind中概股100总体跌幅6.69%。

8. 2021年12月30日中概股久跌后集体暴涨。在此之前中概股已经历较长时间下跌，年底扶持国内经济的政策陆续推出、电商企业业绩稳定、教育股利空出尽，政策利好与行业因素俱备，技术性反弹条件成立。该日Wind中概股100指数暴涨10.72%，27只成分股涨幅超10%，涨幅中位数7.03%。其中，爱奇艺上涨16.63%，



蔚来上涨14.76%，可选消费与信息技术板块涨幅靠前。

9. 2022年2月24日俄乌冲突正式爆发。俄罗斯总统普京签署命令：承认乌克兰东部顿涅茨克和卢甘斯克两地独立，2月24日俄罗斯在乌东部的顿巴斯地区发起“特别军事行动”，随后美国宣布对俄罗斯实施金融制裁。自2月17日乌克兰东部紧张局势升级开始，至3月7日，Wind中概股100指数累计跌幅24.05%，最大单日跌幅6.24%。

10. 2022年3月10日第一批“预摘牌”名单公布。美国SEC依据《外国公司问责法案》将百济神州、百胜中国、再鼎医药、盛美半导体、和黄医药列入“预定摘牌”暂定名单，从3月10日至14日的短短3个交易日里，中概股总体跌幅超过30%。截至2022年3月15日，约一半在美上市中概股公司市值自高点跌去90%，约70%的中概股公司市值跌超80%；相较2021年2月创下的历史高点，纳斯达克中国金龙指数累计跌幅已经超过75%，中概股公司市值已累计跌去10万亿人民币（约1.4万亿美元）。

自2022年3月中概股出现断层式波动以来，指数收益率总条件方差居高不下，GARCH部分条件方差占比升高，跳跃部分占比反而降低，市场已逐渐适应相对高频的信息冲击，且该类信息同属一条信息链，在投资者预期范围内，市场从信息

爆炸模式逐渐转化为策略性、流动性的交易，信息冲击逐渐转移出跳跃部分。

## 中概股股价波动带来的影响及应对

### 中概股股价波动总体上对境内资本市场影响程度有限

中概股数量和市值规模与境内资本市场相比差距甚远。目前，在美上市的263只中概股，约占境内上市公司总数（含主板、创业板和科创板合计约5 000家）的5%；中概股总流通市值约为人民币7万亿元（折合约1万亿美元），约为目前境内资本市场流通市值（约80万亿元人民币）的8.7%。孙冰（2022）等学者认为<sup>①</sup>，由于中概股的市值规模很小且境内外资本市场的资金流动渠道受限，以往中概股、港股和A股3个市场的股价走势并没有呈现出强关联。

中概股的VIE架构和股权结构决定其影响范围有限。根据前文分析所示，中概股采取特殊的VIE上市架构，对境内企业实体的控制并非股权持有而是协议控制，使其境外投资者通过二级市场影响境内资本市场的力量有限。此外，除了创始股东和初始投资的风险资本外，中概股的投资人主要是境外机构投资者和具有一定资产配置能力的高净值人群，风险承受能力较强、人数也比较有限。

资本管制在一定程度上隔离了中概股的价格波动影响。目前境内实行的资本管

① 孙冰. 中概股三十年：未来走向何方[J]. 中国经济周刊, 2022(09):14-25.



制措施，对股市投资主要通过QDII和QFII这种方式进行有序开放。外汇局已于2019年取消QFII和RQFII（合格境外投资者）投资额度限制，QFII投资A股规模也在持续扩大，人民银行数据显示，截至2022年6月末，境外机构和个人持有境内股票规模3.57万亿元，占境内流通总市值的不到5%，境外资本市场的短期波动对境内市场的扩散影响有限。

总体上看，境外中概股股价暴跌并未给境内金融市场带来较大的连锁反应，只是可能对部分投资者在心理层面上有一定影响。

### 中国监管部门积极应对中概股跨境监管问题

证监会出台相关文件规范企业境外上市备案管理。2021年12月，证监会发布《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）》。2023年2月17日，经国务院批准，证监会发布境外上市备案管理相关制度规则，自2023年3月31日起实施。对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理，明确境内企业直接和间接境外发行上市证券的适用情形，对VIE架构企业境外上市备案管理将坚持市场化、法治化原则，加强监管协同，对满足合规要求的VIE架构企业境外上市予以备案。

针对企业境外上市信息披露和跨境监管合作调整政策。2022年4月2日，证监

会同其他部委出台《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（征求意见稿）》，进一步明确企业的信息安全责任，取消跨境调查取证中“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，并压实境内企业在接受证券服务时对涉密敏感信息具体情况提供书面说明的责任，为未来安全高效开展跨境监管合作提供制度保障。根据2023年2月17日证监会发布的境外上市备案管理相关制度规则，完善跨境证券监管合作安排。按照对等互惠原则，与境外证券监督管理机构、有关主管部门加强跨境证券监管执法合作；建立备案信息通报机制，明确跨境调查取证要求，共同打击跨境违法违规行

为。高层积极表态审慎出台收缩性政策化解中概股市场危机。2022年3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开会议就中概股问题表态，强调政府对各类企业境外上市的支持，并将审慎出台收缩性政策。金融稳定发展委员会所发布的这一信息，也向市场传达了通过政策支持确保金融稳定的信心。受此影响，3月17日，中概股股价迅速回升，纳斯达克中国金龙指数单日大涨33%。

### 部分中概股企业回归A股和港股市场应对美国退市风险

随着注册发行制度由科创板向主板市场全面推进，以及允许同股不同权等灵活的股权结构安排，中概股回归A股的制度



障碍已经得到较好解决。未来计划赴美上市企业将有所减少,部分已在美上市的企业将选择回流。此外,港股市场也成为中概股回流的重要选择。数据显示,2018年8月1日—2022年7月31日,已有29家中概股回归A股或港股,其中回归A股9家,回归港股20家。

## 政策建议

在美中概股的发展史也是中国互联网新经济、新科技和新金融的发展简史,需要客观地、历史地评价中概股模式的贡献和意义。中国公司赴境外上市,在国际资本市场获得了融资,支持了国内互联网等科技创新产业的发展,不断涌现出独角兽企业,也为美国等国际资本通过投资中概股获取“投资中国”的丰厚回报。对中美来说,中国公司赴美上市有利于中美两国生产力要素和金融资本的最优配置,是一场双赢,而不是零和游戏,鼓吹“脱钩断链”并不能解决中概股面临的发展问题。在有效维护投资者合法权益方面,中美双方存在合作需求与共同利益。展望未来,应进一步推动中美跨境监管合作,完善企业境外上市监管制度,促进境外中概股公司高质量发展,实现中美两国互利共赢。

**推进中美跨境证券监管协调,明确监管合作路线图。**目前中美双方在对中概股的跨境监管协调方面存在不少障碍,美国证监会单方面依据《外国公司问责法案》发布预摘牌名单等措施容易造成投资者心理预期不稳,给中概股股价造成巨大冲击。因此,建

议首先尽快制定中美跨境证券监管全面合作的路线图,明确监管合作事项安排和时间表,稳定市场预期;其次将审计监管合作作为突破口,从协助提供底稿到对事务所审计项目联合检查,再扩展到对事务所质量控制的联合检查,争取最终签订中美审计监管等有效协议;最后,签署全面的中美跨境证券监管合作协议。

**完善相关法律制度,明确VIE架构的合法性。**境内目前既没有明确批准也没有禁止旨在规避所有权限制的VIE模式,只是明确满足合规要求的VIE架构企业备案后可以赴境外上市。境内法院倾向于认定规避监管的协议控制合同无效,从而使得境外投资者可能没有追索权。为在法律层面上消除境外投资者对投资境外中国企业的顾虑,应化被动为主动,通过立法来明确VIE架构合法性,以便加强跨境监管与司法协调。

**促进境内资本市场制度建设,提升上市公司服务质量。**为便利境内企业上市和境外中概股企业回归国内市场,一是不断深化资本市场改革,在将注册制从科创板全面推向主板市场后,加快完善退市制度和信息披露等市场监管措施,为增强外部约束、提高上市公司质量创造条件。二是增强会计师事务所的审计独立性和业务水平,健全审计监管体系,对境内上市公司财务造假、违规披露信息等问题加大处罚力度,促进境内资本市场健康发展。三是完善财税激励机制,鼓励优秀的境外企业回归国内市场,同时扩大内地和香港资本



市场的深度和规模，为境内投资者提供更多的投资机会。

完善产业调控政策协调机制，防止矫枉过正。在全球经济下行和疫情影响等外部环境下，建议相关部门加强事前政策评估和跨部门统筹协调。一是综合考虑政策实施内外部环境以及可能产生的延伸效果等因素，合理选择出台政策的时机，把握好力度，避免政策集中出台所产生的叠加效应；二是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。监管政策应留有缓冲期，免形成“监管风暴”，为资本市场消化留有时间，优化政策效果。

完善金融市场稳定机制，防范中概股风险跨境传染。虽然中概股规模体量较小，而且我们也有资本管制这一风险防范机制，使目前中概股暴跌风险未对境内金融市场产生明显冲击。但值得注意的是，在全球经济下行压力较大、A股市场与外围股市经常呈现跟跌不跟涨现象的情况下，应防止中概股暴跌被一些境外市场恶意做空力量所借用，以试图影响境内市场投资者心理和市场股价走势。应加强对中概股市场的风险监测预警机制，及时采取短期市场稳定措施，构建长效市场稳定机制，防止风险跨境传染。<sup>[N]</sup>

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1] 陈卓,胡杏,胡畔.在美中概股何去何从?[J].清华金融评论,2022(07):31-32.
- [2] 李峰.中概股、港股和A股暴跌的影响因素及对策分析[J].财新,2022(03):15-20.
- [3] 李梦真.做空事件对中概股传染效应的研究[D].中国财政科学研究院,2021.
- [4] 刘纪鹏,林蔚然.VIE模式双重道德风险及监管建议[J].证券市场导报,2015(10):4-12.
- [5] 刘远举.滴滴事件启示:互联网精细化监管再进一步[N].经济观察报(008),2021-12-03.
- [6] 千际投行.2022年中概股研究报告[R].2022-05-16.
- [7] 孙冰.中概股三十年:未来走向何方[J].中国经济周刊,2022(09):14-25.
- [8] 沈恂.浅析VIE模式的法律监管及《外国投资法》对VIE架构的影响[J].银行家,2017,No.183(01):123-125.
- [9] 张亮.对VIE模式法律监管的必要性[J].法制与社会,2013(01):192-193.
- [10] 张茉楠.中概股VIE架构下的中美监管博弈[J].金融与经济,2021,No.533(12):1.

### Equity Structure and Price Volatility of U.S.-Listed Chinese Companies

HOU Ximeng<sup>1</sup> CHEN Yinhua<sup>2</sup> ZHANG Gan<sup>3</sup>

(1.Southwest Securities Company Ltd.; 2.Western Research Institute of Finance;  
3.Chongqing Operations Office,People's Bank of China)

**Abstract** Over the past 30 years, large numbers of Chinese companies have tapped financial markets in the United States through public offerings. This has created a unique class of U.S.-listed Chinese stocks. The plunge in prices that began in March 2021 under the combined effects of a series of factors has aroused great concern on global markets. Using empirical evidence and case studies, this paper examines the intrinsic causes and important driving events behind the price volatility of these U.S.-listed stocks. It also analyzes the possible impact of this volatility on China's financial security and overseas investment interests. Additionally, it proposes policy measures to guide the steady development of U.S.-listed Chinese companies.

**Keywords** U.S.-listed Chinese Companies, Equity Structure, Price Volatility, Impact, Countermeasures

**JEL Classification** G12 G14 G32