WINSTON & STRAWN LLP

BLOG

纳斯达克提议强化上市规则，可能限制中国公司上市

MAY 28, 2020

2020年5月，纳斯达克向美国证券交易委员会（SEC）递交了三份提案，旨在解决一系列有关于主要业务受由纳斯达克定义的“限制性市场”管辖、并打算在纳斯达克上市的公司的问题。这三份提案分别涉及审计师事务所、外国公司首次上市标准、和管理层资质。

三个提案均适用于业务主要受限制性市场管辖的公司。具有以下法律法规的司法辖区即被界定为“限制性市场”：

- 保密法，
- 封锁法规，
- 国家安全法，或
- 其他法律法规限制美国上市公司的监管机构在这些司法辖区对信息的访问权。

为了确定公司的“主要受管辖”地，纳斯达克可能会考虑以下的地理位置：

- 主要业务部门，
- 运营或资产，
- 董事会和股东会，
- 公司总部或主要行政办公室、高级管理层和员工，和
- 账本和记录。

以下，我们将对每项提案及其对纳斯达克申请人和上市公司（其中包括希望通过在纳斯达克首次公开发行（IPO）或企业合并进入美国资本市场的中国公司）的潜在影响进行讨论。

审查某些国家的审计工作及实际操作

纳斯达克规则	规则变更
第5101、 5005(a)(37)、 5005(a)条	**审计考虑** 明确纳斯达克可通过提出其可能考虑的因素，根据公司审计师事务所的资质，利用其在规则5101项下的现有自由裁量权拒绝 市、或对申请人或上市公司施以采取额外标准或更严格的标准。这些因素包括： 1. 审计师事务所是否接受了上市公司会计监督委员会（“PCAOB”）的审查（例如，当审计师事务所刚成立且尚未接受PCAO 所所在的司法辖区限制PCAOB审查审计师事务所的能力）； 2. 公司的审计师事务所已经过PCAOB审查，审查结果是否表明该审计师事务所对PCAOB的任何要求未能做出回应，或是否 审计工作或其质量管控体系中存在重大缺陷； 3. 审计师事务所是否可以证明有充足办公室人员参与审计，且该等人员具有在公司所在行业中应用美国一般公认会计原则 则（GAAS）或国际财务报告准则（IFRS）的专业知识； 4. 审计师事务所对参加审计的办公室人员的培训计划是否充足； 5. 对于非美国审计师事务所，该审计师事务所是否是全球审计师网络的一部分，而在该网络中，审计师会利用全球通用的 质量保证监控；以及 6. 审计师事务所是否可向纳斯达克证明其具有与公司审计有关的足够资源、地域辐射或经验。 纳斯达克将全面考虑这些因素，如果一家审计师事务所因以上某些因素需要引起关注，纳斯达克仍有可能认为其满足相关 纳斯达克可能会采取额外更严格的标准，以增强对公司满足上市财务要求且适合上市的信心，例如要求： • 比规则5000系列项下规定更高的股权、资产、收益或流动性程度； • 任何发行需在包销的基础上进行（证券经纪人通常要进行比代销更多的尽职调查）；或 • 公司对高级管理人员和董事施加禁售限制，以允许市场机制在内部人员可以出售其股票之前确定公司的适当价格。

	自由裁量权的其他用途 纳斯达克指出，当公司的主要业务受限制性市场管辖时，投资者的风险会更大。纳斯达克提议对规则5101进行修改，以允许 市公司的业务主要受限制性市场管辖时（“限制性市场的公司”），行使其自由裁量权设置额外的或更严格的标准。 纳斯达克认为，拟议规则承认一刀切并不适合所有公司，并为纳斯达克运用其自由裁量权提供了灵活性，基于上市公司的审 管理其业务所在司法辖区的具体情况而做出具体判断。根据纳斯达克的现行规定，纳斯达克愿意与上市公司逐案讨论，哪种 的公共利益考虑最为适合，以及该等补救措施需要实施多久。如果纳斯达克的人员发出除牌决定，公司可通过纳斯达克除牌 上诉。

外国公司的首次上市标准

纳斯达克规则	规则变更
第5101、 5210(k)(i)、 5210(k)(ii)、5210(k)(iii)条	**最低发行规模/公众持股量——首次公开发行（IPO）** 经修订的规则5210(k)(i)将规定，限制性市场的公司将其证券在纳斯达克上市进行首次公开发行时，必须在美国向公众持有人 的证券，以确保（以下列较低者为准）： • 总收益至少达到2500万美元；或 • 发行中所售的上市证券至少达到发行后公司市值的25％。 **最低市场价值—— 企业合并** 新规则5210(k)(ii)将对涉及限制性市场公司的企业合并设置与适用于限制性市场公司的首次公开发行相类似的最低要求，但会 及发行而做出适当调整。新规则将规定，上市公司在企业合并后，无限制公众持股的最低市值等于（以下列较低者为准） • 2500万美元；或 • 企业合并后实体的上市证券市值的25％。 无限制公众所持股份的市值不包括受转售限制的证券，因为这部分证券不可自由转让或供外部投资者购买、且不会提高证券 **直接上市** 尽管就直接上市而言，所有公司均已受额外更严格的上市标准约束，然而新规5210(k)(iii)将允许限制性市场公司在纳斯达克全 球市场直接上市，但将禁止其在纳斯达克资本市场直接上市。

管理层资质

纳斯达克规则	规则变更
第5210(c)、5250(g)、5810条	**新上市标准** 新规5210(c)要求，来自限制性市场的申请人须： • 有一位高级管理人员或董事具有受聘于美国上市公司的有关工作经验，或令其熟悉纳斯达克规则和联邦证券法项下美国上 要求的其他经验、培训或背景；或 • 聘用纳斯达克接受的一名或多名顾问，向公司提供相关指导。 限制性市场公司一旦符合规则5210(f)的要求并上市，将受到新规5250(g)针对其持续义务的规定的约束，从而确保公司继续 管理层资质要求。 在新规5210(c)和5250(g)生效之前上市的限制性市场公司将不受新的管理层资质要求的约束。 **合规计划** 修订后的规则5810将允许受限于但不符合这些管理层资质要求的限制性市场公司向纳斯达克的人员提出恢复合规的计划。 纳斯达克的人员通常可以根据对公司计划的审查，允许公司在180天内恢复合规，但公司必须披露其未能满足这项要求，以

提案的影响

尽管拟议的纳斯达克新规并未明言专门针对中国和中国公司，但媒体报道指出，随着近年来越来越多中国公司通过纳斯达克证券交易所进入美国资本市场，他们将成为最受影响的一批公司。这些拟议新规是在美国证监会和美国国会不断针对中国公司财务报表缺乏透明度的背景下发布的，尤其是此前在纳斯达克上市的瑞幸咖啡（Luckin Coffee）披露会计欺诈行为之后 。

国会的行动

美国国会正采取立法行动，旨在提高外国上市公司会计的透明度。参议院于2020年5月20日通过了一项法案，要求将连续三年未进行过PCAOB审核的公司除牌，并要求披露外国政府在上市公司中的所有权、以及公司董事会成员中的中国共产党党员。众议院预计将在不久的将来审议这个问题。本所正密切关注立法进展，并将继续于"温斯顿资本市场和证券法律观察"专栏提供最新信息。

如需进一步讨论本文内容，请联系作者或本所亚洲团队的其他律师。

查看温斯顿资本市场和证券法律观察专栏（英文）。

1 Min Read

Author

Michael J. Blankenship

Sey-Hyo Lee

John P. Niedzwiecki

Ben D. Smolij

Related Locations

Houston | New York

Related Topics

NASDAQ | China | IPO | Independent Public offering

Related Capabilities

Transactions | Capital Markets | Financial Services

Related Professionals

Michael J. Blankenship

Sey-Hyo Lee

John P. Niedzwiecki

Ben D. Smolij

This entry has been created for information and planning purposes. It is not intended to be, nor should it be substituted for, legal advice, which turns on specific facts.

© 2025 Winston & Strawn LLP.