

国枫周刊

GRANDWAY WEEKLY



GRANDWAY

2025 年第 9 期

总第 813 期

2025/3/21



北京国枫律师事务所（北京-上海-深圳-成都-西安-杭州-南京-苏州-香港）

Grandway Law Offices (Beijing-Shanghai-Shenzhen-Chengdu-Xi'an-Hangzhou-Nanjing-Suzhou-Hong Kong)

地 址:北京市东城区建国门内大街26号新闻大厦7层

Address: 7/F, Beijing News Plaza, NO.26 Jianguomennei Dajie,

邮 编:100005

Dongcheng District, Beijing, China, 100005

电 话:010 - 66090088/88004488

Tel:86-10-6609-0088/8800-4488

传 真:010 - 66090016

Fax:86-10-6609-0016

网 址:www.grandwaylaw.com

Website:www.grandwaylaw.com

（本周刊仅供本所内部交流及本所客户参阅之用）

目录 CONTENT

国枫动态 GRANDWAYLAW NEWS..... 1

国枫动态 国枫合伙人李铃律师受邀为四川振兴集团作私募基金合规专题培训.....	1
Grandway Partner Li Ling invited to give a special training on private equity fund compliance for Sichuan Zhenxing Group.....	1
国枫荣誉 国枫合伙人赵寻律师荣列 “2025 LegalOne 实务先锋 45 强：优质客户顾问”	4
Grandway Partner Mr. Zhao Xun Named to "2025 LegalOne Practice Pioneer 45: Quality Client Advisors"	4
国枫荣誉 国枫荣列 2025 ALB China 合规业务排名	6
Grandway ranked in the 2025 ALB China Compliance Business Rankings	6

法制动态 SECURITIES INDUSTRY NEWS..... 7

证监会发布《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》	7
China Securities Regulatory Commission Issued Guidelines for the Supervision of Listed Companies No. 11 - Matters Related to the Bankruptcy and Reorganization of Listed Companies	7

专题研究 RESEARCH ON CURRENT ISSUES 12

国枫观察 《医药健康视点周刊（20250310-20250316）》	12
Weekly News Digest of Healthcare Industries (20250310-20250316)	12
国枫观察 从工具理性到价值理性：AI 换脸技术侵权样态及风险规制.....	14
From Instrumental Rationality to Value Rationality: Infringement Patterns and Risk Regulation of AI Face Swapping Technology	14
国枫观察 制度理性与心理规律的冲突——换个角度看监事制度改革	22
The Conflict between Institutional Rationality and Psychological Law: Looking at the Reform of the Supervisory System from Another Perspective	22
国枫观察 中美博弈新常态：出海企业的合规战略升级（三）——“股”掌之间的突围架构	28
The New Normal of Sino-US Game: Upgrading the Compliance Strategy of Overseas Enterprises (3) - The Breakthrough Structure between "Stocks" and Palms	28

律所人文 GRANDWAY COMMUNITY 46

春分	46
Vernal equinox	46

国枫动态 | 国枫合伙人李铃律师受邀为四川振兴集团作私募基金合规专题培训

Grandway Partner Li Ling invited to give a special training on private equity fund compliance for Sichuan Zhenxing Group

2025年3月17日，国枫律师事务所合伙人李铃律师受邀参加四川产业振兴基金投资集团有限公司（以下简称“四川振兴集团”）2025年第一季度合规培训会。李铃律师从中基协纪律处分角度切入，就私募基金管理人合规运营要点进行了主题分享，四川振兴集团本部及其下属子公司数十家单位的合规风控负责人参加了本次培训会。





李律师首先通过横向比较中基协近五年纪律处分的数量，揭示私募基金监管态势，然后再通过纵向比较各类纪律处分的占比，分析主管部门对于违法违规行为的处罚力度，最后深度剖析了导致基金管理人资质被撤销的十大典型情形，并就各种情形分别提出了针对性的合规建议。

本次培训涉及到私募基金管理人运营过程中的常见问题。在提问互动环节，参会人员踊跃提问、积极讨论、热烈互动。本次培训取得了良好的效果。

四川振兴集团是经国务院同意，国家发展改革委 2011 年 5 月批准设立的国家级公司制产业投资基金，目前已转型发展为集基金投资、科创产业、资产管理于一体的综合性基金投资集团，是四川省政府直属大型重点骨干企业、四川省政府产业引导基金管理机构、四川省投资基金业协会会长单位，注册资本为 300 亿元。**国枫律师事务所**作为四川振兴集团的常年法律顾问，为四川振兴集团日常运营的合规与风险控制提供专业支持。

未来，国枫律师将继续秉持“精益求精，客户至上，包容信任，合作共赢”的价值观，为客户提供更加专业、高效的法律服务，以辅佐客户在私募基金合规运营、健康发展的道路上行稳致远。



李铃 北京国枫(成都)律师事务所 合伙人
业务专长
公司证券业务、投资并购、
私募基金、争议解决

(来源：国枫公众号)

国枫荣誉 | 国枫合伙人赵寻律师荣列 “2025 LegalOne 实务先锋 45 强：优质客户顾问”

Grandway Partner Mr. Zhao Xun Named to "2025 LegalOne Practice
Pioneer 45: Quality Client Advisors"

2025 年 3 月 19 日，国际知名评级机构 LegalOne 公布了“实务先锋 45 强：优质客户顾问（45 under 45: Counsel for Prominent Clients）”榜单，国枫律师事务所合伙人赵寻律师凭借卓越的专业能力和优秀的客户口碑脱颖而出，荣登该榜单。



赵 寻

赵寻律师，北京国枫（杭州）律师事务所合伙人，法学硕士，具有深圳证券交易所颁发的独立董事资格，目前系浙商总会金服会省级金融顾问、浙江省律师协会不良资产委员会委员，2011年作为浙江省十五名被选派的青年律师之一赴香港培训，曾获华东律师论坛一等奖、浙江省律师协会理论研讨会一等奖。赵寻律师具有丰富的非诉讼和诉讼的执业经验，擅长证券与资本市场、并购重组、银行金融、投资融资和公司治理等领域法律业务，具有丰富的从业经验和项目管理经验，已为多家企业提供过公司改制、首次公开发行股票、重大资产重组、再融资、债券发行、股权激励、投融资、公司合规治理与争议解决、常年顾问等类型的法律服务。



LegalOne 是一家独立运作的全球性研究及评价机构，以“聚焦专业人士实务能力和经验”作为评价机制的核心理念。“**实务先锋 45 强 / 45 under 45**”是 LegalOne 推出的针对律师行业中坚力量的个人奖项，“**实务先锋 45 强：优质客户顾问（45 under 45: Counsel for Prominent Clients）**”则是该系列的首个奖项，重点关注为不同地区、各个行业的优秀企业提供常年或专项法律服务的杰出律师。

(来源：国枫公众号)

国枫荣誉 | 国枫荣列 2025 ALB China 合规业务排名

Grandway ranked in the 2025 ALB China Compliance Business Rankings

2025 年 3 月 20 日，国际知名法律媒体《亚洲法律杂志（Asian Legal Business，以下简称“ALB”）》公布了 **2025 ALB China 合规业务排名**（2025 ALB China Regulatory Compliance Rankings），国枫律师事务所凭借卓越的业务能力和出色的行业口碑，荣列该榜单。

国枫律师事务所（简称“国枫”）创立于 1994 年。经过 30 年的稳健发展，现已成为中国领先的具有高度专业化的大型律师事务所。

随着强监管时代的到来，合规成为企业管理的主旋律。国枫合规业务蓬勃发展，形成了企业合规、数据合规与网络安全、ESG 合规和合规风险管理等四大领域，服务医疗、新能源、半导体智能制造等重点行业，在合规管理体系建设、反贿赂合规管理体系建设、商业秘密保护专项合规、合规专项内部调查、个人信息保护影响评估、企业出海数据合规体系搭建、数据跨境合规等诸多细分板块为多家上市公司和头部企业提供合规服务，为企业健康平稳发展、应对强监管环境保驾护航。

Asian Legal Business

ALB 是汤森路透旗下的尖端法律杂志，作为全球最具影响力的法律媒体之一，ALB 旨在为客户和读者提供前沿的法律商业资讯和法律专业评级。**2025 ALB China 合规业务排名**旨在呈现中国境内实力强劲的合规业务律师事务所及其卓越的成绩。

此次上榜，彰显了国枫在合规领域杰出的专业实力和客户、同行的一致认可度。“专业诠释价值，卓越铸就未来”，国枫律师将继续秉持“精益求精，客户至上，包容信任，合作共赢”的价值观，为客户提供高效、专业、优质的法律服务。

（来源：国枫公众号）

证监会发布《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》

**China Securities Regulatory Commission Issued Guidelines for the
Supervision of Listed Companies No. 11 - Matters Related to the
Bankruptcy and Reorganization of Listed Companies**

2024 年 12 月 31 日，最高法和证监会联合印发《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（法〔2024〕309 号）。作为配套文件，证监会制定了《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》（简称《指引》），自发布之日起实施。

《指引》明确证监会对上市公司破产重整中涉及证券市场相关事项进行监督管理；证券交易所对上市公司破产重整中的信息披露进行自律管理。要求上市公司对是否存在退市风险、资金占用违规担保、信息披露或规范运作重大缺陷进行自查并披露。《指引》进一步明确重整计划中的权益调整要求，规定资本公积转增比例不得超过每十股转增十五股；重整投资人入股价格不得低于市场参考价的五折，市场参考价按重整投资协议签订日前二十、六十或一百二十个交易日均价之一确定；要求重整投资人按是否取得控制权分别锁定三十六个月、十二个月。同时，《指引》明确不得在重整计划实施的重大不确定性消除前，提前确认债务重组收益。

前期，证监会就《指引》向社会公开征求意见。从反馈情况看，各方总体认可《指引》，并结合实践提出了宝贵的意见和建议，涉及重整计划的披露要求、债务重组收益的确认依据、董事和高管人员保密责任等，经逐条研究，与《指引》条文有关的主要意见已采纳。后续，证监会将进一步加强政策解读，做好《指引》实施相关工作。

中国证监会

2025 年 3 月 14 日

上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项

第一条 为加强上市公司破产重整监管，有效化解上市公司风险，推动提升上市公司质量，促进证券市场资源的优化配置，根据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《中华人民共和国企业破产法》《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（以下简称《座谈会纪要》），制定本指引。

第二条 中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）依法建立健全与人民法院关于上市公司破产重整的协作机制，对上市公司破产重整中涉及证券市场相关事项进行监督管理。

证券交易所依法制定上市公司破产重整信息披露规则，对上市公司破产重整中的信息披露行为进行自律管理。

第三条 上市公司住所地省级人民政府按照《座谈会纪要》向中国证监会通报情况的，可以包括公司陷入困境的原因，目前的资产负债情况、偿债能力分析、是否存在退市风险，重整必要性、重整实现目标等内容。

第四条 上市公司申请或者被申请破产重整的，应当对是否存在下列情况进行自查并对外披露：

（一）涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为，可能被证券交易所强制退市；

（二）涉及欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，可能被证券交易所强制退市；

（三）涉及信息披露或者规范运作等方面的重大缺陷，可能被证券交易所强制退市；

（四）控股股东、实际控制人及其他关联方违规占用上市公司资金、利用上市公司为其提供担保；

（五）其他违反证券监管法律法规，导致上市公司丧失重整价值。

第五条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员、破产管理人及其成员、债权人、重整投资人等破产重整相关方应当按照法律、行政法规、中国证监会规定和证券交易所业务规则，及时、公平地披露或者提供涉及上市公司破

产重整的信息，保证所披露或者提供信息真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第六条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员、破产管理人及其成员、债权人、重整投资人、为破产重整事项提供有关服务的中介机构及有关各方，对所知悉的破产重整事项在依法依规披露前负有保密义务。

上市公司及相关各方应当严格遵守中国证监会以及证券交易所关于内幕信息知情人登记及内幕交易防控的要求。

任何单位和个人不得利用破产重整相关信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动。

第七条 重整计划草案中出资人权益调整方案涉及资本公积金转增股本的，应当充分说明实施资本公积金转增股本的原因、必要性及合理性，根据转增股票用途及目的审慎确定资本公积金转增股本数量，资本公积金转增比例不得超过每十股转增十五股。可供转增的资本公积金应当以最近一期经审计的年度报告、半年度报告或者季度报告为准。

第八条 重整计划草案涉及引入重整投资人的，应当明确重整投资人相关信息及其参与重整的条件、获得的股份数量和价格，合理确定重整投资人投入资金的用途。重整投资人相关信息，包括姓名或者名称、实际控制人情况、与上市公司及其董事、高级管理人员、控股股东、实际控制人等是否存在关联关系或者一致行动关系等。

重整投资人获得股份的价格，不得低于市场参考价的百分之五十。市场参考价为重整投资协议签订日前二十、六十或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一。

破产重整中涉及重整投资人、债权人、股东等持有上市公司股份权益变动的，相关方应当按照《证券法》《上市公司收购管理办法》等规定履行相关义务。重整投资人应当披露是否存在代他人持有上市公司股份的情形，不得违反法律、行政法规的规定代持上市公司股票。

重整投资人取得上市公司股份涉及国家产业政策、行业准入等事项的，应当说明是否需要取得相关部门批准及其批准情况。重整完成后，上市公司的控股股东、

实际控制人、 第一大股东不得属于契约型基金、 信托计划或者资产管理计划。

第九条 重整计划草案应当对相关方持股期限作出约束， 以确保重整后公司股权、 经营相对稳定。

重整投资人自根据重整计划取得股份之日起十二个月 内， 不得转让或者委托他人管理其直接和间接持有的上市公司股份。 重整投资人成为上市公司的控股股东、 实际控制人的， 上述期限为三十六个月， 其一致行动人应当一同遵守前述锁定要求。

重整后上市公司控制权未发生变更的， 控股股东、 实际控制人自重整计划裁定批准之日起三十六个月内不得转让 或者委托他人管理其直接和间接持有的上市公司原有股份。 控股股东、 实际控制人根据重整计划新取得的股份， 自取得 之日起三十六个月内， 不得转让或者委托他人管理。 控股股东、 实际控制人的一致行动人应当一同遵守前述锁定要求。

按照重整计划对股权调整完毕后， 上市公司披露无控股股东、 实际控制人的， 其第一大股东应当比照控股股东、 实际控制人遵守上述股份锁定期的相关规定， 但是第一大股东 持股比例不足百分之五的除外。

第十条 上市公司不得在重整计划实施的重大不确定性 消除前， 提前确认债务重组收益。 在判断重整计划执行过程 及结果是否存在重大不确定性时， 上市公司应当综合考虑以下事实和情况：

（一） 全体重整投资人是否按照重整计划约定将认购股份的全部款项支付至上市公司或者上市公司管理人账户；

（二） 债权人是否已按重整计划获得偿付或者偿付给债权人的偿债资源是否已划转到管理人账户；

（三） 根据重整计划新取得的股份是否已在证券登记结算机构办理登记过户并披露；

（四） 其他与判断重整计划执行过程及结果是否存在重大不确定性相关的事实和情况。

负责审计的会计师事务所应当勤勉尽责、 规范执业， 高度关注债务重组收益确

认时点的合理性，履行充分、必要的程序，获取充分、适当的证据，审慎发表专业意见。

第十一条 上市公司前期重大资产重组中涉及的业绩补偿承诺，不得通过重整计划予以变更。

上市公司或者破产管理人应当通过提起诉讼、申请保全等方式，及时向业绩补偿承诺方主张权利，督促其严格履行作出的承诺。

第十二条 上市公司重整计划涉及盈利预测的，应当客观、审慎，充分说明盈利预测的依据、理由、合理性及其可实现性，是否与业绩补偿承诺相关联，并应当聘请财务顾问出具专项核查意见。盈利预测应当以上市公司重整后保留的业务开展情况为基础，不得以资产重组等不确定事项作为预测依据。

第十三条 上市公司及其董事、高级管理人员，破产管理人及其成员，重整投资人，债权人及有关各方违反本指引规定的，中国证监会根据违规行为性质、情节轻重依法给予行政处罚或者采取行政监管措施。

第十四条 本指引自公布之日起施行。

国枫观察 | 《医药健康视点周刊 (20250310-20250316) 》

Weekly News Digest of Healthcare Industries (20250310-20250316)

如今，医药健康领域的发展可谓日新月异。本所始终坚守在行业一线，特别推出《医药健康视点周刊》，为您提供医药健康领域最新的法律法规、资本市场项目动态以及行业热点，帮助您在这个充满机遇与挑战的行业中保持清晰的前瞻视野和稳健的发展步伐。《医药健康视点周刊》每周一期，敬请期待！



國楓律師事務所
GRANDWAY LAW OFFICES

Grandway Insight

医药健康视点

News Digest of Healthcare Industries



10 Mar- 16 Mar 2025
(周刊)



國楓律師事務所
GRANDWAY LAW OFFICES

www.grandwaylaw.com
北京 上海 深圳 成都 西安 杭州 南京 苏州 香港

目 录

01/ 新规解读

Analysis of Laws

- 【关键词】
- 国家药监局关于发布医疗器械临床试验项目检查要点及判定原则的公告
- 关于印发紧密型县域医共体信息化功能指引的通知
- 国家药监局综合司关于同意中国食品药品检定研究院增加生物制品批签发证明文件授权签字人的复函

05/ 市场资讯

Market News

- IPO
- 再融资
- 投融资

12/ 行业热点

Topical issues

- 国家药监局批准伊那利塞片上市
- 辉瑞公司双特异性抗体新药埃纳妥单抗在中国获批上市
- 国家药监局传达学习贯彻习近平总书记重要讲话和全国两会精神
- 全球首创重组抗破伤风毒素单克隆抗体药物新替妥正式投入临床应用
- 百赛生物并购曼薇尼生物
- 心景科技推出国内唯一 VR 数字化诊疗二类证产品
- 映恩生物-B 拟赴香港上市

阅读全文

扫描下方二维码阅读国枫《医药健康视点周刊（20250310-20250316）》全文：



往期回顾

扫描下方二维码阅读国枫《医药健康视点周刊》往期内容：



（来源：国枫公众号）

国枫观察 | 从工具理性到价值理性：AI 换脸技术侵权样态及风险规制

From Instrumental Rationality to Value Rationality: Infringement Patterns and Risk Regulation of AI Face Swapping Technology

AI 换脸技术作为人工智能算法演进过程中的产物，其技术易得性导致肖像权、个人信息侵权及著作权等民事领域风险激增，当前中美欧已通过专项立法或个人信息保护体系对此加以应对。笔者建议，应从用户、平台与政府等多角度实现人工智能健康发展。

作者：张明、高林歌

一、引言

在 2025 全国两会上，全国人大代表、小米集团创始人、董事长兼 CEO 雷军将提出 5 项建议，其中包括：关于加强“AI 换脸拟声”违法侵权重灾区治理的建议”。雷军个人公众号中写道：人工智能深度合成技术的快速发展，推动了“AI 换脸拟声”在影视、广告、社交等领域的广泛兴起，成为喜闻乐见、传播力强、易成热点的技术应用。但同时也看到，“AI 换脸拟声”不当滥用成为违法侵权行为的重灾区，易引发侵犯肖像权、侵犯公民个人信息以及诈骗等犯罪行为，不利于构建“以人为本、智能向善”的人工智能发展生态。

二、AI 换脸技术发展及侵权现状

AI 换脸技术作为深度伪造（Deep-fake）技术的典型应用，是生成对抗网络（Generative Adversarial Network, GAN）等人工智能算法演进过程中的产物。其核心技术逻辑建立在机器学习框架下，通过海量数据的深度学习与模拟重构，实现音视频素材的智能编辑与融合。这种技术不仅能对人物面部表情、声音特征进行高精度复刻，还能生成以假乱真的动态影像，其仿真程度已突破传统鉴别手段的识别边界，即使具备专业背景的技术人员亦难以甄别。

AI 换脸技术展现出与传统数字技术截然不同的演化特征：其技术迭代周期呈指数级压缩，影像仿真度突破人类视觉辨识阈值，并具备跨平台适配能力。一方面，该技术为影视制作、虚拟现实等领域带来革新性应用场景；另一方面，技术

民主化进程加速了其扩散速度，使普通用户通过开源工具即可完成深度学习模型的部署与应用。但技术的易得性放大了伦理风险——当深度伪造内容突破专业领域进入公共传播场域时，极易引发“数字瘟疫”式连锁反应：不仅造成数字生态系统的信息污染，更通过伪造权威信源、捏造公共事件等方式消解社会信任机制。特别值得警惕的是，该技术的滥用已形成复合型法律风险矩阵，未经授权的特征数据采集、非法面部特征重组、恶意影像商品化等行为，正在挑战现行民法框架下的肖像权、个人信息权及知识产权保护体系，形成技术与人权保障之间的价值张力。

三、AI 换脸侵权的相关法律

（一）域外法律

在生成式人工智能引发的数字身份安全风险加剧背景下，美国联邦政府及各州通过构建一系列法律监管框架对其进行预防和规制。2018 年 12 月，美国参议院提出《2018 年恶意伪造禁令法案》（**Malicious Deep Fake Prohibition Act of 2018**），对制作深度伪造内容引发犯罪和侵权行为的个人，以及明知内容为深度伪造还继续分发的社交媒体平台，进行罚款和长达两年的监禁。如果伪造内容煽动暴力、扰乱政府或选举，并造成严重后果，监禁将长达 10 年。2019 年 6 月，美国众议院提出《深度伪造责任法案》（**Deep-fakes Accountability Act**），要求任何创建深度伪造视频媒体文件的人，必须用“不可删除的数字水印以及文本描述”来说明该媒体文件是篡改或生成的，否则将属于犯罪行为，刑事责任最高规定五年有期徒刑；并明确应积极组织成立深度伪造鉴定技术开发特别小组，与学术机构、科研院所等进行合作，负责研究深度伪造技术及其相关技术的检测。

与美国公法规制途径不同，欧盟并未对 AI 换脸技术进行专门立法，而是从一贯严格的个人信息保护层面囊括 AI 换脸技术所产生的现实问题。欧盟于 2018 年 5 月实施的《通用数据保护条例》（**General Data Protection Regulation**）规定了数据主体享有知情权（数据控制者必须以清楚、简单、明了的方式向个人说明其个人数据是如何被收集处理的，如果涉及自动化的数据处理，包括数据画像活动，则需要提供基本的算法逻辑以及针对个人的运算结果）、反对权（始终有权随时拒绝数据控制者基于其合法利益处理个人数据；始终有权拒绝基于个人数据的市

场营销行为）、被遗忘权（数据控制者不仅要删除自己所控制的数据，还要求数据控制者负责对其公开传播的数据，要通知其他第三方停止利用并删除）等权利，可以适用于利用用户图片等数据实施 AI 换脸行为可能引发的个人数据保护问题。

《欧盟反虚假信息行为准则》（EU Code of Practice on Disinformation）从行业自律角度，涵盖 44 项承诺和 128 项具体措施，通过行业自我监管来打击网络上的虚假信息。

（二）国内法律

中国针对 AI 换脸引发的侵权问题，主要通过现行法律框架的适用和专项法规的完善进行规范，具体如下：

1. 现行法律框架下的规范

（1）人格权保护

《中华人民共和国民法典》明确规定，任何组织或者个人不得以丑化、污损，或者利用信息技术手段伪造等方式侵害他人的肖像权。未经肖像权人同意，不得制作、使用、公开肖像权人的肖像。对自然人声音的保护，参照适用肖像权保护的有关规定。

若商业软件将 AI 换脸的原始素材放置于软件页面内吸引用户使用 AI 换脸功能，该行为当然构成肖像权侵权。声音权作为人格权的一部分，未经许可使用 AI 技术模仿他人声音也构成侵权。（典型判例：(2023)京 0491 民初 235 号民事判决书）

（2）个人信息权保护

若 AI 换脸后的视频并非对原始素材视频的利用，恰恰是替换了能够识别原始视频本人的面部特征，去除了肖像的识别性，进而利用视频中的非人格要素，即利用妆容、服饰、发型、光线、镜头切换等劳动成果；且并未丑化、污损原始视频人物肖像，则该行为不属于法律规定的侵害原告肖像权的行为。

然而，《中华人民共和国个人信息保护法》第四条第二款的规定，“个人信息处理包括个人信息的收集、存储、使用、加工、传输、提供、公开、删除等”，通过“换脸”形成换脸模板视频的过程，涉及对原告个人信息的收集、使

用、分析等，属于对原视频素材个人信息的处理。《个人信息保护法》第四十四条规定：“个人对其个人信息的处理享有知情权、决定权，有权限制或者拒绝他人对其个人信息进行处理；法律、行政法规另有规定的除外。”第二十七条规定：“个人信息处理者可以在合理的范围内处理个人自行公开或者其他已经合法公开的个人信息；个人明确拒绝的除外。个人信息处理者处理已公开的个人信息，对个人权益有重大影响的，应当依照本法规定取得个人同意。”法律赋予个人对其个人信息处理的知情权、决定权，旨在防范泄露、滥用等风险。“AI 换脸”行为本身应征得原视频素材所涉主体的同意，否则构成个人信息权益的侵害。（典型判例：（2023）京 0491 民初 3821 号民事判决书）

(3) 著作权保护

《中华人民共和国著作权法》第五十二条第七项规定，使用他人作品，应当支付报酬而未支付的，应当根据情况，承担停止侵害、消除影响、赔礼道歉、赔偿损失等民事责任；第五十三条第一项规定，未经著作权人许可，复制、发行、表演、放映、广播、汇编、通过信息网络向公众传播其作品的（本法另有规定的除外），应当根据情况，承担本法第五十二条规定的民事责任；侵权行为同时损害公共利益的，由主管著作权的部门责令停止侵权行为，予以警告，没收违法所得，没收、无害化销毁处理侵权复制品以及主要用于制作侵权复制品的材料、工具、设备等，违法经营额五万元以上的，可以并处违法经营额一倍以上五倍以下的罚款；没有违法经营额、违法经营额难以计算或者不足五万元的，可以并处二十五万元以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任。若所涉“AI 换脸”原始视频素材是在内容编排、景别选取、拍摄角度等方面体现了制作者独创性的选择安排，则受著作权法保护。（典型判例：(2022)沪 0116 民初 13377 号民事判决书）

2. 专项法规的完善

2019 年，国家互联网信息办公室室务会议审议通过《网络信息内容生态治理规定》明确将“深度伪造（Deep fake）”技术生成的虚假信息列为违法内容，要求平台加强审核并及时删除相关侵权内容；

2022 年，国家互联网信息办公室 2022 年第 21 次室务会议审议通过，并经工

业和信息化部、公安部同意，2023 年 1 月 10 日施行的《互联网信息服务深度合成管理规定》于 2023 年 1 月 10 日开始施行，要求技术提供者：对生成内容进行技术标识（如数字水印）；建立辟谣机制和投诉渠道；不得利用技术生成危害国家安全、社会稳定的内容。

2023 年，国家互联网信息办公室 2023 年第 12 次室务会会议审议通过，并经国家发展和改革委员会、教育部、科学技术部、工业和信息化部、公安部、国家广播电视总局同意施行《生成式人工智能服务管理暂行办法》，要求：

（1）实名认证与显著标识，即提供 AI 换脸服务需进行真实身份认证，生成内容必须添加显著标识（如“AI 生成”字样）；

（2）内容合规义务，即禁止生成侵害他人肖像权、名誉权的内容，或用于虚假宣传、诈骗等非法目的；

（3）数据来源合法化：训练 AI 模型使用的数据需符合个人信息保护与著作权法规定。

2025 年，国家互联网信息办公室、工业和信息化部、公安部、国家广播电视总局制定了《人工智能生成合成内容标识办法》，办法明确对生成合成内容添加显式标识，在生成合成内容的文件元数据中添加隐式标识。

四、AI 换脸侵权的救济路径探讨

（一）用户防护

在数字化浪潮中，公民肖像权的维护已超越传统民事纠纷范畴，演变为关乎公共信息安全的社会议题。面对互联网传播的即时性与扩散性特征，每位用户都应构建双重防护意识：

首先，在个人数字足迹管理方面，建议采取分层防护策略。社交平台发布内容时，可运用分组可见功能建立“熟人圈层”，对微信朋友圈、QQ 空间等私域平台设置访问权限梯度。对于短视频平台这类开放空间，建议采用内容加密措施，例如在家庭影像添加数字水印，既能保留分享乐趣，又能形成技术防护屏障。

其次，在他人数字肖像保护层面，应树立“数字邻里”责任意识。网络空间中的每张面孔都是数据生态的组成部分，下载转发行为需遵循“三重确认”原则：确认授

权链条完整性、确认使用场景合法性、确认传播范围可控性。特别要注意网络素材的二次创作边界，避免善意分享演变为侵权事实。

这种双向防护机制不仅构建了个体数字资产的“防火墙”，更是在培育新型网络空间的公民责任伦理。通过提升数字媒介素养，我们既守护了自身的人格权益，也共同维护着清朗的网络公共空间，这正是信息时代公民权利义务观的重要演进。

(二) 平台治理

在人工智能深度渗透视听传播领域的背景下，网络平台需构建三维治理体系，履行技术治理与社会责任的双重使命：

1. 数字身份锚定系统

建立用户资质核验机制，对 AI 视频创作者实行生物特征绑定与数字证书认证，形成可溯源的创作者信用档案。通过区块链技术固化操作日志，实现从内容生产到传播的全周期留痕，构建“算法创作-数字身份-法律责任”的闭环管理体系。

2. 智能识别矩阵建设

部署多模态深度学习算法，开发具备视频指纹解析、面部微表情检测、光影物理特征分析等功能的监测系统。对识别出的合成内容实施动态标签管理，采用分层警示标识（如显性浮水印、元数据标注），建立人机协同的内容评级机制。

3. 法治化应急响应机制

构建“通知-评估-处置”三阶响应模型，设立由法学专家、技术伦理委员会、网络安全部门组成的联席研判机制。开发风险预警智能中台，实现侵权内容分级分类处置，同步完善电子证据固定与司法协查通道。

(三) 优化政府监管职能体系

在生成式人工智能治理领域，政府需着力构建多层次治理框架：

1. 健全法规体系

针对深度伪造身份等风险场景，制定涵盖数据全生命周期管理的技术规范，重点细化敏感信息采集的授权机制与安全防护标准，要求运营方必须获取用户明确授权后方可调用生物特征等核心数据。

2. 建立专业化监管架构

设立具备技术审查能力的独立监管主体，对算法训练数据源、模型输出内容及商业应用场景实施穿透式监管，重点核查企业数据脱敏流程与用户授权协议的法律完备性，同时开通多维度举报通道，对违规收集人脸数据、滥用合成身份等行为实施分级惩戒。

3. 构建智能化协同平台

整合公安、网信、工信等部门的数据资源库，通过区块链存证技术建立跨系统的数字身份核验网络，运用联邦学习算法实现涉诈特征库的加密共享，从而提升合成身份识别的精准度与时效性。

五、结语

AI 换脸技术在 5G 与人工智能深度融合的时代浪潮中，正面临着技术革新与规范治理的双重挑战。这项具备多维度应用场景的创新技术，在催生沉浸式娱乐体验和创意表达新范式的同时，也潜藏着人格权侵犯、个人信息权侵犯、著作权侵犯及信息真实性消解等系统性风险。面对技术迭代与制度建设的非对称发展现状，亟需构建伦理规范、法律框架与技术标准协同运作的治理矩阵。唯有通过动态平衡技术创新价值与社会责任边界，形成技术研发、风险防控与权益保障的良性互动机制，方能使深度合成 AI 技术真正实现趋利避害的可持续发展。



张明 北京国枫律师事务所 合伙人
业务专长
公司证券业务，投融资、并购业务
证券及投融资领域诉讼



高林歌 北京国枫律师事务所 律师
业务专长
公司证券业务、股权投资业务
民商事诉讼业务

(来源：国枫公众号)

国枫观察 | 制度理性与心理规律的冲突——换个角度看监事制度改革

The Conflict between Institutional Rationality and Psychological Law:

Looking at the Reform of the Supervisory System from Another Perspective

监事制度走了，审计委员会制度又将会如何？我们如何应用心理学规律优化制度设计，追求真正的制度理性呢？

作者：李志勇

一、问题的提出

审计委员会制度是新《公司法》的重大改革，作为必设机构的监事或监事会变得可有可无了，根据国务院及中国证监会相关规范，上市公司监事会正在退出历史舞台，这无疑是立法层面的制度理性尝试。

但是，公司治理由人进行，并通过组织运作实现，而组织体成员的关系是交互的，受社会心理学规律影响，纯粹从法条来理解公司治理往往失于偏颇：一方面，公司的决策往往并非在股东会、董事会表决时产生，而是发生于股东、董事及经理层通过会前沟通形成一致意见之时；另一方面，公司一般会自然产生领袖人物，领袖的权威会对其他成员的认知和决策意见产生重大影响。

法学者和制度设计者往往过于关注公司法的制度勾稽，却忽视公司治理实践中的心理规律。笔者认为，三会制度本身是浮于海面上的冰山，无法反映水下部分的特征——受制于心理规律的公司治理层成员的互动，但非常遗憾那才是主体乃至全部。

监事制度走了，审计委员会制度又将会如何？我们如何透过心理学规律优化制度设计，追求真正的制度理性呢？

二、监事制度改革概述

新《公司法》第六十九条规定：有限责任公司董事会设审计委员会的，可不设监事会或者监事。第一百二十一条第一款、第一百三十三条规定了股份有限公

司不设监事会或监事的情形。

《国务院关于实施<中华人民共和国公司法>注册资本登记管理制度的规定》、中国证监会《关于新〈公司法〉配套制度规则实施相关过渡期安排》强制上市公司采取审计委员会的制度，在上市公司，监事会和监事不复存在。

三、董事会决策心理学规律浅述

当我们的视角关注每一名董事的生物特征时，就会发现他们的言行既要满足法律期待，更需要服从社会心理学规律。社会心理学视角的引入会丰富我们的认知。

（一）线段判断实验与从众效应

作为 20 世纪最具影响力的社会心理学家之一，阿希成名于线段判断实验，并籍此阐释了群体压力对个体决策的扭曲效应。

他将实验参与者分组，每组 7—9 人，其中仅 1 人为真实被试，其余为实验助手（假被试）。回答次序是在所有实验助手按阿希的指示给出假的答案后，真实被试者最后一个回答问题，以测试真实被试者是否会受群体错误的影响。实验程序是要求被试者判断两张卡片中的线段长度是否相同（真实情况是相同的，而且非常明显）。

实验结果是：约 75% 的真实被试者至少一次跟随群体错误答案，群体的错误导致了个体的错误。这足以解释为何大部分军纪都要求善待平民，但屠戮现象不绝于史书。

中国心理学家对中国人的实验表明样本从众率（76%）略高于阿希原实验（74%），这应该是东亚人的服从文化起了作用。

具体到董事会决策程序，每一个董事都受制于从众心理，当其他董事未发现风险或者忽略风险时，个体董事或者直接从众，或者需要面对巨大心理压力。多数人意见可能压制个体理性，导致决策失误。

（二）电击实验与权威光环效应

经典权威服从实验（米尔格拉姆）表明，服从权威是人类认知和决策的心理

规律：实验过程是实验者确立权威身份（如科学家），并要求被试者在权威指令下对他人施加电击，结果显示 65% 的被试者服从权威，将设备推至最高电压。被试者服从指令的正当性，并将服从行为合理化（对科学负责），因信任权威忽略道德判断，形成整体偏差。二战时纳粹德国很多民众基于对元首的权威服从，参与种族灭绝行动即是真实例证。

马克斯韦伯分析权力架构，确立了超凡权威（卡理斯玛权威）的存在。这种权威依赖于领袖的个人魅力、天赋或超凡品质，追随者对领袖的崇拜和忠诚是其合法性的基础。中国企业家群体的产生有着独特的历史背景，并往往基于独特创业史展现了超凡品质及个人魅力。因此中国公司中普遍存在卡理斯玛权威人物，公司治理中的权威光环效应可称常态。

四、监事制度改革与社会心理学规律的矛盾及其影响

根据《公司法》第六十九条，审计委员会为董事会内设机构，由董事组成。改革之后，审计委员会成员具有双重地位：其一，作为董事，核心身份是决策参与者，肩负落实公司经营目标，进行重大决策的职责；其二，成为实质监事，对公司治理机构（包括董事会本身）的决策行使监督职责。

社会心理学家林顿（Ralph Linton）提出“角色是地位的动态表现，而地位是静态描述”。在审计委员会成员身上，其实际拥有董事和监事两个静态描述的地位，其行使职责时，公司法期待他同时做两个地位的动态表现，其一是追求公司商业成功，这要求他积极进取，关注效率；其二是落实风险防控与合规，这要求他谨慎保守，关注安全。

社会心理学中的角色理论指出，同一个体在面临多重期待时会产生心理冲突，其影响可能是：

（一）认知失调

当审计委员会成员发现决策存在风险的时候，基于上述从众心理规律、权威光环心理规律，该成员将面临因与其他董事及董事会领袖对立而产生的心理压力，这种情况下，作为生物体，选择服从更符合心理学规律。

而且，当其董事身份期待的积极进取和实质监事身份期待的谨慎保守存在冲

突的时候，会产生严重心理不适，即认知失调。

费斯廷格是认知失调理论的肇始者，他的发现是：“人类是认知一致的生物，当行为缺乏必要理由的时候，我们会本能地编造一个理由让自己感觉合理”。在检视产生错误决策的董事会决议时，我们通常会看到“风险可控”“未发现重大风险”的言辞，当追责到同意错误决策的个体时，他们首先冒出的辩解意见是“集体决策优先”，而这都是通过合理化偏差，解决认知失调矛盾的心理活动结果。

（二）群体归属感弱化及回归

审计委员会的监督职责要求成员与董事保持距离，但实际运作中其薪酬、晋升、个人情感满足均依赖董事会及其他董事评价，社会交换理论下的利益和心理依赖会促使他们削弱监督动机，回归一般董事群体角色。

（三）自我认同分裂与回补

我们往往天真地认为审计委员会成员可以做到“监督与咨询职能并存”，然而咨询需要目标一致，但监督要求利益冲突，这会导致他们自我认同分裂，感受到巨大心理不适。为回归舒适，审计委员会成员更可能优先选择咨询职能以巩固自身在董事会中的地位，将监督视为次要任务，使监督履职形式化。

五、适应群体心理的制度理性设计

笔者认为，就公司治理参与者而言，法学者和制度设计者会设想或要求他们是理性经理人，但忽视他们首先是受制于心理规律的生物人。任何制度的理性均应该建立在心理规律基础之上，否则这个制度本身就是不理性的。

由此出发，公司法的监事制度改革本身是理性追求，但基于公司法的公共服务产品属性，它只能满足社会需求的最大公约数，真正的理性制度需要靠公司章程、决策制度、公司文化、治理行为等诸多丰富元素进行填补，并形成一個和谐稳定、互动顺畅的有机系统结构。制度理性不能完全依赖公司法的设计，而应基于根据公司及治理参与者的个性进行的个性化综合设计。

进一步的理性设计可以考虑包括不限于如下方案：

（一）审计委员会职责的单一化

监事制度改革的逻辑基础是既有治理结构中监事权的失落，而失落的基础何在呢？我认为是如下事实影响了立法者：其一，监事对公司运行的知情程度先天弱于董事，审计委员会制度下，成员本身具备董事身份，这会强化监督者的知情基础；其二，监事和董事会分置状态下，监督行为往往发生于决策之后，而审计委员会制度将监督行为前置到和决策行为的同时。

但是，这种制度安排必然面临与心理学规律的冲突。笔者认为，应该回到上述制度设计初心，既赋予审计委员会成员的董事身份，使其知情权和表决权与其他董事对齐，同时在制度层面弱化或取消审计委员会成员职责中的公司业绩成长期待，将其职责单一化，以弱化认知失调和认知冲突。

(二) 审计委员会成员的进一步外部化

相关制度要求审计委员会成员中独立董事占多数，其意图为通过外部化减弱从众效应、权威光环效应对审计委员会成员的影响。

但是，独立董事不独立问题似乎是公司治理的顽疾，其根源是形式独立的董事们难以对抗从众和权威给他们的心理压力。因而，进一步的外部化不失为矫枉过正之举，可能的制度设计包括审计委员会成员全部选任专业权威，以专业权威光环对抗卡理斯玛权威光环；另外，审计委员会履职的进一步外部化亦可成为优化方案，通过细化审计委员会履职报告要求，强化审计委员会履职披露频次，赋予中小股东对审计委员会履职评判甚至罢免权等等。

六、综述

公司治理是群体行为，涉及个体互动并受制于个体心理活动和心理学规律；公司治理的研究与优化不应仅仅停留于将法律条款的细化和落实，甚至是照搬法律条款，制度设计更需要考虑公司具体文化氛围，适应公司群体心理规律。唯其如此，才能产生真正的制度理性。

公司制度合规是个异常复杂且具创造性的活动，笔者希望与本节读者共勉。



李志勇 北京国枫律师事务所 合伙人
业务专长
公司治理合规、投融资、并购、争议解决

(来源：国枫公众号)

国枫观察 | 中美博弈新常态：出海企业的合规战略升级（三）—— “股”掌之间的突围架构

The New Normal of Sino-US Game: Upgrading the Compliance Strategy of Overseas Enterprises (3) - The Breakthrough Structure between "Stocks" and Palms

中美博弈加剧，出海企业面临新挑战。美国多项限制措施影响中资企业海外发展，企业的融资、上市架构需重新审视。本文探讨了传统架构的困境、新架构的机遇与挑战，为出海企业在复杂环境中如何选择和优化架构提供参考。

作者：施恣旻、王小雅

一、引言

如本系列第一篇[《国枫观察 | 中美博弈新常态：出海企业的合规战略升级（一）——2.0 版本新规速览》](#)所提及，美国已出台多项对华限制性措施（包括但不限于“对外投资审查制度”（Reverse CFIUS）），使得中国出海企业不仅在贸易层面，更在投资和融资层面受人掣肘；特朗普上任后签署《美国优先投资备忘录》，更可能进一步重塑中美双边投资关系。尤其是在关键技术领域，美国的限制性措施对中资企业的海外发展产生了重大影响。逐渐严峻的形势使得着眼于全球市场的中资企业和华人创业者不得不重新审视传统企业股权架构的风险并思考进可攻退可守的方案。

二、传统架构：中概股的往昔荣耀与当下困局

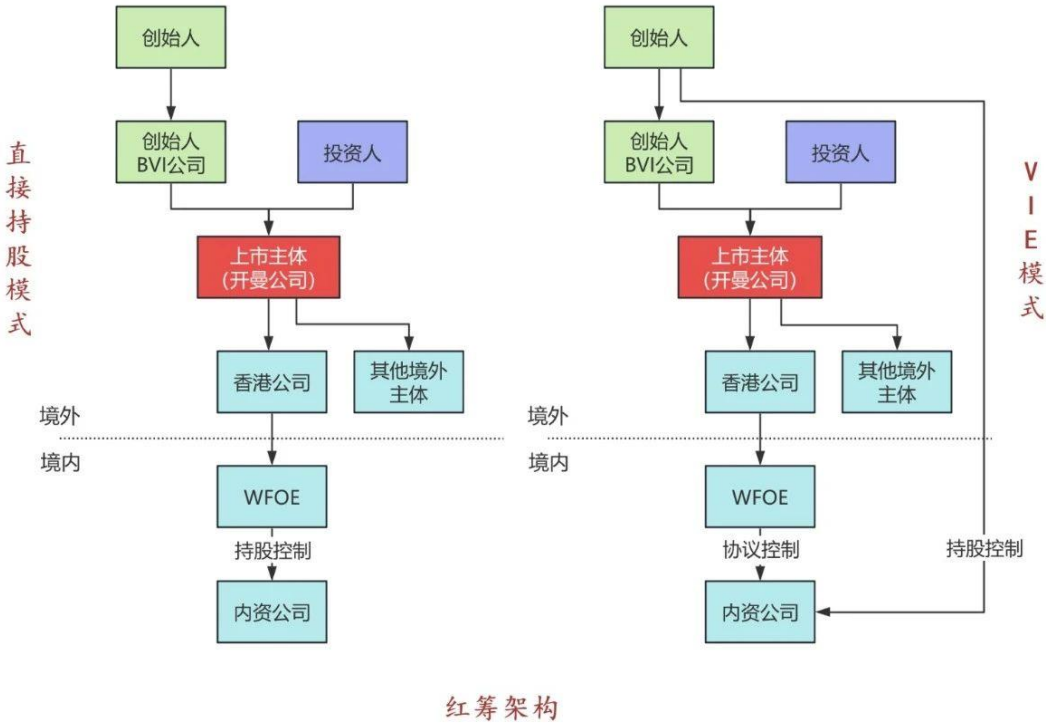
在过去数年中，华人背景的初创企业为获取境外私募融资、实现境外上市所采用的架构可大致分为两种逻辑——中概股逻辑和非中概股逻辑。两种逻辑的核心区别在于，企业的主要业务活动位于中国大陆地区以内还是以外。

主要业务位于中国大陆地区以内的项目被统称为中概股。1993 年 7 月，“青岛啤酒”在中国香港上市，拉开了中概股走向国际资本市场的序幕。随后，“上海

石化”成为第一家在纽约证券交易所上市的中国公司，标志着中概股开始涉足美国市场。2007 年后，美国市场逐渐成为中概股的主要上市地之一，尤其是互联网企业。新浪、网易、搜狐、百度等企业成功在美上市，掀起了“可变利益实体（VIE）架构”浪潮。尽管后来美国《外国公司问责法案》的出台使在美上市的中概股面临退市风险，但 A 股市场的降温还是促使一批又一批的中概股企业赴美国、香港等地上市融资。中概股逻辑下存在两种主流架构——红筹架构（本文指小红筹）和 H 股架构（也即常说的大红筹）。

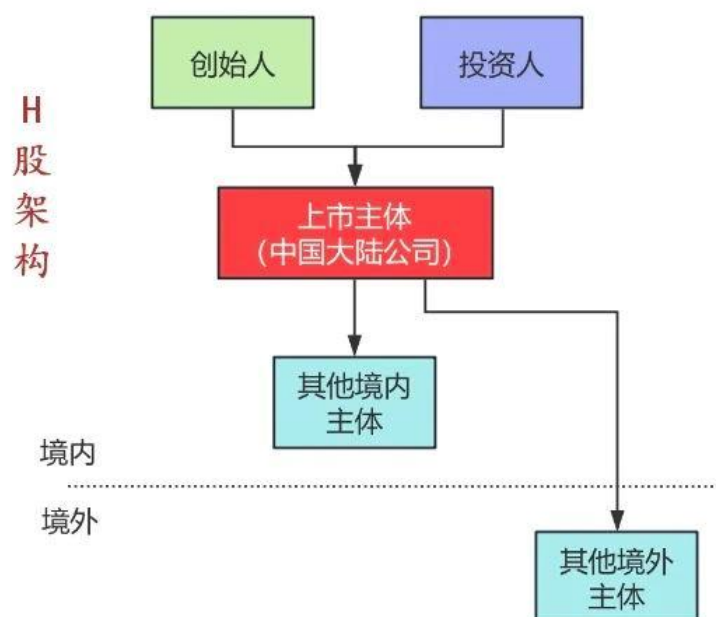
红筹架构：

红筹架构的核心在于融资主体设置于境外（以开曼公司居多）。红筹模式下通常又分为两种——直接持股模式和 VIE 模式，其基本形态如下图所述。两种模式的主要区别在于：直接持股模式下，外商投资企业（即 WFOE）直接持股控制内资公司（往往为主要的境内运营主体），而在 VIE 模式下，内资公司由创始人（及/或其他境内自然人或实体）直接持股。相较于 H 股架构，由于红筹架构的发行主体位于境外受认可地区，企业在选择上市地点时可以更加灵活，不限于香港，而且存在带着红筹在 A 股上市的可能性[1]。



H 股架构：

与红筹架构相比，H 股架构的核心点在于融资平台暨上市发行主体为中国境内注册公司而非海外主体，股权结构相对更简单清晰。由于其他境外市场普遍对中国法律环境和政府陌生或不信任，H 股架构主要应用于中资企业赴港上市，且与红筹架构相比，使用 H 股架构的公司市值规模普遍较高。



根据不同项目的具体情况，红筹架构和 H 股架构从基本形态中衍生出多种形态，例如境内投资人参与的 Slow Walker[2]，在香港公司上层设立其他夹层公司，创始人 BVI 公司与开曼公司之间增设 ESOP 持股平台等，甚至也出现了红筹架构和境内架构结合相生的双融资平台架构。

无可否认，传统中概股架构曾经为中资企业出海融资、拓展国际市场发挥了重要作用，它见证了中国企业融入全球资本市场的历程，也让世界看到了中国企业的活力与潜力。然而，当下对外投资审查及不断变化的美国投资限制政策给采用传统架构的出海企业带来了前所未有的挑战，这不仅是对企业自身应对风险能力的考验，更是对中国企业国际化战略布局的一次深度洗礼。以下截取至 2025 年 2 月 19 日已经或确定生效的部分重要法规和行政命令，更多 2025 年以来的涉中限制政策分析，请见本系列第一篇[《中美博弈新常态：出海企业的合规战略升级（一）——2.0 版本新规速览》](#)。

法规/政策名称	生效时间	涉及中企的主要内容	主要涉及行业	涉中执法情况
《出口管制改革法案》 《出口管理条例》(EAR) 《外国直接产品规则及针对先进计算和半导体制造物项的临时最终规则》	2018 年 8 月 (指改革法案)	除对特定出口、再出口和其他相关活动的管制及对受管制物项的界定外, 还通过制定反抵制相关规定, 禁止“美国人”对一国针对美国及其友好国家的抵制的协助或支持。	不仅瞄准先进芯片和半导体制造设备 (SME), 还涵盖了支持这些产品开发和生产的下游交易、与受限国家 (如中国) 相关的第三国交易, 以及使用美国技术或软件生产的非美国产品。	被纳入实体清单的数量: 140 个。 被纳入未经核实清单的数量: 100 个。 被纳入拒绝人员清单的数量: 13 个。 被纳入军事最终用户清单的数量: 70 个。
《外国公司问责法案》(HFCAA) 《6100 规则》	2020 年 12 月	连续三年被美国证券交易委员会 (SEC) 认定符合特定标准的中概股公司将会被禁止在美国公开交易, 并在这三年承担额外披露义务。	所有美股上市的中概股企业。	目前公示的经识别的发行人确定名单共 174 家。
《外商投资风险评估现代化法案》(FIRRMA) 及其配套规则	2018 年 8 月	CFIUS 对特定敏感行业和外国人可取得特定实质性权利的外资投资进行审查, 且要求强制申报。CFIUS 审查的交易类型包括并购、股权收购、合资企业、技术转让、长期租赁等。	主要包括国防、军事技术、关键基础设施 (如能源、通信、交通)、关键技术 (如半导体、人工智能、量子技术)、敏感个人数据以及靠近军事设施的房地产等领域。	在 2023 年, CFIUS 收到了交易方提交的合计 109 份短版申报和 233 份完整申报。2023 年完整申报数量最多的行业是金融、信息及服务业。在短版申报方面, 中国在 2021-2023 三年间提交了 8 份短版申报; 在完整申报方面, 中国投资者三年间的完整申报数量最多, 为 115 份 (未去重)。

《2025 财年国防授权法案》 《在美国有业务的中国涉军企业之通知》	2024 年 12 月	禁止中国军事企业成为美国国防部的供应商，限制与美国国防部有贸易往来的其他实体的合作。	微电子学、人工智能 (AI)、社会、管理和信息科学、频谱管理、电信、量子计算、新兴技术等。	2021 年 6 月，首份 1260H 中国军事公司名单发布，新增了 40 多家中国公司。2022 年 10 月，该名单再次更新，新增了 13 家公司。2025 年 1 月 7 日，134 家中国企业列入更新版清单。 ³
《维吾尔族强迫劳动预防法》(UFLPA)	2022 年 6 月	要求全部或部分来自新疆地区的商品，或由 UFLPA 实体清单主体开采、生产或制造的任何商品都不能进口到美国。	农业、光伏行业、电子产品、食品、家用电器、有色金属、塑料和纺织品等。	截至 2025 年 1 月 14 日，被列入 UFLPA 实体清单的中国实体数量达 172 家（未去重）。 热点事件：2021 年新疆棉花争议事件。
《2022 年芯片与科学法案》(CHIPS and Science Act) 《防止不当使用芯片法案资金》	2022 年 8 月	获得美方补助的企业十年内不得与中国或其他“令美国担忧”的国家进行任何“重大交易”，以及投资先进制程芯片。 禁止联邦研究人员参加外国人才招聘计划。 禁止中国公司参与美国制造计划。	半导体	/
《关于解决美国对受关注国家的某些国家安全技术和产品投资的行政命令》 《关于在特定国家的国家安全技术和产品领域进行美国投资的规定》	2025 年 1 月 (指规定)	对美国投资主体与涉及关键技术的外国受辖实体之间的某些交易实施禁令，同时要求对特定类型的交易进行申报。	半导体和微电子产品、量子信息技术以及人工智能。	/
《防止受关注国家或受保护人员获取美国敏感个人数据和与政府有关的数据》的行政命令和最终规则	预计 2025 年 4 月 8 日	禁止或限制“美国人”与“受关注国家”或“受规制人士”之间涉及大量“敏感个人数据”或任何“美国政府相关数据”且不属于可豁免范围的交易。受关注国家包括中国（包括中国香港和中国澳门）、古巴、伊朗、朝鲜、俄罗斯与委内瑞拉。	主要影响处理大量美国敏感个人信息或美国政府相关数据的行业，例如数据处理与存储、互联网、健康医疗、通信与媒体、金融服务行业等	/

除了已经生效的法律法规外，从美国政府近期一系列动作以及层出不穷的提案（比如《2025 年美中人工智能能力脱钩法案》《2025 年中国技术转让管制法案》《生物安全法案》等）来看，还有更多的限制在路上。美元资金在中国资本市场上的缺位以及美国特定领域市场对中国资本的“拒绝”可能会演变为长期现象。

其中白宫发布的《美国优先投资备忘录》“再次”重申两项与资本流动相关的措施——

（1）确保《外国公司问责法》覆盖的公司符合严格的财务审计标准；

（2）审查外国对手公司在美国交易所采用的 VIE 及其子公司结构，评估其对美国投资者权益的限制和潜在欺诈风险，特别是，备忘录要求美国司法部（DOJ）与联邦调查局（FBI）应联手提供关于 VIE 架构可审计性、公司监督和刑事或民事欺诈行为的证据。

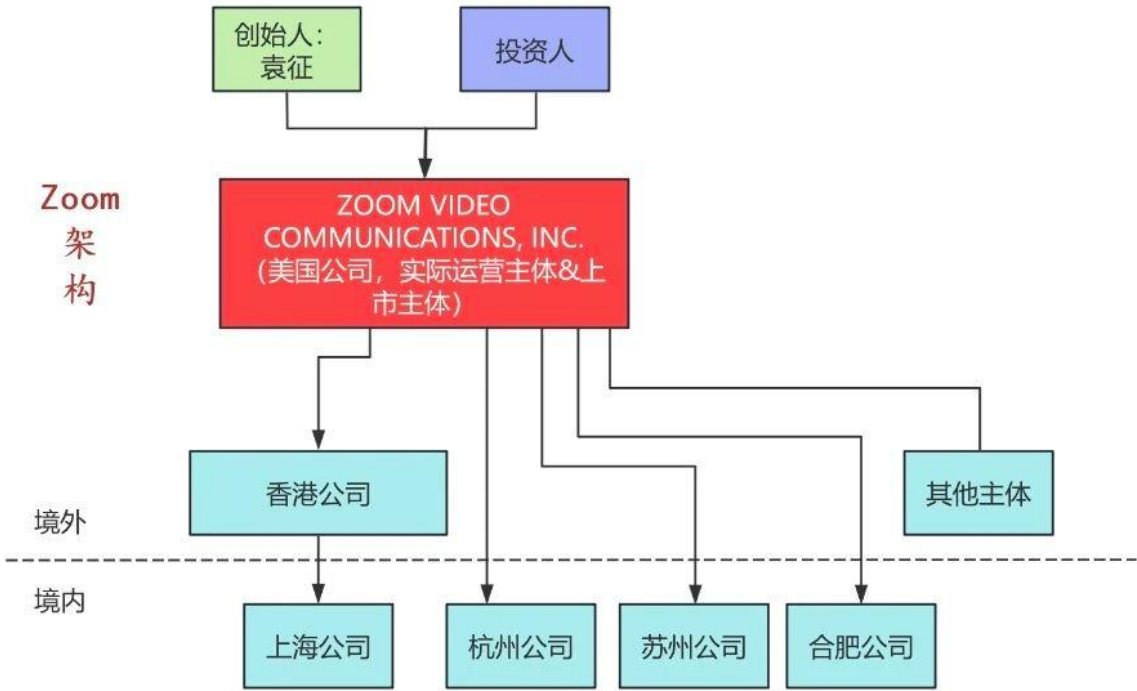
这些措施使得本已缓和的中概股审计和 VIE 架构使用问题又一次被摆在台面上。这一备忘录是否昭示着 VIE 乃至所有的中概股未来会受到更严苛的限制呢？这一风险很难被排除。

国内方面，创投生态的整体状况并未随着 DeepSeek、宇树科技等少数明星项目的火爆而有明显好转[4]，目前以国有资金为主力的人民币资本在《公平竞争审查条例》《国务院办公厅关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》等政策出台后何以为继、如何转型仍有待观察。因此，对于出海企业而言，这是一个危机与机遇并存的时刻。企业需要深刻认识到，国际市场的竞争规则已在大国博弈的影响下悄然改变，不能再依赖过去的经验和模式。对于出海企业（特别是存在美元资金需求或对美投资需求的企业）以及投资人而言，融资&退出渠道以及传统中概股架构在当前的环境下均需要进行重新审视。

根据我们的观察，在资本市场上，有三种方向值得关注——一种是将境外融资的希望押注于政治摩擦风险更小的区域性市场如港股，第二种是调整架构以适应更广泛的美元资金需求，第三种是创新性融资方式，比如在我们之前的文章中提到的滴灌通及目前正在积累中的 RWA 模式。后文中我们先来探讨第二种情形。

三、非中概股架构：另辟蹊径下的优势凸显与发展契机

其实早在美国刚出台《外国公司问责法案》的时候，大家就发现有少数华人背景的上市公司不受中概股退市风波的影响了，代表包括 Zoom、Fortinet（飞塔）、Garmin 和 Doordash 等。我们以 Zoom 为例来看一下非中概股的典型架构：



与红筹架构（这里不比较 H 股架构，因为该架构不用于美股上市）相比，Zoom 的非中概股架构有如下特点：

- **股权层级较少、结构较简单。**通常创始人不需要为了满足中国境内的外汇管制和对外投资的要求设立个人持股平台公司。境内也通常不需要为了规避外商投资限制设立内资公司。
- **控制权更稳固、权益更安全。**创始人和投资人直接在主要业务经营主体上持股，避免了因复杂的股权结构、协议安排或者道德风险可能导致的控制权不稳定问题。
- **资金流转路径更简单。**外国资本直接投资到美国上市主体，多数资金无需通过层层主体下放境内经营主体。反之，上述主体本身作为主要经营主体可直接归集多数收入和利润，相比之下，红筹架构的利润（以境内运营主体向 WFOE）支付服务费、借款利息以及子公司向母公司层层分红等方式回到上市主体，可能面临多种风险，例如关联交易、税务合规、利润分配限制、外汇管制等等。
- **上市主体为美国公司，且为业务经营主体。**因此不受《外国公司问责法案》的约束，无需在中美跨境审计监管分歧的夹缝中艰难求生。（也有例外，比如 Garmin 的上市主体就为开曼公司，但其未使用红筹架构且上市时间远早于《外国公司问责法案》出台。）

在当前企业出海的背景下，这种非中概股模式为特定企业提供了一种相对稳定的发展路径。但前提是这类企业的经营战略、创始人身份、业务布局以及投资人结构有一定的特殊性。

公司名称	创始人国籍	业务经营地	收入来源(上市前后)	行业	投资人结构(上市前)
Zoom	美籍华裔	总部位于美国加州圣何塞，业务面向全球。	全 球 各 地，2019 年，82% 的收入都来自北美 ⁵ 。	软件应用行业(信息技术领域)	美国股东占比较大，如 Emergence Capital 及其关联方持股 12.2%，红杉资本及其关联方持股 11.1%，此外也有来自中国台湾和香港的资本 ⁶ 。
Fortinet	美籍华裔	公司总部位于美国加州 Sunnyvale，业务覆盖全球多个国家和地区。	全球，2008 年美洲、EMEA 和亚太地区的收入占比分别为 37%、37% 和 26% ⁷ ，较为均衡。	网络安全行业	非管理人层持股中美国资本较多，Redpoint Ventures 及其关联方占比 15.2% ⁸ 。
Garmin	美国人、美籍华裔	在美国、欧洲和亚洲设有办事处，总部位于开曼，美国总部位于堪萨斯城 ⁹ 。	全球多个国家和地区，2000 年北美地区收入占比 74.3% ¹⁰ 。	导航及可穿戴设备行业	非管理层持股较少，台湾个人投资人 Jia-Fang Tsai 持股比例为 7.34% ¹¹ 。
Doordash	美籍华裔	主要业务经营地在美国，同时向加拿大和澳大利亚等国家拓展。	绝大部分收入来源于美国，少量来自加拿大和澳大利亚等地区 ¹² 。	外卖配送行业	软银愿景基金（管理人为 SBIA UK）为最大 A 类股东占比 24.9%，其他主要股东包括红杉资本（美国）及其关联方占比 20.4%，以及 Greenview Investment Pte Ltd. (新加坡) 占比 10.5% ¹³ 。

综合这些成功案例，具有以下特征的企业或许更加适合这类架构：

- 创始人均为外籍身份，为美籍或与其关系友好的国家。另根据媒体信息，这几个案例中的华人创始人大都具有长期在美国学习或工作的经历。
- 业务经营立足于美国当地，或者具有显著的国际化特点，进行全球布局和跨国运营。
- 总部位于美国或其他美国友好国家。例如，就 AI 相关行业而言，OpenAI 近日向美国政府建言，在特定国家（一级国家，即承诺遵守民主 AI 原则、旨在给本国公民带来更多自由的国家）运营数据中心等相关 AI 业务的企业，必须由总部位于这些一级国家的实体掌控，如果这些企业未来拟在美国或其盟国进行经营和融资，届时可能需要仔细考量总部的设立地。
- 科技含量较高、创新驱动的行业，以及处于成长阶段的企业。
- 投资人结构较为多元化，最好有较多的欧美资本。

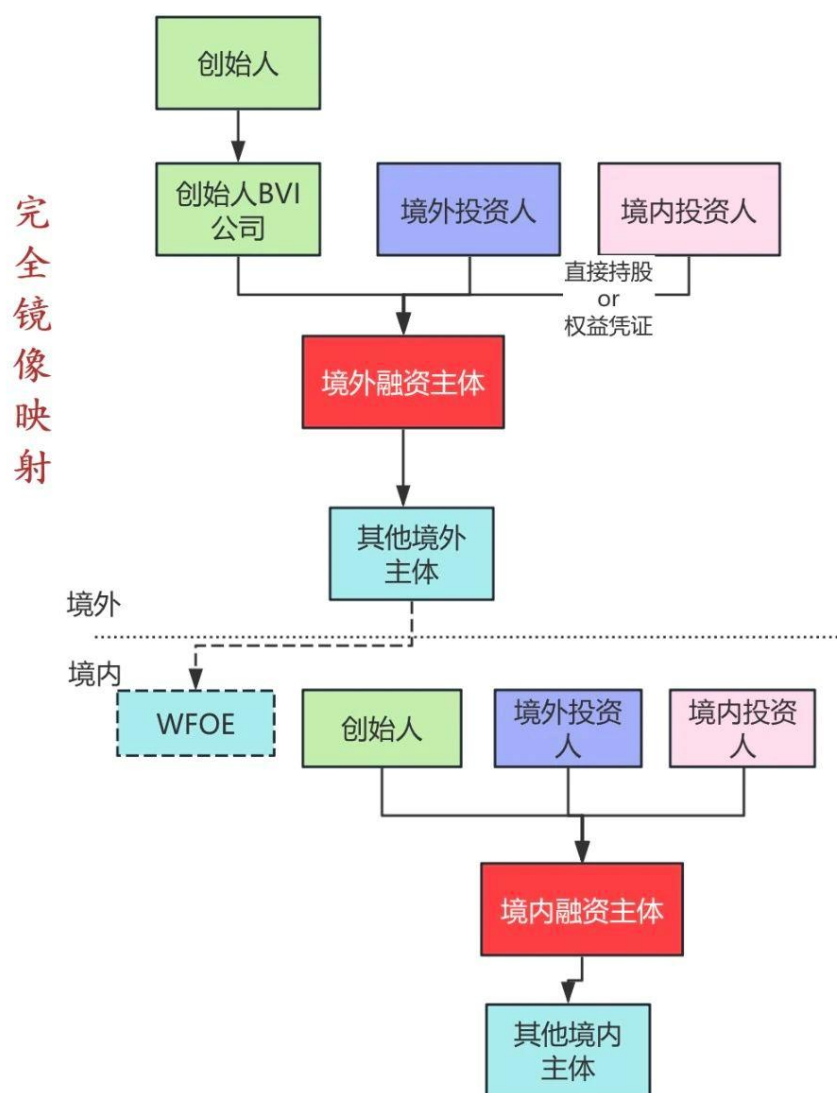
该种架构凭借股权结构简单、控制权稳固、资金流转便捷等特性，让部分满足条件的企业得以规避政策风险，顺利扎根国际市场。像 Zoom 等企业借此架构在全球市场崭露头角，证明了其可行性与潜力。然而，非中概股架构并非“万能钥匙”，其对企业的创始人背景、业务布局、行业属性以及投资人构成有着潜在要求，意味着它无法成为普适选择。

四、平行架构：灵活应变中的多元模式与复杂挑战

当然更多的情况是创始人并无境外身份，且企业早期的主要市场也扎根于中国本土，由此，平行架构进入视线，被越来越多的初创企业青睐，并且有不少我们的客户和合作方在权衡左右后也采取了这种安排。我们想要探讨的“平行架构”反映在法律上是境内外架构在股权和控制权上的分离，反映在财务上是境内外财务报表不合并，而其本质和根源还是基于业务和资本的双线发展。

按照股东权益的不同，平行架构主要分为三种类型。

第一种是【境内外权益完全镜像映射】



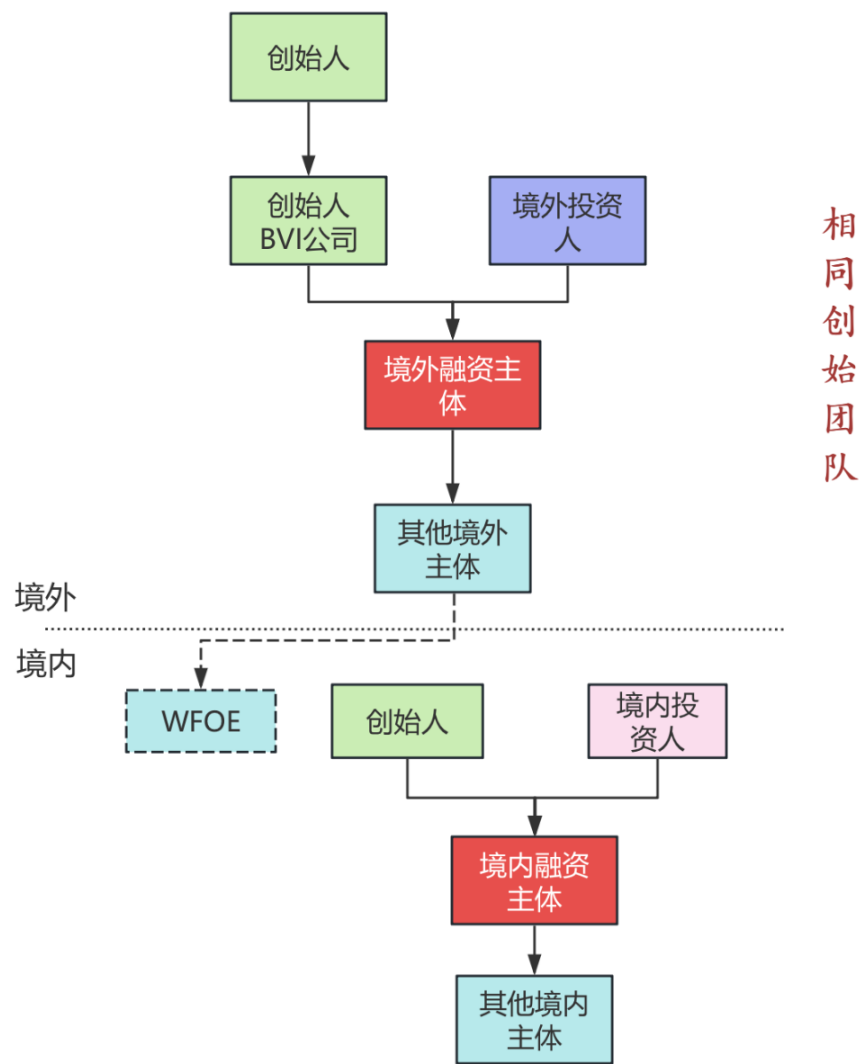
这种架构的特点是境内外两层融资主体向上穿透的最终权益持有人及其权益比例完全一致，也即境内外投资人在双层均持权益。其往往是已有境内融资架构的项目为了“快速且低成本”出海、尽快设立境外主体开展海外业务而采取的权宜之计，可以暂时搁置境内母公司对外直投产生的 ODI 成本（包括时间和费用），并且在 IPO 条件成熟之前先骑墙观望一段时间，作为决定最终上市架构前的过渡。

不过，在目前形势下，这类架构对于减轻地缘政治压力的效果可能不会太好。尽管不少离岸公司设立地（如开曼、BVI）以良好的匿名性著称，但随着全球反避税和反洗钱法律完善以及跨国合作加强，许多离岸司法管辖区的信息透明度在

逐渐增强，例如公众已经可以查询开曼公司的初始认缴股东，利益相关方也可通过 BVI 法院申请查询 BVI 公司的股东和董事信息，外国政府也可能通过 FATCA、CRS 等国际间的自动交换信息机制取得离岸公司的最终受益人信息。

此外，在境内外任意一边进行股权或权利调整时，两边的架构以及融资文件需要同步调整，文本复杂度、代理成本和沟通成本等都比较高。

第二种是【境内外分别融资】

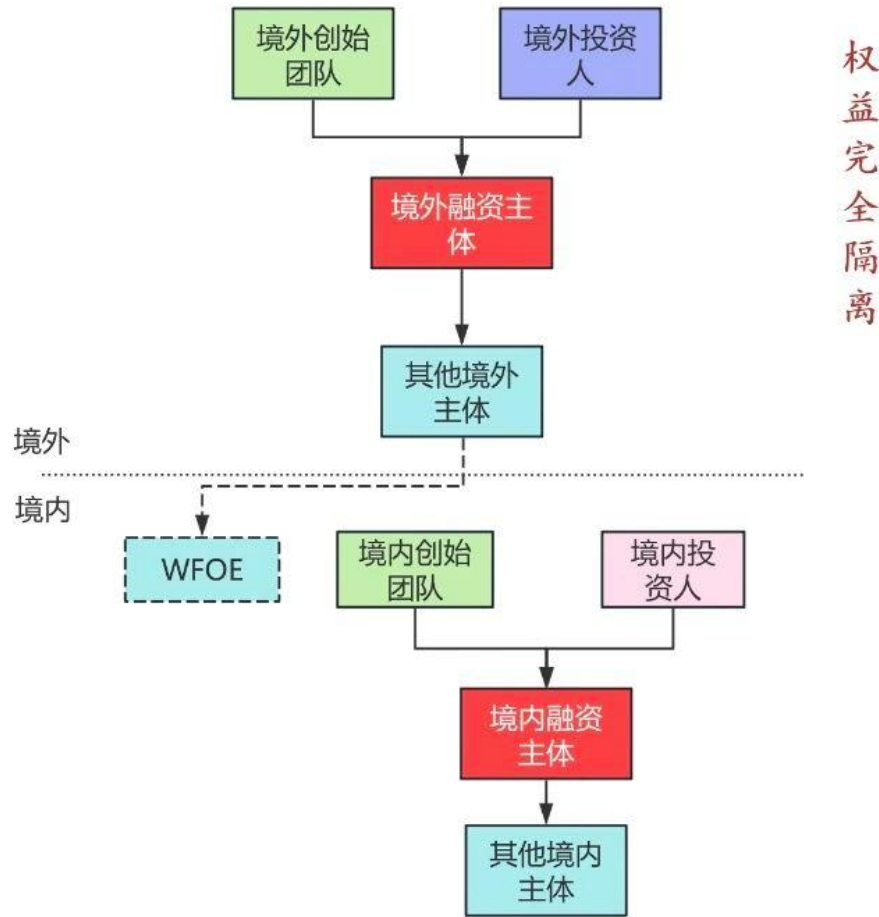


这种架构下，原有境内投资人不再外翻，境外投资人也不在境内直接或间接持股，则一侧投资人对另一侧的融资和业务不产生影响，对于创始团队来说资本运作和业务阻力的压力会小很多。

但是，与“完全镜像映射”模式类似，第三方有可能通过境内外架构在核心股

东和/或董事上的相似性将二者视为一体，或将境外公司视为总部在中国的实体。典型如 *TikTok, Inc. v. Garland* 案，美国法院就在裁决中明确提及 TikTok 母公司 ByteDance Ltd.（开曼注册公司）由张一鸣创立且张一鸣目前持股比例仍有 21%^[14]，作为论证 TikTok 受中国控制的一环。

第三种是【境内外股东权益完全隔离】



相对而言，这种架构在权益上切割得更加彻底，境外业务受到中美博弈影响的可能性也会更低。随之产生的关键问题是，由于缺乏股权纽带，双方可能在战略规划和资源分配上难以统一。因此，除了业务执行层面的协同外，两边团队还要思考如何进行经营战略以及重大事项决策层面的协同，以及境内外团队在整体架构中的利益如何平衡（比如境内创始团队以何种身份、何种方式享有境外业务中的收益）并采取相应措施。

并且，如果全员中国国籍的创始团队采用该架构，则往往意味着，要么其部分人员需要“取得”外籍身份，这个过程通常比较漫长；要么需要找人代持，面临较高的法律及道德风险，并且在部分国家存在代持法律效力的风险。这些问题都需要提早规划解决。

或许有人会问，是不是简单做个代持或者协议控制就可以达到平行架构的效果，并且可以一劳永逸？笔者认为没有这么简单。在一个架构搭建和运维的过程中，股权结构设计仅是最显性的一个环节。除了上面提到的内容外，平行架构还可能伴生一系列特殊问题，其中一些问题需要持续性关注和解决。以我们在项目中经常遇到的问题为例：

- **估值：**在后两种平行架构下，境内外产生的收益分别归集到不同的融资平台，因此境内外业务往往需要分别估值，难以体现整体价值，这对企业融资可能造成致命影响，因此是最需要前置思考的问题之一。
- **境内外业务的分拆与协同：**境内外业务分拆时可能会涉及人力资源、固定资产、数据、信息系统、知识产权等业务资源的分割与授权，以及合同关系的加入与转移等等。如何分拆既不影响业务运营又能真正产生风险隔离效果是个技术活。以 Tik Tok 案举例，美国政府和法院不仅关注 Tik Tok 的公司结构，也关注其实际经营地点、算法和数据管理的控制权、甚至源代码和数据的流向及访问方式、内容审查机制等等，这些“吹毛求疵”对业务资源的拆分整合以及合规治理提出了挑战。如果公司已经经营了相当时间再搭建平行架构，此项难度可能堪比并购重组。分拆后，如果境内外业务类型一致或存在实质联系，后续业务协同可能产生大量关联交易，例如境内对境外提供技术服务十分常见，需要从法律以及财税的角度进行规范。
- **跨境资金调配：**在境内外主体无股权关系的情况下，资金调配受到多种限制。路径上，资金不能以出资款的形式相互调配，如以借款形式调配，则可能涉及外债登记等跨境监管要求，如以贸易方式流转，则产生税收成本且需要满足真实性要求。金额上，两边的投资人都有可能会对关联资金占用产生顾虑，因此需要对投资款的使用和关联交易的发生进行限制。

- **创始团队精力分配和劳动关系：**在第二种和第三种架构中，创始团队可能需要同时管理两个无股权关联、独立融资的集团，因此需要考虑如何进行合理的精力分配并落实在融资交易文件中。此外，创始团队无法在境内外主体中同时履行全职承诺，因此其劳动关系如何取舍也需要斟酌。
- **创始团队和公司其他人员的竞业限制：**创始团队和部分员工在很长一段的期限内可能需要两边服务，这一点尤其对采取事业部制管理的企业更为突出，由于境内外主体独立，竞业限制条款的适用范围和执行难度加大。为了增强竞业条款的可执行性、保证境内外业务正常开展不会导致违约风险，竞业条款的设计与责任豁免也需要在架构搭建的同时予以考虑。
- **创始团队的 37 号文登记：**根据 37 号文规定，境内居民以境内外合法资产或权益向特殊目的公司出资前，应办理境外投资外汇登记手续。在平行架构下，境内外主体无股权关系，可能导致创始团队在办理 37 号文登记时遇到困难，影响境外投资的合规性。若未按规定办理登记，不仅创始团队个人存在行政处罚风险，整个架构也可能面临资金无法合法跨境流动的风险。是否及何时办理 37 号文登记，很多时候取决于创始团队对于项目融资与上市、资金流转的计划与安排，以及其对合规风险的容忍度。
- **知识产权布局：**境内外业务主体独立，知识产权（以及数据等其他无形资产）归属和共享容易出现問題。识别知识产权特别是专利技术属于通用性资产还是专用型资产可能存在较大的难度和工作量。并且如果知识产权在境内主体研发，但境外业务需要使用，由于无股权关系，知识产权的跨境许可和转让会变得复杂，涉及法律适用、费用结算等问题。例如境内知识产权的转让或授权可能受到技术出口的相关限制，需要完成登记、审批或被禁止。而对数据的拆分和布局还可能涉及数据处理者变化、数据跨境流动限制等复杂的合规问题。
- **既有投资人的权益保护：**如果企业在搭建平行架构之前已经融资和运营，则在搭建新架构的过程中，既有投资人的权益保护往往是新老投资人和创始团队之间争议的焦点之一。既有投资人需要审视项目的投资回报是否因搭建平行架构受损或迎来转机，而创始团队和新投资人也需要考虑既有投资人参与新架构对于公司治理、业务安全、未来融资等多方面的影响，找

到各方可以妥协的中间点。

在当前的国际环境下，企业面临的挑战日益严峻。平行架构作为一种应对策略，在一定程度上为企业提供了灵活性和适应性。然而平行架构有多种形态（且实践中存在变形和替代），原因还是在于每家企业的情况千差万别，创始人和投资者的想法也各异，企业在选择平行架构时，需要充分考虑其利弊，结合自身的发展战略和市场定位，做出决策甚至是妥协。

五、结语

传统中概股架构面临政策压力，非中概股架构虽具优势但适用性有限，而平行架构虽提供灵活性，但仍需应对诸多挑战。在不同股权架构的利弊之间，怎样才能找到最契合自身发展的平衡点？面对未来内外部政策法规充满不确定性，企业该如何未雨绸缪？若平行架构成为长期模式，又该如何妥善处理境内外业务协同、资金调配等复杂的公司治理和运营管理问题？

对此，我们需要共同练就“政策嗅觉”，借助专业团队提前布局，合理优化架构，避免盲目跟风。在风云变幻的国际市场中，唯有保持敏锐、灵活应变、精准决策，才能确保企业在全球化进程中行稳致远。

脚注

[1] 例如，首家红筹企业直接 A 股上市发行股票案例华润微（688396.SH），首家红筹企业 A 股二次上市案例中芯国际等等。

[2] Slow Walker 指在 VIE 架构下的一种模式，人民币基金并不持有内资公司的股权，而是以贷款方式将资金投至内资公司，并获得其境外上市主体的认股权证，在特定条件满足时收回贷款并行使认股权利取得境外上市主体的股份。

[3] 美国国防部，DOD Releases List of Chinese Military Companies in Accordance with Section 1260H of the National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2021，2025 年 1 月 7 日，<https://www.defense.gov/News/Releases/Release/Article/4023145/dod-releases-list-of-chinese-military-companies-in-accordance-with-section-1260/>

[4] 尽管，最近有媒体报道称，欧美大型 LP 对人工智能等前沿领域的中国资产重燃热情，密集来华调研。这些美元资本是否会重新压仓中国并改变中国创投行业的生态，还有待进一步观察。

[5] Zoom Prospectus，<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1585521/00011931251911>

0919/d642624d424b4.htm#toc642624_10, F-13 部分

[6] Zoom Prospectus, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1585521/000119312519110919/d642624d424b4.htm#toc642624_10, 第 120 页

[7] Fortinet Prospectus, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1262039/000119312509237065/d424b4.htm>, F-31 部分

[8] Fortinet Prospectus, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1262039/000119312509237065/d424b4.htm>, 第 132 页

[9] Annual Report FY2001, https://www8.garmin.com/aboutGarmin/invRelations/reports/10-K_2001.pdf

[10] Garmin Prospectus, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1121788/000095013000006564/0000950130-00-006564-0001.txt>, 第 62 页

[11] Garmin Prospectus, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1121788/000095013000006564/0000950130-00-006564-0001.txt>, 第 3 页

[12] Doordash Prospectus, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1792789/000119312520313884/d752207d424b4.htm>, 第 F-23 部分

[13] Doordash Prospectus, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1792789/000119312520313884/d752207d424b4.htm>, 第 247 页

[14] 美国哥伦比亚特区巡回上诉法院 (United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit), 604 US_(2025), No.24-1113, 2024 年 12 月 6 日, 第 10 页



施忞旻 北京国枫(上海)律师事务所 合伙人
业务专长
私募股权和投资基金、企业兼并与收购、
隐私保护及数据安全、ESG



王小雅 北京国枫(上海)律师事务所 律师
业务专长
私募股权投资、跨境投融资及数据合规

(来源：国枫公众号)

春分

Vernal equinox

“春分者，阴阳相半也，故昼夜均而寒暑平。”

春分，也称“升分”（外文名：Vernal equinox），古时又称“日中”“日夜分”“仲春之月”，是二十四节气之一，春季第四个节气，代表着阴阳平分、昼夜等长的时刻。这一天，太阳正好直射赤道，全球昼夜时间几乎相等，它标志着春季的正式开始。在春分这一天，古人称之为“日中”、“日夜分”，意味着从这一刻起，昼夜将平分天下。

春分的“分”有两个含义，一是“季节平分”，传统以立春到立夏之间为春季，而春分日正处于两个节气之中，正好平分了春季；另一含义是“昼夜平分”，在春分这天，太阳直射赤道，昼夜等长，各为 12 小时。在天文学上有重要意义，自这天以后太阳直射位置由赤道继续向北半球推移，北半球各地白昼开始长于黑夜，南半球与之相反。在气候上，也有比较明显的特征：天气温暖、阳光明媚、雨水充沛。春分后中国除青藏高原、东北地区、西北地区和华北地区北部外均进入了明媚的春天，大部分地区的越冬作物进入春季生长阶段。

春分是中国的农历节气，远在春秋时代，就定出仲春这个节气，到秦汉年间，二十四节气已完全确立。春分一词最早可以追溯到《周礼》中的记载，而在《尚书》、《诗经》等古籍中也都有关于春分的描述。

春分在天文学上有重要意义：南北半球昼夜平分。春分对农业生产有着深远的影响。春分之后正式迎来了播种的旺季，各种农作物开始生长，动植物复苏。春分节气有一些民俗活动，比如踏青、春祭等；民间有放风筝、吃春菜、立蛋等风俗。

春分三候：

一候玄鸟至

玄鸟就是燕子。在古人的观念中，燕子是神鸟，燕子春分而来、秋分而去。

并认为是燕子带来了春天的雨水，带来了风和日丽、春暖花开。

二候雷始发声

东汉许慎《说文》解释说“雷，阴阳薄动，雷雨生物者也。”

阴阳相薄为雷，雷为振，为阳气之声，春分后出地发声，秋分后入地无声。

三候始电

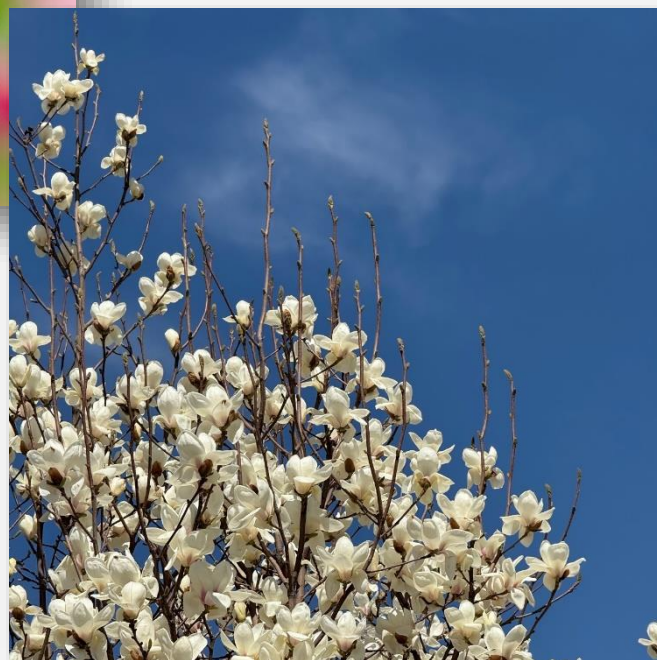
天空电闪雷鸣，春雨不再润物细无声，而是“夜来风雨声，花落知多少”。

一场春雨一场暖，春雨过后忙耕田。在春分过后，许多地方也正式进入农耕时节。

春分花信风：

一候海棠，二候梨花，三候木兰

海棠红，梨花白，木兰香，三花盛开，满园春色。



节气诗词：

《春分》

唐·刘长卿

日月阳阴两均天，玄鸟不辞桃花寒。
从来今日竖鸡子，川上良人放纸鸢。

《春分日》

北宋·徐铉

仲春初四日，春色正中分。
绿野徘徊月，晴天断续云。
燕飞犹个个，花落已纷纷。
思妇高楼晚，歌声不可闻。

《春寒连日不出》

宋·陆游

海棠花入燕泥干，梅子枝头已带酸。
老去懒寻年少梦，春分不减社前寒。
著书敢望垂千载，嗜酒犹须隐一官。
正是闲时无客过，小庭斜日倚阑干。