View metadata, citation and similar papers at core.ac.uk
brought to you by CORE
provided by Xiamen University Institutional Repository

学校编码：10384　　分类号_____密级 _____

学号：13020111150324　　UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

协议控制模式境外上市中的控制协议及其违约风险分析

Study on the Contracts and the Default Risk of VIE Mode

郑荣飞

指导教师姓名：　朱 炎 生 教 授

专 业 名 称：　法　律　硕　士

论文提交日期：　2014 年 4 月

论文答辩时间：　2014 年　　月

学位授予日期：　2014 年　　月

答辩委员会主席：_____

评　　阅　　人：_____

2014 年　　月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外，该学位论文为(　　)课题(组)的研究成果，获得(　　)课题(组)经费或实验室的资助，在(　　)实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人(签名)：

年　　月　　日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

(　　)1。经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于　　年　　月　　日解密，解密后适用上述授权。

(√)2。不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人(签名)：

年　　月　　日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

摘　要

2000 年以来，中国的互联网产业发展迅猛，先后诞生了一大批诸如新浪、网易、搜狐等优秀的网络公司，极大的促进了我国互联网与信息产业的腾飞。究其原因，这些成就得益于这些境内企业通过协议控制在境外上市筹集到了巨额发展资金。然而，2011 年初发生的马云转让支付宝全部股权，单方终止控制协议，导致支付宝境外股东(雅虎和软银)利益受损的事件将协议控制下的违约风险推向了风口浪尖；而后又发生的双威教育将协议控制下境内运营实体的资产与现金私自转移；新东方遭到美国 SEC 调查协议控制结构问题，导致其股价两日内应声暴跌 60%等一系列事件，极大影响了境外投资者对于以协议控制模式境外上市的中国企业的信心。由此暴露出来的违约风险问题也成为浑水、香橼等做空机构打击、质疑中国概念股的利器。

本文共分为四章，第一章是对支付宝事件的案例分析，通过介绍支付宝事件的始末，结合案例对协议控制模式下违约风险进行初步分析；第二章是境外上市中的协议控制模式概述，首先对协议控制与境外上市其他概念相比较，进行法律界定，再介绍协议控制发展的两个阶段及其代表企业，最后分析协议控制模式存在的价值。第三章是分析协议控制模式的基本结构，介绍控制协议的组成以及控制协议的性质和效力。第四章是协议控制模式下的违约风险分析及从公司治理角度和协议安排角度提出的降低违约风险的对策。

本文在支付宝案例分析的前提下，深入探索中国企业境外上市中的协议控制模式，针对协议控制模式饱受诟病却无法根治的违约风险进行法律分析，尝试着从公司治理与协议安排层面提出完善建议，以期减少协议控制模式下的违约风险，使其更加受到境外投资者信赖，促进以这种模式远赴海外上市的中国企业更好发展，而这也正是本文偏向于实务方面的创新之处。

关键词：协议控制；违约风险；完善建议

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

The Chinese Internet industry has developed rapidly since 2000. Many great internet companies have sprung up during that time, such as Sina, Netease and Sohu, which promote the soaring of information industry. The reasons are that these domestic enterprises go for offshore listing through VIE mode, and then raise funds to support themselves. However, the incident that Jack Ma transferred all the equity of Alipay and then unilaterally terminated the agreement of VIE was a fatal damage to the other shareholders (Yahoo and Softbank), which also made the default risk of VIE mode obvious. The following cases of CAST-US and EDU added to the overseas investors' distrusts to the VIE mode listing enterprises from China. The default risk was used as weapons to attack these companies from China by some short-sellers like Muddy Waters Research and Citron Research.

This thesis consists of four parts. The first part is a case-study of the Alipay. A preliminary analysis on the default risk of VIE mode would be done after introducing the whole story of the incident. The second part is an overview of VIE mode including comparing the concept of VIE to others related to the offshore listing, reviewing the two typical phase of VIE mode of Chinese enterprises and analyzing the existence value of VIE mode. The third part comes to the basic structure of VIE mode and the legal nature as well as the legal effects of the contracts under VIE mode. The fourth part is to analyze the default risk of VIE mode and explore the solutions from the perspectives of corporate governance and content of contracts.

Based on the case-study of Alipay, the thesis analyzes the default risk of VIE mode which seems to be inevitable, and then give some pragmatic improvement suggestions to better this mode. The purpose is to reduce risk in order to win more confidence from overseas investors, and ultimately beneficial to the Chinese enterprises who choose VIE mode for offshore listing. This is also the possible innovations of the studies.

Key Words: VIE mode; Default risk; Improvement solutions.

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

引 言.....1

第一章 支付宝事件中违约风险案例分析.....6

第一节 支付宝事件案情介绍.....6

第二节 支付宝事件案例分析.....8

一、基于协议的控制权稳定性不足.....9

二、中国法定代表人制度存在缺陷.....9

三、目前关于协议控制司法救济不明朗.....10

第二章 协议控制概述.....12

第一节 协议控制的概念.....12

一、境外上市相关法律概念厘清.....12

二、协议控制与 VIE.....13

第二节 协议控制模式的发展.....15

一、新浪模式.....15

二、秦发模式.....16

第三节 协议控制模式价值.....19

一、形式上符合我国目前监管部门的要求.....19

二、符合境内企业融资需求.....20

三、享受离岸公司 SPV 的优惠政策.....21

四、使用协议控制模式可以提前上市.....22

第三章 协议控制下的控制协议.....23

第一节 协议控制的基本结构.....23

第二节 控制协议的组成.....26

一、核心控制协议.....26

厦门大学博硕士论文摘要库

二、其他控制协议.....27
第三节 控制协议的性质和效力 29
一、控制协议的性质.....29
二、控制协议的效力.....30
第四章 协议控制的违约风险及其对策 34
第一节 控制协议的违约风险 34
一、控制协议中隐含的违约风险.....34
二、违约风险产生的根源.....36
第二节 降低控制协议违约风险的对策 39
一、完善境内运营实体公司治理结构.....40
二、完善 WFOE 与境内运营实体之间的协议安排 43
结 论.....45
参考文献 46
致 谢.....50

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Preface.....1

Chapter1 Analysis on the default risk of VIE mode in Alipay case..6

Subchapter1 Introduction of Alipay case 6

Subchapter2 Case study of Alipay.....8

Section1 Deficient stablity of controllability based on contracts 9

Section2 Deficiency of legal representative system 9

Section3 Unpredictable judicial relief system of VIE mode in China.....10

Chapter2 Generalization of VIE mode.....12

Subchapter1 Concept of VIE mode.....12

Section1 Clarification of concepts related to offshore listing.....12

Section2 Differences between VIE mode and VIE.....13

Subchapter2 Devlelopment of VIE mode 15

Section1 SINA mode 15

Section2 QINFA mode 16

Subchapter3 Values of VIE mode 19

Section1 Formally complying with the regulartory policy of China 19

Section2 Meeting financing needs of domestic enterprises.....20

Section3 Enjoying the preferential policy of offshore companies.....21

Section4 Speeding up to market 22

Chapter3 Legal analysis on controlling contracts of VIE mode 23

Subchapter1 Basic structure of VIE mode 23

Subchapter2 Composition of controlling contracts 26

Section1 Key controlling contracts 26

Section2 Other controlling contracts 27

厦门大学博硕士论文摘要库

Subchapter3 Legal nature and effect of controlling contracts 29

Section1 Legal nature analysis.....29

Section2 Legal effect analysis 30

Chapter4 Default risk of VIE mode and improvement solutions ...34

Subchapter1 Default risk of VIE mode.....34

Section1 Hidden default risk of VIE mode.....34

Section2 Roots of default risk of VIE mode.....36

Subchapter2 Improvement solutions to default risk of VIE mode 39

Section1 Improving corporate governance structure 40

Section2 Improving the contracts between WFOE and domestic enterprise....43

Conclusion 45

Bibliography 46

Acknowledgement.....50

厦门大学博硕士论文摘要库

引 言

协议控制模式或称 VIE 模式(二者具有概念上区别，下文将阐述)，是指离岸公司通过在境内设立外商独资企业(Wholly Foreign Owned Enterprise, 以下简称“WFOE”)，使其与境内运营实体签订一系列协议以成为境内运营实体的实际控制人和业务的实际收益人，来满足境外资本市场在合并财务报表上的要求。这种模式不同于股权与资产上的直接控制，目的是为了规避我国外商投资产业指导目录、关联并购、外汇、境外上市监管政策，获得境外上市融资的机会。

协议控制模式在中国企业赴境外上市中广泛使用，不乏新浪、搜狐、土豆网、奇虎 360、人人网等知名企业。根据不完全统计发现，截至 2012 年 12 月 31 日，赴美上市的中国公司总共有 234 家，其中 101 家采取了协议控制模式；此外，香港上市的中国公司有 8 家采用了协议控制模式。纳斯达克上市公司中协议控制模式占比甚至超过一半(54.1%)。[①]

下图是在美上市公司 VIE 结构统计表：

表 1：2012 年 12 月 31 日在美国上市中国公司 VIE 结构统计表

上市板块	纽交所	纳斯达克	美国证券交易所	合计
VIE	21	79	1	101
非 VIE	50	67	16	133
合计	71	146	17	234
VIE 占比	29.6%	54.1%	6%	43.2%

资料来源：作者根据《新财富》杂志高级研究员苏龙飞微博整理。

然而自 2010 年以来，一度备受国际投资者热捧的中国概念股陷入了诚信危机。随着民间调查机构、媒体、做空机构的指责和质疑以及监管机构的频繁调查，加上支付宝事件、双威教育事件等敏感事件的渲染，中国概

[①] 汤云溪. VIE 结构风险:基于境外上市中概股的案例研究[D]. 厦门:厦门大学, 2013. 12.

厦门大学博硕士论文摘要库

念股在境外股市上的表现一落千丈，如新东方在遭到 SEC①调查以及浑水做空之后，两日内市值暴跌 60%。究其原因，除了中国概念股普遍存在的良莠不齐、财务造假、商业模式不被看好外，协议控制模式潜在的违约风险是最重要的原因。境内创始股东可以凭借不稳定的控制关系轻易地将境外投资者的股票变的一文不值，这引起境外投资者的极度恐慌，不信任协议控制模式的情绪蔓延致使涉及此结构的中国概念股一度哀鸿遍野。

随着协议控制事件的不断增多，美国 SEC 以及香港联交所等都加强了对协议控制模式的审查，信息披露要求增多。②2010 年有高达 41 家中国公司登陆美国上市，然而在 2011 年和 2012 年则只有 11 家和 3 家，中国企业赴境外上市被迫放慢脚步，所以我们还是应该清醒的看到协议控制模式结构所具有的风险，尤其是饱受诟病的违约风险。

一、国内外研究现状

关于如何应对协议控制模式的违约风险，目前国内研究尚无公开著作或论文，大多都是作为风险之一而一笔带过或简要列出建议，乏善可陈。作者在“中国知网”输入“协议控制”或“VIE”可以搜索出 9 篇法学类硕士学位论文，论文立场几乎都是站在监管角度：在分析协议控制模式法律风险后提出政府监管建议。少有的研究分散在期刊、时事评论以及微博中，且多为介绍性文章，深入研究较少。本文对有限的资料进行整理，对比较具有参考价值的文献进行综述。

有研究认为，协议控制所涉及的合同主要为三类：利润安排合同、担保实施合同和经营管控合同。法律风险包括合同无效、境内运营实体债权人行使撤销权、借款协议被否定以及股权质押无法实现等四种风险。③

有研究认为，虽然红筹上市对我国企业存在诸多便利，但由于资产置换和返程投资属于假外资、真内资，滥用国家的外商投资优惠政策，还会造成国家税收流失，同时政府对这种资本的管理将处于真空，严重的还会影响我国的国际收支统计质量，因此，红筹上市需要政府监管。④

---

① 美国证券交易委员会：Securities and Exchange Commission.
② 香港交易所. HKEx-LD43-3-C[EB/OL]. http://www.hkex.com.hk/eng/index.html, 访问时间：2014-2-2.
③ 李德明. 协议控制海外上市的法律风险分析[D]. 成都：西南财经大学, 2012. 5-8.
④ 李秀玲. 民营企业红筹上市相关法律问题研究[D]. 重庆：西南大学, 2012. 15-17.

厦门大学博硕士论文摘要库

有研究认为，从经济学角度，目前协议控制监管存在欠缺之处，但仅仅只依靠法律法规不够，还要健全资本市场和中小企业的融资配套服务，比如通过完善国内主板、中小板、创业板相关指标与制度以降低上市门槛、以及发展人民币风险或创业投资基金等方式来满足高成长性互联网企业的融资需要。[①]

有金杜所律师研究认为，站在境外投资者利益保护的立场上，减少协议控制模式的违约风险可以从分散化持股结构、精心挑选董事以及法定代表人、平衡离岸公司和境内运营实体利益等方式来减少风险，实现对境内运营实体长久有效的控制。[②]

协议控制模式已经发展成为中国众多高科技行业赴美上市的途径，通过此种方式上市所筹集的资金可以用于互联网行业前期“烧钱”的投入，并创造出了一大批的优秀企业，促进中国经济与科技的进步，其所涉及的资本以及国际影响力(牵一发而动全身)已经使得我国政府不能轻易采取“一刀切”的方法进行监管。目前权宜之计便是在尊重当前监管政策的前提下，去完善协议控制模式，降低投资人担忧的违约风险，维护中国企业在国际资本市场上的地位与声誉。

二、研究对象、框架及方法

本文研究对象为协议控制模式下的违约风险，这种违约风险是与生俱来的，因为协议控制模式缺乏股权控制或资产控制模式所具有的那种直接有效的控制效果。但在现有政策下，利益最大化的协议控制模式需要的是如何完善自身违约风险，吸引更多投资者，获得资本市场和监管机构信赖。

本文研究框架为通过对支付宝事件进行案例分析，对协议控制模式进行法律界定及分析其存在原因，再分析协议控制模式基本结构及控制协议的性质和效力，最后对协议控制违约风险进行分析并在公司治理和协议安排层面提出完善建议。

厦门大学博硕士论文摘要库

---

① 孙蔚蔚. 从阿里巴巴支付宝案件看协议控制模式之法律思考[D]. 上海:华东政法大学, 2013. 7.

② Zeng Xianwu, Bai Lihui. China Law Insight:Variable Interest Entity Structure in China [EB/OL]. http://www.chinalawinsight.com/tags/variable-interest-entity, 2012. 访问时间:2014-3-10.

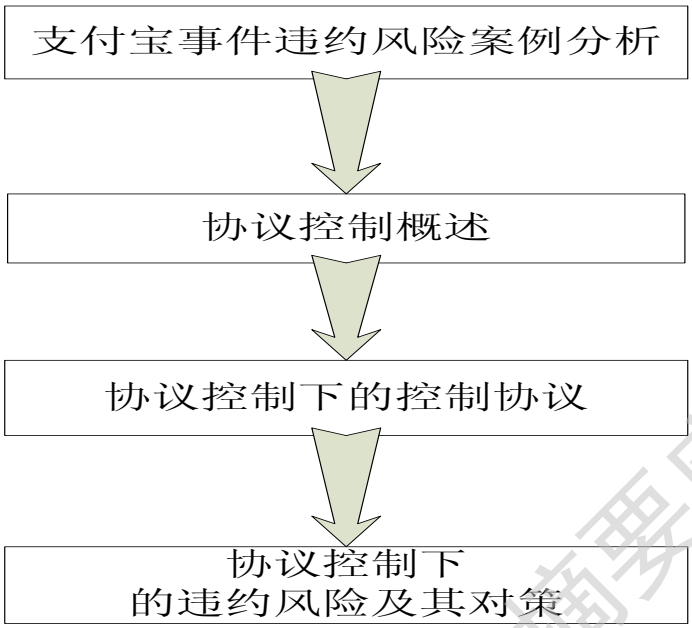

图 1：本文框架图

资料来源：作者根据文章结构整理。

本文研究方法为实证研究。由于此种方式搭建的中国企业赴境外上市研究比较偏向实务操作，作者也是在听实务律师讲座后萌发的兴趣，所以这方面的研究常见于律所的内部研究或证券公司的业务研究等，而学术界公开可搜集的资料很少。因为站在保护境外投资者的角度，国内更乏此类资料。作者主要通过实证分析的手段，并通过部分外文资料以及与实务律师邮件往来沟通等方式完成本文。

三、创新与不足之处

创新之处在于：本文试图站在投资者角度(VC/PE 等 Pre-IPO 投资者)提出降低协议控制模式违约风险的法律建议，以期使先天不足的协议控制模式通过后天努力获得更好发展，作者认为具有较大研究与创新价值。

不足之处在于：首先，资料的获取受到限制，因对于协议控制模式下的违约风险研究鲜有公开资料可以参考且无第一手的实务经验，作者只能通过查询国外资料以及向实务界律师请教来搜集信息。其次，研究协议控制模式的学术文章较少，大多数是新闻报道，报道的真实性和权威性不够。最后，由于财务专业知识的限制，可能有些基于财务的分析缺少逻辑性，合理性。同时本文以个案为基础进行分析和讨论，难免出现案例研究的固

厦门大学博硕士论文摘要库

Degree papers are in the "Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database". Full texts are available in the following ways:
1. If your library is a CALIS member libraries, please log on http://etd.calis.edu.cn/ and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库