

学校编码: 10384  
学号: 13020091150332

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

## 硕 士 学 位 论 文

# 境内企业境外上市法律问题研究 ——以协议控制模式为研究视角

Research On The Legal Issues Of Domestic Enterprises For  
Overseas Stock Market Listing

——From The Perspective Of VIE Agreements

齐 海 绪

指导教师姓名: 徐 雅 芬 教 授

专 业 名 称: 法 律 硕 士

论文提交日期: 2012 年 4 月

论文答辩时间: 2012 年 6 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2012 年 4 月

## 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

---

## 内 容 摘 要

2011年发生的“支付宝股权转让事件”引发了各界对我国境内公司以协议控制模式在境外上市法律问题的广泛关注。协议控制模式最初是为规避外商投资产业准入政策而设计，其合法性至今还存有很大的争议。本文从相关概念的界定入手，介绍了境内企业以协议控制模式在境外上市的操作方式，分析了导致协议控制模式存在和发展的法律动因及其存在的问题，在此基础上，对如何解决其存在的问题提出了几点建议。

本文分为引言、正文、结论三部分。其中正文共分为四章：

第一章从相关概念的界定入手，对协议控制上市模式进行分析。

第二章分析了境内企业以协议控制模式境外上市的法律动因主要是：规避外资行业准入政策；规避商务部关联并购的审批程序；不符合境外直接上市的条件；不符境内上市的条件及境内上市对募集资金用途的规定。

第三章分析了境内企业以协议控制模式在境外上市所存在的问题主要是：以协议控制模式在境外上市的企业面临法律风险；对我国经济发展造成消极影响。

第四章针对境内企业以协议控制模式境外上市存在的问题，提出解决问题的几点建议：加强对滥用协议控制非法转移资产行为的监管；改革境外直接上市审批制度；尽快启动新三板，完善境内多层次资本市场体系。

**关键词：**境内企业；协议控制模式；境外上市；法律问题

厦门大学博硕士学位论文摘要库

---

## ABSTRACT

The Alipay's transfer of ownership in 2011 draws public attention to legal defects of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements. VIE agreements aims to avoid industry access policy to foreign merchants at first, which arouse controversy about its legitimacy until now. This paper begins to illustrates the conception of VIE agreements, followed by the operating ways and legal causes of VIE agreements of domestic enterprises for overseas stock market listing, and some defects would be raised. Finally, recommendations to defects of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements would be concluded.

This article is separated into three chapters, which includes introduction, main body, and peroration. And the main body includes four parts.

Chapter One provides general introduction to VIE agreements, includes its conception and operating ways.

Chapter Two analyses legal causes of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements, which can avoid industry access policy to foreign merchants and conform to overseas stock market listing directly.

Chapter Three mainly focus on Legal risk of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements, and its negative impact to domestic economy.

Chapter four focus on the way to improvement. It includes reforming examination and approval procedure for overseas stock market listing directly and completing domestic multilevel capital market system.

**Keywords:** International Listing ; VIE agreements; Domestic enterprise; Legal issues

厦门大学博硕士学位论文摘要库



# 目 录

引 言 .....	1
<b>第一章 相关概念的界定 .....</b>	<b>2</b>
第一节 境外上市的概念及其类型 .....	2
一、境外上市的概念.....	2
二、境外上市的类型.....	2
第二节 协议控制上市模式分析 .....	4
一、协议控制模式的适用范围.....	4
二、协议控制模式的操作方式.....	4
<b>第二章 境内企业以协议控制模式境外上市的法律动因 .....</b>	<b>6</b>
第一节 规避我国外商投资行业准入政策 .....	6
第二节 规避商务部关联并购的审批程序 .....	6
第三节 不符合境外直接上市的条件 .....	8
第四节 不符合境内 A 股上市的条件.....	8
一、境内 A 股上市存在较强的不确定性.....	9
二、境内 A 股上市条件高于境外市场.....	9
第五节 不符合境内上市募集资金用途的要求 .....	11
<b>第三章 境内企业以协议控制模式在境外上市存在的问题.....</b>	<b>13</b>
第一节 以协议控制模式在境外上市的公司面临法律风险 .....	13
一、法律监管风险.....	13
二、公司控制权风险.....	15
第二节 境内企业以协议控制模式境外上市对我国的消极影响 .....	17
一、为境内主体向境外非法转移资产提供便利.....	17
二、使我国境内企业受到外资控制.....	17
<b>第四章 解决境内企业以协议控制模式境外上市存在问题的建议.....</b>	<b>18</b>

---

第一节 加强对滥用协议控制模式非法转移资产行为的监管 .....	18
第二节 改革境外直接上市审批制度 .....	19
一、降低境外直接上市门槛.....	19
二、加强境外直接上市后续监管.....	19
第三节 尽快启动新三板，完善境内多层次资本市场体系 .....	20
结    论 .....	22
参考文献.....	23

厦门大学博硕士论文摘要库

---

## CONTENTS

<b>Preface</b> .....	<b>1</b>
<b>Charter 1 Conception of overseas stock market listing</b> .....	<b>2</b>
<b>Subchapter 1 Conception and types of overseas stock market listing</b> .....	<b>2</b>
Section 1 Conception of overseas stock market listing .....	2
Section 2 Types of overseas stock market listing .....	2
<b>Subchapter 2 Analysis of VIE agreements</b> .....	<b>4</b>
Section 1 Covering of VIE agreements.....	4
Section 2 Operating ways of VIE agreements .....	4
<b>Charter 2 Legal causes of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements</b> .....	<b>7</b>
<b>Subchapter 1 Avoiding industry access policy to foreign merchants</b> .....	<b>7</b>
<b>Subchapter 2 Avoiding procedure for examination and approval of Commerce Department to related party m&amp;a</b> .....	<b>7</b>
<b>Subchapter 3 Not conforming to overseas stock market listing directly</b> .....	<b>9</b>
<b>Subchapter 4 Not conforming to A-share market listing</b> .....	<b>8</b>
Section 1 More uncertainty of domestic A-share market listing.....	9
Section 2 Much more strict listing standards of domestic A-share market listing than overseas stock market .....	9
<b>Subchapter 5 Inconformity with financing purpose of domestic A-share market</b> ....	<b>11</b>
<b>Charter 3 Defects of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements</b> .....	<b>14</b>
<b>Subchapter 1 Legal risk of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements</b> .....	<b>14</b>
Section 1 Legal risk for regulatory .....	14
Section 2 Risk for corporate control .....	16
<b>Subchapter 2 Negative impact of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements to domestic economy</b> .....	<b>18</b>

---

Section 1	Providing convenience for domestic subject transfer assets aboard illegally .....	18
Section 2	Making domestic internet industry controlled by foreign capital .....	18
<b>Charter 4</b>	<b>Recommendations to defects of domestic enterprises for overseas stock market listing by VIE agreements .....</b>	<b>20</b>
<b>Subchapter 1</b>	<b>Strengthen Surveillance of transferring assets aboard illegally by VIE agreements indiscriminately .....</b>	<b>20</b>
<b>Subchapter 2</b>	<b>Reforming examination and approval procedure for overseas stock market listing directly .....</b>	<b>19</b>
Section 1	Lower the Threshold for overseas stock market listing directly .....	19
Section 2	Strengthen subsequent surveillance of overseas stock market listing directly .....	21
<b>Subchapter 3</b>	<b>Initiating the third sector ASAP and completing domestic multilevel capital market system .....</b>	<b>20</b>
<b>Conclusion</b>	.....	<b>22</b>
<b>References</b>	.....	<b>23</b>

## 引 言

自 21 世纪以来，世界经济全球化及区域经济一体化趋势不断加强，在经济全球化的过程中，国际资本市场发挥着举足轻重的作用。如何进入国际资本市场上市融资以促进企业快速发展，是我国企业家所关心的问题。早在 20 世纪 80 年代，我国企业就拉开了赴境外上市的序幕，以直接或间接上市的方式登陆国际资本市场。在过去的 10 余年间，我国 TMT 产业（数字新媒体，Technology, Media, Telecom，以下简称“TMT”）的发展方兴未艾，TMT 行业类企业以民营创新型中小企业为主，资金不足的问题长期制约着这类企业的发展。为解决融资难的问题，寻求国际资本的支持，境外上市几乎成为这类企业的必经之路。据纽约交易所报告统计，2010 年中国公司赴美上市集中于五个行业：TMT(数字新媒体)、医疗健康、教育、新能源和消费，2011 年，中国公司赴美上市则主要集中于互联网行业。值得注意的是，因受到我国外资准入政策和境内 A 股市场发行体制限制，在境外上市的互联网公司全部以协议控制方式上市。目前，协议控制模式还处于我国法律上的灰色地带，其合法性及存废的问题引发了各界广泛的探讨和争议。在此背景下，本文对促使境内企业以协议控制模式境外上市的法律动因进行分析，试图找出其深层次的问题之所在，并结合实际案例对协议控制模式上市导致的法律问题进行分析，最后对如何解决该问题提出一些有益的建议。

## 第一章 相关概念的界定

### 第一节 境外上市的概念及其类型

#### 一、境外上市的概念

“境外上市”，指国际上市（International Listing）或叫跨境上市（Cross-border Listing）<sup>①</sup>，在本文中特指境内企业在我国上海证券交易所和深圳证券交易所以外的境外证券交易所发行上市。

#### 二、境外上市的类型

根据上市方式的不同，一般可以把境外上市划分为境外直接上市和境外间接上市两种类型。

##### （一）境外直接上市

境外直接上市，指直接以国内公司的名义向国外证券交易主管部门申请发行登记注册，并发行股票（或其他衍生金融工具），向当地证券交易所申请挂牌上市交易。虽然过程中涉及的业务及资产重组、独立经营、关联交易、同业竞争、土地权属、税务等问题，面临的监管相对比较复杂，但其路径安排相对比较简单。<sup>②</sup>

##### （二）境外间接上市

###### 1、境外间接上市的概念

2005年修订的《证券法》第238条规定：“境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，必须经国务院证券监督管理机构依照国务院的规定批准。”然而，何谓境外间接上市，监管部门一直没有做出明确的解释。有学者认为，境外间接上市是指境内企业以与自己存在控股关系的境外公司的名义到境外发行证券从而为自己筹集资金，或因与境外公司存在控股关系而将自己资产以境外公司的证券形式到境外证券市

<sup>①</sup> 吴志攀.《上市公司法律与实务》[M].北京：石油工业出版社，2000.66.

<sup>②</sup> 关景欣，编著.《中国私募股权基金法律操作实务》[M].北京：法律出版社，2008.83.

场上市流通的活动。<sup>①</sup>本文认为该定义存在局限性，不能涵盖本文所论述的以协议控制模式境外上市的行为。境外间接上市是与境外直接上市相对应的法律概念，除境外直接上市以外，以任何方式谋求境外上市的行为都应当被定义为境外间接上市。换言之，境外间接上市应当是指境内企业以控股方式或协议控制方式将境内公司的全部或实质性部分的权益注入境外公司，并以该境外公司的名义到境外发行证券或将其证券在境外上市交易的行为。

## 2、境外间接上市的类型

### (1) 红筹模式上市

2006 年之前，红筹模式是我国企业境外间接上市的通行模式，其主要包括买壳上市和造壳上市两种类型。买壳上市，是指境内非上市公司到境外证券市场收购一家已上市公司一定比例的股权，购入后以该境外上市公司作为外壳，通过反向收购方式，把国内企业的经营性资产注入该公司，从而实现国内公司境外间接上市的目的。<sup>②</sup>造壳上市是指境内非上市公司将公司资产以股权置换等形式转移至其在境外注册的特殊目的公司，后以境外特殊目的公司的名义在境外发行上市。

### (2) 协议控制模式上市

协议控制模式又称“VIE 模式”（可变利益实体，Variable Interest Entities）。可变利益实体是源自美国会计准则上的概念，美国财务会计准则委员会（financial accounting standards board, FASB）颁布的 FIN46-R 条款规定，凡是满足以下三个条件中任一条件的特殊目的公司都应被视为可变利益实体，将其损益状况并入“第一受益人”的资产负债表中：（1）风险股本很少，这个实体公司主要由外部投资支持，实体公司的股东只有很少的投票权；（2）实体公司的股东无法控制该公司；（3）股东享受的投票权和股东享受的利益分成不成比例。<sup>③</sup> 根据 FIN-46R 条款，只要境内实体

<sup>①</sup> 于绪刚. 论境外间接上市及其监管 [J]. 证券市场导报, 2000, (4):47.

<sup>②</sup> 孙天琦. 关于国内企业海外间接上市的几点思考 [J]. 西安金融, 2005, (2):46.

<sup>③</sup> 《FASB Interpretation NO. 46》.

公司与其在境外设立的特殊目的公司<sup>①</sup>签订一系列协议，将境内实体公司的收益权、管理权等权利以协议方式永久转移至在境外注册的特殊目的公司，境外特殊目的公司就得以合并境内实体公司的财务报表，实现境外上市目的。

## 第二节 协议控制上市模式分析

### 一、协议控制模式的适用范围

从企业特点的角度看，最适合以协议控制模式上市的企业主要是以互联网企业为代表的轻资产型企业。轻资产型企业的共同特点是企业资产以无形资产为主，企业依靠其提供的服务赚取利润。换言之，境外上市公司能否以股权方式实际拥有境内实体公司的资产并非至关重要，重要的是能够通过协议拥有境内实体公司的收益权和管理权。该模式以实施非股权控制的方式规避了我国的外资行业准入政策和商务部对境外特殊目的公司上市的审批程序，自2000年新浪网创造性地使用该模式成功上市后，百度、阿里巴巴等我国互联网龙头公司皆以该模式在境外上市。此后，该模式适用范围逐步扩大至新媒体行业（如分众传媒等）、教育培训行业（如新东方教育集团等）乃至传统重资产型行业（如中国秦发、熔盛重工等）。

### 二、协议控制模式的操作方式

境内企业以协议控制模式境外上市是一个较为复杂的系统过程，拟上市企业必须在遵循特定步骤的基础上，确保境内外公司之间所签订的控制协议在法律上的严密性。

#### （一）使用协议控制模式境外上市的步骤

实践中，境内企业以协议控制模式境外上市需要经过以下步骤：

第一步，我国境内实体公司的实际控制人和投资者在境外离岸金融中心（开曼群岛、英属维尔京群岛等）注册成立特殊目的公司；

第二步，由特殊目的公司在境内设立外商独资企业（Wholly Foreign

<sup>①</sup> 根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》第39条定义，特殊目的公司系指中国境内公司或自然人为实现以其实际拥有的境内公司权益在境外上市而直接或间接控制的境外公司。



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库