

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 13020121150240

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

协议控制模式跨境上市的合法性研究

The Legitimate Research of Variable Interest Entity

张 燕

指导教师姓名: 李国安 教授

专业名称: 法律硕士

论文提交日期: 2015 年 3 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席:_____

评 阅 人:_____

2015 年 3 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

内容摘要

协议控制模式，又称为“新浪模式”，是新浪于 2000 年首创的境外间接上市模式，也即红筹模式的一种。十余年来，协议控制模式已为百余家境外上市的中国民营企业所采用，行业涉及互联网、教育、传媒、食品、制药、能源、金融、运输等诸多领域，对我国相关行业的发展和革新起到了极大的促进作用，却亦对我国金融市场产生了一定冲击。我国监管部门对境内民营企业采用协议控制模式赴境外交易市场融资之行为一直持“默许”态度，但从未真正放弃监管意愿。

协议控制模式产生的直接原因是我国对外资准入行业的过多限制。究其根源，却是我国现行法律背景下境内上市门槛高、风险投资市场不成熟导致。因此，本文建议从修改完善现行相关法律、法规、规章及其他监管部门的规范性文件入手，完善我国证券市场的制度建设，并发展政府风险投资基金，从而引导民营企业回归境内 A 股市场或选择境内创业板、新三板融资，最终将资本留在国内。

全文除引言和结论外，共分为三章：第一章主要厘清了协议控制模式与红筹模式、协议控制、VIE 等概念的关系，介绍了协议控制模式的运作机制，分析了境内上市和以协议控制模式赴境外上市的各自利弊，并简要叙述了协议控制跨境上市对我国金融市场的影响；第二章主要对协议控制模式的合法性进行了分析；第三章则是在述评 2015 年初商务部发布的《外国投资法（草案征求意见稿）》之后，对如何应对众多企业采用协议控制模式跨境上市提出法律建议。

关键词：协议控制模式；合法性；跨境上市

ABSTRACT

VIE mode, one of the red-chip mode, also known as "Sina model", was first invented by SINA in 2000 as an indirect offshore listing model. For more than 10 years, the VIE mode has been adopted by hundreds of overseas-listed Chinese private enterprises, involving the Internet, education, media, food, pharmaceuticals, energy, financial services, transport and other fields. The VIE mode has played a great role in the development and innovation of related industries, but also has a certain impact on China's financial market. Chinese regulators have been holding "acquiescence" attitude to the private enterprises who have gone into the international trade markets through the VIE mode, however, they never have a firm will on that.

The direct cause resulting in the VIE mode is the excessive restrictions on the admission of foreign trade into China. Tracing it to its source, it is the high listing threshold under the background of China's current legislation as well as the immaturity of China's venture capital market that really matters. Therefore, this paper proposes to revise and perfect the relevant laws, regulations, rules and other regulatory documents, perfect the system construction of China's securities market and develop the government venture capital fund in order to guide private enterprises return the domestic A-share market or select the GEM, the new 3 board financing, leaving capitals in their home country eventually.

The full text is divided into three chapters except the introduction and conclusion. Chapter one mainly clarifies the concept of the VIE mode, the red-chip mode, contractual control, and VIE, introduces the operation mechanism of VIE mode, analyzes respective pros and cons between domestic listed and overseas listed, and briefly describes the effect on China financial market caused by VIE mode. Chapter two mainly analyzes the legitimacy of VIE mode. Chapter three first reviews and comments the Foreign Investment Law (draft) which released in the early 2015, and then provides some legal advice on how to deal with numbers of enterprises using

VIE mode listed cross-border.

Key Words: VIE Mode ;Legitimacy ; Listing cross-border

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

引 言.....	1
第一章 协议控制模式基础理论.....	2
第一节 协议控制模式概述	2
一、中国企业境外红筹上市	2
二、协议控制的定义.....	5
三、协议控制模式的运作机制.....	7
第二节 协议控制模式跨境上市与境内上市的利弊分析.....	9
一、境内上市的利弊.....	9
二、协议控制模式跨境上市的利弊——以赴美上市为例	10
第三节 协议控制跨境上市对我国金融市场的影响.....	12
一、大量资金外流.....	12
二、国内证券交易所错失上市公司资源	13
三、我国外汇的监管风险和难度增大	13
第二章 协议控制模式的合法性分析.....	15
第一节 我国法律对协议控制模式的监管历程	15
一、红筹模式的监管	15
二、禁止协议控制模式的规范性文件	17
三、《中华人民共和国外国投资法》对协议控制模式的监管规定	17
第二节 协议控制模式产生的法律起点	18
一、境内、外交易市场上市要求的法律规定分析	18
二、国内风险投资市场发展不成熟的法律原因分析	21
三、境外对协议控制模式的宽容规定	23
第三节 协议控制模式的合法性质疑.....	24
一、法未明确规定的合法性质疑.....	24
二、形式上和实质目的的合法性程度	25
第三章 应对协议控制跨境上市的法律建议	27

第一节《外国投资法（草案征求意见稿）述评	27
一、“实际控制标准”可能导致协议控制模式名存实亡.....	28
二、既存协议控制上市企业处理方案的弊端.....	29
三、特别管理措施目录应放宽外资在华投资的产业限制	30
第二节 引导上市企业回归或选择国内证券市场	30
一、鼓励境外协议控制上市企业回归 A 股市场	31
二、修改现行相关法律、规章降低境内直接上市门槛	31
三、引导企业转向新三板融资.....	32
四、发展政府引导的风险投资基金	33
结 论	35
参考文献	36

厦门大学博硕士论文摘要

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Basic theory of VIE mode	2
Subchapter 1 Overview of VIE mode	2
Section 1 Chinese enterprises Red-chip listing abroad	2
Section 2 Concept of contractual control	5
Section 3 Operation mechanism of VIE mode	7
Subchapter 2 Respective pros and cons between domestic listed and overseas listed through VIE mode	9
Section 1 Advantages and disadvantages of domestic listing.....	9
Section 2 Advantages and disadvantages of cross-border listing through VIE mode	10
Subchapter 3 The impact of VIE mode on China's financial market	12
Section 1 Large capital outflows.....	12
Section 2 Domestic stock exchange missing listing company resources.....	13
Section 3 Increasing risk and difficulty of China's foreign exchange regulation	13
Chapter 2 Analysis of the legality of VIE mode	15
Subchapter 1 China's legal regulatory process of VIE mode	15
Section 1 The regulatory process of Red-chip listing	17
Section 2 The prohibiting documents of VIE mode released by the governmental department	17
Section 3 Using the forthcoming foreign investment law to regulate VIE mode	17
Subchapter 2 The legal starting point of VIE mode	18
Section 1 Analysis of the legal listing requirements of domestic and foreign market.....	18
Section 2 Legal analysis on why domestic venture capital markets are not	

well-developed.....	21
Section 3 The tolerant provisions to VIE mode outside.....	23
Subchapter 3 Doubts on the legitimacy of VIE mode	24
Section 1 Doubts on the legitimacy of NO Formal Legal Provisions.....	24
Section 2 Doubts on the legitimacy of the form and substantial goal.....	25
Chapter 3 Legal advice on how to deal with using VIE mode listed	
cross-border	27
Subchapter 1 Review and comment on the Foreign investment law (draft) ...	27
Section 1 "Actual control"—potential terminator of VIE Mode	28
Section 2 Drawbacks of the current treatment program of VIE companies.....	29
Section 3 Relaxing foreign investment restrictions in China’s list of special management measures.....	30
Subchapter 2 Boot companies’ returning or selecting domestic securities market	30
Section 1 Encouraging foreign listed VIE companies to return to a-share market	31
Section 2 Amending existing laws and regulations to lower the threshold for listing directly in the territory	31
Section 3 Guiding enterprises to turn to new 3 board financing.....	32
Section 4 Developing the Government-led venture capital funds	33
Conclusion.....	35
Bibliography.....	36

引 言

2014年5月7日凌晨，阿里巴巴集团向美国证券交易委员会提交IPO招股书，再次将协议控制模式置入公众视线。自2000年在新浪上市中被首次采用后，协议控制模式已先后令搜狐、网易、百度、腾讯、当当等百余家公司成功实现海外上市。然而，2011年6月，阿里巴巴管理层单方撕毁促成支付宝上市的协议控制模式下的控制协议，侵犯雅虎、软银两大股东利益之事件仍为业内人士津津乐道；2012年，新东方因其协议控制结构漏洞百出，账目涉嫌作假被美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）调查，股价遭“腰斩”之情形还令投资者心有余悸。协议控制模式在受到发展迅速的民营互联网、教育、传媒、广电类企业亲睐的同时，也饱受争议。

从不知所云，到谈“VIE”色变，再到熟悉接受、理性探讨，各界对协议控制模式的态度历经10余年的波动变化，仍旧是贬多褒少。与此同时，面世14年来，协议控制模式的应用早已从互联网行业逐渐扩展到教育、新能源、食品、运输和医疗健康等行业，对我国民营企业尤其是潜力十足的TMT行业的蓬勃发展功不可没。那么，协议控制模式究竟为“何方神圣”，它同其他上市方式有何不同，它的出现对我国金融市场造成了怎样的影响，监管当局是应当将其取缔还是应明确承认其合法性？

本文拟以协议控制模式跨境上市的合法性研究为题，采用对比分析的方法，比较采用协议控制模式跨境上市与在境内上市的利弊，揭示协议控制跨境上市对我国金融市场的影响；然后分析协议控制模式的合法性，提出笔者自己对协议控制模式是否应当合法化的观点，并就对其监管和引导上市企业回归或选择境内证券市场提出法律建议，以期对我国金融法律法规改革及民营企业的稳定、繁荣发展有所裨益。

第一章 协议控制模式基础理论

第一节 协议控制模式概述

协议控制模式，又称“新浪模式”，是自 2000 年始兴起的一种新型境外间接上市模式。近年来，随着采用协议控制模式赴境外上市的企业增多，协议控制模式的概念愈来愈多地被提及，而名称却并不统一，甚至出现概念的混淆。因此，首先明确协议控制模式的概念，厘清其与红筹模式、可变利益实体等概念的关系对本文论述具有重要意义。

一、中国企业境外红筹上市

1992 年 10 月 9 日，华晨汽车于纽约证券交易所（以下简称“纽交所”）上市，成为第一家进入美国资本市场的中国企业，而其开创的上市模式——红筹架构，也成为了日后赴境外上市的中国企业尤其是中国民营企业纷纷效仿的主流模式。

所谓红筹上市，是指以“红筹架构”方式实现境外上市，即境内经营实体的股东在境外注册离岸公司，然后通过离岸公司收购境内经营实体的股权，最后再以离岸公司为主体于境外证券交易所申请上市。^①

一般而言，红筹架构的搭建步骤为：

第一步：某境内公司（国内经营实体）的创始股东在境外设立一家离岸公司作为特殊目的公司（Special Purpose Vehicle，以下简称“SPV 公司”），实践中该 SPV 公司多设立于英属维尔京群岛（The British Virgin Islands），故在此将其命名为 BVI-A 公司。如图 1 所示：

^①苏龙飞.中国企业红筹上市[A].何小锋,黄嵩.资本企业上市[C].北京:中国发展出版社,2011.68.

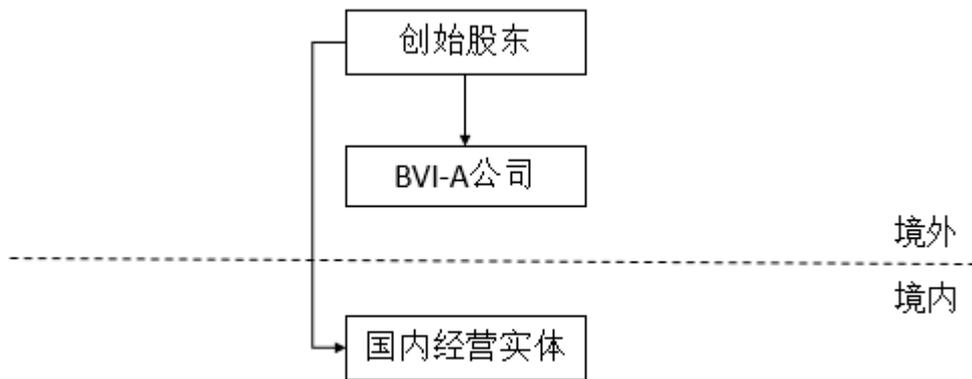


图1 设立离岸SPV

第二步：BVI-A 公司收购境内公司的 100% 股权，则境内公司变为 BVI-A 的全资子公司，也即外商独资企业（Whole Owned Foreign Enterprise，以下简称“WOFE”）。如图 2 所示：

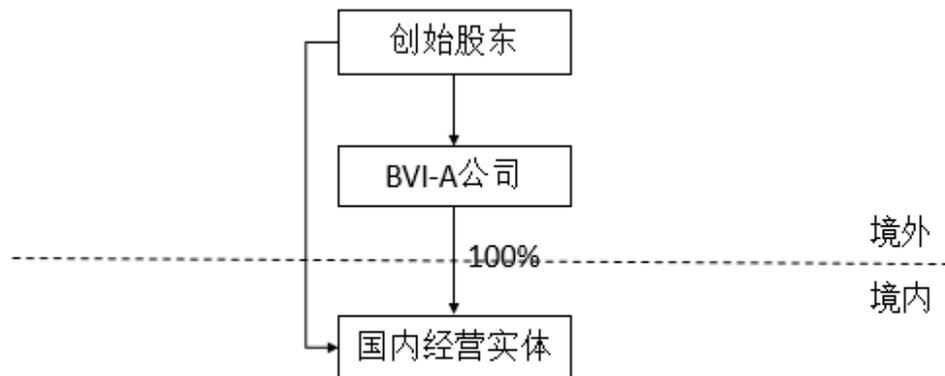


图2 收购境内公司股权

第三步：创始股东再于开曼群岛（或百慕大群岛）设立一家开曼公司（或百慕大公司），并将其拥有的 BVI-A 公司股份以换股方式转移给开曼公司。开曼公司既是未来挂牌上市融资的主体，又间接拥有着境内公司的控制权。如图 3 所示：

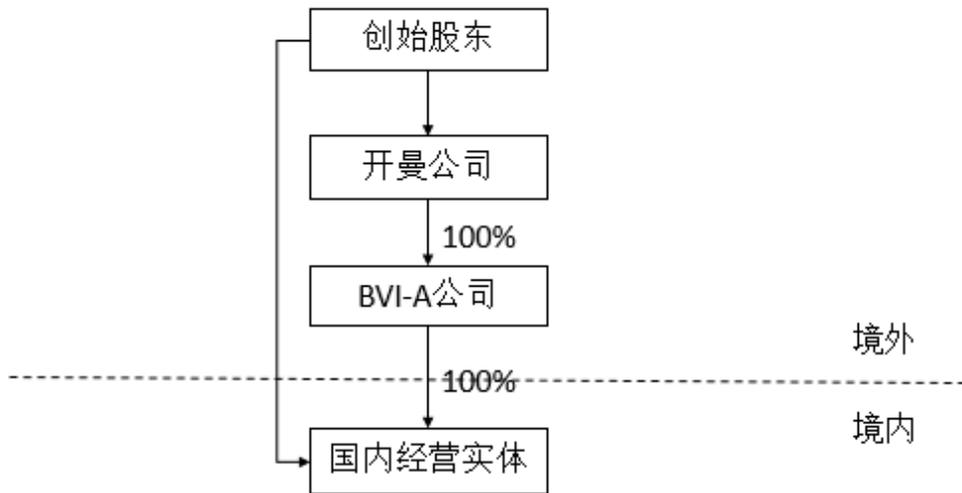


图3 设立开曼控股公司

第四步：创始人再于英属维尔京群岛设立 BVI-B 公司，以私人公司方式持有开曼公司股份。如图 4 所示：

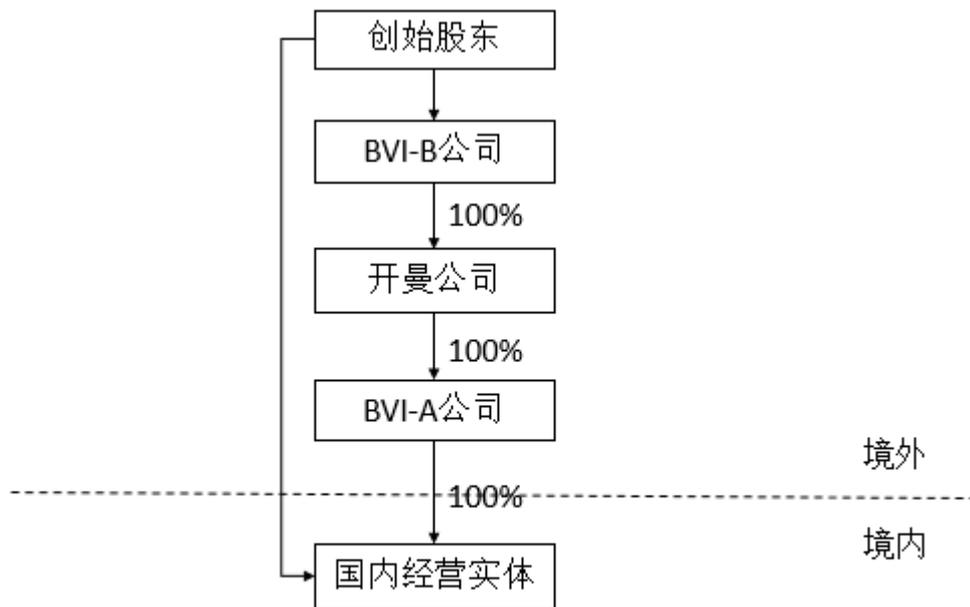


图4 设立私人公司持股开曼公司

综上，红筹模式的基本表现形式如图 5：

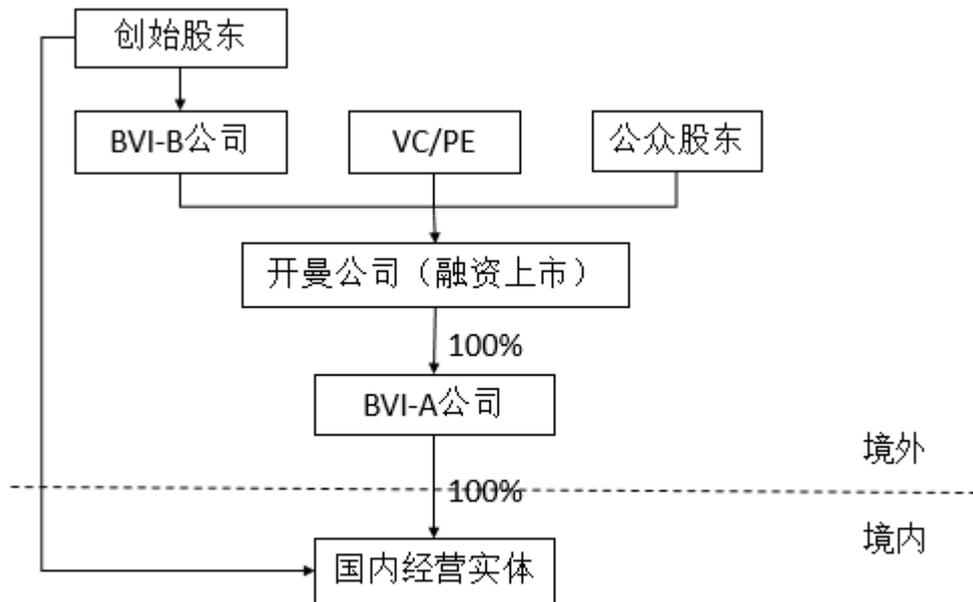


图5 红筹架构的基本模式

然而，BVI公司属外商范畴，根据我国《指导外商投资暂行规定》和《外商投资产业指导目录》等规定，部分行业（如互联网、电信、教育、交通运输、娱乐业）限制或禁止外商投资，据此经营限制或禁止外商投资行业的境内经营实体不能直接被BVI公司反向收购。然而，境外资本市场对国内企业尤其是民营企业的吸引力有增无减，在前述红筹架构基本模式无法满足企业发展需求的情形下，红筹架构又逐渐衍生出另一种新型架构模式，即BVI公司非由股权而是经协议控制境内经营实体的协议控制模式。

二、协议控制的定义

（一）协议控制的概念

协议控制具有广义和狭义之分。广义上的协议控制，是指不同主体之间就特定事项达成协议，从而实现一方对另一方或对某些事项的控制。^①狭义上的协议控制，是指外国投资者在进入我国某些限制性或禁止性行业时，与我国内资企业签订一系列控制协议以获得对我国内资企业的实际控制权。

本文的研究范围仅限于狭义上的协议控制，即红筹模式类型之一的协议控制模式，是为中国境内企业尤其是境内民营企业赴境外上市时所普遍采用的上市模

^①劳业彬.红筹模式中协议控制的法律风险及解决途径分析[D].上海:复旦大学,2012.2.

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.

廈門大學博碩士論文摘要庫