

國立政治大學法律學系  
碩士論文

指導教授：劉連煜 博士

中國大陸協議控制下的  
可變利益實體架構的法律問題分析  
A Study of the Legal Issues of Variable Interest Entity Structure  
under Agreement Control in Mainland China

研究生：蔡治

中華民國 一〇四年七月



## 謝 辭

口試的結束意味著在政大的學習時光即將畫上句點，內心感慨萬千。非常慶幸自己可以成為來臺就學的陸生一員，政大於我不僅是母校，也是故鄉，感謝她賜予我兩年的美好時光。

能夠在政大就讀要感謝我的父母蔡志勇先生與丁金瓊女士，他們養育我，愛護我，支持我的選擇，讓我解除負擔，身心無憂。同時感謝我臺灣的誼父誼母陳萬益先生與陳曉潔女士，就學期間因為有他們的關心與照顧讓我倍感家人相伴的溫暖。感謝許慶龍先生、陳大仁先生、孫宜珍女士對我的幫助，與你們結識是我的快樂。

政大的各位師長高山景行，愿自己見賢思齊，成為更好的自己。兩年中，我先後從劉連煜教授、王文杰教授、陳長文教授、賴源河教授、方嘉麟教授、朱德芳教授、張冠群教授、沈宗倫教授的課程中大獲裨益，在此向各位授課老師致以最誠摯的謝意！

本篇碩論寫作同時，我也在準備北京大學博士研究生的申請與考試。在此特別感謝劉連煜、王文杰、陳長文三位教授的傾情推薦。

劉連煜教授是我的指導恩師，在碩論選題、定題、寫作、修正、口試的全程都給予我支持與引導。作為頂級財經法學者，劉老師寬厚仁愛，博學睿智，能成為他的學生是我的榮幸，他的為學之道亦將令我終生受益。

感謝王文杰教授。王老師被法學院陸生們親切地稱為「大家長」，兩年中他持續給予我關心與幫助，在我迷茫時分享自己的故事，讓我倍感寬心與踏實。

感謝陳長文教授。陳老師的「超國界法」課程極大拓展了我的法律視野與思維，其本人與理律法律事務所秉承的「關懷、服務、卓越」的理念亦鼓舞著我做一個樂於貢獻的法律人。

同時，感謝張心悌教授在口試時對我的碩論以及博士研究計劃提出的中肯建議，為我錨定未來研究學習的重點。

感謝程夢珂、劉旻兩位同學的課程報告，使我得以順利釐清論文思路。

感謝彭子欣學姐在我身處大陸備考期間，幫助我完成各種行政手續的辦理。

兩年里，我結識了來自大陸與台灣的一眾好朋友，他們是我最珍貴的財富。

感謝徐航、胡婷婷、黃柏、何陳勇、葉丹妮、陳秋悅、陳宏、楊奇、曲澤、黃宇、李靜蘭各位大陸同學的相伴，兩年來一起享受的各種歡樂是最寶貴的回憶。

感謝張鵬元學長在論文寫作及學位考試申請過程中的耐心幫助與督導。他堅定平和的生活方式與靜水深流的生活態度為我樹立榜樣。

感謝周禹境學長，他智捷聰敏，舉重若輕，在碩士階段對我所有的重大困惑都給予了開朗的答案。「沃拉」永遠是標桿的代名詞。

感謝所有在政大學習期間，與我一起經歷點點滴滴的朋友們、麻吉們。名單太長，在此不一一列舉。希望你看到這篇謝辭時能傲嬌地嗔怪我為何沒把你的名字列出來，也能回憶起我們一起笑過的瞬間。朋友，希望你一切都好。

感謝親愛的劉思藝，有你有幸福。

政大，留給我敬愛終生的良師益友與相伴前行的美好回憶。謝謝大家，我愛你們！

蔡治





## 摘要

由於中國大陸對企業境內上市的嚴苛要求與外商投資的產業限制，新興互聯網企業不得不訴諸境外上市融資。根據美國會計準則關於「可變利益實體」的規定，新浪網開創以搭建可變利益實體架構實現境外上市的模式成為 21 世紀初中國大陸互聯網及其他產業上市融資的不二選擇。可變利益實體架構中，境外上市主體與境內運營實體通過協議達成控制關係，將後者營運狀況併入前者財報，滿足其境外上市條件。近年中，支付寶違約、沃爾瑪併購 1 號店等事件引發法律界、財經界對 VIE 架構的關注。2015 年來，《中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）》的公佈，《工業和信息化部關於放開線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）外資股比限制的通告》（簡稱「工信部 196 號文」）的公佈，以「暴風科技」為代表的紅籌股回歸現象，都給 VIE 架構帶來變局。

本文從 VIE 架構的產生背景出發，梳理其發展狀況，釐清其概念，歸納其特點，分析其所涉法律問題與風險，探討其監管設計，意圖使讀者對中國大陸協議控制下的可變利益實體架構這一法律現象有全面的把握。

**關鍵詞：**可變利益實體架構、協議控制、外國投資法草案徵求意見稿、  
工信部 196 號文



## Abstract

Facing the restriction of foreign investment and strict acquisition of domestic financing in Mainland China, start-up TMT enterprises had to seek the fund supply by overseas markets to meet their own needs. Building Variable Interest Entity (VIE) was their best choice. VIE structure means that the overseas listing party keeps Agreement Control relationship with the domestic operating party in Mainland China, and by consolidating the two parties' financial statement together to make the overseas listing party meet the GAAP standard. Last few years, a whole train of events, such as the breaching of agreement by Alipay and the merger of Wal-Mart and Shanghai Yi Agel Ecommerce Ltd., had been made the VIE structure a sensitive topic. In early 2015, the Ministry of Commerce of the People's Republic of China (MOC) is seeking public comments on the "Foreign Investment Law of the People's Republic of China (Draft for Consultation)". Following closely, represented by "Baofeng Tech", a lot of overseas companies unbuilt their VIE structure and came back to domestic A shares market in Mainland China, which is called "Back of Red-Chip". 19<sup>th</sup> June in 2015, the Ministry of Industry and Information Technology of PRC (MIIT) published Regulation NO. 196. Incidents above-mentioned had greatly affected the condition of VIE structure.

This article explains the background of VIE structure, clarifys its concepts, summarizes its characteristics, analyzes its legal issues and risks and explores the regulatory system design of it. In order to bring the readers comprehensive grasp of VIE Structure under Agreement Control in Mainland China.

**Key Words:** Variable Interest Entity Structure, Agreement Control, Foreign Investment Law of the People's Republic of China (Draft for Consultation), MIIT Regulation NO. 196



# 目 錄

謝 辭.....	I
摘 要.....	V
Abstract .....	VII
第一章、緒論.....	1
第一節、研究動機與目的.....	1
第二節、研究方法與範圍.....	3
第三節、研究架構.....	6
第二章、可變利益實體架構概述.....	9
第一節、可變利益實體架構的歷史成因與發展 .....	9
第一項、安隆事件.....	10
第二項、FIN 46 與 VIE.....	12
第三項、中國大陸企業的融資困境.....	19
(一) 外商投資產業限制——以電信行業為例 .....	20
(二) 內資經營許可證制度——以 ICP 許可證為例..	21
(三) 中國大陸企業境內外上市門檻比較 .....	24
(四) 中國大陸企業境外融資路徑與障礙 .....	30
第四項、新浪模式的突圍：VIE 架構的誕生 .....	35
第二節、VIE 架構的典型搭建 .....	46
第三節、協議控制概述.....	53
第一項、主要控制協議設計及其效果.....	53
(一) 借款協議 .....	53

(二) 股權質押協議 .....	55
(三) 獨家認股權協議 .....	56
(四) 獨家技術顧問、諮詢、服務和授權協議 .....	57
(五) 股東委託投票代理協議 .....	58
(六) 資產運營控制協議 .....	58
(七) 獨家期權協議 .....	59
第二項、VIE 架構與協議控制之概念辨析 .....	59
第四節、協議控制的雙重稅負問題 .....	62
第三章、VIE 架構的基本法律問題分析 .....	69
第一節、控制協議的合法性問題 .....	70
第一項、中國大陸法院對於 VIE 協議合法性的態度—— 以民生銀行股權糾紛案為例 .....	70
第二項、中國大陸仲裁機構對於 VIE 協議合法性的態度 .....	73
第三項、VIE 協議合法性的法理分析 .....	75
(一) 是否違背強制性規定 .....	76
(二) 是否以合法形式掩蓋非法目的 .....	80
第二節、創始人婚姻狀況影響企業權益——以土豆網創始人 離婚訴訟延遲上市進程一案為例 .....	83
第三節、VIE 架構中的創始人與投資人利益之衝突——以馬 雲終止支付寶 VIE 協議事件為例 .....	85

第四節、對美國監管態度之影響——以雙威教育集團被 NASDAQ 退市事件與新東方被 SEC 調查事件為例 .....	91
第一項、雙威教育集團被 NASDAQ 退市事件 .....	91
第二項、新東方被 SEC 調查事件 .....	93
第三項、美國監管態度的轉變 .....	95
第五節、VIE 架構的外資併購審查問題 .....	97
第一項、中國大陸外資併購審查概述 .....	97
(一) 外資併購的一般審查 .....	97
(二) 外資併購的安全審查 .....	98
(三) 外資併購的反壟斷審查 .....	100
第二項、沃爾瑪併購 1 號店一案的外資併購的反壟斷審 查 .....	101
第六節、VIE 架構的風險總結 .....	109
第一項、政策風險 .....	109
(一) 中國大陸政府的態度 .....	110
(二) 香港的態度與規制 .....	112
第二項、控制風險 .....	115
第四章、中國大陸法制環境與市場環境的發展及其對 VIE 架構影 響 .....	117
第一節、《中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）》 的公佈 .....	117
第一項、《徵求意見稿》的主要內容 .....	118

第二項、《徵求意見稿》對 VIE 架構的影響.....	125
(一) 協議控制標準之認定 .....	125
(二) VIE 架構中外國投資者控制與中國投資者控制的 對比 .....	127
(三) VIE 架構未來之存續.....	132
第三節、VIE 架構的拆除與紅籌回歸——以暴風科技為例 .....	133
第一項、暴風科技的 VIE 架構搭建.....	134
第二項、暴風科技的 VIE 架構拆除.....	135
第三項、暴風科技的紅籌回歸啟示.....	136
(一) VIE 結構紅籌回歸的步驟.....	136
(二) 證監會對紅籌回歸的審核政策 .....	137
(三) VIE 架構紅籌回歸注意事項.....	137
第四節、工信部 196 號文對 VIE 架構的影響.....	137
第一項、工信部 196 號文出臺背景.....	140
第二項、工信部 196 號文解讀.....	141
第五章、對 VIE 架構的監管建議.....	145
第一節、中國大陸的監管制度缺失.....	145
第一項、多頭監管部門間欠缺溝通機制 .....	145
第二項、缺乏引導轉變融資途徑的積極性 .....	146
第二節、對監管機關的建議.....	146
第一項、完善立法.....	146

(一) 外國投資領域的法律完善 .....	146
(二) 公司治理領域的法律完善——對「關係企業」的 規定 .....	147
第二項、加強監管 .....	151
第六章、結論 .....	153
參考資料 .....	155
一、中文文獻 .....	155
(一) 專書論著(含專著、合著、編著、譯著) .....	155
(二) 期刊專論 .....	157
(三) 學位論文 .....	162
二、外文資料 .....	164
三、網路資料 .....	166



# 第一章、緒論

## 第一節、研究動機與目的

以「可變利益實體」為論文主題，緣起 2014 年 6 月 10 日參加政治大學公司治理法律研究中心主辦的第一屆兩岸財經法律實務論壇。在「公司治理與企業併購專題」中，來自中國大陸世澤律師事務所的袁凱律師做了題為《VIE 模式相關法律問題解析》的報告。

「VIE」乃「Variable Interest Entity」的縮寫，通行翻譯為「可變利益實體」，係美國會計術語，指符合美國會計準則所規定條件的一類企業實體。其最初引進中國大陸源於新興互聯網企業為了規避政府關於外商投資之產業限制，利用搭建包含 VIE 之企業架構之方式實現境外上市。這種方式後被稱作「VIE 模式」，其內涵是：境內運營實體的實際控制人在境外註冊成立上市主體，該境外上市主體通過採用一系列排他性協議的方式控制境內運營實體，取得後者的主要收入和利潤，根據美國會計準則，將境內運營實體的財務報表併入境外上市主體，以實現境內運營實體境外上市融資的目的<sup>1</sup>。

雖然囿於時間有限，報告只能淺嘗輒止，卻獲得在座師生的極大反響。究其原因，筆者有四點感想：一、熱度高。互聯網金融作為新型金融樣態乃時下法律研究之熱題，極大程度拓展了財法學子對於傳統金融類型的認知。臺灣相較大陸，金融規範健全，互聯網

---

<sup>1</sup> 袁凱，VIE 模式相關法律問題解析，第一屆兩岸財經法律實務論壇講義，國立政治大學法學院財經法中心研討會，2014 年 6 月，頁 24。

金融案例較少，報告中所涉及如新浪、阿里巴巴、支付寶等互聯網企業與產品為典型研究樣本，故吸引關注；二、題材新。臺灣法律實務中，諸如倚賴「借殼上市」、「買殼上市」等方式融資的案例雖不在少數，VIE 卻未有耳聞，讓人欲一探究竟；三、VIE 在實務運作中牽涉甚廣，包含法律、會計、稅務等學科以及契約控制之合法性、公司治理、外資併購審查、外匯管理制度、風險防控等議題，讓人憧憬一覽全貌；四、早在上世紀 90 年代末期，VIE 模式便已誕生，並在接下來 10 多年間支持著大陸互聯網產業從初創到繁榮，然而 10 多年間卻少見學者對其做出分析與檢思，直至近年才逐漸見諸報端。在聆聽此次報告之前，筆者對 VIE 並無絲毫了解，不禁心生反思與不甘。

論壇後，筆者檢索發現關於「可變利益實體」的研究文獻最早可追溯至 2003 年左右，然其內容僅聚焦美國會計準則變革之介紹<sup>2</sup>；至 2006 年，文獻之內容仍局限於會計領域<sup>3</sup>；2010 年後，才逐漸出現法律學者針對此議題的研究，內容多以基本概念介紹為主，不求甚解；直至 2012 年，才出現以「可變利益實體」為主題的碩士論文<sup>4</sup>。總體而言，文獻數量極為有限，內容亦逃不開基本概念之掃盲式普及，可見「可變利益實體」對於各界仍屬陌生之名詞。<sup>5</sup>筆者認為，「標誌性社會事件數量有限」是造成 21 世紀初 10 年間「可變利

---

<sup>2</sup> 劉鋒，特殊目的實體合併的變革，財會月刊，2003 年 21 期，頁 48-49。

<sup>3</sup> 吳梅，可變利益實體的合併問題探討，商場現代化，2006 年第 22 期，頁 314-315。

<sup>4</sup> 陳麗風，論協議控制模式的法律監管，華東政法大學國際法學碩士學位論文，2012 年 4 月 15 日。

<sup>5</sup> 該段內容由筆者根據自行檢索蒐集的文獻資料發表時間整理所得，僅在例證，其內容之客觀性、詳實性與準確性或有偏差。

益實體」及其相關議題缺乏法律研究的重要原因——唯有社會投資大眾對該類事件的代入感以及該類事件的傳媒推廣力度皆足夠強烈，才會促使相關議題獲得多領域、多角度、多層次的研究投注。從這一意義上而言，自 2011 年「支付寶違約事件」至 2014 年「阿里巴巴美國上市」等一系列大事件，促使「可變利益實體」受到愈來愈多的社會關注。此時對待該議題有了法律研究之迫切與綜合整理之必要。

故此，在指導教授的肯定與支持下，筆者確定此研究主題。希望能以本文對現有關於可變利益實體架構的研究成果進行組織梳理與分析比較，做出足夠詳盡的總結；也希望自己能在資料蒐集閱讀和論文寫作的過程中，檢視認知之盲點與儲備之不足，為未來進一步研究學習打好基礎。

## 第二節、研究方法與範圍

論文準備工作伊始，指導教授便疑問道：對於這一新興議題，參考資料是否足夠？缺少實務經驗又該如何彌補？對此，筆者的方法是進行廣泛的資料蒐集，重點關注實務工作者對相關案例的述評，以了解實務運作詳情。

由於資料蒐集和論文寫作同時，可變利益實體架構之相關事件亦有嶄新發展。根據時間先後，論文寫作可大致分為三個階段：

一、常規資料庫檢索與整理階段：2014 年 9 月至 2015 年 1 月。對此，筆者以「可變利益實體」、「協議控制」、「紅籌」等關鍵

詞檢索學校圖書館可用電子資料庫，包括中國知網和月旦法律文庫等，發現臺灣本土文獻寥寥無幾，大陸學術論文篇數亦十分有限，轉引的外文文獻更是極少，而散見於各類期刊雜誌的大小文章，數量雖相對可觀，質量卻參差不齊。對此，筆者將這些資料一一閱讀整理，找尋其內容之共通點，一來有利設計論文大綱，二來有利進一步蒐尋相關資料。

二、新型網絡媒體資料蒐集與整理階段：2015年1月至2015年4月。由於《中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）》的公佈，使得可變利益實體受到社會各界的關注和討論，間接打破參考資料捉襟見肘的尷尬。在「自媒體」<sup>6</sup>時代，大量不見於常規資料庫的網路文章、資料散見於各種網絡社交平臺，如微博、微信等。任何科研與從業領域的作者皆可將自己的學習與工作心得放至公共空間供大家參閱討論，其中不乏具備高度認知水準之專業人士，如教育工作者、從業律師、財經雜誌編輯和長期關注同類議題的媒體人。某些微信訂閱號等媒體平臺，本就是高校科研機構或律師事務所的重要傳播工具。這些自媒體平臺上的大量梳理性、總結性的資料給予了筆者極大助益。這些網路資料雖不如常規資料庫中所收錄

---

<sup>6</sup> 自媒體（We Media）也叫「個人媒體」、「草根媒體」，是指私人化、平民化、普泛化、自主化的傳播者，以現代化、電子化的手段，向不特定的大多數或者特定的單個人傳遞規範性及非規範性信息的新媒體的總稱，是相對傳統新聞方式的表述，即：具有傳統媒體功能卻不具有傳統媒體運作架構的個人區域網路行為。在網路技術特別是Web 2.0的環境下，由於部落格、微網誌、共用協作平臺、社群網路的興起，使每個人都具有媒體、傳媒的功能。其包括BBS（電子佈告欄系統），Blog（博客），Podcasting（播客），Group Message（手機群發）等。美國新聞學會的媒體中心於2003年7月出版了由謝因波曼與克里斯·威理斯兩位聯合提出的「We Media」研究報告，裡面對「We Media（自媒體）」下了一個十分嚴謹的定義：「We Media是普通大眾經由數字科技強化、與全球知識體系相連之後，一種開始理解普通大眾如何提供與分享他們本身的事實、他們本身的新聞的途徑。」

的學術論文權威和規整，但其內容的詳實度與準確度卻並不遜色，在新鮮度上更是猶有過之。其極大程度為筆者的進一步檢索和思考提供了參照和指引，亦使筆者所欠缺的實務經驗得到一定程度的補充。

以上兩階段的資料蒐集已足以使本文將可變利益實體架構的產生背景、概念界定、操作方式、優勢弊端、基本法律問題、監管缺失等內容進行清晰說明。筆者按照 VIE 架構的發展時間與所涉法律專題兩條脈絡設計論文大綱，以求在內容梳理與行文邏輯上做到最佳。

三、補充階段：2015 年 4 月至 2015 年 7 月。暴風科技（股票代碼：300431.SZ）<sup>7</sup>作為首支由採取 VIE 架構境外上市的互聯網公司拆除 VIE 架構回歸境內 A 股市場<sup>8</sup>的股票，其股價急升，連續漲停，這一現象使得「拆除 VIE 架構」回歸中國大陸資本市場（亦稱

---

<sup>7</sup> 北京暴風科技股份有限公司成立於 2007 年 1 月 18 日，其前身為北京暴風網際科技有限公司，為大陸知名影音播放軟體及網路影片供應商，2015 年 3 月 24 日於深圳證交所創業板上市。公司主要透過「暴風影音」影音播放軟體及影片瀏覽器免費提供影片服務，其影片傳輸係採用 P2P 技術，產品包括暴風影音 PC 端、暴風無線 APP 和暴風看電影。其主要營收來源為網路廣告信息服務。參閱 MoneyDJ 財經知識庫，網址：<http://www.moneydj.com/KMDJ/Wiki/WikiViewer.aspx?KeyID=0f9e9b8b-10e1-4751-83e6-ba21695c72ba#ixzz3gKpwdHhm>。

<sup>8</sup> 中國大陸上市公司的股票有 A 股、B 股、H 股、N 股、S 股等的區分。這一區分的主要依據股票的上市地點和所面對的投資者而定。中國大陸股票市場由三部分組成：A 股市場、B 股市場和 H 股市場。

A 股的正式名稱是人民幣普通股票。它是由中國大陸境內的公司發行，供境內機構、組織、或個人（不含臺、港、澳投資者）以人民幣認購和交易的普通股票。1990 年底創建的 A 股市場無論是上市公司的數量，還是市場的總市值，都是中國大陸股票市場當之無愧的代表。

B 股的正式名稱是人民幣特種股票。它是以人民幣標明面值，以外幣認購和買賣，在境內（上海、深圳）證券交易所上市交易的。它的投資人限於外國的自然人、法人和其他組織，香港、澳門、臺灣地區的自然人、法人和其他組織，定居在國外的中國大陸公民，中國大陸證監會規定的其他投資人。現階段 B 股的投資人，主要是上述幾類中的機構投資者。B 股公司的註冊地和上市地都在境內，只不過投資者在境外或在香港、澳門及臺灣。

H 股，即註冊地在內地、上市地在香港的外資股。香港的英文是 Hong Kong，取其字首，在香港上市外資股就叫做 H 股。依次類推，紐約的第一個英文字母是 N，新加坡的第一個英文字母是 S，紐約和新加坡上市的股票分別叫做 N 股和 S 股。

「紅籌回歸」) 成為新的研究熱點。2015 年 6 月 19 日，中國大陸工業和信息化部（簡稱「工信部」）發佈《工業和信息化部關於放開線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）外資股比限制的通告》（工信部通[2015]196 號）（簡稱「工信部 196 號文」<sup>9</sup>），為 VIE 架構的紅籌回歸掃除部分障礙，對互聯網產業長久以來的外商投資限制在特定領域做了鬆綁。以上事件與 VIE 架構的發展與存廢緊密相關，故此筆者針對相關內容進行補充。

然筆者專業學養有限，行文中深感大量可發散之議題大有加深學理研究之價值，卻力不從心。然正如胡適先生所言：「怕什麼真理無窮，進一寸有一寸的歡喜」。只願在力所能及之範圍內，解答己身之疑惑，同時若有幸師長同儕能從文中有所收穫，便心滿意足。

### 第三節、研究架構

本文共分六章，除去第一章緒論與第六章結論部分，中間四章詳細梳理 VIE 架構自產生至晚近發展的各個方面。

第二章將結合歷史背景闡釋論題之基本概念：美國的安隆事件後，FASB 制定 FIN 46(R)，其要求企業須對自己的 VIE 進行財報合併。此舉為中國大陸新興互聯網企業開拓新的融資管道。自新浪利用搭建 VIE 架構在美國成功上市後，該模式逐漸發展為大陸互聯網

---

<sup>9</sup> 《工業和信息化部關於放開線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）外資股比限制的通告》（工信部通[2015]196 號）將在本文中多次提及，為行文方便，將其簡稱為「工信部 196 號文」。

企業境外融資的主要模式。本章介紹 VIE 架構的具體搭建以及控制協議的主要內容及其功能設計。

第三章將通過相關案例分析 VIE 架構的基本法律問題，包括協議控制的合法性問題，公司治理中的創始人與投資人利益相衝突問題，外資併購審查問題等。

第四章將以 2015 年 6 月為事實發展之節點，聚焦中國大陸的法制環境與市場環境的新發展及其對 VIE 架構的影響，解讀《外國投資法（草案徵求意見稿）》與工信部 196 號文對 VIE 架構發展情況的改變，簡要介紹拆除 VIE 架構與紅籌回歸之議題。

第五章將檢思中國大陸的監管思路與制度缺陷，提出相關建議。

第六章做出結論。



## 第二章、可變利益實體架構概述

### 第一節、可變利益實體架構的歷史成因與發展

20 世紀 90 年代，中國大陸新興民營互聯網企業囿於彼時法律環境：外商投資互聯網產業之禁止，中小民營企業難以滿足境內上市條件，境外上市須相關行政機關審批核准，須付出大量時間成本，造成實質阻礙。故在赴境外（如美國、香港）上市的實踐中，利用美國一般公認會計原則（Generally Accepted Accounting Principles，縮寫為 GAAP，或稱為「美國通用會計準則」，後文簡稱為「美國會計準則」）中關於「可變利益實體」所涉及之財務報表合併規定，在境內外搭建起一種新型的企業架構，使境內互聯網企業獲得境外資本市場之資金支持的同時不受境內相關法律的約束。在 21 世紀初 10 年，這種企業架構被中國大陸諸多尋求境外上市之互聯網企業廣泛採用，並逐漸擴散至其他產業，形成這一特定歷史時期內專屬於中國大陸資本市場的獨特法律現象。由於搭建這種企業架構的操作重點在於形成美國會計準則規定的「可變利益實體」，故中國大陸實務界以「可變利益實體架構」即「VIE 架構」（或 VIE 結構）一詞為其命名，本文一律採用「VIE 架構」一詞。而採取這種架構境外上市之模式，被稱作「VIE 模式」。

「可變利益實體」（下文一律簡稱為「VIE」）這一概念以及美國會計準則中關於合併 VIE 財報這一規定，皆源於「安隆事件」。

## 第一項、安隆事件

安隆事件是指 2001 年發生於美國的安隆公司<sup>10</sup>破產案及其相關醜聞<sup>11</sup>。事件本身情節繁雜，以下作簡要介紹。

20 世紀 80 年代，美國政府對天然氣工業實行管制，給能源類企業的發展造成限制。安隆公司在成立後不久，通過一系列舉措<sup>12</sup>，成為世界上最大的天然氣經營商和最大的電力交易商，並在此基礎上，發展成為領先潮流的能源批發做市商。

20 世紀 90 年代中後期，美國開始「新經濟時代」，經濟進入了高速發展時期。1999 年 11 月，安隆公司通過「安隆線上」(Eron Online) 進軍電子商務，創建網際網路交易平臺，提供從電和天然

---

<sup>10</sup> 安隆公司 (Enron Corporation, 大陸譯為安然公司) 曾是一家位於美國的德克薩斯州休斯頓市的能源類公司。其最初名為北部天然氣公司 (Northern Natural Gas Company), 1930 年成立; 1941 至 1947 年間, 公司股票上市; 到 1979 年, 北聯公司 (Inter North Inc.) 成為北部天然氣公司的控股股東, 並取代其在紐約證交所掛牌。1985 年, 北聯公司收購競爭對手休士頓天然氣公司 (Houston Natural Gas) 後, 更名為安隆公司。公司主營業務為石油和天然氣的生產及傳輸, 曾擁有美國最大的天然氣管道輸送系統, 一說 37000 公里的州內及跨州天然氣管道。參考維基百科詞條「安隆公司」與「Enron」, 網址: <http://zh.wikipedia.org/wiki/%E5%AE%89%E7%84%B6%E5%85%AC%E5%8F%B8>, <http://en.wikipedia.org/wiki/Enron>, 最後瀏覽時間: 2015 年 4 月 15 日。

<sup>11</sup> 參考百度百科詞條「安然事件」, 網址: <http://baike.baidu.com/view/159250.htm>, 最後瀏覽時間: 2015 年 4 月 15 日。

<sup>12</sup> 安隆公司憑藉與政府高層良好的溝通關係, 聯合其他一些大能源公司遊說政府放鬆對能源工業的管制並獲得成功。同時, 安隆公司成功地將公司核心業務由天然氣轉為動力和發電領域。由於天然氣的成本低廉, 安隆公司決定用天然氣作發電燃料, 通過建立發電廠出售電力, 比單純經營天然氣要賺錢得多, 但這種做法是當時聯邦政府所禁止的, 安隆公司運用與政府良好的關係, 又一次遊說政府並取得成功, 為實現核心業務的轉移奠定了基礎。1994 年 1 月, 安隆公司在德克薩斯州建造並經營自己的燃氣發電廠, 與當時的主流電廠——燃煤電廠展開競爭, 由於其價格具有競爭力, 而且污染少得多, 很快建立起競爭優勢。後來, 其他能源公司也開展此類業務, 安隆公司又開拓新的經營領域, 出售電廠和相關設備, 並為客戶提供設備整合管理諮詢服務, 短短幾年時間, 安隆公司迅速發展成為美國最大的電力交易做市商。接著, 安隆公司引入天然氣方面的衍生產品交易, 創造出一種新型能源交易運營機制。1997 年 8 月, 安隆公司首次宣佈引入天然氣方面的衍生產品交易, 後來交易品種進一步擴大到煤炭、紙漿、紙張、塑膠、金屬和電信寬頻等領域, 安隆公司逐步從電站和管道「運營商」變成「交易商」, 在成為世界上最大的天然氣經營商和最大的電力交易商的基礎上, 發展成為領先潮流的能源批發做市商。

氣現貨到複雜的衍生品等 1500 多種商品交易。網路交易平臺和實物資產證券化達到了空前的繁榮。此時的安隆公司由一家純粹的能源供應商，脫胎換骨為一家金融公司，並在不到一年時間內，發展成為年交易規模近 2000 億美元的全球最大的電子商務交易平臺。不僅擺脫了經營和財務方面的困境，同時確立了其在美國能源領域的霸主地位。較之 1990 年，安隆公司收入之 80% 來自天然氣傳輸業務，而至 2000 年，其收入的 95%，利潤的 80% 均來自能源等交易業務，份額占到全美能源的四分之一。

然而，當美國經濟衰退時，能源價格下降，網路經濟泡沫破裂，股市下跌。安隆的能源業務和金融衍生產品交易及電子商務都受到重大影響。面對這種情況，安隆公司為維持繁榮的面貌，採取了以下方式：

1. 利用美國 10 年來商業限制的取消，以及公司與美國政界的良好關係，重寫美國政府的能源政策條文，使能源政策對自己傾斜，獲得大量利益；

2. 不斷製造商業景氣的報導，誤導股民及公眾視聽；

3. 利用資本重組，形成龐大而複雜的關係企業架構。在此複雜的組織內部，通過關聯交易等方式，虛構利潤，使公司能記錄尚未創造收入的長期合同的盈虧資料；

4.最為嚴重的是，安隆公司利用美國會計準則的制度漏洞，通過搭建所謂的「特殊目的實體」(Special Purpose Vehicle，簡稱SPV)<sup>13</sup>等方式，增加了不記入資產負債表的交易業務。<sup>14</sup>

正由於安隆公司的企業群結構複雜，層級繁多。在大量層級較低的分支公司(即SPV)中，其股權占比雖然很低，但這些SPV實際上都受其控制。於是安隆公司利用這些SPV虛造財務報表，將債務、壞賬轉移到SPV。而這些負債在安隆公司本身的資產負債表中體現不出來，大大降低了安隆公司外觀的資產負債率。

最終，安隆公司對此種SPV的使用逐漸失控，拉開了安隆事件的序幕，以至其完全破產。

## 第二項、FIN 46 與 VIE

1959年8月，美國註冊會計師協會(American Institute of Certified Public Accountants，簡稱AICPA)<sup>15</sup>公佈了《第51號會計

<sup>13</sup> 特殊目的實體(Special Purpose Entities，簡稱SPE；在歐洲通常稱為Special Purpose Vehicle，簡稱SPV。本文一律採SPV稱謂)，其既可以為企業獲得有效的融資，又可能被企業利用以操縱財務報表。

<sup>14</sup> 在20世紀80至90年代，一些公司發現了通過設立SPV將負債隱藏在資產負債表外的方法，使得公司財務報表上不體現負債，而造成外榮內枯的假像。安隆事件正是這一類事件的典型代表。正是這種表外融資行為引起了21世紀初的一系列會計危機，暴露的美國當時會計審計制度的漏洞。

<sup>15</sup> 美國註冊會計師協會(AICPA)成立於1887年，成立時協會的名稱是美國公共會計師協會(American Association of Public Accountants，縮寫為AAPA)。1916年AAPA更名為美利堅會計師協會(Institute of Public Accountants)，1917年再次更名為美國會計師協會(American Institute of Accountants)，並一直延用到1957年才改為美國註冊會計師協會(American Institute of Certified Public Accountants)。1936年，AICPA與1921年成立的美國註冊會計師公會(American Society of Certified Public Accountants)進行了合併。參考MBA智庫百科詞條「美國註冊會計師協會」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E6%B3%A8%E5%86%8C%E4%BC%9A%E8%AE%A1%E5%B8%88%E5%8D%8F%E4%BC%9A>，最後瀏覽時間：2015年6月30日。

研究公報：財務報表合併》<sup>16</sup>（Accounting Research Bulletin No. 51：Consolidated Financial Statements）（以下簡稱 ARB 51）。其在正文第二段即規定財報合併之原則（consolidation policy）：若一實體在另一實體中擁有超過 50% 以上的投票權，即為擁有控股權，則前者必須在自身的財務報表中併入後者的資產和債務<sup>17</sup>。這種規範模式被稱為投票權模式<sup>18</sup>。

---

<sup>16</sup> 「1938 年，美國註冊會計師協會（American Institute of Certified Public Accountants，簡稱 AICPA）為了在建立統一的會計制度問題上發表自己的見解，專門設置了會計程序委員會（Committee on Accounting Procedures，簡稱 CAP）。該委員會在 1939—1959 年間，共發表了 51 份《會計研究公報》（Accounting Research Bulletins，簡稱 ARB）。在這 51 份公報中，其中前面公佈的 42 份公報於 1953 年經 CAP 重新整理，作為第 43 號公報予以發表，因此目前適用的實際上僅存第 43 號公報至第 51 號公報共 9 份公報。但是這些公報並不是對協會會員的指令性文件，而只是在被會計界所公認時才具有權威性。

1959 年會計程序委員會撤銷，而代之以會計原則委員會（Accounting Principles Board，簡稱 APB），另設會計研究分會（Accounting Research Division，簡稱 ARD），二者都是 AICPA 屬下的組織。設置 ARD 旨在撥出專門的研究經費，謀求制定權威性的原則，以加強工作的進程。APB 的成員基本上來自會計師事務所、全國各地區以及產業界和學術界，因而具有較廣泛的代表性。在 APB 和 ARD 中，真正負責研究會計準則的機構仍是 APB。APB 所發佈的會計準則文件稱為「會計原則委員會意見書」（APB Opinions）。從 1960 年到 1972 年間，APB 共發表了 31 號「意見書」；此外，APB 還發表另一種研究性文件，稱為「會計原則委員會公告」（APB Statements），並且先後發表了 4 份這樣的「公告」但是這些「公告」只是作為「意見書」的理論依據，它們本身並不屬於會計準則，因此也就不具備行為約束力。ARD 的成員主要由會計學者組成，其研究成果稱為「會計研究論文集」（Accounting Research Studies），該「論文集」是為 APB 制定會計準則提供理論基礎的，它們本身也不屬於會計準則。

以上內容參考 MBA 智庫百科詞條「美國財務會計準則委員會」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E8%B4%A2%E5%8A%A1%E4%BC%9A%E8%AE%A1%E5%87%86%E5%88%99%E5%A7%94%E5%91%98%E4%BC%9A>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>17</sup> 「The usual condition for a controlling financial interest is ownership of a majority voting interest, and, therefore, as a general rule ownership by one company, directly or indirectly, of over fifty percent of the outstanding voting shares of another company is a condition pointing toward consolidation.」

<sup>18</sup> ARB 51 中同時還規定了「非同質排除」，即如果母公司與其子公司所從事的經濟業務和商業活動在性質上和本質上不同，則母公司不應將該子公司併入報表。1987 年 FASB 發布第 94 號財務會計準則《全資控股公司的合併》（FAS 94），對 ARB 51 做出了修正，取消了「非同質排除」的規定，但同時規定「母公司應當合併其所控制的每一家子公司，除非控制在取得日是暫時的」。ARB 51 和 FAS 94 雖然將合併報表建立在控制性財務利益的基礎上，但對「控制」的理解是擁有絕對多數表決權。因為發起人通常不是 SPV 的出資人（或作為出資人，其持有的權益資本遠遠低於 50%），因而發起人一般不合併 SPV。參閱前揭註 2，頁 48。

投票權模式下的美國會計準則規範成為安隆公司可鉅之制度漏洞。在安隆公司破產清算過程中，其被發現曾使用簽訂契約、資產證券化等方法實際控制了多家離岸法域的 SPV。在對 SPV 股權占比低於 50% 的情況下，這類控制方式並不屬於 ARB 51 中的控制權範疇，故安隆公司不必將這些損失併入其會計帳目。而安隆公司的突然破產表明，單純依據投票權模式進行財務報表合併並不完全能夠防控風險，保護股東及債權人利益<sup>19</sup>。

為了彌補這一制度缺失，美國財務會計標準委員會（Financial Accounting Standards Board，以下稱 FASB）<sup>20</sup>重新檢視原有的會計準則並做出調整。2003 年 1 月，FASB 公佈了《第 46 號解釋公告：可變利益實體的財務報表合併》（FIN 46: Consolidation of Variable

---

<sup>19</sup> 莊純慧，VIE 法律問題研究，華東政法大學碩士學位論文，2013 年 10 月 24 日，頁 51993。

<sup>20</sup> 「1973 年，FASB 正式成立，自此它完全取代了 APB 的地位，由它來全面負責美國會計準則的制定工作。與 APB 不同的是，FASB 不屬於 AICAP 的下屬機構，其成員亦不全部來自於會計職業界，而是由多方面的代表組成，它大致包括了會計職業界、工商界、會計學術界和政府部門等多方面的代表，因此它對於會計職業界來說，具有了相對獨立的地位。此外，FASB 的委員也不再只提供兼職的無償服務，而是全日制地為該委員會工作並領取相應報酬。這也使得它能吸引一批全國一流的專業人士。該委員會一共由 7 名委員組成，其中 3 名是註冊會計師，1 名來自經濟分析界，1 名來自教育界，2 名來自工商界。該委員會下設一個由 20 多名專家組成的財務會計準則諮詢委員會（Financial Accounting Standards Advisory Council，簡稱 FASAC）直接向其提供諮詢服務。此外，它還聘請了 45 名專家從事各方面的研究。

FASB 是一個為美國證券交易委員會（Securities Exchange Commission，簡稱 SEC）和會計職業界所承認的組織，是一個民間專業機構，它的建立及其委員會的任命由『財務會計基金會』（Financial Accounting Foundation，簡稱 FAF）負責，該基金會向財務會計準則委員會每年提供約 1500 萬美元的活動經費，並對委員會的活動進行一般性的監督，但技術性事務不在監督之列。

根據相關章程的規定，FASB 的委員必須切斷他們和可能與之有利害衝突的組織的一切聯繫，每屆任期為 5 年，也可以連任，但初始的任期除外，以便讓較多人員輪流擔任，避免委員會成員固定不變。」

以上內容參考 MBA 智庫百科詞條「美國財務會計準則委員會」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E8%B4%A2%E5%8A%A1%E4%BC%9A%E8%AE%A1%E5%87%86%E5%88%99%E5%A7%94%E5%91%98%E4%BC%9A>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

Interest Entities) (以下簡稱 FIN 46) 作為對 ARB 51 的重新解釋

(「an interpretation of ARB No. 51」)<sup>21</sup>。

FIN 46 是美國第一個系統關於合併 SPV 財報的指南。其創造性地提出了可變利益 (Variable Interest) (亦有翻譯作「可變權益」) 和可變利益實體 (Variable Interest Entity) 這一對概念。緊接著在 2003 年 12 月, FASB 正式發佈 FIN 46 的修訂版——FIN 46(R)。FIN 46(R) 被業界稱作「反安隆準則」<sup>22</sup>, 其制訂的目的是制止公司利用 SPV 進行資產負債表外融資。FIN 46(R) 明確了可以以投票權利益以外的其他因素 (即實際控制標準) 來判斷實體企業是否存在控制權; 同時也具體列舉規定了無法用投票權模式來判斷控制權的一些情形, 並針對這些情形創設出以風險和回報為考慮因素, 來判斷是否存在控制權的新模式, 即將判斷一家公司是否應納入集團財務報表合併範圍內的標準由將股權比例改變為誰是該公司的風險和報酬

---

<sup>21</sup> 美國財務會計準則委員會解釋 (FASB Interpretation) 是美國會計準則的一部分。

FASB 不僅有權發佈準則, 並且可以對它前任機構的正式文件, 即對 CAP 的《會計研究公報》和 APB 的《意見書》發表解釋。FASB 自成立以來, 主要發表了以下幾種文件:

(1) 「財務會計準則公告」(Statements of Financial Accounting Standards)。至 2006 年 5 月為止總共發表了 156 份公告, 其中有相當大的一部分是為了修訂或補充以前發佈的 APB 意見書、會計研究公告和 FASB 公告做出的。

(2) 「財務會計準則委員會解釋」(FASB Interpretations)。截止 1993 年, 總共發表了 40 號, 主要是對已發佈的 FASB 公告、APB 意見書以及會計研究公報 (ARB) 等做出的解釋。

(3) 「財務會計準則委員會技術公報」(FASB Technical Bulletins), 截止 1993 年, 共發佈了 49 份, 主要是 FASB 工作人員對財務會計和財務報告問題所發行的指導性材料。

(4) 「財務會計概念公告」(Statements of Financial Accounting Concepts, 簡稱 SFAC), 截止 2000 年, 共發佈了 7 號。

FASB 成立伊始便宣佈, 它將從事財務會計概念體系 (Conceptual Framework) 的研究。它認為, 為了制定各種財務會計和報告準則, 首先應先把財務會計的各種目的和概念確定下來。為此, FASB 自 1978 年發佈第 1 號 SFAC 「企業編製財務報告的目的」起, 到 2000 年發佈第 7 號 SFAC 「在會計計量中使用現金流量信息和現值」為止, 22 年間共發佈了 7 號 SFAC, 但第 6 號 SFAC 是用來取代第 3 號 SFAC 的, 同時, 由於第 6 號 SFAC 曾明確指出其論述的內容, 不僅適用於企業, 同樣適用於非營利組織, 因此第 4 號 SFAC 實際上已被撤銷。

<sup>22</sup> 葉建芳, 俞悅, VIE 結構對我國互聯網海外融資的利與弊, 財會學習, 2012 年 06 期, 頁 20。

的最終承受者。被判斷為存在控制權的一方（較多參與或實際控制另一實體經營）必須在其自身的財務報表中合併另一實體的運營情況，而這前一實體的身份包括股權所有人、貸款人、保證人或協議相對方，而後一實體提供股權、借款、保證或者承擔合同義務的另一實體就是可變利益實體。

所謂可變利益是指投資企業持有的具有控制性的利益，其為產生於某一金融工具或金融合約的財務權益，既可以是債權人權益，也可以是所有人權益，並隨著實體淨資產價值的變化而變化，但該利益並非來自多數表決權。通常說的商業契約在一定程度上都是可變權益的一種，如：權益投資，次級債券工具，擔保和賣出期權，服務合約，遠期契約等都屬於可變利益<sup>23</sup>。而實際或潛在控制該經濟利益的主要受益人需要將此 VIE 做合併財務報表處理。這一改變解決了對某一實體的控制並非建立在多數表決權基礎上的財報合併問題。其將 SPV 分三種情況討論合併：對合格的 SPV<sup>24</sup>，無論是否持

---

<sup>23</sup> 前揭註 22，頁 20。

<sup>24</sup> 「2000 年 FASB 發佈了第 140 號財務會計準則《金融資產轉讓與服務以及債務解除會計》(FAS 140)，對資產證券化涉及的合併問題做出了新規定。FAS 140 將 SPE 分為兩類：合格的 SPE (QSPE) 和不合格的 SPE (NSPV)，並且規定：QSPE 的資產和負債不必合併計入發起人的資產負債表中，即使在發起人保留 100% 股權或不保留股權的情況下，也不予合併。QSPE 如果不是完全的植物人式企業，那麼它至少應該在設立的法律檔中規定各種限制性條款。具體來講，SPE 要想成為 QSPE，需要符合以下四個條件：

第一，SPE 與發起人嚴格劃清界限。發起人將金融資產轉讓給 SPE 後，不得由其本身或其關係企業、代理人單方面解散 SPE；而且在整個資產證券化交易過程中，要麼由獨立第三方至少持有 SPE 受益人權益公允價值的 100%，要麼金融資產的轉讓是個擔保抵押證券化的過程。

第二，SPE 所從事的活動受到重大限制。可從事的活動在設立 SPE 時的法律檔中全部載明，不能超越設立時所約定的範圍。如要改變活動範圍，必須徵得至少大部分獨立第三方受益權持有人的同意。

第三，SPE 持有的資產受到嚴格限制。僅限於：1. 被動持有受讓的金融資產；2. 被動持有與獨立第三方擁有的受益人權益相關的衍生金融工具；3. 在 SPE 成立、受讓金融資產或發行證券時，在相關合約中規定的其有權取得的金融資產；4. 相關的服務權；5. 臨時性的非金融資產；5. 現金及待分配給證券持有人的臨時性投資。

有該實體中的可變利益，都不應對其進行合併；對根據控制性財務利益即投票權來判斷合併財報的 SPV，仍遵照 ARB 51 來處理；然根據主要受益人來合併財報的 SPV，才遵照 FIN 46 的規定。這種「根據主要受益人標準來合併財報的 SPV」，稱作「可變利益實體」(VIE)。

FIN 46 指出 VIE 須至少滿足一項下列特徵<sup>25</sup>：

1. 在沒有額外財務支持下，實體之風險權益投資不足以支持實體活動；

2. 實體之投資人至少缺少一項下列控制性財務權益之重要特徵：

(1) 通過表決權或類似權利，實現對實體活動直接或間接之影響；

---

第四，SPE 對資產的出售或轉讓受到限制。SPE 只能在下列之一事件發生時，自動對資產進行處置：1. 發生的事件滿足已生效的法律文件規定的條件；該事件不受轉讓人及其關聯企業或代理人控制；該事件導致或預計導致這些資產的公允價值下降到低於 SPE 獲得它們時的公允價值；2. 第三方受益權持有人行使賣出期權、對全部或部分資產進行分配或換取現金；取得上述資產的新的受益人權益；3. 轉讓人行使買入期權或帳戶抵銷條款；4. 在設立 SPE 時就在有關文件中載明在某一固定或可確定日期終止或受益人權益到期。對於 NSPE，FASB 緊急問題工作小組在 Topic D-14 中規定，如果第三方投資人符合以下三個條件也可以免於被合併：一是至少持有總資產 3% 的權益，二是作為承擔風險的第一人，三是該投資者實際控制著 SPE。」

以上內容參閱前揭註 2，頁 49。

<sup>25</sup> Consolidation of Variable Interest Entities, addresses consolidation by business enterprises of variable interest entities, which have one or more of the following characteristics:

1. The equity investment at risk is not sufficient to permit the entity to finance its activities without additional subordinated financial support provided by any parties, including the equity holders.

2. The equity investors lack one or more of the following essential characteristics of a controlling financial interest:

a. The direct or indirect ability to make decisions about the entity's activities through voting rights or similar rights

b. The obligation to absorb the expected losses of the entity

c. The right to receive the expected residual returns of the entity.

3. The equity investors have voting rights that are not proportionate to their economic interests, and the activities of the entity involve or are conducted on behalf of an investor with a disproportionately small voting interest.

(2)承受實體預期損失之義務；

(3)獲取實體預期剩餘收益之權利；

3.實體之投資人所擁有之表決權與其經濟利益不相稱，實體涉及或執行之活動代表一個只擁有很小比例表決權的投資人的利益。

當一個實體的權益很明顯屬於可變權益（即可變利益）時，這時發起人就要判斷該實體是否為可變利益實體。判斷的標準主要是根據發起人初次涉及可變利益實體的當天存在的情況，如果當時情況表明實體符合上述特徵之一，那麼就可以判斷該實體為一可變利益實體，否則不是。同時在判斷的當天，實體現存的文件或契約中還規定一個未來可能發生的變化，當在未來這種可能變化確實發生了，那麼要根據發生的狀況判斷實體是否仍為可變利益實體<sup>26</sup>。

如果該實體在未來其決定性的文件或成立時的合同內容發生了變化，並且這種變化改變了實體權益投資的風險性特徵時，需要對實體進行再確認。這裡風險性是指實體的權益投資小於或等於預期發生的損失這一性質<sup>27</sup>。

此外，如果實體改變了權益投資的性質，將權益投資返給投資者，或用於預期損失上；或者實體從事額外活動，這些活動可能增加實體未來的預期損失等，出現上述這些情況，都需要對可變利益實體的性質進行再確認<sup>28</sup>。

---

<sup>26</sup> 前揭註3，頁314。

<sup>27</sup> 前揭註3，頁314。

<sup>28</sup> 前揭註3，頁314。

如果確認後發現實體仍符合 FIN 46(R)規定的四個特徵之一，仍作為可變利益實體，否則就不應再視為可變利益實體對待<sup>29</sup>。

綜合可變利益和 SPV 的特徵，可以認為變利益實體就是以持有可變利益為主要特徵的一種 SPV，其權益投資的數額小，不足以支援整個實體的經營活動<sup>30</sup>。

2007 年次級房貸引發的全球金融危機爆發後，關於財務報告主體在涉及 VIE 方面，FIN 46(R)由於沒有向財務報表使用者提供及時有用的信息而受到持續的關注。為回應財務報表使用者及各方機構組織對涉及 VIE 的財務信息更高透明度的要求，2009 年 6 月 12 日，FASB 發佈了《財務會計準則公告第 167 號》(Statements of Financial Accounting Standards NO. 167，簡稱 FAS 167)，其修訂了 FIN 46(R)，提出了新的 VIE 財報合併規則。

### 第三項、中國大陸企業的融資困境

FIN 46(R)對於美國本土已經或者試圖仿效安隆公司利用 SPV 隱藏負債的公司而言是一個壞消息，但是對於 21 世紀初在中國大陸新興的電信、媒體、技術 (telecommunications, media, technology，縮寫為 TMT) 行業的企業 (尤以互聯網企業為代表) 而言，實在可謂東方不亮西方亮，為其境外融資開了一扇窗。

---

<sup>29</sup> 前揭註 3，頁 314。

<sup>30</sup> 前揭註 3，頁 314。

中國大陸的互聯網產業誕生於 20 世紀 90 年代後期<sup>31</sup>。歷史證明，互聯網產業在中國大陸具備良好的商業前景與競爭實力。然而在其新興初創階段，卻往往缺少發展資金，解決融資問題成為當務之急。

### （一）外商投資產業限制——以電信行業為例

中國大陸自改革開放至推行市場經濟以來，出於保護國家資本安全、產業安全、信息安全之考量，自 1995 年起，先後制定了一系列法律法規以及政策條例，在某些特定產業領域設置嚴格的外商直接投資（Foreign Direct Investment, FDI）的准入限制，其集中規定在《外商投資產業指導目錄》<sup>32</sup>之中，並散見於各種其他規定。《外商投資產業指導目錄》將外商投資之產業分為三大類：1. 鼓勵外商投資之產業：對此類產業，中國大陸政府積極尋找外商投資並給予某些優惠待遇，如稅收激勵、優惠的用地成本、簡化的審批程式或其它優惠的投資條件；2. 限制外商投資之產業：對此類產業，中國大陸政府傾向加以限制，如外資持股比例、公司運營限制以及特殊審批等方面；3. 禁止外商投資之產業：該類產業中不允許外商投

---

<sup>31</sup> 「1994 年 4 月，中關村地區教育與科研示範網路工程進入互聯網，實現和 Internet 的 TCP/IP 連接，從而開通了 Internet 全功能服務。從此中國大陸被國際上正式承認為有互聯網的國家。」參考互動百科詞條「中國互聯網史」，網址：  
<http://www.baike.com/wiki/%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E4%BA%92%E8%81%94%E7%BD%91%E5%8F%B2>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>32</sup> 外商投資產業指導目錄是由中華人民共和國國家發展和改革委員會等單位編制的旨在規範外商投資產業的目錄。該目錄自 1995 年 6 月 20 日同《指導外商投資方向暫行規定》一併推出，此後於 2002 年 2 月 11 日更新《指導外商投資方向規定》；《外商投資產業指導目錄》經 1997 年、2002 年、2004 年、2007 年、2011 年、2015 年六次更新，目前最新版為《外商投資產業指導目錄（2015 年修訂）》，自 2015 年 4 月 10 日起施行。

資。任何沒有列入外商投資產業指導目錄內的行業都被視為「允許」類行業。

以電信行業為例，早在 1993 年，中國大陸郵電部<sup>33</sup>發佈的《從事放開經營電信業務審批管理暫行辦法》<sup>34</sup>第 6 條便規定：「境外組織和個人以及在大陸境內的外商獨資、中外合資和合作企業不得投資、經營或者參與經營電信業務。」郵電部當時的政策性指導意見指出：「外商不能提供網路信息增值服務，但可以提供技術服務。」

35

其後，根據 1995 年 6 月 20 日生效的《指導外商投資方向暫行規定》和《外商投資產業指導目錄》規定，郵電通信業<sup>36</sup>中「郵政、電信業務的經營管理」屬於禁止外商投資行業。

## （二）內資經營許可證制度——以 ICP 許可證為例

與限制、禁止外商投資產業之制度相配合，外資受限之業務經營須獲得國家機關授予之經營許可證。如煙草專賣許可證、醫療器

---

<sup>33</sup> 中華人民共和國郵電部建立於 1954 年 9 月，其前身係組建於 1949 年 10 月的中央人民政府郵電部。郵電部的職責是統一管理中華人民共和國的郵政和電信。1955 年院系調整後成立專門的北京郵電學院，1957 年仿照東歐集團成立郵電科學研究院。

1998 年 3 月，第九屆全國人民代表大會第一次會議批准國務院機構改革方案，在郵電部和電子工業部的基礎上建立信息產業部，國家郵政局為其管理的國家局。郵電部從此被正式撤銷，其職能由中華人民共和國信息產業部與國家郵政局接管。2008 年中華人民共和國信息產業部併入中華人民共和國工業和信息化部（後文稱其為工信部）。

<sup>34</sup> 2001 年 11 月 26 日，中華人民共和國信息產業部令第 17 號令，廢止 1993 年《從事放開經營電信業務審批管理暫行辦法》。

<sup>35</sup> 吳軍，「協議控制」及其會計處理，中國註冊會計師，2011 年 07 期，頁 80。

<sup>36</sup> 郵電通信業包括郵政、電信及與郵政、電信相關的業務。其中，電信業務（Telecommunication Business）指的是電信網向公眾提供的業務。電信業務根據業務類型分類為基礎電信業務和增值電信業務；根據提供業務的網路，可以分為固定電信業務和無線電信業務等。

械經營許可證、藥品經營許可證、網吧<sup>37</sup>經營許可證、危險化學品經營許可證、煙花爆竹零售經營許可證、增值電信業務經營許可證等等。以增值電信業務經營許可證為例——

2000年9月20日，中國大陸國務院公佈《中華人民共和國電信條例》<sup>38</sup>以及《互聯網信息服務管理辦法》<sup>39</sup>。根據這兩個法規的規定，國家對提供互聯網信息服務（Internet Content Provider，以下簡稱ICP）實行許可證制度。

根據《中華人民共和國電信條例》的規定，所謂電信，是指利用有線、無線的電磁系統或者光電系統，傳送、發射或者接收語音、文字、資料、圖像以及其他任何形式信息的活動（第2條）。而電信業務又分為基礎電信業務和增值電信業務（第8條）。基礎電信業務，是指提供公共網路基礎設施、公共資料傳送和基本話音通信服務的業務。增值電信業務，是指利用公共網路基礎設施提供電信與信息服務的業務。此外，根據《中華人民共和國電信條例》附件《電信業務分類目錄》的規定，凡涉及電子郵件、語音信箱、線上信息庫存儲和檢索、電子資料交換、線上資料處理與交易處理等內容均屬於增值電信業務的範疇。<sup>40</sup>

---

<sup>37</sup> 臺灣習慣稱為「網咖」。

<sup>38</sup> 2000年9月20日，國務院第31次常務會議通過，中華人民共和國國務院令（第291號）。

<sup>39</sup> 2000年9月20日，國務院第31次常務會議通過，中華人民共和國國務院令（第292號）。

<sup>40</sup> 幸大智、高田甜，國巨法律事務所，ICP—中國一證當關，外資難入，網址：[http://www.cybersecurity.tw/event/100/pdf/p5\\_law\\_2.pdf](http://www.cybersecurity.tw/event/100/pdf/p5_law_2.pdf)。

根據《互聯網信息服務管理辦法》規定，網際網路信息服務(即 ICP)，是指通過網際網路對網路使用者提供信息的服務活動(第 2 條)。ICP 分為經營性和非經營性兩類。經營性 ICP，是指通過網際網路對網路使用者有償提供信息或者網頁製作等服務活動(第 3 條)。中國大陸對經營性 ICP 實行許可制度，未取得許可的，不得從事 ICP 服務(第 4 條)。從事經營性 ICP 服務，應當向省、自治區、直轄市電信管理機構或者國務院信息產業主管部門申請辦理「網際網路信息服務增值電信業務經營許可證」(即 ICP 證)。未取得經營許可而擅自從事 ICP 服務，即構成非法經營，將由相關主管部門依法責令限期改正，給予罰款、責令關閉網站等行政處罰；情節嚴重構成犯罪時，還將依法追究其刑事責任<sup>41</sup>。

由此可見，經營者欲提供經營性 ICP，其首要前提就是獲得 ICP 證。

而《中華人民共和國電信條例》和《國務院關於修改〈外商投資電信企業管理規定〉的決定》規定，外方投資者在中外合資電信企業中的出資比例，最終不得超過 50% (第 6 條)。可見經營性 ICP 業務並不對外資絕對禁止，但限制在 50% 以下。實踐中，也有中外

---

<sup>41</sup> 《互聯網信息服務管理辦法》同時規定：省、自治區、直轄市電信管理機構或者國務院信息產業主管部門應當自收到申請之日起 60 日內審查完畢，作出批准或者不予批准的決定。予以批准的，應頒發經營許可證，而申請人取得經營許可證後，應當持經營許可證向企業登記機關辦理登記手續(第 7 條)。違反本辦法的規定，未取得經營許可證，即擅自從事經營性 ICP 服務，或者超出許可提供服務者，由省、自治區、直轄市電信管理機構責令限期改正，有違法所得者，沒收違法所得，併處違法所得 3 倍以上 5 倍以下的罰款；沒有違法所得或者違法所得不足人民幣(下同) 5 萬元者，處 10 萬元以上 100 萬元以下的罰款；情節嚴重者，主管機關得責令關閉網站(第 19 條)。

合資企業拿到 ICP 證的先例<sup>42</sup>。不禁止外資（廣義上的外資）在中國大陸從事經營性 ICP 也是中華人民共和國遵守加入世界貿易組織時承諾的要求。但實踐中，外商投資企業卻很難拿到 ICP 許可證<sup>43</sup>。

### （三）中國大陸企業境內外上市門檻比較

中國大陸資本市場發端於 20 世紀 90 年代初，彼時國有企業把控著中國大陸資本市場絕大多數資源。《中華人民共和國公司法》

（以下簡稱《公司法》）<sup>44</sup>最初亦極大程度上服務於國有企業，其將股份有限公司上市之門檻定的比較高。1999 年《公司法》第 152 條之規定，股份有限公司申請其股票上市必須符合下列條件：

- 「（一）股票經國務院證券管理部門批准已向社會公開發行；
- （二）公司股本總額不少於人民幣 5000 萬元；

<sup>42</sup> 如亞馬遜卓越有限公司（ICP 證號：合字 B2-20090004）、上海安吉星信息服務有限公司（ICP 證號：合字 B2-20090005）。

<sup>43</sup> 劉浩，VIE 模式回歸 A 股部分障礙清除——兼析工信部通[2015]196 號文，國浩法律事務所微信公眾賬號，網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MjM5MjUwNjE4NA==&mid=206897781&idx=1&sn=b7a14a60a59b75456cb9ce258c145f42&scene=1&key=af154fdc40fed003d2fea2bcaf5de5f69496a34bf08e640f69a8ac990abe5cfa6ffc397182dbd42e940ac79b6e0b0278&scene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNX%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MjM5MjUwNjE4NA==&mid=206897781&idx=1&sn=b7a14a60a59b75456cb9ce258c145f42&scene=1&key=af154fdc40fed003d2fea2bcaf5de5f69496a34bf08e640f69a8ac990abe5cfa6ffc397182dbd42e940ac79b6e0b0278&scene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNX%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

<sup>44</sup> 第一部《中華人民共和國公司法》於 1993 年 12 月 29 日由第八屆全國人民代表大會常務委員會第五次會議通過。根據 1999 年 12 月 25 日第九屆全國人民代表大會常務委員會第十三次會議《關於修改〈中華人民共和國公司法〉的決定》第一次修正；根據 2004 年 8 月 28 日第十屆全國人民代表大會常務委員會第十一次會議《關於修改〈中華人民共和國公司法〉的決定》第二次修正；現行《公司法》係根據 2005 年 10 月 27 日第十屆全國人民代表大會常務委員會第十八次會議修訂根據 2013 年 12 月 28 日第十二屆全國人民代表大會常務委員會第六次會議通過《關於修改〈中華人民共和國海洋環境保護法〉等七部法律的決定》第三次修正，於 2014 年 3 月 1 日起實施。

(三) 開業時間在 3 年以上，最近 3 年連續盈利；原國有企業依法改建而設立的，或者本法實施後新組建成立，其主要發起人為國有大中型企業的，可連續計算；

(四) 持有股票面值達人民幣 1000 元以上的股東人數不少於 1000 人，向社會公開發行的股份 達 公司股份總數的 25% 以上；公司股本總額超過人民幣 4 億元的，其向社會公開發行股份的比例為 15% 以上；

(五) 公司在最近 3 年內無重大違法行為，財務會計報告無虛假記載；

(六) 國務院規定的其他條件。」

隨著中國大陸經濟的發展和轉型，越來越多的民營和合資中小企業成為經濟中活躍力量，它們擁有強烈的上市融資之願望與需求，基於主場優勢，境內資本市場本應作為境內企業融資之首選渠道，奈何民營企業資本實力較弱，難以達到彼時《公司法》對上市規定之條件，使得境內資本市場無法成為滿足其融資需求之場所。

相比境內資本市場，境外資本市場（如美國、香港）更加成熟，融資環境更加優越，同時境外上市門檻較境內上市更低<sup>45</sup>。

---

<sup>45</sup> 由於境內外上市條件牽涉因素過多，且此內容並不屬於本文研究之重點，在此僅以學者文獻所選取之上市標準簡要做比較，而不做詳細、深入之探討。

下表為適合中國大陸中小企業融資的創業板和中小板與境內企業境外上市之首選 NASDAQ 之比較<sup>46</sup>，同時對照香港交易所（以下簡稱「港交所」）<sup>47</sup> 主板、創業板之相關標準：

	部分上市融資之關鍵標準
大陸創業板	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 發行人應當主要經營一種業務；</li> <li>2. 最近兩年持續盈利，最近兩年淨利潤累計不少於 1000 萬元，且持續增長；或者最近一年盈利，且淨利潤不少於 500 萬元，最近一年營業收入不少於 5000 萬元，最近兩年營業收入增長率不低於 30%；</li> <li>3. 發行前淨資產不少於 2000 萬元。</li> </ol>
大陸中小板	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 最近 3 個會計年度淨利潤均為正數且累計超過 3000 萬元；</li> <li>2. 最近 3 個會計年度經營活動產生現金流量淨額累計超過 5000 萬元；或者最近 3 個會計年度營業收入累計超過 3 億元；</li> </ol>

<sup>46</sup> 鄭榮飛，協議控制模式境外上市中的控制協議及其違約風險分析，廈門大學碩士學位論文，2014 年 4 月，頁 21。

<sup>47</sup> 香港聯合交易所有限公司（簡稱「香港聯交所」或「港聯所」）於 1986 年 4 月 2 日由香港證券交易所、遠東交易所、金銀證券交易所及九龍證券交易所四大交易所合併而成。2000 年，香港聯合交易所、香港期貨交易所及香港中央結算有限公司合併組成香港交易及結算所有有限公司（簡稱「香港交易所」或「港交所」，英語：Hong Kong Stock Exchange，縮寫：HKEx）。合併後的香港交易所於 2000 年 6 月 27 日以介紹方式在聯交所上市。參考維基百科詞條「香港交易所」，網址：<https://zh.wikipedia.org/zh-tw/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E4%BA%A4%E6%98%93%E6%89%80>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

	<p>3.最近一期末無形資產占淨資產比例不高於20%。</p>
NASDAQ	<p>標準一：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.股東權益達 1500 萬美元；</li> <li>2.最近 1 個財政年度或者最近 3 年中的 2 年中擁有 100 萬美元的稅前收入；</li> <li>3.110 萬股的公眾持股量；</li> <li>4.公眾持股的價值達 800 萬美元；</li> <li>5.每股買價至少為 5 美元；</li> <li>6.至少有 400 個持 100 股以上之股東；</li> <li>7.3 個做市商；</li> <li>8.須滿足公司治理要求。</li> </ol>
	<p>標準二：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.股東權益達 3000 萬美元；</li> <li>2.110 萬股的公眾持股量；</li> <li>3.公眾持股的市場價值達 1800 萬美元；</li> <li>4.每股買價至少為 5 美元；</li> <li>5.至少有 400 個持 100 股以上的股東；</li> <li>6.3 個做市商；</li> <li>7.2 年的營運歷史；</li> <li>8.須滿足公司治理要求。</li> </ol>
	<p>標準三：</p>

	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.市場總值為 7500 萬美元；或者資產總額及收益總額分別達 7500 萬美元；</li> <li>2.110 萬股的公眾持股量；</li> <li>3.公眾持股的市場價值達 2000 萬美元；</li> <li>4.每股買價至少為 5 美元；</li> <li>5.至少有 400 個持 100 股以上的股東；</li> <li>6.4 個做市商；</li> <li>7.須滿足公司治理要求。</li> </ol>
<p>港交所主板 (主板新申請人須具備不少於 3 個財政年度的營業記錄，並須符合下列三項財務準則其中一項)<sup>48</sup></p>	<p>盈利測試標準：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.過去三個財政年度至少 5,000 萬港元 (最近一年盈利至少 2,000 萬盈利，及前兩年累計盈利至少 3,000 萬港元)；</li> <li>2.上市時至少達 2 億港元。</li> </ol>
	<p>市值/收入測試標準：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.上市時至少達 40 億港元；</li> <li>2.最近一個經審計財政年度至少 5 億港元。</li> </ol>
	<p>市值/ 收入/ 現金流量測試標準：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.上市時至少達 20 億港元；</li> <li>2.最近一個經審計財政年度至少 5 億港元；</li> </ol>

<sup>48</sup> 參考香港交易所股本證券基本上市規定，網址：  
[https://www.hkex.com.hk/chi/listing/listreq\\_pro/listreq/equities\\_c.htm](https://www.hkex.com.hk/chi/listing/listreq_pro/listreq/equities_c.htm)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

	3.前3個財政年度來自營運業務的現金流入合計至少1億港元。
港交所創業板	<p>創業板申請人須具備不少於2個財政年度的營業記錄，包括：</p> <p>1.日常經營業務有現金流入，於上市文件刊發之前兩個財政年度合計至少達2,000萬港元；</p> <p>2.上市時市值至少達1億港元。</p>

可以看出，相比中國大陸境內創業板、中小板之財務門檻，NASDAQ、港交所的上市門檻相對較低，適合尚未盈利卻具有較大發展空間的中小企業尤其是互聯網企業實現融資目的<sup>49</sup>。

同時，根據港交所上市會計準則：「新申請人的賬目必須按《香港財務匯報準則》或《國際財務匯報準則》編製。經營銀行業務的公司必須同時遵守香港金融管理局發出的《本地註冊認可機構披露財務資料》。在主板上市，如屬海外註冊成立的主板新申請人，在若干情況下，本交易所可接納其按《美國公認會計原則》或其他會計準則編製的賬目。創業板上市，創業板新申請人若已經或將會同時在紐約證券交易所或NASDAQ全國市場上市，則其按《美國公認會計原則》編製的賬目可獲接納。」<sup>50</sup>即在香港上市同樣可能要遵守美國會計準則中的VIE財務報表合併規定。

<sup>49</sup> 徐光勳，納斯達克與中國創業板之比較，中國科技投資，2009年第7期，頁101-104。

<sup>50</sup> 參考香港交易所股本證券基本上市規定，網址：[https://www.hkex.com.hk/chi/listing/listreq\\_pro/listreq/equities\\_c.htm](https://www.hkex.com.hk/chi/listing/listreq_pro/listreq/equities_c.htm)，最後瀏覽時間：2015年6月30日。

#### (四) 中國大陸企業境外融資路徑與障礙

自 20 世紀 80 年代以來，境內企業到境外首發上市之實踐絡繹不絕，上市之方式主要表現為「境外直接首發上市」和「紅籌模式」兩種基本路徑<sup>51</sup>。

境外直接首發上市，又稱「境外直接上市」、「境外直接 IPO」，是指在中國大陸境內註冊的股份有限公司直接以境內公司的名義向境外證券主管部門申請發行股票（或其他衍生金融工具），向當地證券交易所申請掛牌上市交易。所發行的股票屬於境外上市外資股，在香港（Hong Kong）、紐約（New York）、新加坡（Singapore）和倫敦（London）上市的境外上市外資股，分別依其所在地英文首字母被稱為「H 股」、「N 股」、「S 股」和「L 股」。這種方式門檻較高，根據 1999 年中國大陸證券監督管理委員會（以下簡稱「證監會」）公佈的《關於企業申請境外上市有關問題的通知》（證監發行字[1999]83 號）的規定，境外直接上市企業財務上須滿足「四五六條款」，即擬上市企業淨資產不少於 4 億元人民幣，過去一年稅後利潤不少於 6000 萬元人民幣，按合理預期市盈率計算，籌資額不少於 5000 萬美元。這一要求無疑將眾多民營企業尤其是高新技術類、互聯網類企業排除在大門之外，因此這一模式主要適用於資本實力雄厚的大型國有企業。

---

<sup>51</sup> 郭蘆、陳俐利，紅籌架構企業回歸 A 股首發上市實踐與監管研究（上），網址：  
[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204596834&idx=1&sn=3c6d2483fa91ae755fbed597fafec928&scene=1&key=af154fdc40fed00357362d878ee0fd5fd6ba2d0c79ec0e8eefc7c3a497f385830dc4e34a726808bd9de13d27b8242f&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204596834&idx=1&sn=3c6d2483fa91ae755fbed597fafec928&scene=1&key=af154fdc40fed00357362d878ee0fd5fd6ba2d0c79ec0e8eefc7c3a497f385830dc4e34a726808bd9de13d27b8242f&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

以新浪和百度為例，新浪早在 2000 年就赴美上市，彼時，中國大陸境內互聯網企業尚無上市先例，尋求海外突破是唯一選擇。而新浪上市前一年（1999 年），營收收入 283 萬美元、虧損 939 萬美元、淨資產 770 萬美元；上市當年營收 1417 萬美元、虧損 5107 萬美元。這樣的財務狀況不僅達不到境內上市的條件，更與海外直接 IPO 要求差距甚遠。而百度，其實際上市當年（2005 年）淨利潤不足 6000 萬元、淨資產不足 4 億元，在不考慮產業限制的情況下，如果採取海外直接上市的方式且滿足上述條件，其上市時間也應當推遲至 2007 年。

境外間接首發上市，又被稱為「紅籌上市」，是指境內企業或自然人以其擁有或控制的境內企業權益為基礎，在境外註冊公司（SPV）並以該公司的名義在境外首發上市<sup>52</sup>。其屬於「造殼上市」<sup>53</sup>的一種。具體操作是境內企業實際控制人以個人名義在英屬維爾京群島（The British Virgin Islands，縮寫為 BVI）、開曼群島（Cayman Islands）及百慕大群島（Bermuda）等離岸法域設立空殼公司，即謂「造殼」；其後，通過該離岸公司反向收購（以股權收購或資產收購

---

<sup>52</sup> 根據國務院 1997 年 6 月 20 日下發的《關於進一步加強在境外發行股票和上市管理的通知》（國發[1997]21 號），紅籌模式的關鍵問題是離岸公司收購境內資產的外匯如何獲得，以及在涉及國有股份比率較大（超過 30%）時將國有股份或資產轉移到境外能否通過中國證監會和國務院有關主管部門的批准（後者稱為大紅籌，否則為民營企業的小紅籌）。

<sup>53</sup> 「造殼上市是指，公司在境外百慕達、開曼、庫克群島、英屬處女群島等地註冊公司（或收購當地已經存續的公司），用以控股境內資產，而境內則成立相應的外商控股公司，並將相應比例的權益及利潤併入境外公司，以達到上市目的。

公司採取境外造殼上市，主要有兩方面原因。一是為了規避政策監控，使境內企業得以金蟬脫殼，實現境外上市；二是利用避稅島政策，實現合理避稅。」

參考 MBA 智庫百科詞條「造殼上市」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E9%80%A0%E5%A3%B3%E4%B8%8A%E5%B8%82>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

等方式) 境內公司資產或權益，使之轉移至境外離岸公司，通過該境外離岸公司來持有境內公司的資產或股權；再以境外離岸公司的名義申請在境外交易所掛牌交易。境外交易所主要包括港交所、紐約證券交易所 (New York Stock Exchange, 縮寫為 NYSE)、倫敦證券交易所 (London Stock Exchange, 縮寫為 LSE)、法蘭克福證券交易所 (Frankfurt Stock Exchange, 縮寫為 FWB)、那斯達克證券交易所 (National Association of Securities Dealers Automated Quotation, 縮寫為 NASDAQ)、新加坡證券交易所 (Singapore Exchange Limited 縮寫為 SEX)<sup>54</sup>等<sup>55</sup>。由上述可知，紅籌上市中，境外所籌資金主要通過外商直接投資的方式調回境內。這種方式自 20 世紀 90 年代初緣起於美國證券市場<sup>56</sup>，後在香港證券市場被廣泛採用，是 2006 年以前中國大陸企業海外上市的通行模式，同時也是形成「紅籌股 (Red Chip)」<sup>57</sup>的主流方式<sup>58</sup>。

---

<sup>54</sup> 1999 年 12 月 1 日，新加坡證券交易所與新加坡國際金融交易所 (SIMEX) 合併，成立了目前的新加坡交易所 (Singapore exchange, SGX)。參照 MBA 智庫百科詞條「新加坡證券交易所」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E6%96%B0%E5%8A%A0%E5%9D%A1%E8%AF%81%E5%88%B8%E4%BA%A4%E6%98%93%E6%89%80>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>55</sup> 前揭註 51。

<sup>56</sup> 1992 年 10 月 9 日，華晨中國汽車控股有限公司 (NYSE: CBA) 採用紅籌上市的方式在美國紐約證券交易所上市，成為第一家在美國上市的企業。參閱李壽雙、蘇龍飛、朱銳，《紅籌博弈——十號文時代的民企境外上市》(修訂版)，中國政法大學出版社，2012 年版，第 36-38 頁。

<sup>57</sup> 「紅籌」這一概念誕生於 20 世紀 90 年代初期的香港股票市場。因為中華人民共和國在國際上有時被境外媒體稱為「紅色中國」，相應地，香港和國際投資者把在境外註冊、在香港上市的那些帶有中國大陸背景和概念的股票稱為紅籌股，並就其規模和實力等方面與「藍籌股」加以區別 (源於賭場上不同籌碼使用的顏色)。所謂「藍籌股」是指經營業績良好，具有穩定且較高的現金股利支付的公司股票。參閱中國證券業協會，《證券市場基礎知識》，中國財政經濟出版社，2011 年版，頁 73，頁 52。

<sup>58</sup> 另一種方式是買殼上市，即通過購買現成的已在境外上市的境外註冊公司作為外殼，取得上市地位，然後注入境內企業的資產，間接實現境內企業在境外上市。如早期的紅籌股，就是一些駐港中資公司在收購香港的中小型上市公司後重組而形成的，典型的例子有康力投資、中信泰富、首長國際等。參閱邱永紅，我國企業境外借殼上市的實證分析與法律規範，學術交流，1999 年第 3 期，頁 175。

隨著在美國、新加坡等地採用境外間接上市的企業越來越多，紅籌股的概念和範圍亦得以延伸，與此相關的還有所謂「中國概念股」（簡稱「中概股」），即當時境外資本市場參與者因看好中國大陸經濟成長而對所有在境外上市的涉及中國因素的股票的一種稱呼<sup>59</sup>。

實踐中，紅籌上市因具有門檻低、可規避境內審批、可流通股範圍廣、私募融資便利、股權運作靈活、突破外資行業准入限制、稅務豁免等優勢<sup>60</sup>，受到境內企業（尤其是民營企業）的熱捧。紅籌上市一度成為民營企業進入國際資本市場籌資的主要管道。

然而根據 1997 年 6 月 20 日國務院發佈並於當日施行的《國務院關於進一步加強在境外發行股票和上市管理的通知》（國發[1997]21 號），其第 3 條規定：「凡將境內企業資產通過收購、換股、劃轉以及其他任何形式轉移到境外中資非上市公司或者境外中資控股上市公司在境外上市，以及將境內資產通過先轉移到境外中資非上市公司再注入境外中資控股上市公司在境外上市，境內企業或者中資控股股東的境內股權持有單位應按照隸屬關係事先經省級人民政府或者國務院有關主管部門同意，並報中國大陸證監會審核後，由國務院證券委按國家產業政策、國務院有關規定和年度總規模審批。」<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> 王躍龍、唐豪臻、陶紫薇，中國概念股「去紅籌架構」相關法律問題研究，長江論壇，2012 年第 4 期，頁 46。

<sup>60</sup> 武麗紅，紅籌上市法律監管制度探悉，中國政法大學碩士學位論文，2010 年 3 月，頁 4；甄路，中國民營企業海外紅籌上市研究，對外經濟貿易大學碩士學位論文，2006 年 9 月，頁 4。

<sup>61</sup> 參照中國證券監督管理委員會網站，國務院關於進一步加強在境外發行股票和上市管理的通知，網址：

[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/xzfg\\_8248/200802/t20080227\\_191567.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/xzfg_8248/200802/t20080227_191567.html)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

其後於 2000 年 6 月 9 日，證監會發佈了《關於涉及境內權益的境外公司在境外發行股票和上市有關問題的通知》（證監發行字[2000]72 號），該文致中國大陸各律師事務所，「涉及境內權益的境外公司在香港創業板、美國那斯達克等境外市場發行股票和上市」之事宜如果不屬於《國務院關於進一步加強在境外發行股票和上市管理的通知》規定的情形，律師就該事宜須出具的法律意見書，該法律意見書由證監會負責受理，如認為法律意見書陳述的事實不清楚或發表了不恰當的法律意見，將對律師進行書面查詢，律師應及時作出修改補充；如沒有進一步意見，則提出處理意見，由法律部函覆律師事務所<sup>62</sup>。該函被業界稱為「無異議函」。該文之規定意味著只有獲得證監會的「無異議函」的企業，才能紅籌上市。由於證監會繁瑣的審批程序，大部分企業無法順利獲得「無異議函」。這在一定程度上關上了中國大陸民營企業「紅籌上市」模式海外上市的大門。<sup>63</sup>

彼時中國大陸資本市場尚不健全，創業板<sup>64</sup>籌備緩慢，遲遲不能推出<sup>65</sup>，以互聯網企業為主的創新型企業難以在短期內達到上市的盈

---

<sup>62</sup> 參照中國證券監督管理委員會網站，關於涉及境內權益的境外公司在境外發行股票和上市有關問題的通知，網址：[http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzzsyd/ssgs/qtgd/qtfz/200902/t20090226\\_95732.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzzsyd/ssgs/qtgd/qtfz/200902/t20090226_95732.htm)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>63</sup> 2003 年 6 月，證監會取消了《關於涉及境內權益的境外公司在境外發行股票和上市有關問題的通知》。此後，證監會只是保留了對企業法人境外直接上市的監管，而未將自然人紅籌模式上市列入證監會的監管之中。

<sup>64</sup> 創業板市場是指專門協助高成長的新興創新公司特別是高科技公司籌資併進行資本運作的市場，有的也稱為二板市場、另類股票市場、增長型股票市場等。它與大型成熟上市公司的主板市場不同，是一個前瞻性市場，注重於公司的發展前景與增長潛力。其上市標準要低於成熟的主板市場。創業板市場是一個高風險的市場，因此更加註重公司的信息披露。

<sup>65</sup> 直至 2009 年 3 月 31 日，中國證監會才正式發佈《首次公開發行股票並在創業板上市管理暫行辦法》，該辦法自 2009 年 5 月 1 日起實施。2009 年 10 月 23 日，中國大陸創業板舉行開板啟動儀式。

利要求，創業資金境內退出管道受阻，境內互聯網企業急需對現有海外上市方式進行改進以突破此融資困境。

#### 第四項、新浪模式的突圍：VIE 架構的誕生

1998 年 12 月 1 日，北京四通利方公司總裁王志東（新浪網創始人）宣佈併購北美華淵信息網，建立北京四通利方集團（以下簡稱「北京四通」），並在互聯網上建立起全球最大的華人網站——新浪網（以下為行文方便，將新浪網企業組織整體簡稱為「新浪」）。<sup>66</sup>

前文提到，前郵電部曾給出政策性指導意見：「外商不能提供網路信息增值服務，但可以提供技術服務。」這一政策豁口使新浪有了變通空間。新浪的思考是：境外資本無法對屬於禁止外資進入業務的境內運營實體進行股權控制，但可以提供技術服務。即國際投資者可以通過投資離岸控股公司來控制設在大陸境內的技術服務公司，並由該技術公司通過獨家服務合作協議的方式把境內增值電信公司和境外離岸控股公司連接起來，達到離岸公司合併報表的目的，進而獲得上市。

新浪的上市架構包含境外離岸法域部分和境內部分。其計劃上市的主體為「SINA.COM」，係一家註冊於開曼群島的控股公司。

「SINA.COM」旗下擁有四個全資子公司：香港註冊的利方投資有限責任公司（以下簡稱「RSIL」）、運行香港網站的香港新浪有限責任公司（以下簡稱「SINA HK」）、美國加州註冊的新浪線上（以下

---

<sup>66</sup> 關於新浪公司 VIE 架構之搭建過程，參考前揭註 46，頁 15；前揭註 19，頁 10。

簡稱「SINA Online」，包括北美和臺灣兩個網站)、以及在 BVI 註冊的新浪有限公司(以下簡稱「SINA Ltd.」)。RSIL 成立於 1993 年 3 月，其和「北京四通」合資建立了「北京四通利方信息技術有限責任公司」(以下簡稱「BSRS」)，RSIL 控股 97.3%，北京四通控股 2.7%。而 BSRS 則提供互聯網內容以及出售互聯網廣告等技術服務，並取得相關主管機關許可。

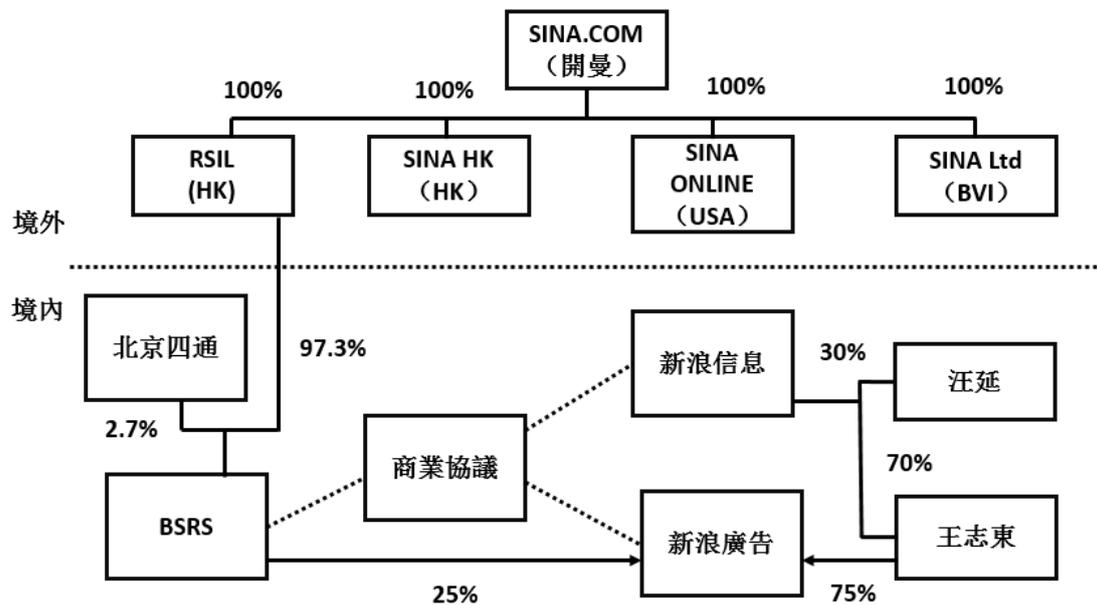
再者，王志東將境內 ICP 業務組織單獨剝離出來，設立純內資公司的「北京新浪信息服務有限公司」(以下簡稱「新浪信息」)，王志東持股 70%；同時，王志東和 BSRS 另在境內註冊成立一家北京新浪互動廣告有限責任公司(以下簡稱「新浪廣告」)，王志東持股 75%。其中，新浪信息從事 ICP 業務，獨立運營不參與上市；新浪廣告低價獲取 ICP 廣告服務空間。而 BSRS 通過簽訂協議的方式向新浪信息和新浪廣告轉移其互聯網內容，提供互聯網廣告，並提供技術、諮詢和其他服務，也即 BSRS 僅和境內內的 ICP 公司發生商業協議關係。

BSRS 簽訂的協議包括「軟體技術服務協議」、「諮詢服務協議」和「股權質押協議」。根據這些協議，新浪信息負責新浪網的運營，並且向新浪廣告出售網站廣告位置，新浪廣告隨後把該網站廣告位置出售給第三方。作為對價，新浪信息和新浪廣告向 BSRS 支付服務費，這筆服務費大體上相當於每個公司年度利潤的總和。

更為重要的是，根據上述協議，BSRS 可以在不擁有股權的情況下控制新浪信息，並且對新浪廣告的控制程度也超出其持有股權的比例。

最後，BSRS 將利潤層層轉移到在開曼群島註冊、在 NASDAQ 上市的 SINA.COM 公司。

以上組織架構如下圖所示：



新浪的上市架構的核心在於，作為從事外資禁入的互聯網行業，離岸公司並未通過直接收購、持股、控股境內的持有外資限制領域牌照的內資企業，而是通過協議的方式使得境外資本得以進入境內限制領域，同時境外企業通過協議獲得境內企業的控制權和向其輸送的利潤。這避開了證監會《關於涉及境內權益的境外公司在境外發行股票和上市有關問題的通知》的規制，同時 SINA.COM 若謀求在美國上市須遵守美國會計準則關於 VIE 之規定，即預期上市的實體通過投票權以外的方式控制的運營實體，二者的財務報表亦須合併，而位於大陸境內的運營實體為其輸送的利益便是可變利益 (VI)，該境內運

營實體便稱為上市實體的「可變利益實體 (VIE)」。新浪的這種上市架構，逐漸被業界稱為可變利益實體架構 (VIE 架構)。由於新浪是最早採用這種方式並成功在美國上市的，業界亦將採取此種架構境外上市的模式稱作「新浪模式」。

如果說新浪採取 VIE 架構上市只是一次嘗試，2001 年 3 月 7 日，一則《信息產業部關於進一步做好互聯網信息服務電子公告服務審批管理工作的通知》，則直接將眾多互聯網企業的海外上市之路定格為 VIE 模式。該通知明確規定妥善處理審批工作中關於外資參股經營 ICP 的具體問題：

根據我國現行政策，目前外資不允許經營包括 ICP 在內的電信業務。涉及外資的網站申辦經營許可證時，應要求該網站先進行外資股份的剝離，待完成外資剝離後，方可受理。對未進行外資剝離的，各通信管理局可按實際情況規定完成外資剝離工作的期限，逾期按有關規定進行處理。

外資股份的剝離符合以下兩種情況可視為完成剝離：

1. 網站所有外資股撤資或全部轉讓給中資；
2. 另成立一個純中資公司，與網站的 ICP 業務有關的資產、人員、功能變數名稱、商標、經營權、使用者關係等均通過協議有償或無償轉讓給純中資公司，由中資公司獨立自主經營 ICP。有外資的原公司不再經營網站，但可以將中資公司視為使用者與其進行技術服務等商業合作。」

此後，互聯網領域各大公司紛紛依賴 VIE 模式在境外成功上市，其中不乏搜狐網、土豆網、奇虎 360、人人網等知名企業。隨後更進一步推廣到教育培訓領域（如新東方）和廣告等新媒體領域（如分眾傳媒、華視傳媒）。第五項、紅籌模式的障礙與秦發模式的變通：VIE 架構的新發展

2006 年，境外上市之路再次變得障礙重重。這起源於商務部研究院的一份題為《中國與離岸金融中心跨境資本流動問題研究》的調查報告。該報告指出，紅籌上市模式的濫用使得大量資金遊離於政府的監管之外，造成資金外逃，轉嫁金融風險等問題<sup>67</sup>。該報告引起了監管部門的高度注意<sup>68</sup>。

2006 年 9 月 8 日，商務部、國務院國有資產監督管理委員會（以下簡稱「國資委」）、國家稅務總局、國家工商行政管理總局（以下簡稱「工商總局」）、證監會、國家外匯管理局（以下簡稱「外管局」）聯合發佈了《關於外國投資者併購境內企業的規定》（業界簡稱「10 號文」<sup>69</sup>）。

該文規定建立了兩項審批制度：一項是其 11 條關於關聯併購的審批：「境內公司、企業或自然人以其在境外合法設立或控制的公司

---

<sup>67</sup> 梅新育，中國與離岸金融中心跨境資本流動研究，中國財政經濟出版社出版，經濟活頁文選，2004 年 6 月。

<sup>68</sup> 沈剛、崔玲，歷史型的經濟學者——訪商務部國際貿易經濟合作研究院研究員梅新育，經濟，2011 年 07 期，頁 38-40。

<sup>69</sup> 該文發佈文號為：「商務部 國務院國有資產監督管理委員會 國家稅務總局 國家工商行政管理總局 中國證券監督管理委員會 國家外匯管理局令 2006 年第 10 號」。本文註腳 56 以及參考文獻專書論著 156 標題中以此簡稱代指該文。

名義併購與其有關聯關係的境內的公司，應報商務部審批。當事人不得以外商投資企業境內投資或其他方式規避前述要求。」

另一項是第 40 條：「特殊目的公司境外上市交易，應經國務院證券監督管理機構批准。特殊目的公司境外上市所在國家或者地區應有完善的法律和監管制度，其證券監管機構已與國務院證券監督管理機構簽訂監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係。」，即以大陸境內的特殊目的公司為平臺，以境外公司的股份換境內公司的股權，境外特殊公司境外上市需要審批。此外，股權併購報審所須送交的文件亦十分複雜<sup>70</sup>。

---

<sup>70</sup> 「第三十二條 外國投資者以股權併購境內公司應報送商務部審批，境內公司除報送本規定第三章所要求的文件外，另須報送以下文件：

- (一) 境內公司最近 1 年股權變動和重大資產變動情況的說明；
- (二) 併購顧問報告；
- (三) 所涉及的境內外公司及其股東的開業證明或身份證明文件；
- (四) 境外公司的股東持股情況說明和持有境外公司 5% 以上股權的股東名錄；
- (五) 境外公司的章程和對外擔保的情況說明；
- (六) 境外公司最近年度經審計的財務報告和最近半年的股票交易情況報告。」

「第四十四條 特殊目的公司以股權併購境內公司的，境內公司除向商務部報送本規定第三十二條所要求的文件外，另須報送以下文件：

- (一) 設立特殊目的公司時的境外投資開辦企業批准文件和證書；
- (二) 特殊目的公司境外投資外匯登記表；
- (三) 特殊目的公司實際控制人的身份證明文件或開業證明、章程；
- (四) 特殊目的公司境外上市商業計劃書；
- (五) 併購顧問就特殊目的公司未來境外上市的股票發行價格所作的評估報告。

如果以持有特殊目的公司權益的境外公司作為境外上市主體，境內公司還須報送以下文件：

- (一) 該境外公司的開業證明和章程；
- (二) 特殊目的公司與該境外公司之間就被併購的境內公司股權所作的交易安排和折價方法的詳細說明。」

「第四十五條 商務部對本規定第四十四條所規定的文件初審同意的，出具原則批復函，境內公司憑該批復函向國務院證券監督管理機構報送申請上市的文件。國務院證券監督管理機構於 20 個工作日內決定是否核准。

境內公司獲得核准後，向商務部申領批准證書。商務部向其頒發加注『境外特殊目的公司持股，自營業執照頒發之日起 1 年內有效』字樣的批准證書。

併購導致特殊目的公司股權等事項變更的，持有特殊目的公司股權的境內公司或自然人，憑加注的外商投資企業批准證書，向商務部就特殊目的公司相關事項辦理境外投資開辦企業變更核准手續，並向所在地外匯管理機關申請辦理境外投資外匯登記變更。」

與證監會《關於涉及境內權益的境外公司在境外發行股票和上市有關問題的通知》比較，國務院六部委《關於外國投資者併購境內企業的規定》賦予證監會更大的審查範圍，企業需要出具公司沿革及業務概況、股本結構、籌資用途及經營風險分析、業務發展目標、籌資成本分析、招股說明書等。此外，《關於外國投資者併購境內企業的規定》還對企業併購的支付手段做出規定，外國投資者以其合法擁有的人民幣資產作為支付手段的，應經外匯管理機關核准。故試圖採取紅籌上市，利用境外 SPV 股權併購境內主體的企業至少要獲得商務部、外管局和證監會三者的審批。

《關於外國投資者併購境內企業的規定》的嚴格限制使得在此之前未完成紅籌架構搭建的公司的境外上市路徑基本被封鎖，正式公佈至今，還沒有一家境內企業經商務部批准完成了《關於外國投資者併購境內企業的規定》框架下標準的紅籌結構搭建。其限制上市重組中跨境換股的關鍵條款便是上文所述的第 11 條。

然而，11 條所規定的「當事人不得以外商投資企業境內投資或其他方式規避前述要求。」對於哪些屬於「其他方式」，監管部門尚未給予明確解釋，也因此一直以來各種試圖繞開商務部審批達成境外上市的「其他方式」層出不窮。<sup>71</sup>

---

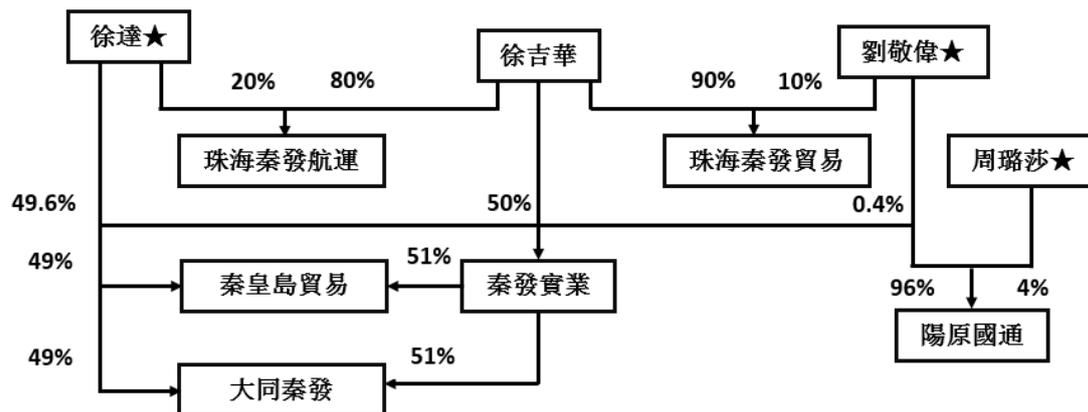
<sup>71</sup> 需要說明的是，2008 年版《外商投資准入管理指引手冊》限制了《關於外國投資者併購境內企業的規定》中「關聯併購條款」的適用範圍。指引手冊中明確說明《關於外國投資者併購境內企業的規定》中「關聯併購的標的公司只包括內資企業，已設立的外商投資企業中方向外方轉讓股權，不參照併購規定。不論中外方之間是否存在關聯關係，也不論外方是原有股東還是新進投資者。」在《關於外國投資者併購境內企業的規定》發佈後，眾多境內企業通過各種途徑避開關聯併購的審查成功境外上市，如境內企業變更為中外合資（Joint Venture）性質，再進行收購，以排除《關於外國投資者併購境內企業的規定》適用。

之後，2007年公佈的《外商投資行業指導目錄》（以下稱2007《目錄》）則在某些特殊產業對外資設置了障礙。2007《目錄》明確列示了限制外商投資和禁止外商投資的行業目錄。例如，名優白酒生產、出版物印刷、電網建設和運營、期貨公司等行業被列為限制外商投資行業，要求必須由中方控股。例如，稀土開採、郵政、圖書出版、新聞網站、互聯網文化經營等行業被列為禁止外商投資行業。至此，限制類和禁止類產業，傳統紅籌上市模式亦不再適用。

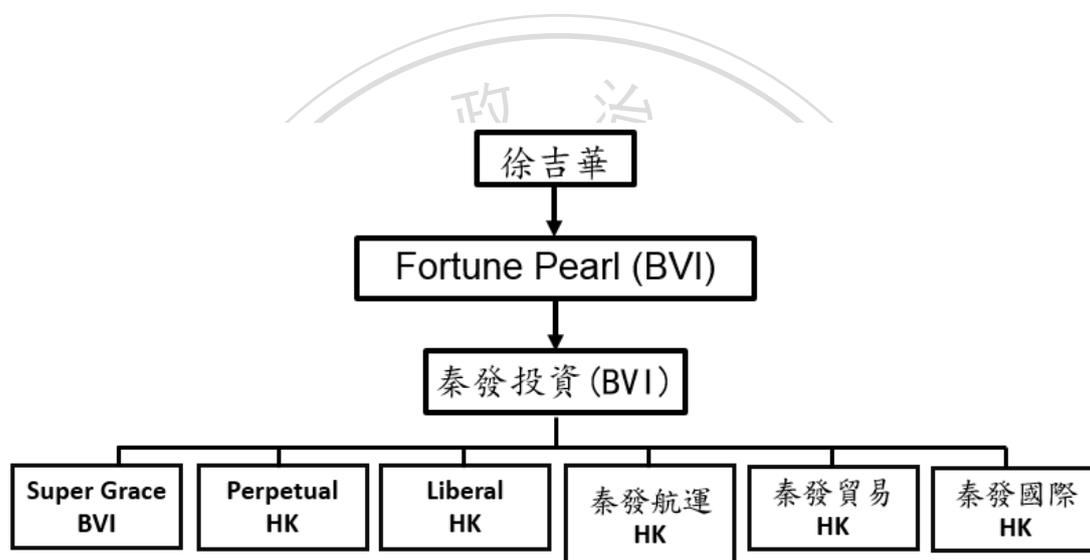
在《關於外國投資者併購境內企業的規定》實施後，成功利用VIE架構實現境外融資的典型是中國秦發集團有限公司（以下簡稱「中國秦發」）——

2009年7月，作為彼時中國大陸最大民營煤炭貿易企業，中國秦發在香港上市。

中國秦發的控股股東為徐吉華，其餘股東為徐吉華的代持人。秦發在大陸和香港擁有兩大塊經營性資產，即中國秦發集團和香港秦發集團，均從事煤炭貿易以及輔助性的航運業務。下圖先後分別係中國秦發集團和香港秦發集團的股權結構：



注：帶★為代徐吉華持股



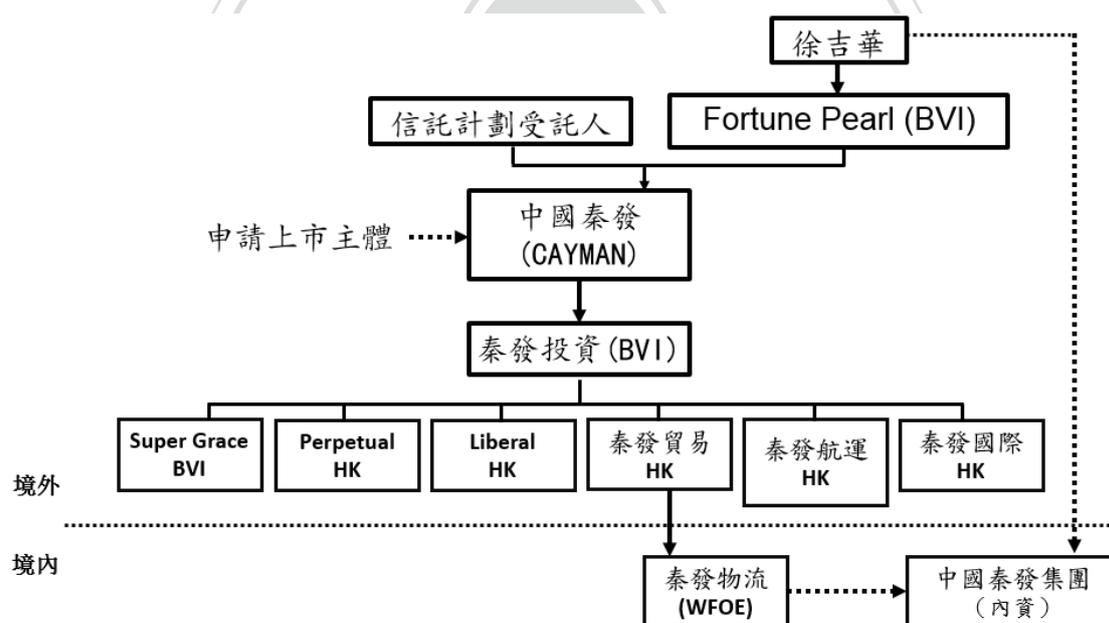
中國秦發集團於 2008 年以協議控制模式啟動赴港上市計畫，其所從事的煤炭和航運領域並非彼時《外商投資產業指導目錄》中禁止、限制外資進入行業，但由於《關於外國投資者併購境內企業的規定》對於紅籌模式造成的障礙，秦發採用了不同於新浪的 VIE 架構，步驟如下：

(1) 2008 年 2 月 5 日，香港秦發集團通過秦發貿易（香港），在境內出資設立外商獨資企業——秦發物流；

(2) 2009 年 6 月 12 日，秦發物流與中國秦發集團各經營公司及其持股股東，簽訂了兩大類控制協議：經營管理委託協議、股權質

押協議。「根據委託協議，中國秦發集團各成員公司的經營管理事項委託給秦發物流，中國秦發集團則將各成員公司等同於淨利潤的金額，作為回報支付給秦發物流，中國秦發集團各成員公司的董事均由秦發物流任命，秦發物流行使中國秦發集團各成員公司的股東表決權；根據質押協議，中國秦發集團各成員公司的股權質押給秦發物流，未經秦發物流同意，中國秦發集團各股東不得擅自出售成員公司的股權、變更註冊資本、清盤等，秦發物流擁有對各成員公司的優先購股權。」

下圖為秦發 VIE 架構：



經過上述協議安排，秦發物流沒有收購中國秦發集團的資產或是股權，因而不需要經過商務部對關聯併購的審批，但通過控制中國秦發集團使得秦發物流母公司中國秦發可以根據香港會計處理的準則，在製作財務報表時可以將中國秦發集團各成員公司的財務報表併入自己的財務報表之中。

相比新浪的 VIE 架構，秦發模式做了兩方面的突破：一是不同於新浪從事的互聯網業務，秦發所在的行業並非禁止、限制外資進入的領域；二是中國秦發境外上市是在《關於外國投資者併購境內企業的規定》生效後，利用協議控制規避了《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 11 條所要求的股權併購的審查。

新浪和秦發的成功引領了中國大陸企業利用 VIE 架構境外上市的大潮。據統計，截至 2012 年 12 月 31 日，赴美上市的中國大陸公司共有 234 家，其中 101 家採取了 VIE 架構，占比 43.2%，NASDAQ 上市公司中，VIE 架構企業占比更達 54.1%；此外，香港上市的大陸公司中有 8 家採取了 VIE 架構。

下圖為截至 2012 年 12 月 31 日，在美國上市大陸公司中 VIE 架構企業統計表<sup>72</sup>：

	NASDAQ	紐交所	美國證券交易所	合計
VIE 架構	79	21	1	101
非 VIE 架構	67	50	16	133
合計	146	71	17	234
VIE 架構占比	54.1%	29.6%	6%	43.2%

<sup>72</sup> 根據《新財富》雜誌高級研究員蘇龍飛新浪微博整理。轉引自前揭註 46，頁 1。

## 第二節、VIE 架構的典型搭建

上文介紹的新浪模式、秦發模式，兩種關於 VIE 架構的搭建方式，可以總結出中國大陸境內企業欲實現境外上市所搭建 VIE 架構中的基本步驟<sup>73</sup>：

1.原始資本持有者（即創始人）在中國大陸境內找到可以信賴的公民（當然也可以是本人），以其為創始股東或其他相關人員成立一家內資企業（當然也可以採取收購別家企業的方式），這家企業可以經營禁止外商投資之產業且可以辦理獲得業務經營許可證：如電信增值業務。

2.同步地，上述資本持有者在離岸法域註冊設立離岸公司作為母公司，以使控制協議的雙方在境內外利益保持一致。

通常會選擇的離岸法域是 BVI。通常而言，BVI 公司只是一個空殼公司，註冊資本很低。設立 BVI 公司之目的在於：

- (1) 控制股東能夠通過該 BVI 公司控制上市公司；
- (2) 公司管理層與其他股東不受禁售期的制約；
- (3) BVI 公司註冊條件寬鬆；

(4) 在 BVI 設立公司將極大減少稅收成本支出。BVI、開曼群島、百慕大群島等皆為知名的國際避稅港，「避稅港對於當地註冊成立的企業豁免所得稅和資本利得稅等高額稅負的徵收，且不存在關稅壁壘和外匯管制，使得資金自由流通。」<sup>74</sup>比如百慕大公司法規

<sup>73</sup> 前揭註 46，頁 24。

<sup>74</sup> 於子龍、俞義平、王旭祥，離岸控股公司的發展及其監管，浙江金融，2005 年第 11 期，頁 62。

定：「除百慕大居民外，不對公司或其股東徵稅」；英屬維京群島公司法規定：「不對國際商務公司或居住在英屬維京群島境外的公司股東徵稅；開曼群島公司法規定：不對公司及其股東徵稅。」<sup>75</sup>

(5) 根據中國大陸國稅總局 2009 年 12 月 10 日發佈的《關於加強非居民企業股權轉讓所得企業所得稅的管理通知》(國稅函[2009]698 號) 第 5 條<sup>76</sup>與第 6 條<sup>77</sup>的規定，境外投資方間接轉讓中國大陸居民企業股權，如果被轉讓的境外控股公司所在國(地區)實際稅負低於 12.5% 或者對其居民境外所得不征所得稅的，應自股權轉讓合同簽訂之日起 30 日內，向被轉讓股權的中國大陸居民企業所在地主管稅務機關披露該交易；如果稅務機關認為該交易不具有合理的商業目的，企圖規避企業所得稅納稅義務的，主管稅務機關層報稅務總局審核後可以按照經濟實質對該股權轉讓交易重新定性，否定被用作稅收安排的境外控股公司的存在，從而要求轉讓方在中國大陸履行納稅義務<sup>78</sup>。而在 BVI 層面轉讓股權所得，基本

<sup>75</sup> 伏軍，境外間接上市法律制度研究，北京大學出版社，2009 年，頁 27。

<sup>76</sup> 「境外投資方(實際控制方)間接轉讓中國居民企業股權，如果被轉讓的境外控股公司所在國(地區)實際稅負低於 12.5% 或者對其居民境外所得不征所得稅的，應自股權轉讓合同簽訂之日起 30 日內，向被轉讓股權的中國居民企業所在地主管稅務機關提供以下資料：

(一) 股權轉讓合同或協議；  
(二) 境外投資方與其所轉讓的境外控股公司在資金、經營、購銷等方面的關係；  
(三) 境外投資方所轉讓的境外控股公司的生產經營、人員、賬務、財產等情況；  
(四) 境外投資方所轉讓的境外控股公司與中國居民企業在資金、經營、購銷等方面的關係；

(五) 境外投資方設立被轉讓的境外控股公司具有合理商業目的的說明；

(六) 稅務機關要求的其他相關資料。」

<sup>77</sup> 「境外投資方(實際控制方)透過濫用組織形式等安排間接轉讓中國居民企業股權，且不具有合理的商業目的，規避企業所得稅納稅義務的，主管稅務機關層報稅務總局審核後可以按照經濟實質對該股權轉讓交易重新定性，否定被用作稅收安排的境外控股公司的存在。」

<sup>78</sup> 自《關於加強非居民企業股權轉讓所得企業所得稅的管理通知》公佈以來，已有許多境外 PE 間接轉讓中國大陸境內公司股權之行為被追繳企業所得稅，其典型案例是高盛集團通過離岸公司間接轉讓其持有的雙匯集團股權，被大陸國稅總局要求補繳所得稅款 4.2 億元，該案被認為是「一起比較典型的非居民企業通過境外企業間接轉讓大陸境內企業股權而須在中國大陸

不用繳納任何稅收，將來創始人或財務投資者退出時的稅收負擔基本為零；

(6) 若公司業務出現變化，需要捨棄原先業務範圍時，能夠以出售 BVI 公司的方式實現這一目的。

(7) BVI 公司在股東信息上具有很強的保密性，可以隱蔽問題股東的個人信息。

3. 該 BVI 母公司於另一個離岸法域開曼群島註冊設立全資子公司作為擬於未來上市的主體。這種控制架構並不會增加額外成本，加之由於開曼群島無外匯管制且屬於英美法系，法律體系比較完善，公司狀況比較透明，董事、監事、高級管理人等信息披露要求較高，相對於股東信息保密性強的 BVI 公司，更容易獲得在國際各大資本市場尤其在中國大陸企業境外上市數量最多的地區——美國較高的認可度。同時，上市公司設於離岸法域內對於投資者退出程序相較於中國大陸會更為簡便<sup>79</sup>。

同時，在 BVI 公司下級設立開曼公司的好處係倘若境內股東直接控股開曼公司，則境內股東需要遵守國家外匯管理局於 2005 年 10 月 23 日發佈的《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發[2005]75 號）第 6 條之規定：「境內居民從特殊目的公司獲得的利潤、紅利及資本變動外匯收入應於獲得之日起 180 日內調回境內，利潤或紅利可以進入經常項

---

陸納稅的案例」。參考徐顯剛，乾貨來襲，史上最詳解讀：關於 VIE 架構的那些事兒，鈦媒體，網址：<http://www.tmtpost.com/191803.html>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>79</sup> 前揭註 46，頁 22。

目外匯帳戶或者結匯，資本變動外匯收入經外匯局核准，可以開立資本項目專用帳戶保留，也可經外匯局核准後結匯。」而先設立一層 BVI 公司便可規避掉這一條文的約束。

實際操作上，BVI 公司可以與境外機構投資者，如私募股權投資基金（Private Equity，縮寫：PE）或創業投資基金（Venture Capital，縮寫：VC）接洽，吸引境外看好該開曼公司前景的投資者對公司進行注資。有實力的投資者擔任股東利於在宣傳上彰顯擬上市公司實力與潛力，提高擬上市公司的知名度，提振後續投資者的信心。

4. 開曼公司在香港設立全資子公司。這一步係出於稅收優惠的考量。根據 1991 年 7 月 1 日首次生效，2007 年 3 月 16 日修訂的《中華人民共和國外商投資企業和外國企業所得稅法》第 19 條的規定<sup>80</sup>以及 2000 年 11 月 18 日發文的《國務院關於外國企業來源於我國境內的利息等所得減徵所得稅問題的通知》（國發[2000]37 號）的規定<sup>81</sup>，在中國大陸境內未設立機構、場所的境外企業所獲股息性質

<sup>80</sup> 《中華人民共和國外商投資企業和外國企業所得稅法》第 19 條規定：

「外國企業在中國境內未設立機構、場所，而有取得的來源於中國境內的利潤、利息、租金、特許權使用費和其他所得，或者雖設立機構、場所，但上述所得與其機構、場所沒有實際聯繫的，都應當繳納 20% 的所得稅。依照前款規定繳納的所得稅，以實際受益人為納稅義務人，以支付人為扣繳義務人。稅款由支付人在每次支付的款額中扣繳。扣繳義務人每次所扣的稅款，應當於五日內繳入國庫，並向當地稅務機關報送扣繳所得稅報告表。對下列所得，免徵、減徵所得稅：

- （一）外國投資者從外商投資企業取得的利潤，免徵所得稅；
- （二）國際金融組織貸款給中國政府和中國國家銀行的利息所得，免徵所得稅；
- （三）外國銀行按照優惠利率貸款給中國國家銀行的利息所得，免徵所得稅；

（四）為科學研究、開發能源、發展交通事業、農林牧業生產以及開發重要技術提供專有技術所取得的特許權使用費，經國務院稅務主管部門批准，可以減按 10% 的稅率征收所得稅，其中技術先進或者條件優惠的，可以免徵所得稅。除本條規定以外，對於利潤、利息、租金、特許權使用費和其他所得，需要給予所得稅減徵、免徵的優惠待遇的，由國務院規定。」

<sup>81</sup> 《國務院關於外國企業來源於我國境內的利息等所得減徵所得稅問題的通知》全文如下：

之所得須在中國大陸繳納 10% 的預提所得稅<sup>82</sup>（稅收協議另有優惠的除外），然而根據 2006 年 8 月 21 日中國大陸與香港特別行政區簽署的《內地和香港特別行政區關於對所得避免雙重徵稅和防止偷漏稅的安排》的規定，對香港公司來源於中國大陸境內的符合規定的股息所得可以按 5% 的稅率來徵收預提所得稅<sup>83</sup>。2007 年 3 月 16 日第十屆全國人民代表大會第五次會議通過、2008 年 1 月 1 日實施的

---

「為公平稅負，支援中西部地區發展經濟，根據《中華人民共和國外商投資企業和外國企業所得稅法》第十九條的規定，現就外國企業從我國取得的利息、租金、特許權使用費等所得徵收企業所得稅問題通知如下：

自 2000 年 1 月 1 日起，對在我國境內沒有設立機構，場所的外國企業，其從我國取得的利息、租金、特許權使用費和其他所得，或者雖設有機構，場所，但上述各項所得與其機構，場所沒有實際聯繫的，減按 10% 稅率徵收企業所得稅。」

<sup>82</sup> 預提所得稅(provision for income tax)是指對外國公司、企業和其他經濟組織在中國大陸境內未設有機構，但有來源於中國大陸的某些所得，按照規定的稅率，由中國大陸支付款項的單位實行扣繳（即所謂「源泉扣繳」）的所得稅。它不是一個稅種，而是世界上對這種源泉扣繳的所得稅的習慣叫法。預提稅額的計算公式：預提稅額=收入金額×稅率；或，支付單位代扣代繳所得稅額=支付金額×稅率。參照 MBA 智庫百科詞條「預提稅」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E9%A2%84%E6%8F%90%E7%A8%8E>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

關於「源泉扣繳」，規定於《中華人民共和國稅收征收管理法》第五章，第 37 條規定：「對非居民企業取得本法第三條第三款規定的所得應繳納的所得稅額，實行源泉扣繳，以支付人為扣繳義務人。稅款由扣繳義務人在每次支付或者到期應支付時，從支付或者到期應支付的款項中扣繳。」

<sup>83</sup> 《內地和香港特別行政區關於對所得避免雙重徵稅和防止偷漏稅的安排》第 10 條規定：

「一、一方居民公司支付給另一方居民的股息，可以在該另一方徵稅。

二、然而，這些股息也可以在支付股息的公司是其居民的一方，按照該一方法律徵稅。但是，如果股息受益所有人是另一方的居民，則所徵稅款不應超過：

（一）如果受益所有人是直接擁有支付股息公司至少 25% 資本的公司，為股息總額的 5%；

（二）在其它情況下，為股息總額的 10%。

雙方主管當局應協商確定實施限制稅率的方式。

本款不應影響對該公司就支付股息的利潤所徵收的公司利潤稅。

三、本條「股息」一語是指從股份或者非債權關係分享利潤的權利取得的所得，以及按照分配利潤的公司是其居民的一方的法律，視同股份所得同樣徵稅的其它公司權利取得的所得。

四、如果股息受益所有人是一方居民，在支付股息的公司是其居民的另一方，通過設在該另一方的常設機構進行營業，據以支付股息的股份與該常設機構有實際聯繫的，不適用本條第一款和第二款的规定。在這種情況下，適用第七條的规定。

五、一方居民公司從另一方取得利潤或所得，該另一方不得對該公司支付的股息或未分配的利潤徵收任何稅收，即使支付的股息或未分配的利潤全部或部分發生於該另一方的利潤或所得。但是，支付給該另一方居民的股息或者據以支付股息的股份與設在另一方的常設機構有實際聯繫的除外。」

《中華人民共和國企業所得稅法》取代了《中華人民共和國外商投資企業和外國企業所得稅法》，將未在中國大陸境內設立機構，場所的外國企業所應繳預提所得稅稅率提高到 20%<sup>84</sup>，但《內地和香港特別行政區關於對所得避免雙重徵稅和防止偷漏稅的安排》仍然有效。因此很多紅籌架構都把直接持有境內公司權益的公司設在香港以享受大陸和香港之間有關股息所得的預提所得稅優惠。

#### 5. 香港公司在中國大陸境內設立一家或多家外商獨資公司

(Wholly Foreign Owned Enterprise, 縮寫: WFOE) (下文將所涉 VIE 架構中境內外商獨資公司統一簡稱為 WFOE)。WFOE 設立本身亦存在法律障礙，其可以從事技術支持、管理諮詢等業務，這些業務不受外商投資產業政策制約。

#### 6. 重組境內內資公司，形成境外上市主體的境內實際運營實體

(Operating Company, 縮寫: OPCO) (下文將所涉 VIE 架構中境內實際運營主體統一簡稱為 WFOE)，即上市公司的 VIE。這一步驟的目的是：首先，剝離與境外上市無關的業務，確保不違反中國大陸

---

<sup>84</sup> 根據《中華人民共和國企業所得稅法》第 2 條規定：

「企業分為居民企業和非居民企業。

本法所稱居民企業，是指依法在中國境內成立，或者依照外國（地區）法律成立但實際管理機構在中國境內的企業。

本法所稱非居民企業，是指依照外國（地區）法律成立且實際管理機構不在中國境內，但在中國境內設立機構、場所的，或者在中國境內未設立機構、場所，但有來源於中國境內所得的企業。」

第 3 條規定：

「居民企業應當就其來源於中國境內、境外的所得繳納企業所得稅。

非居民企業在中國境內設立機構、場所的，應當就其所設機構、場所取得的來源於中國境內的所得，以及發生在中國境外但與其所設機構、場所所有實際聯繫的所得，繳納企業所得稅。

非居民企業在中國境內未設立機構、場所的，或者雖設立機構、場所但取得的所得與其所設機構、場所沒有實際聯繫的，應當就其來源於中國境內的所得繳納企業所得稅。

第 4 條

企業所得稅的稅率為 25%。

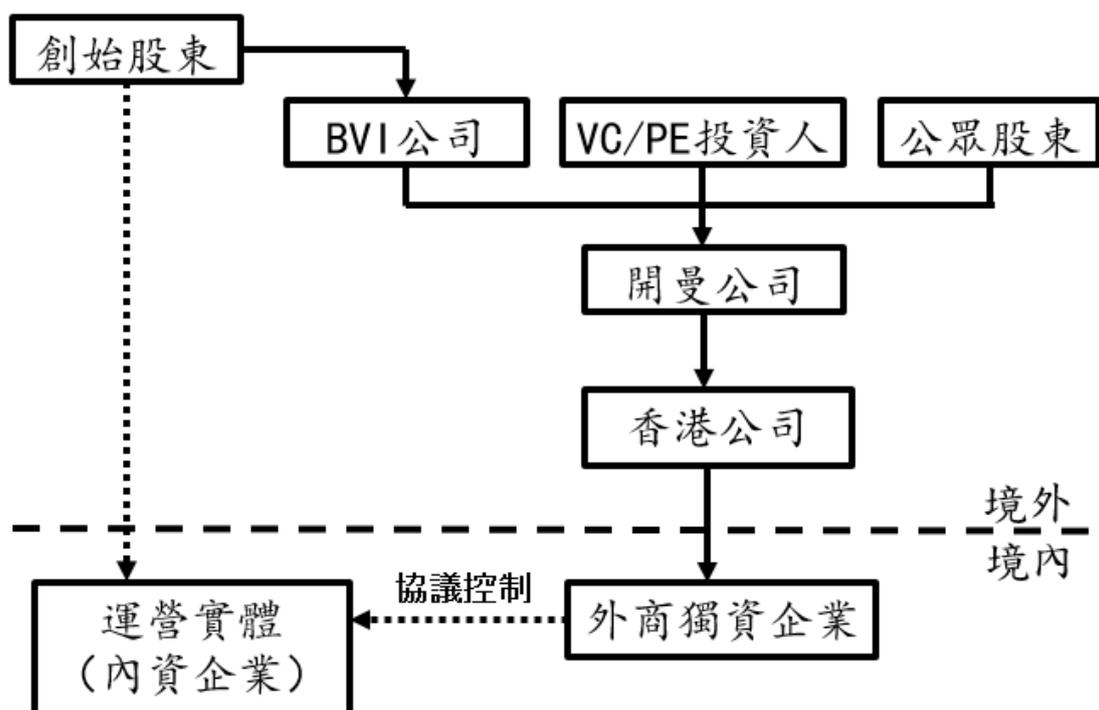
非居民企業取得本法第三條第三款規定的所得，適用稅率為 20%。」

外商投資產業政策，將這些業務歸到一個或幾個公司，使之後的協議架構可以更穩定。其次，OPCO 原先的股東人數可能較多，重組一來可使原本分散的經營管理權被幾位特定股東掌控，二來這些特定股東的身份大多情況下為公司創始股東、前者近親屬以及高級管理人員，人合性的加強亦是為了確保之後的協議架構能得到更可靠的履行，同時安定投資人之信心。

7. WFOE 與 OPCO 及其股東間簽訂一系列排他性協議，以使境外擬上市主體與 OPCO 之間建立實際控制關係。實踐中具體包括：《借款協議》、《股權質押協議》、《股權處置協議》、《業務經營協議》、《獨家諮詢和服務協議》、《配偶聲明》等。通過這些協議，上市主體可向 OPCO 輸送所募集的資金，亦可使後者按照外資公司的意志經營業務，分配及轉移利潤，最終在完稅後將經營利潤轉移至境外公司。

這其中，在香港設立公司的資金大多來源於最初 OPCO 向離岸公司提供的借款，或者在先前 BVI 招募投資人過程中引入了 PE / VC。而 WFOE 與 OPCO 皆位於境內。

典型 VIE 架構如下圖所示：



### 第三節、協議控制概述

#### 第一項、主要控制協議設計及其效果

##### (一) 借款協議

企業通過 VIE 架構境外上市，其根本動力與直接目的是在國際資本市場上融得資金，促進 OPCO 的發展運營，故借款協議 VIE 架構下的基礎協議與核心協議。借款協議（又稱「貸款協議」），係由 WFOE 與 OPCO 的股東簽立。境外上市公司獲得資金後，通過股權關係可將資金轉入香港殼公司再轉入境內 WFOE，WFOE 再通過借款協議將資金轉入 OPCO。WFOE 根據該協議向 OPCO 的股東提供無利率貸款，後者將這筆貸款通過增資的方式注入 OPCO。一般情

況下不需要 OPCO 償還該筆貸款，但當 WFOE 向 OPCO 發生書面通知要求償還時，OPCO 需要立即償還。

目前主要為三種方式實現借款：<sup>85</sup>

1. 委託貸款協議。由於大陸法律規定企業之間不可相互借貸<sup>86</sup>，催生了委託貸款之方式。具體操作係由 WFOE（委託人）在商業銀行（受託人）處開立委託貸款賬戶，由 OPCO 在商業銀行處開立資金監管帳戶用於還本付息，受託人根據委託人確定的貸款對象（OPCO）、用途、金額、期限、利率等代為發放、監督使用並協助收回的貸款，收取手續費。

2. 自然人股東借款協議。雖然根據 1996 年中國人民銀行的《貸款通則》，WFOE 不能直接貸款給 OPCO，但是可以通過向 OPCO

---

<sup>85</sup> 前揭註 46，頁 26。

<sup>86</sup> 關於企業之間的借貸，現行法律、行政法規中並無明確的禁止性規定。但是，最高人民法院 1990 年頒佈的《關於審理聯營合同糾紛案件若干問題的解答》有清晰的界定，其第 4 條規定：「企業法人、事業法人作為聯營一方向聯營體投資，但不參加共同經營，也不承擔聯營的風險責任，不論盈虧均按期收回本息，或者按期收取固定利潤的，是明為聯營，實為借貸，違反了有關金融法規，應當確認合同無效。」

1996 年 6 月 28 日，人民銀行頒佈的《貸款通則》第 21 條規定：「貸款人必須經中國人民銀行批准經營貸款業務，持有中國人民銀行頒發的《金融機構法人許可證》，並經工商行政管理部門核准登記。」第 61 條規定：「各級行政部門和企事業單位、供銷合作社等合作經濟組織、農村合作基金會和其他基金會不得經營存貸款等金融業務。企業之間不得違反國家規定辦理借貸或者變相借貸融資業務。」

由此可見，對於企業之間的、以營利為目的放貸行為，法律原則上不予支持，即不予司法保護，發生糾紛時，法院可以認定借貸合同無效。

1996 年《最高人民法院關於對企業借款合同借款方逾期不歸還借款的應如何處理問題的批復》也規定：「企業有關借款合同違反有關金融法規，屬無效合同。」這裡所指的「有關金融法規」，當時並不明確，實際上就是指《貸款通則》，別無其他。但是，《貸款通則》有關企業之間借貸行為的禁止性規定是「不得違反國家規定辦理」，也並非「一律不得」；另外所謂「國家規定」為何，目前亦不明確。在研究修改《貸款通則》過程中，各方面分歧意見比較大，但多數意見建議廢止這一規定。

由此可見，在中國目前的法律框架下，對企業之間的借貸行為，法律並不強制禁止；「金融法規」體現為有條件的禁止；但是，一旦發生糾紛，法院根據具體情節，可以判定借貸合同無效，對此類借貸行為不予司法保護。即對這類行為，法律奉行「不禁止亦不保護」之原則。

值得注意的是，近年由於企業之間借貸活動大量增加，司法機關對企業之間借貸關係合法性的認識已經發生變化。根據最高人民法院相關司法解釋，在處理此類借貸糾紛時，借貸本金受法律保護，出借人有權要求借入方償付。

的自然人股東提供借款，然後由自然人股東將該筆資金借給 OPCO 來實現這個目的。理論上需要兩次資金操作與兩份借款協議，但由於大陸銀行不方便劃轉巨額資金而且巨額資金所產生的手續費也不容小視，實務中通常做法是直接將 OPCO 的帳戶作為接收借款帳戶來解決上述問題。

3.代償債務協議。WFOE 可以代替 OPCO 向其債權人償還債務，主要是日常運營產生的債務。一般情況下，債權人也同意債務轉移，因為 WFOE 資金雄厚，償還債務能力強。

## (二) 股權質押協議

該協議由 WFOE 與 OPCO 的股東簽訂，往往與前述借款協議一起簽立，以擔保其他協議的履行。當 OPCO 違約時，WFOE 可以將質押的股權拍賣變現。

WFOE 作為質權人具有第一順位的清償請求權，未經 WFOE 同意，出質人 OPCO 不得就股權再行處分或者創設其他他物權，不得實施不利於股權的行動，股權質押協議自借款協議主債務履行完畢時終止。

本質上，股權質押協議的作用更多體現在約束 OPCO 股東的行為上，倘若確實出現債權到期而融資企業或其股東不能償還債務的情況，所質押的股權如何向第三人轉讓，WFOE 如何實現質押權是需要思考的：首先，OPCO 之股權無法直接向 WFOE 轉讓，因為這樣可能會觸及中國大陸產業政策並涉及關聯併購審查等；其次，如

果向境內具有資質的第三人代表轉讓，股權轉讓款在價值上能否與先前提出的借款相對等，也需要考量。再次，質押的股權可能通過拍賣、變賣或者折價方式處分，而 WFOE 可能只能獲得一定現金補償，違背 WFOE 初衷。

### （三）獨家認股權協議

該協議又稱「獨家認股選擇權協議」，一般會與股權質押協議一併簽立，約定 OPCO 的股東同意 WFOE 對其全部或部分股權與資產擁有獨家購買權，當中國大陸法律放開對相關行業的限制或禁止，允許外資進入時，WFOE 享有優先認購 OPCO 股權的排他性權利；當中國大陸法律允許 OPCO 向 WFOE 轉讓上述股權和資產時，OPCO 股東放棄優先購買權。但該協議涉及大陸禁止流質條款的規定，根據大陸《擔保法》第 40 條以及《關於使用擔保法若干問題的解釋》第 57 條規定以及《物權法》第 186 條規定得出，當事人在抵押、質押合同中約定，債務履行期限屆滿時，抵（質）押權人未受清償，抵押物所有權轉移為債權人所有，條款無效，但不影響合同中其他條款的效力。不過這個條款主要目的在於進一步限制股東的權利，實質是將 OPCO 變成 WFOE 的子公司<sup>87</sup>。

---

<sup>87</sup> 前揭註 46，頁 28。

#### (四) 獨家技術顧問、諮詢、服務和授權協議

在該項協議下，WFOE 向 OPCO 提供獨家的技術方面的顧問、諮詢、服務以及智慧財產權許可、功能變數名稱許可等服務，OPCO 盈利後再將利潤作為許可費轉移至 WFOE，並最終轉移至境外上市主體。

該項協議的本質就是通過諮詢、服務和許可等協議安排，實現 OPCO 的利潤從境內境外的轉移，使境外公司將 OPCO 的收益納入財務報表，向殼公司輸送血液。一般會包括以下方面：<sup>88</sup>

1.WFOE 所提供的諮詢、服務和許可會在很大程度上限制委託方即 OPCO 的經營管理決策權，比如要求其及時提供公司財務和營運情況；只能在授權的標的額範圍內簽訂合同，WFOE 未獲授權不得向其他機構或個人提供委貸、信貸、借款等，亦不收購或投資其他公司。

2.由於實際控制權已經在外資手中，根據中國大陸《公司法》第 217 條之規定<sup>89</sup>完全可以被認定為 OPCO 的實際控制人，而這可

---

<sup>88</sup> 前揭註 46，頁 27。

<sup>89</sup> 「本法下列用語的含義：

(一) 高級管理人員，是指公司的經理、副經理、財務負責人，上市公司董事會秘書和公司章程規定的其他人員。

(二) 控股股東，是指其出資額占有限責任公司資本總額百分之五十以上或者其持有的股份占股份有限公司股本總額百分之五十以上的股東；出資額或者持有股份的比例雖然不足百分之五十，但依其出資額或者持有的股份所享有的表決權已足以對股東會、股東大會的決議產生重大影響的股東。

(三) 實際控制人，是指雖不是公司的股東，但通過投資關係、協議或者其他安排，能夠實際支配公司行為的人。

(四) 關聯關係，是指公司控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員與其直接或者間接控制的企業之間的關係，以及可能導致公司利益轉移的其他關係。但是，國家控股的企業之間不僅因為同受國家控股而具有關聯關係。」

能會觸碰大陸產業政策。為防止被認定違法，約定修正條款和效力說明：任何修正條款僅為合法所需，且不能影響根據預期應獲得的利益，且協議架構某個部分的違法不影響整體協議包括這份協議以及協議群中的其他協議可執行性和合法性。

#### **(五) 股東委託投票代理協議**

在該協議項下，OPCO 的股東委託 WFOE 行使其在 OPCO 的股東表決權。OPCO 股東同意不可撤銷地指定由 WFOE 委派的相關工作人員，獨家代理其在 OPCO 股東大會上行使法律與公司章程賦予的股東投票權利，包括選舉投票權和重大問題決策權。其實質是允許 WFOE 在不直接持有 OPCO 股權的情況下，間接通過投票權安排來控制 OPCO 的表決權達到代持的效果。既可以對 OPCO 重大問題決策進行投票，又可以指定及任命公司的董事高管人員強化控制。

#### **(六) 資產運營控制協議**

資產運營控制協議是為了實現境外上市主體控制 OPCO 經營與管理的合同。從經營方面看，其約定 WFOE 為 OPCO 提供運營所需資產，但該資產必須用於從事境內限制性行業；從管理方面看，其具體內容可能包括：WFOE 可以不時地向其提供有關員工的聘任與解聘以及日常經營管理和財務管理等制度建議，OPCO 應該要嚴格按照的意見執行；高級管理人員等 WFOE 認為重要的公司核心人員與 OPCO 解除勞動合同關係，再與 WFOE 簽訂勞動合同，由 WFOE

派至 OPCO；OPCO 選舉推薦的人選擔任董事、監事等高管，除辭職、退休、死亡或無民事行為能力的原因外，需要根據 WFOE 的指令才可以調整其職位或工作分工。

### **(七) 獨家期權協議**

該協議由 WFOE 與 OPCO 的股東簽訂。在該協議項下，OPCO 的股東授予 WFOE 一項獨家期權。根據該獨家期權，WFOE 可以隨時自己或者指定任意第三方主體購買 OPCO 股東所持有的 OPCO 的股權。

上述 7 種協議可以分為兩大類：控制性協議和經濟性協議。除借款協議和獨家技術顧問服務協議屬於經濟性協議外，其他協議均為控制性協議。這些控制性協議監管部門基本無從發現，而經濟性協議被認定為 VIE 架構協議的可能性也較小，因為很難將這類協議與正常經濟活動中的協議區分開來。

## **第二項、VIE 架構與協議控制之概念辨析**

根據前文可知，VI 與 VIE 這一對會計概念乃係 FIN 46 創設。在中國大陸企業的境外融資實踐中，利用這一概念相關的財報合併規定，搭建起符合該規定的新興企業架構。此架構中的企業主體分為境內與境外兩部分，境外部分以設立於離岸法域的上市主體為核心，境內部分以從事中國大陸境內禁止或限制外商投資之產業或持有產業經營許可證照之 OPCO 為核心，上市主體與 OPCO 之間通過

簽立協議以達成控制關係，進而滿足美國會計準則中關於合併 VIE 財報之條件規定，使境外上市主體之財務報表得以反映境內 OPCO 之財務狀況。而境內 OPCO 即境外上市主體的 VIE（可變利益實體）。採用該架構的境外上市的企業一方面滿足上市地條件從而從資本市場獲得資金，另一方面避免受到中國大陸政府外商投資產業限制政策和相關規定之約束。根據企業的產業規劃的不同，一個 VIE 架構中可以存在多個 VIE。

通過搭建 VIE 架構融資的模式被冠以「VIE 模式」之名，且又由於該模式最早為新浪創設並成功實踐，故業界也稱其為「新浪模式」。

由於這種企業架構在 21 世紀初 10 年被中國大陸互聯網企業廣泛搭建，而這批境外上市的互聯網企業如今已成為中國大陸互聯網產業的領頭軍，受到社會大眾的高度關注，故 VIE 這一概念之外延在中國大陸的法律語境中得到擴大，其泛指採用這種架構境外上市的法律現象。

然大陸學術界與實務界皆普遍將 VIE 與協議控制二詞混用。筆者認為，由於 VIE 現象為現階段各方研究之熱點，語境固定，指代明確，故在概括性表述上將二者等同，並不會造成理解偏差，無可厚非；然無論 VIE 一詞或協議控制一詞，其本身內涵原本比現階段現象指涉中的使用含義更廣，對於學術研究之準確性而言，必須將這兩個截然不同的概念做明確區分。

具體而言，VIE 不僅可通過協議控制之方式實現，還可通過諸如夾層融資、租賃等方式實現<sup>90</sup>，協議控制也不僅僅為了實現 VIE 架構，在世界範圍內，協議控制本就是學理上與股權控制並列的一種關係企業構成類型，該類型在德國法中典型存在<sup>91</sup>。故本文將嚴格區分二詞的區別。

中國大陸實務中所謂之「協議控制」，亦可稱作「契約控制」、「合同控制」<sup>92</sup>，加之漢字輸入時簡繁體轉換的固定錯誤，部分文本中亦存在「協定控制」的稱謂<sup>93</sup>。

根據《中華人民共和國合同法》第 2 條：「本法所稱合同是平等主體的自然人、法人、其他組織之間設立、變更、終止民事權利義務關係的協議。婚姻、收養、監護等有關身份關係的協議，適用其他法律的規定。」可知，「合同」為「協議」之下位概念，而一切當事人的合意皆可稱為「協議」。故所謂協議控制，即遵照當事人合意，達成當事人之間的控制從屬關係。比照臺灣法上所稱之「契約」，根據臺灣民法第 153 條：「當事人互相意思表示一致者，無論其為明示或默示，契約即為成立」。即「協議控制」中之「協議」，與臺灣法中所謂之「契約」意涵最為相似<sup>94</sup>。本文敘述上將一律採

---

<sup>90</sup> 前揭註 46，頁 14。

<sup>91</sup> 陳宏，從臺灣關係企業制度檢視中國大陸關係企業之立法，國立政治大學碩士學位論文，2015 年 3 月，頁 14。

<sup>92</sup> 許蓉蓉、周舫，合同控制結構的相關法律問題及運用，出自《律師之道（二）：資深律師的 11 堂業務課》，北京大學出版社，2011 年 10 月第 1 版，頁 130。

<sup>93</sup> 前揭註 1，頁 24。

<sup>94</sup> 臺灣法中的「合同行為」，又稱「協同行為」，係指多數人就同意內容之意思表示達成合致所作成之行為，譬如總會決議。其與大陸民法學中的合同行為有著不相同的意涵。

「協議控制」之稱謂，唯後文在涉及法條表述或理論觀點時，將「協議」、「契約」、「合同」視為相同概念，不作區分。

#### 第四節、協議控制的雙重稅負問題

根據前文可知，協議控制屬於對紅籌模式中股權控制一環的變通，即將紅籌模式中境外上市主體反向併購境內 OPCO 以達成股權控制變為協議控制。然而，紅籌模式所面臨的一般稅務問題 VIE 模式也可能面臨，例如境外上市主體是否會被稅務機關認定為中國居民企業以及由此帶來的相關稅務調整等——

根據《中華人民共和國企業所得稅法》第 2 條規定：

「企業分為居民企業和非居民企業。

本法所稱居民企業，是指依法在中國境內成立，或者依照外國（地區）法律成立但實際管理機構在中國境內的企業。

本法所稱非居民企業，是指依照外國（地區）法律成立且實際管理機構不在中國境內，但在中國境內設立機構、場所的，或者在中國境內未設立機構、場所，但有來源於中國境內所得的企業。」

第 3 條規定：

「居民企業應當就其來源於中國境內、境外的所得繳納企業所得稅。

非居民企業在中國境內設立機構、場所的，應當就其所設機構、場所取得的來源於中國境內的所得，以及發生在中國境外但與其所設機構、場所有實際聯繫的所得，繳納企業所得稅。

非居民企業在中國境內未設立機構、場所的，或者雖設立機構、場所但取得的所得與其所設機構、場所沒有實際聯繫的，應當就其來源於中國境內的所得繳納企業所得稅。」

VIE 架構由境外企業和境內企業兩部分構成，境內企業構成中國居民企業無需贅言，但境外企業是否構成中國居民企業則需進一步討論。不同的認定對 VIE 架構的稅負會有不同的影響。

1.對於境外上市主體從 WFOE 處獲得的股息收入：若境外上市主體被認定為中國居民企業，則免繳中國企業所得稅；若境外上市主體被認為非中國居民企業，則應繳納中國企業所得稅。

2.境外上市主體的非居民企業股東就其從境外上市主體處獲得的股息收入：若境外上市主體被認定為中國居民企業，則應繳中國企業所得稅；若境外上市主體被認定為非中國居民企業，則不用繳納中國企業所得稅。

3.境外上市主體的非居民企業股東就其轉讓境外上市主體的股份所取得的收入：若境外上市主體被認定為中國居民企業，則應繳納中國企業所得稅；若境外上市主體被認定為非中國居民企業，則可能需要根據大陸國稅總局 2009 年 12 月 10 日發佈的《關於加強非居民企業股權轉讓所得企業所得稅的管理通知》（國稅函[2009]698 號）<sup>95</sup>繳納中國企業所得稅。

---

<sup>95</sup> 為行文方便，在下圖表格中將國稅總局《關於加強非居民企業股權轉讓所得企業所得稅的管理通知》簡稱為「國稅局 698 號文」。

4.境外上市主體的外國投資者的股東通過間接轉股的方式轉讓境外上市主體的股份所取得的收入：若境外上市主體被認定為中國居民企業，在一定條件下，應繳納中國企業所得稅；若境外上市主體被認定為非中國居民企業，則可能需要根據國稅局《關於加強非居民企業股權轉讓所得企業所得稅的管理通知》繳納中國企業所得稅。

上述內容如下表所示：

	VIE 架構中境外上市主體是否被認定為中國居民企業的稅負不同	
	是	否
境外上市主體就其從 WFOE 處獲得的股息收入	免繳納企業所得稅	應繳納企業所得稅
境外上市主體的非居民企業股東就其從境外上市主體處獲得的股息收入	應繳納企業所得稅	不繳納企業所得稅
境外上市主體的非居民企業股東就其轉讓境外上市主體的股份所取得的收入	應繳納企業所得稅	可能需要根據 698 號文繳納中國企業所得稅

境外上市主體的外國投資者的股東通過間接轉股的方式轉讓境外上市主體的股份所取得的收入	在一定條件下，應繳納中國企業所得稅	可能需要根據 698 號文繳納中國企業所得稅
---	-------------------	------------------------

同時，相較於股權直接控制而言，協議控制模式無疑增加了公司營業稅與印花稅負擔。

由於在協議控制的模式下，OPCO 的收入或者利潤並不是通過股息的方式轉移到 WFOE 進而轉移到境外上市主體，而是通過 WFOE 向 OPCO 提供獨家技術顧問、諮詢、服務和授權的方法將 OPCO 的收入或者利潤轉移到 WFOE 進而轉移到境外上市主體。而 WFOE 就提供該等獨家技術顧問、諮詢、服務和授權所取得的收入除需繳納企業所得稅外，還需要繳納相應的營業稅及印花稅。

根據《中華人民共和國營業稅暫行條例》<sup>96</sup>第 1 條規定：「在中華人民共和國境內提供本條例規定的勞務、轉讓無形資產或者銷售不動產的單位和個人，為營業稅的納稅人，應當依照本條例繳納營業稅。」另根據《中華人民共和國營業稅暫行條例》所附營業稅稅目稅率表，應稅勞務是指有償或視同有償提供交通運輸業、建築業、金融保險業、郵電通信業、文化體育業、娛樂業、服務業稅目規定範圍的勞務；轉讓無形資產是指有償或視同有償轉讓土地的使用權

<sup>96</sup> 1993 年 12 月 13 日中華人民共和國國務院令第 136 號發佈；2008 年 11 月 5 日國務院第 34 次常務會議修訂通過，2008 年 11 月 10 日公佈，並於 2009 年 1 月 1 日起施行。

和轉讓專利權、非專利技術、商標權、著作權、商譽的所有權和使用權；銷售不動產是指有償或視同有償轉讓建築物及其他土地附著物的所有權。營業稅是對提供應稅勞務、轉讓無形資產和銷售不動產徵稅，增值稅是對銷售貨物徵稅。

因此，OPCO 與 WFOE 之間簽立的獨家技術顧問、諮詢、服務和授權協議可能因屬於營業稅應稅勞務與轉讓無形資產而須繳納一定的營業稅。

再者，根據《中華人民共和國印花稅暫行條例》<sup>97</sup>第 2 條的規定：

「下列憑證為應納稅憑證：

(一) 購銷、加工承攬、建設工程承包、財產租賃、貨物運輸、倉儲保管、借款、財產保險、技術合同或者具有合同性質的憑證；

(二) 產權轉移書據；

(三) 營業帳簿；

(四) 權利、許可證照；

(五) 經財政部確定徵稅的其他憑證。」

因此，OPCO 與 WFOE 之合同雙方就它們之間的商業合同應按照合同金額繳納一定的印花稅。

---

<sup>97</sup> 1988 年 8 月 6 日中華人民共和國國務院令第 11 號發佈；根據 2011 年 1 月 8 日《國務院關於廢止和修改部分行政法規的決定》修訂。

相比較於股權直接控制而言，協議控制無疑增加了企業的稅務負擔。

同時，VIE 架構還存在其自身特有的稅務問題。例如由於控制協議的存在，一般情況下 OPCO 需要將其收入或者利潤轉移至 WFOE 進而轉移至境外，根據《中華人民共和國企業所得稅法》第 41 條<sup>98</sup>與 42 條<sup>99</sup>之規定，如果稅務機關認為上述關聯交易之行為不符合「獨立交易原則」，則可能會對該等關聯交易進行稅務調整<sup>100</sup>。



---

<sup>98</sup> 「企業與其關聯方之間的業務往來，不符合獨立交易原則而減少企業或者其關聯方應納稅收入或者所得額的，稅務機關有權按照合理方法調整。」

企業與其關聯方共同開發、受讓無形資產，或者共同提供、接受勞務發生的成本，在計算應納稅所得額時應當按照獨立交易原則進行分攤。」

<sup>99</sup> 「企業可以向稅務機關提出與其關聯方之間業務往來的定價原則和計算方法，稅務機關與企業協商、確認後，達成預約定價安排。」

<sup>100</sup> 前揭註 35，頁 81。



### 第三章、VIE 架構的基本法律問題分析

VIE 架構中，境外上市主體，境內 WFOE 與 OPCO 之間存在多層法律關係。

從股權關係角度看，VIE 架構之實際控制人既是境外上市主體之股東，又是境內 OPCO 之股東，同時境外上市主體也是境內 WFOE 的股東。股權關係可以通過辦理工商登記、公司產權證明等方式加以公示，若發生糾紛較容易舉證<sup>101</sup>。

從債權關係角度看，境內 WFOE 與 OPCO 之間通過簽訂協議達成控制關係，這些協議乃雙方意思自治之結果，雙方自願履行<sup>102</sup>。然境內企業搭建 VIE 架構實現境外上市的直接目的是獲取境外資本之投注，而當境內企業所從事之行業為中國大陸限制或禁止外商投資之產業，則 VIE 架構所實現的目的疑與外資准入之政策精神相違背，政府機關與司法機關將如何認定協議控制之有效性存疑。且債權關係先天具有違約之可能，若發生違約行為，又該訴諸何種法律救濟途徑？這些都是協議控制這種債權關係下可能產生的風險。

下文將主要分別從 VIE 架構中控制協議的合法性、創始人財務狀況影響企業權益、創始人與投資人利益衝突導致違約事件與導致境外監管機構態度與市場行情轉變、VIE 架構涉及外資併購審查等幾個方面對 VIE 架構的法律問題做出分析。

---

<sup>101</sup> 鄭琳，可變利益實體結構及其法律監管制度研究，廈門大學碩士學位論文，2014 年 6 月，頁 5。

<sup>102</sup> 前揭註 101，頁 5。

## 第一節、控制協議的合法性問題

VIE 架構中的外資企業通過以協議控制達到股權控制之效果，其關鍵在於 WFOE 與 OPCO 之間的控制協議得以順利履行。由於這一系列協議乃私下簽立，雙方自願履行，在境內創始人與境外投資人不存在利益衝突時，協議是否合法有效這一議題並不造成困擾，VIE 架構得以穩定運作。然而當創始人與境外投資人發生利益衝突時，協議控制的穩定性便容易被打破，此時相關利益受損方若訴諸司法救濟，協議控制之合法性問題便擺上檯面。

下文將先審視中國大陸法院與仲裁機構在具體案例中對 VIE 架構中控制協議的合法性的認定，再結合法條與學說做出法理分析——

### 第一項、中國大陸法院對於 VIE 協議合法性的態度——以民生銀行股權糾紛案為例

2012 年年底由中國大陸最高人民法院審結的「民生銀行股權糾紛案」中，最高法院認為以「委託投資」的方式規避國家金融管理政策的行為構成「以合法形式掩蓋非法目的」，從而判定該協議無效。此案引起業界就法院對於 VIE 協議合法性會如何認定的激烈討論。案情簡介如下——

1995 年 9 月，香港企業華懋集團旗下公司華懋金融服務公司（以下簡稱「華懋公司」）與中國中小企業投資有限公司（以下簡稱「中小企業公司」）簽訂委託書，由華懋公司出資，委託中小企業公

司對民生銀行的股權進行投資，中小企業公司為華懋公司全權代表，管理和行使華懋公司在民生銀行的各項權益；中小企業公司承諾相關權益資料及資本分紅會及時轉給華懋公司。一旦政策法規允許，相關權益將全部轉為華懋公司持有<sup>103</sup>。此後，雙方又簽訂《借款協議》，華懋公司追加投資，最終入資民生銀行資金共計 1094 萬美元，按照當時匯率折合人民幣共計約 9000 萬元。1995 年 12 月，在民生銀行的股東大會中，中小企業公司憑借華懋公司的注資，成為了該銀行第二大股東，持股占比 6.53%<sup>104</sup>。

2001 年 7 月，雙方對投資權益出現糾紛且無法協商解決，中小企業公司將華懋公司訴至法院，要求法院確認雙方是借款合同關係，中小企業公司返還華懋公司借款本息 12872.69 萬元。華懋公司則提出反訴，請求法院確認雙方是委託投資關係，請求判令解除該委託關係，並由中小企業公司返還華懋公司委託其持有的全部民生銀行股份以及所分紅利<sup>105</sup>。

2002 年，北京市高級人民法院一審判決認定雙方之間是委託關係，但同時指出雙方故意規避法律的委託投資行為違反金融法規的強制性規定，雙方均有過錯，按照無效合同引起的財產後果處理原則，判定中小企業公司返還華懋公司本金和紅利共 1.3 億余元。但未支持華懋公司要回股權的要求<sup>106</sup>。

---

<sup>103</sup> 參考文匯網報道，龔如心投資糾紛案 10 年後終獲 20 億，網址：<http://news.wenweipo.com/2015/06/03/IN1506030023.htm>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>104</sup> 前揭註 103。

<sup>105</sup> 前揭註 103。

<sup>106</sup> 前揭註 103。

華懋公司此後上訴至最高人民法院。該案於 2012 年作出終審判決。彼時民生銀行的股價已從 2002 年的每股 2.3 元，漲到近 6 元。最高法院審理查明，華懋公司起初投資民生銀行 90080000 股，截至 2012 年 8 月 31 日，已經演變為 7.37 億股，分紅總計近 6 億元。當年 9000 萬元的投資，收益已達 50 億元<sup>107</sup>。

根據終審判決，華懋公司與中小企業公司之間「委託投資」的行為屬於中國大陸《民法通則》和《合同法》規定的「以合法形式掩蓋非法目的」。雙方簽訂的《委託書》、《補充委託書》、《借款協議》和《補充借款協議》均應認定無效<sup>108</sup>。判令中小企業公司支付華懋公司賠償金額增加到 3 億多美元。

雖然「民生銀行股權糾紛案」一案只是一個單純的外資委託境內機構代為持股，以規避外資入股內資金融機構之限制的案例，既不涉及複雜的 VIE 架構，也不涉及境外上市。然而，由於該案與 VIE 模式皆有「外資透過合同安排繞開國內特定行業准入限制」之共性，且為最高人民法院做出之判例，因此對市場的震動甚大<sup>109</sup>。

---

<sup>107</sup> 前揭註 103。

<sup>108</sup> 前揭註 19，頁 18。

<sup>109</sup> 劉燕，在「默認合法」中爆發的法律風險——協議控制—VIE 模式下風險事件及案例述評（下），網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=2&sn=da0fdeda2ce3294e9ab904dd9535bfd6&scene=1&key=af154fdc40fed003e62115e114e8cc2035b1de1627f3f99b2188bcfca7fb7b1c6e269296a2b982aed62597d41cfad481&ascene=1&uin=NDMxNDQ2M DU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=2&sn=da0fdeda2ce3294e9ab904dd9535bfd6&scene=1&key=af154fdc40fed003e62115e114e8cc2035b1de1627f3f99b2188bcfca7fb7b1c6e269296a2b982aed62597d41cfad481&ascene=1&uin=NDMxNDQ2M DU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

## 第二項、中國大陸仲裁機構對於 VIE 協議合法性的態度

2010 至 2011 年，上海國際經濟貿易仲裁委員會（原貿仲上海分會）間裁決的兩個案件都是圍繞著同一家中國大陸公司申請解除 VIE 架構而展開。由於仲裁的非公開性，以下案情介紹<sup>110</sup>中當事方的名稱皆以代稱表述——

仲裁申請人是一家從事互聯網路遊戲運營業務的中國大陸企業（以下簡稱 T 公司），其為涉案 VIE 架構中境內 OPCO。因該 VIE 架構中，中國大陸境內資產在境外上市公司中占比不高，T 公司創始人僅在 WFOE 及 OPCO 中擔任法定代表人及總經理等職務，在境外上市公司中並未持有實質數額的股份。

由於 T 公司創始人與境外投資方在合作過程中對於 T 公司業務發展方向產生嚴重分歧。投資方宣佈免去創始人在 WFOE、OPCO 中的法定代表人及總經理職務，創始人則拒絕新的法定代表人進入 OPCO，雙方一度爆發激烈衝突。鑒於 VIE 協議中約定接受中國大陸仲裁機構仲裁，T 公司遂向上海貿易仲裁委員會提請仲裁，主張其與 WFOE 之間簽訂的《獨家商務諮詢服務協議》、《獨家技術諮詢服務協議》等協議無效，因其違反了與網路遊戲營運相關的行業管理法規。

T 公司希望通過否定 VIE 協議的效力奪回對 T 公司的控制權，並終止尚未履行完畢的利潤輸送協議。而境外投資方則希望執行

---

<sup>110</sup> 參考前揭註 109 中劉燕老師對於該案的案情總結。

VIE 協議以實際獲得對 T 公司的控制。投資方律師承認兩份獨家服務協議只是轉移利潤的工具，確實不存在 WFOE 提供服務之情形，且有違反強制性法規之嫌，但主張應考慮中國大陸日益對外開放的大背景，承認 VIE 協議的有效性。

仲裁庭認為，WFOE 通過與 T 公司以及創始人簽訂利潤輸送協議以及控制協議的方式，取得了對 T 公司決策、收益等的控制權，這一安排的核心目的和結果是「使得本無網路遊戲運營資格的 WFOE 能夠參與中國大陸網路遊戲的運營並獲得相應收益」，違反了現行法律關於「外商不得簽訂相關協議或提供技術支援等間接方式實際控制和參與境內企業的網路遊戲運營業務」。仲裁庭依據《合同法》第 52 條以及《中華人民共和國電信條例》、《互聯網信息服務管理辦法》、《互聯網出版管理暫行規定》等法規或規章，認定 VIE 協議「以合法形式掩蓋非法目的」及「違反國家行政法規的強制性規定」，裁決《獨家商務諮詢服務協議》、《獨家技術諮詢服務協議》無效<sup>111</sup>。該案結束後，T 公司的兩個自然人股東又提起了新一起仲裁申請，請求確認股權質押協議、股權轉讓協議、表決權委託協議等無效，也獲得了仲裁庭的支持。

相較於司法程序，商事仲裁通常被視為更加尊重當事人意思自治，不會嚴格拘泥於部門規章或政府監管政策的要求而輕易宣佈合

---

<sup>111</sup> 「中國國際經濟貿易仲裁委員會上海分會某仲裁庭於 2010 年和 2011 年期間，在兩起涉及同一家網路遊戲運營公司的 VIE 結構的案件中，以該 VIE 結構違反了禁止外國投資者投資網路遊戲運營業務的行政法規的強制性規定，以及構成了「以合法形式掩蓋非法目的」為由，裁決該案涉及的 VIE 協議無效。」參見漢坤律師事務所，備忘錄：與 VIE 架構有關的近期案件的法律分析，網址：<http://wenku.baidu.com/view/b72276e0aef8941ea76e0538.html>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

同無效。因此，該仲裁案的裁決做出控制協議屬於「以合法形式掩蓋非法目的」而無效的判斷，嚴重挫敗了市場對於依靠商事仲裁解決 VIE 架構糾紛、保護 VIE 架構之投資人的期待，使人們長期以來對中國大陸法律不保護 VIE 協議的擔憂成為現實<sup>112</sup>。

### 第三項、VIE 協議合法性的法理分析

根據《中華人民共和國民法通則》（以下簡稱《民法通則》）第 55 條<sup>113</sup>規定，合同生效的條件應滿足行為人具有相應民事行為能力、意思表示真實、不違反法律或者社會公共利益。

同時根據《中華人民共和國合同法》（以下簡稱《合同法》）第 52 條規定：

「有下列情形之一的，合同無效：

- （一）一方以欺詐、脅迫的手段訂立合同，損害國家利益；
- （二）惡意串通，損害國家、集體或者第三人利益；
- （三）以合法形式掩蓋非法目的；
- （四）損害社會公共利益；
- （五）違反法律、行政法規的強制性規定。」

由於 VIE 架構中的控制協議乃雙方當事人自願簽立，在民事行為能力、意思表示真實方面當無疑義。

---

<sup>112</sup> 前揭註 109。

<sup>113</sup> 「法律行為應當具備下列條件：

- （一）行為人具有相應的民事行為能力；
- （二）意思表示真實；
- （三）不違反法律或者社會公共利益。」

上文中國大陸法院以及仲裁機構關於控制協議合法性認定的 3 起案件上，皆以 VIE 協議「違背強制性規定」與「以合法形式掩蓋非法目的」兩個理由認定 VIE 協議無效，以下亦就這兩個方面對其有效性進行分析。

### （一）是否違背強制性規定

根據中國大陸最高人民法院於 2009 年 2 月 9 日公佈的《關於適用〈中華人民共和國合同法〉若干問題的解釋（二）》（以下簡稱《合同法解釋二》）第 14 條規定：

「合同第五十二條第（五）項規定的強制性規定，是指效力性強制規定。」因此，不能一概而論的認為凡是法律法規中的強制性規定都能認定合同效力歸於無效。

2009 年 7 月，由最高人民法院發佈的《關於當前形勢下審判民商事合同糾紛案件的若干問題的指導意見》<sup>114</sup>（法發[2009]40 號）中第 5 條第 15 款規定：

「人民法院應當注意根據《合同法解釋（二）》第十四條之規定，注意區分效力性強制規定和管理性強制規定。違反效力性強制規定的，人民法院應當認定合同無效；違反管理性強制規定的，人民法院應當根據具體情形認定其效力。」

第 16 款規定：

---

<sup>114</sup> 參閱中國人大網，最高人民法院關於當前形勢下審判民商事合同糾紛案件的若干問題的指導意見，網址：[http://www.npc.gov.cn/npc/xinwen/fztd/sfjs/2009-07/14/content\\_1510405.htm](http://www.npc.gov.cn/npc/xinwen/fztd/sfjs/2009-07/14/content_1510405.htm)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

「人民法院應當綜合法律法規的意旨，權衡相互衝突的權益，諸如權益的種類、交易安全以及其所規制的對象等，綜合認定強制性規定的類型。如果強制性規範規制的是合同行為本身即只要該合同行為發生即絕對地損害國家利益或者社會公共利益的，人民法院應當認定合同無效。如果強制性規定規制的是當事人的『市場准入』資格而非某種類型的合同行為，或者規制的是某種合同的履行行為而非某類合同行為，人民法院對於此類合同效力的認定，應當慎重把握，必要時應當徵求相關立法部門的意見或者請示上級人民法院。」

由以上兩款可知，合同違反強制性規定導致的自始無效應該主要是指效力性強制性規定。

根據最高人民法院副院長奚曉明在全國民商事審判工作會議上的講話中提出：

「首先，人民法院只能依據全國人大及其常委會制定的法律和國務院制定的行政法規認定合同無效，而不能直接援引地方性法規和行政規章作為判斷合同無效的依據。如果違反地方性法規或者行政規章將導致損害社會公共利益，則可以根據合同法第五十二條第（四）項的規定，以損害公共利益為由確認合同無效。

其次，只有違反法律和行政法規的強制性規定才能確認合同無效。而強制性規定又包括管理性規範和效力性規範。管理性規範是指法律及行政法規未明確規定違反此類規範將導致合同無效的規範。此類規範旨在管理和處罰違反規定的行為，但並不否認該行為

在民商法上的效力。例如《商業銀行法》第 39 條即屬於管理性的強制規範。效力性規定是指法律及行政法規明確規定違反該類規定將導致合同無效的規範，或者雖未明確規定違反之後將導致合同無效，但若使合同繼續有效將損害國家利益和社會公共利益的規範。此類規範不僅旨在處罰違反之行為，而且意在否定其在民商法上的效力。」<sup>115</sup>

可知，在最高人民法院的審判實踐中，應當認為只有違反全國人大及其常委會制定的法律和國務院制定的行政法規中的強制性規範方能認定合同無效。

目前中國大陸法律法規中，2005 年 10 月 21 日外管局發佈《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發[2005]75 號）首次提出了「協議控制」一詞<sup>116</sup>。

2011 年 8 月，商務部發佈《商務部實施外國投資者併購境內企業安全審查制度的規定》，其中第 9 條規定對於外國投資者併購境內企業，應從交易的實質內容和實質影響來判斷併購交易是否屬於併

---

<sup>115</sup> 王雨辰，可變利益實體（VIE）模式相關法律問題研究，首都經濟貿易大學碩士學位論文，2014 年 7 月 4 日，頁 13。

<sup>116</sup> 《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發[2005]75 號）第 1 條規定：

「本通知所稱『特殊目的公司』，是指境內居民法人或境內居民自然人以其持有的境內企業資產或權益在境外進行股權融資（包括可轉換債融資）為目的而直接設立或間接控制的境外企業。

本通知所稱『返程投資』，是指境內居民通過特殊目的公司對境內開展的直接投資活動，包括但不限於以下方式：購買或置換境內企業中方股權、在境內設立外商投資企業及通過該企業購買或協議控制境內資產、協議購買境內資產及以該項資產投資設立外商投資企業、向境內企業增資。

本通知所稱『境內居民法人』，是指在中國境內依法設立的企業事業法人以及其他經濟組織；『境內居民自然人』是指持有中華人民共和國居民身份證或護照等合法身份證件的自然，或者雖無中國境內合法身份但因經濟利益關係在中國境內習慣性居住的自然人。

本通知所稱『控制』，是指境內居民通過收購、信託、代持、投票權、回購、可轉換債券等方式取得特殊目的公司或境內企業的經營權、收益權或者決策權。」

購安全審查的範圍；外國投資者不得以任何方式實質規避併購安全審查，包括但不限於代持、信託、多層次再投資、租賃、貸款、協議控制、境外交易等方式。這是「協議控制」一詞的第 2 次出現。

2014 年 7 月 14 日：外管局發佈《關於境內居民通過特殊目的公司境外投融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發[2014]37 號），《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發[2005]75 號）同時廢止。其第 1 條<sup>117</sup>將外管局《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發[2005]75 號）中「特殊目的公司」、「返程投資」、「控制」等概念重新定義，又將「協議控制」一詞拿掉。

由於上述三個法律文件皆屬於國務院部門規章，而非全國人大及其常委會或國務院制定發佈的法律法規，法律位階較低，不能將其視為能夠判定 VIE 架構自始無效的法律依據。而對「協議控制」在規制內容上有明確指向的，僅有《商務部實施外國投資者併購境內企業安全審查制度的規定》，但從其具體內容來看，只可將其作為

---

<sup>117</sup> 《關於境內居民通過特殊目的公司境外投融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發[2014]37 號）第 1 條規定：

「本通知所稱『特殊目的公司』，是指境內居民（含境內機構和境內居民個人）以投融資為目的，以其合法持有的境內企業資產或權益，或者以其合法持有的境外資產或權益，在境外直接設立或間接控制的境外企業。

本通知所稱『返程投資』，是指境內居民直接或間接通過特殊目的公司對境內開展的直接投資活動，即通過新設、併購等方式在境內設立外商投資企業或專案（以下簡稱外商投資企業），並取得所有權、控制權、經營管理權等權益的行為。

本通知所稱『境內機構』，是指中國境內依法設立的企業事業法人以及其他經濟組織；『境內居民個人』是指持有中國境內居民身份證、軍人身份證件、武裝員警身份證件的中國公民，以及雖無中國境內合法身份證件、但因經濟利益關係在中國境內習慣性居住的境外個人。

本通知所稱『控制』，是指境內居民通過收購、信託、代持、投票權、回購、可轉換債券等方式取得特殊目的公司的經營權、收益權或者決策權。」

管理性強制規範。當運用這種規範對 VIE 架構進行合法性判定的時候，還需要以現實狀況對其進行判定，而不是直接認定其自始無效<sup>118</sup>。

綜上所述，中國大陸尚沒有一部專門針對「VIE 架構」或「協議控制」制定的、具有效力性強制規範的法律或法規，甚至在含義相近的具體條文上也屈指可數<sup>119</sup>。這不僅揭示了大陸現存監管制度的缺失，但更深層次上也體現了大陸有關 VIE 架構監管的法律條文的空白。

## （二）是否以合法形式掩蓋非法目的

根據《中華人民共和國民法通則》第 58 條<sup>120</sup>以及《中華人民共和國合同法》第 52 條<sup>121</sup>之規定，「以合法形式掩蓋非法目的」是導致民事行為、合同無效的情形之一。

<sup>118</sup> 前揭註 115，頁 14。

<sup>119</sup> 如《中華人民共和國公司法》第 217 條第 3 款：「實際控制人，是指雖不是公司的股東，但通過投資關係、協議或者其他安排，能夠實際支配公司行為的人。」

<sup>120</sup> 其規定：

「下列民事行為無效：

- （一）無民事行為能力人實施的；
- （二）限制民事行為能力人依法不能獨立實施的；
- （三）一方以欺詐、脅迫的手段或者乘人之危，使對方在違背真實意思的情況下所為的；
- （四）惡意串通，損害國家、集體或者第三人利益的；
- （五）違反法律或者社會公共利益的；
- （六）以合法形式掩蓋非法目的的；

無效的民事行為，從行為開始起就沒有法律約束力。」

<sup>121</sup> 其規定：

有下列情形之一的，合同無效：

- （一）一方以欺詐、脅迫的手段訂立合同，損害國家利益；
- （二）惡意串通，損害國家、集體或者第三人利益；
- （三）以合法形式掩蓋非法目的；
- （四）損害社會公共利益；
- （五）違反法律、行政法規的強制性規定。

根據目前比較統一的法學理論，「以合法形式掩蓋非法目的」是指行為人為了從事某種非法的民事行為而用一種合法的民事行為予以掩飾的行為。其構成需要同時滿足以下四點要件：「第一，表面行為或有掩蓋性的虛偽表示，必須具有明確的合法性外衣；第二，在合法性外衣之下的真實目的與意圖必須是法律所不提倡與不允許的；第三，雙方當事人必須在主觀上具有故意同謀且在客觀上都發出了基於故意同謀的非真實意思表示；第四，具有合法形式掩蓋的隱藏行為。」<sup>122</sup>

上述四點要件中，第一、三、四點皆以「隱藏」、「掩蓋」、「虛偽」、「非真實」作為關鍵詞，然 VIE 架構之當事人採取協議控制規避掉中國大陸法律中關於外商投資與境外上市之相關規定，並未有主觀虛偽之意圖或客觀掩蓋之行為，僅僅係因為中國大陸法律規定不周全，未將「協議控制」等非股權控制之實際控制方式考慮在內。基於「法無明文禁止即自由」之精神，VIE 架構中協議雙方在自願情況下，以此方式實現境外上市，上市主體亦會在招股說明書中向市場披露「協議控制」之情形<sup>123</sup>，可以認為 VIE 架構企業並無掩蓋「協議控制」之意圖與虛偽意思表示。且多年來，中國大陸政府對於 VIE 架構之存在亦完全知情。

然筆者認為，非「掩蓋」並不等於「坦露」，非「虛偽」亦不等於「正大光明」，現實中總是存在概念邊界的灰色地帶，一如 VIE

---

<sup>122</sup> 前揭註 115，頁 15。

<sup>123</sup> 「实践中几乎所有采用 VIE 模式海外上市的公司之招股说明书中都附有格式化的中国法律意见，认为协议控制模式不违反现行中国法律规定，除非『日後中国政府颁布新的法律或做出新的解释』。」參閱前揭註 109。

架構多年來處於中國大陸法律之灰色地帶。根據上述要件第二點，VIE 架構創始人之真實目的與意圖是否為「法律所不提倡與不允許」的是認定控制協議無效的主要考量。中國大陸外商投資產業政策的立法精神乃出於保護境內資本市場與特定產業的安全與穩定，防範外資通過資本進行控制與干預。若以此立法精神為價值本位，從事禁止外商投資之產業的境內企業通過搭建 VIE 架構實現獲取境外資本之目的，確與中國大陸外資准入之政策精神相背離，應歸於「非法」之範疇。

然考慮現實情況，多數 VIE 架構中的實際控制人（多為創始人）為中國人，其清楚地認知到中國大陸融資困境，亦清楚地認知到自己需要在 VIE 架構中掌握控制地位；且協議控制的穩定性薄弱，外資通過 VIE 架構干涉國家產業之安全的可能性很小。況且，VIE 架構支持著中國大陸互聯網產業的繁榮，亦作為現今中國大陸各大互聯網巨頭的常規融資形態，如果法院簡單地適用《合同法》第 52 條第 3 款的規定，以合法形式掩蓋非法目的為理由判定 VIE 協議無效，將對境外上市（以及還沒上市）的企業股東造成災難性的損失：多數 VIE 架構中，境外上市公司只是一個殼，因為得以協議控制境內 OPCO 而有價值。如果協議出現合法性問題，殼公司將一文不值，這無疑會對整個 VIE 行業造成巨大的衝擊<sup>124</sup>。這或許也是中國大陸政府多年來默認 VIE 架構的重要原因。

---

<sup>124</sup> 前揭注 19，頁 17。

故筆者認為，若以外商投資產業政策之立法精神為價值本位，刨除現實情況之考量，從現行法律規定之實然層面解釋，VIE 架構中的控制協議可以被認為無效。是故上文法院與仲裁機構對於控制協議的無效認定符合司法精神。

而立足於現實，著眼應然層面，控制協議不應被認為無效。真正應該反思的是中國大陸現有政策與制度是否應當做出改變與完善。

## 第二節、創始人婚姻狀況影響企業權益——以土豆網創始人離婚訴訟延遲上市進程一案為例

境內企業在急需資金投注的情況下，根據前文 VIE 架構之歷史成因可知，按照境內上市的財務要求，或按照傳統境外直接首發上市或紅籌模式上市的要求，企業或需要耗時逐年積累資本實力，或需要耗時時間等待主管機關的上市審批，是故搭建 VIE 架構之最大價值與優勢，在於節省時間成本。然而，由於 VIE 架構中創始人通常既是境外上市主體的股東，也是境內 OPCO 的股東，因此創始人個人的財務狀況變動將可能影響到 VIE 架構，進而同時牽動境內外主體權益狀況，使通過搭建 VIE 架構所節省的時間付諸東流。如土豆網創始人王微離婚訴訟<sup>125</sup>——

---

<sup>125</sup> 新浪網，土豆趕集創始人離婚訴訟背後：IPO 放大婚變效應，網址：<http://tech.sina.com.cn/i/2011-03-22/00235313021.shtml>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

在土豆網的 VIE 架構中，境外擬上市主體為註冊於開曼群島的星雲多媒體公司，其於中國大陸境內的 WFOE 為未序網路科技(上海)有限公司，境內 OPCO 為上海全土豆科技有限公司。2006 年，未序網路科技(上海)有限公司進行工商註冊時，星雲多媒體公司由王微與一個外籍自然人共同持有，彼時王微對星雲多媒體持股佔比 94.16%；同時，王微對境內 OPCO 上海全土豆科技有限公司持有股權佔比 95%，並以該股權向未序網路科技(上海)有限公司進行了質押。土豆網作為視頻網站，其關鍵的業務經營許可證為「增值電信業務經營許可證」與「網路傳播視聽節目許可證」，皆為上海全土豆科技有限公司持有。

2008 年 8 月，王微向上海市徐匯區人民法院提出與妻子楊蕾離婚訴訟。

2010 年 11 月 9 日，土豆網向 SEC 提交 IPO 申請，申請顯示，彼時王微對星雲多媒體持股佔比 13.4%。

2010 年 11 月 10 日，楊蕾向法院提出，對二人婚姻存續期間財產進行分割，並申請將王微名下公司之股權，進行訴訟財產保全。上海徐匯區人民法院凍結了王微名下 3 家公司之股權用於財產分割，而其中便包括上海全土豆科技有限公司 95% 的股份。

因涉及股權分割，土豆網之協議控制收到影響，進而影響其境外上市主體之財務狀況，上市時間因此延後。待土豆網創始人解決

完離婚官司再準備上市時，其最大的競爭對手優酷網已搶先登陸紐交所。市場行情已經急轉而下<sup>126</sup>。

### 第三節、VIE 架構中的創始人與投資人利益之衝突—— 以馬雲終止支付寶 VIE 協議事件為例

為防止創始人的股權遭到境外投資人的稀釋，使得創始人對 VIE 架構下企業的實際控制旁落，有些 VIE 架構下的企業對公司制度做出特別設計，如阿里巴巴集團的「合夥人制度」，其操作乃通過協議方式保證馬雲等合夥人打破「同股同權」之原則，擁有在上市後提名半數以上董事之權利，以確保創始人對公司的控制權。另外，阿里巴巴與軟銀（Soft Bank）、雅虎（Yahoo）兩大股東達成「投票協議」，設計經由在股東大會上互相投票支持的方式，控制股東大會投票結果，確保合夥人掌控董事會<sup>127</sup>。

然而，在保證創始人對企業控制權的前提下，同時亦使 VIE 架構下創始人違反控制協議有了更大的可能，如 2010 年轟動一時的「支付寶違約事件」——

阿里巴巴集團（Alibaba Group Holding Limited）是一間提供電子商務線上交易平臺的公司，其業務包括 B2B（Business To Business）貿易、網上零售、購物蒐尋引擎、第三方支付和雲計算等

---

<sup>126</sup> 2011 年 8 月 17 日，土豆網在 NASDAQ 上市；2012 年 3 月 12 日，優酷與土豆宣布以換股方式合併，新公司將成立為「優酷土豆股份有限公司」。

<sup>127</sup> 劉連煜，阿里巴巴上市與公司治理，月旦法學教室，第一五一期，2015 年 5 月，頁 26。

服務<sup>128</sup>。2011 年阿里巴巴集團組織內部發生的「支付寶公司爭奪戰」將 VIE 架構中的違約風險推至公眾聚焦下。

阿里巴巴集團的融資歷程與企業組織架構概述如下：

1999 年 3 月，阿里巴巴集團網站正式投入使用。1999 年 10 月，高盛、Investor AB 與新加坡政府科技發展基金等四家美元基金，向阿里巴巴集團投資了 500 萬美元。2000 年 1 月，六家風險投資基金共同向阿里巴巴集團投資了 2500 萬美元，其中軟銀資本 (Soft Bank) (以下簡稱「軟銀」) 投資 2000 萬美元。同時，馬雲在第二輪融資中保證了對阿里巴巴集團的控制權。2003 年 4 月阿里巴巴集團開始研發淘寶網交易平臺，5 月淘寶網正式上線。2015 年下半年，阿里巴巴集團的第三輪融資由軟銀、富達投資、寰慧投資和 TDF 共同投入 8200 萬美元，其中軟銀投資的 6000 萬美元單獨注資給淘寶網。至此，在阿里巴巴集團完成三輪融資後，軟銀成為淘寶網的最大股東。<sup>129</sup>

2003 年 10 月，淘寶網推出支付寶。支付寶最初係屬於淘寶網的一個部門，其功能是通過「第三方擔保交易模式」解決淘寶網絡交易中買賣雙方 (C2C) (Consumer to Consumer) 在付款環節的安全問題。隨著淘寶網的發展，支付寶很快便奠定了在網路交易支付軟體中的壟斷地位。其後，馬雲決定讓支付寶不僅僅服務於淘寶網

---

<sup>128</sup> 參照維基百科詞條「阿里巴巴集團」，網址：  
<https://zh.wikipedia.org/wiki/%E9%98%BF%E9%87%8C%E5%B7%B4%E5%B7%B4%E9%9B%86%E5%9B%A2>，最後瀏覽時間 2015 年 6 月 30 日。

<sup>129</sup> 孫蔚蔚，從阿里巴巴支付寶案件看協議控制模式之法律思考，華東政法大學碩士學位論文，2013 年 4 月 14 日，頁 2、頁 3。

使用者，亦向其他電子商務平臺開放，2004年12月，支付寶獨立成為「浙江支付寶網絡技術有限公司」，2008年1月1日起日更名為「支付寶（中國）網絡技術有限公司」（以下簡稱「支付寶公司」）。支付寶業務成為阿里巴巴集團中最重量級的資產。

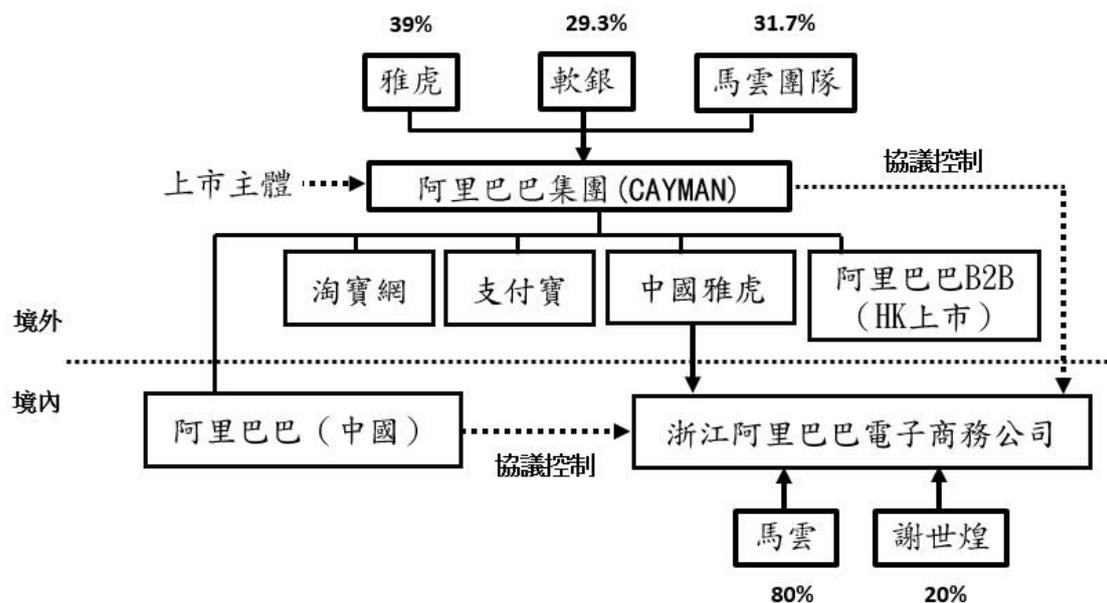
2005年，eBay與淘寶網陷入收購戰，淘寶網耗費了大量的資本，同時前幾輪的投資人有著套現的迫切需求，而eBay亦做出了戰略的調整，向軟銀伸出了橄欖枝，意圖成為淘寶網的大股東，實現在中國C2C市場的壟斷地位。馬雲非常抵制eBay的收購，因為eBay一旦收購成功，馬雲將失去對阿里巴巴集團的控制權。此時，雅虎（以下簡稱「雅虎」）在軟銀的撮合下入股阿里巴巴集團。2005年8月，阿里巴巴集團與雅虎達成戰略合作協議，阿里巴巴集團引來第四輪融資。雅虎以10億美元的現金以及雅虎中國公司的全部資產對價獲得阿里巴巴集團40%的股權。第四輪融資後，阿里巴巴集團中，馬雲團隊占股份31.7%，軟銀持股29.3%，雅虎持股百分之39%，雅虎成為阿里巴巴集團的最大股東。交易完成後，前三輪融資者除軟銀外，徹底套現離開，軟銀也獲得了部分套現。內資企業阿里巴巴，淘寶網，支付寶公司與中國雅虎公司成為阿里巴巴集團的全資子公司。

2007年11月6日，阿里巴巴B2B公司在香港聯交所上市，市值超過200億美元。2009年，雅虎原CEO楊致遠的離職，卡羅爾·巴茨（Carol Bartz）繼任，阿里巴巴管理層開始與雅虎衝突不斷。在2005年雅虎入股阿里巴巴之初，雙方曾協商一致同意有利於馬雲方

面的投票權，董事會席位，CEO 任免等一系列條款，但這些有利條款有效期截至 2010 年 10 月。2009 年 6 月，浙江阿里巴巴電子商務有限公司以 1.67 億向 Alipay E-commerce Corp. 收購支付寶的 70% 股權。2010 年 6 月，中國人民銀行發佈了《非金融機構支付管理辦法》，其第 7 條規定，由中國人民銀行負責《支付業務許可證》的頒發和管理；第 9 條第 4 款強調：「外資的支付業務範圍，境外出資人的資格條件和出資比例，由中國人民銀行另行規定，報國務院批准。」2010 年年末，阿里巴巴總裁馬雲向中國人民銀行為支付寶申請在線支付執照時被告知，鑒於支付寶屬於 WFOE，故無法獲得支付業務許可證。為了符合全內資資格以獲得支付業務許可證，馬雲將支付寶轉變為 VIE 架構，在協議控制結構下，2010 年 8 月，浙江阿里巴巴電子商務有限公司又以 1.65 億收購了支付寶餘下的 30% 股權。

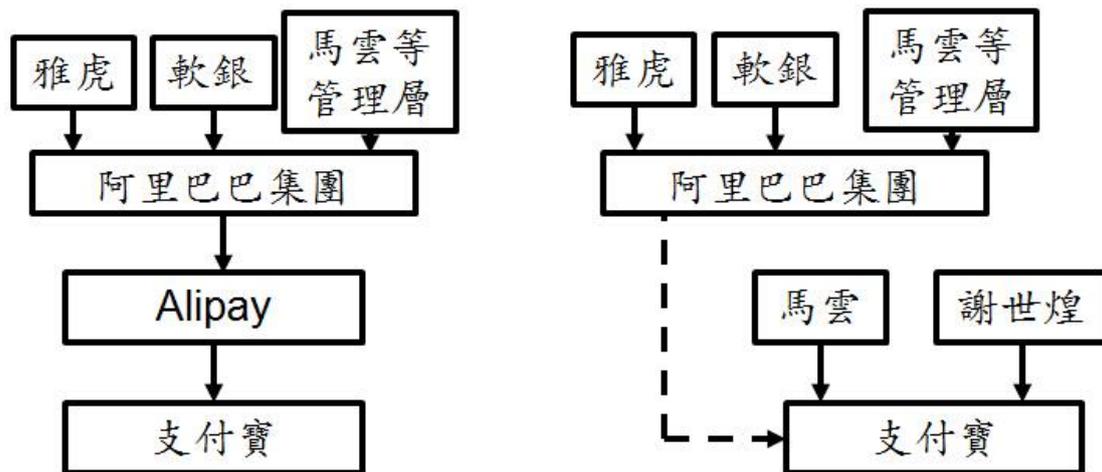
由於浙江阿里巴巴電子商務有限公司與阿里巴巴集團之間存在協議控制，上述兩次關於支付寶的股權轉移都處在協議控制下。然而，2011 年第一季度，中國人民銀行發函要求支付寶公司做出關於「協議控制」的書面聲明。支付寶公司在書面聲明中稱：浙江阿里巴巴電子商務有限公司作為支付寶網路技術有限公司的唯一實際控制權人，無境外投資人通過持股控制支付寶公司。

但在此之後，監管者認為支付業務許可證亦不能發放給協議控制下的經營實體，支付寶仍然無法獲得該證照。



基於對形勢的判斷，2011年馬雲以協議控制不能獲取支付業務許可證及危害國家經濟安全為由，在股東反對、董事會未通過的情況下，單方面決定終止協議控制，停止境外上市主體合併報表，斷掉支付寶與阿里巴巴集團之間的協議控制關係。

2011年5月10日，雅虎發佈了一則公告：馬雲將支付寶業務從阿里巴巴集團轉移到了馬雲與謝世煌二人設立的浙江阿里巴巴電子商務有限公司（全內資公司），股份構成是：馬雲和謝世煌分別占股份為80%和20%。而作為阿里巴巴最大股東的雅虎，對於馬雲轉移支付寶業務的行為毫不知情。2011年5月13日，雅虎再次向美國主流媒體發佈通告，稱支付寶的總轉讓價格為3.3億人民幣，其中2007年6月轉移70%的股權，2010年8月再次轉移了剩餘的30%股權。至此，馬雲單方面取消與雅虎簽署的控制協議，輕易將支付寶從阿里巴巴集團剝離出來，成為馬雲與謝世煌的個人財產。



支付寶股權變更前架構

支付寶股權變更后架構

隨著馬雲與雅虎、軟銀之間對支付寶協議控制上的矛盾公開化，VIE 架構的合法性及其前景倍受業界關注。在案件的最後，對於違約之後果，阿里巴巴集團、雅虎、軟銀對支付寶股權轉讓的後續補償問題達成協議<sup>130</sup>：馬雲承諾浙江阿里巴巴電子商務有限公司在支付寶將來上市時予以阿里巴巴集團現金回報，其金額為支付寶上市時總市值的 37.5%（以未來 IPO 時價為準），且將來的回報金額將不低於 20 億美元不超過 60 億美元。此外，在上市之前，浙江阿里巴巴電子商務有限公司承諾按照控制協議，每年支付給阿里巴巴集團智慧財產權和技術轉讓費，金額為每年利潤的 49.9%。同時該協議還規定，阿里巴巴集團董事會批准阿里巴巴集團重組浙江阿里巴巴電子商務有限公司股權結構，董事會決議後，浙江阿里巴巴電子商務有限公司的財務報表不再併入阿里巴巴集團中<sup>131</sup>。

<sup>130</sup> 前揭註 129，頁 13。

<sup>131</sup> 新世紀，軟銀雅虎終妥協支付寶，網址：  
<http://business.sohu.com/20110808/n315702196.shtml>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

## 第四節、對美國監管態度之影響——以雙威教育集團被 NASDAQ 退市事件與新東方被 SEC 調查事件為例

### 第一項、雙威教育集團被 NASDAQ 退市事件

VIE 架構實踐中，許多優秀的創業型公司在引進境外資金後，由於簽署比較苛刻的業績承諾條款或對賭條款等。在業績或市場發生重大變化時，創始人對公司的管理和控制權很可能被投資方接管和控制，創始人出局的情形也經常發生<sup>132</sup>。此時，投資人與創始人對於公司的控制權之爭的矛盾便更加昭彰。

在 VIE 架構下，由於創始人是 OPCO 的直接股東，所以創始人可以更容易轉移 OPCO 的資產。在這種情況下，即使投資人贏得了公司的控制權，可能最後也只能得到一個空殼公司。如雙威教育集團（ChinaCast Education Corp.）的境內資產被轉移致使其被退市事件<sup>133</sup>。

雙威教育集團管理層和美國投資人的控制權之爭自 2011 年底開始。2012 年 1 月 10 日，雙威教育集團股東大會上，美國投資人 Ned Sherwood 及其推選的兩名董事候選人高票當選，2012 年 1 月 18 日正式入選董事會。隨後 3 個月內，公司管理層大面積更換，董事長兼首席執行官陳子昂辭職，其表示辭職原因是與 Ned Sherwood 等董事嚴重不合。

---

<sup>132</sup> 前揭註 19，頁 21。

<sup>133</sup> 案情參考馬曉倩，雙威教育：控制權爭奪引發 VIE 資產轉移及退市，搜狐教育，網址：<http://learning.sohu.com/20130327/n370610541.shtml>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

2012年3月雙威教育集團時任首席財政官道格拉斯·伍德萊姆透露，時任董事長陳子昂從2011年7月1日至12月28日，從雙威教育下屬的兩家主要盈利來源公司——語培信息、雙巍信息部分帳戶共劃出12筆資金，總額5.1億元。同時在公司免除其職務後，私自卷走了語培信息、雙巍信息兩家公司的營業執照、公章及財務帳冊。除此以外，雙威教育集團的控股的投資企業投資的三家中國大陸民辦學院，其中已有兩家學院的投資企業的100%股權被陳子昂私自轉讓給了相關自然人。

2012年4月2日，雙威教育集團因未能如期遞交2011年20-F年報，被NASDAQ停牌；5月9日，NASDAQ通知雙威教育集團，鑒於該公司資產出現重大損失且持續未能重新控制這些資產，同時因丟失公章而無法控制銀行帳戶，上個財年的審計報表預期無法如期提交，擬將其摘牌。6月19日，雙威教育集團及旗下子公司向香港特區法院對前董事長兼首席執行官陳子昂、前首席財政官飛當銳（Antonio Sena）、前會計總管馬詹諾和前中國大陸區總裁江祥源提起訴訟，法院發佈禁令，禁止上述被告轉移任何資產；6月21日，在考慮到涉及前高管的相關調查以及財報無法按時遞交等因素以後，雙威教育集團放棄了繼續爭取上市資格的請求。6月25日，雙威教育集團正式退市至美國場外交易市場<sup>134</sup>交易，股價當日暴跌80.66%至0.82美元。

---

<sup>134</sup> 美國場外交易集團（OTC Markets Group, Inc.，非正式名稱亦被叫做美國粉單市場或美國粉紅單交易市場）是美國一家提供櫃檯買賣服務的公司，其服務內容包括證券報價及交易和相關信息的發布於傳播。根據美國證券交易委員會的規定，美國場外交易集團並不是一個證券交易所，而是一個旨在促進具有證券交易資格的獨立經紀人之間交流的服務機構。

雙威教育集團被退市事件與 VIE 架構本身的合法性沒有直接聯繫。部分高管違違反忠實勤勉義務，侵害公司和股東利益是事件產生的根本原因。即使沒有協議控制，實際管理人違法侵害公司利益也會導致同樣的結果。但是，VIE 架構法律地位的不明確，導致境外投資者在管理層違約時憚於在中國法院或仲裁庭起訴來維護自己的權利。從這個角度看，VIE 架構無疑在所有者與經營者的經典衝突模型中助推了經營者的機會主義心理。VIE 架構的灰色法律地位雖不是衝突的原因，卻是衝突的催化劑<sup>135</sup>。

## 第二項、新東方被 SEC 調查事件<sup>136</sup>

根據中國大陸《公司法》第 37 條<sup>137</sup>的規定，境內 OPCO 如果要做出增資、減資、股利分配等法律行為，需要經 OPCO 股東同意。

<sup>135</sup> 劉燕，在「默認合法」中爆發的法律風險——協議控制—VIE 模式下風險事件及案例述評（上），網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=1&sn=f9a74973152caadf07b90c4babfa17ca&scene=1&key=af154fdc40fed00384db636b6c067825f4937177626ae22bab6412cb4d4898b0b5a20ff6066997fdcf9c79318782046e&scene=1&uin=NDMxNDQ2M DU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNX%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=1&sn=f9a74973152caadf07b90c4babfa17ca&scene=1&key=af154fdc40fed00384db636b6c067825f4937177626ae22bab6412cb4d4898b0b5a20ff6066997fdcf9c79318782046e&scene=1&uin=NDMxNDQ2M DU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNX%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

<sup>136</sup> 新東方 VIE 風波的來龍去脈，i 美股，網址：  
<http://news.imeigu.com/a/1342579674734.html>。

<sup>137</sup> 「股東會行使下列職權：

- (一) 決定公司的經營方針和投資計畫；
- (二) 選舉和更換非由職工代表擔任的董事、監事，決定有關董事、監事的報酬事項；
- (三) 審議批准董事會的報告；
- (四) 審議批准監事會或者監事的報告；
- (五) 審議批准公司的年度財務預算方案、決算方案；
- (六) 審議批准公司的利潤分配方案和彌補虧損方案；
- (七) 對公司增加或者減少註冊資本作出決議；
- (八) 對發行公司債券作出決議；
- (九) 對公司合併、分立、解散、清算或者變更公司形式作出決議；
- (十) 修改公司章程；
- (十一) 公司章程規定的其他職權。

對前款所列事項股東以書面形式一致表示同意的，可以不召開股東會會議，直接作出決定，並由全體股東在決定文件上簽名、蓋章。」

而如果創始人採取不合作的態度，則可能對 OPCO 的運營產生不利影響。

新東方教育科技（集團）公司（以下簡稱「新東方」）於 2004 年赴美 IPO，其在招股說明書中揭示：美國上市的主體是註冊於開曼的 New Oriental Education & Technology Group Inc (Cayman Islands)，通過 VIE 架構控制的境內 OPCO 為 Beijing New Oriental Education & Technology (Group) Co., Ltd (PRC)，即北京新東方。北京新東方於 2002 年設立，此前其擁有 11 個股東，其中俞敏洪持股 53%，為最大股東。此後，除俞敏洪之外的 10 個股東陸續離職，另謀發展，沒有或僅持有少量新東方股份。但是，當北京新東方辦理工商、稅務等手續時，還需要獲得這些名義股東的簽字。為尋找這些足跡遍佈世界的股東們就成為北京新東方頗費周折的工作。此外，一些股東曾經發生過即使合同明確規定也拒絕簽署的情況<sup>138</sup>。

由於保留這些股東在法律與經濟上都毫無意義，且支付寶違約事件後，新東方試圖加強對境內 VIE 的控制。2012 年 7 月 11 日，新東方通過無對價協議將北京新東方的其他 10 位股東清退，將股權全部轉到俞敏洪名下。相關交易在 2012 年 1 月完成，5 月中進行了工商登記註冊。

2012 年 7 月 11 日，新東方在公佈 2012 年年報前夕向外界公告了北京新東方的股權結構調整事項，說明美國上市主體的股權結構

---

參照現行《中華人民共和國公司法》，2013 年 12 月 28 日發佈，2014 年 3 月 1 日開始實施。

<sup>138</sup> 新東方 VIE 風波的來龍去脈，美股網，網址：  
<http://news.imeigu.com/a/1342579674734.html>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

保持不變，股東價值也不受影響。然而，因支付寶違約事件、雙威教育集團事件而心有餘悸的美國投資者仍然對新東方的 VIE 股權結構調整事件做出強烈反應。SEC 迅速宣佈介入調查此一事件。美國投資者創辦的專門以「打假」和「做空」中國企業為目的的以做空中概股而聞名的「渾水研究」(Muddy Water Research) 網站<sup>139</sup>也在其網站公佈做空新東方的報告，在指控新東方財務造假的同時，稱其 VIE 結構也存在嚴重缺陷，合併財務報表存疑，威脅投資者利益。新東方股價因此大跌近 60%，同時受到牽累大跌的還有眾多優質的中概股。

經過近三個月調查後，SEC 未發現新東方存在財務造假或通過 VIE 架構損害美國投資者利益的行為，新東方也公佈了 2012 年年報，像之前年度一樣將 VIE 公司的業績合併在新東方的財務報表中。

### 第三項、美國監管態度的轉變

在 VIE 架構運用初期，美國對於中國大陸企業在美國上市的態度較為寬鬆，證券市場仍偏愛互聯網企業上市。

前述雙威教育集團被退市事件本是常規公司經營者背信行為，但由於國外投資者大多不熟悉 VIE 架構的具體運作，加上一些財務和內控制度不健全的企業在境外市場的不規範行為，如上文提到的「渾水研究」網站揭露如東方紙業、綠諾科技、中國高速頻道等公

---

<sup>139</sup> 網址：<http://www.muddywatersresearch.com/>。

司財務造假的情況。一些公司在美國主板市場因財務造假遭到停牌，甚至集體訴訟。這些都使得「VIE 架構」這一概念引起美國監管機構的警惕，同時亦招致國外投資者對中概股的信任度下滑。如新東方調整境內 OPCO 股權結構亦與 VIE 架構無關，卻遭到 SEC 的調查而導致企業股票價格大跌<sup>140</sup>。

事實上，除 NASDAQ 外，倫敦等多個境外市場交易所對 VIE 架構的公司都進行了冷處理。即使是 NASDAQ，雖然沒有直接拒絕 VIE 架構下的中概股，但卻一直藉口拖延該類股票的上市進程。SEC 對 VIE 架構的監管也一直持審慎態度。

2014 年阿里巴巴集團赴美上市時，在其 SEC F-1 表格中說明了 VIE 架構的不確定性和風險。美中經濟安全審查委員會（U.S.-China Economic and Security Review Commission, USCC）向美國國會提交報告稱，如果美國投資人購買類似阿里巴巴集團一類中國公司的股票將面臨「重大風險」，原因就在於 VIE 架構。USCC 在報告中，將 VIE 視為「複雜、高風險的法律安排組合」，這種結構將會導致美國投資人出現虧損。<sup>141</sup> 阿里巴巴集團千億美元市值的超級 IPO（首次公開募股）前夕，資本市場的敏感神經再次被牽動，不僅給在 IPO 進程中的阿里巴巴集團蒙上陰影，也可能波及已經掛牌的其他中概股互聯網公司。

---

<sup>140</sup> 前揭註 101，頁 17。

<sup>141</sup> USCC Warns Investors Against Alibaba IPO, <http://www.valuwalk.com/2014/07/uscc-warns-investors-alibaba-ipo/>, 最後瀏覽時間：2015 年 6 月 23 日。

綜合上述，可以認為美國對於採取 VIE 架構的中概股的態度是雖允許其上市，但態度極其審慎與警惕。

## 第五節、VIE 架構的外資併購審查問題

### 第一項、中國大陸外資併購審查概述

VIE 架構主要牽涉國務院三個部委的職權：境外上市由證監會監管，境內 OPCO 的經營業務由工信部監管，而 VIE 架構的搭建尤其是境外企業併購境內企業則由商務部進行外資併購監管，其主要從以下三個方面進行監管：外資併購的一般審查、外資併購的安全審查以及外資併購的反壟斷審查<sup>142</sup>。

#### （一）外資併購的一般審查

目前中國大陸的外資併購審查主要適用國務院六部委發佈的《關於外國投資者併購境內企業的規定》，該規定主要適用於外資股權併購與外資資產併購。另外，該規定第 11 條<sup>143</sup>規定關聯併購之情形須經商務部審批。

業界一般認為外資通過 VIE 架構併購境內企業目前不適用《關於外國投資者併購境內企業的規定》及其關聯併購的規定。但是，雖然如一些重資產企業（如中國秦發）通過 VIE 架構繞開了《關於

<sup>142</sup> 環球律師事務所，VIE 結構相關法律問題分析（專刊），環球法律評論，2013 年 8 月，頁 11。

<sup>143</sup> 「境內公司、企業或自然人以其在境外合法設立或控制的公司名義併購與其有關聯關係的境內的公司，應報商務部審批。當事人不得以外商投資企業境內投資或其他方式規避前述要求。」

外國投資者併購境內企業的規定》中規定的關聯併購的審批要求並實現了海外上市，但業界對於這些重資產行業能否適用 VIE 架構更多還是持保守態度。<sup>144</sup>

## （二）外資併購的安全審查

中國大陸對外資併購實施安全審查始於國務院辦公廳在 2011 年 2 月 3 日發佈的《關於建立外國投資者併購境內企業安全審查制度的通知》（國辦發[2011]6 號）。該通知規定了大陸對於外資併購所實施的併購安全審查的範圍、內容、工作機制、審查程序等<sup>145</sup>：

「（一）併購安全審查的範圍為：外國投資者併購境內軍工及軍工配套企業，重點、敏感軍事設施周邊企業，以及關係國防安全的其他單位；外國投資者併購境內關係國家安全的重要農產品、重要能源和資源、重要基礎設施、重要運輸服務、關鍵技術、重大裝備製造等企業，且實際控制權可能被外國投資者取得。……」

隨後，2011 年 8 月 25 日，商務部發佈了《商務部實施外國投資者併購境內企業安全審查制度的規定》（商務部公告 2011 年第 53 號）。該文第 9 條規定：「對於外國投資者併購境內企業，應從交易的實質內容和實際影響來判斷併購交易是否屬於併購安全審查的範圍；外國投資者不得以任何方式實質規避併購安全審查，包括但不限於代持、信託、多層次再投資、租賃、貸款、協議控制、境外交

---

<sup>144</sup> 前揭註 142，頁 11。

<sup>145</sup> 參考中華人民共和國商務部網站，關於建立外國投資者併購境內企業安全審查制度的通知，網址：<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/b/f/201102/20110207403117.html>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

易等方式。」<sup>146</sup>該規定首次將協議控制納入外資併購安全審查範圍<sup>147</sup>。在這項規定中，商務部改變以往在併購審查標準上採取的外資持股比例限制、投資方向禁止<sup>148</sup>，從「實質影響」標準上監管外資的准入，由此實施對協議控制的監管。

《商務部實施外國投資者併購境內企業安全審查制度的規定》沒有正面回應協議控制的合法性，但將協議控制視為規避併購安全審查的方式之一。有學者認為，此處應當理解為「既不是否定協議控制，也不是承認它……這裡應該做出這樣的理解，即協議控制本身並沒有問題，但是如果借用其來規避併購安全審查則是被禁止的」<sup>149</sup>。因此世澤律師事務所認為，「國家安全審查制度有可能成為商務部否決使用 VIE 架構的一個途徑」<sup>150</sup>。但筆者認為外資併購安全審查範圍較窄，適用條件也較為苛刻，因而其發揮的作用會很有限。目前實務上尚無先例，因而也無法確認商務部會如何使用外資併購安全審查處理 VIE 架構的併購問題。

---

<sup>146</sup> 台灣法律網，網址：

[http://www.lawtw.com/article.php?template=article\\_content&area=free\\_browse&parent\\_path=1,2169,1614,&job\\_id=176416&article\\_category\\_id=2240&article\\_id=100330](http://www.lawtw.com/article.php?template=article_content&area=free_browse&parent_path=1,2169,1614,&job_id=176416&article_category_id=2240&article_id=100330)，最後瀏覽時間：2015年6月30日。

<sup>147</sup> 前揭註 19，頁 8。

<sup>148</sup> 陳俊宇、張長健，論協議控制的監管，以併購安全審查與上市決策為切入，廣西政法管理幹部學院學報，第 28 卷第 1 期，頁 98-103。

<sup>149</sup> 前揭註 148，頁 98-103。

<sup>150</sup> Analysis on VIE Structure Related Legal Issues, Broad & Bright Feature Article. June 12, 2014. NO. 10.

### (三) 外資併購的反壟斷審查

根據《中華人民共和國反壟斷法》第 20 條規定，經營者集中是指下列情形：

「(一) 經營者合併；

(二) 經營者通過取得股權或者資產的方式取得對其他經營者的控制權；

(三) 經營者通過合同等方式取得對其他經營者的控制權或者能夠對其他經營者施加決定性影響。」

第 21 條規定：

「經營者集中達到國務院規定的申報標準的，經營者應當事先向國務院反壟斷執法機構申報，未申報的不得實施集中。」

基於 VIE 架構中一系列控制協議符合此處「通過合同等方式取得對其他經營者的控制權」的要求，VIE 架構參與的外資併購需要接受反壟斷審查。因此便賦予了商務部對利用 VIE 架構在中國大陸外資併購進行反壟斷審查的權利。一旦商務部開啟了反壟斷審查，由於使用 VIE 架構的領域多為限制或禁止外商投資行業，商務部雖無權決定該外資有權進入行業，但可能通過認定「對相關市場產生排除、限制影響」從而禁止外資控制或經營該領域業務，使外資想要間接進入限制領域的願望落空。

同時，如果外資併購的境內企業通過協議的方式還控制著其他企業，則該等被協議控制的企業也應該納入反壟斷審查的範圍，如沃爾瑪併購 1 號店一案<sup>151</sup>——

## 第二項、沃爾瑪併購 1 號店一案的外資併購的反壟斷審查

沃爾瑪公司 (Wal-Mart Stores, Inc.) (以下簡稱「沃爾瑪」) 是美國連鎖零售企業巨頭。其在進軍中國大陸市場的進程中，受私人商業衛星的發射限制，無法如同在美國市場中依靠高效的信息系統與自動化的物流系統相互協調以降低運營成本的傳統經驗，線上線下業務都陷入困境——線上零售業務因輻射地域範圍過小而市場反響不佳；線下業務因門店數量增長緩慢致使通過配送中心的大規模聚集降低運輸成本的願望落空。為尋求新的利潤增長點，沃爾瑪將目光轉向在中國大陸發展前景廣闊的電子商務市場。

1 號店 (The Store NO.1) (Shanghai Yi is a Agel Ecommerce Ltd) 是中國大陸電子商務型網站，2008 年 7 月 11 日正式上線。其開創了中國大陸電子商務行業「網上超市」的先河<sup>152</sup>。上海益實多電子商務有限公司 (以下簡稱「益實多」) 是其母公司，且為 1 號店功能變數名稱<sup>153</sup>和 1 號店網站 ICP 經營許可證的實際備案人。1 號

---

<sup>151</sup> 前揭註 142，頁 11。

<sup>152</sup> 參考百度百科詞條「1 號店」，網址：<http://baike.baidu.com/view/2164590.htm>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>153</sup> 功能變數名稱 (Domain Name) 是互聯網路上識別和定位電腦的層次結構式的字元標識，與該電腦的互聯網協議 (IP) 地址相對應。中文功能變數名稱是指含有中文文字的功能變數名稱。參照 MBA 智庫百科詞條「功能變數名稱」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E5%9F%9F%E5%90%8D>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

店業務分為網上商品直銷業務與為第三方提供 B2C 業務（後者屬於增值電信業務）。2010 年 5 月，中國平安保險(集團)股份有限公司（以下簡稱「中國平安集團」）以 8000 萬元人民幣的價格購買了 1 號店 80% 的股權<sup>154</sup>。在資金推動下，1 號店營業額跨幅度增長，在中國大陸電商市場佔有一席之地。

因為 1 號店股權相對集中且以日用品與食品為主營業務，故吸引了沃爾瑪的關注。如前文所述，中國大陸對電信行業的外資准入限制，沃爾瑪要想直接與 1 號店簽訂股權轉換協議以控制 1 號店幾乎不可能實現。於是沃爾瑪開始與中國平安集團接洽，希望間接取得對 1 號店的控股權。2011 年 5 月，沃爾瑪作價 6500 萬美元從中國平安集團手中購得 17.7% 股權。由於此番收購規模較小，並未達到經營者集中的申報標準，無需向審查部門提交報告，因而購股合同的相對方為誰、具體安排為何不得而知。2011 年 12 月 16 日，沃爾瑪向商務部提交了收購紐海控股有限公司（以下簡稱「紐海控股」）33.6% 的經營者集中申報。沃爾瑪的此次交易構成股權購買形式的經營者集中行為，且雙方當事人的營業額達到了申報標準，因此符合中國大陸《反壟斷法》要求的進行經營者集中的申報條件<sup>155</sup>。

---

<sup>154</sup> 同前揭註 152。

<sup>155</sup> 根據 2008 年 8 月 1 日國務院第 20 次常務會議通過，2008 年 8 月 3 日公佈並執行的《國務院關於經營者集中申報標準的規定》（中華人民共和國國務院令 529 號）第 3 條規定：

「經營者集中達到下列標準之一的，經營者應當事先向國務院商務主管部門申報，未申報的不得實施集中：

（一）參與集中的所有經營者上一會計年度在全球範圍內的營業額合計超過 100 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣；

商務部對這一次申報的審查揭示了沃爾瑪併購 1 號店的諸多交易細節及 VIE 架構在其間發揮的作用。根據商務部公告 2012 年第 49 號——《關於附加限制性條件批准沃爾瑪公司收購紐海控股 33.6% 股權經營者集中反壟斷審查決定的公告》可知，2011 年 11 月 24 日，沃爾瑪及其全資子公司 GEC 2 PTE. LTD.（以下簡稱 GEC 2）與紐海控股、紐海控股的售股股東中國平安保險海外（控股）有限公司、美國自然人于剛先生<sup>156</sup>、澳大利亞自然人劉峻嶺先生<sup>157</sup>，紐海控股的全資子公司新崗嶺有限公司（以下簡稱新崗嶺香港）及新崗嶺香港的全資子公司紐海信息技術（上海）有限公司（以下簡稱「紐海上海」），以及益實多及其售股股東深圳市平安創新有限公司簽訂了《購股協議》。根據該《購股協議》，沃爾瑪將通過其全資子公司 GEC 2 對紐海控股的持股比例從 17.7% 增加至 51.3%。紐海控股將通過全資子公司新崗嶺香港和紐海上海持有益實多的網上購物平臺 1 號店的網上直銷業務。交易完成後，沃爾瑪公司將成為紐海控股的控股股東，並通過紐海控股取得對益實多 1 號店網上直銷業務的控制權。<sup>158</sup>

---

（二）參與集中的所有經營者上一會計年度在中國境內的營業額合計超過 20 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣。

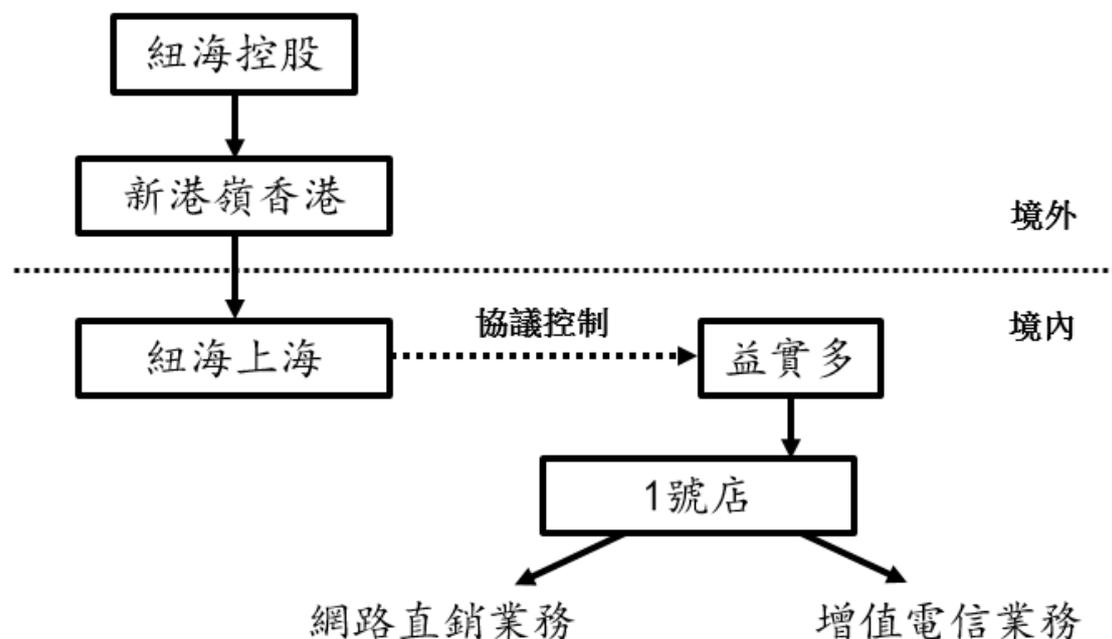
營業額的計算，應當考慮銀行、保險、證券、期貨等特殊行業、領域的實際情況，具體辦法由國務院商務主管部門會同國務院有關部門制定。」

<sup>156</sup> 1 號店創始人，時任董事長，2015 年 7 月從 1 號店離職。參考百部百科詞條「于剛（壹藥網創始人、董事長）」，網址：<http://baike.baidu.com/subview/423965/7116296.htm>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>157</sup> 1 號店聯合創始人，時任 CEO，2015 年 7 月 14 日，沃爾瑪方面確認其已離開 1 號店。參考百部百科詞條「劉峻嶺（2006 年電腦世界十大新聞人物）」，網址：<http://baike.baidu.com/subview/3003428/11762342.htm>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>158</sup> 參考中華人民共和國商務部網站，商務部公告 2012 年第 49 號 關於附加限制性條件批准沃爾瑪公司收購紐海控股 33.6% 股權經營者集中反壟斷審查決定的公告，網址：

由此可知，之前沃爾瑪先前購得的 17.7% 股權對象為紐海控股，且可以推斷，在沃爾瑪投資 1 號店之前，1 號店乃採取如下圖所示之 VIE 架構：



在上述架構中，紐海控股實際為 1 號店的境外融資平臺，新崗嶺香港為紐海控股的全資子公司，紐海上海為新崗嶺香港在中國大陸境內設置的 WFOE。益實多實際持有並運營 1 號店網路平臺。紐海上海通過協議控制益實多。在此結構下，如果沃爾瑪可以實現對紐海控股的控制，即實際取得對 1 號店的控制。

在審查期間，商務部向申報方沃爾瑪提出了此項集中可能產生的競爭問題。2012 年 7 月 3 日，沃爾瑪向商務部提交解決競爭問題的最終承諾。經評估，商務部認為該承諾能夠減少此項集中對市場

<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/fwzl/201208/20120808284418.shtml>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

競爭可能產生的不利影響。商務部的審查決定認為此項集中對中國大陸 B2C 網上零售市場可能具有排除、限制競爭效果。

前文所述，1 號店的業務分為網上直銷業務與為第三方提供 B2C 業務。後者屬於增值電信業務，從而屬於《外商投資產業指導目錄》中限制外資進入的領域，但由於法律規定模糊，並未規定外資併購此行業企業的方式和具體程序，只是簡單提供股權併購和資產併購兩種方式，審查批准程序上只用經過商務部反壟斷審查而不用如綠地投資<sup>159</sup>那般接受限制行業主管部門審查。因而，本案中，作為審批機關，商務部既審查了網上直銷業務又審查了增值電信業務。

商務部認為：對於網路零售商而言，物流和服務是制約其發展的關鍵因素，沃爾瑪在實體零售市場上擁有成熟的物流運輸系統和高品牌的知名度，會將其在實體零售市場上的競爭優勢傳導至益實多 1 號店的網上直銷業務上，因而「集中產生的綜合效應將實質性增強併購後實體在網上零售行業的競爭實力」。

完成對網上直銷業務的分析後，商務部轉而分析此次併購對增值電信業務的影響。首先，商務部認為本案亦會涉及到中國大陸增值電信業務市場，因此，將調查範圍從 B2C 網上零售市場延伸至電

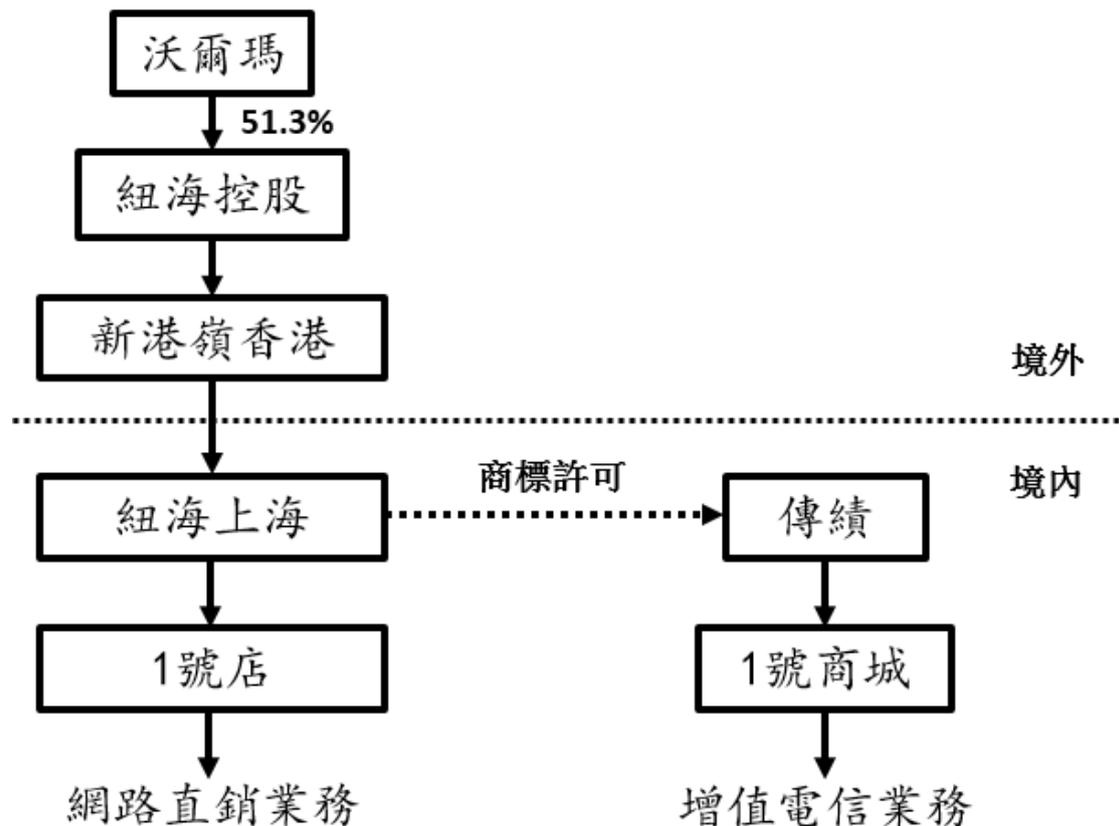
---

<sup>159</sup> 「綠地投資（Green field Investment）又稱創建投資，是指跨國公司等投資主體在東道國境內依照東道國的法律設置的部分或全部資產所有權歸外國投資者所有的企業。綠地投資會直接導致東道國生產能力、產出和就業的增長。綠地投資作為國際直接投資中獲得實物資產的重要方式是源遠流長的。早期跨國公司的海外拓展業務基本上都是採用這種方式。綠地投資有兩種形式：一是建立國際獨資企業，其形式有國外分公司，國外子公司和國外避稅地公司；二是建立國際合資企業，其形式有股權式合資企業和契約式合資企業（即中外合營企業）。」參照 MBA 智庫百科詞條「綠地投資」，網址：<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%BB%BF%E5%9C%B0%E6%8A%95%E8%B5%84>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

子商務平臺為第三方提供 B2C 服務的市場。沃爾瑪通過實體零售市場和網上零售業務的結合，將產生綜合競爭優勢，一旦併購 1 號店進入增值電信業務市場後，「實質性增強其在網路平臺使用者的議價權」，從而取得增值電信業務市場的優勢地位，可能產生排除或限制競爭效果。

2012 年 8 月 13 日，商務部附限制性條件地批准沃爾瑪收購紐海控股之股權，該項收購將使沃爾瑪持有紐海控股的多數股權。商務部對擬定交易的批准附加的限制性條件為：沃爾瑪只能收購 1 號店的直銷業務，不能試圖通過紐海上海在沒有相關的增值電信業務許可證的情況下直接從事增值電信業務（而實際上，像紐海上海這樣的外資企業是無法獲得增值電信業務許可證的），亦不能通過某項 VIE 安排從事該等業務。對沃爾瑪來說，商務部的決定意味著擬定交易如果繼續下去的話就需要做重大調整，而對 VIE 架構的禁用則意味著沃爾瑪可能最終無法控制 1 號店的增值電信業務。這是商務部首次在正式決定中明確提及對 VIE 架構的使用。

在商務部的審批決定做出後，沃爾瑪對紐海控股持股增加至 51.3%，同時 1 號店將增值電信業務剝離，交由上海傳績電子商務有限公司（以下簡稱傳績）運營，直銷業務轉由紐海上海運營。如下圖所示：



綜上所述，在商務部的審查下，沃爾瑪只能收購 1 號店的直銷業務，不能利用紐海上海從事增值電信業務（未取得增值電信業務許可證情況下），也不能通過 VIE 協議安排從事該業務。從審查原因上看，商務部禁止沃爾瑪進行增值電信業務的立足點主要在排除或限制競爭效果的產生上，但從最終結果上看，商務部還對沃爾瑪具體進入增值電信業務市場的方式進行了限制，包括外資子公司和 VIE 協議兩種方式，均予以禁止。究其原因，主要是商務部進行反壟斷審查的範圍是避免經營者集中，而嚴格意義上講，經營者集中審查，「屬於規制者對市場交易的競爭法法律價值判斷，而不是產業政策、外資政策價值判斷」<sup>160</sup>。因此，商務部在此處避免回應了

<sup>160</sup> 詹昊，1 號店收購的反壟斷模式，威科先行·法律信息庫，網址：  
<http://law.wkinfo.com.cn/document/showarticle?title=1%E5%8F%B7%E5%BA%97%E6%94%B6%E8%B4%AD%E7%9A%84%E5%8F%8D%E5%9E%84%E6%96%AD%E6%A8%A1%E5%B>

VIE 架構合法性的問題，因為「對 VIE 的規制，應當由電信產業領域的規制者、證券市場的規制者進行主導」<sup>161</sup>，但也有一個方面反映了中國大陸政府對外商利用 VIE 架構投資併購增值電信業務這一類外商限制投資行業的擔憂。

2013 年 11 月 14 日，傳績和紐海香港在上海自貿區設立了紐海電子商務（上海）有限公司（以下簡稱「紐海電商」），紐海電商的業務範圍包括增值電信業務中的信息服務業務、線上資料處理及交易業務等。據此，1 號店的第三方平臺業務與網上直銷業務歸於同一網路平臺下，由沃爾瑪實行掌控。位於上海自貿區內的紐海電商，作為一家外商投資企業，成功申請到了工信部的增值電信業務經營許可證，其中最大的助力當屬上海自貿區的一系列優惠政策。原本，投資經營類電子商務和其他線上資料處理與交易處理業務屬於增值電信業務，《外商投資產業指導目錄》（2015 年版）規定外資在增值電信領域持股比例不得超過 50%。但是，2013 年 9 月 29 日，上海自貿區發佈負面列表，列表規定：除投資經營類電子商務的外方投資比例不得超過 55% 以外，投資經營其他線上資料處理與交易處理業務的外商投資比例不得超過 50%。

2013 年 12 月 21 日，國務院關於在中國（上海）自由貿易試驗區內暫時調整有關行政法規和國務院文件規定的行政審批或者准入特別管理措施的決定》：「在保障網路信息安全的前提下，允許外資

---

C%8F&showType=&tokens=&language=1&collection=article&aid=NjAwMDAwMDUxNzM%3D&bid=&sysLang=zh\_CN&searchKeys=，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>161</sup> 前揭註 160。

企業經營特定形式的部分增值電信業務，暫時停止實施相關規定內容，由國務院工業和信息化主管部門制定相關管理辦法」。

2014年01月06日，工信部發佈《關於中國（上海）自由貿易試驗區進一步對外開放增值電信業務的意見》，其規定：線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）外資股比不超過55%。上述政策的公佈，釋放了中國大陸政府開放限制、禁止外商投資領域的信號。沃爾瑪公司收購1號店的實踐，可以給外國投資者戰略投資並控股境內有關增值電信企業提供一條可行之路，即外國投資者可以通過與目標企業在上海自貿區設立合資公司，把目標公司業務轉至合資公司，這樣便不再需要使用複雜的VIE架構。

## 第六節、VIE架構的風險總結

### 第一項、政策風險

VIE架構之所以可以在中國大陸的法律環境中誕生並運行十年有餘，在於中國大陸法律對於VIE架構缺乏明確的規定與處理辦法，而政府機關亦未對VIE架構合法議題表達明確的態度與說明。

自新浪模式得以應用並逐漸推廣以來，監管部門一直對VIE架構持默認<sup>162</sup>的態度，但從未發佈任何文件對VIE架構的合法性做出明確認定，致使VIE架構的生存狀態只能以「懸而未決」來形容。一旦政策環境有變，關於VIE架構的合法性問題以及實踐操作中的

---

<sup>162</sup> 相關文獻亦將這種態度稱作「默許」。然「默許」一詞含有「贊許」之意涵，欠缺準確，故筆者稱之為「默認」。

違約問題、外資併購審查問題、外匯管理問題、稅務問題等有了明確的法律法規規制或明確否定的監管態度，VIE 架構的改變乃至存廢就會成為搭建 VIE 架構之業者不得不面對與回答的問題，同時也會對採行 VIE 架構的產業業態整體造成影響。可以說政策風險雖不發生在 VIE 架構的企業內部，卻 VIE 架構先天具備的，與 VIE 架構下的企業自身乃至全行業都生死攸關的是「外部風險」。

### （一）中國大陸政府的態度

中國大陸政府自始至終未出台 VIE 架構的具體規則，針對 VIE 模式一直遊走在「非法令禁止即合法」的法律盲區這一現象，法律顧問在出具意見書時，往往作如下表述：「協議控制結構安全符合中國大陸法律，但是不能保證中國大陸政府監管機構對此有其他理解，也不能保證未來法律法規變化導致存在法律問題。」<sup>163</sup>

然而從發展趨勢上看，中國大陸對於外商投資產業政策似是在逐步放寬——

2006 年信息產業部公佈的《關於加強外商投資經營增值電信業務管理的通知》（信部電函[2006]342 號）對外國投資者和境內增值電信公司的違規合作行為進行了規範<sup>164</sup>。

---

<sup>163</sup> 劉湘寧，VIE：默認合法是時下最優選擇，網址：  
<http://wenku.baidu.com/view/d9e8b9c56137ee06eff918ef.html>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>164</sup> 《關於加強外商投資經營增值電信業務管理的通知》（信部電函[2006]342 號）第 1 條規定：

「一、外國投資者在我國境內投資經營電信業務，應嚴格按照《外商投資電信企業管理規定》要求，申請設立外商投資電信企業，並申請相應電信業務經營許可證。未依法在我國境內設立外商投資電信企業並取得電信業務經營許可證的，外國投資者不得在我國境內投資經營電信業務。」

2008年修訂的《外商投資電信企業管理規定》中明確外商投資電信企業可以經營基礎電信業務、增值電信業務，並規定外方投資者分別不得超過49%和50%，由國務院工業和信息化主管部門審批。

《外商投資產業指導目錄》（2015年版）規定，外資在增值電信領域持股比例不超過50%，電子商務除外；基礎電信業務中，外資持股比例不超過49%。

然而根據前文可知，中國大陸政府已於上海自貿區內開放一系列外商投資之優惠政策<sup>165</sup>。

從上述法規之變化來看，中國大陸正在有意識地放開外商投資產業政策。

綜合上述，中國大陸政府長期以來採取默認VIE架構企業存在的態度，不在其合法性上下定論。筆者讚同中國大陸政府的處理態

---

境內電信公司不得以任何形式向外國投資者變相租借、轉讓、倒賣電信業務經營許可，也不得以任何形式為外國投資者在我國境內非法經營電信業務提供資源、場地、設施等條件。」

其第4條更是強調：「對已取得增值電信業務經營許可的公司，各省、自治區、直轄市通信管理局要組織其對照上述有關要求開展自查自糾活動，並對增值電信業務經營者上報的自查自糾結果進行監督檢查，對那些消費者關注的熱點公司，要進行重點檢查。對發現不符合要求的，責令限期改正，逾期仍未改正的，可依法撤銷其相應增值電信業務經營許可。」儘管該通知沒有明令禁止VIE架構的使用，但對業界釋放的信號是「政府機關會密切關注採取VIE架構的熱門電信企業」。

<sup>165</sup> 但是，2013年9月29日，上海自貿區發佈負面列表，列表規定：除投資經營類電子商務的外方投資比例不得超過55%以外，投資經營其他線上資料處理與交易處理業務的外商投資比例不得超過50%。

2013年12月21日，國務院關於在中國（上海）自由貿易試驗區內暫時調整有關行政法規和國務院文件規定的行政審批或者准入特別管理措施的決定：「在保障網路信息安全的前提下，允許外資企業經營特定形式的部分增值電信業務，暫時停止實施相關規定內容，由國務院工業和信息化主管部門制定相關管理辦法」。

2014年01月06日，工信部發佈《關於中國（上海）自由貿易試驗區進一步對外開放增值電信業務的意見》，其規定：線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）外資股比不超過55%。

度，默認 VIE 存在，對外界宣告保障外資在華權益的確是時下的最優選擇。

## （二）香港的態度與規制

在 VIE 架構運用初期，港交所對 VIE 架構持寬鬆態度<sup>166</sup>。2005 年，港交所針對採取協議控制中國大陸境內 OPCO 並在香港申請上市的境外企業（以下簡稱「申請人」），發佈了編號為 HKEx-LD43-3 的上市決策（HKEx LISTING DECISION）（以下簡稱《VIE 上市決策》），其規定只要在香港申請上市的境外企業滿足以下兩個條件，便不會導致申請人不宜上市：

1. 申請人的財務報表能夠合併；
2. 申請人及其業務適合上市。<sup>167</sup>

《VIE 上市決策》隨後總共經歷過 6 次更新，分別在 2011 年 11 月、2012 年 8 月、11 月和 12 月、2013 年 11 月<sup>168</sup>、2014 年 4 月<sup>169</sup>。

2011 年 11 月對該上市決策所做的修改表明其對 VIE 架構持更加審慎的監管態度，在審核申請人的上市申請時，將全面考慮申請

---

<sup>166</sup> 前揭註 101，頁 16-17；前揭註 129，頁 21；徐子淵，協議控制中的若干會計問題研究，東北財經大學碩士學位論文，2013 年 10 月，頁 18。

<sup>167</sup> 漢坤律師事務所，香港交易所關於協議控制安排的最新上市決策，漢坤法律評述，2011 年 12 月 8 日，網址：<http://www.doc88.com/p-97436582477.html>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 29 日。

<sup>168</sup> 于淼、王武、羅嵐、劉杰，香港聯交所關於 VIE 結構的上市決策及最近更新，網址：[http://www.glo.com.cn/content/details\\_13\\_295.html](http://www.glo.com.cn/content/details_13_295.html)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 12 日。

<sup>169</sup> 李瑋、張韜、張斯怡，香港聯交所新規下採取 VIE 結構的新上市企業 VIE 協議的簡要分析，網址：[http://www.glo.com.cn/content/details\\_13\\_657.html](http://www.glo.com.cn/content/details_13_657.html)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 12 日。

人採取 VIE 架構的原因。若採取協議控制模式經營的業務不涉及中國大陸法律法規規定的限制外資進入的行為，上市科一般會將個案轉交上市委員會處理。此次修訂增加了以下要求及限制：

1. 要求申請人及其保薦人在申請上市時，向聯交所披露及說明其在業務運營中採取協議控制的原因；

2. 當申請人經營的業務不屬於中國大陸相關法律法規規定的限制外資進入的行業時，申請人不得採取協議控制模式。

其中，為了確保 VIE 架構的合法性及有效性，該決策要求 OPCO 的股東授權申請人董事及其職責承繼人行使 OPCO 股東的所有股東權利，且申請人的權利應涵蓋處理 OPCO 資產的權利。

由此可見，港交所對於 VIE 架構的運用採取了逐漸嚴格的監管態度。即在 VIE 架構運用初期，滿足上市要求的企業均可運用 VIE 架構在香港上市；VIE 架構運用後期，港交所不僅要審查企業是否滿足上市條件，還要審查企業運用 VIE 架構的原因。從總體上來看，港交所是認可 VIE 架構的，只是在具體監管措施方面更為審慎。這種審慎的監管態度體現出港交所已經開始關注 VIE 架構在運行中可能存在的風險，並試圖通過一些限制措施來減少該結構的使用。例如，將該結構的運用範圍限制到了一定程度，而且要求 OPCO 保證 VIE 架構在企業上市後能夠有效運作。需要注意的是，有關「當申請人經營的業務不屬於中國大陸相關法律法規規定的限制外資進入的行業時，申請人不得採取協議控制模式」雖然將 VIE

架構的運用縮小到一定範圍，但它仍體現出 VIE 架構規避法律的實質。

2014 年 4 月修正後，根據《VIE 上市決策》，港交所在考慮存在 VIE 架構安排的公司的上市申請時，採取的仍是以披露為主的監管原則，即在根據主要事實和中國大陸法律意見，港交所認為公司已證明合約安排的合法性及公司能夠確保合約安排的妥善運作的情形下，只要申請人在上市文件中適當披露 VIE 架構及其相關風險，港交所即認為申請人的業務為適宜上市的業務。在內容上，《VIE 上市決策》對 VIE 協議條款設置的主要要求如下：

1. 確保申請人享有 OPCO 所有的經濟利益、能防止 OPCO 的利潤流失到其股東名下；
2. 確保申請人可通過 OPCO 的轉讓獲得所有智慧財產權；
3. 確保申請人可管控 OPCO 的運營；
4. 確保申請人在中國大陸法律允許的情況下，有權解除 VIE 架構並以名義對價購買 OPCO 的股份和/或資產，同時 OPCO 的股東必須承諾將其收到的申請人在收購 OPCO 的股份時所付出的任何代價交回申請人；
5. 確保申請人取得 OPCO 的股份作為抵押品的優先權利（即質權），作為 VIE 結構妥善運作的保證；
6. 載有爭議解決條款，明確 VIE 協議下的爭議解決方式應為仲裁，並應確定仲裁庭及仲裁員有權依照 VIE 協議項下條款和適用的中國大陸法律裁決給予任何救濟（包括臨時性救濟和永久性救濟），

同時應確認在組成仲裁庭期間，協議簽署方均有權訴諸有管轄權的法院以申請臨時性救濟。

## 第二項、控制風險

相較於政策風險，控制風險乃 VIE 架構先天具備的內部風險。其包含「創始人道德風險」、「違約風險」、「安全風險」、「救濟風險」等下位概念，這些概念是基於相同邏輯鏈下的各自表述。

VIE 架構中，境外上市主體與境內 OPCO 這對關係企業的「控制—被控制」關係乃建立在協議合意關係上，相比傳統股權與資產的直接控制關係，後者得到相對成熟的法律體制保護救濟，而前者處於不確定狀態。

一般而言，VIE 架構中的市場投資人和 OPCO 管理層具有共同的目標，利益一致，不會輕易出現控制風險，但前文列舉的創始股東違約造成的支付寶事件、創始股東私自轉移資產造成的雙威教育被退市事件、創始股東調整股權結構造成境外資本市場恐慌進而慘遭做空市值的新東方事件等都表明，即使控制協議設計嚴謹，相較於股權控制仍然是先天不足，只能是「君子協議」。境外上市公司的機構投資者、公眾股東投入了巨額的資金，但其股東身份以及預期利益唯一的保障僅僅是 OPCO 創始股東的個人道德。這與龐大的境外資本之間不構成相匹配的保護救濟機制。

當創始股東與投資人出現利益分歧，前者難免以自身利益為優先考慮，「可能」且「可以」擅自做出與市場投資人分歧的行為。

一旦協議控制被背棄而失效，境外上市公司與境內 OPCO 將變成毫不相關的兩個法人。二者之間的利潤輸出道路被切斷，境外投資者手中的股票支持的只是一個空殼，境外上市公司將不再具有投資價值。隨後更是導致上市公司股價暴跌，嚴重損害投資者的利益。

上述乃基於大陸創始股東作為實際控制人之立場，換位分析，若境外投資人作為實際控制人，除發生控制風險以外，亦會引發內資之「安全風險」。申言之，一旦外資憑藉強大實力惡意違約，將直接導致境內持牌之內資公司淪為外資公司附庸，這對於大陸民營資本是巨大打擊，更可能牽涉到國家安全。



## 第四章、中國大陸法制環境與市場環境的發展及其對 VIE 架構影響

### 第一節、《中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）》的公佈

在改革開放早期，中國大陸先後制定並公佈施行了《中華人民共和國中外合資經營企業法》<sup>170</sup>、《中華人民共和國外資企業法》<sup>171</sup>和《中華人民共和國中外合作經營企業法》<sup>172</sup>（以下簡稱「外資三法」），奠定了中國大陸利用外資的法律基礎。其後，為了貫徹落實中國共產黨第十八屆中央委員會第三次與第四次全體會議（簡稱「中共十八屆三中、四中全會」）精神<sup>173</sup>，根據《十二屆全國人大常委會立法規劃》和《國務院 2014 年立法工作計畫》，國務院商務部啟動了「外資三法」的修改工作，形成了《中華人民共和國外國投

---

<sup>170</sup> 1979 年 7 月 1 日第五屆全國人民代表大會第二次會議通過，1980 年 1 月 1 日首次生效。其後，根據 1990 年 4 月 4 日第七屆全國人民代表大會第三次會議《關於修改〈中華人民共和國中外合資經營企業法〉的決定》修正；根據 2001 年 3 月 15 日第九屆全國人民代表大會第四次會議《關於修改〈中華人民共和國中外合資經營企業法〉的決定》第二次修正。

<sup>171</sup> 1986 年 4 月 12 日第六屆全國人民代表大會第四次會議通過；根據 2000 年 10 月 31 日第九屆全國人民代表大會常務委員會第十八次會議《關於修改〈中華人民共和國外資企業法〉的決定》修正。

<sup>172</sup> 1988 年 4 月 13 日第七屆全國人民代表大會第一次會議通過；其後，根據 2000 年 10 月 31 日第九屆全國人民代表大會常務委員會第十八次會議《關於修改〈中華人民共和國中外合作經營企業法〉的決定》修正）2000 年 10 月 31 日中華人民共和國主席令第四十號公佈施行。

<sup>173</sup> 中共十八屆三中全會提出：「構建開放型經濟新體制」，「統一內外資法律法規，保持外資政策穩定、透明、可預期」，「改革涉外投資審批體制」，「探索對外商投資實行准入前國民待遇加負面清單的管理模式」；中共十八屆四中全會要求：「適應對外開放不斷深化，完善涉外法律法規體系，促進構建開放型經濟新體制」。

資法（草案徵求意見稿）》（以下簡稱《徵求意見稿》）<sup>174</sup>，於 2015 年 1 月 19 日向社會公佈並徵求意見。

## 第一項、《徵求意見稿》的主要內容

《徵求意見稿》共 170 條，分為 11 章，分別是總則、外國投資者 and 外國投資、准入管理、國家安全審查、信息報告、投資促進、投資保護、投訴協調處理、監督檢查、法律責任和附則<sup>175</sup>。其主要規定如下：

### 1. 外國投資者和外國投資的定義

對於「外國投資者」，《徵求意見稿》第 11 條規定：

「本法所稱的外國投資者，是指在中國境內投資的以下主體：

- （一）不具有中國國籍的自然人；
- （二）依據其他國家或者地區法律設立的企業；
- （三）其他國家或者地區政府及其所屬部門或機構；
- （四）國際組織。

受前款規定的主體控制的境內企業，視同外國投資者。」

對於「外國投資」，《徵求意見稿》第 15 條規定：

「本法所稱的外國投資，是指外國投資者直接或者間接從事的如下投資活動：

- （一）設立境內企業；
- （二）取得境內企業的股份、股權、財產份額、表決權或者其他

---

<sup>174</sup> 參考中華人民共和國商務部條約法律司網站，網址：  
<http://tfs.mofcom.gov.cn/article/as/201501/20150100871010.shtml>，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 30 日。

<sup>175</sup> 關於《中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）》內容之解讀，參考商務部公佈《中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）》之同時公佈的《關於〈中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）〉的說明》。

類似權益；

(三) 向其持有前項所稱權益的境內企業提供一年期以上融資；

(四) 取得境內或其他屬於中國資源管轄領域自然資源勘探、開發的特許權，或者取得基礎設施建設、運營的特許權；

(五) 取得境內土地使用權、房屋所有權等不動產權利；

(六) 通過合同、信託等方式控制境內企業或者持有境內企業權益。

境外交易導致境內企業的實際控制權向外國投資者轉移的，視同外國投資者在中國境內投資。」

從上述規定可知，《徵求意見稿》對外國投資者的認定兼採「註冊地標準」與「實際控制標準」；將「股權控制」與「協議控制」皆納入「外國投資」之範疇。

## 2. 准入管理制度

《徵求意見稿》廢除了外資三法確立的逐案審批制度，設計了與「准入前國民待遇加負面清單管理模式」相適應的外資准入管理制度<sup>176</sup>。外國投資主管部門僅對特別管理措施目錄列明領域內的投資實施准入許可，審查對象也不再是合同、章程，而是外國投資者及其投資行為。在實施負面清單管理模式下，絕大部分的外資進入將不再進行審批。同時規定，外國投資者在中國境內投資，無論是否屬於特別管理措施目錄列明的領域，均需要履行報告義務<sup>177</sup>。

## 3. 國家安全審查制度

---

<sup>176</sup> 《徵求意見稿》第6條規定：「外國投資者在中國境內投資享有國民待遇，但根據本法第二十三條【目錄制定程式】所制定的外國投資特別管理措施目錄（以下簡稱特別管理措施目錄）另有規定的除外。」

<sup>177</sup> 前揭註178。

為防止外國投資對國家安全造成或者可能造成危害，《徵求意見稿》第4章設專章規定了外國投資國家安全審查制度。

針對現行國家安全審查制度效力層級低、制度不完善等缺陷，在國務院辦公廳《關於建立外國投資者併購境內企業安全審查制度的通知》基礎上，《徵求意見稿》進一步完善了國家安全審查的審查因素、審查程序，明確了為消除國家安全隱患可採取的措施等內容，並規定國家安全審查決定不得提起行政覆議和行政訴訟<sup>178</sup>。

#### 4. 信息報告制度

為了及時、準確、全面掌握外國投資情況和外國投資企業運營狀況，《徵求意見稿》第75條規定了外國投資信息報告制度。外國投資者或外國投資企業對其投資經營行為，無論是否屬於特別管理措施目錄列明的領域，都要向外國投資主管部門履行信息報告義務。報告信息必須真實、準確、完整，不得有虛假記載、誤導性陳述或重大遺漏。《徵求意見稿》第五章第二、三四節區分信息報告的三種類別（外國投資事項報告、外國投資事項變更報告、定期報告），規定了相應的報告內容和時限<sup>179</sup>。

#### 5. 投資促進制度

強化政府在投資促進方面的職能，是當前世界各國外資立法和政策的一個新趨勢。為建立完善的投資促進機制和提高投資促進專業化水準，提升利用外資的品質和水準，《徵求意見稿》從投資促進

---

<sup>178</sup> 參見商務部公佈的《關於〈中華人民共和國外國投資法（草案徵求意見稿）〉的說明》。

<sup>179</sup> 前揭註 178。

政策、投資促進機構、特殊經濟區域等方面對投資促進工作進行了規範<sup>180</sup>。

## 6.投資保護制度

為保護外國投資者及其投資的合法權益，《徵求意見稿》從徵收、徵用、國家賠償、轉移、透明度、智慧財產權保護等方面，全面加強了對外國投資者及其投資的保護體系<sup>181</sup>。

## 7.投訴協調處理制度

《徵求意見稿》規定了投訴協調處理制度，強化了外國投資投訴協調處理機構對外國投資者、外國投資企業與行政機關之間的爭議進行協調和處理的工作職能，以及時有效化解外國投資爭端<sup>182</sup>。

## 8.監督檢查制度

在擴大市場准入、減少行政審批的同時加強事中事後監管，這是新一屆政府轉變政府職能的「重中之重」。《徵求意見稿》從監督檢查啟動、檢查方式、檢查內容、檢查結果等方面對監督檢查制度進行了全面規定。同時，通過建立外國投資者誠信檔案制度，增強外國投資者、外國投資企業自律意識<sup>183</sup>。

## 9.法律責任制度

---

<sup>180</sup> 前揭註 178。

<sup>181</sup> 前揭註 178。

<sup>182</sup> 前揭註 178。

<sup>183</sup> 前揭註 178。

《徵求意見稿》規定了法律責任制度，明確了在禁止領域投資<sup>184</sup>、未經許可或者違反許可條件在限制領域投資<sup>185</sup>、違反信息報告義務<sup>186</sup>、違反國家安全審查規定<sup>187</sup>、規避法律強制性規定<sup>188</sup>等情形下應承擔的行政法律責任或刑事法律責任<sup>189</sup>。

## 10. 過渡期安排

《外國投資法》生效後，外資三法將予以廢止。由於《外國投資法》將不再規範外國投資企業的組織形式和組織機構等問題，《徵

<sup>184</sup> 「第一百四十四條 【在禁止目錄內投資】

外國投資者在禁止實施目錄列明的領域投資的，投資所在地省、自治區、直轄市人民政府外國投資主管部門應責令停止實施投資、限期處分股權或其他資產，沒收非法所得，並處 10 萬元以上、100 萬元以下或非法投資額 10% 以下的罰款。」

<sup>185</sup> 「第一百四十五條 【違反准入許可規定】

外國投資者未經許可在限制實施目錄列明的領域投資的，投資所在地省、自治區、直轄市人民政府外國投資主管部門應責令停止投資、限期處分股權或其他資產，沒收非法所得，並處 10 萬元以上、100 萬元以下或非法投資額 10% 以下的罰款。

外國投資者違反外國投資准入許可附加條件的，作出許可決定的外國投資主管部門應責令限期改正，並處 5 萬元以上、50 萬元以下或投資額 5% 以下的罰款；逾期不改正的，或情節嚴重的，外國投資主管部門可撤銷准入許可。」

<sup>186</sup> 「第一百四十六條 【違反國家安全審查規定】

外國投資者有下列情形之一的，國務院外國投資主管部門應責令限期改正，處 10 萬元以上、100 萬元以下或投資額 10% 以下的罰款，並可依據本法第五十六條【再次進行安審】的規定再次提起國家安全審查：

(一) 在國家安全審查過程中隱瞞有關情況，提供虛假材料或進行虛假陳述的；

(二) 違反國家安全審查決定中所附限制性條件的。」

<sup>187</sup> 「第一百四十七條 【違反信息報告義務的行政法律責任】

外國投資者或外國投資企業違反本法規定，未能按期履行或逃避履行信息報告義務，或在進行信息報告時隱瞞真實情況、提供誤導性或虛假信息的，投資所在地省、自治區、直轄市人民政府外國投資主管部門應責令限期改正；逾期不改正的，或情節嚴重的，處 5 萬元以上、50 萬元以下或投資額 5% 以下的罰款。

第一百四十八條 【違反信息報告義務的刑事法律責任】

外國投資者或外國投資企業違反本法規定，逃避履行信息報告義務，或在進行信息報告時隱瞞真實情況、提供誤導性或虛假信息，情節特別嚴重的，對單位判處罰金，對其直接負責的主管人員和其他責任人員，處一年以下有期徒刑或拘役。」

<sup>188</sup> 「第一百四十九條 【規避行為的法律責任】

外國投資者、外國投資企業以代持、信託、多層次再投資、租賃、承包、融資安排、協議控制、境外交易或其他任何方式規避本法規定，在禁止實施目錄列明的領域投資、未經許可在限制實施目錄列明的領域投資或違反本法規定的信息報告義務的，分別依照本法第一百四十四條【在禁止目錄內投資】、第一百四十五條【違反准入許可規定】、第一百四十七條【違反信息報告義務的行政法律責任】或第一百四十八條【違反信息報告義務的刑事法律責任】進行處罰。」

<sup>189</sup> 前揭註 178。

求意見稿》第 157 條規定<sup>190</sup>，本法生效前依法存續的外國投資企業，應當在三年內按照《公司法》等法律法規對企業組織形式和組織機構進行調整<sup>191</sup>。

## 11. 港澳臺僑投資者的待遇

改革開放以來，港澳臺同胞和海外僑胞的投資對於推動大陸經濟的蓬勃發展起到了不可或缺的重要作用<sup>192</sup>。

《徵求意見稿》第 163 條規定：

「港澳同胞投資者和華僑在內地投資的，參照適用本法，但法律、行政法規另有規定的除外。

對港澳同胞投資者和華僑在內地投資的特別待遇，由國務院另行規定。」

## 12. 協議控制的處理

外國投資企業通過簽署一系列協議獲得內資企業控制權的問題，受到廣泛關注。徵求意見稿將協議控制明確規定為外國投資的一種形式，本法生效後，以協議控制方式進行投資的，將適用本法。對於本法生效前既存的以協議控制方式進行的投資，如在本法生效後仍屬於禁止或限制外國投資領域，應當如何處理，理論界和實務界有以下幾種觀點<sup>193</sup>：

---

<sup>190</sup> 「第一百五十七條 【變更企業組織形式和組織機構】

本法生效前依法存續的外國投資企業，在本法生效後三年內應按照《公司法》、《合夥企業法》、《個人獨資企業法》等法律法規變更企業組織形式和組織機構，但企業既有經營期限在本法生效後三年內屆滿且擬延長經營期限的，應在企業既有經營期限內進行變更。

依前款規定完成變更之前，繼續適用《中外合資經營企業法》、《外資企業法》、《中外合作經營企業法》中關於企業組織形式和組織機構的規定。」

<sup>191</sup> 前揭註 178。

<sup>192</sup> 前揭註 178。

<sup>193</sup> 前揭註 178。

(1)實施協議控制的外國投資企業，向國務院外國投資主管部門申報其受中國投資者實際控制的，可繼續保留協議控制結構，相關主體可繼續開展經營活動；

(2)實施協議控制的外國投資企業，應當向國務院外國投資主管部門申請認定其受中國投資者實際控制；在國務院外國投資主管部門認定其受中國投資者實際控制後，可繼續保留協議控制結構，相關主體可繼續開展經營活動；

(3)實施協議控制的外國投資企業，應當向國務院外國投資主管部門申請准入許可，國務院外國投資主管部門會同有關部門綜合考慮外國投資企業的實際控制人等因素作出決定。

### 13.外資准入許可、工商登記和行業許可的關係

根據《徵求意見稿》第33條規定，外國投資者在特別管理措施目錄列明領域內投資的，如果涉及需要申請前置性行業許可的領域，外國投資者在申請外資准入許可時須提交行業許可證件；不需要申請前置性行業許可的，外國投資主管部門在審查時需要應徵求相關行業主管部門的意見；外國投資者獲得外資准入許可後辦理工商登記<sup>194</sup>。目前，中國大陸正在推進行政審批和登記制度改革，將

---

<sup>194</sup> 「第三十三條 【准入許可和行業許可的關係】

外國投資涉及需申領前置性行業許可的領域的，外國投資主管部門在審查決定中說明行業許可獲得情況。

外國投資涉及需申領非前置性行業許可的領域的，外國投資主管部門應在審查時徵求相關行業主管部門意見。行業主管部門出具審查意見書，外國投資主管部門在審查決定中說明行業主管部門的審查意見。」

根據改革進程進一步完善外資准入許可的相關制度設計，處理好外資准入許可、工商登記和行業許可的關係<sup>195</sup>。

## 第二項、《徵求意見稿》對 VIE 架構的影響

### （一）協議控制標準之認定

根據《徵求意見稿》第 15 條第 6 款的規定：「通過合同、信託等方式控制境內企業或持有境內企業權益」屬於外國投資。

《徵求意見稿》第 18 條規定：

「本法所稱的控制，就某一企業而言，是指符合以下條件之一的情形：

（一）直接或者間接持有該企業百分之五十以上的股份、股權、財產份額、表決權或者其他類似權益的。

（二）直接或者間接持有該企業的股份、股權、財產份額、表決權或者其他類似權益雖不足百分之五十，但具有以下情形之一的：

1. 有權直接或者間接任命該企業董事會或類似決策機構半數以上成員；

2. 有能力確保其提名人員取得該企業董事會或類似決策機構半數以上席位；

3. 所享有的表決權足以對股東會、股東大會或者董事會等決策機構的決議產生重大影響。

---

<sup>195</sup> 前揭註 178。

（三）通過合同、信託等方式能夠對該企業的經營、財務、人事或技術等施加決定性影響的。」

上述兩條將 VIE 架構，即境外企業通過協議控制境內企業納入「外國投資」的範疇，將和傳統的外商直接投資或併購方式一樣適用外資法下的外國投資准入制度、安全審查制度及信息報告制度等<sup>196</sup>。

《徵求意見稿》第 18 條第 3 款將「通過合同、信託等方式能夠對該企業的經營、財務、人事或技術等施加決定性影響的」作為認定構成「控制」的標準之一。

可以看出，第 18 條對於「控制」的界定是按照「權益比例標準——表決權標準——實際影響標準」的邏輯結構來建立的。然而，其仍可能存在下述操作障礙：

1. 當不同主體滿足上述三項中的不同控制標準時，應如何判斷何者為實際控制人？例如，假設境外投資人（如 PE 或 VC）（《徵求意見稿》定義之外國投資者）通過協議控制對境內 OPCO 施加決定性影響，而境內創始股東（《徵求意見稿》定義之外國投資者）擁有 OPCO 的多數股份或董事會多數席位，在此情形下究竟認定該 OPCO 為中國投資者控制還是外國投資者控制？則存在困難。即

《徵求意見稿》雖描述性界定了「控制」之認定標準，卻沒有規定不同控制標準間的效力有限性問題。筆者認為，應按照「實質勝於形式的標準」進行效力優先性排序（例如合同安排/收益權等優先於

---

<sup>196</sup> 前揭註 202。

股權比例或投票權比例），滿足效力位階優先之控制標準的主體應被認為實際控制人<sup>197</sup>。

2.《徵求意見稿》規定「境外交易導致境內企業的實際控制權向外國投資者轉移的，視同外國投資者在中國境內投資」，而如何判斷實際控制權轉移《徵求意見稿》則沒有確切答案。例如，在中國大陸企業境外上市的過程中，創始股東經歷每一輪融資後在上市主體中持有的股權比例都會被稀釋，當創始股東股權被稀釋至 50% 以下或不再具有有影響力的表決權時，是否可輕易認定上市公司控制權發生轉移進而否定 VIE 架構安排下協議控制的效力或阻斷其繼續實施？

為解決這一問題，筆者認為《外國投資法》除應明確界定「控制標準」，還應進一步界定「控制權喪失標準」，除非控制權之全部認定標準皆不被滿足，否則應視為現有實際控制人繼續擁有實際

198。

## （二）VIE 架構中外國投資者控制與中國投資者控制的對比

《徵求意見稿》第 45 條規定：

「本法第十一條第一款第二項所規定的外國投資者，受中國投資者控制的，其在中國境內從事限制實施目錄範圍內的投資，在申

---

<sup>197</sup> 郁雷、魏盈盈，《外國投資法（草案徵求意見稿）》系列專題研究之一：對 VIE 結構可能的影響，網址：[http://www.glo.com.cn/content/details\\_13\\_662.html](http://www.glo.com.cn/content/details_13_662.html)，最後瀏覽時間：2015 年 6 月 12 日。

<sup>198</sup> 前揭註 197。

請准入許可時，可提交書面證明材料，申請將其投資視作中國投資者的投資。

外國投資主管部門在進行准入許可審查時，應對外國投資者依據前款規定提出的申請進行審查，作出是否視作中國投資者的投資的審查意見，並在准入許可決定中予以說明。」

可知《徵求意見稿》給境內採取 VIE 架構進行境外融資之企業留下空間，可根據實際控制人之國籍來判定其是否受外商投資產業政策之限制。「外國投資者」若為受中國大陸投資者控制的，其在中國大陸境內從事外資限制類產業領域的投資時，可以被視為中國大陸投資者的投資。因此，如果可以證明 VIE 架構下境內 OPCO 最終控制人為中國自然人，得到主管部門在審查申請中的認定，則該 VIE 架構下的外國投資將被視作為境內投資從而不受外資准入限制<sup>199</sup>。

根據上述規定，VIE 架構大體可分為「由中國大陸投資者實際控制的 VIE 架構企業」與「由外國投資者實際控制的 VIE 架構企業」。一旦《徵求意見稿》成為法律，相關部門對上述兩種 VIE 架構企業將持不同的監管態度。《外國投資法》生效後，新設中國大陸投資者控制的 VIE 架構企業將不會受到《外國投資法》的實質監管，相比之下，新設外國投資者控制的 VIE 架構將面臨一系列監管要求，其是否能夠合法存續將面臨根據外資准入標準進行的實質性審查，經准入審查後符合標準的這類 VIE 架構將被賦予合法地位，

---

<sup>199</sup> 前揭註 197。

不符合准入標準的 VIE 架構將被禁止或附加條件後予以有限認可  
200。

儘管有上述區分，從程序的角度看，《徵求意見稿》要求在中國大陸境外註冊成立的機構在境內從事外資限制類產業領域的投資時須進行准入申報，對於其中屬於中國大陸投資者實際控制的 VIE 架構，由該外國投資者提出豁免適用外資監管的申請並提供其為中國大陸投資者控制的證明資料。無論是在控制協議簽署前申報還是簽署後申報，這一程序要求對於市場的影響是極大的。截至目前，中國大陸企業為境外融資或上市目的簽署和實施的 VIE 架構下的控制協議無需任何中國大陸監管部門批准，一旦《外國投資法》實施，上述控制協議的生效是否應以有關監管部門的批准或備案為條件則存在不確定性，而實踐中每一份控制協議能否獲得批准或備案更是未知數，這無疑實質增大了境外投資人的法律風險和中國大陸企業的行政負擔。

如果在《外國投資法》實施後相關各方尚能根據法律預判決定是否通過 VIE 架構投資外資限制類產業進而控制風險，對整個市場可能具有顛覆性影響的則是關於《外國投資法》實施前既存的，且《外國投資法》實施後仍然屬於禁止（例如網遊產業）或限制類外商投資領域（例如一般增值電信業務領域）的 VIE 架構如何處理的問題，對此《徵求意見稿》並未給予明確規定，僅在說明部分提出了可供參考的幾點思路：

---

200 前揭註 197。

1.申報/披露豁免模式：實施協議控制的外國投資企業，向國務院外國投資主管部門申報其受中國大陸投資者實際控制的，可繼續保留協議控制結構，相關主體可繼續開展經營活動；

2.認定豁免模式：實施協議控制的外國投資企業，應當向國務院外國投資主管部門申請認定其受中國大陸投資者實際控制；在國務院外國投資主管部門認定其受中國大陸投資者實際控制後，可繼續保留協議控制結構，相關主體可繼續開展經營活動；

3.准入批准模式：實施協議控制的外國投資企業，應當向國務院外國投資主管部門申請准入許可，國務院外國投資主管部門會同有關部門綜合考慮外國投資企業的實際控制人等因素作出決定。

相比較而言，前兩個方案體現了與《徵求意見稿》中監管思路的一致性，即區分是否可以繼續實施僅取決於是否由中國大陸投資者控制，而對外國投資者控制的但符合外資准入政策的協議控制是否繼續有效則語焉不詳；第三個方案雖然在准入許可的標準上較為模糊，但似保持了一定靈活度，對於屆時中國大陸投資者喪失實際控制人地位的情形能否溯及既往考慮實際控制人的演變歷史使其合法化給市場各方預留了想像空間<sup>201</sup>。

綜上判斷，《外國投資法》實施後可能合法存在的 VIE 架構包括：

1.新設的投資者實際控制的 VIE 架構；

---

<sup>201</sup> 前揭註 197。

2.新設的外國投資者實際控制的鼓勵類、允許類或限制類外商投資領域的 VIE 架構；

3.經個案審查批准的既存的外國投資者實施的 VIE 架構。

根據前文第四章所述可知，VIE 架構中若中國大陸創始股東與境外投資人的利益不一致將可能導致中國大陸創始股東或 OPCO 擅自終止或違反控制協議的法律風險。可以預見，一旦《外國投資法》付諸實施，未來為獲得該法下實際控制人為中國投資者時豁免外資監管的便利，中國大陸的創始股東有足夠的法律依據並且會普遍要求與境外投資人以書面及其他方式保障中國大陸投資者在特殊目的公司及 OPCO 中的實際控制人地位，在此情況下，當境外投資人發現創始股東存在不當行為（如轉移 OPCO 資產）而需通過爭奪公司控制權來維護自身利益時將會陷入兩難境地，即爭奪控制權可能會導致 VIE 架構本身在中國大陸的合法性喪失基礎、可執行性受到阻礙，或使得該中國投資者控制的 VIE 架構轉變為外國投資者控制的 VIE 架構從而不得不接受外資監管。屆時，如果沒有為境外投資人設計的其他保障機制，境外投資人信心將可能受到極大傷害。

總體而言，《徵求意見稿》沒有絕對的肯定或否定 VIE 架構存在的價值，即在中國大陸投資者不喪失控制地位的情況下，外資通過 VIE 架構進入中國大陸限制類產業領域可以合法存在；在中國大陸投資者喪失控制地位的情況下，外資即使通過 VIE 架構進入中國大陸限制類產業領域也需要依法監管<sup>202</sup>。

---

<sup>202</sup> 前揭註 197。

### (三) VIE 架構未來之存續

《徵求意見稿》第 45 條第 1 款規定：

「本法第十一條【外國投資者】第一款第（二）項所規定的外國投資者，受中國投資者控制的，其在中國境內從事限制實施目錄範圍內的投資，在申請准入許可時，可提交書面證明材料，申請將其投資視作中國投資者的投資。」

為了實現境外融資而搭建 VIE 架構的企業，多發生於限制或禁止類外商投資領域。一旦《外國投資法》實施，一方面，外國投資者通過 VIE 架構實際控制 OPCO 以規避中國大陸政府對外商投資的行業限制將成為過去式。另一方面，當受中國大陸投資者實際控制的境外公司在外資限制產業領域的投資經監管部門審查被視為中國大陸投資者的投資後，將意味著該境外公司可以不受中國大陸外資監管體系的規制和限制，那麼該境外公司不通過 VIE 架構而直接或間接取得境內 OPCO 的股權或多數權益也必然會成為選項之一。因此，以外資准入監管的角度看 VIE 架構下的協議控制可能會失去存在的基礎。

而對於《外國投資法》實施前既存的 VIE 架構企業而言，筆者認為，《外國投資法》對 VIE 架構正名並賦予其合法地位的初衷主要還是在於幫助中國大陸企業更好地推進或完成境外融資，特別是在不喪失中國大陸投資者控制權的前提下以疏代堵，對從事外資限制類行業的中國大陸企業允許其繼續通過 VIE 架構引入境外投資人。這樣的制度安排創造性地平衡了大陸創新產業發展的資金需求

和在國家經濟安全方面的考慮，既保證了特定行業有限地獲得外資支持的管道，又通過防範外國投資者取得控制權地位而實質性降低了某些行業被外國資本控制的風險。

### 第三節、VIE 架構的拆除與紅籌回歸——以暴風科技為例

《外國投資法（草案徵求意見稿）》雖然不是正式法律，卻某種程度上代表著政策導向。同時，由於中概股在境外市場股價並不，大陸 A 股市場<sup>203</sup>的誘人估值引發中概股回歸的動機。

2015 年 3 月 24 日，「暴風科技」<sup>204</sup>登陸大陸創業板，上市以來，創下連續 29 日漲停的驚人戰績<sup>205</sup>。上市僅一個月，股價就翻了逾 10 倍<sup>206</sup>。

自暴風科技後，自 2015 年 4 月到 2015 年 6 月間，在美國上市的中国互联网公司纷纷收到私有化要約<sup>207</sup>。

<sup>203</sup> 廣義的 A 股市場包括主板、中小板、創業板及新三板。

<sup>204</sup> 暴風科技是中國大陸知名的互聯網視頻企業，公司通過「暴風影音」系列軟體（包括暴風影音 PC 端、暴風無線 App 和暴風看電影視頻流覽器等），為視頻使用者提供免費使用為主的多終端綜合視頻服務、為商業客戶提供互聯網廣告信息服務。

<sup>205</sup> 「暴風科技 33 個漲停後，市值近乎 8 個迅雷」，新浪財經，網址：  
<http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20150511/225922154998.shtml>。

<sup>206</sup> 拆 VIE 成常態：多家互聯網金融公司火速回歸 A 股，創客公社微信公眾賬號，網址：  
[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MjM5ODk4NTUzNg==&mid=204530713&idx=1&sn=7014300195411e86381b34374e46a8d9&scene=1&key=af154fdc40fed0038819bd11200aecd10fbcaa2c9863fb7eef05edbadcd28eea748669af0ef4c4bc7547db8acf3e01b3&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJqKHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MjM5ODk4NTUzNg==&mid=204530713&idx=1&sn=7014300195411e86381b34374e46a8d9&scene=1&key=af154fdc40fed0038819bd11200aecd10fbcaa2c9863fb7eef05edbadcd28eea748669af0ef4c4bc7547db8acf3e01b3&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJqKHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

<sup>207</sup> 「中概股狂拆 VIE 回家，最大的成本就是『時間』」，網址：  
[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MTA3NDM1MzUwMQ==&mid=208120775&idx=1&sn=ca059427c4b3ae69d3b36c83580af3bb&scene=1&key=af154fdc40fed0032017e656c112112f392c7d23d0b2bf8859ba52b29dcb5a4634bb2af3d4a9d7b6a26f2da824c830f9&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJqKHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MTA3NDM1MzUwMQ==&mid=208120775&idx=1&sn=ca059427c4b3ae69d3b36c83580af3bb&scene=1&key=af154fdc40fed0032017e656c112112f392c7d23d0b2bf8859ba52b29dcb5a4634bb2af3d4a9d7b6a26f2da824c830f9&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJqKHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

暴風科技作為首個拆除 VIE 架構回歸 A 股的互聯網公司，其成功上市，對於眾多業已搭建了紅籌或 VIE 架構的 TMT 行業企業回歸 A 股具有積極的借鑒意義。

「紅籌回歸」涉及複雜的重組過程以及對於紅籌搭建及拆除過程中的外資、外匯、稅務等合規事項的分析確認。

## 第一項、暴風科技的 VIE 架構搭建

暴風影音的 VIE 架構搭建係遵照以下時間線步驟：

2005 年 8 月，馮鑫團隊註冊成立了酷熱科技，作為的視頻軟體開發、運營的主體。

2006 年 5 月，內資企業酷熱科技的創業團隊在投資人指導下設立了境外公司 Kuree。

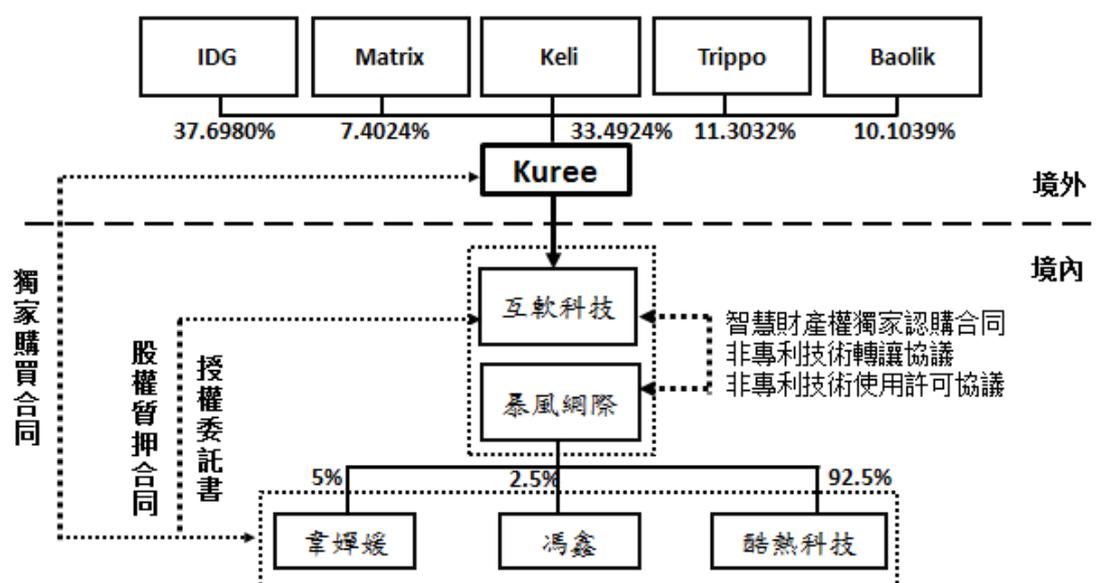
2006 年 7 月，Kuree 在大陸註冊成立全資子公司互軟科技（即 WFOE）。Kuree、互軟科技分別與酷熱科技、暴風網際及其股東簽署一系列協議，使 Kuree 能夠享有酷熱科技的收益。

2006 年 8 月及 12 月，IDG 分兩次投入 300 萬美元，獲得 Kuree 的 32% 股權（馮鑫持股 36.17%）。

2006 年 9 月，Kuree 收購了暴風影音的軟體、技術秘密及商標、域名。不久，暴風影音智慧財產權與酷熱科技積累的技術一起被注入馮鑫團隊控制的暴風網際。

2007 年 7 月，Kuree 再次向 IDG 融 500 萬美元。融資完成後，IDG、馮鑫持股分別持有 Kuree 的 43.1% 和 31.5%，財務投資者持股開始高於創始人。

2008 年 11 月，IDG 聯合經緯投入 600 萬美元，資本話語權進一步加強。到 2010 年 1 月，IDG、馮鑫、經緯及員工分別持有 Kuree 的 37.7%、33.5%、7.4% 和 11.2%。



## 第二項、暴風科技的 VIE 架構拆除

暴風科技的 VIE 架構拆除遵照下述步驟：

2010 年 12 月，暴風科技開始拆除 VIE 架構。中信證券旗下金石投資等中資企業出場接盤。金石投資、和諧成長向 Kuree 購買 VIE 架構核心平臺——互軟科技 100% 股權。互軟科技從 WFOE 變更為內資企業。同時，Kuree、互軟科技、暴風網際、酷熱科技及其各自股東終止了相關的全部 VIE 協議。

2011年7月，Kuree以4148.3萬美元在境外從IDG及Matrix回購所有股份，兩家投資機構獲利退出。

最後，將VIE架構下相關公司（酷熱科技、互軟科技等）註銷。

截至2012年5月，歷時一年半的VIE架構拆除工作全部完成，沒有留下任何債權、債務後患。

除了上述拆除VIE架構之外，暴風科技還要滿足利潤指標才有資格在A股上市。

### **第三項、暴風科技的紅籌回歸啟示**

#### **（一）VIE結構紅籌回歸的步驟**

根據上述暴風科技拆除VIE架構之步驟來看，VIE結構紅籌回歸的一般步驟為：

1. 境外上市主體回購海外機構投資者所持股份；
2. 終止控制協議；
3. 在境外投資人不退出的情況下，境內擬上市主體定向增發，使境內擬上市主體的股權結構與原境外上市主體的股權結構保持一致；或者在境外投資人退出的情況下，境內擬上市主體定向增發，引進新的投資人；
4. 註銷所有未重組進上市主體的殼公司。

## (二) 證監會對紅籌回歸的審核政策

總結歷年保薦代表人培訓資料中證監會對紅籌回歸並在境內上市的審核政策主要有以下幾點：

- 1.首要標準就是股權清晰、股權架構透明；
- 2.控制權要轉移到境內，真正的外資沒有強制要求；
- 3.考慮實際稅收問題，可允許企業保留部分外資比例。

## (三) VIE 架構紅籌回歸注意事項

- 1.境內擬上市主體如何確定；
- 2.實際控制人是否發生變更；
- 3.業績是否可以連續計算；
- 4.外匯是否合規；
- 5.稅務是否合規；
- 6.投資人是否退出；
- 7.員工期權如何處理；
- 8.殼公司的註銷等。

## 第四節、工信部 196 號文對 VIE 架構的影響

2015 年 6 月 19 日，大陸工業和信息化部（簡稱「工信部」）發佈名為《工業和信息化部關於放開線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）外資股比限制的通告》（工信部通[2015]196 號）（以下簡稱「工信部 196 號文」）。

其規定如下：

「……我部決定在中國（上海）自由貿易試驗區開展試點的基礎上，在全國範圍內放開線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）的外資股比限制，外資持股比例可至 100%。

外商投資企業要依法依規經營，申請線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）許可時，對外資的股比要求按本通告執行，其他許可條件要求及相應審批程式按《外商投資電信企業管理規定》（國務院令 534 號）相關規定執行。……」<sup>208</sup>

雖然這項規定的細則尚未出台，但這仍然是近期如火如荼的拆除 VIE 架構風潮中，各方參與者面臨的第一個重大政策變動。這意味著有著 VIE 架構的經營類電商企業，可以不必拆除 VIE 架構，直接回歸大陸境內 A 股市場。即不需要外資股東退出，改由本土資金接盤，變成一家純內資企業再在 A 股上市，而是直接轉為中外合資企業在 A 股市場上市。<sup>209</sup>由此，VIE 架構企業回歸 A 股的部分障礙得以清除。

前文第二章第三項有，國家對提供互聯網信息服務業務的企業實行 ICP 許可證制度，且經營性 ICP 外資比例不可超過 50%。

---

<sup>208</sup> 參閱中華人民共和國工業與信息化部網站：  
<http://www.mii.gov.cn/n11293472/n11293832/n11293907/n11368223/16645347.html>。最後瀏覽時間：2015 年 6 月 20 日。

<sup>209</sup> 參閱上海陸家嘴併購聯盟微信公眾賬號：  
[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MzA5MTI3NDAYMw==&mid=208090406&idx=6&sn=335bfaa8e26735faeee93231d48150a&scene=1&key=af154fdc40fed00330a7f23cc687422dca875c946696e5996688a610cc187fae8514777848e7573f56aab6b88577a143&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=XSU2IRdkW7nOx3k6wmVGBLIrABY1BSsZCYTTXOIBBcLu9BM%2FAl0r3LaH0%2BiRTOAA](http://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MzA5MTI3NDAYMw==&mid=208090406&idx=6&sn=335bfaa8e26735faeee93231d48150a&scene=1&key=af154fdc40fed00330a7f23cc687422dca875c946696e5996688a610cc187fae8514777848e7573f56aab6b88577a143&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=XSU2IRdkW7nOx3k6wmVGBLIrABY1BSsZCYTTXOIBBcLu9BM%2FAl0r3LaH0%2BiRTOAA)。最後瀏覽時間：2015 年 6 月 20 日。

2011 年 12 月 24 日發佈的《外商投資產業指導目錄（2011 年修訂）》中，增值電信業務位列限制外商投資產業目錄，外資比例不超過 50%；僅有新聞網站、網路視聽節目服務、互聯網上網服務營業場所、互聯網文化經營（音樂除外）屬禁止外商投資產業目錄。而 2015 年 3 月 10 日發佈的《外商投資產業指導目錄（2015 年修訂）》進一步修改為增值電信業務外資比例不超過 50%（電子商務除外）。外資投入增值電信業的限制逐步放寬，已經為此次工信部 196 號文的出臺埋下伏筆。

而《中華人民共和國電信條例》和《國務院關於修改〈外商投資電信企業管理規定〉的決定》（以下簡稱「《規定》」）也規定，外方投資者在中外合資電信企業中的出資比例，最終不得超過 50%（《規定》第 6 條）。

隨著近期 A 股市場的火爆，大量在海外上市的 VIE 模式公司開啟了海外私有化後回 A 股上市之路，但由於實踐中如上述通知，ICP 牌照不對外資開放，回 A 股上市外資就必須完全退出，於是曠日持久的外資退出談判就成了 VIE 模式公司回歸 A 股的一大障礙，歸根結底，還是 ICP 證不對外資開放。

此次工信部 196 號文的出臺，為 VIE 模式公司回歸 A 股掃清了一大障礙。

## 第一項、工信部 196 號文出臺背景

早在 2013 年 9 月 27 日，國務院印發的《中國（上海）自由貿易試驗區總體方案》明確規定，特定形式的部分增值電信業務對外資開放，涉及互聯網信息服務、資料處理和存儲服務、呼叫中心以及其他電信業務。

2014 年 1 月 6 日，工信部與上海市政府聯合發佈《關於中國（上海）自由貿易試驗區進一步對外開放增值電信業務的意見》（以下稱《意見》），對外資進入增值電信業務領域進一步鬆綁。意見提出，信息服務業務中的應用商店業務、存儲轉發類業務等兩項業務，外資可獨資經營；線上資料處理與交易處理業務中的經營類電子商務業務，外資股比放寬到 55%（而在此之前，外資的持股比例紅線是 50%）。由此，通過上海自貿區對外資進入增值電信業務領域進一步鬆綁。

2015 年 1 月 13 日，工信部發佈了《關於在中國（上海）自由貿易試驗區放開線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）外資股權比例限制的通告》（以下簡稱《通告》），「決定在上海自貿區內試點放開線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）的外資股權比例限制，外資股權比例可至 100%。該試點工作由上海市通信管理局組織實施。」

工信部 196 號文也是在此前中國（上海）自由貿易試驗區開展試點的基礎上，擴大到全國範圍內放開的。

## 第二項、工信部 196 號文解讀

工信部 196 號文明確放寬了對外商投資經營「增值電信」<sup>210</sup>業務的股權比例限制，外資現已可以在「線上資料處理與交易處理業務（經營類電子商務）」方面設立獨資企業經營部分增值電信業務，從而可在境外融資和上市時無需再採用 VIE 架構，已有 VIE 架構公司回歸 A 股時，外資也不必退出。

線上資料處理與交易處理業務<sup>211</sup>，是 2003 年的《電信業務分類目錄》中的業務，其定義至今已經歷 12 年之久。工信部 2013 年《電信業務分類目錄（徵求意見稿）》中的定義與 2003 年《電信業務分類目錄》相同，「線上資料與交易處理業務」是指「利用各種與通信網路相連的資料與交易/交易處理應用平臺，通過通信網路為使用者提供線上資料處理和交易/交易處理的業務」。實踐中應用最廣的「線上資料與交易處理業務」是電子商務平臺。

---

<sup>210</sup> 增值電信業務是指利用公共網路基礎設施提供附加的電信與信息服務業務，有時也稱之為增強型業務。其實現的價值使原有基礎網路的經濟效益或功能價值增高。從業務分類上，它對應於基礎電信業務。增值電信業務的主要特徵是面向社會提供信息服務。

<sup>211</sup> 線上資料和交易處理業務包括交易處理業務、電子資料交換業務和網路/電子設備資料處理業務。

(1) 交易處理業務包括辦理各種銀行業務、股票買賣、票務買賣、拍賣商品買賣、費用支付等。通常說的電子商務平臺（如京東商城）、銀行互聯網平臺（如含有外資成分的工商銀行網上銀行平臺）、互聯網金融平臺（如拍拍貸）、證券交易平臺（如各券商的移動證券交易 APP）（以上不包括線上支付，若需要進行線上支付的，平臺的提供者應為金融機構，或取得協力廠商支付牌照的非金融機構）。若按照相關規定，所有的電商平臺都需要取得交易處理業務的牌照，但此前因監管的不足，許多電商平臺處於無證（線上資料處理與交易處理業務許可證）經營的階段。實踐中，中國大陸知名的一些電商平臺（指其 VIE 結構中的內資企業）一般都僅有「信息服務業務（僅限互聯網信息服務）」的牌照，如淘寶、京東、1 號店。此次工信部 196 號文的出臺，不但該類電子商務平臺 VIE 架構中的內資企業可以申請線上資料處理與交易處理業務許可證，其 VIE 架構中的外資企業也可直接申請線上資料處理與交易處理業務許可證。

(2) 電子資料交換業務（Electronic data interchange，縮寫：EDI），是一種把貿易或其他行政事務有關的信息和資料按統一規定的格式形成結構化的交易處理資料，通過通信網路在有關使用者的電腦之間進行交換和自動處理，完成貿易或其他行政事務的業務。

(3) 網路/電子設備資料處理指通過通信網路傳送，對連接到通信網路的電子設備進行控制和資料處理的業務。

工信部 196 號文規定「其他許可條件要求及相應審批程式按《外商投資電信企業管理規定》(國務院令第 534 號)相關規定執行」，《外商投資電信企業管理規定》關於其他許可條件有兩條核心內容：

外商投資電信企業經營全國的或者跨省、自治區、直轄市範圍的增值電信業務的，其註冊資本最低限額為 1000 萬元人民幣；經營省、自治區、直轄市範圍內的增值電信業務的，其註冊資本最低限額為 100 萬元人民幣。(第 5 條)

經營增值電信業務的外商投資電信企業的外方主要投資者應當具有經營增值電信業務的良好業績和運營經驗。(第 10 條)

因此，並非所有外商投資企業申請線上資料處理與交易處理業務(經營類電子商務)都會得到批准。

另外，工信部 196 號文並非對外資放開一切 ICP 證，根據《外商投資產業指導目錄(2015 年修訂)》，「新聞網站、網路出版服務、網路視聽節目服務、互聯網上網服務營業場所、互聯網文化經營(音樂除外)」仍為禁止外商投資的領域。

此外，中國大陸多方通信服務業務<sup>212</sup>、中國大陸因特網虛擬專用網業務、存儲轉發類業務<sup>213</sup>、網際網路資料中心業務<sup>214</sup>、網際網路接

---

<sup>212</sup> 中國大陸多方通信服務業務是指通過通信網路實現中國大陸兩點或多點之間即時的互動式或點播式的話音、圖像通信服務。中國大陸多方通信服務業務包括中國大陸多方電話服務業務、中國大陸可視電話會議服務業務和中國大陸網際網路會議電視及圖像服務業務等。網際網路上兩點或多點之間提供的雙向對稱、互式的多媒體應用或雙向不對稱、點播式圖像的各種應用，如遠端診斷、遠端教學、協同工作、視頻點播(VOD)、遊戲等應用。

<sup>213</sup> 存儲轉發類業務是指利用存儲轉發機制為使用者提供信息發送的業務。語音信箱、X.400 電子郵件、傳真存儲轉發等屬於存儲轉發類業務。

<sup>214</sup> 網際網路資料中心業務(IDC)是指利用相應的機房設施，以外包出租的方式為使用者的伺服器、網際網路或其他網路的相關設備提供放置、代理維護、系統組態及管理服務，以及提供資料庫系統或伺服器設備的出租及其存儲空間的出租、通信線路和出口頻寬的代理租用和其他應用服務。

入服務業務<sup>215</sup>、信息服務業務<sup>216</sup>等均未被工信部 196 號文列入向外資控股開放的領域，該等領域外資如要進入，可能仍須採取 VIE 架構。

因此，不難看出，各類網路遊戲公司（如有外資存在）、百度等或仍將採取 VIE 架構。



---

<sup>215</sup> 網際網路接入服務業務是指利用接入伺服器 and 相應的軟硬體資源建立業務節點，並利用電信基礎設施將業務節點與網際網路骨幹網相連接，為各類用戶提供接入網際網路的服務。用戶可以利用公電話網或其他接入手段連接到其業務節點，並通過該節點接入網際網路。網際網路接入服務業務主要有兩種應用，一是為 ICP 服務業務（ICP）經營者等利用網際網路從事信息內容提供、網上交易、線上應用等提供接入網際網路的服務；二是為普通上網使用者等需要上網獲得相關服務的使用者提供接入網際網路的服務。

<sup>216</sup> 信息服務業務是指通過信息採集、開發、處理和信息平臺的建設，通過固定網、移動網或網際網路等公眾通信網直接向終端使用者提供語音信息服務（聲訊服務）或線上信息和資料檢索等信息服務的業務。信息服務的類型主要包括內容服務、娛樂/遊戲、商業信息和定位信息等服務。信息服務業務面向的使用者可以是固定通信網路使用者、移動通信網路使用者、網際網路使用者或其他資料傳送網路的使用者。



## 第五章、對 VIE 架構的監管建議

### 第一節、中國大陸的監管制度缺失

#### 第一項、多頭監管部門間欠缺溝通機制

2003 年 1 月 2 日，中國大陸對外貿易經濟合作部、國家稅務總局、國家工商行政管理總局、國家外匯管理局共同發佈《外國投資者併購境內企業暫行規定》（2003 年第 3 號），自 2003 年 4 月 12 日起施行。從該文件的公佈及其內容看，大陸政府對境外間接上市的規範開始由單一的證監會審批向由投資監管、外匯監管、證券監管、工商部門共同作用的多元監管模式轉變，通過外匯控制和併購環節來規範企業境外間接上市成為新的監管手段<sup>217</sup>。

目前，大陸政府對 VIE 架構的監管分工大致分為以下幾個環節：商務主管部門負責外資設立或者併購環節，外匯管理部門負責外匯與人民幣兌換的環節，工商行政管理部門負責章程、質押、股權變更登記，稅務機關負責稅務監控。支付寶事件後，包括商務部、證監會在內的各部委各自表態聲稱對 VIE 架構將公佈不同的監管辦法，這也體現出各部門都在爭取 VIE 架構的監管權力<sup>218</sup>。

---

<sup>217</sup> 前揭註 75，頁 13。

<sup>218</sup> 前揭註 101，頁 23。

## 第二項、缺乏引導轉變融資途徑的積極性

無論是境內企業選擇在境外直接上市，或者是通過紅籌模式、VIE 架構在境外間接上市，其根源都在於中國大陸融資管道不暢，中小企業無法募集足夠發展資金。對於境內企業運用 VIE 架構境外上市的做法，監管部門一直採取默認態度，因為畢竟 VIE 架構對大陸相關產業尤其是互聯網產業的發展做出了不可磨滅的貢獻，在當前中國大陸融資管道狹窄的情況下 VIE 架構可以說是一種「緩兵」的救急方式。監管部門除了保持默認態度外，缺乏主動引導境內公司轉變融資途徑或加速發展中國大陸資本市場建設的積極性<sup>219</sup>。

### 第二節、對監管機關的建議

#### 第一項、完善立法

##### （一）外國投資領域的法律完善

工信部 196 號文作為正式部門規章，其思路是在默認 VIE 架構存在的情況下，放寬外商投資在特定領域的股權比例，為 VIE 架構下企業的回歸提供便利。除了相關實施細則的進一步設計外，既然 196 號文為了方便 VIE 企業紅籌回歸，則需要法律法規予以指引，讓計劃回歸中國大陸市場之企業可以避免出現不必要的法律問題。

《外國投資法（草案徵求意見稿）》離成為正式法律尚須漫長等待，亦存在變動的可能。然其設計思路亦是默認 VIE 架構之存在，

---

<sup>219</sup> 前揭註 101，頁 25。

而不在合法性上做界定。其區分 VIE 企業實際控制人國籍所屬，以保障中國大陸企業利益。但對於控制權的界定並不能適應實際情況中的變數，仍需要進一步設計與完善。

## （二）公司治理領域的法律完善——對「關係企業」的規定

中國大陸政府一方面保持默認 VIE 架構的存在而不對其合法性下定論的態度，一方面有意識地放寬外商投資產業政策，如《外國投資法（草案徵求意見稿）》與工信部 196 號文，這些皆是對於緩和處理 VIE 架構問題的妥善嘗試。

然而，對於 VIE 架構的合法性進行模糊處理，導致的直接結果是救濟途徑的不明確，VIE 架構的控制風險得不到良好控制，違約發生時對於境外上市公司的投資人、債權人的保護缺位。而這些問題的解決是公司法所應承擔的使命。

筆者認為，公司追求規模化、集團化和全球化發展是基於資本增長的原始訴求<sup>220</sup>，而取得他公司控制權，是實現這一原始訴求的有效手段，亦是世界範圍內公司發展之常態。公司之間具有控制與從屬關係在學理上稱為「關係企業」，而協議控制事實上是形成關係企業方式的一種：關係企業的形成主要可歸類為資本方式（股權控制為典型）和契約方式，契約方式中便以協議控制為典型（另有學者將表決權約束協議獨立於以上兩種歸類為其他方式）<sup>221</sup>。

---

<sup>220</sup> 前揭註 91，頁 64。

<sup>221</sup> 前揭註 91，頁 64。

雖然在中國大陸協議控制下的 VIE 架構企業之目的並非追求規模經營，但 VIE 架構企業實際上是一種關係企業形態。

台灣公司法在其關係企業章中對從屬公司及其債權人和少數股東的利益作了明確的保護。在控制公司使從屬公司為不合營業常規或其他不利益之經營造成從屬公司損害時，賦予從屬公司對控制公司及其負責人有請求賠償的權利<sup>222</sup>。

中國大陸《公司法》對於關係企業並未做規定，關係企業一詞（大陸稱「關聯企業」）也僅僅出現在稅法相關之法律法規中，規定甚為雜亂<sup>223</sup>。然事實上在中國大陸，以協議方式形成關係企業並非沒有先例。中國大陸的企業集團本來就是在合同機制的基礎上發展起來的，比如聯營企業。早在 1993 年 10 月 9 日深圳市政府發佈的《深圳經濟特區企業集團暫行規定》（2004 年 9 月 13 日被廢止）中第 2 條就規定了企業集團內部各企業之間既可以以產權關係又可以合同關係相維繫<sup>224</sup>。透過合同方式形成關係企業，具有支配性是該合同的根本要素，即要透過合同實現統一的財務管理，控制公司對從屬公司業務經營予以指揮和支配，可以在關係企業之間轉移利潤

---

<sup>222</sup> 前揭註 91，頁 4。

<sup>223</sup> 前揭註 91，頁 2。

<sup>224</sup> 就《民法通則》發佈時間所在的背景環境，尚處於計劃經濟體制逐漸改革發展之中，整體民事法律制度仍在建置之初，其必然存在歷史的侷限，立法者本身亦明確宣示此一事實：「由於民法牽涉範圍很廣泛，很複雜，經濟體制改革剛開始，我們缺乏經驗，制定完整的民法典的條件尚不成熟，只好先將那些急需的、比較成熟的部分，制定單行法。……但是民事活動的一些共同問題，如公民和法人的法律地位、民事法律行為、民事代理、民事權利、民事責任、時效等，還缺乏法律規定。」而聯營組織的形成在當時連公司法都尚未發佈，而現狀又已經不吻合中國大陸的具體發展場景，在客觀條件不足的情形下，《民法通則》立法明顯註定其過渡性立法的侷限。參閱王漢斌，關於《中華人民共和國民法通則（草案）》的說明，全國人大常委會公報，1986 年第 4 號，頁 25-26。

和資產等<sup>225</sup>。在中國大陸，可以產生關係企業的合同種類有：聯營合同、承包或租賃合同、企業託管經營合同。

然而，中國大陸現行《公司法》仍拘泥於將公司作為獨立主體，疏於對關係企業的法律規定。可以說這直接導致了 VIE 架構中利益受損的投資人與債權人在訴諸救濟時無法可依。

對此，筆者認為，應當借鑒諸如台灣法、美國法、德國法中關於關係企業之相關規定，盡早在中國大陸《公司法》中確立關係企業之規制。

如德國法，其關於協議控制的規制表現在對於通過契約形成的關係企業的規制——

德國股份公司法中有兩個條文與控制契約之定義相關，即第 291 條和第 292 條<sup>226</sup>。第 291 條第一項對「控制契約」、「盈餘移轉契約」作出了規定，其中包括以下各項：「企業契約係指股份有限公司與股份兩合公司依契約將其公司之經營，授予他企業或依契約將其盈餘全部移轉於他企業；股份有限公司或股份兩合公司約定為他企業計算而經營者，視為訂有盈餘移轉契約」。此條規定包含了兩個部份，一個是所謂的「控制契約」，另一個則是「盈餘移轉契約」。第 291 條第二項規定：「各自獨立之企業間訂有契約而有統一管理關係，但一方不因而從屬於他方者，此一契約不構成控制契約」。

---

<sup>225</sup> 何曜琛，論中國大陸關係企業之法制，私法學之傳統與現代（上）—林誠二教授六秩華誕祝壽論文集，學林文化，2004 年 4 月，頁 20。

<sup>226</sup> 前揭註 91，頁 60。

德國股份公司法第 292 條，則規定了股份有限公司和股份兩合公司之間各種可能之控制契約的類型。本條第一項列有三款：第一款規定「依契約以自己盈餘或單位元盈餘之全部或一部，與他企業之作業單位之盈餘，而為共同盈餘分配者」(盈餘共同體)。第二款規定「企業以盈餘之一部，或其作業單位元盈餘之全部或一部移轉給他企業者」(部份盈餘移轉契約)。第三款規定「以其營業租賃予他企業經營，或委託他企業者」(營業租賃契約，營業委託經營契約)。

由於企業契約不僅是德國股份公司法推定關係企業存在的最為重要的依據之一，也是確定關係企業之間權利義務的主要依據，並且從法律上對企業契約的內容作了一些強制性規定<sup>227</sup>。企業契約的內容占了股份公司法第三編的大部份篇幅，其中第一部份分別依次規定了企業契約的種類，企業契約的成立、變更和終止，對公司和公司債權人的保護和對少數股東的保護(第 291 條至第 307 條)；第二部份規定了關係企業之間的統一管理權行使和相應的責任，其中又分為基於企業契約上的管理權和無企業契約的管理權兩種(第 308 條至第 318 條)。

概括起來，德國股份公司法上之企業契約的主要內容有以下三個方面，這三方面是法定必備之內容<sup>228</sup>：

### 1. 控制企業對從屬企業虧損之承擔

<sup>227</sup> 吳越，德國康采恩法域我國企業集團法制比較，法律科學，2001 年第 2 期，頁 122。

<sup>228</sup> 前揭註 227，頁 123。

股份公司法第 302 條第一項規定，控制企業對於從屬公司於控制契約有效年度內發生之虧損，無法自該期間內提列之特別盈餘公積獲得補償之數額，應負責補償。由於此一責任之規定，使得控制企業做出指示時，不得不對從屬公司之利益做審慎的考慮。

## 2.對少數股東的補償

第二方面，對少數股東之補償。股份公司法第 304 條第一項規定，訂有盈餘輸納契約者，契約應訂明對於少數股東提供依其所持有之股份票面額為準之定期金錢給付（補償給付），作為相當之補償。訂有控制契約者，雖不負盈餘輸納之義務，仍須訂明，對於少數股東，保障係補償給付所定數額之一定盈餘分配，作為相當之補償。契約違背本條規定，未訂明補償給付者，無效。

## 3.控制企業對從屬企業管理權之行使

股份公司法第 308 條第一項規定，訂有控制契約者，控制企業得指揮從屬公司董事會，為公司業務之經營。除契約另有規定外，指示縱使不利於從屬公司，但有利於控制企業或其他從屬企業之利益者，亦得為之。所以，原則上從屬公司之董事會必須接受控制企業之指令。

## 第二項、加強監管

VIE 架構實現資本的跨境流動，實現利潤共有，支持中國大陸相關產業之發展，應妥善發揮這一優勢。因此，應當加強中國大陸境內及境外兩方監管，以及雙方之間的合作。

境內方面，應當配合《外國投資法（草案徵求意見稿）》之思路組建專門的監管機構，協調境內具有監管職能的部門，使得外資引入時能夠收到全面、專業的審查與規制。

根據前文可知中國大陸關於 VIE 架構之監管部門多且缺乏溝通機制，故應確立監管主體，理順協調機制，提高效率。

國際方面，加強與國外的相應部門的對接與信息互換。讓大陸的監管部門能夠第一時間掌握大陸內資公司的海外上市動向，並且通過這種合作能夠第一時間掌握外資方的實際背景，為國家安全以及經濟生活的有序進行提供保障。



## 第六章、結論

由於中國大陸的外商投資產業限制與過高的境內上市門檻，境內新興互聯網企業設計出通過搭建 VIE 架構實現境外融資的模式，在國務院六部委發佈的《關於外國投資者併購境內企業的規定》將紅籌上市方式基本封堵後，該模式成為眾多企業境外上市之選。

VIE 架構以協議控制之方式規避現有法律中關於股權控制的禁止性規定，然而控制協議可能被法院以「以合法形式掩蓋違法目的」為由定為無效；而「支付寶違約事件」、「雙威教育集團被 NASDAQ 退市事件」、「新東方被 SEC 調查事件」及「沃爾瑪併購 1 號店遭商務部反壟斷審查事件」等案例表明 VIE 架構中存在重大政策隱患與控制風險。

然考量中國大陸 VIE 架構下產業發展之現狀，筆者認為不應輕易認定 VIE 架構中控制協議無效，而應檢思中國大陸外商投資產業政策的價值導向。VIE 架構支撐了中國大陸互聯網企業從初創至繁榮，不可簡單粗暴加以對待，否則牽一髮而動全身。中國大陸政府採取默認其存在，並通過如《外國投資法（草案徵求意見稿）》釋放政策信號或如工信部 196 號文以疏代堵，同時加強境內資本市場之建設，使在無須做出 VIE 架構合法性認定的情況下，促使企業自身做出調整，回歸境內資本市場。如今中國大陸境內融資環境已經得到了很大改善，以暴風科技為代表的拆除 VIE 架構回歸境內資本市場的案例絡繹不絕。

筆者認同現今政府對於 VIE 問題的處理態度。然而政府對於企業轉變融資途徑尚欠缺引導與指揮，同時針對 VIE 問題的多頭監管部門彼此缺乏溝通機制。筆者認為，應繼承《外國投資法（草案徵求意見稿）》與工信部 196 號文的立法思路，加強 VIE 架構下企業回歸境內資本市場的立法引導；在中國大陸《公司法》中加入關係企業之規制以利投資人保護之周延；同時於監管機關上刪繁就簡，理順處理思路與方式，並加強國際間監管合作。



# 參考資料

## 一、中文文獻

### (一) 專書論著 (含專著、合著、編著、譯著)

1. 王玉梅，中國的外國直接投資法律制度研究，法律出版社，2003年版。
2. 王春閣，內地公司香港上市及兩地監管合作研究，北京大學出版社，第1版，2005年4月1日。
3. 北京市道可特律師事務所、道可特投資管理（北京）有限公司，直擊新三板，中信出版社，2010年。
4. 史建三，中國併購法律環境與實務操作，法律出版社，2006年版。
5. 史建三，跨國併購論，立信會計出版社，1999年。
6. 史健三主編，中國併購法報告（2010年卷），法律出版社，2010年版。
7. 田冰川、曹碩著，香港上市公司監管案例評析及合規指南，法律出版社，2007年11月版。
8. 申林平，最新股香港上市實務與案例分析，法律出版社。
9. 伏軍，境外間接上市法律制度研究，北京大學出版社，2010年。
10. 朱奇峰，中國私募股權基金理論、實踐與前沿，清華大學出版社，2010年版。

11. 伯利、米恩斯著，甘華鳴、羅銳韜、蔡如海譯，現代公司與私有財產，商務印書館，2005年8月版。
12. 余勁松，國際投資法，法律出版社，2003年版。
13. 君合律師事務所合著，律師之道（二）：資深律師的11堂業務課，北京大學出版社，2011年10月第1版。
14. 李世謙，公開資本市場監管問題研究，經濟管理出版社，1997年10月版。
15. 李壽雙、蘇龍飛、朱銳，紅籌博弈——十號文時代的民企境外上市，中國政法大學出版社，2011年2月版。
16. 肖金泉、董華春，轉板與升級，中國公司在美國上市的途徑、困境與出路，法律出版社。
17. 林華昌，變革與反思：中國外匯管理法律制度研究，法律出版社，2010年。
18. 段祺華，涉外法律實務操作及深度剖析，法律出版社。
19. 孫效敏著，外資併購境內企業監管研究，北京大學出版社，2010年11月版。
20. 張宇霖，跨國公司法律問題，大連海事大學出版社，1999年版。
21. 張朝元、黃山、於波，紅籌之路——上市實務，融資寶典，機械工業出版社，2007年版。
22. 張龍、趙清，中國企業境外上市監管，中國金融出版社，2011年3月版。

23. 張蘭田，資本運作稅務實務，法律出版社，2010 年版。
24. 程惠芳，符浩，潘信路等，紅籌股回歸 A 股市場研究，中國社會科學出版社，2010 年。
25. 葉軍、鮑治，外資併購境內企業的法律分析，法律出版社，2008 年第 2 版。
26. 劉連煜，現代公司法，新學林出版股份有限公司，2013 年 9 月版。
27. 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版公司，2013 年 9 月增訂 11 版。
28. 潘峰、刁芳遠，企業境內外上市法律風險及防範，中國法制出版，2007 年版。
29. 盧炯星，中國外商投資法問題研究，法律出版社，2001 年第 1 版。

## (二) 期刊專論

1. 丁弋弋，VIE 結構成問題導火索 華爾街集體發難新東方，IT 時代週刊，2012 年第 16 期，頁 26-27。
2. 丁琪，電子支付企業海外融資法律問題研究——以「支付寶事件」為視角，北方經濟，2014 年 11 期，頁 68-69。
3. 王文杰，股權分置下的中國上市公司治理——以控制股東為核心的檢視，政大法律評論，第 122 期，2011 年 8 月，頁 201-296。
4. 王維謙，淺談 VIE 結構的法律監管問題，三峽大學學報（人文

- 社會科學版)，2013 年 S2 期，頁 61-62。
5. 王瀛，俞敏洪：VIE 風暴的受害者？中國企業家，2012 年第 15 期，頁 30。
  6. 甘培忠，公司控制權正當行使的制度經緯，私法，2005 年 02 期，頁 155-209。
  7. 何傑，李欣，VIE 架構的未來焦點，首席財務官，2012 年 03 期，頁 90-93。
  8. 吳丹，新東方 VIE 疑雲，21 世紀商業評論，2012 年第 14 期，頁 70-71。
  9. 吳軍，「協議控制」及其會計處理，中國註冊會計師，2011 年 07 期，頁 80-83+2。
  10. 吳梅，可變利益實體的合併問題探討，商場現代化，2006 年第 22 期，頁 314-315。
  11. 吳漢銘，外資以「協議控制」形式入境的相關問題分析，上海金融，2012 年第 4 期，頁 104-106。
  12. 吳曉璐，基於安隆公司特殊目的實體的會計處理探討，企業導報，2014 年第 20 期，頁 26+25。
  13. 宋茜，關於合併財務報表合併範圍的中外比較探析，財會研究，2011 年第 23 期，頁 47-49。
  14. 李旭，基於新東方事件的 VIE 架構研究，商業會計，2012 年第 23 期，頁 77-78。
  15. 李勃，淺談 VIE 結構對中國企業的影響，財會通訊，2014 年 14

- 期，頁 128。
16. 李曉潔，特殊目的實體合併：危機後的美國新準則，財會月刊，2011 年第 36 期，頁 22-26。
  17. 林坤，VIE 存與廢，新經濟導刊，2012 年 Z1 期，頁 124-127。
  18. 林海，臨淵喊停 VIE，不如退而結網，新產經，2012 年 07 期，頁 51-53。
  19. 林義捷，VIE：中國特色的商業模式，IT 時代週刊，IT Time Weekly，2011 年第 22 期，頁 8。
  20. 姜奇平，從阿里巴巴上市重新審視 VIE，互聯網週刊，2014 年第 10 期，頁 6。
  21. 唐志賢，可變利益實體原因、風險分析及對策，財會通訊，2012 年 08 期，頁 29-31。
  22. 唐旗，論對「協議控制」模式的監管，證券市場導報，2012 年 04 期，頁 17-22。
  23. 徐紅娟，VIE 架構風波引發的思考，中國商貿，2012 年第 21 期，頁 52-53。
  24. 徐霖瀟，試析 VIE（協議控制）結構中受益所有人的認定問題，時代金融，2014 年 09 期，頁 128-129+133。
  25. 祖蘭蘭，關於協議控制的法律規制問題初探，知識經濟，2012 年 09 期，頁 20-21。
  26. 崔博，VIE 融資更規範，經濟，2014 年 08 期，頁 74-76。
  27. 張心悌，控制股東與關係人交易，臺灣本土法學雜誌，101 特

- 刊，2007 年 12 月，頁 76-99。
28. 郭一璟，從「支付寶事件」析 VIE 架構的法律風險與監管對策，河南司法警官職業學院學報，2014 年 02 期，頁 51-55。
29. 陳玥，鮑大雷，可變利益實體的基本架構、潛在風險及應對，財務與會計，2014 年 06 期，頁 72-73。
30. 陳俊宇，張長健，論協議控制的監管——以《併購安全審查規定》與《上市決策 2011》為切入，廣西政法管理幹部學院院報，第 28 卷第 1 期，2013 年 1 月。
31. 陳俐利，VIE 類紅籌背景對回歸 A 股的發行人盈利達標的影響及應對，金融法苑，2012 年 02 期，頁 17-30。
32. 陳甦，析證券發行審核制度的二元結構，法學雜誌，2001 年 01 期，頁 37-39。
33. 陳甦，商法機制中政府與市場的功能定位，中國法學，2014 年第 5 期，頁 41-59。
34. 陸豪棟，從阿里巴巴上市再談海外上市 VIE 結構，時代金融，2014 年第 24 期，頁 37+41。
35. 彭瑾，中美會計準則的差異及其原因分析，西部財會，2012 年 08 期，頁 43-45。
36. 彭蘭蘭，許碧娟，對中美會計異同點分析研究——以中美會計準則不同為例，電子製作，2014 年第 18 期，頁 144。
37. 童士豪，美國人是信任 VIE 的，中國企業家，2012 年第 24 期，頁 54。

38. 黃榮楠，簡析境內企業通過 VIE 架構進行境外投融資的用匯新政及其影響，對外經貿實務，2014 年第 11 期，頁 74-77。
39. 楊肇軒，VIE 架構的前景和命運，新經濟導刊，2012 年 09 期，頁 88-89。
40. 葉存金，VIE 結構的合法性探討，公民與法（法學版），2012 年 05 期，頁 10-12+15。
41. 葉林，李輝，勞動契約下公司社會責任的實現機理，揚州大學學報（人文社會科學版），2015 年 1 月第 19 卷第 1 期，頁 5-12。
42. 葉建芳，俞悅，VIE 結構對大陸互聯網海外融資的利與弊，財會學習，2012 年 06 期，頁 20-23。
43. 鄒原，梁曦，淺談企業合併中中美會計準則差異對財務報告的影響，商業會計，2014 年第 22 期，頁 7-9。
44. 鄒堅貞，VIE 架構或將終結？中國經濟週刊，2014 年第 38 期，頁 50。
45. 劉迅，張慶，VIE 結構、金融安全和契約精神——支付寶股權變更引發的思考，財務與會計（理財版），2011 年第 12 期，頁 38-40。
46. 劉俊海，優先股將根治國企、VIE 難題，董事會，2012 年 03 期，頁 43-44。
47. 劉連煜，阿里巴巴上市與公司治理，月旦法學教室，第一五一期，2015 年 5 月，頁 25-27。
48. 劉菊，對返程投資中採用 VIE 結構運作模式的研究與思考，西

- 部金融，2012 年 09 期，頁 51-53+79。
49. 劉鋒，特殊目的實體合併的變革，財會月刊，2003 年 21 期，頁 48-49。
50. 劉燕，企業境外間接上市的監管困境及其突破路徑——以協議控制模式為分析對象，法商研究，2012 年 05 期，頁 13-21。
51. 劉穎，淺論 VIE 結構風險，財經界（學術版），2012 年 02 期，頁 68-69。
52. 鄭嘉寧，中美會計準則的差異及原因分析，商場現代化，2014 年第 27 期，頁 184-185。
53. 盧宇峰，柴怡寧，VIE 結構的風險及對策分析，中國商貿，2014 年第 20 期，頁 139-140。
54. 薛乾，VIE 架構產生的原因、風險及對策分析，現代商業，2012 年第 21 期，頁 193。
55. 韓金紅，王瑞華，FASB 協議控制會計處理及其啟示，中國註冊會計師，2012 年 08 期，頁 112-118。

### （三）學位論文

1. 王雨辰，可變利益實體（VIE）模式相關法律問題研究，首都經濟貿易大學碩士學位論文，2014 年 7 月 4 日。
2. 何培華，外資併購法律問題研究，中國政法大學博士學位論文，2005 年 4 月。
3. 李奇奇，國有風險投資機構對 VIE 架構企業投資問題研究，首

- 都經濟貿易大學工商管理碩士學位論文，2013年7月27日。
4. 李新立，大陸電信業外資准入法律制度研究，華東政法大學法律碩士學位論文，2008年5月2日。
  5. 武麗紅，紅籌上市法律監管制度探悉，中國政法大學碩士學位論文，2010年3月。
  6. 孫蔚蔚，從阿里巴巴支付寶案件看協議控制模式之法律思考，華東政法大學碩士學位論文，2013年4月14日。
  7. 徐子淵，協議控制中的若干會計問題研究，東北財經大學碩士學位論文，2013年10月。
  8. 莊純慧，VIE法律問題研究，華東政法大學碩士學位論文，2013年10月24日。
  9. 許玥，跨國股權收購反避稅制度研究，華東政法大學經濟法學碩士學位論文，2013年10月24日。
  10. 陳宏，從臺灣關係企業制度檢視中國大陸關係企業之立法，國立政治大學碩士學位論文，2015年3月。
  11. 陳麗風，論協議控制模式的法律監管，華東政法大學國際法學碩士學位論文，2012年4月15日。
  12. 甄路，中國民營企業海外紅籌上市研究，對外經濟貿易大學碩士學位論文，2006年9月。
  13. 鄭琳，可變利益實體結構及其法律監管制度研究，廈門大學碩士學位論文，2014年6月。
  14. 鄭榮飛，協議控制模式境外上市中的控制協議及其違約風險分

析，廈門大學碩士學位論文，2014年4月。

## 二、外文資料

1. Committee of Sponsoring Organizations of The Treadway, Enterprises Risk Management Integrated Framework. 2000.
2. Financial Accounting Standards Committee, Comments on the FASB's Proposals on Consolidating SPEs and Related Standard setting Issues. Accounting Horizons. 2003.
3. FIN46 : Consolidation of Variable Interest Entities. 2003.
4. Fleming, John M. Identifying Variable Interests in Variable Interest Entities. Pennsylvania CPA Journal. 2006.
5. Liang Tao. Golden Trails : A Roadmap Leading to China's Internet Industry.
6. Gavin, Thomas A. Update on Consolidation of Variable Interest Entities. Bank Accounting & Finance. 2010.
7. Alan Reinstein, Gerald H Lander, Stephen Danese. Consolidation of Variable Interest Entities : Applying the Provisions of FIN46 (R). 2005.
8. George Georgiades. Practice Alert2005-01, Auditing Procedures with Respect to Variable Interest Entities. 2005.
9. Victoria Dickinson, Michael P Donohoe, Gary A. McGill. Clandestine Accounting : Variable Interest Entity Consolidation, Financial

- Leverage and Tax Shelter Participation. 2010.
10. Arlette Wilson, Jefferson Jones. New accounting guidance for variable interest entities : Will the new rules reduce the risk? Balance Sheet. 2004.
  11. Stulz, R M. Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital. Journal of Applied Corporate Finance. 1999.
  12. Miller Darius P. The market reaction to international cross-listings : Evidence from Depositary Receipts. The Journal of Finance. 1999.
  13. Doidge, Karolyi. Why are foreign firm listed in the US more. 2001.
  14. Foerster, S.R, Karolyi, G. A. The Long-Run Performance of Global Equity Offerings. The Journal of Finance. 2000.
  15. Foerster, Stephen R, G Andrew Karolyi. Multimarket trading and liquidity : A transactions data analysis of Canada-US interlistings. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 1998.
  16. Stephen Breyer. Breaking the Vicious Circle : Toward Effective Risk Regulation. 1993.
  17. Thomas O. McGarity. Reinventing Rationality : The Role of Regulatory Analysis in the Federal Bureaucracy. 1991.

### 三、網路資料

1. 《外國投資法》會消滅 VIE 架構嗎？網址：

[http://m.opinion.caixin.com/m/2015-01-](http://m.opinion.caixin.com/m/2015-01-20/100776367.html?from=timeline&isappinstalled=0)

[20/100776367.html?from=timeline&isappinstalled=0](http://m.opinion.caixin.com/m/2015-01-20/100776367.html?from=timeline&isappinstalled=0)。

2. 王武（環球律師事務所），《外國投資法（草案徵求意見稿）》系列研究之六：控制標準的探討和分析，網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=20](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=204445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973fafa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[4445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=204445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973fafa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973f](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=204445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973fafa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[afa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=N](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=204445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973fafa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[DMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ti](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=204445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973fafa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[cket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAAp](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=204445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973fafa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[mZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=204445945&idx=2&sn=6b69dedcd6721fcde3e2e7b81f5f68db&scene=1&key=af154fdc40fed003fc6090461430c19f10c4be03d59c3f65ea973fafa3cb452258f2013ed4991de5ba5fb90b5571fa46&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

3. 用「新加坡模式」解決中國公司海外上市的缺陷，網址：

[http://fta.mofcom.gov.cn/article/shidianyj/201404/15417\\_1.html](http://fta.mofcom.gov.cn/article/shidianyj/201404/15417_1.html)。

4. 李瑋、張韜、張斯怡，香港聯交所新規下採取 VIE 結構的新上市企業 VIE 協議的簡要分析，網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=20](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=203761867&idx=1&sn=7bf64a7cfa1c5f61faa6d4032eebb10d&scene=1&key=af154fdc40fed003ebd0de18fb849406a2595b8f829a57d68fb35516e3a9d362b6c5cf9d107cfd94542cad5193a8eb32&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[3761867&idx=1&sn=7bf64a7cfa1c5f61faa6d4032eebb10d&scene=1](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=203761867&idx=1&sn=7bf64a7cfa1c5f61faa6d4032eebb10d&scene=1&key=af154fdc40fed003ebd0de18fb849406a2595b8f829a57d68fb35516e3a9d362b6c5cf9d107cfd94542cad5193a8eb32&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[&key=af154fdc40fed003ebd0de18fb849406a2595b8f829a57d68fb35](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=203761867&idx=1&sn=7bf64a7cfa1c5f61faa6d4032eebb10d&scene=1&key=af154fdc40fed003ebd0de18fb849406a2595b8f829a57d68fb35516e3a9d362b6c5cf9d107cfd94542cad5193a8eb32&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[516e3a9d362b6c5cf9d107cfd94542cad5193a8eb32&ascene=1&uin=](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=203761867&idx=1&sn=7bf64a7cfa1c5f61faa6d4032eebb10d&scene=1&key=af154fdc40fed003ebd0de18fb849406a2595b8f829a57d68fb35516e3a9d362b6c5cf9d107cfd94542cad5193a8eb32&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

[NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&mid=203761867&idx=1&sn=7bf64a7cfa1c5f61faa6d4032eebb10d&scene=1&key=af154fdc40fed003ebd0de18fb849406a2595b8f829a57d68fb35516e3a9d362b6c5cf9d107cfd94542cad5193a8eb32&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)

\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwA  
ApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I。

5. 拆 VIE 成常態：多家互聯網金融公司火速回歸 A 股，網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MjM5ODk4NTUzNg==&mid=204530713&idx=1&sn=7014300195411e86381b34374e46a8d9&scene=1&key=af154fdc40fed0038819bd11200aecd10fbcaa2c9863fb7eef05edbaddcd28eea748669af0ef4c4bc7547db8acf3e01b3&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwA  
ApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MjM5ODk4NTUzNg==&mid=204530713&idx=1&sn=7014300195411e86381b34374e46a8d9&scene=1&key=af154fdc40fed0038819bd11200aecd10fbcaa2c9863fb7eef05edbaddcd28eea748669af0ef4c4bc7547db8acf3e01b3&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwA<br/>ApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

6. 高翔（競天公誠律師事務所），別整天盯著 VIE！專業人士詳解《外國投資法草案》，網址：

<http://pe.pedaily.cn/201501/20150128377679.shtml>。

7. 國家外匯管理局關於進一步改進和調整直接投資外匯管理政策的通知（匯發[2012]59 號），發佈日期：2012 年 11 月 21 日。網址：

[http://www.safe.gov.cn/wps/portal!/ut/p/c4/04\\_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3gPZxdnX293QwMLE09nA09Pr0BXLy8PQyNPI\\_2CbEdFAKLWUno!/?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/wps/wcm/connect/safe\\_web\\_store/safe\\_web/zcfg/zbxmwhgl/zjtzhwhgl/node\\_zcfg\\_zbxm\\_kjtz\\_store/2eab2d004d86fae7a24ea6fd3fd7c3dc](http://www.safe.gov.cn/wps/portal!/ut/p/c4/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3gPZxdnX293QwMLE09nA09Pr0BXLy8PQyNPI_2CbEdFAKLWUno!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/zcfg/zbxmwhgl/zjtzhwhgl/node_zcfg_zbxm_kjtz_store/2eab2d004d86fae7a24ea6fd3fd7c3dc)。

8. 郭裡錚，VIE 架構下的資金調撥路徑，《中國資本聯盟》，網址：  
[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA5MDkxNTgzMA==&mid=201573546&idx=3&sn=0dd79d815d3811ac30f544b27543c8b2&scene=1&key=af154fdc40fed0032ed5a84fc6cd47bf2feeea9053ce4c4aa0f0de c9ac8fb782415f20b142c452edcd865b61fb9530e4&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAAp mZaNx%2F4ocEyOHCxf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA5MDkxNTgzMA==&mid=201573546&idx=3&sn=0dd79d815d3811ac30f544b27543c8b2&scene=1&key=af154fdc40fed0032ed5a84fc6cd47bf2feeea9053ce4c4aa0f0de c9ac8fb782415f20b142c452edcd865b61fb9530e4&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAAp mZaNx%2F4ocEyOHCxf8C5I)。
9. 郭蘆、陳俐利，紅籌架構企業回歸 A 股首發上市實踐與監管研究（上），網址：  
[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204596834&idx=1&sn=3c6d2483fa91ae755fbed597fafec928&scene=1&key=af154fdc40fed00357362d878ee0fd5fd6ba2d0c79ec0e8eefc7cba3 a497f385830dc4e34a726808bd9de13d27b8242f&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAAp mZaNx%2F4ocEyOHCxf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204596834&idx=1&sn=3c6d2483fa91ae755fbed597fafec928&scene=1&key=af154fdc40fed00357362d878ee0fd5fd6ba2d0c79ec0e8eefc7cba3 a497f385830dc4e34a726808bd9de13d27b8242f&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAAp mZaNx%2F4ocEyOHCxf8C5I)。
10. 郭蘆、陳俐利，紅籌架構企業回歸 A 股首發上市實踐與監管研究（下），網址：  
[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204596834&idx=2&sn=b16cfb146c4ffb6477a14b78220bf2a1&scene=1&key=af154fdc40fed00353816f3ae622ab6c573a37bbfac93347dfdc8](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204596834&idx=2&sn=b16cfb146c4ffb6477a14b78220bf2a1&scene=1&key=af154fdc40fed00353816f3ae622ab6c573a37bbfac93347dfdc8)

3c42124ea21b5742a3cd17ba355b4dc7e368f8fc5d6&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I。

11. 黃海、王武、高靜，沃爾瑪收回 1 號店協力廠商平臺業務事件評析——兼論上海自貿區負面清單對我國外商投資增值電信行業的影響，網址：

[http://mp.weixin.qq.com/mp/appmsg/show?\\_\\_biz=MzA4MDEzMTcwNg==&appmsgid=10014119&itemidx=1&sign=823b0b529c5baa26bf0b9bdf1e623d27&scene=1&key=af154fdc40fed00355dc3328609ab3d206c0fbdf1c47d68c7af278bae812aaa64d8c62992983d51e17bfa31eccc9c8b7&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/mp/appmsg/show?__biz=MzA4MDEzMTcwNg==&appmsgid=10014119&itemidx=1&sign=823b0b529c5baa26bf0b9bdf1e623d27&scene=1&key=af154fdc40fed00355dc3328609ab3d206c0fbdf1c47d68c7af278bae812aaa64d8c62992983d51e17bfa31eccc9c8b7&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

12. 黃遠，美國警惕 VIE 使阿里 IPO 蒙陰影，第一財經日報，網址：<http://www.yicai.com/news/2014/06/3963418.html>。

13. 劉成偉，圖解紅籌回歸及 VIE 架構拆除，網址：<http://www.goingconcern.cn/article/6898>。

14. 劉維，工信部「196 號文」最詳細解讀！VIE 回歸 A 股部分障礙清除，網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MjM5NDk1NDE2MA==&mid=207187860&idx=1&sn=0a413c54481a80499646512e628c8c53&scene=](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MjM5NDk1NDE2MA==&mid=207187860&idx=1&sn=0a413c54481a80499646512e628c8c53&scene=)

1&key=af154fdc40fed003cd3b583457d27600b2e506890f31140f1bd14559e7a3c541f8a18b843f05b785c710fb4499e65157&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\_ticket=Rc%2FZXYoaVLQcAlhRYS0ozOHKPw9Tu3x8UxKfInVLD%2FBAA63mHgN4qtN70%2B74s8d3。

15. 劉燕，在「默認合法」中爆發的法律風險——協議控制—VIE 模式下風險事件及案例述評（上），網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=1&sn=f9a74973152caadf07b90c4babfa17ca&scene=1&key=af154fdc40fed00384db636b6c067825f4937177626ae22bab6412cb4d4898b0b5a20ff6066997fdcf9c79318782046e&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass\\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=1&sn=f9a74973152caadf07b90c4babfa17ca&scene=1&key=af154fdc40fed00384db636b6c067825f4937177626ae22bab6412cb4d4898b0b5a20ff6066997fdcf9c79318782046e&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwAApmZaNx%2F4ocEyOHCXf8C5I)。

16. 劉燕，在「默認合法」中爆發的法律風險——協議控制—VIE 模式下風險事件及案例述評（下），網址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=2&sn=da0fdeda2ce3294e9ab904dd9535bfd6&scene=1&key=af154fdc40fed003e62115e114e8cc2035b1de1627f3f99b2188bcfca7fb7b1c6e269296a2b982aed62597d41cfad481&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4MzE0Njk3MA==&mid=204542393&idx=2&sn=da0fdeda2ce3294e9ab904dd9535bfd6&scene=1&key=af154fdc40fed003e62115e114e8cc2035b1de1627f3f99b2188bcfca7fb7b1c6e269296a2b982aed62597d41cfad481&ascene=1&uin=NDMxNDQ2MDU1&devicetype=webwx&version=70000001&pass)

\_ticket=ey2Mc6sTRsG1isjEohAHGw%2BNX7viXpZZlgnJQkHjwA  
ApmZaNX%2F4ocEyOHCXf8C5I ◦

