

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會 一〇四年度研究報告提要表		填 表 人：陳茵琦 填表日期：104.11.16	
研究項目	中國公司以 VIE 模式在海外上市之相關問題研究		
研究單位 及人員	證券暨期貨市場發展基金會 陳茵琦	研 究 時 間	自 104 年 1 月 1 日 至 104 年 10 月 31 日
報 告	內 容		提 要
壹、研究內容重點			
2014 年 9 月 19 日中國大陸最大電子商務企業阿里巴巴集團以每股 68 美元在美國紐約證交所(NYSE)掛牌交易，以掛牌日收盤價 93.89 美元計算，阿里巴巴市值高達 2,314 億美元，創下美國有史以來最大的 IPO 金額紀錄。臺灣機構投資人也透過證券商及各種管道爭取投資額度。然而，就在阿里巴巴上市前夕，美國國會美中經濟與安全審查委員會(USCC)在 2014 年 9 月 12 日發佈一份報告提醒投資人阿里巴巴採取可變利益實體(Variable Interest Entities, VIE) 模式在美上市，為一種複雜性高風險投資結構，可能會對投資人利益構成損害。很多美國法律專家認為，根據中國法律 VIE 架構在技術上是非法的，因此，報告引用美國法律專家意見，建議美國投資人不要涉入 VIE 架構的投資。儘管 USCC 報告強烈反對，美國證券主管機關(SEC)還是讓阿里巴巴在美國上市。 所謂「可變利益實體(VIE)」為美國標準會計準則 FIN46 中關於「被投資實體」的一個術語，為在 Enron 事件後產生的一個新概念，指投資企業持有具有控制性的利益，但該利益並非來自於多數表決權，美國標準會計準則 FIN46 要求投資企業將這類 VIE 納入其合併會計報表的範圍，予以揭露。新浪是第一家採用 VIE 模式成功在 Nasdaq 上市的中國企業，因而 VIE 模式又被稱為「新浪模式」，成為中國企業到海外上市方式的另一種選擇。 中國企業透過 VIE 模式在海外上市的目的主要為避開中國對外國人投資限制性產業，由於 VIE 架構主要係透過合約而非直接所有權形式控制中國境內營運實體，且涉及境內外多重監管，會在不同角度適用不同國家(或地區)的法律，因此海外投資者在分享經濟利益的同時，也存在一定風險。再者，此模式涉及「以合法的形式掩蓋非法目的」，之前各界普遍認為中國相關部門對 VIE 結構採取默許的態度，然而經過 2011 年支付寶單方移轉股權風波後，投資人開始對 VIE 架構產生疑慮。2012 年中國最高人民法院裁定民生銀行股權糾紛案中所簽訂的協議無效，以及上海仲裁委員會認定一家網遊公司的類似 VIE 協議無效，加上 2015 年 1 月 19 日發布外國投資法(草案)預計將協議控制(VIE)納入外商投資管理中，這些中國司法體系針對 VIE 發展的趨勢，讓美國 SEC 和港交所對中國企業以 VIE 結構上市持謹慎態度，港交所 2011 年後數度修訂 VIE 上市政策。值得注意的是 2015 年自暴風科技成功拆解 VIE 結構回歸中國股市掛牌，多家在美國上市的中國企業也計劃拆除 VIE 結構回歸上市。 由於美國和香港是中國企業境外上市的兩大主要目的地，針對中國企業此種特殊海外上市型態，本研究參考中國企業以 VIE 模式在美國與香港之經驗，探討中國企業如採 VIE 模式來臺上市，我國在政策應如何規範與因應，以作為主管機關未來引進相關制度之參考。			

貳、結論與建議

一、中國公司以 VIE 模式海外上市原因

中國公司以 VIE 模式到海外上市的背景，主要係因部分產業（如：網路、電信、教育……等）大陸政府禁止外資投資，以致海外上市主體無法以合法股權控制方式擁有大陸境內營運實體，惟又必須讓上市主體擁有一定的獲利與營業額，遂採取 VIE 架構以簽訂協約方式控制中國大陸的營運實體，惟其簽訂目的實有以合法形式掩蓋其規避中國法律的嫌疑。

二、VIE 模式上市風險

VIE 模式海外上市涉及上市地、註冊地、營運地等跨國經營及法規適用的複雜性，加上 VIE 架構先天存在「非股權控制」及「合法性爭議」兩個瑕疵，以及大陸企業資訊揭露品質不佳等問題，倘有中國企業以 VIE 模式來台灣上市，投資人勢必將面臨政策、法律、控制、公司治理、稅務、外匯等多項風險。

三、美國、香港對 VIE 模式上市規範

中國公司以 VIE 模式海外上市地以美國、香港為主，此乃因美、港監管部門理解 VIE 模式上市是因為外資無法進入大陸的變通方式，故在充分揭露 VIE 結構相關風險前提下，均同意大陸企業使用 VIE 結構在其資本市場上市，適用外國發行人募資相關規範。為避免 VIE 模式上市被濫用，香港對 VIE 模式上市要求較美國嚴格。2011 年支付寶單方移轉股權事件發生後，美、港對 VIE 模式上市審核都更加審慎。

四、大陸對 VIE 模式監理變革

VIE 模式海外上市發展 10 多年來，大陸政府從未官方或公開認可，只有 2 個條文有提到「協議控制」乙詞，這 2 個條文似乎都默許 VIE 結構存在，隨著大陸經濟的發展、融資環境的改善，以及 2015 年外國投資法（草案）發布，未來中國企業透過 VIE 模式海外上市充滿變數，恐有逐步被取代的趨勢。

五、對中國公司採用 VIE 模式來臺掛牌應考量之因素

VIE 模式屬複雜性高風險投資架構，且部分法律風險難以規避，建議若中國公司採用 VIE 模式來臺灣掛牌時，應將下列因素納入考量：（一）我國投資人結構以散戶為主；（二）跨境求償不易；（三）現行 VIE 協議根據中國法律存在執行上瑕疵；（四）中國企業資訊揭露品質不佳；（五）中國目前司法體系對外國投資人權益保障仍不健全，投資人未必能獲得公平裁決。

六、對 VIE 模式來臺掛牌之規範現況及建議

中國公司倘以 VIE 模式來臺灣掛牌，由於上市主體通常為註冊在開曼的境外離岸公司，除須符合我國對大陸企業透過第三地控股事業來臺掛牌相關規範外，其他則適用我國相關證券交易法規有關「外國企業」來臺掛牌的申請條件與流程，故就我國現行制度面而言亦屬可行，實際上 2007 年來臺第一上櫃公司中即有部分業務採用 VIE 架構之個案。近年我國政府也加快布局亞洲的腳步，對東南亞當地有外資投資限制的產業，未來也不排除其它海外市場以此模式來台上市的可能性。但 VIE 架構上市非屬常態，且存在高度風險，對採此種模式上市，我國應持「不鼓勵、不拒絕」的立場。

七、我國 VIE 架構上市之風險管理及投資人保護建議

目前外國投資法尚未實施前，VIE 架構上市仍是進入大陸外資禁止產業的主要途徑，如果有優質的中國企業以 VIE 模式申請來臺掛牌，也非不可考量的方向，惟針對這種複雜且高風險的投資架構所引發的各項風險，建議從上市審核、資訊揭露、投資人教育、相關配套措施等四個面向，強化對投資人的保護（參見下表）。

構面	措施	具體做法
上市 審核	1.目的性	VIE 模式使用目的應限於外資禁止或限制投資的產業領域
	2.重要性	VIE 實體佔上市主體營收應在一定比例以下
	3.控制力	透過多層次公司治理架構設計強化對 VIE 實體的控制
資訊 揭露	1.詳述 VIE 實體	■ 有關 VIE 實體公司登記股東的詳細敘述 ■ 組織架構圖中揭示 VIE 架構的存在
	2.使用 VIE 架構原因	■ 對申請來台上櫃市的外國公司，如全部或部分業務中使用 VIE 架構，應於投資方財務報表充分揭露持有 VIE 工具的性質、投資的目的及法規上無法執行的風險。 ■ 說明是否屬於限制型產業
	3.VIE 結構安排所產生收入	■ 財務報表中應揭露從 VIE 架構所產生的收入 ■ VIE 可能產生的最大虧損數字
	4.相關風險項目揭露	■ 公開說明書、年報等文件中專門揭示 VIE 架構特殊風險 ■ 風險項目應涵蓋：(1)政策風險；(2)法律風險；(3)控制風險；(4)公司治理風險；(5)稅務風險；(6)外匯風險
	5.強化協議執行措施	■ 中國法律顧問出具意見書確認依中國法律執行協議 ■ 確認合約執行的安排
	6.外國投資法因應措施	說明外國投資法通過後對其業務影響
投資人 教育 宣導	1.加強事前風險告知宣導	強化投資人對 VIE 架構風險承擔意識
	2.企業網站揭示 VIE 架構	上市申請人應在其網站上揭露其 VIE 架構所有重要及相關資料。
配套 措施	1.研議訂定 VIE 上市參考指引	■ 研議訂定 VIE 架構上市審核指引 ■ 研議訂定 VIE 架構上市發行人應注意事項
	2.加強投資風險管理	■ 政策、外匯、稅務等方面風險無法完全掌握，可以透過下列方向控制風險，減少損失發生，強化穩定度及執行力：(1)加強投資方參與 WOFE、VIE 實體經營決策與管理權利；(2)確保及時觸發保障機制。 ■ 具體措施包括：企業審慎選擇 VIE 結構、增加違約方的違約成本、違約責任條款約束、制定合理「VIE 公司治理體系」、訂定爭議發生提交仲裁條款。
	3.建立爭議解決預防機制	■ 要求訂定優先權條款(如：股份買回條款等) ■ 約定仲裁條款
	4.加強跨境監管合作	完善跨境監管合作機制，加強資訊交流與跨境執法協助

資料來源：本研究整理