

论对“协议控制”的法律监管

唐旗

（电子科技大学经济与管理学院，成都 610054）

摘要：“协议控制”模式的监管走向近来为各界所关注。本文梳理与分析了这一融资模式的基本法律架构及特征、法律性质、产生与蔓延的规制环境及监管现状，探讨了监管改善对策。建议以证监会为主导，完善境外间接上市法律监管体系，统筹管理红筹模式、协议控制等境外间接上市架构，坚持宽严适度的约束与规范，注重国际证券监管合作。

关键词：协议控制；可变利益实体；境外间接上市；海外上市

Abstract: The direction of regulation on “agreement-control” mode recently receives great attention. This paper combs and analyses the mode’s basic legal structure, its feature and legal nature, also the regulatory environment for its emergence and proliferation, while discusses further regulation strategy. It suggests that a sound regulation system targeting indirect overseas listing activities including “red-chip” and “agreement-control” mode should be developed. CSRC should play a leading role in the system while proper regulation and international cooperation on securities regulation should be emphasized.

Key Words: agreement-control, VIE, indirect overseas listing,

作者简介：唐旗，法学博士，电子科技大学经济与管理学院副教授，研究方向：金融法律与政策。

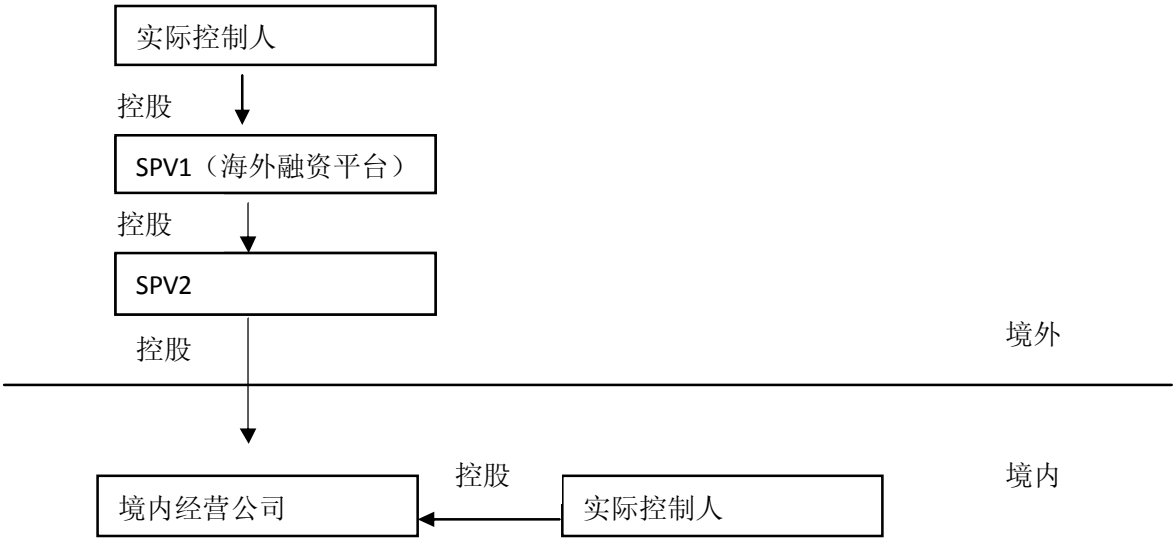
中图分类号：DF438 **文献标识码：**A

从新浪网赴美上市之际的投石问路，至此后十年间在 TMT 等行业中广为推行，再到 2011 年被“支付宝事件”推至风口浪尖，潜伏数年的“协议控制”将何去何从眼下为各界热议，而监管当局对此将如何回应或介入，则成为众所瞩目的考验决策者智慧的一大挑战。本文拟从梳理“协议控制”的法律性质、规制环境入手，探讨协议控制的监管对策思路。

“协议控制”模式的基本法律架构及特征

将“协议控制”模式最早带入公众视线的，是 2000 年新浪网（sina.com）赴美上市时公布的招股说明书。此前境内民营企业赴境外上市多采用业界通行的“红筹模式”，即由国内企业实际控制人通过在境外设立特殊目的公司（Special Purpose Vehicle, SPV），将境内经营实体的资产或权益注入境外特殊目的的公司，并以境外特殊目的的公司名义实现境外上市（图 1）。

图 1 协议控制的红筹模式



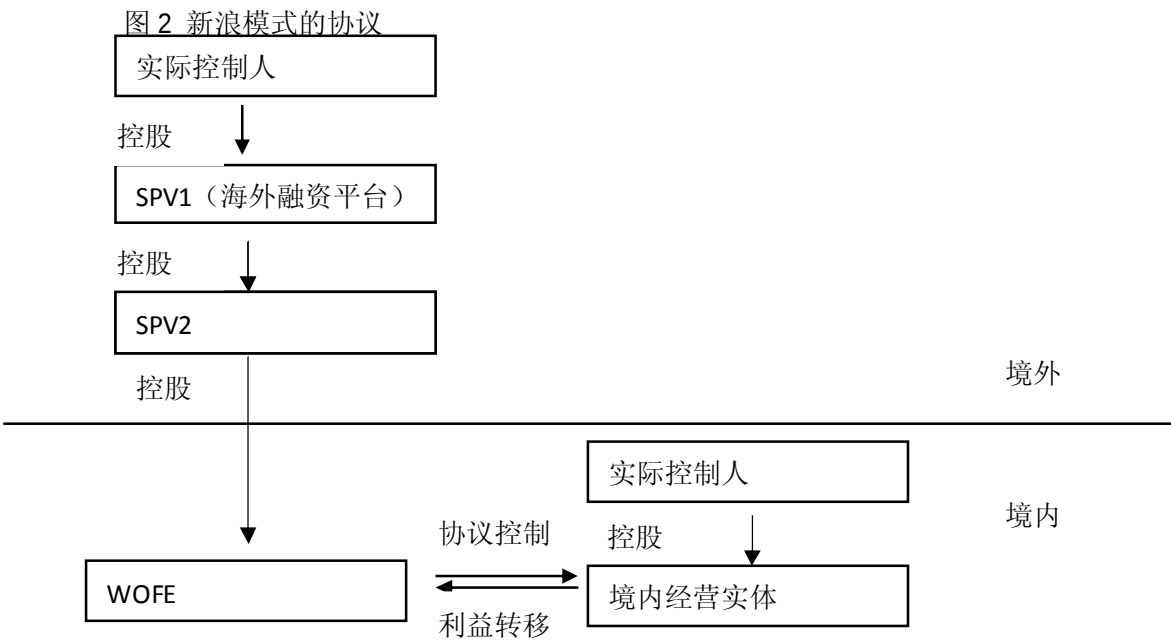
红筹模式的特点表现为：

1. 间接上市。与 H 股、N 股、S 股等不同的是，境内经营实体并不直接成为境外上市主体，而是借助其实际控制人设在境外的特殊目的公司（SPV）作为上市主体迂回实现其在境外资本市场的融资目的；
2. 多层结构。红筹模式涉及到位于境内与境外的多个法律主体，其中有三个基本主体——实际控制人、上市主体、境内经营实体。该模式的核心是围绕三个基本主体构建出权益关联关系，一方面确保上市实体拥有境内经营实体的全部或实质权益，另一方面确保境内经营实体的实际控制人同时也作为境外上市实体的实际控制人。实践中往往会为股权运作、避税、引入私募投资等目的在上述三个基本主体之间设置多个特殊目的公司（通常为 BVI 公司），形成跨越国境的多层次权益结构链条。
3. 股权纽带：各个主体（包括三个基本主体及其它 SPV 公司）之间，形成了一系列股权安排，即以股权为纽带使得这条多层次权益结构链条环环相扣，既实现了权益从境内向境外的流畅输送，亦保证了实际控制人对境外上市主体以及境内经营实体的牢固控制。

新浪网的招股说明书则显示新浪上市在沿袭了红筹模式“间接上市”以及“多层结构”的基础上，呈现出新的突破。招股说明书表明，上市主体对于境内经营主体并无直接或间接的股权控制关系，上市主体之所以能够控制境内经营主体，并最终取得其经营利润从而拥有

资本市场上的价值，依赖的是一系列商业协议——资产运营控制协议、借款合同、股权质押协议、认股选择权协议、投票权协议、独家服务协议。这一系列限制协议，使得上市主体 sina.com “能够从经济上控制中国新浪网的收入。虽然 sina.com 没有所有权，但是还是能够牢牢控制这些公司”。

新浪网的上市架构其后被搜狐、网易、盛大、阿里巴巴等一大批互联网公司、传媒公司和医疗公司赴海外上市所借鉴，逐渐成为中国企业境外上市的一种成熟运作模式，在实践中日臻丰富完善，业界称之为“新浪模式”或“协议控制模式”（图 2）。



该模式的特点在于：

1. 脱胎于“红筹模式”，保留了“间接上市”、“多层结构”、“股权连接”等特点，因此又被视做“红筹模式”的一种变形；

2. “协议纽带”：“红筹模式”当中将境内与境外多个主体之间的权益关系绑定到一起的是清一色的股权纽带，但在新浪网的上市架构当中，虽仍可见到实际控制人与境外上市实体之间以及境外各个特殊目的的公司之间的股权纽带，但是在整个架构链条最重要的一环——将境内经营实体权益注入上市实体这个环节，“红筹模式”当中的持股对应关系换成了一揽子协议构成的另一种控制关系——通过排他性管理咨询或技术服务协议等合同，控制境内企业的全部经营活动，取得境内企业的主要收入和利润；通过借款协议与质押协议，安排国外取得的资金以借款形式入境来同时以实体企业的股权进行质押；通过认股选择权协议、投票权协议取得对境内企业全部股权的优先购买权和投票表决权。此为该模式的实质性特征，“协议控制”亦由此得名；

3. 上市主体控制的核心实体不再是子公司实体，而是与其控股子公司有着协议关系的紧密利益实体——美国会计准则将之表述为可变利益实体（Variable Interests Entity，

VIE)。上市主体得以合并报表的原因不在于股权安排，而在于通过合同实现了利益安排，控制的是所谓的可变利益实利。故而又被称为“VIE 模式”。

“协议控制模式”的法律性质辨析

与“红筹模式”一样，“协议控制”模式是在实践中发展出来的资本运营模式，用来打通境内企业赴海外成熟资本市场的融资途径。在“支付宝事件”之前，“协议控制”更多的被视为技术层面的操作模式或法律安排，未受到过多质疑。“支付宝事件”引发了“协议控制”合法性之争，各界看法莫衷一是。指其不合法者多援引民法通则及《合同法》第五十二条认为系列协议属于以“合法形式掩盖非法目的”的无效合同^[1]；支持其合法者，则多强调 VIE 应用的普遍性及其对于互联网等行业繁荣的贡献^[2]。更多的人认为 VIE 合法性存疑，观望监管当局的态度。笔者以为，协议控制的合法性问题的确较为复杂，有必要从多个角度来分析：

首先，从法律规制的现实来看，协议控制系跨法域（中国法，上市地法，SPV 设立地法）的多层次结构，客观上需要在每一法域的现行法律框架下都是成立的，才能真正地运转起来。“协议控制”自初创以来，十余年间并未在上市地或 SPV 设立地受到任何“合法性”方面的挑战，诚然上市地或 SPV 设立地欢迎中国概念的企业，但即使没有这样的动因，在强调私法自治的英美法系（中国企业海外融资主要目的地美国、英国、新加坡、香港大多属英美法系），其合法性也是不言而喻的。至于在中国大陆法域，迄今没有任何法律条文明文禁止协议控制（协议控制作为法律用语出现在 75 号文及 106 号文中，只涉及到管理，并未禁止）。同时，“非法目的”说难于成立，已知的采用“协议控制”模式的中国企业，其目的和实际结果多为构建海外融资平台，促进企业发展，这是企业自主选择的权利，本身是合理合法的。

其次，从法律规制的发展趋势来看，协议控制只是红筹模式的一个变形，不管 10 文出台之后是否形成了封堵了的红筹通道的实际通道，如仅从 10 号文条文上来分析，其实则是将此前游走在灰色地带的跨境换股、返程投资带等红筹关键环节带入阳光之下，系以承认其合法为前提为红筹模式建立运行规则；换言之，红筹模式在现行法律框架下理论上是可行的，只是受制于繁琐的审批程序而在实践中难以实施而已。前文已分析过红筹模式靠的是股权纽带，将多个实体牢牢的绑在一起，而“协议控制”则在最关键的末端——利益注入环节，用协议纽带取代了股权纽带。打个比方说，红筹模式是用股权打的死结，而协议控制则用协议打了活扣，稳定性远不及前者，从境外对境内的控制力更是大大地减弱，支付宝事件便是一个生动的诠释。红筹模式尚被允许，禁止协议控制实无必要。

再次，从受到最多质疑的方面来看，协议控制的确是有突破外资准入限制之嫌，但笔者以为，《外商投资企业目录》的原意是设立股权壁垒屏蔽外资持股于关键行业之外。不管协议控制之下的协议设计得如何周全细致，使得外资取得近似于持股的实际控制效果，但终究没有突破股权这个屏障。归根到底，协议关系与持股关系有着本质上的区别，前者只是一种债权，具有相对性，无法对抗善意第三人，后者却是对世权，具有排他性。协议控制的强度

远不及股权控制。境外公司以协议控制方式辗转参与某一外资受限的行业，其危及相关行业的风险性比起外资持股要小得多。

综上，协议控制模式作为一种投资架构本身是合法的。尽管它可能带来种种问题，但对其进行监管的起点应该是正视其合法性。

“协议控制”出现与蔓延的规制环境

“协议控制”出现的直接动因是一批境内民营企业外向型的融资需求。但自新浪网初创“协议控制”模式之始，这一融资架构一直被采用方视为特定规制环境下的无奈之选。如易凯资本CEO认为：VIE结构不是对监管的刻意规避和绕道而行，而是鉴于法律法规要求和监管现实的一种商业利益的制度性安排。事实上，对于互联网等一批轻资产企业来说，其上市融资面临着法律规制现实下的重重困境：

（1）境内上市门槛：《公司法》、《证券法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会，2006年）等法律、行政法规、部门规章及其他规范性文件规定了企业公开发行股票并上市的实质要求及审批程序，其中的财务标准包括（主板、中小板基本相同）：公司注册资本不低于3000万人民币；3年连续盈利，且净利润累计不能低于3000万；连续3年现金流量净额累计要超过5000万或营业收入超过3亿；最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%。（适用于主板，中小板这一比例上限最高至50%）

（2）境外直接上市门槛：根据《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（1994年），《关于企业申请境外上市有关问题的通知》（证监会，1999年）的规定，境内企业赴境外直接上市要经过证监会审批，且满足净资产不少于4亿元人民币，过去一年税后利润不少于6000万人民币，并有增长潜力，按合理预期市盈率计算，筹资额不少于5000万美元的要求（俗称“456”要求），上市后每一次再融资亦需审批。

（3）行业外资准入限制与红筹上市障碍：国家发展改革委、商务部不定期更新的《外商投资产业指导目录》将国内产业鼓励、限制、禁止外商投资三大门类，而《关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部等六部委令2006年第10号，俗称10号文）则规定，“禁止外国投资者经营的产业，外国投资者不得并购从事该产业的企业”，意味着处在禁止或限制类行业的境内企业无法以红筹模式实现境外上市，因为构建红筹架构的关键环节之一即是境外上市主体跨境并购境内经营实体，以实现权益向境外的输送。

实体门槛与障碍再加上审批程序的繁杂与冗长，抑制了以互联网行业为代表的一批民营企业成长期融资需求的满足。与此相对应的则是境外成熟资本市场不断展现出的诱惑。美国、英国、香港、新加坡等地的国际证券市场除了资金充足、流动性好，估值重未来预期，再融资限制少等经济方面的有利因素外，其所在法域的规制环境也构成了吸引力的一部分：（1）上市门槛相对宽松，对于实收资本、净资产、营运记录、盈利要求等的规定不似中国严苛；（2）程序相对便捷，监管着重披露，投资者自担风险。（3）股权流通便利。

此外，根据国际财务报告准则（IFRS）和美国公认会计原则（US GAAP）及财务会计准则FIN46、FAS167，一个主体对另一个实体虽无股权控制关系，但通过一系列合同安排对其具有控制性的利益，使后者的收益和风险均归于前者，则后者构成前者的可变利益实体

（Variable Interest Entities; VIEs），这时双方报表应当合并。^[3]安然事件后这一强化会计信息披露的会计制度安排，客观上为境内经营实体的权益通过“协议纽带”注入境外主体以支撑其在资本市场上的价值提供了现实可行性。

基于上述境内外规制环境，“协议控制”作为境内企业赴境外上市融资的架构被精心设计出来，虽非万全之策，但兼顾了企业境外私募融资、上市需要与合规性要求。新浪网成功登陆纳斯达克展示了“协议控制”模式的实际应用效果，备受推崇，模仿者众，但主要集中在外资准入受限的媒体、教育和互联网等行业。近五年间“协议控制”模式呈现出蔓延趋势，一是向重资产行业扩散，如2009年拥有数十亿总资产的大型民营煤炭贸易企业“中国秦发”，2010年大型民营造船企业“熔盛重工”、大型4S经销商“正通汽车”相继凭借“协议控制”模式在香港上市，二是有向非外资禁入行业扩散的苗头，如上述“正通汽车”、以及在香港上市的另一家公司“A8音乐集团”所处的行业，都不属外商投资禁止类。

事实上，诚如上市法律意见书所揭示的，协议控制架构缺乏股权控制的稳定性，法律风险明显。其之所以盛行，仍然是企业内在需求与规制环境相互碰撞的结果。一般而言，大量民营企业赴境外上市，“红筹模式”往往是其首选，因其具有适用法律灵活、股权运作方便、股份流通性强、宜于避税等优点。但红筹模式也伴生了资本外逃、公司欺诈等现象，决策层一直试图对其加以约束与监管，相关规则几经变迁，从“红筹指引”、“无异议函”的个案监控时期，11号文与29号文的严厉限制时期一直走到当前75号文与10号文的全面审查时期。75号文一度被认做是红筹开闸的信号，随后2006年9月商务部等六部委联合发布的“10号文”（《关于外国投资者并购境内企业的规定》）生效，其中对于红筹模式的各个环节：境外设立SPV，跨境换股，境内公司估值，外资并购，融资资金调回均建立了相应规范。10号文将红筹模式带到阳光之下，并为之确立多部门全过程监控的审批程序。10号文实施之后五年间没有一家企业通过审批，构建起红筹架构。业界认为“红筹模式”的上市道路基本被切断，不得已退而求其次，转向十年间通行无阻，俨然已是成熟操作模式的“协议控制”。

“协议控制”法律监管现状

一、中国法域关于协议控制的监管规范

协议控制发展壮大的十多年间，中国大陆法域内仅有两个法律条文明确提到“协议控制”这一术语，一是2005年10月国家外汇管理局《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（俗称75号文）第一条：“…本通知所称“返程投资”，是指境内居民通过特殊目的公司对境内开展的直接投资活动，包括但不限于以下方式：购买或置换境内企业中方股权、在境内设立外商投资企业及通过该企业购买或协议控制境内资产、协议购买境内资产及以该项资产投资设立外商投资企业、向境内企业增资。…”二是

商务部 2011 年 8 月《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》第九条：

“对于外国投资者并购境内企业，应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围；外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查，包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。”

上述两个文件出台的时间相距六年，背景大相径庭。前者颁发之时各界的注意力集中在普通红筹模式的“开闸”与监管问题上，而后者则伴随着支付宝事件引发的关于“协议控制”的大讨论出台。两者都属于部门规章，且法律规范的设计思路大体相似：都是将之视作“红筹模式”的变形，在就红筹架构搭建及运转的特定环节设定规范时附带约束“协议控制”，使得采用“协议控制”架构的相关方仍然要遵循对于红筹模式的监管规则，二者的主要目的都是防止以“协议控制”的路径绕开或规避相关的监管程序。

当前，这两个部门规章形成了中国法域内对于“协议控制”的初步监管内容：（1）外汇登记管理。监管主体为外管局及其分支机构，要求采用协议控制的有关方，在协议控制架构搭建及运转的关键环节（设立特殊目的公司，返程投资（将权益注入特殊目的公司），向特殊目的公司支付利润、红利、清算、转股、减资等款项，特殊目的公司发生增资或减资、股权转让或置换，合并或分立、长期股权或债权投资、对外担保等重大资本变更事项且不涉及返程投资，必须向外管局分支机构办理备案或登记手续；（2）安全审查。监管主体为商务部及部级联席会，国内运营实体如系军工及军工配套企业，重点、敏感军事设施周边企业，以及关系国防安全的其他单位；或关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重要基础设施、重要运输服务、关键技术、重大装备制造等企业，且实际控制权因为“协议控制”可能被外国投资者取得，外国投资者要作为申请者提请安全审查。

二、中国法域之外对于协议控制的监管

在中国法域之外，“协议控制”架构涉及的上市地法域也有一些监管要求。（1）美国证监会主要从合并财务报表，严格上市公司信息披露两个方面对采取“协议控制”架构的上市主体进行规范，要求在招股说明书中表明“协议控制”结构的存在，并要求经营主体所在地（中国）律师出具法律意见说明“协议控制”结构是否符合当地规制要求。（2）香港联交所 2005 年发布上市决策（HKEx-LD43-3），秉承“披露为本”原则，要求上市主体的保荐人及董事“提出有力的资料证据，清楚证明”其“实际上已真诚符合所有相关中国法例及规定”，则“协议控制”模式不会导致公司不宜上市。支付宝事件之后，联交所于 2011 年 11 月修订了上述决策（HKEx-LD43-3），新增三项内容：其一，区别处理限制性行业与非限制性行业，前者由上市科处理，后者由上市委员会处理；其二，提示“非限制类行业在港上市可能性很低”；其三，强化披露内容：“采用 VIE 结构申请上市在原申请文件的基础上，还应当提供其他文件确保：境内目标公司（外资受限业务牌照持有者）股东授权境外上市主体董事代行使股东所有权力的授权书；争议发生时提交仲裁及司法处理的解决条款；授权境外上市主体处理境内目标公司资产的授权书。”

三、监管现状评述

从法律监管的目标及重点来看，境内外各有侧重，中国境内重在反规避，先是防止“协议控制”脱离外汇监控，后是明确不能以“协议控制”逃避安全审查。境外则重透明度及投资者利益保护，强调披露“协议控制”架构的存在及其法律风险，香港法域在支付宝事件生动诠释了“协议控制”固有风险——一旦违约发生可致架构解体之后，试图强化“协议”纽带，并避免“协议控制”上市架构使用的扩大化。

从法律监管的实际效果来看，境外相关的招股说明书当中，不管如何精心措辞，对于投资者面临的“协议控制”风险终究还是有所说明：政策变化风险、违约风险、税务风险、外汇管制风险，并未让投资者蒙在鼓里。而境内自 75 号文施行以来，采取“协议控制”者多在架构搭建之初设立特殊目的公司前向外汇管理部门备案，未备案则会影响到整个架构的顺利运行，如 2011 年 5 月世纪佳缘网在美上市进程一度因为外汇备案手续不全而受阻。可以看到，“协议控制”架构始终处在受控状态，并非完全游离于法律监管之外。

无论是中国法域（经营实体所在地），还是上市地法域的监管当局，对于“协议控制”这一上市架构都持谨慎态度，无意鼓励或放任企业采用这样的架构，反映出境内外监管当局对于“协议控制”的诸种风险早有认识，且伴随风险认识的不断深化，境内外法律监管都有从严从紧的趋势。

“协议控制”法律监管完善对策

“法律监管的本质，在于寻求法律规制和市场作用的平衡点，不能对市场放任自流，又不能过分迷信监管扼杀市场创造力和自发性”^[4]。“协议控制”模式作为实践中长期存在且应用广泛的中外跨境融资结构，其积极意义与消极意义均已彰显。一方面其于境内互联网等行业的发展与繁荣，上市地投资选择多元化等作出了现实贡献，另一方面也已充分暴露出架构不稳定威胁投资者利益，且易为规避监管者留下可趁之机等固有缺陷。对于协议控制的监管，总体目标应是“趋利避害”，既使得各种风险可防可控，又保持一定的市场灵活度，让市场参与者——融资者与投资者有选择的自由。从这个意义上讲，现有的监管框架仍需要进一步提升与细化。我国境内对于“协议控制”监管规范的调整，宜从三个方面着手：

一、综合治理企业上市融资的规制环境

首先是以证监会为主导，协同商务部、外管局、税务部等部门构建境外间接上市法律监管体系，将红筹模式、协议控制等间接上市模式一并纳入其中统筹管理。《证券法》第 238 条的规定“境内企业直接或间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，必须经国务院证券监督管理机构依照国务院的规定批准。”是我国间接上市监管的法律起始点，既授权证监会作为主要监管机关，亦授予国务院及其部委制定相应法规进行监管的权利^[5]——明确以证监会为监管核心，符合法律规定，亦有利于增进监管的统一性、效率性、可预见性。此外，已有的“协议控制”监管规范都是出现在“红筹模式”监管规则当中，未来可继续沿用这一思路，比之孤立地考虑“协议控制”的监管问题更具科学性。

其次，监管当局在出台监管规范时需有一个开阔的监管视野，避免“头痛医头，脚痛医脚”的片面做法。例如，扼制“协议控制”的蔓延，宜正本清源，全面梳理我国企业上市融资（境内上市、境外直接及红筹上市）的实质要求及审批程序，综合调整，尤其是适当放宽企业赴境外直接上市的条件以及切实疏通红筹上市的正常通道，大量的企业自会做出明智的选择，主动放弃“协议控制”架构。

二、抓住重点，坚持宽严适度的约束与规范；

针对“协议控制”模式的特点，我国境内的监管重点仍应放在反规避上，主要从证券活动管理、资本进出境、安全审查、税收等方面进行规范，并以备案制为主防止相关企业脱离境内监控，如要求“协议控制”链条上的中国自然人控制的特殊目的公司赴境外上市交易，需向证监会备案，若日后上市实体实际控制人变更为外国人亦需备案。由于“协议控制”下相关运营实体的股东、主体经营活动都在境内发生，只要其境外融资活动有案可查，有迹可寻，则主动权实际上仍掌握在境内监管当局手中——对于境外任何异动或恶意行为相关监管主体可依据中国法律规范（如合同法关于合同无效的规定、安全审查规范等）采取适当行动。同时，备案制把是否采用“协议控制”的选择权交到了市场参与者手上，既然法律监管规范使得市场参与者可以预见其行为的法律后果，在监管当局掌控大局的情况下，允许市场参与者自行做出利益权衡与判断，以保持市场的活力与灵活性，不失为明智之举。

三、加强国际证券监管合作与协调

中国境内与境外上市地证券市场环境虽不同，但中国证监会与美国 SEC 等均为国际证券委员会组织（IOSCO），共同追求“保护投资者，确保公正、有效和透明的市场，减少系统风险”的证券监管目标。协议控制这一跨境上市架构客观上贯通了两个以上的法域，使得相关法域的监管当局有了相互协作的基础与必要。中国境内与上市地、SPV 设立地监管重点不尽相同，但良好的合作与协调会使得各自的监管更为高效和全面。为此，我国证监会应依托与境外监管机构签订的合作备忘录或国际证券组织等多边合作机制，加强与美国、香港等主要境外上市地证券监管机构在信息分享、跨境执法协助和经验交流的有效合作。

参考文献：

- [1]梅新育.协议控制模式理当终结[J].经理人, 2011(8):106-108.
- [2]冯英. VIE 模式评述-基于对支付宝事件的分析[J].企业家天地(理论版), 2011(7):187.
- [3]吴军.“协议控制”及其会计处理[J].中国注册会计师, 2011(7):80-83.
- [4]喻松. 境外上市中的红筹模式法律问题探析[D].北京:中央民族大学,2009 年.
- [5]刘乃忠.完善中国公司境外上市法律监管体系的路径选择[J].经济研究导刊,2011(30):112-113.