

我国企业利用VIE结构 境外融资的监管问题研究

常柏芑

(西南财经大学会计学院 成都 611130)

【摘要】 VIE结构是目前赴美上市的中国概念股首选的规避政策审查的模式。然而缺少法律保障的VIE结构也因近来发生的“支付宝事件”和“新东方事件”而饱受质疑。本文就VIE结构在我国产生发展及其风险进行评述,通过比较国内外对以VIE结构为代表的境外融资模式的监管,进而揭示我国在境外融资方面的监管问题,并提出合理建议。

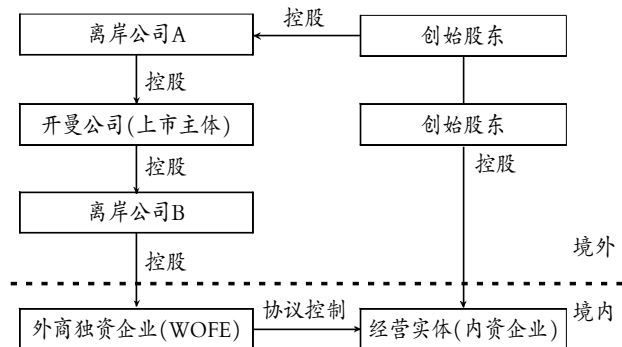
【关键词】 VIE结构 境外融资监管 风险控制

2000年,新浪首创性地通过VIE结构实现赴美上市,就此打开中国概念股境外上市的新纪元。此后,这一模式被越来越多的企业所效仿,不仅为互联网、教育等限制或禁止外资进入行业提供了一条境外融资通道,还为众多非限制或禁止外资投资但是在国内遇到上市障碍的公司创造了一个绝佳的融资途径。但是由于“支付宝事件”的发生,再到近期新东方因VIE结构受到SEC调查惨遭“浑水”做空,VIE结构的合法性饱受质疑,我国企业境外融资的监管问题被推上了风口浪尖。

一、VIE结构概述

VIE结构又称“协议控制”,因新浪率先使用该模式实现境外间接上市,故又称为“新浪模式”。它不同于一般的股权控制模式,境外上市主体对境内经营实体并没有直接或者间接的股权控制关系,而是通过境外特殊目的公司(SPV)在境内设立或者间接控制外商独资企业(WOFE),与境内经营实体签订一系列的协议来实现对境内公司全方位的实质控制,将境内公司的经济利益转移到境外特殊目的公司,进而通过境外特殊目的公司上市来实现境内公司在境外的间接融资。

VIE结构的操作实现通常包括三个主体,即境内经营主体、境外特殊目的公司以及境内外商独资企业。其操作构建流程通常包括以下步骤,如下图所示。



VIE结构示意图

具体操作步骤为:①境内经营主体在维京群岛(BVI)或者开曼群岛设立一个离岸公司A;②该离岸公司再与其他投资者共同设立一个开曼公司作为上市融资主体;③该上市融资主体在香港设立或者购买一个离岸壳公司B;④由该离岸壳公司在境内设立一个外商独资企业(WOFE);⑤通过该外商独资公司与境内经营实体签订一系列控制合同将境内企业的利润、收益转移到境外,实现境外上市主体对境内公司的协议控制。

VIE结构中所涉及到的合同协议通常包括战略咨询合同、无形资产租赁合同、股权质押协议、认股权协议、投票权协议以及营运控制协议等。通过为境内经营实体提供排他性的战略支持、技术支持、知识产权等咨询服务,以“服务费”的方式获取境内企业大部分利润收益,并通过股权质押、优先认股等来实现对境内经营主体的间接控制。

二、VIE结构产生与发展的背景

1. 衍生于“红筹模式”。在新浪首次运用VIE结构实现境外上市之前,我国民企主要通过“红筹模式”来实现境外融资。“红筹模式”是指内资企业或自然人在境外设立特殊目的公司(SPV),由特殊目的公司收购境内企业资产或权益,以境外特殊目的公司名义在境外证券交易所上市。

但是2005年1月24日发布的《国家外汇管理局关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》(简称11号文)规定:“以个人名义在境外设立公司要到各地外汇管理局报批;以境外公司并购境内资产,要经过国家商务部、发改委与外管局的三道审批。”同年4月21日发布的《国家外汇管理局关于境内居民个人境外投资登记及外资并购外汇登记有关问题的通知》(简称29号文)作为11号文的细化文本,更是对“红筹模式”进行了严格限制,甚至被视为“红筹模式”的终结。同年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》(简称75号文)终止

了饱受攻讦的 11 号文和 29 号文。

2006 年 9 月商务部等六部委联合发布的《关于国外投资者并购境内企业的规定》(简称 10 号文)在一定程度上承认了“红筹模式”合法性,规范了其各个操作环节,但是却把“红筹模式”置于商务部、外汇管理局和其他部委的严格监控之下。该文第 11 条规定“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内公司,应报商务部审批。”而在此后的几年里,几乎没有一家企业通过繁琐复杂的审批,成功建立起“红筹模式”。

在此情形下,VIE 结构被国内谋求境外上市的民企大规模使用,一方面 VIE 结构并不涉及跨境股权关系并购,因此可以巧妙地绕开商务部的审批,另一方面它同时保留了“红筹模式”的大部分特点,作为改进了的“红筹模式”,有利于境内企业的操作执行。

2. 在政策管制中不断发展。发改委和商务部联合发布的《外商投资产业指导目录》将我国的行业划分为鼓励、限制和禁止外商投资行业,而 10 号文规定“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”,这使得限制和禁止外商投资的行业难以在成熟的境外资本市场获得投资。在限制和禁止外商投资产业目录中,一些轻资产行业,如互联网、教育、媒体、娱乐等赫然在列。

我国主板、中小企业板、创业板上市财务标准规定:①最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3 000 万元,净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据;②最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5 000 万元,或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元;③发行前股本总额不少于人民币 3 000 万元;④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%;⑤最近一期末不存在未弥补亏损。但是在国内资本市场,轻资产企业很难达到上市的准入标准。

在此情形下,越来越多的境内企业选择 VIE 结构规避政策管制,当初为了避免商务部繁琐严苛的审批,到后来受到被限制企业青睐,VIE 结构的实质目的并没有改变,依然是为了规避政策管制。但随着越来越多的境内企业采用并成功登陆美股市场,其结构不稳定等风险日渐突出,并且逐渐引起国内外资本市场的关注。

三、VIE 结构的风险分析

1. 合同违约风险。虽然 VIE 结构在跨境环节因为没有涉及股权并购关系而有效地规避了政策监管,但是一揽子的合同协议成了维系这一模式的重中之重。在这一模式中涉及的多方投资者,若其中有任何一方发生违约,那么整个 VIE 结构都将断裂,使得其他投资者、债权人的利益受到损害。举一个典型的例子:

2011 年,阿里巴巴集团在未经得集团两大股东雅虎和软银同意的情况下,将支付宝的所有权转让给马云控股的另

一家中国内资公司,导致雅虎的股价应声下跌 7.3%。沸沸扬扬的“支付宝事件”将 VIE 结构的合同违约风险展露无遗,一揽子合同协议不同于股权关系有完善而健全的转让撤出机制加以规范,一方的违约就有可能造成各方惨重的损失。

2. 政策导向风险。我国目前对 VIE 结构持默许状态,但这并不意味着国家及资本市场监管机构就会任其发展。近期,我国相关政府机构相继颁布了 13 号文和《安全审查通知》等行政法规和部门规章,虽然并未明确指出对 VIE 结构进行限制或禁止,但是可以看出随着围绕 VIE 结构的违约事件层出不穷,国家也开始着手逐渐收紧对这一模式的放任。若政策法规真的向严格管制发展,VIE 结构下的境内企业无疑会受到巨大打击。

3. 税收逃避风险。VIE 结构公司因其特殊的多层控制模式,易产生重复征税以及逃避缴纳税款等问题。首先 VIE 结构公司需要将境内经营实体的收益利润通过外商独资企业转移到境外特殊目的公司,多个企业主体会带来税负成本增加的风险。为了避免或者减少重复征税带来的成本上升,很多 VIE 结构公司选择在免税地区如维京群岛、开曼群岛等进行注册,以降低税收成本,这也为企业寻找其他非法方式逃避税款提供了可能。

4. 结构不稳定风险。近年来很多公司被曝出会计信息失真、财务报表造假,不乏采用 VIE 结构登陆美股市场的中国概念股。VIE 结构涉及复杂的合同协议以及多层次的股权关系和企业主体,其系统风险无疑会加大,再加上这一模式并没有相关的法律政策加以保障,一方面难以保障投资者的权益,另一方面由于其结构复杂,易受到 SEC 等监管机构调查,因此像新东方这样因 VIE 结构受到调查而惨遭“浑水”等机构做空例子也屡见不鲜。

随着 VIE 结构风险逐渐明晰,国内外证券市场监管机构都已经发布相关文件或准则以控制其风险,并对采用该模式的公司进行监督和规范。

四、我国 VIE 监管现状

从 11 号文和 29 号文对“红筹模式”的严格限制,防止境内资金外流,到 75 号文和 10 号文的取消限制,加强规范监督并建立审批制,虽然传统的“红筹模式”受到了极大的限制,但是以一揽子合同协议实现实质控制的 VIE 结构却并未受到严格的管制或者禁止。

在 VIE 结构不断发展的十年里,很少有法律条文明确提及“协议控制”,更多的法律法规是以模糊的界定来对相关问题进行解释。如 10 号文第十一条规定“当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避签署要求”,但是这里的“其他方式”并没有明确说明包不包括协议控制,再加上国家的默许态度,也就为境内企业规避商务部审批提供了契机。

但是 2009 年之后,国家各部委相继出台许多政策法规,涉及行业规范、安全审查等,例如 2009 年 9 月 28 日新闻出版总署、国家版权局等部委基于“扫黄打非”的需要颁布了《关于

贯彻落实国务院<“三定”规定>和中央编办有关解释,进一步加强网络游戏前置审批和进口网络游戏审批管理的通知(新出联[2009]13号),该文在规定外商不得以独资、合资等形式在中国境内投资网络游戏服务,同时还规定外商不得通过签订相关合同协议来间接控制及参与境内网络游戏业务。这是中国政府首次出台法律法规禁止VIE结构。但是这一规定仅仅局限于网络游戏运营业务,不具有普遍性,而且新闻出版总署、国家版权局并不是外商投资或者境外融资行为的主管部门,由于商务部和发改委并没有对该文件进行回应,所以该规定并没有改变VIE结构在国内的使用形势,实际上也没有得到充分贯彻实施,充其量只能说是特定行业的警示,而非普遍意义上的禁止。

与此相似,2011年2月3日国务院办公厅发布《关于建立外国投资者并购境内企业安全审查制度的通知》(国办发[2011]6号),2011年8月25日,商务部发布《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》(商务部公告2011年53号)。上述两项规定要求,在特定行业如军工国防单位、涉及国家安全的重要农产品、重要能源资源、重要基础设施等行业,即使外资企业以协议控制模式进行控制,虽不涉及股权并购,也需要报送商务部进行安全审查。这两项规定在特定行业对VIE结构进行了严格的规范,但是仅仅划定了行业范围,并没有对具体涉及到的行业进行界定,在实际操作中也没有发挥应有的约束力。

从上述两方面来看,与美国以及香港的监管政策相比,一方面我国的监管政策没有对VIE结构进行明确的界定,另一方面即使在政策法规中涉及到VIE结构,也没有提出切实可行的可行方案来对VIE结构进行规范。我国政府及相关机构的暧昧态度不仅不利于VIE结构在我国的发展完善,而且也不利于境内企业规避该模式衍生的相关风险。

五、对我国境外融资监管的建议

1. 为特定行业的上市融资提供支持。根据《外商投资行业指导目录》,我国将国内行业划分为支持、限制和禁止外商投资行业,这样限制和禁止外商投资行业就难以进行海外融资上市。而在这些限制和禁止外商投资行业中,包括不少轻资产行业,比如教育、互联网、媒体、娱乐等,它们同时也很难满足我国境内上市的要求,而互联网等行业又属于对融资需求较大的行业。境外上市的管制和境内上市的门槛对这类行业来说无疑是沉重的打击,而目前来看,国家并没有为这类行业的融资提供相应支持,这也就是催生VIE结构的直接动因。

因此,对于资金需求量较大的行业,国家应对其上市融资提供支持。一方面,对于限制或者禁止外商投资的行业,国家应积极为其打造境内融资平台,满足其资金需求,或者有区别地针对不同行业设置相应的境内上市准入标准,降低部分轻资产行业境内上市的盈利性要求,提高在业绩增长性方面的要求。另一方面,对于难以达到境内上市标准而需要在境外资

本市场进行融资的企业,在不违背《外商投资行业指导目录》等法律法规的条件下,国家应提高其审批效率,为境内企业打通境外融资渠道,从监管者转变为引导者,积极引导境内企业以合法有效的方式筹集资金。

2. 加强对境外融资方式的规范和整治。我国对以VIE结构为代表的境外融资方式虽出台相关治理规范,但是并没有进行有效监管,使得采用该模式实现境外上市的公司存在政策规避的嫌疑,并同时伴有政策导向风险。因此,我国应积极加强对境外融资方式的规范和整治。

由于VIE结构等境外融资模式涉及外汇管制、税收稽查、协议控制监督等问题,所以规范和整治应以证监会等证券监督机构为主体,同时协同商务部、外管局、发改委等相关中央部委及机构,建立起对境外融资方式多层次全方位的监管体系。

我国对VIE结构等境外融资模式一直持默许态度,政策导向不明确,使得境外上市企业面临较大风险和障碍。针对以往出台的政策法规不彻底、不明确、有漏洞的界定和规范方式,监管机构应尽快联合出台一系列统一有效的法律法规,同时结合我国境内企业进行境外融资的实际情况,对我国融资环境加以整治。

境外融资问题通常与我国境内融资方式有所关联,监管机构应对我国境内外上市融资程序及要求进行全面深入的梳理和研究,对包括VIE结构、“红筹模式”等在内的境外融资模式以及境内融资障碍加以规范。以往政策监管只集中于“红筹模式”,而并未对相似的VIE结构加以规范,因此目前的政策法规应避免孤立片面地就某一问题进行根治,而忽略其他问题。

3. 积极加强国际融资监管合作,保障境内企业的合法权益。相比于美国、香港侧重于信息披露和保护投资者利益,我国的监管制度则是更多地侧重于防止政策规避。另外,VIE结构等境外融资方式往往涉及多国的政策法规协调。因此,我国应就国际融资问题与境外资本市场监督机构进行交流合作,一方面有利于推动我国合理有效的境外融资监督机制的建立,另一方面随着资本国际化的发展,各国的资本市场联系日益紧密,监管机构的交流与合作有助于推动国际资本市场的良好发展。

此外,VIE结构公司通常需要境内经营实体所在地的许可确认,同时也会受到境外资本市场监管机构的监督调查,境内外的交流合作可以通过有效沟通消除信息不对称以及防范做空机构的攻击。

主要参考文献

1. 叶存金.VIE结构的合法性探讨.公民与法,2012;5
2. 吴军.“协议控制”及其会计处理.中国注册会计师,2011;6
3. 杨敏,欧阳宗书,叶康涛.在美上市中国概念股会计问题研究.会计研究,2012;4