

# 研究報告摘要

中國公司以 VIE 模式在海外上市之相關問題研究

研究單位：中華民國證券暨期貨市場發展基金會

研究性質：104 年度專題研究

研究期間：104 年 1 月～104 年 12 月

## 一、研究內容重點：

- (一) VIE 模式仍是目前外資進入中國禁止或限制類產業領域的唯一途徑，惟此架構涉及跨國經營及法規適用的複雜性，加上本身存在「非股權控制」及「合法性」兩個瑕疵，且大陸企業資訊揭露品質不佳，投資人在這種複雜投資架構下，將面臨政策、法律、控制、公司治理、稅務、外匯等多重風險。
- (二) 雖然中國企業採 VIE 模式上市來台掛牌，就我國制度面而言亦屬可行，且近年政府積極推動亞洲布局，未來也不排除其它海外市場以此模式來台上市的可能。惟 VIE 模式上市非屬常態，且部分法律風險難以規避，考量我國以散戶為主的投資人結構，以及跨境求償不易、VIE 協議執行上瑕疵、中國司法體系仍不健全等因素，對 VIE 模式上市我國應秉持「不鼓勵、不拒絕」的立場。如有優質中國企業以此模式來台掛牌，建議可從加強上市審核（如採用 VIE 模式原因、VIE 佔營收比重等）、資訊揭露（如相關風險及因應措施等）、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。
- (三) 未來大陸外國投資法一旦通過後，外資透過 VIE 架構規避法律空間越來越小，又大陸近年也積極創造條件讓中概股回歸上市、並持續放寬對外資投資範圍限制，2015 年美國已有 23 家中資企業預計拆除 VIE 架構回歸上市，未來中國公司透過 VIE 模式海外上市恐為其他籌資管道取代。

## 二、結論與建議事項：

- (一) 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：
  1. 我國投資人結構以散戶為主；
  2. 跨境求償不易；
  3. 現行 VIE 協議根據中國法律存在執行上瑕疵；
  4. 中國企業資訊揭露品質不佳；
  5. 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。

### (二) 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。

(三) 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，建議從四個面向，強化對投資人的保護:

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	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 有關 VIE 實體公司登記股東的詳細敘述</li> <li>➢ 組織架構圖中揭示 VIE 架構的存在</li> </ul>
	2. 使用 VIE 架構原因	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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。</li> <li>➢ 說明是否屬於限制型產業</li> </ul>
	3. VIE 結構安排所產生收入	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 財務報表中應揭露從 VIE 架構所產生的收入</li> <li>➢ VIE 可能產生的最大虧損數字</li> </ul>
	4. 相關風險項目揭露	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 公開說明書、年報等文件中專門揭示 VIE 架構特殊風險</li> <li>➢ 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</li> </ul>
	5. 強化協議執行措施	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 中國法律顧問出具意見書確認依中國法律執行協議</li> <li>➢ 確認合約執行的安排</li> </ul>
	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
	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 研議訂定 VIE 架構上市審核指引(參考附錄一)</li> <li>➢ 研議訂定 VIE 架構上市發行人應注意事項(參考附錄二)</li> </ul>
	2. 加強投資風險管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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。</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
	3. 建立爭議解決預防機制	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 要求訂定優先權條款(如：股份買回條款等)</li> <li>➢ 約定仲裁條款</li> </ul>
	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