

学校编码：10384

分类号_____密级

学号：13620101150199

UDC

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

可变利益实体结构及其法律监管制度研究

The Research of Variable Interest Entities
and Its Legal Regulation

郑琳

指导教师姓名： 卢炯星 教授

专业名称： 法 学 硕 士

论文提交日期： 2013 年 4 月

论文答辩时间： 2013 年 月

学位授予日期： 2013 年 月

答辩委员会主席：

评 阅 人：

2013 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

自 2000 年新浪首次使用可变利益实体结构（Variable Interest Entities，以下简称“VIE 结构”）在海外实现上市以来，该结构已经成为我国国内企业实现境外上市的一种“不成文”的方式。虽然我国监管当局曾经发布一系列规定来规制国内企业的境外上市行为，但却迟迟没有出台单独规制可变利益实体结构的相关规定。鉴于 VIE 结构过去曾经为我国互联网企业做出的巨大贡献以及目前该结构相对稳定的运行态势，我国监管部门对于 VIE 结构的运用一直持“默许”态度。

直到 2011 年“支付宝”事件的出现将可变利益实体结构再一次推上了舆论的风口浪尖，2012 年 7 月新东方调整其境内 VIE 结构的行为更是招致境外做空机构的调查与质疑，甚至因此导致境外投资者对我国“概念股”的信任度急剧下滑。本文认为，监管部门对于可变利益实体结构的模糊监管态度将会持续影响我国境内企业在境外的融资行为。本文从目前的监管政策出发评析政策可能存在的问题，认为监管机构应当通过完善配套制度加强持续监管，同时采取措施引导企业尽量少的运用该结构。

全文除引言和结论外，主文共分为三章：第一章主要介绍了可变利益实体结构的定义、特征等基础理论，并对该结构内部的法律关系以及运行中可能存在的利弊进行了剖析；第二章从 VIE 结构的监管现状出发，分析了目前对该结构的监管可能存在的问题；第三章则提出了对可变利益实体进行持续监管的建议，包括明确 VIE 安全审查范围、完善控制协议的相关配套制度等。另外，本文还建议监管部门通过引导境内企业转向新三板融资等措施来尽量避免境内企业运用 VIE 结构。

本文的创新之处在于，在国内对我国可变利益实体结构的法律监管制度研究不多的背景下，本文明确提出我国监管机构对于 VIE 结构应当采取“持续监管并引导逐渐取消”的立场，主张将新三板

建设作为避免国内企业运用 VIE 结构的重要途径，并建议通过 VIE 公司回归 A 股市场逐渐取消 VIE 结构。

关键词：VIE 结构；协议控制；法律监管

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

Since SINA applied the VIE (Variable Interest Entities) model to list in overseas stock market in 2000, the VIE has been a widely used way for domestic enterprise to go abroad. Although China's regulatory authorities have issued a series of regulations to the overseas listing of domestic enterprise, there are still no regulations particularly for the VIE. Because of the great contribution the VIE ever made, the authorities have held "acquiescence" attitude toward the application of the VIE.

The "Alipay" event in 2011 makes the public to concentrate on the VIE again. Moreover, the behavior which New Oriental adjusted its VIE in 2012 leads to the questioning and investigation of foreign investors. The attitude China's regulatory authority hold will continuously affect the financing of our domestic enterprise. The article discusses the problems of current regulatory policies, and then comes up with suggestions according to different kind of enterprises. In addition to the preface and conclusion, this dissertation can be divided to four chapters.

The first chapter mainly introduces basic theories including the definition and characteristics of the VIE, and then discusses the advantages and disadvantages of the structure. This chapter also discusses the legal relationship between the different parties of the structure.

The second chapter discusses the problems of current regulatory system. The discussion is based on current provisions about the VIE.

The third chapter tries to come up with some suggestions for domestic enterprises to avoid applying the VIE, The suggestions

include developing the provisions about controlling contracts of the VIE and so on.

The article comes up with a new idea, demanding regulatory system to clearly hold an attitude towards the VIE. In order to avoid applying the structure, the regulatory system can encourage domestic enterprises to finance in over-the-counter market. The regulatory authorities should also complete regulation for overseas enterprise listing in domestic stock market.

Key words: VIE; Controlling Contract; Legal Regulation

厦门大学博硕士学位论文摘要

目 录

引 言	1
第一章 可变利益实体结构基础理论	3
第一节 可变利益实体结构概述	3
一、VIE 结构的定义、特征	4
二、VIE 结构的法律关系剖析	5
第二节 VIE 结构在我国的运用	6
一、VIE 结构在我国的产生	6
二、VIE 结构的利弊分析	7
第二章 可变利益实体结构监管现状及存在问题	10
第一节 境内企业境外间接上市法律监管制度概述	10
第二节 国内外对 VIE 结构法律监管制度述评	14
一、我国大陆地区监管 VIE 结构的法律规定	15
二、我国香港地区对 VIE 结构的规制政策	16
三、美国对 VIE 结构的应对态度	17
第三节 我国 VIE 结构监管存在的问题	18
一、VIE 结构的合法性存在争议	19
二、监管态度有违公平原则	20
三、缺乏 VIE 结构的明确界定	21
四、各部门缺乏沟通机制	23
五、引导境内公司转变融资途径的积极性不足	25
第三章 加强可变利益实体结构持续监管的建议	27
第一节 完善法规建设	27
一、明确界定 VIE 结构	27

二、修订《外商投资产业指导目录》	28
三、完善相关控制协议的配套规定	31
四、确定 VIE 安全审查范围	31
第二节 加强监管机构的分工与合作	32
一、完善纵向监管体系	33
二、建立联动监管机制	33
三、监管部门与企业沟通机制的建立	34
第三节 引导公司转向新三板融资	36
一、新三板相关制度概述	36
二、完善新三板转板制度	37
第四节 完善境外红筹公司回归 A 股市场的监管	38
一、搭建 VIE 架构的合法性审查	39
二、拆除 VIE 架构的合法性审查	42
结 论	46
参考文献	48
后 记	51

CONTENTS

Preface.....	1
Chapter 1 Basic Theory of VIE	3
Subchapter 1 Summarize of VIE	3
Section 1 Concept and Characteristic of VIE	4
Section 2 Analysis of Legal Relationship of VIE.....	5
Subchapter 2 Application of VIE.....	6
Section 1 Appearance of VIE	6
Section 2 Advantages and Disadvantages of VIE	7
Chapter 2 Current Legal Regulation and Problems of VIE	10
Subchapter 1 Summarize of Legal Regulation of Domestic Enterprise for Overseas Stock Market Listing.....	10
Subchapter 2 Domestic and Overseas Legal Regulation of VIE.....	14
Section 1 Legal Regulation of VIE in Mainland China.....	15
Section 2 Policies of VIE in Hong Kong.....	16
Section 3 Attitude toward VIE in America.....	17
Subchapter 3 Problems in Domestic Legal Regulation of VIE.....	18
Section 1 Controversy about Legality of VIE.....	19
Section 2 the Unfair Legal Regulation	20
Section 3 Lack of Definition of VIE	21
Section 4 Lack of Communication between departments	23
Section 5 Negative Attitude toward Financing for Domestic Enterprise.....	25
Chapter 3 Suggestions of Sustained Regulation of VIE.....	27

Subchapter 1	Developing Legislation.....	27
Section 1	Definition of VIE.....	27
Section 2	Revising industrial Catalog Guiding Foreign investment	28
Section 3	Developing Provisions of Controlling Contract	31
Section 4	Definition of Safety Reviews of VIE	31
Subchapter 2	Cooperation of Regulatory System.....	32
Section 1	Developing longitudinal Regulatory System.....	33
Section 2	Communication between Regulation Departments	33
Section 3	Communication between Regulation Department and Enterprise.....	34
Subchapter 3	Financing in over-the-counter Market	36
Section 1	Summarize of Provisions	36
Section 2	Completing Regulation Measures	37
Subchapter 4	Completing Regulation for Overseas Enterprise Listing in Domestic Stock Market.....	38
Section 1	Legal Review of Applying VIE	39
Section 2	Legal Review of Removing VIE.....	42
Conclusion.....		46
Bibliography		48
Acknowledgement.....		51

引 言

资本市场是企业资金融通的重要平台，而我国证券市场对公司资本规模、盈利能力以及融资额度与净资产规模挂钩方面的硬性要求制约了规模较小但未来具有较大增长潜力的企业上市融资，^①加之以银行贷款为代表的间接融资渠道不畅，诸多原因导致国内公司将融资渠道由境内转向境外。然而，境外直接上市涉及母国的产业结构调整 and 母国经济利益等因素，还存在中国法律和境外法律的冲突和各种监管问题，因此我国监管部门出台规定要求拟在境外上市的公司向外汇管理部门、商务部等部门提交一系列文件审批或备案，此举进一步限制了境内公司的融资步伐。为了打破这种僵局，境内公司又设计了一套境外间接上市制度（即红筹模式）绕开繁琐的审批程序。对此，1993年4月9日发布的《国务院证券委员会关于批转证监会〈关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在问题的报告〉的通知》采取了不禁止企业境外上市的态度。然而，商务部、国税总局、工商总局、证监会、国资委、外管局六部委联合于2006年6月6日颁布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》基本堵死了境内企业在境外间接上市的道路。至此，境内中小企业融资又陷入困境。此后，一种以可变利益实体为基础的可变利益实体结构（Variable Interest Entities，以下简称“VIE结构”）被设计出来，并被广泛应用于互联网企业境外上市的过程中。

在对可变利益实体结构的监管态度方面，监管部门在2011年“支付宝事件”之前一直保持默许态度，在未明确对该结构表态的前提下监管部门也只是出台了一些法规间接控制该结构。原因在于，该结构解决了我国长期以来境内中小企业的融资问题，并带动了互联网行业的繁荣发展。然而，“支付宝事件”中马云揭开了可变利益实体结构的神秘面纱，VIE结构一时间又进入公众视野。对此，

^① 孙鲁军. 规范境内企业境外间接上市[J]. 中国金融, 2005, (24): 45.

商务部于 2011 年 8 月发布《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》，规定外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查，包括协议控制等方式。本文认为，该规定仅仅是监管部门对支付宝事件的一种回应，只是明确了监管部门对于涉及安全审查的协议控制的监管态度，而且该规定法律效力层级较低，操作性并不强，目前我国对可变利益实体结构仍然缺乏明确的监管态度及系统的监管制度。无独有偶，新东方于 2012 年 7 月 18 日收到了美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，以下简称“SEC”）的调查函并因此导致新东方股价大跌，境外投资者闻 VIE 结构色变。原因在于新东方于 2012 年 7 月 11 日发布 VIE 结构调整公告，该报告简化了国内实体北京新东方教育科技（集团）有限公司的股权结构，通过无对价协议将 VIE 股权 100% 转移到俞敏洪控制之下。此外，还出现了另两例与 VIE 结构有关的负面事件，即安博教育架空被收购机构负责人，双威教育高管内斗导致前首席执行官“掏空”双威。出现这种种现象归根到底是由于国外投资者对于 VIE 结构缺乏认识，不了解 VIE 结构的运作及我国的监管态度。因此，本文认为监管者有必要明确对 VIE 结构采用逐渐引导并加以取消的态度，在此基础上完善监管制度，以便国内企业更好地利用境内及境外资本市场。

第一章 可变利益实体结构基础理论

可变利益实体结构又称协议控制模式，是在原有境外间接上市制度即红筹架构基础上发展而来，为我国互联网、教育业等行业广泛运用。由于可变利益实体结构内部架构复杂，涉及境外特殊目的公司、境内外商独资公司及境内经营主体等多方主体，故有必要理清该结构的定义、特征及其内部法律关系。

第一节 可变利益实体结构概述

可变利益实体结构以可变利益实体为基础，可变利益实体是美国标准会计准则中关于被投资实体的一个术语。根据美国标准会计准则第一条的规定，符合以下任意一项或几项特征的实体为可变利益实体：

1、如果没有其他实体的财政支持，该实体的投资不足以支持其活动；
2、该实体的投资者缺少以下一项或几项控制性财政利益的必要特征：

(1) 通过投票权或相类似的权利直接或间接做出有关实体活动的决定的能力；

(2) 吸收该实体预期损失的义务，以使实体能为其活动提供财政支持；

(3) 接受该实体预期剩余收益的权利，该权利是对吸收预期损失风险的一种补偿。^①

对于判断是否为 VIE 的标准的时点主要是根据发起人初次涉及 VIE 的当天存在的情况，如果当时情况表示实体符合上述特征之一，那么就可以判断是。同时在判断的当天，实体现存的文件或合同中还规定一个未来可能发生的变化，当在未来这种可能变化确定发生

^① FASB Interpretation No.46, Consolidation of Variable Interest Entities, an interpretation of ARB No.51.

了，那么要根据发生的状况判断实体是否仍为可变利益实体。^①具体到 VIE 结构中，可变利益实体指我国境内运营主体。在 VIE 结构中，境内运营主体的经营活动离不开其他主体即外商独资公司提供的各方面支持。但这些技术支持或者财政支持并不是无偿的，境内经营实体必须将所得利润转移给外商独资企业，从中也可看出该实体的投资者缺乏直接或间接决定该实体活动的控制性财政利益。故境内运营实体是可变利益实体，而可变利益实体仅仅是可变利益实体结构中的一个组成部分，该结构中还包括境外特殊目的公司、境内外商独资公司和实际控制人等多方主体。

一、VIE 结构的定义、特征

有关可变利益实体结构的定义，目前并无统一界定，学界对 VIE 结构的界定主要是通过该结构的特征加以概括。本文认为，可变利益实体结构是指境内外商独资公司并不通过股权控制模式直接控制境内经营实体，而是通过股权质押协议、认股选择权协议等一系列协议达到实质控制境内经营实体的目的，并将境内所得利润转移至境外上市特殊目的公司，以实现境外上市的目的。从这一定义可看出，可变利益实体结构具有以下显著特征：（1）协议纽带。VIE 结构由境外间接上市制度中的红筹架构发展而来。以红筹架构上市指境内企业实际控制人以个人名义在开曼、维京、百慕大等离岸中心设立壳公司，再以境内股权或资产对壳公司进行增资扩股，并收购境内企业资产，以境外壳公司名义达到曲线境外上市的目的。^②在红筹架构中，实际控制人通过一系列股权安排或资产安排实现了对境外上市主体和境内经营实体的实际控制。VIE 结构与红筹架构大体相同，最主要的区别在于实际控制人通过股权质押协议、认股选择权协议等一系列协议在各主体之间形成协议纽带并实现实质控制。

（2）创新性。VIE 结构在红筹之路被堵死之后产生，其设计本身是为了绕开原有法规，是一种法律规避行为。直至今日 VIE 结构仍处

^① 吴梅.可变利益实体的合并问题探讨[J].商场现代化,2006,(8):314.

^② 王仁荣.VIE 模式：山雨欲来风满楼[J].上海经济,2011,(10):22.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库