

资本市场参与者对可变利益实体的反应：以适应性效率为视角

郁光华

澳门科技大学 中国澳门

【摘要】 本文研究在历史演变过程中，资本市场参与者，在中国资本市场发展早期市场细小、资金主要用于国企改革、监管苛严和充满不定性的情况下，是如何把美国会计并表监管规定用来实现境外间接发行上市的。事实表明无论是行为主体还是中国的监管机构对 VIE 境外间接发行上市的处理是符合适应性效率的。文章的第二个贡献是说明仅仅强调法律非正式主义只能看到问题的局部，但事实上法律正式主义和非正式主义是相辅相成且相互影响的，二者结合才能更好地剖析并完善资本市场的活动规则。文章的第三个贡献在于学术层面，只有更好地将研究的问题理论化，我们才能接近真理。

【关键词】 适应性效率；法律正式主义；法律非正式主义；经济发展；理论化问题

【收稿日期】 2025 年 9 月 18 日 **【出刊日期】** 2025 年 11 月 3 日

【DOI】 10.12208/j.ssr.20250418

The reaction of market participants to vies: a perspective of adaptive efficiency

Guanghua Yu

Macau University of Science and Technology, Macau, China

【Abstract】 Through observing participants, when China has a thin stock market, capital was mainly devoted to reforming the SOEs, and regulation was strict and uncertain, in their adoption of American accounting rules on VIEs to serve the purpose of indirectly issuing and listing shares overseas, this article argues that responses of private parties and regulatory authorities are consistent with adaptive efficiency. The article's second contribution is that we need to pay attention both to formal and informal institutions in explaining that formal institutions eventually adjusted to facilitating VIE indirect listing. The third contribution of this article is that better theorizing the issues under examination will help move closer to the truth.

【Keywords】 Adaptive efficiency; Formal legal institutions; Informal legal institutions; Economic development; Theorizing issues

1 问题的性质

在法律和经济学文献中，合同实施和财产权的界定对经济发展的贡献已经不是一个新的概念^[1]，令人惊讶的是，人们仍然把全部注意力集中在合同的正式^[2]或者非正式^[3]实施上；类似的争议也普遍存在于有关正规与非正规财产权^[4]作用的讨论中。尽管屈彼可和冷静曾经告诫人们合同正式主义（contract formalism）和合同非正式主义（contract informalism）皆有可能夸大自身主张的普适性，甚至存在过度简化的倾向^[5]，现有理论和经验数据都未能证明财产权保护的两派学者何种观点更优^[6]，但是法律正规主义（legal formalism）和非正规主义（legal informalism）者依然坚持各自的立场。中国在过去三四十年的高速发展已成为法律与发展领域

的重要研究样本。尽管合同正式实施和合同非正式实施都对中国的经济发展产生了重要作用^[7]，但现有中国的文献更倾向于强调合同非正式主义所发挥的作用^[8]。本文试图说明，合同正式主义和合同非正式主义都存在各自局限。单纯从合同正式主义或者合同非正式主义看世界，可能无法观察正式法律对非正式实践的反映，以及在收益大于成本时将非正式机制正规化的努力。

本文第 2 部分讨论可变利益实体（Variable Interest Entity, 简称 VIE）的概念，并阐述了适应性效率的价值。第 3 部分则从政治经济因素入手，探讨可变利益实体机制的采用原因。第 4 部分解释了政府在逐步了解和掌握更为充分的收益和成本信息后，对可变利益

实体采取的正面回应措施。第 5 部分总结全文。

2 可变利益实体的产生

美国会计制度上的并表监管原则（Financial Accounting Standard Board, FASB）在 2003 年前，只要当控制企业实体通过投票权对另一实体实施控制时，需将该被控制实体的财务数据并入控制企业实体的财务报表中^[9]。并表可以使投资者更准确地评估控制企业实体的内在股价。然而，由于安然公司通过协议安排控制了多个实体，其财务数据未真实反映自己的投资在这些实体中的收益或者损失，这使得投资者无法掌握安然的真实财务数据，为管理层操控股价创造了条件。安然事件后，美国新规要求主要实体（primary beneficiary）或者股东必须在其财务报表中反映其对其他实体的投资损益情况^[10]。这里的其他实体也包括通过协议安排控制的可变利益实体。这一制度安排便于更准确地披露这些实体有关的资源、义务、风险和机遇信息。

如果一个实体没有足够的股权投资，且剩余所有者既不能控制该实体的决策权，也无法完全分享其收益与损失，它便是可变利益实体^[11]。在 VIE 架构中，控制该实体的主要实体被称为可变利益所有者。按照风险和收益内部化原则，如果一个企业需要承担自己在 VIE 中投资的大部分的损失或者收益，那么该企业就是主要实体^[12]。按照刘燕对 FASB 的阐释，“可变利益泛指特定实体中随着实体净资产的价值变化而变化的所有权、合同收益或其他经济利益。它既可以表现为权益性投资如股权、也可以体现为以贷款、债券、租赁、衍生工具、担保、转让资产中的剩余利益、信用增级、服务和管理合约等方式而向某一实体提供的财务支持及其享有的利益”^[13]。那么，美国财务会计上的并表监管要求和中国对 VIE 的监管又有什么联系呢？

2.1 适应性效率

诺斯认为适应性效率关注于形成经济进化路径的一系列规则；同时，它还关注一个社会对于不断学习和获取新知识、鼓励创新、从事各种充满风险的原创性活动以及解决发展过程中的问题和减轻瓶颈效应等事项的意愿程度^[14]。他进一步指出：在一个充满不确定性的世界中，没有人可以轻松地找出他所面临问题的正确答案。因此，人们通常无法在现实中实现利润最大化。然而，一个最大限度地允许分散性试验的社会将最有可能解决发展中遇到的问题。而适应性效率正是提供了这种动力，它鼓励决策过程的分散化，进而最大限度地允许社会去探索解决问题的不同路径^[15]。本文第 3

部分试图分析在中国，务实的市场参与者是如何利用适应性效率来实现财富增长的目的，以及第 4 部分的监管机构是如何在掌握了收益大于成本的复杂经济活动的信息后，逐步调整监管规则的。在这样的框架里，我们就可以更好地把美国的并表监管原则和 VIE 跟中国的监管变化联系起来。

3 可变利益实体在中国的演变

3.1 国内上市融资审批困难

大部分学者把 VIE 在中国的采用原因归结为规避中国法律对外商投资某些行业的限制^[16]。当然，也有学者提到了采用 VIE 可以在境外实现灵活融资，以及更容易获得上市的监管商业环境^[17]。但是由于他们对中国转型时期的融资原因分析的不够全面和深入，笔者将进行更为详细的讨论。

中国全国性的证券市场是在二十世纪 90 年代初建立的。早期的公司债券法律法规肩负着提高国有企业效率的历史责任。所以，20 世纪 90 年代证券发行和上市也主要面向国有企业。由于对政治体制下国有企业在经济中的主导地位理解不够深入，特别是在转向市场经济的过渡时期，监管机构对发行和上市的要求十分严格。具体表现为：1993 年《公司法》规定发行和上市的企业最近三年必须连续盈利，并且公司的股本总额不少于人民币 5000 万元。2006 年《首次公开发行股票并上市管理办法》进一步要求企业最近三个会计年度净利润累计超过人民币 3000 万元、现金流量净额累计超过 5000 万元或者营业收入累计超过 3 亿元，并且发行前股本总额不少于人民币 3000 万元。

中国不仅严格监管境内企业发行和上市的条件，而且对赴境外发行和上市也同样设定了严格要求。根据 1994 年《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》，股份有限公司向境外投资人募集股份并在境外上市，应当按照国务院证券委员会的要求提出书面申请并附有关材料，报经国务院证券委员会批准。1998 年《证券法》第 29 条规定，“境内企业直接或者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管机构依照国务院的规定批准”，2005 和 2014 的《证券法》重复上述要求，2019 年的《证券法》改成“应当符合国务院的有关规定”。中国证监会 1999 年《关于企业申请境外上市有关问题的通知》对改组为股份有限公司的国有或者非国有企业向其提出境外发行和上市申请时，要求他们在满足境外发行上市要求的同时，必须达到净资产不少于 4 亿元人民币，过去一年税后利润不少于 6000 万元人民币以

及筹资额不少于 5000 万美元。这些发行和上市要求甚至比香港当时的上市条件还要严苛。

显然，无论是对国内发行和上市还是对境外发行和上市，这些严苛的要求是很难达到的，特别是对成长型的民营企业或者网络企业而言。在监管资源和能力有限的早期，对境内企业实施严格的发行上市要求尚可理解；但对符合境外发行和上市要求的国内企业，期待他们达到比境外更高的要求，则令人费解。虽然深圳创业板的建立在某种程度上降低了发行的要求，可是，审批制下的诸多限制仍使民营企业的融资需求难以满足。

3.1.1 对 IPO 的行政干预

此外，对市场的干预还有暂停或暂缓 IPO 的行政干预，以及排队等候申请的接受和审批。为缓解经济低迷时对市场股价下调的压力，或者配合新的政策和制度的变化，中国证监会也会采取 IPO 暂停或者暂缓的措施。从 1994 年到 2024 年，证监会前后共进行了 10 次的暂停或者暂缓行动^[18]。这样的措施对需要融资的民营企业构成了极大的困难；此外，漫长的排队等候审批同样会对急需融资的民营企业造成困扰。无论是审批制时的额度管理还是核准制时的通道制，审批流程都非常缓慢。即使在核准制时采用的保荐制下，从企业申请发行到交易所挂牌上市，平均时间也需要一年半左右^[19]。发行和上市申请一般要经历见面会、反馈会、初审会和发审会，其中每一流程都有可能造成延迟或者申请的失败^[20]。和获得核准的企业相比，每年等候申请的企业数量通常总是远大于证监会能处理的申请数。

3.1.2 民营企业获批的不确定性

此外，中国证监会的审批也充满了不确定性。前已论及，相比国有企业，民营企业还经常受到产业政策的影响。如果民营企业的融资和某个时期的产业政策趋同，那么他们的股票发行和上市就相对容易。比如，地产和汽车的企业如雅居乐、恒大地产、比亚迪和吉利。他们都是本世纪初在香港发行和上市的，后来比亚迪和吉利也在国内上市。相比国有企业，本世纪初的民营企业即使获得批准，也更倾向于选择境外上市而非境内上市。

3.2 对外商投资的限制

对于受外商投资政策限制的民营企业（如网络和通信企业等），其上市审批难度更大。商务部 2002 年的《外商投资产业指导目录》禁止外商投资图书和刊物的出版和发行、音像制品和电子出版物的出版和发行。

2011 年的《外商投资产业目录》进一步禁止外商投资新闻网站、网络视听节目服务、互联网上网服务营业场所、互联网文化经营（音乐除外）。

2006 年，商务部和证监会等六部门发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“十号文件”）。根据《十号文件》第 2 条对于“并购”的定义：如果外国投资者购买境内非外资企业股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业；或者外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产，它就是并购。这个定义说明外商投资的主要目的是建立外商投资企业，并在中国运营。虽然该定义提到了股权并购和资产并购，但是它没有明确提到可变利益实体。这说明当时的监管者尚未充分理解可变利益实体和特殊目的公司对使用 VIE 架构境外间接上市中的潜在关联。根据《十号文件》第 39 条，特殊目的公司系指中国境内公司或自然人为实现以其实际拥有的境内公司权益在境外上市而直接或间接控制的境外公司。该条第 2 款强调了当事人以特殊目的公司股权或者增发的股份购买境内公司股东的股权或者境内公司增发的股份。《十号文件》第 40 和 42 条要求特殊目的公司境外上市交易，必须报国务院证券监督管理机构批准，也必须向商务部申请办理核准手续。很显然，十号文件不仅规范了外资企业并购中国企业时有关外商投资优惠和禁限、国有资产可能的流失、反垄断问题、税务外汇事宜等，而且也声明了境内企业通过特殊目的公司间接在境外发行上市必须经商务部和证监会核准。

3.2.1 民营企业的适应

证监会严苛的境内外发行和上市要求，客观上促使民营企业采用间接上市的方式。本世纪初，证监会对间接境外上市曾经采用过“不提出异议”函（无异议函）机制。这一特殊安排的背景具有双重性：一方面，当时国内证券市场容量有限，且主要服务于国有企业的改革；另一方面，为支持香港国际金融中心的建设。基于此双重考量，证监会曾经相对灵活地使用过无异议函的做法，以解决国内民营企业赴境外间接上市的融资需求。证监会《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》（72 号文件）规定，在审批境内民营企业境外间接上市时，要求中国境内律师出具法律合规意见书，然后证监会对这样的意见书表示“我们对 xx 公司在境外发行股票及上市不提出异议”。这一做法早于 72 号文件并且一直延续到 2003 年^[21]。孙立的统计数据显示证监会至少发出了 130 份

无异议函，甚至可能多达 200 份左右^[22]。由于申请境外间接上市数量的增加和香港监管机构认为在没有实质审查的情况下发出的无异议函有误导市场之嫌，国务院和证监会在 2003 年取消了无异议函的惯例。从那时起，赴境外间接上市的审批变得十分困难或者充满了不确定性。《十号文件》以后，商务部和证监会都停止了对民营企业境外间接发行和上市的审批^[23]。这一做法则导致了大量民营企业在没有监管机构批准的情况下赴境外间接发行和上市：从 1999 年的“北京裕兴”、2000 年的“新浪”、到后来的“腾讯”、“小米”、“京东”和“阿里巴巴”等，大量的批准或者没有审批的中国民营企业使用了 VIE 的架构以间接上市的方法在境外发行和上市。截止 2024 年 1 月，仅在美国发行和上市的 265 家中国企业中，166 家采用了 VIE 架构，在 8480 亿美元市值中，占比达到 91%^[24]，此数据尚未包含香港市场的 VIE 架构上市企业。

3.3 VIE 协议和架构的合法性问题

VIE 架构境外间接上市的主要法律风险在于其未经商务部和证监会审批可能被认定为无效。鉴于该问题的重要性，中英文文献对这一问题都有过深刻的探讨。在实践层面，除了安全和反垄断外，也有少数被认定为无效的 VIE 案件。

从学术观点来看，有许多中外学者认为，采用 VIE 架构的间接境外上市在中国法上是不合法或者不合规的。《美中经济安全审查委员会》于 2014 年在自己的网站上刊登的报告中，援引了许多美国法律专家认为 VIE 间接境外上市在中国是不合法的观点^[25]。有学者进一步指出，VIE 架构下的协议在中国法院很有可能是无法执行的^[26]。刘燕虽未直接认定未经审批的 VIE 上市行为构成违法，但对以下三方面提出质疑：（1）注册会计师出具的无保留审计意见的适当性；（2）境外监管机构对 VIE 模式的认可依据；（3）现行合法性认知可能源于对中国监管法规的过度狭义解释^[27]。乔仕彤则给出了模棱两可的说法，认为非经监管机构批准的 VIE 海外间接上市是法外（*extralegal*）非正规做法^[28]。

3.3.1 对适应性效率的低估

显而易见，这些学者未能充分认识到适应性效率在中国经济发展中的重要作用。下文将阐明，随着中国的商务部和证监会对境外间接上市不断深入理解，并懂得衡量他们对政治和经济的收益大于成本时，宣布 VIE 间接境外上市非法的可能性是微乎其微的。无论是基于法律法规条文还是商业实践，美国学者认为采

用 VIE 境外间接上市在中国是非法的观点得不到任何支持；而对于认为 VIE 架构的协议在中国法院得不到实施的立场，最多也只有少量案例的支持，绝大部分的 VIE 间接海外上市的例子说明，这样的协议都能正常地发挥作用。刘燕的困惑源于其坚持认为监管规定必须严格执行，不应存在有法不依的例外情形。比如，她认为协议安排是私法上的安排，本来以监管为手段的公法是不需要加以干预的。但是，当 VIE 被用来规避外商限制或者证券间接海外上市的审批时，她对中国监管机构的默许持不赞同立场^[29]。倘若她能从适应性效率出发引入收益和成本的衡量标准，那么她就能理解为什么现在中国法律不仅修改了外商投资的法律，也修改了间接海外发行上市备案制度，来便利 VIE 的实践了。

3.3.2 法律与发展的文献

乔仕彤的观点比较深刻地联系到了法律与发展的文献，所以需要认真的分析。他的观点可以简述如下：中国没有批准的 VIE 间接海外上市是金融非正式主义对抗金融与法律的文献。就这点而言，金融和法律文献由于强调法律形式主义（*legal formalism*），故无法解释 VIE 间接海外上市在中国的丰富实践^[30]。中国的监管机构在金融非正式主义的实践中扮演着关键角色，甚至对自身制定的部门规章所规定的审批要求也可以置之不理^[31]。在实践中，未经批准的 VIE 间接海外上市是由重复性、数量有限的市场参与者共同遵守而形成的运作模式，这些参与者包括了中国的监管机构、参与融资的企业、中间机构及某些利益获得者^[32]。由于 VIE 架构境外间接上市实现了多方利益共赢，所以 VIE 间接海外上市一直没有被主要的监管机构裁定为非法。中国主要监管机构是否宣布 VIE 间接海外上场非法与否，决定于对外商的政治控制和境内企业需要融资的平衡考量^[33]。最后，中国主要监管机构对 VIE 间接海外上市的支持并不是通过更清楚地界定和修改法律条文，而是使用政治性的政策和监管的实践来实现的^[34]。

乔仕彤的解释非常深入，并且具有一定的说服力。中国能达到他的水平的学者并不多，但是他的缺点也是显而易见的：第一，用法律非正式主义（*legal informalism*）来反驳金融与法律（*law and finance*）的文献也仅仅是看到了问题的局部而非整体。古今中外，合同正式主义和合同非正式主义都在经济的发展进程中共同发挥作用。第二，中国主要监管机构参与 VIE 间接海外上市的论断，并没有考虑商务部和证监会是可以对规章进行修改的。如果信息掌握全面和完善，达成

这样的修改并不困难。第三，如果在适应性的动态过程中，监管机构充分认识到 VIE 间接海外上市对中国经济发展的收益是大于成本的，相关的法律法规完全可能作出相应的调整与完善。这一论点将在下一部分重点阐述。由于他的衡量标准只考虑对外商投资政治控制的成本和融资需求的收益，得出的结论也和笔者大相径庭。最后，他对合同非正式主义的信念使他过早地得出了中国正式的法律法规不可能对 VIE 间接海外上市进行符合适应性效率的调整的不正确结论。

3.3.3 实践层面的做法

在实践层面上，至少存在两个采用 VIE 间接海外上市被否决的案例。2010 年 4 月，在美国特拉华洲注册的名为 Buddha 的钢铁公司，通过收购一家在大陆拥有不受行业限制的香港投资者拥有的外商投资公司（WFOE）。依通常做法，这家外商投资企业和宝生钢铁签订了一系列的合同，以便使 Buddha 钢铁公司得以经由 WFOE 实现对宝生钢铁经营损益的实质控制与承担。同年 9 月，Buddha 钢铁申请在美国发行和上市，采用 VIE 架构，并将间接在美国上市的可能风险进行了披露。2011 年 3 月，河北省地方政府明确告知宝生钢铁，他们采用的 VIE 架构违背了中国现行有关外商投资企业的管理政策和国家公共政策；这样，美国的 Buddha 钢铁只能要求美国证监会撤回自己在美国的发行申请^[35]。一般来说，省级政府往往比较支持地方企业融资上市，所以这个案例有些例外。河北省政府是否出于保护当时省内钢铁企业重组发展而限制外商投资，尚无法确证。但须明确：河北省既不能代表中国政府，也不能代表中国的法院，它的立场仅仅是个案而已。再说，那时中国的精英人士还没有理解外商间接投资 VIE 只是为了取得经济上的收益，而不是通过直接管理运行国内的企业来鼓吹西方意识形态。

第二个案例是贸仲上海仲裁庭的裁决。根据参与这个案件的律师事务所的介绍，T 公司是经营互联网游戏业务的国内企业，并且具有运营牌照和许可。为了取得 T 公司经营的收益或者承担损失，境外公司通过一家 BVI 公司，然后再在中国国内成立一家经营活动不受限制的外商独资企业。独资企业通过一系列的协议和 T 公司建立利益和负担关系，这样，BVI 公司就可以在海外间接上市。但是，由于协议没有能够给 T 公司的创始人足够的利益激励，而是更多地把利益倾斜到 BVI 的海外公司，T 公司创始人便要求仲裁机构裁定这一系列协议和间接上市无效。《贸仲上海仲裁庭》最后裁定：独资企业与 T 公司的一系列用来获得在 T

公司的投资收益和承担成本的协议无效。主要原因有二：第一，外商投资这一禁止行业违反了关于外商不得签订相关协议或提供技术支持等间接方式实现控制和参与境内企业的网络游戏运营业务的明确规定。第二，这样的使用系列协议达到海外间接上市的目的违反了合同法中采用合法形式掩盖非法目的的条文^[36]。和上一个案例相似，这个案例也是一个仲裁孤案。它的主要困境有二。首先，仲裁员对立法禁止的目标理解不够：该法律的目的是禁止外商传播西方意识形态的做法，还是限制仅仅为了投资而获得投资的经济后果？如果是后者，那么有必要这么严格地履行相关法律吗？关于这一点，我将在下一部分结合最新的法规进行讨论。再有，用合法形式掩盖非法目的的条文往往会通过扩大化的解释而被滥用。现行《民法典》已经不再保留以合法形式掩盖非法目的条文，而是要求对导致合同无效的条文进行更为深入的论述。

除了这二个案例，其他的一些案件往往是因为安全（比如滴滴）或者反垄断（比如沃尔玛）等原因而使并购或者境外上市发生困难，而不是仅仅因为采用了海外间接上市的 VIE 架构。和赴美国、英国和香港发行和上市近万亿美元的好几百家海外间接上市企业相比，这些少量的协议被宣布无效的企业的案例则显得微不足道。

从中国律师为海外间接上市出具披露报告的做法来看，他们都认为 VIE 协议是符合中国法律法规的，只是 VIE 间接上市有被中国监管机构宣布为无效的可能性。在腾讯境外间接发行上市时，律师出具的发行招股书指出：腾讯境外间接发行的股权结构以及每一个 VIE 架构下的协议在中国法律法规下都是合法有效的，但是不能排除中国监管机构在适用法律时会采用不同立场的可能性^[37]。阿里巴巴境外间接上市时的律师披露文件也采用了类似的方法。在这一领域的中国律师也都指出过：中国早期的监管法规主要侧重于股权投资或是资产投资，而不是通过协议进行境外间接上市。他们的观点也确实符合中国监管机构对某些复杂经济行为了解的变化过程。理解复杂经济行为的收益成本关系，往往需要经历一个信息逐步积累与分析持续深化的认知过程。

3.3.4 监管机构的態度

再看中国监管机构的做法。无论是商务部还是证监会，都没有宣布过中国企业海外间接上市采用 VIE 架构是非法无效的。中国证监会负责人明确指出：“境外上市在支持我国企业利用外资、提高公司治理水平、

深度融入世界经济等方面发挥了积极作用，境外上市企业为国家经济社会繁荣发展作出了积极贡献，境内外投资者也通过投资上市企业分享了中国经济长期稳定发展的红利”^[38]。而在同个会议中，在回答最后一个问题时，发言人特别指出：“在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的 VIE 架构企业备案后可以赴境外上市”^[39]。下一部分将结合商务部与证监会最新颁布的监管法规，与学者们共同探讨监管机构如何逐步实现向适应性效率的转型。

4 中国正式法律对 VIE 架构的适应

中国监管机构对企业采用 VIE 架构海外间接发行和上市活动的信息掌握和深入分析是需要时间的，并且也是符合适应性效率的。这一部分首先概述商务部和证监会最新的有关这一制度的法律安排。根据《外商投资法》，外商投资是指外国的自然人、企业或者其他组织（以下简称外国投资者）直接或者间接在中国境内进行的投资活动，包括取得中国境内企业的股份、股权、财产份额或者其他类似权益。和以前采用外商股权投资或者资产投资相比，现在的规定对 VIE 的描述更加清楚。《外商投资法》保留了原来有关核准、备案、反垄断、安全性审查等措施，但是没有加重他们在这些方面的责任或负担。有关 VIE 在禁止性领域的投资，

《外商投资法》及其部门规章做出了对禁止目的更加符合成本收益的解释方法：根据第 28 条，外商投资准入负面清单规定禁止投资的领域，外国投资者不得投资。但是，2024 年《外商投资特别管理措施（负面清单）》第 6 条做出了例外性的规定。从事《外商投资准入负面清单》禁止投资领域业务的境内企业到境外发行股份并上市交易的，只要境外投资者不参与境内企业经营管理并经国家有关主管部门审核同意，VIE 海外间接上市便不受影响。商务部的解释精准契合了 VIE 架构在收益大于成本时应该准予采用的标准。显然，在新的法律法规下，商务部不仅没有认为 VIE 非法，而且在新的法律框架下，还增加了采用 VIE 海外间接发行和上市的确定性。由此可见，监管机构对复杂经济法律行为的认知评估具有渐进性和动态性特征。在既有政治制度框架内，其法规制定通常遵循财富最大化原则进行适应性调整。

4.1 监管机构的适应性变化

其实，中国证监会新的规定也是符合这一具有“适应性效率”特征的财富最大化原则的。中国证监会《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（简称试行办法）保留了以前的某些监管做法，但是简化并取消了

大量的额外上市要求。例如，《试行办法》保留了保密、安全、违法犯罪，立案调查、重大权属争议和国有资产管理等方面的监管规定，也继续了行业审查或者备案要求。但是《试行办法》取消了企业直接或者间接海外发行和上市的不合理的甚至比境外上市要求更高的条件。现在有关营收、利润和总资产方面的规定仅仅是用来界定某个企业是否为 VIE 而符合境外间接发行上市定义的因素之一；另一个确定境外间接发行上市的因素是经营活动的主要环节在境内开展或者主要场所位于境内，或者负责经营管理的高级管理人员多数为中国公民或者经常居住地位于境内。在符合这二个条件并且遵循实质重于形式的原则下，就可以判断境内企业是否属于在境外间接发行和上市。从法律本质上说，境内企业间接境外发行上市是指：主要经营活动在境内的企业，以在境外注册的企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益在境外发行上市的行为。

如果境内企业符合境外间接发行和上市的规定，那么根据《试行办法》，这个企业就需要向证监会备案。如果违反这个备案规定，违反《试行办法》的企业及其中介机构将承担一系列行政甚至刑事责任。显然，证监会新的《试行办法》对海外特别是美国监管机构有关中国企业境外间接发行上市在中国法下的法律风险的担忧做出了监管层面上的回应，而这样的回应显然符合适应性效率和财富最大化原则。霍普金斯等人的研究表明和没有监管风险的中国境外上市企业相比，不符合监管规定的境外间接发行上市企业的股价要低很多^[40]。这表示当监管机构在更好地掌握 VIE 境外间接发行上市的收益及风险信息后，监管政策便更加有利于走向符合适应性效率的衡量收益和成本的监管决定之路。如果中国证监会的解释和商务部的政策保持协调，那么负面清单禁止的外商投资领域也可以通过境外间接发行上市，也就是境外间接发行上市要比境外直接发行上市更有可能获得境外融资。该案例也印证：中国监管机构监管能力是在历史变化过程中逐步发展和增长起来的。

从《试行办法》生效，到 2024 年 12 月底，共有 147 家赴香港企业获得证监会备案，77 家赴美国企业获得备案。在这些直接和间接境外发行和上市的企业中，VIE 间接发行和上市获得备案的数量是 21 家；他们中绝大部分选择在香港发行上市，其余的主要选择在美国发行上市^[41]。这些数据显示，证监会现行备案制度已实现基本规范化运作，其审批效率在经济下行

周期中仍保持相对稳定。

4.2 法律非正式主义的局限性

阐述了商务部和证监会新的监管政策演变后，在本文的余下部分，笔者将和坚持法律非正式主义(legal informalism)的学者展开讨论。派瑞认为：中国企业 VIE 海外间接发行上市表明，正式财产权并非经济发展的必要条件^[42]。为此他提供了二点证明：第一，VIE 中的协议控制和收益取得的安排并没有如法律和发展文献所描述的那么清楚；第二，境外投资者的所有权并不能完全得到司法上的实施。前面已经讨论过中国的政府部门或者司法机构曾经否决过个别的 VIE 境外间接发行上市的法律有效性，但是和大量的 VIE 境外间接发行上市并融资上万亿外币的企业相比，这些个案不能证明 VIE 境外间接上市的协议安排无法清楚界定协议的权利，以及风险的分配问题。此外，外商企业所有权的实施是有保障并且他们是盈利的，比如 Yahoo 购买阿里巴巴的股份。最后，把 VIE 境外间接发行上市界定为合同和财产权非正式主义，并不符合中国的实际情况。

本文已讨论中国监管机构要求境外间接发行上市需要取得审核或批准。有些企业不经监管机构批准的境外间接发行上市，其部分原因和监管机构对 VIE 间接发行上市的复杂经济活动的认识有一定关系。在无法确定 VIE 间接发行上市的政治经济收益和成本的情况下，不宣布 VIE 间接发行上市非法是符合财富最大化原则的。同时，监管机构不执行自己发布的监管法规，并做出审批决定的行为也应该承担部分责任。本文引述的大量的申请案例说明：企业无论在实行无异议函的时代，还是在新的监管备案要求的时代，都希望监管机构能够履行监管义务。若脱离中国经济转型的特殊背景，简单将 VIE 架构归为“非正式主义”，必然得出与中国实际不符的结论。

再看乔仕彤的合同非正式主义观点。他认为 VIE 间接发行上市是合同非正式主义在中国的体现。通过论述需要批准但不经审批的 VIE 境外间接发行上市的大量案例，他认为 VIE 境外间接发行上市是合同非正式主义在中国实践中的体现，进而认为法律与金融文献仅仅强调正式法律对金融市场的促进作用，却解释不了中国 VIE 实践的合同非正式主义。前已阐述，正式和非正式规范对经济发展都起了重要作用。只重视合同非正式主义只是关注到了问题的局部。而事实也是如此，乔仕彤对合同非正式主义的信念使他过早地得出了不正确的结论：即正式的法律法规不可能对 VIE

间接海外上市做出符合适应性效率的正式法律调整。文章在这部分的分析讨论充分地表明：随着中国监管机构对 VIE 境外间接发行上市有了更加深入的理解之后，他们已通过正式的规章对 VIE 的境外间接发行上市实施了更为实际的符合财富最大化原则的要求，即备案。商务部关于 VIE 架构不违反外商投资负面清单的解释(前提是外国投资者不参与 VIE 实体经营管理)同样体现了这一原则。因此，强调合同非正式主义无法更好地把握合同正式主义和合同非正式主义的相互作用。唯有更加重视合同正式主义和合同非正式主义的相互作用和影响后，人们才会对 VIE 的作用有更正确的理解。本文的学术贡献是将研究问题更好地理论化，将使得我们对实际问题的讨论更加接近现实，也更有助于理解邓小平同志提出的“实践是检验真理的唯一标准”的重要论断。

5 结论

本文详细讨论了可变利益实体在中国资本市场发展和转型时期的具体运用。在历史演变过程中观察资本市场参与者，在中国资本市场发展初期——市场规模较小、资金主要用于国企改革、监管严格且充满不确定性的环境下，笔者深入讨论了市场参与者如何运用美国会计准则的并表监管规定来实现境外间接上市。经济主体使用 VIE 架构是符合适应性效率的财富最大化行为。事实表明，中国的监管机构对 VIE 境外间接发行上市的处理也是符合适应性效率的：监管机构对 VIE 复杂经济行为的信息了解，并且评估他们是否在中国特定的政治经济环境下收益大于成本，是需要时间和经验积累的。虽然他们曾经在监管方面有过过失(当批不批)，但是在充分理解 VIE 对中国民营企业境外融资需求后，商务部和证监会都对 VIE 境外间接上市在法律层面进行了调整。文章的第二个贡献是说明：仅仅强调法律非正式主义只看到了问题的局部，事实上，法律正式主义和非正式主义是在相互影响中不断看清事实真相并不断完善的。文章的第三个贡献是学术意义上的：只有对研究问题的性质更好地理论化，我们才能接近真理。

参考文献

- [1] [美] Douglas C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990, Chaps. 5 and 6; John McMillan & Christopher M. Woodruff, *Private Order under Dysfunctional Public Order*, 98 Michigan Law Review 2421 (2000).

- [2] 有关合同的非正式实施,参见 [美] Lester Telser, A Theory of Self-enforcing Agreement, 53(1) Journal of Business 24 (1980); [美] Oliver Williamson, Credible Commitments: Using Hostage to Support Exchange, 73 American Economic Review 519 (1983); [美] Lisa Bernstein, Opting Out of the Legal System: Extralegal Contractual Relations in the Diamond Industry, 21 Journal of Legal Studies 115 (1992); [美] Greif, Avner, Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition, 83 (3) American Economic Review 525 (1993).
- [3] 有关合同的正式实施,参见 [美] Christopher Clague et al., Contract-Intensive Money: Contract Enforcement, Property Rights, and Economic Performance, 4 Journal of Economic Growth 185, 188 (1999); [美] Rafael La Porta et al., Legal Determinants of External Finance, 52 Journal of Finance 1131, 1132 和 1149 (1997); [美] Ross Levine et al., Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, 46 Journal of Monetary Economics 31 (2000).
- [4] 有关财产权正式和非正式实施的文献分析,参见[加] Michael Trebilcock and Paul-Erik Veel, Property Rights and Development: The Contingent Case for Formalization, 30 University of Pennsylvania Journal International Law 397 (2008).
- [5] [加] Michael J. Trebilcock and Jing Leng, The Role of formal Contract Law and Enforcement in Economic Development, 92 Virginia Law Review 1517, 1573 (2006).
- [6] [加] Michael Trebilcock and Paul-Erik Veel, Property Rights and Development: The Contingent Case for Formalization, 30 University of Pennsylvania Journal International Law 397 (2008).
- [7] [中] Guanghua Yu, The Roles of Law and Politics in China's Development, New York, Heidelberg and Singapore: Springer, 2014, Chaps 2 to 5; [中] Guanghua Yu, Adaptive Efficiency and Economic Development in China: The Definition and Enforcement of Property Rights, 11 Australian Journal of Asian Law 82 (2009).
- [8] 参见[中] Jiahua Che and Yingyi Qian, Insecure Property Rights and Government Ownership of Firms, 113 The Quarterly Journal of Economics 467 (1998); [美] Donald Clarke, Economic Development and the Rights Hypothesis: The China Problem, 51 American Journal of Comparative Law 89, 109 (2003); [美] Allen, F, Qian Jun and Qian, Meijun, Law, Finance, and Economic Growth in China, 77 Journal of Financial Economics 57 (2005); [中] Xiaobo Zhang, Asymmetric Property Rights in China's Economic Growth, 33 William Mitchell Law Review 567, 584 (2007); [美] Donald Clarke, Peter Murrell and Susan Whiting, The Role of Law in China's Economic Development, in China's Great Economic Transformation in Loren Brandt and Thomas G Rawski (eds), China's Great Economic Transformation, Cambridge University Press, 2008; [美] Frank K. Upham, From Demsetz to Deng: Speculations on the Implications of Chinese Growth for Law and Development Theory, 41 New York University Journal of International Law and Politics 551 (2009).
- [9] [美] David Schindelman, Variable Interest Entity Structures in the People's Republic of China: Is Uncertainty for Foreign Investors Part of Economic Development Plan? 21 Cardozo Journal of International and Comparative Law 195, 207 (2012).
- [10] [美] Markensie Larson, Alibaba's VIE Structure and Erosion of BEPS Goals in China's E-Commerce Industry, 33 Temple International and Comparative Law Journal 201, 209 (2019).
- [11] [中] Li Guo, Chinese Style VIEs: Continuing to SNEAK under Smog? 47 Cornell International Law Journal 596, 573 (2014).
- [12] [中] Li Guo, Chinese Style VIEs: Continuing to SNEAK under Smog? 47 Cornell International L Journal 596, 573 (2014).
- [13] 刘燕:《企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象》,载《法商研究》,2012年第5期,第14页。
- [14] [美] Douglas C. North, Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press, 1990, p. 80.
- [15] [美] Douglas C. North, Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press, 1990, p. 81.
- [16] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 433 (2023); [中] Li Guo, Chinese Style VIEs: Continuing to SNEAK under Smog? 47 Cornell International Law Journal 596, 574

- (2014); 和刘燕,《企业境外间接上市的监管困境及其突破路径 - 以协议控制模式为分析对象》,载《法商研究》,2012 年第 5 期,第 17 页.
- [17] 唐应茂:《国际金融法-跨境融资和法律规则》(第二版),北京大学出版社,2020 年版,第 77-91 页.
- [18] A 股历次 IPO 暂停时间及背景,https://weibo.com/1482739370/5065774196853132,2025 年 2 月 15 日访问; 重磅! 刚刚证监会定调! 保持 IPO、再融资常态化,https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4NjM2ODEyNw==&mid=2661257236&idx=1&sn=7096eb085dd3999faedbc16eabb06561&chksm=84a2fa04b3d57312e7a2dde0b2a8b7a5eb3fd1a5b56cfcaf1504436d181d3290ed50d3320868&scene=27,2025 年 2 月 15 日访问.
- [19] 王啸和何秦:《当前企业发行上市体制下的若干问题探讨》,载《证券市场导报》,2010 年 12 月号,第 5 页.
- [20] 王啸和何秦:《当前企业发行上市体制下的若干问题探讨》,载《证券市场导报》,2010 年 12 月号,第 9 页.
- [21] 孙立,《对“无异议函时代”的分析报告》,载《金融法苑》,2003 年第 5 期,第 80 页.
- [22] 孙立,《对“无异议函时代”的分析报告》,载《金融法苑》,2003 年第 5 期,第 81 页.
- [23] 王仁荣,《VIE 模式:山雨欲来风满楼》,载《上海金融》2011 年 10 月,第 23 页.
- [24] 励杨,《可变利益实体架构境外上市企业的全球最低税风险分析》,载《税务研究》2024 年第 8 期,第 102 页; 《中国上市企业在美国面临的监管与诉讼挑战》,https://www.takungpao.com/special/239159/2024/0729/995651.html#:~:text=2025 年 6 月 6 日访问..
- [25] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 450 (2023).
- [26] [美] W. Tyler Perry, Development and Distrust: A Critique of the Orthodox Path to Economic Development, 110 Northwestern University Law Review 477, 490 (2016).
- [27] 刘燕,《企业境外间接上市的监管困境及其突破路径 - 以协议控制模式为分析对象》,载《法商研究》,2012 年第 5 期,第 18-19 页.
- [28] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 442 (2023).
- [29] 刘燕,《企业境外间接上市的监管困境及其突破路径 - 以协议控制模式为分析对象》,载《法商研究》,2012 年第 5 期,第 20 页.
- [30] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 438 (2023).
- [31] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 434 (2023).
- [32] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 439-40 (2023).
- [33] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 446 (2023).
- [34] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 468 (2023).
- [35] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 453-54 (2023).
- [36] 孔焕志、隋雪芹:《贸仲上海第一起 VIE 仲裁案》,载《商法》,2012 年 12 月-2013 年 1 月,第 90 页.
- [37] [中] Shitong Qiao, Finance against Law: The Case of China, 64 Harvard International Law Journal 431, 451 (2023).
- [38] 《证监会有关负责人答记者问》2021 年 12 月 24 日,http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1662240/content.shtml,2025 年 2 月 16 日访问.
- [39] 《证监会有关负责人答记者问》2021 年 12 月 24 日,http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1662240/content.shtml,2025 年 2 月 16 日访问.
- [40] [美] Justin J. Hopkins, Mark Lang & Donny Zhao, The Rise of VIEs in China: Balancing State Control and Access to Foreign Capital, Journal of Financial Reporting 105, 125 (2022).
- [41] 《企业境外发行上市备案 2024 年度盘点》,载《国浩律师事务所》,https://www.grandall.com.cn/ghsd/info.aspx?itemid=30427,2025 年 2 月 17 日访问; 也请参见《中国证券期货统计年鉴》相关年份的 IPO 数据.
- [42] [美] W. Tyler Perry, Development and Distrust: A Critique of the Orthodox Path to Economic Development, 110 Northwestern University Law Review 477, 482 (2016).

版权声明: ©2025 作者与开放获取期刊研究中心 (OAJRC) 所有。本文章按照知识共享署名许可条款发表。

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



OPEN ACCESS