

墨香会计学术文库

中国企业VIE模式境外上市的 动机及效果研究

Research on Motivation and Effect of Overseas Listing of
Variable Interest Entity Mode of Chinese Enterprises

• 韩金红 著 •

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香会计学术文库

中国企业VIE模式境外上市的 动机及效果研究

Research on Motivation and Effect of Overseas Listing of
Variable Interest Entity Mode of Chinese Enterprises

• 韩金红 著 •

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大 连

图书在版编目(CIP)数据

中国企业 VIE 模式境外上市的动机及效果研究 / 韩金红著. — 大连 : 东北财经大学出版社, 2015.12

(墨香会计学术文库)

ISBN 978-7-5654-2148-8

I. 中… II. 韩… III. 境外上市-上市公司-企业管理-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 268022 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 159 千字 印张: 8 3/4 插页: 1

2015 年 12 月第 1 版

2015 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 刘晓彤

责任校对: 王 娟

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

定价: 36.00 元

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

序

自新浪以 VIE (Variable Interest Entity) 架构赴美成功上市以来, 众多的中国企业走上了以 VIE 模式海外上市融资的道路。截至 2015 年 5 月, 我国已有 1 200 余家企业通过红筹模式实现了境外上市, VIE 架构成为许多公司的选择, 甚或成为中国互联网上市公司的主流, 蕴育出 BAT (百度、阿里、腾讯) 等一批巨无霸企业。

VIE 概念的产生源于对法律监管的规避, 有些券商为绕开中国企业境外直接上市的限制发明了协议控制这种交易架构, 后来该架构得到了美国 GAAP 的认可, 专门为此创设了“VIE 会计准则”, 即可变利益实体准则, 它本质上是美国为治理上市公司借助特殊目的实体 (SPV) 来转移债务或损失而创设的一种新的合并报表标准, 由于涉及多主体的股权安排和协议控制关系, 故又被称为“VIE 架构”。

由于 VIE 架构内在的控制关系将为境外间接上市目的所搭建的多层次法律主体在商业层面整合为一体, 相对于股权控制具有明显优势, 实践中被用以规避外资准入、境外上市、外资并购和外汇流动等方面的监管。VIE 架构不仅带来了中国互联网行业的黄金十年, 也极大地促进了我国教育、金融等产业的繁荣与发展。

VIE 架构自诞生以来便处于法律的灰色地带。“政府默认”似乎成为十多年来 VIE 模式迅速发展的准法律基础。2011 年发生的马云单方面终止支付宝 VIE 架构事件, 使 VIE 风险浮出水面, 并将 VIE 这样一个存在于中国各行业十余年的融资模式, 纳入了公众及监管者审视的范围。国外学者就 VIE 会计准则的内容及实施效果进行了较为丰富的探讨, 我国学者对 VIE 架构的研究刚刚起步, 主要就监管环境对 VIE 架构的影响、VIE 架构的会计处理及其存废等问题进行了初步的探讨。中国企业 VIE 架构境外上市的动机及效果究竟如何, 尚缺乏足够清晰的认识, 本书对此进行深入研究, 具有重要的理论意义和现实意义。

韩金红博士的这部著作采用规范研究与实证研究相结合的方法。在对国内外研究文献全面归纳及评价的基础上, 以我国 VIE 架构境外上市公司为研究对象, 并以非 VIE 架构境外上市公司为对比样本, 从上市交易所、上市行业等多视角对两种模式上市企业的现状进行了对比分析; 然后, 应用非参数检验及 Logistic 回归的方法对我国企业 VIE 架构境外上市的动机进行了实证检验; 同时, 采用事件研究、回归分析等方法对我国企业 VIE 架构境外上市的效果即市场表现及业绩表现进行了系统分析; 最后, 在对上述研究结论综合分析的基础上, 为我国拟境外

上市企业、政府监管部门及证券交易所建设提出有益的建议。

本书的贡献主要体现在以下几个方面：一是从多维视角对中国 VIE 架构境外上市公司进行研究。现有研究大多是研究境外上市与境内上市的差异，很少有学者对境外上市的具体模式进行探讨，同样是境外上市，为什么中国企业会选择 VIE 架构境外上市，这些企业有什么特征和上市后的效果如何等。本书首次对这些问题进行了探讨，研究工作将有助于丰富我国企业境外上市的理论研究。二是首次全面收集并利用 VIE 架构境外上市的中国公司数据进行实证研究。在现有对境外上市的研究中，定量研究相对较少，且大多是对中国香港境外上市公司的研究，对在美国上市的中国公司的研究相对较少。中国 VIE 架构境外上市公司大多都赴美上市，本书首次全面收集并利用这些数据对境外上市动机及效果进行实证检验，弥补了国内关于 VIE 架构境外上市实证研究的空白。三是首次对中国企业 VIE 模式境外上市的动机及效果进行系统研究。目前国内外尚无人对中国企业 VIE 架构境外上市的动机、效果进行实证研究。本书首次将企业 VIE 架构境外上市的动机及效果纳入到一个系统的分析框架中，通过与非 VIE 架构境外上市公司的对比分析，揭示中国企业 VIE 架构境外上市的特殊性，同时通过对上市动机、市场表现、业绩表现的实证检验，揭示现阶段我国企业 VIE 架构境外上市的实际动机及效果。

需要指出的是，由于境内外监管环境的变化、境内外估值差异持续扩大以及诚信危机导致中国企业在境外市场屡遭做空等原因，近年来 VIE 架构境外上市公司出现回归 A 股的趋向，“拆架”又面临新的问题与挑战。对此，因研究视角原因，本书尚付阙如，也是寄作者未来探索、有成之处。

作者韩金红博士在高校工作多年，具有前瞻性思维和坚实的理论基础。作为她的博士生导师，我见证了她的勤奋与努力，见证了她在科研领域的逐步成熟。我相信，伴随时间的推移和研究经验的丰富，韩金红博士在会计研究领域一定会取得丰硕成果！

王瑞华

2015年9月于北京

前言

2000年,新浪以VIE(Variable Interest Entity)模式赴美成功上市,开辟了境外上市的新模式。VIE模式,使企业在符合中国法律的基础上,实现了既能在境外募集资金又能在境内获得或保有限外行业准入的双重目的。VIE模式对中国互联网企业的发展壮大意义深远,同时也为其他禁止或限制外资进入行业企业的境外上市开辟了新的途径。在此后的十余年间,中国绝大多数的互联网企业在赴美上市时都采用了VIE模式;同时,我国网游、传媒出版、教育服务等外商投资受限行业企业在赴美上市时也都采用了VIE模式。随后,VIE模式境外上市企业逐步遍布了GICS的十大行业,VIE模式已成为中国企业境外上市的一种常见的合规性安排。截至2011年,中国赴美上市的248家中国企业中,有95家企业使用了VIE模式,且近年来此种模式的使用有逐步加强的趋势。2010年赴美上市的66家企业中,有35家企业使用了VIE模式,占比高达53%,而2011年赴美上市企业中62.5%的企业都采用了VIE模式。

然而,国内各界人士对于我国企业采用VIE模式境外上市的行为存在较大分歧,同时政府监管部门对于VIE模式境外上市也没有明确态度,因此,关于是否应当限制企业采用VIE模式境外上市的问题目前尚无定论。而现阶段我国对于VIE模式境外上市的探讨仅仅停留在定性分析阶段,尚无学者对于VIE模式相关问题进行系统分析及实证检验,关于我国企业为什么会选择VIE模式境外上市及上市后的效果如何,目前尚无清晰的认识。因此,有必要对我国企业VIE模式境外上市的动机及效果进行综合分析及实证检验,以便于更加透彻地了解我国企业VIE模式境外上市行为的全貌,并在此基础上为拟境外上市的中国企业、政府监管部门及证券交易所的建设提出有益的建议。

本书在研究过程中,主要采取比较分析研究、统计分析及事件研究等方法,具体研究内容如下:

第1章,绪论。首先,对相关概念进行界定;其次,介绍本书的研究背景,提出研究问题,阐明研究意义,并在此基础上对研究的思路、方法、内容及创新点予以阐述。

第2章,国内外文献回顾与述评。在梳理国内外相关研究文献的基础上,对现有研究的不足进行分析,进而提出本书的研究定位。

第3章,中国企业VIE模式境外上市的现状及特征。首先,介绍中国企业VIE模式境外上市的发展历程;其次,从上市交易所、上市行业、公司注册地及总部区域分布、上市融资额、发行市盈率等多个视角对VIE模式境外上市企业的

现状进行系统描述；最后，通过与非 VIE 模式境外上市企业现状的比较，揭示我国 VIE 模式境外上市企业的特殊特征。

第 4 章，中国企业 VIE 模式境外上市的动机分析。首先，提出中国企业 VIE 模式境外上市动机假设；其次，以境外 VIE 模式上市企业为研究对象，同时以境外非 VIE 模式上市企业为配比样本，利用非参数检验及 Logistic 回归等方法对上述动机假设进行实证检验，并依据实证结果分析，揭示出我国企业 VIE 模式境外上市的实际动因。

第 5 章，中国企业 VIE 模式境外上市的市场表现。本章以 VIE 模式境外上市的中国企业为研究对象，分别以境外非 VIE 模式上市企业及国内上市企业为配比样本，先对上述企业首日市场表现即上市首日抑价效应的存在性及其影响因素进行分析，之后对其长期市场表现即长期弱势效应的存在性及其影响因素进行系统研究，通过实证结果的对比分析以揭示我国 VIE 模式境外上市企业市场表现的特殊性。

第 6 章，中国企业 VIE 模式境外上市的业绩表现。本章以 VIE 模式境外上市的中国企业为研究对象，并以非 VIE 模式境外上市企业为对比样本，先通过 T 检验、非参数检验等方法对 IPO 效应的存在性及其影响因素进行系统分析，之后对这两类样本境外上市效应的存在性进行实证检验，通过实证结果的对比分析以揭示我国 VIE 模式境外上市企业业绩表现的特殊性。

第 7 章，研究结论与启示。在对本书研究结论进行归纳总结的基础上，提出研究启示，并指出本书研究局限及未来研究方向。

通过以上研究，本书得出如下结论：

(1) 中国 VIE 模式境外上市企业具有一定的特殊性

在对我国以 VIE 模式境外上市企业现状分析的基础上，本书结合我国境外非 VIE 模式上市企业的实际情况，对我国 VIE 模式、非 VIE 模式境外上市企业特征进行了对比分析。结果发现：我国 VIE 模式境外上市企业具有一定的特殊性，其上市地点更为集中；上市行业以信息技术、可选消费品为主；首发上市时发行市盈率较高，但融资规模相对较小。

(2) 我国 VIE 模式境外上市企业具体明显的融资约束动机

在综合上市动机理论与我国企业境外上市特征的基础上，本书提出了我国企业 VIE 模式境外上市的动机假设，然后采用非参数检验及 Logistic 回归等方法对上述动机假设进行了实证检验。结果发现：我国 VIE 模式境外上市企业具有明显的融资约束动机，同时也存在一定的公司治理动机，但与融资动机相比，相对较弱。

(3) 我国 VIE 模式境外上市企业存在一定的 IPO 抑价现象及长期弱势现象

本书以 VIE 模式境外上市的中国企业为研究对象，分别以境外非 VIE 模式上

市企业及国内上市企业为对比样本，对上市企业的首日市场表现及长期市场表现进行了对比分析。结果发现：我国 VIE 模式、非 VIE 模式境外上市企业及境内上市企业都存在 IPO 抑价现象，其中 VIE 模式境外上市企业抑价程度略高于非 VIE 模式上市企业，而显著低于中国境内上市企业；我国 VIE 模式境外上市企业、境内上市企业都存在长期弱势现象，而我国非 VIE 模式境外上市企业长期表现较好，并没有表现出长期走弱的趋势。

（4）我国企业 VIE 模式境外上市前后存在一定的 IPO 效应，但并不存在境外上市效应

本书以 VIE 模式境外上市中国企业为研究对象，同时以非 VIE 模式境外上市企业为对比样本，对上市企业 IPO 效应及境外上市效应进行了对比研究。结果发现：VIE 模式境外上市的中国企业在上市前业绩大幅增长，上市后显著下降，表现出较为明显的 IPO 效应，同时非 VIE 模式境外上市企业、境内上市企业上市前后也存在一定的 IPO 效应，其上市后企业业绩都出现了显著下滑；VIE 模式境外上市企业上市后并不存在境外上市效应，而与此结论显著不同的是，非 VIE 模式境外上市企业上市后存在一定的境外上市效应，其上市后业绩的下降幅度显著小于境内配比样本。

韩金红

2015 年 9 月

目 录

1 绪 论	1
1.1 概念界定	1
1.2 研究背景与研究意义	3
1.3 研究思路和研究方法	6
1.4 研究框架及研究内容	7
1.5 研究创新点	8
2 国内外文献回顾与述评	10
2.1 VIE 研究	10
2.2 企业境外上市动机的研究	11
2.3 企业境外上市的市场表现研究	16
2.4 企业境外上市的业绩表现研究	25
2.5 研究评述	29
3 中国企业 VIE 模式境外上市的现状及特征	31
3.1 中国企业 VIE 模式境外上市的发展历程	31
3.2 中国企业 VIE 模式境外上市的现状分析	34
3.3 中国企业 VIE 模式境外上市的特征	47
4 中国企业 VIE 模式境外上市的动机分析	49
4.1 理论分析与研究假设	49
4.2 研究设计	52
4.3 实证检验及其结果分析	55
4.4 研究结论	60
5 中国企业 VIE 模式境外上市的市场表现	61
5.1 上市首日市场表现	61
5.2 长期市场表现	75
5.3 研究结论	85
6 中国企业 VIE 模式境外上市的业绩表现	87
6.1 IPO 效应分析	87

6.2 境外上市效应	103
6.3 研究结论	109
7 研究结论及启示	111
7.1 研究结论	111
7.2 研究启示	112
7.3 研究局限及未来研究方向	115
主要参考文献	117
索 引	130

1 绪论

1.1 概念界定

1.1.1 境外上市

目前,学术界对于境外上市并没有一个公认的定义,本书主要依据中国证券监督管理委员会最新修订的《中华人民共和国证券法》相关规定来理解其定义。《证券法》(2006年版)第238条指出: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的行为被称为境外上市,基于上述定义,本书将境外上市界定为:在中国境内注册或虽不在境内注册,但由中国企业控制的公司到境外资本市场发行并上市交易的行为。其中,境外上市既包括直接发行上市,也包括间接“买壳”、“造壳”上市的企业。同时,基于股权结构考虑,本书将证券界定为股票;考虑到VIE模式境外上市的主要地点是美国,本书将研究对象界定为在美国上市的中国企业,即包括在纽约证券交易所(NYSE)、纳斯达克交易所(NASDAQ)、美国证券交易所(AMEX)上市的中国企业,但并不包括在OTC市场挂牌交易的企业。这是因为OTC市场并非主流交易市场,且企业在OTC市场挂牌交易时只需满足相关股东数量及做市商的要求,对利润方面并没有任何限制。此外,需要特别注意的是,本书研究的境外上市与国外研究中境外上市的定义存在一定差异,国外文献中提到的境外上市一般指的是双重上市,即先在本国上市,再到境外上市,而我国企业一般是选择直接到境外资本市场上市。

1.1.2 VIE模式

VIE(Variable Interest Entity)模式即“协议控制”模式,又称为“新浪模式”,该模式缘于新浪网在美国纳斯达克上市时首开先河。最初,新浪网也打算通过设立境外离岸公司反向收购境内经营实体的方式实现境外上市,但由于互联网企业属于电信增值业务,依据当时法规是禁止外资进入的,因而无法实现境外离岸公司对境内实体公司的收购,境内权益无法转移至境外。基于此种背景,“协议控制”模式应运而生,即境外离岸公司通过在境内设立外商独资企业,为境内经营实体企业提供垄断性咨询、技术、管理等服务,以获取境内经营实体的

大部分经济收益，同时通过外商独资企业与境内经营实体签订一系列的协议，以获取境内经营实体企业的实质控制权。

VIE 模式一般由三部分组成，第一部分为境外上市主体，一般出于税收、信息安全保密、法律环境等因素考虑，可能会选择采取开曼公司（境外在开曼群岛注册）、中国香港壳公司等多种并存的模式；第二部分为境内外商独资企业（WFOE, Wholly Foreign Owned Enterprise）或境内外资公司（FIE, Foreign Invested Enterprise）；第三部分为境内内资企业，一般为我国外商禁止类或限制类行业的企业。VIE 模式的践行，通常需要五大步骤：一是设立 BVI（British Virgin Islands）公司，一般而言，不同国内个人股东需要设立不同的 BVI 公司；二是设立境外上市主体，一般是由上述 BVI 公司、风投为股东进行注册成立；三是设立中国香港壳公司，即由境外上市主体控股成立香港壳公司；四是设立外商独资企业（WFOE），即由香港壳公司控股设立 WFOE；五是外商独资企业与境内内资经营实体签订协议，以实现符合美国 VIE 会计准则规定及转移经济利益的双重目的。VIE 模式境外上市的基本架构，如图 1-1 所示。

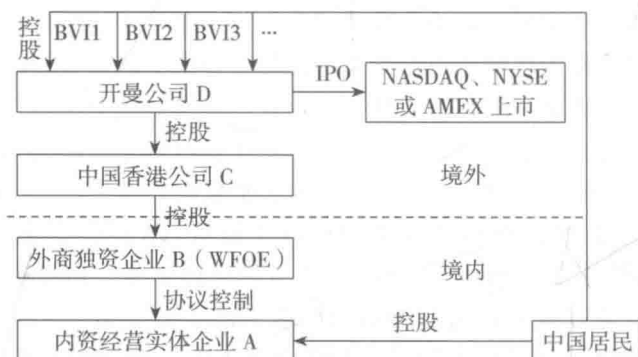


图 1-1 VIE 模式境外上市架构

为实现对内资经营实体企业的实质控制，外商独资企业 B（WFOE）需要与内资企业 A 签订多个协议，这些协议主要包括以下六个方面：一是业务控制协议，通过该协议，外商独资企业（WFOE）即可获得内资经营实体企业 A 经营业务的实质控制权；二是股权质押协议，即将境内经营实体企业 A 的所有股权质押给外商独资企业 B，若没有外商独资企业 B 的同意，不得对境内经营实体企业 A 的股权进行削减、出售等处理，并且外商独资企业 B 有权获取质押股权的所有股息，通过该协议可确保内资经营实体企业 A 的收益能顺利转移至外商独资企业 B；三是借款协议，即内资经营实体企业 A 以股权质押的方式获取外商独资企业 B（WFOE）的贷款；四是认股选择权协议，即当境内内资经营实体企业 A 所在行业允许外资进入时，外商独资企业 B 可收购境内企业 A 的股权，成为其正式控制股东；五是投票权协议，通过该协议，外商独资企业 B 可获得境内内资经营实

体企业 A 董事会决策的实际控制权或可直接向董事会派送成员；六是独家服务协议，即境内经营实体企业 A 在实际运营中所需技术、知识产权、管理等服务均由外商独资企业 B 提供，从而将其主要经济利益以服务费、特许权等方式支付给外商独资企业 B。此外，为保持 VIE 结构的稳定性，境外上市主体、境内经营实体的主要控制股东基本为同一批中国居民，以保持股东利益的一致性。

1.2 研究背景与研究意义

1.2.1 研究背景

2000 年，新浪以 VIE 模式赴美成功上市，开辟了境外上市的新模式。VIE 模式，使企业在符合中国法律的基础上，实现了既能在境外募集资金又能在境内获得或保有限外行业准入的双重目的。VIE 模式对中国互联网企业的发展壮大意义深远，在新浪上市后不久，网易、搜狐也于同年采用 VIE 模式在纳斯达克相继上市，此后十余年里中国绝大多数的互联网企业在赴美上市时都采用了 VIE 模式。同时，VIE 模式也为其他禁止或限制外资进入行业企业的境外上市开辟了新途径：2004 年 12 月，第九城市以 VIE 模式在纳斯达克成功上市，成为我国首家在美国上市的网游企业；2005 年 7 月，分众传媒以 VIE 模式正式登陆纳斯达克，成为我国传媒出版行业首家赴美成功上市的企业；2006 年 9 月，新东方以 VIE 模式在纽交所正式挂牌上市，开创了我国教育科技行业赴美上市的第一股。在此后的十余年间，我国网游、传媒出版、教育服务行业在赴美上市中都采用了 VIE 模式。此外，为规避《外商投资产业指导目录》中种子企业的外资股份不得超过 49% 的规定，奥瑞金种业于 2005 年 7 月以 VIE 模式成功登陆纳斯达克，为中国种业开启了资本运作的新途径。被称为“国内保险中介第一股”的泛华保险也以 VIE 模式于 2007 年 10 月正式登陆纳斯达克，成为我国金融服务行业首家以 VIE 模式境外上市的企业。随后，VIE 模式境外上市企业逐渐遍布了 GICS (Global Industry Classification Standard) 十大行业，在过去十年间，VIE 模式已成为中国企业境外上市的一种常见的合规性安排。

据 COMPUSTAT 数据统计，截至 2011 年，中国赴美上市的 248 家中国企业中，有 95 家企业使用了 VIE 模式，且近年来此种模式的使用有逐步加强的趋势。2010 年赴美上市的 66 家企业中，有 35 家企业使用了 VIE 模式，占比高达 53%，而 2011 年赴美上市企业中 62.5% 的企业都采用了 VIE 模式。

然而在中国企业 VIE 模式境外上市快速发展的背后，马云单方面终止支付宝 VIE 架构事件的发生，使 VIE 境外融资模式面临重大考验。虽然 VIE 模式得到了中国监管层的默认，但尚未出台具体的规则，以致 VIE 模式处于“非法令禁止即

合法”的尴尬境地。支付宝事件的发生,使VIE风险浮出水面,并引发业界的广泛讨论和担忧。学者们对于VIE存废问题进行了激烈的探讨。VIE的反对方梅新育(2011)认为协议控制模式违反了中国法规,侵犯了国家主权,理应将此模式予以终结。VIE的支持方王君卫(2011)则认为协议控制不应终止,因为协议控制模式一旦确认为无效,那些已经以此模式境外上市的企业必将面临巨大风险,上市企业由于只是壳公司没有实质业务而使股票巨跌,投资者利益必将受到较大损害;此外,由于我国对于协议控制模式的不认可,必将使企业境外上市受到更多监管,同时面临更大的法律风险,中国企业最终无法再以此模式境外融资,这将在一定程度上限制我国企业的快速发展。VIE的中立方吕丹和孔洁珉(2011)则认为监管方应当对协议控制引发的问题进行深入调研,从有利于我国企业发展的视角出发,进一步规范协议控制的管理,而非盲目终止。

由于国内各界人士对于我国企业采用VIE模式境外上市的行为存在较大分歧,同时国家在境外上市政策的制定方面也存在着多次变化,政府监管部门对于VIE模式境外上市也没有明确表态,因此,关于是否应当限制企业采用VIE模式境外上市的问题目前尚无定论。而现阶段我国对于VIE模式境外上市的探讨仅仅停留在定性分析阶段,尚无学者对于VIE模式相关问题进行系统分析及实证检验,关于我国企业为什么会选择VIE模式境外上市及上市后的效果如何,目前尚无清晰的认识。因此,有必要对我国企业VIE模式境外上市的动机及效果进行综合分析及实证检验,以便于更加透彻地了解我国企业VIE模式境外上市行为的全貌,这对于澄清VIE模式的认识误区及制定合理的VIE模式监管政策,都是非常有益的。

1.2.2 研究意义

1) 理论意义

(1) 丰富我国企业境外上市的理论研究

现有研究更多地是对境外上市时机、上市地点、境内外上市条件等进行定性分析,很少有学者从定量分析的视角研究我国企业为什么境外上市,什么样的企业适合哪种模式上市,同是境外上市为什么不同的企业会选择不同的上市模式以及不同模式下企业境外上市的效果有何不同。本书首次对我国VIE模式境外上市企业的动机与效果进行系统研究,本书所做的工作将有助于丰富我国企业境外上市的理论研究。

(2) 揭示中国企业VIE模式境外上市的实际动机

国外学者对于境外上市动机进行了大量的实证研究,并从多维视角提出了境外上市的动机理论假说。但需要注意的是,国外研究中一般是以双重上市企业为研究对象,而我国企业的境外上市大多采用的是境外直接上市,这与双重上市存在一定的差异;同时,我国资本市场尚不成熟,因此国外发达资本市场的研究成果在我国并不能完全适用。而我国境内对于企业境外上市动机的研究更多地是基

于定性视角进行探讨,实证研究相对较少。本书拟在借鉴国外相关研究成果的基础上,结合我国企业VIE模式境外上市的实际情况,提出相应的动机假设,并采用非参数检验、Logistic回归等方法对这些动机假设进行实证检验,以揭示我国企业采用VIE模式境外上市的实际动机。

(3) 分析中国企业VIE模式境外上市的效果,拓展中国企业境外上市的效果研究

我国企业在境外上市时更加关注融资效果,而学者们对境外上市的探讨中更多关注公司治理效果,很少有学者对企业境外上市后的市场表现及经营业绩进行研究,而对于不同模式境外上市的市场表现、经营业绩差异的研究几乎处于空白状态。本书以VIE模式境外上市的中国企业为研究对象,非VIE境外上市企业为配比样本,拟从市场表现和业绩表现两个角度系统研究中国企业VIE模式境外上市后的效果,并对这两种模式上市的效果进行比较,研究成果将在一定程度上拓展中国企业境外上市的效果研究。

2) 现实意义

从现实角度看,本书对我国VIE模式境外上市企业动机及效果进行系统研究,研究结论将对我国企业的境外上市决策、证券交易所建设及政府部门的监管均具有重要指导意义。

(1) 对于拟上市企业来说,本书的研究可以帮助企业判断其是否适合境外上市,如果适合应采用哪种模式(VIE模式、非VIE模式)境外上市,不同境外上市模式下应建立怎样的动机体系,才能使企业上市后价值得到有效提升。对于已采用VIE模式境外上市的企业可依据本书研究结论,对自己存在的问题进行深入剖析,并在此基础上积极采用有效措施,对其运营管理及公司治理中存在的问题进行改进,为企业未来健康发展奠定基础。

(2) 对我国证券交易所来说,本书的研究可以找出我国企业VIE模式境外上市选择的关键因素,进而发现我国证券交易所为上市企业服务中可能存在的不足。在此基础上,结合我国企业发展需求及证券交易所相关制度,从完善资本市场体系、上市制度及加强监管等多视角出发进行改革,使我国证券交易所能更好地为不同层次上市企业服务,同时也能使我国证券市场的竞争力不断增强,避免在全球激烈竞争中被“空心化”、“边缘化”^①。

(3) 对政府监管部门来说,本书的研究一方面可以发现我国企业采用VIE模式境外上市背后的真正需求,另一方面也能帮助监管部门更加清晰地认识到我国现行监管中存在的问题。在此基础上,结合我国企业发展现状及现行监管政策,采取诸如改善公司外部环境、健全VIE监管指引、拓展国际监管部门合作等有效

^① “空心化”和“边缘化”是资本市场研究会主席刘鸿儒于2005年在第四届中小企业融资论坛上提出的,是指中国大量优秀企业到境外上市将使国内股市机构资金的投资品种匮乏,股市渐成次级市场,甚至造成恶性循环,国内证券市场发展会越来越困难。

措施引导企业采用更为合理的方式上市融资。

1.3 研究思路和研究方法

1.3.1 研究思路

本书沿着“提出问题—评述文献—分析现状—实证检验—结论及启示”的基本思路展开研究，具体如下：

首先，本书在对国内外境外上市文献进行回顾的基础上，以我国 2000—2011 年间 VIE 模式境外上市企业为研究对象，采用图、表方式从上市交易所、上市行业、公司注册地及总部区域分布、上市融资额、发行市盈率等多视角对 VIE 模式境外上市企业的现状进行系统描述，同时通过与非 VIE 模式境外上市企业现状的比较，揭示我国 VIE 模式境外上市企业的特殊特征。

其次，以 VIE 模式境外上市企业为研究对象，并以非 VIE 模式境外上市企业为对比样本，采用非参数检验及 Logistic 回归的方法对我国企业 VIE 模式境外上市的动机进行系统检验，然后采用事件研究、回归分析等方法对我国企业 VIE 模式境外上市的效果，即市场表现及业绩表现进行系统分析。

最后，结合我国企业 VIE 模式境外上市动机及效果的研究结论，从深层次剖析我国企业 VIE 模式境外上市行为，为拟境外上市的中国企业、政府监管部门及证券交易所建设提出有益的建议。

1.3.2 研究方法

本书在研究过程中，主要采取了文献研究、比较分析研究、统计分析及事件研究等方法，对我国企业 VIE 模式境外上市的动机及效果进行了系统研究。具体方法描述如下：

文献研究法：我国对于 VIE 的相关研究极少，尤其是对 VIE 模式境外上市的研究几乎是一片空白，本书将对国内外有关境外上市的文献进行详细的查阅、搜集、梳理，并进行归纳总结，为后续的实证研究奠定基础，具体内容在本书第 2 章中予以体现。

比较分析法：本书将较多地采取比较分析法，例如第 3 章中现状分析部分，本书将 VIE 模式、非 VIE 模式上市企业的基本特征进行比较，以揭示我国企业 VIE 模式境外上市的特殊性；第 4~6 章实证检验部分也将对 VIE 模式、非 VIE 模式上市企业的动机、市场表现、业绩表现进行分组比较。

统计分析法：在对 VIE 模式境外上市动机及市场表现的研究中，将以我国 VIE 模式境外上市企业为研究对象，并以非 VIE 模式境外上市企业为对比样本，

应用非参数检验、Logistic 回归、多元回归等统计分析方法对我国企业 VIE 模式境外上市的动机及效果进行实证检验。

事件研究法：在对 VIE 模式境外上市企业的长期市场表现的研究中，将应用事件研究法即采用累积超常收益率（CAR）指标检验 VIE 模式境外上市对企业股票报酬是否具有显著影响，以揭示我国企业 VIE 模式境外上市后长期市场表现的特殊性。

MNR 方法^①：在对 VIE 模式境外上市企业的业绩表现分析中，将采用净资产收益率、总资产收益率、净资产息税前收益率、总资产息税前收益率作为企业业绩指标的代理变量，并应用 MNR 方法检验中国企业 VIE 模式境外上市后的业绩表现。

1.4 研究框架及研究内容

1.4.1 研究框架

本书的研究框架，如图 1-2 所示。

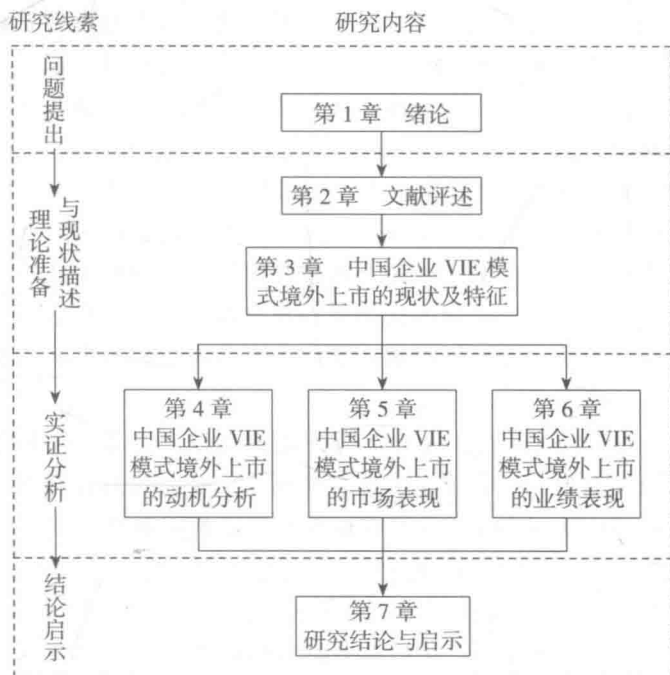


图 1-2 研究框架图

^① MNR 方法是由 Megginson、Nash 和 Randenborgh 于 1994 年提出的。其基本思想是利用上市前 3 年与上市后 3 年公司绩效的中位数比较，以检验公司绩效是上升了还是下降了，变动的统计显著性利用 Wilcoxon 检验。由于 VIE 模式境外上市的企业大多在纳斯达克上市，依据上市条件，其仅需要提供上市前 2 年的公司业绩。因此，本书借鉴此方法的基本思想，利用上市前 2 年与上市后 2 年的公司绩效的中位数比较，以检验公司绩效是上升还是下降。