

文章编号: 2095-7386(2015)04-00101-04

DOI: 10.3969/j.issn.2095-7386.2015.04.024

# VIE 模式对中国赴美上市企业影响的 SWOT 分析

王云鹏, 龙子午

(武汉轻工大学 经济与管理学院, 湖北 武汉 430023)

**摘 要:** VIE 模式的实质是境外的上市实体通过协议控制的方式来控制境内企业经营实体的一种架构。从积极的角度来看, VIE 模式可以被理解为在中国特定的发展背景下的一项金融创新; 从消极的角度来看, VIE 模式是企业为了规避国内相关法律对外资的监管而打的一个擦边球。VIE 架构自诞生之初, 其合法性一直未被监管当局明确, 这增加了具有 VIE 架构背景企业的隐忧。基于新一轮的中国概念股私有化浪潮为背景, 对 VIE 模式的基本概念及由来重新梳理, 运用 SWOT 分析方法对 VIE 模式对赴美上市中国企业的影 响进行探讨, 以资借鉴。

**关键词:** 可变利益实体; 协议控制; 准入限制

## Influence of VIE pattern on U. S. -listed Chinese companies by the SWOT analysis

WANG Yun-peng LONG Zi-wu.

(School of Economy and Management, Wuhan Polytechnic University, Wuhan 430023, China)

**Abstract:** The essence of the VIE model is a structure that Listed entities overseas controls the domestic enterprise by means of protocol control management entity. From the positive point of view, the VIE model can be understood as a financial innovation under the background of China's specific development period. From the negative point of view, the VIE model is a chip the enterprise played in order to circumvent the domestic relevant legal regulation on foreign capital. From the beginning of the birth, the legitimacy of VIE structure has not obtained clear attitude from regulatory authorities, which increases the concern of the enterprise having VIE structure background. Based on the background of a new round of china concept stock privatization, this paper combs the basic concept and the origin of the VIE model and discusses the influence of the VIE model on U. S. -listed Chinese companies through the SWOT analysis method.

**Key words:** variable interest entities; protocol control; access restriction

## 1 引言

自 1997 年以来, 中国企业陆续通过多种方式赴美国上市。截止 2014 年 12 月 31 日, 在美国资本市

场上挂牌交易的中国企业有 261 家, 加上已经退市的企业, 美国共接纳了大约 325 家中国企业通过首次公开募股 (IPO) 和反向收购 (Reverse Merger) 等方式在美国证券市场上市。其中有不少是具有 VIE

作者简介: 王云鹏 (1988-), 男, 硕士研究生。E-mail: wyysj2009@126.com.

通讯作者: 龙子午 (1971-), 男, 博士, 教授。E-mail: 642406576@qq.com.

背景的,尤其是互联网、教育和传媒等外资准入限制较为严格的企业。必须承认,美国成熟的资本市场不仅拓宽了我国企业的融资渠道,而且使我国企业经受国际资本市场的洗礼,有利于提升我国企业的公司治理水平和经营管理效率,更好地融入经济全球化时代。2000年至2008年间,在美上市的中国公司普遍市场表现良好,国际投资者对中国在美上市企业相当看好,“中国概念股”成为炙手可热的投资产品<sup>[1]</sup>。

很多赴美上市的中国企业在创立初期为了快速发展,不惜寻找有外资背景的风险投资和私募基金而成了事实上的“外资公司”。2014年,阿里巴巴试图通过合伙人制度从香港证券交易所,香港证券交易所拒绝之后转投纽约证券交易所上市,成为美国资本市场最大IPO,市值一度达到2886亿美元,位列全球互联网公司第三。因为阿里巴巴背后的协议控制架构造成无法在A股上市,至此,关于VIE模式是否合法的问题再次引起学界和实务界关注。2015年,商务部颁布《外商投资法(草案)》意见稿<sup>①</sup>,关于VIE模式的实质与存量VIE的未来再次引发热议。

## 2 VIE模式的由来及概念界定

VIE(Variable Interest Entity),译为可变利益实体,国内理论界也称协议控制,是指被投资企业拥有实际或潜在的经济利益,但该企业股东本身对此经济利益并无完全的控制权,而是由实际控制该被投资企业的主要受益人所享有,并且需要将此被投资企业做并表处理<sup>[2]</sup>。早期赴美上市的企业中,以互联网、教育类和传媒类公司居多,其背后诱因是我国外商投资相关法律在这些行业对外资有准入限制,国内资本市场缺乏相应制度创新。它山之石,可以攻玉,在市场自发的调节下这些企业通过国外VC和PE募集早期资金,因而形成了VIE结构的协议控制模式。通俗来讲,VIE模式就是指由内地持有相关行业牌照的内资公司,内资公司中由内地自然人控股,同时用另外各种协议或合约来规定该内资公司与外资公司的关系,又被称为协议控制。当前,学界关于什么是VIE模式并没有标准的界定,比较

一致的说法是:VIE结构是指处于境外离岸公司不直接收购境内经营实体,而是在境内投资设立一家外商独资企业,为国内经营实体企业提供垄断性资讯、管理等服务,国内企业将其所有净利润,以服务费的方式支付给外商投资企业(基本示意图见图二),而外商投资企业则通过合同,取得对境内外资受限企业的牌照持有者全部股权的优先购买权,经营控制权,抵押权和投票表决权<sup>[3]</sup>。在协议控制的种类方面,VIE模式包括各种协议,主要有股权质押协议、独家顾问服务协议、签订贷款协议、股权优先收购协议、投票权代理协议、业务经营控制协议、授权委托协议<sup>[4]</sup>。关于各种协议的特点及目的,不再一一赘述。

## 3 VIE结构对中国赴美上市企业的SWOT分析

由于VIE模式肇始于2000年新浪赴美上市之时,因此又被称为“新浪模式”<sup>②</sup>。国内众多有外资背景但是外资又不能取得相关牌照的公司在国内上市几无可能,但是通过其本身的VIE结构,使得通过IPO和反向收购赴美上市成为可能。截止到2015年1月,不少于84家公司采用了VIE模式到海外上市。

一直以来,中国法律对VIE模式的合法性没有明确界定,2015年年初,《外商投资法草案》征求意见稿的出台再次把VIE模式推上风口浪尖。VIE结构对中国赴美上市企业的影响的原因是多方面的,从VIE本身的架构而言,有优势与劣势;从外部的监管环境而言,通过VIE结构对中国赴美上市企业而言既是机遇,也暗藏威胁。下面以SWOT分析方法对VIE模式对中国赴美上市企业的影响进行分析。

### 3.1 绕过外资准入限制的优势

使国家限制外资进入及准入政策比较模糊的行业亦可绕过境内实现境外上市;规避《关于外国投资者并购境内企业的规定》(以下简称10号令)的限制,绕过证监会审批;无需改变境内运营公司的股权结构,便于灵活调整上市方案,随时通过私有化改为境内A股上市或以股权控制模式在境外上市。

① 商务部于2015年1月19日形成了《中华人民共和国外国投资法(草案征求意见稿)》,对VIE模式的控制的固定方面,除了注册地标准,又引入了“实际控制”标准。一方面规定,受外国投资者控制的境内企业视同外国投资者;另一方面规定,外国投资者受中国投资者控制的,其在中国境内的投资可视为中国投资者的投资。

② 所谓新浪模式,指在其2000年上市前,为了满足国内监管和公司海外上市的双重要求而找到的一套复杂的组织架构体系,实质上就是VIE架构。

### 3.2 控制权不稳定的劣势

政策界定模糊,合法性备受质疑,处于默认合法地位;协议控制本身较为复杂,并不是严格意义上的反向收购,上市公司的控制权可能被架空;境内目标公司与境外控制公司会产生冲突,容易发生违约风险(支付宝违约风险)。

### 3.3 快速融资发展的机遇

赴美境外上市的融资环境较好,上市门槛低,有利于公司初期实现快速发展;美国资本市场较完善,有利于吸引 VC 和 PE 募集充足资金;海外上市具有集聚效应,尤其是互联网类中概股,有利于树立中国企业在国际上的正面形象。

### 3.4 外部监管关于其是否合法的威胁

一旦国内政府及监管部门否定 VIE 模式,具有 VIE 架构的企业随时有覆灭之虞;通过协议控制搭建的 VIE 架构较为脆弱,容易发生违约风险;牵涉的利润转移以及反避税问题给自身带来了风险。

## 4 结论与建议

VIE 架构对赴美上市的企业而言,既有迅速实现境外上市获取融资的优势,也有自身潜在合法性备受质疑的劣势;既有实现快速发展的机遇,又有被否定合法性的风险以及实际发展中易于发生的违约风险。因此,如何应对 VIE 架构之下外资进入相关准入限制行业的风险,如何正确地对待具有 VIE 背景的内资企业成为政府以及相关监管部门不可回避的问题。笔者认为,针对 VIE 模式的合法性界定以及其背后高科技行业、互联网产业的发展问题,政府及其监管部门应该从以下几个方面着手。

### 4.1 加强存量 VIE 架构企业的信息披露与监管

应该说,VIE 模式是在中国资本市场融资功能不够完善的情况下的一项制度创新,对我国高科技行业、互联网产业带来的巨大功绩不容抹杀,尤其是早期纷纷模仿“新浪模式”赴美上市的互联网、教育和传媒产业得到迅速发展壮大,奠定了我国诸多产业尤其是互联网产业快速发展的基础。然而,对于部分学者认为 VIE 模式应从政策上认定其合法的言论,笔者不敢苟同。其原因有二:第一,VIE 模式产生的原因主要是因为我国法律在部分行业对外资的限制准入规定。对外资分领域限制准入并非我国

独有,其目的在于维护国家经济安全,本身无可厚非。解决资本市场制度创新的问题不应该简单地以界定 VIE 的合法性为解决方式。第二,早期通过 VIE 模式赴美上市的企业主要是高科技行业、互联网等一些新兴产业,当时多数为中小企业,其成立早期面临信任风险与融资困境,因此多由 VC 和 PE 等外资背景的企业介入,这和国内中小企业融资难关系甚密。2006 年商务部颁布施行的“10 号文”<sup>①</sup>,并未对 VIE 模式的合法性给出定论,而是对并购和跨境换股体现更为严格的审查制度。因此,VIE 模式的合法性界定影响重大,应该慎重考虑。笔者认为,对 VIE 模式既不能完全放开,也不能一棍子打死,因为这种涉及发展与开放的微妙平衡的问题容易出现市场经济中“一管就死,一放就乱”的悖论。当务之急不是讨论 VIE 结构是否合法的问题,而是应该默认其合法并允许其适量发展的同时,加强 VIE 架构企业的信息披露与监管,从其他的途径寻求解决 VIE 模式问题的方案,在不发生系统性风险的前提下,有效利用 VIE 架构对我国企业发展的积极作用。

### 4.2 加快企业上市注册制改革进程

长期以来,中小企业融资难的问题屡遭诟病。究其原因,和我国金融体制不无关系,以银行、保险和信托为主的融资方式更青睐于国有企业,基本面和盈利预期良好的大型民营企业或混合所有制企业,为了规避和防范财务风险,总是习惯性地中小企业拒之门外,中小企业转而寻求公开募股上市。然而我国企业 IPO 制度历经之前的审批制到现在的核准制,其上市难度之大,流程之复杂非一般中小企业财力、物力所能承受,造成国有企业、大型民营企业能够轻易上市向社会募集资金,发展壮大,而一些基本面良好、发展前景良好的科技型中小企业上市之路维艰,长此以往,强者恒强,弱者恒弱。这样一来,高科技企业寻求 VC 和 PE 投资,就出现了一些科技型中小企业、互联网公司和教育类公司通过协议控制改变自己的架构,以求海外上市,募集更多的资金以获取生存和发展壮大的机会。因为海外上市(此处主要指赴美上市)的准入门槛较低,通过 VIE 模式调整自己控制权结构的企业,在中国政府对其态度不明晰的情况下,很容易绕过申请、审批较为严格的 A 股市场从而达到上市融资的目的。美国资

<sup>①</sup> 2006 年商务部下发《关于外国投资者并购境内企业的规定》(简称称“10 号文”),要求境外壳公司收购境内关联企业必须报商务部审批,政策导向对 VIE 模式背景的企业堪称生死攸关。

本市场宽进严出的特点给这些具有 VIE 背景的中国内资企业提供了便利,上市之后严格的监管环境也倒逼公司的发展,因为美国有着严格的退市制度,大浪淘沙过后,能够生存下来的才是真正的优质企业。为此,加快中国 IPO 注册制改革刻不容缓,从根本上缓解中小企业在国内上市不易的现状有助于解决 VIE 模式的问题。

#### 4.3 推进制度创新,建立多层次资本市场

VIE 模式本身就是市场自我调节下的一项制度创新,但是不断有学者认为 VIE 模式是企业打的一个擦边球,是对改革开放背景下我国在外商投资方面的底线试探。2009 年,国家明文禁止外商以独资、合资和合作等方式在中国境内投资从事网络游戏运营服务,并明确规定外商不得通过签订相关协议或者通过技术支持等方式实际控制和参与境内企业的网络游戏运行业务。这是中国政府部门首次以法律法规方式,禁止外国投资者通过 VIE 架构投资某一境内领域<sup>①</sup>。2015 年,商务部公布的《外国投资法草案》(意见稿)在定性外国投资者时,除注册地标准之外,又引入了“实际控制”标准。一方面规定,受外国投资者控制的境内企业视同外国投资者;另一方面规定,外国投资者受中国投资者控制的,其在中国境内的投资可视作中国投资者的投资。字里行间透露出监管层对 VIE 模式的态度不再是以前的漠视,而是试图抽丝剥茧、追求实质重于形式、厘定外商投资与内资的界限,对外商投资的监管力度有增无减。因此,完全寄希望于 VIE 合法化的通路几乎没有可能。未来通过 VIE 模式寻求境外上市的功能应该被弱化,国内资本市场应该成为重要的补充和代替。中国的互联网企业刚开始在美国崭露头角,并非因为中国资本绝对性缺乏,中国资本市场的制度设计难以满足互联网企业的需求是重要原因之一。作为世界第二大经济体而言的中国,中小企业众多,虽然为了适应各种规模企业上市融资的需要,中国资本市场已经推出了新三板和创业板市场,但是这些远不足以解决中小企业融资难中的结构性矛盾,场外柜台交易网络和产权市场的建立应该成为未来多层次资本市场发展的方向。

#### 4.4 积极引导海外上市企业回归国内市场

从长期来看,解决中国企业通过 VIE 模式赴美

上市的问题最终还是要通过国内资本市场的完善来解决,短期通过赴美上市解决部分融资问题只能是权宜之计,无法达到标本兼治。2015 年第二季度,有超过 20 家的中国概念股私有化退市。究其原因,美国对证券市场和中国概念股的严格监管以及 VIE 结构的拆分暗藏的法律风险不容忽视。尤其是 2008 年之后,中国概念股屡遭美国浑水公司做空,“中概股”遭遇“倒春寒”。相比美国资本市场,在中国资本市场上市之后的维护费用较低。从 2014 年下半年到 2015 年年初,中国资本市场发展势头良好。A 股的高溢价现象成为“中概股”私有化踏上回归 A 股之路的理由,以暴风科技回归 A 股不足 3 个月时间市值飙至 369 亿元为标志,“中概股”企业去红筹、“中概股”私有化渐成趋势。为更多的 VIE 架构赴美企业私有化回归国内资本市场提供了可能。在中国资本市场加快注册制改革进程与加快建立多层次资本市场的举措下,解决存量 VIE 模式企业的问题,要营造便利条件,积极引导其回归国内资本市场,让国内投资者分享企业成果,但是在引导其回归国内市场时,必须严格加强国内资本市场的监管,执行严格的退市制度,纳斯达克表面上的风光无限和严格的退市制度是难以分割的,执行严格制度有利于化解投资风险。中国的资本市场鲜有企业退市,造成鱼龙混杂,长期来看,只会拖累资本市场发展。只有这样,海外上市企业回归国内资本市场才会促进国内资本市场的健康良性发展。

参考文献:

- [1] Luo Y, Fang, F, Esqueda O. The overseas listing puzzle: Post-IPO performance of Chinese stocks and ADRs in the U. S. market [J]. Journal of Multinational Financial Management, 2012, 22: 193-211.
- [2] 孙春辉,王增玉. VIE 模式之法律风险与制度回应探究——兼论投资阿里巴巴的风险 [J]. 西部金融, 2014(10): 15-16.
- [3] 张恩俊. VIE 结构在互联网企业应用研究——以阿里巴巴为例 [J]. 财会通讯, 2015(2): 99.
- [4] 陈玥,鲍大雷. 可变利益实体的基本架构、潜在风险及应对 [J]. 财务与会计, 2014(6): 72-73.

<sup>①</sup> 2009 年 9 月 28 日,新闻出版总署、国家版权局、全国“扫黄打非”工作小组办公室联合颁布了《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》,即新出联【2009】13 号(简称“《13 号文》”),该文规定禁止外商以独资、合资、合作等方式在中国境内投资从事网络游戏运营服务,并明确规定外商不得通过签订相关协议或提供技术支持等间接方式实际控制和参与境内企业的网络游戏运营业务。