电商企业VIE结构海外IPO的风险分析

赵剑锋（博士）

【摘要】我国的电子商务属于由资本驱动的战略新兴产业，存在强烈的海外IPO偏好，FASB对协议控制下企业合并财务报表编制准则的调整使得VIE结构成为海外IPO最可行路径，但也面临着一系列重大融资风险。VIE结构使得电商企业更难获得银行信贷支持，融资结构和治理结构失衡，海外IPO跨国资本流动存在“热钱”流入问题和合同无效风险，更关键的是，VIE结构使得国内运营实体和海外上市壳公司均面临激烈的控制权争夺。

【关键词】协议控制；海外IPO；政策风险；控制权风险

【中图分类号】F831.5　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)01-0020-4

2014年被称为中国电子商务大爆发之年，特别是阿里巴巴海外IPO市值超过2300亿美元，成为全球第四大高科技公司和第二大互联网公司，也是美国迄今为止最大规模IPO。电商企业海外上市的财富神话以及互联网经济纳入国家战略等一系列利好，掀起了国内外风险资本对电子商务行业的新一轮投资热潮。但值得注意的是，大多数投资者都“有意或无意”地忽略了电商行业高系统性风险，更热衷于电商“蓝海”价值与海外资本市场IPO所带来的高额投资回报。实际上，作为国家战略性新兴产业的电子商务行业，海外IPO融资上市存在种种不确定性与高风险，短期内仍面临着行业发展政策约束、跨境资本流动监管、缺乏道德与契约精神等一系列问题，电商企业VIE结构（协议控制）海外IPO可以说“一步天堂、一步地狱”。

一、电商企业海外IPO融资偏好

（一）海外IPO融资偏好现状

李克强总理2015年在政府工作报告中明确将互联网作为战略新兴产业，首提“互联网+”计划旨在促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。以WEB3.0为核心的互联网时代，电子商务将大数据、云计算、物联网与现代制造业结合，形成全产业链生态布局，呈现出典型的由风险资本所推动的技术密集型、创新密集型、风险密集型的新兴产业特征。但由于电商企业“轻资产、重技术、高风险”特征，银行金融机构在现有不良资产信贷审核政策下难以为其提供足够的金融支持，因而电商企业不得不转向寻求风险型股权融资支持，表现为初期依赖国内外风险资本，发展至一定规模之后更偏好于通过公开股权融资平台上市，具有强烈的IPO冲动，特别是海外IPO偏好。

海外上市无非直接上市和间接上市两种方式。直接上市是以国内运营公司名义直接申请公开发行股票或其他衍生金融工具，但国内证监会对境外上市公司设置的财务门槛极高，并对高新技术产业境外上市实质性“禁止”；而间接上市包括VIE结构造壳上市和海外反向收购买壳上市两种模式，其中买壳上市虽然更容易，但企业买壳上市更多是由于资质先天缺陷而不得已的选择，且买壳上市的后续问题很多，因而电商企业海外上市最主要和最偏好的方式为VIE结构海外IPO间接上市。

基于对“安然”、“世通”财务舞弊事件中的特殊利益实体SPE滥用的反思，2002年美国国会通过《萨班斯——奥克斯利法案》，提出更高的“实质重于形式”信息披露要求，根据这一立法精神，2003年美国财务会计准则委员会（FASB）针对协议控制而非股权控制的合并报表特殊问题进行准则修订。VIE结构是指虽然两个会计实体之间不存在直接股权控制关系，但如果其中一个实体的收益和风险方面存在协议控制和实质性转移，双方报表应当合并反映所有收益和风险，实现了通过协议控制将境内权益输送到境外上市公司合并披露企业整体业绩的财务路径。2009年FASB又发布了《财务会计准则公告第167号——可变利益实体的合并》（FAS167）对VIE结构进行了更明确界定，明确控制性财务利益在于识别VIE结构“首要受益人”（Primary Beneficiary），控制性财务利益具有以下两个特征：①主导对VIE结构的经济表现产生最重大影响的活动的权力；②吸收VIE结构潜在重要损失的义务或接受VIE结构重要收益的权利，其实质在于以协议控

【基金项目】广东省哲学社会科学基金项目“政府干预、融资渠道约束和R&D投资”（项目编号：GD14CYJ08）

制实现实质性利益与风险转移。

（二）海外IPO融资偏好原因分析

电商企业偏好VIE结构海外IPO融资方式主要有如下原因：①海外资本市场IPO实施“注册制”而非“审核制”，时间更短，并规避了收入、利润等财务指标最低门槛要求，这对处于“野蛮增长期”的电商企业尤其有吸引力；②VIE结构是目前最现实有效的海外融资形式，能规避国内监管机构对于电商企业海外上市的种种政策性限制与监管；③美国网络经济领导地位决定了海外投资者对电商企业的估值更高，融资优势更显著。截至2014年12月，根据Wind数据库统计资料显示，国内资本市场狭义电商企业仅12家，在美上市中概股电商企业已达16家，且在融资规模、公司市值、成长性等方面已大幅超越国内电商企业。在此背景下，本文将研究内容界定为我国电商企业美国资本市场VIE结构间接IPO融资。

（三）电商企业VIE结构海外IPO融资组织设计

目前国内电商企业VIE结构海外IPO最常见的融资组织结构设计至少包括三层：第一层在开曼群岛或者维尔京群岛设立海外上市壳公司；第二层利用香港等中转港设立外商独资企业（WFOE），作为连接海外上市壳公司与内地运营实体的桥梁，将国内运营实体的实质性利益与风险转移至海外上市壳公司；第三层是国内运营实体，大多由创始人团队所控制，以独家服务或顾问协议建立与海外上市壳公司之间的协议控制而非股权控制。

二、VIE结构电商企业海外IPO政策风险

电商行业主要业务是互联网增值业务，属于国家高度敏感的战略性新兴信息技术产业范畴，国家出台了相关文件明确将基础电信业务和增值电信业务列入限制性外商投资产业目录，并且规定外商持股比例不得高于50%，任何外资企业不得在中国境内经营互联网内容服务。

（一）风险产生原因

电子商务行业又属于典型资本密集型产业，高度依赖国外风险性股权融资支持，这是因为目前国内风险投资体系尚不成熟，所以国内大多数著名电商企业就股权结构而言实质上属于外商投资企业。为规避互联网增值行业政策性禁入限制，2006年之前电商企业大多选择股权并购方式，通过反向海外买壳进行规避，但2006年8月商务部、国资委、国家税务总局等六部委联合出台《关于外国投资者并购境内企业的规定》，对海外并购实质性审核做出详细规定，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内公司，应报商务部审批。2011年9月商务部出台《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》，要求对外资并购实施更严格的实质性审核，外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查，包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。相关部门应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围。这使得传统反向并购买壳海外上市变得不可能，但上述规定中“其他规避方式”并没有明确禁止协议控制，因而VIE结构成为电商企业海外IPO规避政策性禁入限制的唯一选择。

（二）VIE结构潜在风险分析

虽然国内电商企业可以通过VIE结构规避相关政策监管和实质性审核实现海外IPO，但相关部委对此一直保持沉默，执行“非禁止即许可”原则。从《合同法》第五十二条“合同无效”视角看，其具有“以合法形式掩盖非法目的”嫌疑，只是目前尚未有立法或司法解释明确VIE结构即“非法目的”。十八大三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干问题决定》明确指出：建立公平开放透明的市场规则，实行统一的市场准入制度，在制定负面清单基础上，各类市场主体可依法平等进入清单之外领域。探索对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单的管理模式。从某种意义上讲，十八大三中全会提出的“市场化和投融资准入改革思路”可以概括为“能开放的市场面对各类主体公平统一开放，而暂时不能放开的市场要改善和强化有效监管”。在全面深化政府有效市场化监管改革背景下，电商企业VIE结构规避政策性“行业禁入”，将面临更严重的政策变化风险和追加惩罚成本风险。

另外，地方政府为了将优质资产和利益尽可能多地流转至本地，也加强了对外国投资者VIE协议控制实质性监管和审核。2011年河北省地方政府审核认定宝生钢铁VIE结构违反了国内外商投资管理政策，其被迫终止海外IPO并撤回美国上市文件，成为国内首个由于地方政府否决VIE结构而导致海外上市融资失败的案例。2012年底，最高法院对香港华懋金融服务有限公司（简称“华懋”）与中国中小企业投资有限公司（简称“中小投资”）关于“民生银行股份归属权”争议作出了判决，华懋以对中小投资的“协议借款”方式委托其行使了民生银行股东投票权，但最高法院认为该委托关系规避了我国禁止外商进入金融领域规定，构成了“以合法形式掩盖非法目的”，因此判决协议无效。近期一系列关于VIE结构的判决案例显示，电子商务已经纳入国家新兴产业战略高度，更容易受到各级政府政治干预，VIE结构也更容易受到政府实质性利益转移审核禁止裁定，而显得更加脆弱。

三、VIE结构电商企业海外IPO融资流动性风险

电商企业近年来积极拓展互联网金融业务，与传统银行形成直接竞争关系，再加上电商企业高系统风险和“轻资产”特征，银行金融机构不愿意对其提供充足信贷金融支持，电商企业海外IPO行为更是加剧了其融资结构失衡的状况；而VIE结构下海外IPO方式募集的资本不能直接转给国内运营实体，只能借助借款协议等方式进行国内外频繁的、大额的外汇流动，存在着资本跨境转移风险与“热钱”流入嫌疑。

（一）海外IPO融资结构失衡

对于国内银行金融机构而言，海外上市主体已通过VIE

结构实现了对国内运营实体现金流和利益的实质转移，这使得金融机构向国内运营主体提供信贷支持缺乏现金流保障，向海外主体提供信贷支持缺乏跨国金融政策许可，再加上电商企业“轻资产、高风险”特征以及与银行存贷业务存在竞争关系等原因，电商企业海外IPO大多缺乏银行信贷支持，资本结构失衡，公司治理结构缺乏债务硬“约束”，致使投资决策权力高度集中、投资行为非理性。

截至2013年底中美IPO电商企业财务指标比较

	数量	大股东持股比例	总资产报酬率	2013年资产负债率	2013年短期借款	2013年长期借款	2013年平均总市值
国内IPO	12	38.45%	9.16%	39.02%	27.27	26.41	36.15
美国IPO	12	7.67%	4.01%	45.51%	4.17	6.65	82.12

注：银行贷款与总市值单位为亿元人民币。除数量外，其他项目均取被统计公司的平均值。

首先，从上表可知，12家美国上市的中概股电商企业资产负债率均值为45.51%，略高于国内上市的电商企业资产负债率均值39.02%。但通过对中概股负债率逐一甄别后可知，当当网、唯品会两家负债率超过80%，其中唯品会是由于2013年“流血上市”导致权益比例较低，而当当网是因为图书赊购模式导致应付账款等规模庞大。剔除这两家负债异常公司，中概股电商企业负债率均值降至31.89%，显著低于国内上市的电商企业资产负债率均值；另外，中概股电商企业2013年短期借款均值为4.17亿元，长期借款均值为6.65亿元，显著低于国内上市电商企业银行借款规模；并且海外电商企业中短期借款为0的公司有8家，长期借款为0的公司有7家，而百度一家公司短期银行借款规模高达38亿元，长期银行借款规模更高达172亿元，网易公司短期借款规模也高达97.6亿元。如果除掉高度集中的“信贷支持”高负债电商企业，剩余海外电商企业融资结构中借款融资比例将更低，负债绝大多数来自于商业信用融资。从某种程度而言，中概股电商企业并没有利用海外上市公司“特殊身份”争取到国内金融机构低成本信贷融资支持。更关键的是，由于融资结构失衡也导致了治理结构“软约束”，电商企业投资行为“羊群”效应与“非理性”效应最终表现为投资拉动式被动性融资约束，电商企业粗放式投融资关系使得冲突日益加剧，也对公司价值产生长期负面影响。

其次，中概股电商企业面临严重的融资约束风险。由于融资结构失衡、治理结构“软约束”，导致电商企业投资行为非理性，具体表现为“羊群”跟风效应和“过度自信”、“过度乐观”。虽然电商企业海外IPO融资规模较大，但远远难以填补其巨额资金缺口。由于缺乏银行金融信贷支持，股权再融资成为唯一有效的外部融资渠道，但股权再融资容易受到外部市场环境（如信任危机、做空危机）的影响。中概股电商企业投资拉动式被动融资需求导致股权融资约束严重，再融资波动甚至会引发公司资金断崖式死亡风险。

（二）募集资金跨境流动风险

中概股电商企业通过VIE结构，借助控制协议，如借款合同、独家技术服务合同，实现了海外IPO资金跨境流转，但资金跨境流动不仅面临我国外汇监管政策风险，而且实际控制人需承担债务无限连带责任风险。VIE结构决定了海外上市公司股权融资获得的资金并不能直接转入国内运营实体，这是因为海外上市壳公司与国内运营实体之间只存在协议控制而不存在股权控制，只能将海外IPO资金以借款形式转移给国内运营实体控制人，实际控制人通过独家顾问费用、技术服务费等方式将外汇资本转移至境外。

从我国现行法律体系来看，海外IPO融资行为会导致国内运营实体实质性利益几乎全部转移至国外，本质上属于跨境利益输送行为，违背外汇资本返还规定，有可能会被外汇监管部门认定为无效借贷行为；而通过顾问费用、技术费用将利益输送至海外上市公司，也可能被国内运营实体债权人依据《合同法》有失公允原则而行使撤销权。另外，VIE融资跨境流动过程中国内运营实体实际控制人承担对运营实体融资转移的无限个人连带责任。

更重要的是VIE资本跨境流动会引发外管局对“热钱”跨境流动的监管。近年来外管局监管思路是放松经常性项目与一般性资本项目流动监管，放松经证监会许可的海外红筹或蓝筹公司融资监管，但强化对疑似方便“热钱”跨境流动的协议控制融资方式的监管。2005年国家外管局发布的《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》，明确了境外设立特殊目的公司、返程投资等业务的登记管理程序，境内企业需要向外管局申报审核对特殊目的公司的利润支付、清算、转股、减资等资本项目结售汇业务。但2010年外管局发布《关于加强外汇业务管理的通知》，强化对境内公司海外上市IPO资金回流真实性审核，结汇需符合招股说明书所列用途，对于超募部分或超出招股说明书用途的部分，另须提交与其结汇用途相关的董事会决议，应当结汇支付给交易对方的，不得留存于自身人民币账户，海外上市募集资金不能够一次性调回内地，需要分批向外管局申请，以控制IPO资金回流规模。2013年外管局修订《关于境外上市外汇管理有关问题的通知》，其中规定境内公司境外上市登记后，可通过银行办理外汇账户开立、资金汇兑等手续，无须再经外汇局核准。

四、VIE结构海外IPO控制权冲突风险

电商企业海外IPO所采用的VIE结构控制权安排异常复杂，海外上市壳公司和国内运营实体需要借助中间层——外商独资公司才能实现利益和资金流转移，但国外上市壳公司和国内运营实体的股权结构并不相同，其高度依赖于脆弱的控制协议。对于国内运营实体控制人而言，由于控制权与现金流量权严重分离，使其具备强烈的利益转移动机；而对

于海外上市主体来说，由于控制权架构的多层级与复杂性，海外投资者与国内运营实体控制人之间产生了较严重的信息不对称，有可能出现一系列委托代理问题，这些问题的核心就是控制权安排。

（一）国内运营实体控制权冲突

中概股电商企业国内运营实体一般由创始人团队控制，但其核心利益、现金流、风险均转移到海外上市壳公司，控制权和现金流量权严重偏离。例如，阿里巴巴真正负责运营淘宝与天猫C2C业务的是浙江淘宝网络有限公司和浙江天猫网络有限公司，是由马云、谢世煌全资持股的内资公司。但其与淘宝（中国）软件有限公司、浙江天猫技术有限公司两家外商独资公司签订了协议控制合同，通过合并财务报表将利益、资产转移至在开曼群岛注册的上市公司阿里巴巴，这种情况下会诱使国内运营实体控制人产生强烈的利益转移冲动。

“协议控制”的实质是“契约精神”，虽然有股权质押协议或者独家认股权协议担保，但由于中外法律体系存在差异，协议控制更依赖于国内运营实体控制人的道德水平。遗憾的是在中国转轨经济形势下，道德风险与违约成本较低，为了保障控制协议的有效性，外方投资者往往加强了对国内运营实体的决策干预，这使得国内运营实体出现了股权控制和协议控制的激烈冲突。如果出现控制权矛盾激化，实际控制人可以凭借对运营实体的股权控制调整甚至否决协议控制，但这会导致海外股东投资价值大幅缩水，更严重的是会导致海外投资者的“信任危机”，企业再融资功能丧失甚至面临退市风险。

国内运营实体股权控制与协议控制冲突最典型的案例就是支付宝股权转移事件，2011年为了使支付宝符合央行《非金融机构支付管理办法》并顺利取得支付牌照，马云将支付宝从阿里巴巴国内运营实体剥离，转移到马云个人控股的新公司并取消控制协议。此事件背后实际上反映出阿里巴巴管理层与大股东雅虎长期的利益冲突，雅虎希望能更多地干预阿里巴巴经营决策，但受到以马云为首的管理层的强力抵制。随着阿里崛起和雅虎衰退，股权控制与协议控制之间的利益冲突更加激化。支付宝转移事件激起雅虎极力反对，且雅虎等股东发起针对马云的海外诉讼，更引发了海外市场中整个中概股集体诚信危机，最终以马云支付给其他股东巨额现金补偿收尾，但“道德与契约争议”仍困扰阿里巴巴，以至于其海外IPO过程中一度想选择香港上市以规避美国证券交易委员会（SEC）关于“资产转移与道德规范”的质询。

（二）海外上市公司控制权争夺

VIE结构海外上市主体仅仅是壳公司，其实质利益与风险来源于国内运营实体，这种情况下如何保障海外IPO之后电商企业战略不受到海外投资者过度干预，尤其是在绝大多数股东仅为财务投资者而非战略投资者的情况下尤为重要。对于海外投资者而言，其面临一个两难选择：如果选择掌控上市壳公司控制权，VIE结构下信息不对称可能引发严重的委托代理问题；如果将控制权让渡给国内运营实体控制人，则面临企业家的道德风险问题。但鉴于美国萨班斯法案、SEC监管体系以及美国司法追偿制度，第二种选择反而会对实际控制人产生更大的实质性约束力，将控制权赋予运营实体控制人可能成了次优选择。

因而国内运营实体控制人希望通过一系列投票权制度创新获得更多控制权，美国资本市场对投票权创新持最宽容的态度。扩大投票权有三种路径：①与其他股东签订“一致行动人”协议，对特定事项采取一致投票权行动，加大控制人投票权重从而实现实际控制，例如在京东商城海外IPO之前，11家海外投资机构将投票权委托给京东CEO刘强东行使，刘强东因而凭借18.8%股权掌控51.2%的控制权；②设置A、B股双层股权结构，管理层B股有N倍于A股的投票权，代表性企业为百度，李彦宏2013年持股权比例仅为15.90%，但通过B股掌控至少52.2%的投票权，从而取得实际控制权；③建立董事会“合伙人”选举制度，在公司章程中设置提名董事人选的特殊条款，从而实现董事会控制目标，最典型也是最争议公司即为阿里巴巴，由阿里巴巴合伙人负责绝大多数董事提名，实现董事会11人中的6人由合伙人提名产生，从而代表运营实体管理层团队实现对上市公司的实质控制。

五、结语

我国电子商务行业正处于黄金发展时期，如前所述，电商企业海外IPO面临了诸多挑战，同时电商企业海外IPO的成功也为我国各级资本市场创新发展提供了借鉴。网络经济时代战略新兴电子商务产业将互联网与传统产业深层次结合，为了实现制造业、物流业、商贸业、金融业等电子商务生态圈更好的发展，需要建立我国自己的风险投资资本体系，强化国内金融机构对电子商务行业金融支持力度和普惠性，发展多层次、开放性、具有聚集效应的资本市场体系，吸引更多优质电商企业国内上市，更深刻地优化、改变我国经济增长模式，尽快实现经济发展“互联网+”新形态。

主要参考文献：

李德民.协议控制海外上市的法律风险分析[D].成都：西南财经大学，2012.

杨修.我国电子商务企业财务管理模式形成机理研究[D].吉林：吉林大学，2014.

唐志贤. 可变利益实体原因、风险分析及对策[J].财会通讯，2012(8).

王海燕.电子商务发展的金融支持体系研究[D].南昌：江西农业大学，2013.

李维安，吴德胜，徐皓.网上交易中的声誉机制[J].南开管理评论，2007(5).

作者单位：广东金融学院会计系，广州510521