

## 分析师快评：VIE 若禁后果不堪，政策导向生死攸关

2011-09-28 清科研究中心 徐卫卿

### VIE 上演过山车

短短数日之内，VIE 事件上演了过山车般的场景，在风口浪尖里几度跌宕起伏，戏谑着市场紧绷的神经。首先是支付宝事件中马云爆出 VIE 秘而不宣的内幕。马云在与雅虎和软银开战，以“VIE 非法”为由，单方面终止了 VIE 协议，以极低的价格将支付宝从阿里巴巴集团转移到了自己控制的内资企业，彻底实现了支付宝脱离阿里集团。VIE 从此被推上了舆论的焦点之下。紧接着外资审查制度将 VIE 首次纳入监管，掀起互联网行业和 VC/PE 业内海啸。VIE 如若被禁，后果到底有多严重？VIE 的生路究竟在何方？

### 如若 VIE 被禁，后果堪忧

#### 上市---“搁浅”

众所周知，VIE 模式是互联网等轻资产企业“曲线”登陆美国资本市场的主要途径。VIE 如若叫停，首先遭殃的是计划曲线海外上市的互联网企业，如近期筹备上市的电子商务明星企业凡客诚品、京东商城等。VIE 的机构如果被否，这些逆势博上市的企业路演或遭遇障碍，恐怕难以完成“龙门一跃”。即便是加速 IPO，在政策出台之前完成上市，其未来的融资前景也令人堪忧。境外上市途径被封堵，境内上市门槛够不到，中国数千万的互联网等轻资产的中小企业前途未卜。

#### 中概股---“下跌”

二级市场来看，VIE 监管的阴云不散，二级市场的担忧加深，国外投资者对中概股整体信心下滑，市场波动较大，中概股的市值已经缩水严重。9月26日，中国概念股再次全线下跌，包括百度、新浪、网易在内的13只股票跌幅超过5%。如果政府对VIE的监管持续收紧，投资者的信心较难在短时间内恢复，中概股前景甚忧。

#### 退出渠道---“受阻”

另一个与VIE的命运息息相关的是已经投资VIE企业的VC/PE机构。广义互联网行业一直是创投及私募股权投资机构亲睐的重点领域之一。清科研究中心的数据显示，仅在2007年到2011年上半年，VC/PE投资到广义互联网行业的投资案例数达到776起，投资金额达57.95亿美元。而广义互联网行业的企业绝大部分都采取了VIE的架构。VIE如果被取缔，数亿美元的投资退出渠道被堵，回报无门。

## VC/PE 策略---“转型”

VIE 架构是美元基金实现境外退出的主要方式之一，VIE 架构如若被否，将对手持美元基金的创投机构打击巨大。如果政策收紧，美元基金颓势渐现，机构或将采取快速转型，调整策略，将重心偏移到人民币基金。在目前二级市场持续走跌，政策不确定性不断加剧的情况下，VC、PE 机构对于项目退出预期普遍持有相对谨慎态度。中国 VC/PE 市场的又一个“冬天”是否即将来临？VC/PE 机构将如何快速调整投资策略，适应市场变化，保证投资回报水平，已经成为当前摆在中国 VC/PE 机构面前的一个重要的问题。

## VIE 出路在何方？

VIE 的监管已经提上日程，政策的完善只是时间的问题。但是政策的力度和深度究竟会有多大？审查的边界究竟有多宽？企业、外资、VC/PE 机构等各方利益如何受到保障？这是关系 VIE 前途的关键问题。VIE 模式是外商投资产业目录限制下的产物，产业目录将互联网归类于禁止对外资开放的增值电信业务，而十年前互联网投资属于高风险的领域，人民币的投资热情不高，只有利用外资才能迅速发展，因此，外资利用 VIE 模式实现对境内实体的间接控制应运而生并在业界广泛采用。如果有关部门能够将外商投资产业目录重新梳理，清晰界定，互联网的外资控制合法性受到认可，那 VIE 的存在也就失去了意义，中国互联网等轻资产中小企业的长远发展也将得到保障。

## 附：VIE 结构

VIE 结构即协议控制，又称“新浪模式”、“搜狐模式”，在 2006 年以前主要用于互联网公司的境外私募与境外上市。指离岸公司通过外商独资企业，与内资公司签订一系列协议来成为内资公司业务的实际收益人和资产控制人，以规避《外商投资产业指导目录》对于限制类和禁止类行业限制外资进入的规定。

---

## 关于清科

[清科集团](#)成立于 1999 年，是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

## 服务介绍：

[清科研究中心](#)于 2001 年创立，研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中

国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品**清科数据库**（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE 投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

**清科互动**平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台，每年参会人数总和逾万人次，拥有国内最强的投资人关系网络。旗下会议论坛品牌包括中国创业投资暨私募股权投资论坛、中国有限合伙人峰会、中国高成长企业家峰会及创业投资俱乐部。

**清科资本**是清科集团旗下的投资银行业务，为中国高成长企业提供全方位融资、并购和重组方案，每年协助 20 多家企业完成资金募集和并购，交易金额超过 2 亿美元。行业涵盖互联网、通信、教育、健康医疗、消费、零售及服务业等方面。

**清科创投**是清科集团于 2006 年募集成立的创业投资基金，专注于投资具有高增长潜质的中国企业，主要采取联合投资的方式和国内外著名创投机构投资于中后期企业，以领投或联合领投的方式投资于早期的创业企业。

**清科投资**是清科集团旗下专注于母基金(FoF)的管理平台，是一支专注投资中国市场上优秀的创业投资（VC）和私募股权基金（PE）基金的母基金。于 2011 年成立，首期募集目标 20 亿元，总募集规模为 50 亿元。

**投资界**是清科集团旗下领先的中国私募股权投资行业门户网站。以强大的投资人关系网络为基础，致力于为业界人士提供最及时、准确、深入的市场报道，并整合清科集团十余年的行业研究资源，倾力打造具备丰富数据及深入分析的专业化网站。

更多详情请咨询 400-600-9460

## 引用说明

本文由清科集团公开对媒体发布，如蒙引用，请注明来源：**清科研究中心**，并将样报两份寄至：

北京市朝阳区霞二路 20 号鹏润大厦 A 座 12 层 1000 号（邮编 100125）

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_16172](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16172)

