

学校编码: 10384
学号: 17520101151170

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

VIE 结构风险：基于境外上市中概股的案例研究

**VIE Structure Risk Research: Based on the Cases of the
ChinaStocks listed Overseas**

汤云溪

指导教师姓名：陈汉文 教授

专 业 名 称：会 计 学

论文提交日期：2013 年 4 月

论文答辩时间：2013 年 6 月

学位授予日期：2013 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2013 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为()课题(组)的研究成果，获得()课题(组)经费或实验室的资助，在()实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

今年 3 月两会在北京召开，在众多提案中，有两个提案尤其引人注目：苏宁电器董事长张近东提出应该尽早出台 VIE 结构监管规定；与他针锋相对的是，百度公司创始人李彦宏主张政府放松对 VIE 的监管，鼓励企业借助 VIE 结构发展，在支付牌照和并购审查上，取消对 VIE 的限制。一个主张监管，一个呼吁松绑，意见截然不同。在国际上，2012 年 7 月 17 日，著名的中概股新东方因 VIE 结构遭遇 SEC 调查，随后被浑水公司做空，两日后公司市值只剩下 40%，VIE 结构成为了许多中概股公司面临的重大风险来源。

当前，VIE 结构问题已经成为中外一个重要的经济现象，必须予以重视和研究。VIE 概念最早来自于 FIN46，指公司不通过股权控制，而通过协议控制的业务实体。在 VIE 概念产生之前，新浪就使用“协议控制”取代“红筹模式”赴境外上市，后来“协议控制”也被称作“VIE 结构”。本文从新东方 VIE 结构在美国“遭遇”做空谈起，分析 VIE 结构的概念、方式、搭建、产生的背景、重大风险及其应对，以期对中国公司和监管部门有所助益。

关键词：VIE 结构 中概股 风险

Abstract

This March, NPC and CPPCC were held in Beijing. There are two proposals of particular concern in numerous proposals. Zhang Jindong, chairman of Suning Appliance, suggested that the government should issue regulation on VIE structure as soon as possible. Tit for tat, Robin Li, the founder of Baidu Inc, advocated the government to relax the control of VIE, to encourage the development of enterprise with VIE structure, and to cancel the limitation of VIE in the payment of license and merger review. Zhang calls for supervision. On the contrary, Li appeals for deregulation. Their opinions are entirely opposite to each other.

In the international arena, due to the structure of VIE, the famous Chinese concept stock New Oriental encountered the SEC investigation in July 17, 2012. Subsequently, it was shorted by Muddy Waters. Then, the market value of New Oriental fell to only 40% of the original after two days. As a result, the VIE structure has become a major source of risk facing many Chinese concept stock companies.

Thus, the problem of VIE structure has become an important economic phenomenon in both China and foreign countries, and it should be paid more attention to and studied. The concept of VIE originally comes from FIN46. It refers to the business entity controlled by the company through protocol instead of equity. Before the birth of the VIE concept, Sina has used “protocol control” instead of “red-chip mode” to list overseas. Then “protocol control” is named as “VIE structure”. The paper starts from the event that New Oriental’s VIE structure suffered short in the United States. Then, it analyzes VIE structure’s concept, mode, establishment, background, major risks and solutions in order to help Chinese company and regulators.

Key Words: Variable Interest Entities; Overseas IPO; Risk

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.1.1 新东方介绍.....	1
1.1.2 新东方事件回顾.....	3
1.1.3 新东方财务分析.....	5
1.1.4 事件反思.....	11
1.2 研究思路.....	12
1.3 研究意义及局限.....	13
第二章 VIE 结构介绍	15
2.1 VIE 结构概念.....	15
2.1.1 可变利益实体简介.....	15
2.1.2 VIE 结构的分类.....	17
2.1.3 VIE 结构的搭建.....	17
2.1.4 VIE 结构使用现状.....	21
2.2 使用 VIE 结构海外上市的动因.....	23
2.2.1 VIE 结构出现的历史背景.....	25
2.2.2 VIE 结构使用的现实动因.....	29
第三章 VIE 结构控制风险：基于双威教育案的研究	34
3.1 案例介绍.....	34
3.1.1 公司简介.....	34
3.1.2 事件回顾.....	35
3.2 案例分析.....	36
3.2.1 双威教育上市动机遭质疑.....	36
3.2.2 股权转让损害股东利益.....	37
3.2.3 管理层挪用、侵占公司资金.....	38
3.2.4 管理层私自转移公司资产.....	39
3.3 控制风险动因分析.....	39
3.3.1 控制风险产生的内部动因.....	39
3.3.2 VIE 结构搭建有缺陷.....	40
3.3.3 VIE 结构合法性问题增加控制风险.....	43
3.3.4 缺少专门的法律救助.....	49
3.4 控制风险的应对.....	50
第四章 VIE 结构做空风险：基于分众传媒案的研究	52
4.1 案例介绍.....	52
4.1.1 公司简介.....	52

4.1.2 事件回顾.....	53
4.2 案例分析	54
4.2.1 盈利能力.....	54
4.2.2 虚增资产.....	56
4.2.3 并购业务.....	57
4.3 做空风险的动因分析	60
4.3.1 做空 VIE 的内因分析.....	60
4.3.2 做空 VIE 的外因分析.....	61
4.4 做空风险的应对	64
第五章 加强 VIE 结构监管，以有效应对风险	66
5.1 监管的必要性	66
5.2 境外的监管	67
5.2.1 美国的监管.....	68
5.2.2 香港的监管.....	68
5.3 境内的监管	69
5.4 完善 VIE 结构监管	70
5.4.1 加快立法监管 VIE 结构.....	71
5.4.2 加强国际合作监管 VIE 结构.....	71
参考文献	73
致谢	76

Table of Contents

Chapter 1: Introduction	1
1.1 Back ground	1
1.1.1 New Oriental profile.....	1
1.1.2 Events review.....	3
1.1.3 Financial Analysis.....	5
1.1.4 Profound consideration.....	11
1.2 Research thoughtway	12
1.3 Research significance and limitation of this thesis	13
Chapter 2: VIE Structure introduction	15
2.1 VIE Structure Conception	15
2.1.1 VIE introduction.....	15
2.1.2 VIE structure classification.....	17
2.1.3 Establish VIE structure.....	17
2.1.4 The use of VIE structure.....	21
2.2 The Reason of using VIE structure	23
2.2.1 Background of VIE structure.....	25
2.2.2 The real reason of using VIE structure.....	29
Chapter 3: Study on the case of CAST	34
3.1 Case explaining	34
3.1.1 Company profile.....	34
3.1.2 Events Review.....	35
3.2 Analysis of the case	36
3.2.1 Motive questioned.....	36
3.2.2 Acquired damage interest of shareholders.....	37
3.2.3 Management misappropriated funds.....	38
3.2.4 Management misappropriated assets.....	39
3.3 The Reason of control risk	39
3.3.1 Internal factors.....	39
3.3.2 Defection of VIE structure.....	40
3.3.3 The legitimacy of VIE structure.....	43
3.3.4 The lack of law.....	49
3.4 Coping control risk	50
Chapter 4: Study on the case of FMCN	52
4.1 Case explaining	52
4.1.1 Company profile.....	52
4.1.2 Events review.....	53

4.2 Analysis of the case	54
4.2.1 Profitability.....	54
4.2.2 Inflated assets.....	56
4.2.3 Mergers and acquisition.....	57
4.3 the reason of short	60
4.3.1 Internal factors.....	60
4.3.2 External factors.....	61
4.4 Coping short risk	64
Chapter 5: Strength VIE structure supervision	66
5.1 Necessary of supervision	66
5.2 Foreign supervision	67
5.2.1 American supervision.....	68
5.2.2 Hong Kong supervision.....	68
5.3 China supervision	69
5.4 Improve and perfect VIE supervision	70
5.4.1 Legal system.....	71
5.4.2 Strength the international cooperation.....	71
Reference	73
Acknowledgements	76

第一章 绪论

目前，VIE 结构成为国内外企业界、政府机构和学者共同关注的热点问题。本章通过回顾浑水做空新东方事件，引出对 VIE 结构问题研究的重要性，然后给出本文的研究思路，研究意义及局限。

1.1 研究背景

今年 3 月两会在北京召开，在众多提案中，有两个提案尤其引人关注：苏宁电器董事长张近东提出应该尽早出台 VIE 结构监管规定；与他针锋相对的是，百度公司创始人李彦宏主张政府放松对 VIE 的监管，鼓励企业借助 VIE 结构发展，在支付牌照和并购审查上，取消对 VIE 的限制。一个主张监管，一个呼吁松绑，意见截然不同。

在国际上，2012 年 7 月 17 日，著名的中概股新东方因 VIE 结构遭遇 SEC 调查，随后被浑水公司做空，两日后公司市值只剩下 40%，由此 VIE 结构成为许多中概股公司面临的重大风险来源。

可见，VIE 结构问题，已经成为中外一个重要的经济现象，必须予以重视和研究。本文拟从新东方 VIE 结构在美国的“遭遇”做空谈起，分析 VIE 结构的概念、方式、搭建、产生的背景、重大风险及其应对，以期对中国公司和监管部门有所助益。

1.1.1 新东方介绍

1993 年 11 月 16 日，俞敏洪等人创办北京新东方学校，经过八年发展，2001 年新东方教育科技集团正式成立。新东方教育科技集团以语言培训为主，拥有亲子中心、泡泡少儿教育、优能中学教育、基础英语培训等多个培训体系，同时拥有短期语言培训系统、职业教育系统、基础教育系统等多个发展平台，是一家集教育培训、教育产品研发、教育服务等于一体的大型综合性教育科技集团。

截止 2012 年 5 月，新东方教育科技集团已经在全国 49 个城市设立了 55 所学校、7 家产业机构、32 家书店以及 600 多家学习中心。各地新东方学校采用统一的品牌、统一的师资调配、统一的基础教材、统一的授课质量、统一的投诉系

统、统一的教学服务、统一的教学管理制度，从而确保了各地新东方学校能够为所有学员提供最高水准的教学和服务^①。

新东方教育科技集团于 2006 年 9 月 7 日在美国纽约证券交易所成功上市(这种说法有些不准确，因为新东方采用 VIE 结构上市，上市主体不是新东方教育科技集团，而是注册在开曼的新东方)，成为中国第一家境外上市的教育企业，股票代码：EDU，发行价格 15 美元，发行股票 750 万股，融资额 1.125 亿美元，承销商为瑞士信贷、高盛和 Piper Jaffray。上市公司持股结构如下表所示：

表 1-1：新东方持股结构表

持股人（机构）	持股比例
俞敏洪	31.18%
徐小平	10%
包凡一	4%
钱永强	2.5%
老虎环球基金	14.91%
Capital River Group、Peak Idea International、Forth right Training	15%

资料来源：雅虎财经网站。

2007 年，新东方以 41.50 美元/ADS 进行二次增发，融资 2.9 亿美元。2011 年 8 月 19 日，新东方股票实行 1 拆 4 计划，拆股后 1ADS=1 普通股，对应发行价折合 3.75 美元/ADS。

新东方上市主体的注册地在开曼，通过控制协议（Contractual Arrangement）控制境内运营公司，即新东方教育科技集团，新东方上市所采用的这种模式被称作 VIE 结构。新东方上市之后发展迅速，截止到 2012 年 5 月 31 日，其资产增长了 2.57 倍，净利润增加了 3.64 倍。下图是新东方上市后净利润和资产变化图：

^①<http://www.neworiental.org/profile/about.html>

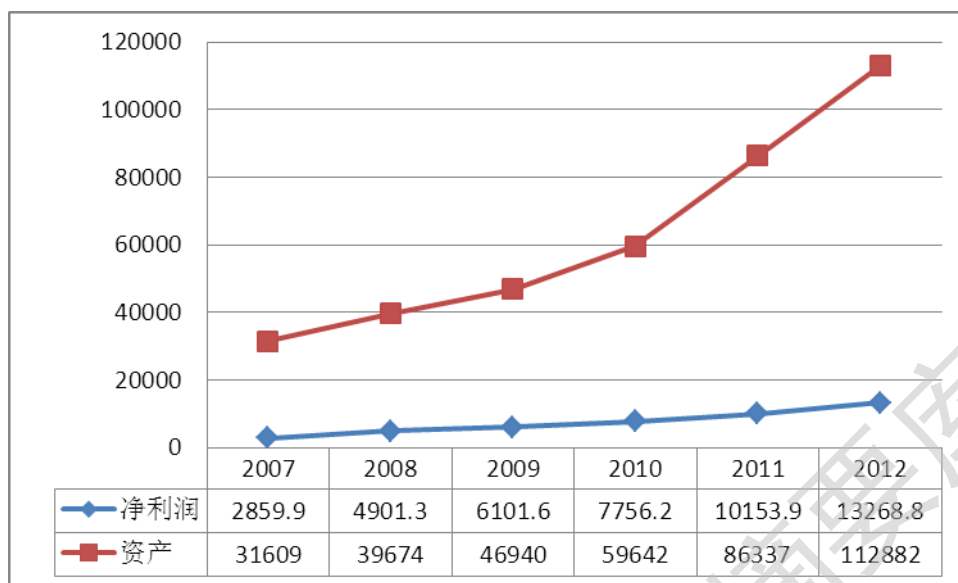


图 1-1：新东方资产和净利润变化图（单位：万美元）

资料来源：作者根据新东方年度财务报表整理。

新东方上市之后不但受到国内的热议，而且受到国际做空机构的“关注”，2009年4月16日香橼研究（Citron）发布针对新东方的质疑报告，但是新东方股价没有下跌，反而上涨超过30%；2012年7月17日，新东方宣布收到美国证券交易委员会（SEC--the U.S. Securities and Exchange Commission）的调查通知，目的是调查新东方VIE结构，受此消息影响，当天新东方股价暴跌34.32%；7月18日，做空机构浑水研究（Muddy Waters）发布质疑报告做空新东方，当天股价再跌35%，两日跌幅累计约60%，市值蒸发近20亿美元，引发国内外对新东方的讨论。下面对这起事件进行详细的介绍。

1.1.2 新东方事件回顾

2011年1月，新东方变更新东方教育科技集团的股权结构。新东方教育科技集团此前由11名股东控股，俞敏洪通过北京世纪友好教育投资股份有限公司持股53%，是第一大股东。近几年其他10位股东相继离开公司，新东方教育科技集团为了加强控制，将其他10位股东清退，其股份全部转到俞敏洪名下，股权结构改变后，俞敏洪100%控制新东方教育科技集团，下图是结构调整前的11个控股股东：

表 1-2：新东方结构调整前的 11 个创始股东

Name of the Shareholder	Ownership Percentage
Xiaoping Xu	10%
Fanyi Bao	4%
Yongqiang Qian	2.5%
Qingquan He	2%
Beijing Jianfan Fengdu Culture Development Co., Ltd.	0.5%
Beijing Shiji Youhao Education Investment Co., Ltd.	53%
Beijing Hongcai Education and Technology Co., Ltd.	6%
Qiangdao Feixiang language Services Co., Ltd.	0.5%
Beijing Tianyi Yang Technology Development Co., Ltd.	0.5%
Beijing Jin Mu Tu Technology and Trading Co., Ltd.	2%
Beijing Beizhi Culture Education Co., Ltd.	19%

资料来源：新东方：《新东方招股说明书》，2006 年 8 月。

2012 年 5 月，新东方教育科技集团股权结构变更后完成注册。

2012 年 7 月 11 日，新东方发布股权变更公告，公告称新东方教育科技集团结构调整对股东价值没有任何影响，同时对合并财务报表也不会产生影响。

2012 年 7 月 17 日，新东方宣布收到 SEC 关于 VIE 结构的调查函件，资本市场反应强烈，投资者抛售股票，新东方股价暴跌 34.32%。

2012 年 7 月 18 日，浑水公司发布针对新东方的质疑报告，新东方股价当天暴跌 35%，收报 9.5 美元，股价创 5 年新低。

浑水对新东方的质疑主要有以下几点：第一，2007 年新东方上市以来，营业收入增长 392%是基于在此期间新东方 338%的教学点增长，而这些教学点是特许加盟店，不受新东方直接控制；第二，揭露北京新东方在 2009-2011 年均存在财务造假，同时怀疑新东方向 SEC 提交的上市公司文件也采用了这些财务造假数据；第三，怀疑新东方的学校是国有资产，而其将学校整合到公司资产中。

2012 年 7 月 19 日，俞敏洪对新东方股权结构调整和浑水的质疑首次回应。

针对“特许加盟”的质疑，俞敏洪表示，目前国内凡是冠以新东方品牌的学校，全部是新东方直营的。新东方旗下子品牌泡泡少儿教育在全国授权了 19 家

加盟学校、满天星品牌授权了 2 家加盟学校，并没有授权这 21 家加盟学校使用新东方品牌，在新东方综合财务报表中只合并 21 家加盟学校的加盟费，其营业收入和资产都没有合并。此外，在新东方财报中公布的涉及新东方学校数量、教学中心数量及注册学生人数等信息中，均不包含这 21 家加盟学校，由于加盟费未超 500 万美元，占比太小，所以在财报中没有披露。同时他表示，新东方遵守中国法律法规，没有偷税漏税。

2012 年 7 月 20 日，新东方管理层宣布 5000 万美元购股计划，并表示，在未来 6 个月内不会出售所持有新东方股票。同时，公司董事会成立一个由公司三位独立董事李廷斌、李彦宏和杨壮组成的独立特别委员会，对浑水质疑报告中的各项指控进行独立检查。

2012 年 7 月 24 日，美国律所 Glancy Binkow Goldberg LLP 代表在 2009 年 7 月 21 日到 2012 年 7 月 17 日之间购入新东方美国存托凭证的所有个人或团体发起对新东方的集团诉讼。

2012 年 7 月 27 日，《第一财经日报》获得一份 2011 年 10 月俞敏洪写的邮件，邮件显示泡泡少儿英语从 2009 年开始授权加盟店。

2012 年 8 月 29 日，美律所 Holzer Holzer & Fistel, LLC 宣布，一项代表在 2009 年 7 月 21 日到 2012 年 7 月 17 日之间购入新东方普通股的投资者向新东方发起的集团诉讼已经提交。

2012 年 10 月 1 日，新东方教育科技集团宣布，特别委员会已经完成了独立调查，没有发现任何重要证据支持浑水的指控。

2012 年 10 月 15 日，新东方的 VIE 架构获得美国证券交易委员会的认可，不过 SEC 要求俞敏洪追加签署了“如果新东方 VIE 结构出现不稳定因素，那么新东方的董事会与股东有权利把新东方的 VIE 结构拿走”的条款（这是一条无法操作的条款，中国义务教育行业不能有外资投资，上市公司并不能股权控制新东方教育科技集团，拿走“VIE 结构”就意味着新东方退市）。SEC 将继续审查新东方的披露文件，调查仍在继续，公司无法预测调查何时结束以及最终调查结果。

1.1.3 新东方财务分析

针对浑水对新东方的质疑报告，本文从财务角度进行分析。在中国教育行业，

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库