

從 VIE 架構企業角度看反壟斷監管趨勢

財經評述

龐瀟 華興證券首席經濟學家兼首席策略分析師

12月14日，國家市場監管總局宣布，根據《反壟斷法》規定，就三起未依法申報違法實施經營者集中案進行了調查，對三家企業分別處以50萬元人民幣罰款的行政處罰，以此向社會釋放出「互聯網行業不是反壟斷法外之地」的強烈信號。

值得注意的是，國家市場監管總局特別指出，此次公布的三起案件中的被調查的經營者或目標公司均涉及到協議控制架構（又稱可變利益實體架構或VIE架構）情形，「相信通過這幾起案件的調查處罰，經營者能夠更清楚地認識到協議控制架構不是互聯網企業規避經營者集中監管的理由」。

此次是市場監管總局首次對涉及VIE架構企業違法實施集中作出行政處罰，對規範涉及VIE架構企業的經營者集中行為具有重要的指標性意義。長期以來，中國內地針對不同行業的外商投資的准入和範圍等存在一定限制，中資民營企業因融資渠道不暢而具有一定的境外融資需求，同時境外投資者也希望分享中國經濟尤其是新經濟高速成長的紅利。這三大因素使中資民營企業不斷探索新的融資方式。

自2000年新浪、搜狐、網易等公司首次通過VIE架構實現境外上市以來，VIE架構被廣泛應用於互聯網信息服務領域、互聯網文化經營和網絡出版服務領域、教育領域等中資民營企業赴境外上市的過程。

VIE 架構企業總市值逾33萬億美元

在MSCI中國成份股中，目前所有在美上市中概股和超過一半的在港上市中資民營股均採用VIE架構，其總市值超過33萬億美元，主要集中在互聯網和消費行業。因為規避外商赴華投資監管要求而創設的VIE架構，一直以來均處於政策和監管的灰色地帶，有關部門和監管機構迄今沒有直接地、明確地承認或否認VIE架構的合規性。

例如，自2008年《反壟斷法》生效以來，反壟斷部門對涉及VIE架構企業的經營者集中申報均未予受理。2020年起實施的《外商投資法》也未明確對VIE架構的監管態度，為將來在單行法律或行政法規中專門出台有關VIE架構安排的技術性條款留出空間。未來有關部門和監管機構如何處理VIE架構安排及其實際操作等問題，有待進一步

觀察。

大型 VIE 科企風險需緊密關注

筆者留意到，近年來立法和監管方面出現了某些正視VIE架構客觀存在的跡象，如：科創板已迎來首家保留VIE架構並發行中國存託憑證(CDR)的公司；2020年版外商投資准入負面清單進一步放寬對外資赴華投資的若干限制，並增加新條款明確「經國務院有關主管部門審核並報國務院批准」，特定外商投資項目可以不適用於負面清單；國家市場監督管理總局在今年首次批准涉VIE架構的反壟斷申報，並在今年11月公布的《關於平台經濟領域的反壟斷指南（徵求意見稿）》中提出涉及VIE架構的經營者集中，屬於經營者集中反壟斷審查範圍，等等。

筆者認為，出於國家安全、中國經濟的發展階段、境內資本市場的現實環境，對外開放時間表等方面因素的綜合考慮，以及VIE架構產生的三大因素在短期內難以改變，VIE架構在相當長的一段時間內仍有存在的必要性。

不過，必須緊密關注一些採取VIE架構並

跨界混業經營的大型科技公司風險的複雜性、隱蔽性和外溢性。

監管利促進高質量發展戰略

12月11日召開的中共中央政治局會議首次明確提出「強化反壟斷和防止資本無序擴張」，並表示「要抓好各種存量風險化解和增量風險防範」。十九屆五中全會勾勒的「十四五」經濟社會發展目標和2035年遠景目標，緊扣「雙循環」本質，強調高質量發展，將科技創新擺在第一，並提出把發展經濟著力點放在實體經濟上。

在筆者看來，最新監管動態的用意和時機，符合全球對數據壟斷的擔憂以及對技術公司的普遍審查，也反映了有關部門在監管改革道路上一以貫之的、堅持不懈的努力，希望企業和資本能夠順應國家雙循環的戰略調整，實現更多的市場公平，並鼓勵經濟持續、健康、有序、高質量發展。

近年來，新實體經濟方興未艾，逐步發展為我國經濟增長的新引擎。新產業、新業態、新模式目前約佔中國GDP的16.3%左右，其2019年按現價計算的增速為

9.3%，比同期GDP現價增速高1.5個百分點。因此，越來越多的新經濟企業在資本市場獲得了應有的認同，MSCI中國指數成份股中的新經濟股在過去十年中增長了1553%（相比之下，舊經濟股指數僅增長了103%）。實體經濟發展是經濟發展的根基，而科技創新是推動實體經濟發展的根本動力。

結構性改革助解決「市場失靈」

考慮到科技創新活動具有高風險、長周期以及公共品屬性等特徵，就需要通過頂層設計、制度安排、政策干預和重疊監管權威來解決包括公共品、外部性、信息不對稱等「市場失靈」問題，需要處理好發展、創新和穩定、安全的關係，需要防止部分企業濫用自己在體量、數據、信息、流量、生態上的優勢與壟斷，需要推動科技創新和實體經濟基礎上的金融創新和結構性改革，同時也需要建設面對不同經濟成份的透明、公平、穩定、可預期的營商環境。這與發展實體經濟的要求具有內在的一致性，並不矛盾，也不割裂。

零息年代投資宜有度

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點



比特幣與黃金一樣，多少是對「印鈔包底」的不負責任政策的一種對沖。資料圖片

當美聯儲開口，最好聽清楚。問題是，有時我們都似是寵壞了的孩子，在應該聆聽的時候，偏要說話。如今，美聯儲說得很清楚明白，零息環境將與我們共存，起碼直到2023年底。

結論同樣清楚，如果沒有明顯通脹，實質利率也將是零。畢竟，過去幾年，局方積極搞起通脹，但無成功，恐怕未來幾年也不容易成功。

機會成本低擴想像空間

如此一來，在零息年代，持有任何資產（是，任何資產！）的機會成本如此低，人們將變得進取，太進取，甚至過分進取。如此行為模式，可以見諸也將繼續見諸於他們的投資組合內，會有愈來愈多的無息可收的資產，不論是未有業績的科技概念，抑或甚至純粹憧憬升值的黃金或比特幣等，這一點在以前是難以想像的。

故此，當大家繼續把利息平價

看待的同時，有時候，可能留意到真實世界的本末倒置。例如，當大宗商品價格給推升得急時，會否催生了澳紐加元的投資或投機需求？如今看來，想像空間真的重要。

多承擔風險未必有回報

值得留意的是，有想像空間不等於一定有上升空間。誠如投資世界內，一切離不開風險與回報的平衡或取捨。要有更高的預期回報，必須承擔較多風險，但，單單是承擔較多風險，卻不必然意味着回報可以實現。

如今，美聯儲繼續延長買債，也繼續把零利率環境延至起碼2023年底，重點是，正如上文指出，也值

得再提一次，基於並無明顯的通脹壓力，實質利率如此低，自然衍生很多過度冒險的投資行為。這才是資產配置的關鍵所在。

印鈔包底財策催旺金價

可不是嗎？嚴格來說，對於股票投資，我們尚可爭強說，可以不理解因為央行管得好或不好，而帶來的宏觀經濟因素或經濟周期，仍然可以有所謂由下而上的選股，以企業本身為分析之本，巴菲特便一直都是好例子。

相比之下，撇除閃亮的風采，黃金的角色，多少是對於由印鈔包底的不負責任的財政政策的一種對沖。而近年興起的比特幣，或更廣義的說，包括所有數字貨幣，跟黃金是

出奇地相似。無怪乎，當一切塵埃落定，包括對於刺激經濟方案有望出台，疫苗陸續到位，更重要的是總統人選已正式確認，比特幣和金價一起走上，根本毫不在意有沒有實體存在。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無直接持有所述股份，本人所投資及管理的基金持有SPDR金ETF(2840)／招金(1818)／紫金(2899)／江銅(0358)，港股市場以外的黃金ETF／白銀ETF／礦業股，歐美市場的比特幣相關股份，以及港股及美股市場的科技股之財務權益。）

充分把握機遇 迎難而上重振經濟

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

2020年是艱難的一年，新冠肺炎自年初開始於世界各地迅速蔓延，病毒傳染性前所未見，奪走數以百萬計的人命，更令全球經濟活動停擺。現時即使大家逐漸適應新常态，但經濟下滑的情況卻愈趨嚴重，未見有緩和跡象，商店出現倒閉潮，市民失業率急升，旅客絕跡，百業蕭條。除了疫情外，中美貿易戰、特朗普政府的無理制裁、「香港製造」標籤爭議及美國大選等亦為香港帶來不穩定性，影響本港營商環境，對一眾廠商而言絕對是不堪回首的一年。

藉港優勢助力國家外貿發展

縱然面對大大小小的困境，我們總要向前望。踏入2021年，廠商應好好把握不同的新機遇。例如在貿易方面，國家的「十四五」規劃列明要建設更高水平開放型經濟新體制，推動貿易和投資自由化、便利化、國際化，而香港的貿易市場及營商環境均極具優勢，深受環球投資者青睞，定能協助國家發展外貿市場，促進中外企業的溝通與合作。

「出口轉內銷」力拓內地市場

銷售方面，國家積極推動「雙循環」，優化國內國際市場布局、商品結構及貿易方式等以構建現代物流體系，實為廠商「出口轉內銷」的良機。香港廠商過往主要以歐美市場為貿易對象，但鑑於疫情打擊出口，若港廠能改良產品設計及功能以迎合內地消費者口味，再積極建立銷售渠道，必定能在疫情之下改善業務成績。為了幫助港商把握內銷機遇，香港政府應加強電商網銷支援，並推行便利營商措施，省去內地繁複的審批手續，簡化申請程序。如此一來，港廠便能慢慢在內地建立營銷網絡及人脈，長遠而言更能同時服務國內及海外市場，大大提升競爭力及盈利。

善用灣區「帶路」機遇振興工業

工業方面，香港需要跟隨國家發展步伐，大力推動再工業化，重建本港製造業的領導地位。香港地方不足導致港商規模下降，而粵港澳大灣區的城市恰好為廠商提供土地、科技配套及人才。港廠若能充分利用大灣區的經濟優勢，與兩地政府共同制訂香港的工業政策，抓緊「一帶一路」功能平台以及大灣區建設的機遇，必定可以重振業務，為香港工業的長遠發展出一分力。

展望未來一年環球經濟狀況仍然嚴峻，筆者衷心祝願疫情早日消退，香港盡快清雲，引入疫苗，經濟能夠迎難而上，廣大市民同心協力，幫助社會重新出發。

「後疫時代」亞洲續領航全球經濟

Viswanathan Parameswar 施羅德亞洲投資主管

亞洲勢將引領21世紀的發展，並帶來豐富的投資機遇。

在短短十年間，中國的電子商務市場在環球交易中所佔的總額已從不足1%大幅上升至逾40%，並在2016年晉身為世界最大的市場。阿里巴巴及京東等平台擁有近10億名購買力旺盛的購物者，市場規模比美國足足大三倍。

與此同時，印度的移動互聯網技術正以驚人的速度發展，Reliance Jio在一夜間頓然成為了印度的科技領軍企業，為當地13億人口提供高速網絡連接服務。

這兩個世上人口最多的國度所發生的事正好印證了它們的活力，讓我們相信亞洲將成為塑造21世紀整個格局的主軸。亞洲亦因此將受到全球各地長線投資者的密切注視。亞洲消費者具備千禧世代(millennial)、中產階級(middle-class)、大都會(metropolitan)以及移動互聯網成熟(mobile-enabled)這四個「M」的優勢，透過結合數碼創新，亞洲正大放異彩。

「後疫時代」科創發揮關鍵作用

新冠疫情危機未有窒礙亞洲光明的前景，反而進一步加強了原來的趨勢。到現時為止，亞洲在醫療和經濟方面的復甦程度均比西方經濟體系更快和更穩健。

疫情雖然為人們的生活造成干擾，但亞洲

卻順勢加快了數碼科技創新的步伐，當中包括遠程通訊、數碼化醫療保健、移動支付、電子商務及新一代移動互聯網技術。這些在「後疫時代」均有着關鍵作用。

中國經濟增長趨勢料續加強

若論表現，中國可算是當中的佼佼者。按國際貨幣基金組織推算，中國在2020年預料可錄得1.9%的經濟增長，並成為年內唯一錄得增長的主要經濟體系。隨著中國貨幣陸續獲納入到各項環球指數，以及當地貨幣金融市場的發展，這些趨勢在未來數年應會繼續加強。此外，「中國製造2025」計劃預示着當地對國內製造業增長的重視。這有助於中國平衡因貿易摩擦升級所受到的相關風險。雖然印度在醫療及經濟方面受到較嚴重的打擊，但我們認為整體前景仍然強勁。印度的消費前景與中國工業崛起形成完美的互補，兩者將成為21世紀亞洲發展的兩大支柱。

在這些國家堅定地展示它們的實力之際，世界亦將迎來前所未見的地域摩擦，並帶來嚴峻的考驗。然而，國力增強亦意味着這些國家在聯合國和世界經濟論壇中的外交地位將更受重視和認可，而由四個「M」所帶來的活力、願景和創新力量將有望為亞洲帶來無可限量的輝煌時代。

(節錄)

工商舖撤辣 地產代理曙光初現

廖偉強 利嘉閣地產總裁

新一份施政報告上月公布，政府的樓市政策仍然以增加土地供應為重點，但並沒有如市場估計放寬住宅按揭成數，而唯一能夠刺激房地產交易的措施，則落在工商舖市場，將實施多年的非住宅物業雙倍印花稅撤銷。由於今年在疫情影响下，各行各業的生意都受到嚴重打擊，導致工商舖物業交投量大減，舖價及租金大幅回落，旅遊區內的商舖更成為重災區。

自政府宣布撤辣後，工商舖市場交投即時立竿見影，整體成交明顯增加，不但為地產代理帶來曙光，同時亦為在疫下出現財務困難的工商舖業主，製造一個較容易出售物業套現的良機。

疫情反覆企業雪上加霜

疫情大大影響各行各業的生計，但地產代理行業在今次疫情中尚算幸運，而今年的二手成交宗數較往年上升接近兩成；不過一手成交方面，因受到疫情反覆所致，發展商的推盤步伐有所減慢，導致整體一手成交宗數對比去年跌超過一成。在政府補就業計劃於11月結束後，市場上不少大型企業宣布裁員及減薪，預期未來失業率將會持續上升，加上第四波疫情導致政府收緊防疫措施及限聚人數，對於已在困境中求存的老闆

及企業更是雪上加霜。

地產代理的工作容易給客人一個錯誤的印象，只需簡單準備文件，帶客人睇樓便可完成交易，就可以賺取豐厚的佣金。因此，有部份人認為這樣「手板眼見工夫」誰都可以簡單做到，是否值得收取高昂的佣金呢？答案是肯定值得的，並非筆者是從事地產代理行業所以說這番話，而是筆者曾認識不願意付出佣金費用的買家和業主親身經歷之結論。那位買家尋找在市場上由業主直接放盤的單位，不過該類盤源稀少，所以在過程中難以找到多個合適的樓盤在質素及價錢方面作比較，莫說到單位實地參觀。

賺取佣金全憑勞心勞力

此外，買家如想索取物業深入的資料時，往往比透過地產代理盤源方式時困難；而且與業主議價時缺少了中間人平衡雙方的利益，所以談判變得殊不容易，結果失望而回。另一位業主向筆者表示自行放盤便可以，於是自己嘗試在市場放盤，不過在眾多查詢當中，買家的數量卻寥寥可數。由於業主沒自行放盤的經驗，所以當買家表示對單位有興趣而要求業主提供物業基本查冊資料時，業主不但沒有

事前準備，更需要花費不少時間才能補回相關文件。再者，由於業主很難清楚買家的背景，所以在談判過程中十分擔心，最終雙方難以互相接合，失敗收場。

代理工作殊不簡單且重要

看來簡單的地產代理工作，實際並非如大家想像般容易，因為代理在整個物業交易過程中起了重要的作用。地產代理每日要更新業主的放盤動態及買家入市情況，同時處理及分析大量市場資訊，供買家及業主作為比較，以便他們作出最合適的決定。

此外，為保障買賣雙方的利益，除要做好物業查冊的工作，同時更重要的是平衡雙方要求，盡力將大家的意願及利益差距收窄，亦要減低談判時引起衝突等問題，確保整個交易能夠順利進行，直到達成交易為止。所以，地產代理確實是殊不簡單的工作，而且功能是非常重要的。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。