

# 坎坷循环的资本路：下市之后再上市的困扰<sup>1234</sup>

**【摘要】**阿里巴巴集团作为中国最大的电子商务平台的拥有者，过去十年中屡屡因为股权、公司控制权、VIE 等备受公众关注。2014 年，阿里巴巴集团第二次选择 IPO，这次 IPO 的企业估值达到 1500 亿美元，并且选择纽交所而非内地交易所或港交所，使得阿里巴巴集团又一次被推到舆论以及公司金融研究的风口浪尖。各大媒体、学术期刊都就阿里巴巴集团为什么选择第二次上市、以及为什么选择纽交所上市，展开激烈的讨论。而两年之后的今天，阿里集团又面临再次在美国下市的可能选择。本案例围绕阿里巴巴集团放弃香港交易所转而到美国纽交所上市事件，对阿里的控制权结构和合伙人制度进行梳理，剖析了阿里巴巴集团选择在香港退市两年后重新上市，以及其二次上市选择纽交所的原因。同时，从公司金融理论、博弈论以及阿里巴巴集团个体特征两方面分析了阿里巴巴集团第二次上市的利与弊，并对阿里巴巴集团再次下市做了前瞻性分析。

**【关键字】**阿里巴巴、合伙人制度、双层股本结构、纽约证券交易所、香港联合交易所

---

<sup>1</sup> 本案例由上海财经大学的李曜、刘莉亚、丛菲菲、杨睿、金振浪撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。未经允许，本案例的所有部分都不能以任何方式与手段擅自复制或传播。

<sup>2</sup> 本案授权中国金融硕士专业学位教指委案例中心使用，中国金融硕士专业学位教指委案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

<sup>3</sup> 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

<sup>4</sup> 本案例参考了香港联交所于 2014 年 9 月颁布的社会咨询文件《不同投票权框架》。

# 案例正文

## 0 引言

美国东部时间 2014 年 9 月 19 日清晨，霞光初绽，纽约证券交易所门外已经聚集了大量黄皮肤黑眼睛的中国人，他们的喧闹声叫醒了这座刚从梦中醒来的国际金融中心城市。一声声“马总”传递着内心的激动与兴奋，一周以来的环球路演所带来的疲惫与倦怠似乎铅华洗尽，这正是阿里巴巴集团在纽交所 IPO 当天早上的情形。阿里巴巴的主要创始人、企业宗师（guru）马云难掩内心的欢喜，意气风发地走进纽交所，等待着庄严神圣的时刻到来。八位代表阿里巴巴生态系统的不同身份的阿里客户敲响了开市钟，宣告了阿里巴巴集团在纽交所成功上市。

马云在随后的媒体采访中表示：“阿里成功上市，自己充满感恩、压力和敬畏。感谢同事，整个上市流程走得非常顺利，同样需要感恩 99% 的媒体都对我们很友好；一个企业重在于发展的健康度和持久度，面对股东的期待，我很有压力；阿里成功的确幸运，但对未来持有危机感，我们对此充满敬畏。”<sup>5</sup>

2007 年至 2008 年，大批国内企业远渡重洋，到欧美和新加坡等地资本市场攫取资本，爆发了海外上市风潮，阿里成为其中登陆香港资本市场的一员。2011 年至 2012 年，曾经的海外上市公司又纷纷回归原点，掀起私有化退市的一股风潮，而阿里巴巴也正是在这一背景之下于 2012 年退出香港资本市场。一年后，阿里巴巴在打造阿里金融生态风声水起之时，又抛出阿里将要再度香港上市的消息，引得世界瞩目。之后阿里却因有限合伙人制度不被香港方面接受而远赴美国。

## 1 公司介绍

### 1.1 企业成长

阿里巴巴集团是以曾担任大学英语教师的马云为首的 18 人，于 1999 年在中国杭州创立，他们相信互联网能够创造公平的竞争环境，让小企业通过创新与科技扩展业务，并在参与国内或全球市场竞争时处于更有利的位置。阿里巴巴集团的企业愿景是“让天下没有难做的生意”。

自成立以来，阿里巴巴集团建立了领先的消费者电子商务、网上支付、B2B 网上交易市场及云计算业务，近几年更积极开拓无线应用、手机操作系统和互联网电视等领域。集团以促进一个开放、协同、繁荣的电子商务生态系统为目标，旨在对消费者、商家以及经济发展做出贡献。

集团的子公司及关联公司有阿里巴巴网络公司、淘宝网、天猫、聚划算、阿里云计算及支付宝。其中，旗下的淘宝网、天猫早在 2012 年销售额就达到 1.1 万亿元人民币，超过亚马逊公司和 eBay 两大网络零售巨头之和。阿里巴巴开创的企业间电子商务平台（B2B），被国内外媒体誉为与 Yahoo、Amazon、eBay、AOL 比肩的五大互联网商务流

---

<sup>5</sup> 本段话提取总结自新浪对马云的采访：<http://tech.sina.com.cn/i/2014-09-24/06519639452.shtml>

派之一。目前有超过 240 个国家和地区的互联网用户，在大中华地区、日本、韩国、英国及美国超过 50 个城市有员工 17,000 人。截至 2016 年 12 月 31 日，阿里巴巴拥有 4.43 亿活跃买家用户，几千万中小型商家。图 1 介绍了阿里巴巴集团的主要大事记。



图 1 阿里巴巴重大事件

## 1.2 天才马云

作为阿里巴巴集团的智囊人物，《福布斯》杂志曾对马云这样评价：“深凹的颧骨，扭曲的头发，淘气的露齿笑，一个五英尺高，100 磅的顽童模样。这个长相怪异的人有着拿破仑一样的身材，更有着拿破仑一样的志向。”十几年前，他是小孩子眼中的怪叔叔，成为“长相奇特”一词的代言，如今他的照片随处可见，他的励志演讲传遍朋友圈。人们听到他的名字首先想到的不再是他怪异的长相，而是闪光的眼睛、自信的神色、锃亮的皮鞋、坚定的步伐以及中国新首富。

阿里巴巴集团的成功有很大一部分要归功于马云个人，他的高瞻远瞩、先见之明带领这个团队走向世界人的眼中。巨人网络集团有限公司董事长史玉柱说他“有伟大的战略眼光”，红杉资本中国基金创始及执行合伙人沈南鹏说他“下了一盘很大的棋”，复星集团董事长郭广昌说他“是一个很有力量感的外星人”，著名主持人、乐蜂网创始人李静说他“改变了一个时代的生活方式”。<sup>6</sup>新东方创始人俞敏洪说他“个性、犀利、直截了当”，著名影星赵薇说他“完全不给人距离感”。马云手中掌握着阿里巴巴集团的方向盘，决定着阿里帝国的发展方向。

**B2B:** 马云的早年经历使他有机会较早地在美国接触到互联网，这种特殊的虚拟空间可以有效解决买卖双方信息不对称的问题，嗅到商机。不久创建阿里巴巴，并将帮助企业寻找海外客户，为有意开展全球贸易的中小型企业服务作为宗旨，在当时（1999 年）的中国提供这种信息交流平台的服务企业非常罕见，马云的眼界让他看到了机遇并抓住了挑战，成为了后来的电子商务行业（B2B）。

**融资:** 马云心里清楚，朋友再多也是有限的，不是万能的，寻找有实力的投资商才能走得更远。早在 1995 年时创办的“中国黄页”为马云在互联网领域打开了局面，加之多年的从教经验练就了马云的能说会道，所以很快 1999 年 10 月，阿里巴巴获得第一笔天使投资 500 万美元，是由高盛公司牵头并联合多家机构提供。2000 年全球互联网快速进入寒冬。在全国上下对于互联网的一片质疑声中，马云为阿里巴巴进行了第二笔融资，2500 万美元的投资来自软银、富达、汇亚资金、TDF、瑞典投资等 6 家风险投资商。

**C2C:** 2000 年中国加入了世界贸易组织，迅速成为全球经济发展的巨大动力，中国的制造企业凭借劳动力的优势，无可争议地成为全世界的制造工厂。eBay 在美国的成功、易趣在中国的成功、雅虎在日本的成功，让马云看见了 C2C（消费者与消费者）的巨大潜力，敏感地意识到中国的 C2C 市场很快会超过美国，于是 2003 年淘宝诞生。阿里巴巴具有独特的“倒立文化”和“武侠文化”：倒立者眼中的世界和站立者眼中的世界是不同的，这让淘宝能找到差异化的战略来赢得竞争；武侠文化和花名文化更让这家公司在媒体和公众眼里成为一个好玩、传奇、具有东方侠客文化的公司。

**搜索:** 马云知道，电子商务的发展绕不开搜索这道坎，技术过硬才能更好的发展，而最便利的方式就是收购中国雅虎（2005 年），雅虎和阿里巴巴的合作不仅是两个公司的整合，更是两个公司文化的整合，这家老牌的国际知名互联网公司给阿里巴巴带来巨大的国际声誉以及强大的搜索技术。马云的前瞻性又一次让阿里巴巴走在时代的前沿。

**B2C:** 2008 年是中国乃至世界经济的寒冬，但是高速发展的淘宝网成为中国 C2C 电子商务的垄断平台。马云看准时机，借助淘宝网的高流量，同年创立了 B2C 平台淘宝商城（2012 年更名为天猫商城），在年底已经占据了中国 B2C 在线购物的半壁江山。至此，中小企业和消费者之间的沟通渠道阿里巴巴全部囊括，并且进行有针对地各个击破，马云用他的眼界和魄力带领阿里巴巴成为电商行业的老大。

<sup>6</sup> 资料来自优米网络资源：<http://www.youmi.cn/mayun/>

“双十一”：最初马云只是想做一个属于淘宝商城的促销狂欢节日，让大家能够记住这个平台，没想到一发不可收拾，成为了一个标志性节点，一个销售传奇，一个网络卖家、平台供应商、物流企业的必争之地。2012年12月28日，阿里取得了“双十一”商标的专用权，一个企业能够形成一个节日，这跟马云的商业文化头脑息息相关。

**控制权：**在阿里巴巴 B2B 退市之前，甚至早到阿里巴巴 B2B 在港交所上市之前，股权问题就一直是阿里巴巴集团或者说是其实际领导人马云最关心的问题。2005 年至 2012 年间，阿里巴巴集团的主要三大股东有雅虎、软银和阿里巴巴集团管理层。由于以马云为首的管理层与雅虎之间的矛盾日趋激烈，阿里巴巴集团八年间先后发生了雅虎收购阿里巴巴集团股权、支付宝股权转让、阿里巴巴集团回购股权等重大事件，其实质是股东与管理层对阿里巴巴集团控制权的争夺。2012 年 9 月 18 日，阿里巴巴集团和雅虎完成股份回购计划，马云等管理层最终获得阿里巴巴集团的控制权。

阿里巴巴的今天离不开马云个人的努力，很多投资者理所当然地将马云和阿里巴巴集团视为一体，对于阿里的信任在很大程度上来自于对马云个人能力的信任，而瞬息万变的市場状态需要马云迅速做出应对策略，耽误一刻或许就会对企业造成不可逆的损失。

回顾阿里巴巴集团的发展历史以及近十年马云的作为，不得不说马云无疑是一个精明出色的商人。可他却绝不仅仅只是一个商人，他在国外演讲的时候说过一段话：“对于目前的我来说，赚钱真的是一件很容易的事情。但是我现在的一切都来自于社会，因此，我现在想的不仅仅是如何赚钱，而是在我赚钱的同时我给社会带去了什么。”从这短短的一段话就能够看出，马云并不是一个唯利是图的商人，他是一个有着理想情怀的企业家。而对于一个企业家来说，最重要的是如何能够实现自己的理想。

从初创到纽交所上市，阿里巴巴始终强调的一点就是它为成千上万的小企业提供了平台和出路。从实际效果来看，阿里巴巴旗下的众多公司在帮助成千上万的小企业的同时，也解决了上千万人的就业问题。因此，从这个层面上看，阿里巴巴不仅仅是马云获取利益的工具，更是其实现个人理想的一个手段。这也就是为什么控制权才是阿里巴巴从港交所退市的核心原因，而非简单的利益激励。只有取得了控制权才能决定阿里巴巴集团未来的走向，而只由能够决定集团的未来走向，马云包括与他有着共同目标的合伙人们才能通过阿里巴巴集团来实现他们的理想。这也是为什么阿里巴巴集团在过去几年甚至十几年不断出现股权争夺的原因。所以不难看出，阿里巴巴 B2B 业务从港交所退市的根本原因在于控制权；而股价的低估，只是给了阿里巴巴实现退市一个契机。只有退市、将公司私有化，才能够保证马云及其合伙人对公司未来走向有绝对的决定权。而如果深陷资本市场，由于投资人往往都是短视的，他们的决策往往无法估计集团的长远发展。

### 1.3 独特制度

阿里巴巴的重新上市采取了不同于一般公司的同股同权制度，而是采用高层合伙人制度，就是由一批被称作“合伙人”的人，来提名董事会中的大多数董事人选，而不是按照持有股份比例分配董事提名权。<sup>7</sup>这是一种同股不同权的形式，即马云等少数管理层股东拥有特殊的董事提名权。这种特殊的合伙人制度可以保证创业者管理层在 IPO 之后拥有对董事会的控制权，董事会是现代企业的核心决策大脑，掌握了董事会，也就控制了整个公司。

---

<sup>7</sup> 阿里所称的“合伙人”权责是有限的，他们并不能直接任命董事；所提名的董事，仍须经过股东会投票通过才获任命。

2009年9月10日,阿里巴巴在官方微博刊登了马云致阿里巴巴公司员工的公开信,公开信中马云第一次宣布了阿里巴巴合伙人制度,在18名集团创始人辞去了“创始人”的身份、重新竞聘上岗之后,创始人制度就开始慢慢转化为新的合伙人制度。公开信中强调,合伙人作为“公司的运营者、业务的建设者、文化的传承者”,同时又是股东,最有可能坚持公司的使命和长期利益,为客户、员工和股东创造长期价值。阿里巴巴创始人相信这个合伙人机制将传承阿里的使命、愿景和价值观,确保阿里创新不断,组织更加完善,在未来的市场中更加灵活,更有竞争力。同时,能在公开透明的基础上,弥补目前资本市场短期逐利趋势对企业长远发展的干扰,给所有股东更好的长期回报。

从2010年7月开始,集团开始在管理团队内部正式尝试运行“合伙人”制度,28位合伙人包括22名管理层成员和六名关联公司及附属企业成员。每一年通过一人一票的合伙人会议批准选拔新合伙人加入(必须达75%的通过率)。阿里巴巴合伙人的条件是:“在阿里巴巴工作五年以上,具备优秀的领导能力,高度认同公司文化,并且对公司发展有积极性贡献,愿意为公司文化和使命传承竭尽全力。”每个合伙人须在任期内维持一定持股水平。

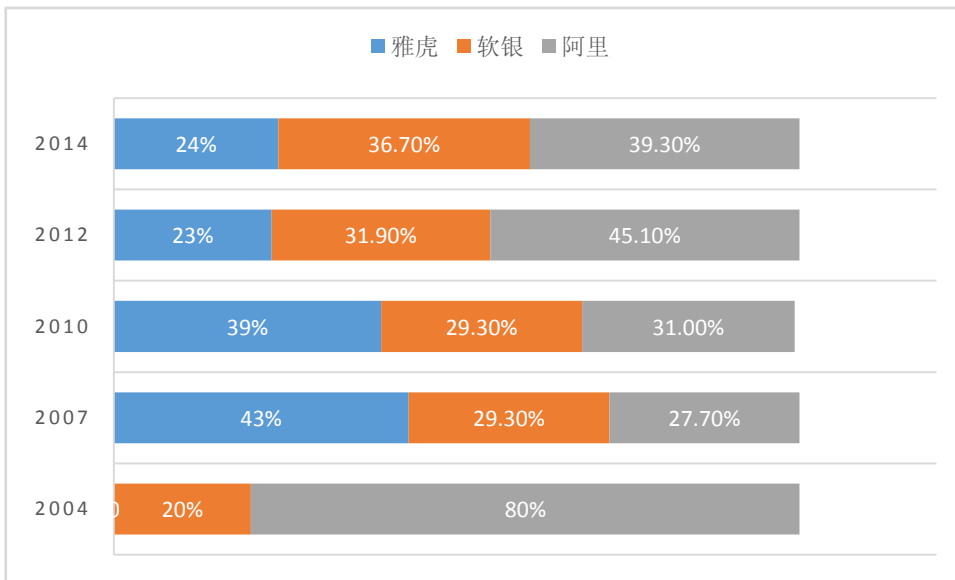


图2 近年阿里巴巴股权结构变化

阿里巴巴集团的公司章程细则予以修订,以使阿里巴巴的合伙人拥有专有权利可以提名过半数的董事会成员,提名的董事会成员交由股东会议表决批准。阿里巴巴合伙人以外的其他股东只拥有批准提名董事与否的投票权,但没有董事会成员的提名权。如果董事成员提名未能获得股东大会批准或该董事成员以任何理由离开董事会,阿里巴巴的合伙人委员会有权委任另一位人士来担任临时董事会成员,直至下一个预定的年度股东大会。

这种公司治理结构的契约安排将限制外部股东影响公司决策的能力,包括在董事会层面决定任何事项。此外,尽管公司合并或控制权改变,合伙人在位期间将一直拥有被公司章程授予的董事会提名权,直至有至少95%股份的股东代表在股东大会上表决要修改公司章程。

通过合伙人制度及合伙人拥有的超半数董事提名权,马云团队仅仅依托13%左右的股权,即实现了对董事会的绝对控制。马云、蔡崇信还与软银达成协议,软银不得在没有马云、蔡崇信同意的情况下撤掉任何由阿里巴巴合伙人制度递交的集团董事,并将

30%的投票权投向马云和蔡崇信。阿里巴巴集团强调，上述制度的出发点，并非是单纯基于商业的考虑，而是源自于该公司对自身体系变革和制度升级所需。

## 1.4 超级权利

这种具有董事会提名权的合伙人超级投票权结构，有点像双层股本结构（dual class capitalization），但不完全是双层股本结构，因为合伙人虽未持有绝对多数股权，但被赋予了对公司董事会的实际控制权。在一个典型的双层股本结构中，公司发行超过一种层次的股票。公众投资者持有普通股的一股一表决权（一股一票）的股票，创始人或控股家族拥有超级投票权（每股多于一个投票权）的优等级股票。或者公众投资者持有限制级股票（没有投票权），而创始人或控股家族持有一股一表决权的股票。在这两种情况下，公众投资者拿到股票的每股投票权均比创始人和控股家族持有的每股投票权为少。通常，同一家上市企业存在两类不同投票权的股票，被称为双层投票权股本结构。其中，超级投票权股票称为 B 类股票，普通股或限制级股票称为 A 类股票，B 类股票一般不上市，但也有可能上市交易，公司往往规定 B 类股票一经转让，投票权即降为和 A 类股票一样。

超级投票权对于创业者的好处是：首先，在不需要大量资金投入、持有大多数股权的条件下，创始人和控股家族利用双层股本结构取得了公司大多数的投票权；其次，这种结构可以减少第三方进行敌意收购的发生概率，因为收购过半没有投票权的限制级股票或非优等级的股票，并不能确保获得董事会大多数的控制性投票权，无法获取公司控制权；再者，优等级股票通常是非上市的，除非创始人或控股家族愿意卖，第三方几乎不可能在市场上获得优等级股票，甚至如前面所述，即使部分创始人愿意转让，但一旦发生股权转让，股票也会从超级投票权股票变更为普通投票权股票，从而加强了敌意收购方控制公司的难度。

对公司愿景的实现及全体股东的利益也是有好处的：首先，创立公司和树立公司愿景的创始人，通常自信地认为自己是经营公司的最佳人选。因此，双层股本结构可确保创始人的领导地位得以巩固，促进公司战略和文化的延续性并获取成功。在没有其他外部股东的干扰下，保留公司的愿景和价值，实现基业长青；其次，双层股本结构也使得创始人得以面临最小的外部敌意收购威胁，他们可以集中精力和智慧以发展公司的长期价值和股东长期的利益。

拥有合伙人制度最典型的行业是以人力资本见长的专业服务类企业如审计事务所或会计师事务所、法律事务所、建筑师事务所、医疗公司等，这些专业服务企业的成功与否很大程度上取决于几个在一起提供专业技能和资本的关键专业人士。企业的决策权是所有普通合伙人平等分享的。未经其他合伙人同意，没有人可以加入成为合伙人。合伙人可以出售他/她的合伙人股权，现有的合伙人总是享有优先权可以购买退出合伙人的股权。阿里巴巴所在的行业，传统上不属于合伙人制度最典型的产业，但是作为非常年轻的行业——互联网科技行业(IT)，从一开始就决定了具有双层股权结构的基因。从前一部分分析可知，阿里巴巴的成功实际上非常依赖于提供远见和公司方向的创始人。

最近几年在美上市的中国互联网公司，大多选择了双层股本结构，这事实上可能影响了阿里集团的决定。阿里巴巴集团就其对股权结构和控制权结构决定之前，可能已参考了中国大陆同业的选择。表 1 是主要的大陆同业公司的名字。

表 1 阿里巴巴上市之前大陆同业美国上市公司

公司名称	公司代码	上市时间	上市交易所	股票交易情况
百度	BIDU	2005.8	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市
完美世界	PWRD	2007.7	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市
畅游	YOU	2009.4	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市
盛大游戏	GAME	2009.9	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市
优酷土豆	YOKU	2010.12	NYSE	B类超级投票权股份不上市
当当网	DANG	2010.12	NYSE	B类超级投票权股份不上市
搜房网	SFUN	2010.9	NYSE	B类超级投票权股份不上市
奇虎 360	QIHU	2011.3	NYSE	B类超级投票权股份不上市
人人网	RENN	2011.5	NYSE	B类超级投票权股份不上市
YY网	YY	2012.11	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市
去哪儿网	QUNR	2013.11	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市
汽车之家	ATHM	2013.12	NYSE	B类超级投票权股份不上市
微博	WB	2014.4	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市
京东商城	JD	2014.5	NASDAQ	B类超级投票权股份不上市

另外，阿里巴巴集团也会参考美国同业竞争对手们的选择。最近几年上市的美国互联网龙头企业大多也选择了双层股本结构——像谷歌(Google)、脸谱(Facebook)、领英(LinkedIn)、高朋(Groupon)、Yelp、星佳(Zynga)等，全都是双层股本结构，这事实上也可能影响了阿里巴巴集团的决定。

越来越多的互联网行业采用双层股本结构，原因分析有以下几点：

#### A. 瞬息万变的市场要求快速的公司决策

互联网市场是近数十年来迅速转变的行业。互联网的使用目的已经从早期的信息搜索，转变到娱乐，然后到现在的网上交易。网络的媒体已经从文字数据转型到多媒体数据。互联网的接通已经从通过固网宽带使用计算机，转型到通过无线宽带使用移动设备（平板计算机或智能手机）。要在一个快速变化的互联网市场上成为领导者，企业需要快速的决策。双层股本结构容许创始人来控制过半的投票权，从而加快许多重大决策的实施，以及减少来自其他股东投资者任何可能的阻力。

#### B. 快速增长的市场要求快速的公司扩张

中国互联网市场在过去十年中的增长率一直远超过整体国内生产总值和其他大多数行业的增长率。据“中国电子商务发展报告 2012”，中国电子商务在 2003-2012 年的年复合增长率为 120%。中国零售电子商务在 2012 年的增长率为 67.5%，这是中国零售消费在同年增长速度的 4.7 倍。在快速增长的市场要至少维持甚至扩大市场份额，必须快速扩张公司的资产和资本。如果没有双层资本股权结构，公司进行快速扩张可能面临障碍，因为创始人可能不愿意投资和扩张。这是因为创始人的资金有限，若公司通过向外募集资金扩大其资产，很可能会稀释创始人的股权份额。那么此时的双层股本结构可以消除这些障碍，公司向外募集股权资本、投资于新项目，而创始人又未丧失控制权，使得创始人、公司和其他股东都得益。近年来，两个市场领导者——腾讯和阿里巴巴出现了越来越多的并购活动及战略投资，这种情形下，比别人提前做大者将成为幸存者和领导者。

#### C. 快速增长的市场需要有吸引力的薪酬与激励方案

一个快速增长的互联网市场可能意味着一个快速的人力资源流动。一个有吸引力的激励报酬计划对于吸引和留住高管人才就变得很重要。对于非管理层员工，现金流的激励也许足够。发行限制级无投票权的员工期权和员工分红股份是一个不错的选择，可以



避免不必要的投票权稀释。另一方面，纯粹的现金流激励可能不足以留住高级管理人员。阿里巴巴的合伙人制度使管理人才工作五年或以上有机会被提名为阿里巴巴的合伙人。双层股本结构和类似的结构可以提供特定人才的超级投票权，这种具有很高影响力的优越地位，可能是一个很好的工具来吸引和留住高层管理人才。

因此，从决策、战略、人才等三方面，双层股本结构提供了互联网公司充分的灵活性。

马云认为合伙人制度的意义在于：有别于绝大部分现行的合伙人制度，我们建立的不是一个利益集团，更不是为了更好地控制这家公司的权力机构，而是企业内在动力机制。这个机制将传承我们的使命、愿景和价值观，确保阿里创新不断，组织更加完善，在未来的市场中更加灵活，更有竞争力。这个机制能让我们更有能力和信心去创建我们理想中的未来。同时，我们也希望阿里巴巴合伙人制度能在公开透明的基础上，弥补目前资本市场短期逐利趋势对企业长远发展的干扰，给所有股东更好的长期回报。

日本软银集团总裁孙正义声明称支持阿里巴巴的合伙人制度：这些年来，阿里巴巴为股东们创造了巨大的价值，成绩惊人。阿里巴巴特殊的企业文化，是其成功的核心，保持这种文化对企业继续向前发展非常重要。因此，我们非常支持阿里巴巴的合伙人制度。

Google 的共同创始人佩奇和布林表示：大众持股的企业标准结构，可能危及（管理阶层的）独立性和专一心思的客观性。采用双重股权结构的目的之一，是要确保不致于屈服在常见的机构投资者施加的压力之下，从而导致只求短期的成果，忽视长远的发展。

## 2 弃港赴美

### 2.1 香港退市

2012 年，阿里巴巴网络有限公司(Alibaba.com Limited)是阿里巴巴集团控股有限公司的唯一上市公司（香港联合证券交易所），当年 2 月，阿里巴巴集团控股有限公司出价私有化阿里巴巴网络有限公司，私有化的一些优点必定能够弥补放弃香港联交所上市地位的优势。

首先，让我们来看看由阿里巴巴网络在股市实现的估值。在宣布私有化计划前的 2012 年 2 月 21 日阿里巴巴网络的收盘价为 9.25 港元，相当于 6 倍的市销率(price-to-sales ratio)。阿里巴巴集团愿意以 13.5 港元回购所有公众流通股，相当于 9 倍的市销率。2014 年 5 月 6 日，阿里巴巴集团控股有限公司向美国交易所递交了首次公开募股申请。根据雅虎的信息，彭博 2014 年 4 月估计阿里巴巴集团的估值在 1680 亿美元，相当于其 2013 年销售额 80 亿美元的 21 倍。（按晨星 2014 年 6 月估计为 2200 亿美元，相当于其 2013 年销售额 80 亿美元的 27.5 倍。）因此阿里巴巴从私有化前的市价 6 倍（出价 9 倍）的市销率估值比率，到重新上市时的 21 倍市销率估值比率，这是一个很大的估值提升。价值被低估有可能成为私有化的动机之一。中国大陆的旺旺集团是阿里巴巴一个很好的示范。旺旺集团原在新加坡证券交易所上市，2007 年被私有化，当时的市盈率为 16.63 倍，从新加坡证券交易所退市重组之后，中国旺旺控股有限公司再在香港上市，首次公开募股，该股的招股价介于 3.00 至 4.10 港元，市盈率为 26 至 35 倍，与在港上市其它食品及饮料股的估值相当，实现了较高的估值。

第二，持续低迷的股价带给该公司很多的负面影响。低迷的股价表现会严重损害其客户和业务合作伙伴认可的公司形象和声誉，同时伤害员工和高层管理人员对公司的信心。特别是阿里巴巴网络股价在 2008 年下半年、2009 年上半年、2011 年下半年和 2012 年上半年已持续远低于其当初 IPO 的价格 13.5 港元，可能让一部分人觉得阿里巴巴网络的大股东阿里巴巴集团是在欺骗公众，占公众投资者的便宜，这造成了公司负面的形象。私有化回购价定在 13.5 港元，是提供给早期参与 IPO 认购的投资者一种解脱（虽然考虑时间成本，投资者仍然有损失）。私有化可停止低迷的股价给公司的形象和声誉进一步带来负面影响。

第三，要准备一系列的公司重组可能是私有化的另一种动机。在私有化后的 2012 年 7 月 23 日，阿里巴巴集团宣布，推出一项新的公司管理体系，将旗下主要公司归类为 7 个事业群，马云将之称为“七剑”。新的七大事业群为：淘宝、一淘、天猫、聚划算、阿里云、阿里国际业务以及阿里小企业业务。阿里巴巴集团称，“七大事业群”在集团协调下统一管理。阿里巴巴期望，借此推进首次明确提出的 CBBS（Consumer to Business to Business to Service partners）市场体系，并最终成为一个能提供电子商务全产业链的基础服务平台。由淘宝的客户 C，至零售商、管道商 B，再到生产制造商大 B，同时，S 还是一种面向整个产业链上的 B 和 C 服务。从 2013 年起，阿里巴巴集团宣布了一系列的战略投资，包括收购海尔电器、中信 21 世纪、文化中国传播、银泰商业等的部分股权。如果阿里巴巴网络仍然是一个上市公司，就有可能面对公众投资者的一些压力和阻碍（包括大规模投资带来的企业绩效下降、信息披露的要求等）。私有化后，阿里巴巴集团被容许进行任何专注于长远利益的公司重组和战略投资，而尽可以忽视任何以满足公众投资者短期业绩预期的压力。

## 2.2 更换主体

2014 年 5 月 6 日，阿里巴巴集团向美国证监会提交了首次公开发行申请。当阿里巴巴集团于 2012 年放弃了阿里巴巴网络有限公司上市，为什么会寻求事后再上市？

首先，如前所述，阿里巴巴集团的上市使得它实现高达 1680 亿美元的估值，相当于其上一年度的销售额 80 亿美元的 21 倍。这 21 倍远远高于阿里巴巴网络私有化之前的 6 倍。实现公司估值意味着实现其股东的身家和资产净值。

其次，根据 2012 年 5 月 20 日的新闻发布，阿里巴巴集团同意回购战略投资者雅虎所持有阿里巴巴集团股权的一半，即阿里巴巴的全面摊薄股份约 20%，同时在阿里巴巴未来进行首次公开招股时，有权回购另四分之一雅虎的目前持股。因此，只有通过另一个首次公开募股，阿里巴巴集团才能够向雅虎行使其回购选择权，并进一步加强公司创始人的控制，减少雅虎的控制权。同时，首次公开募股亦可提供阿里巴巴集团资金去执行回购雅虎所持有阿里巴巴股份。

再次，集团上市后，可以红股或股票期权为核心设计员工报酬计划，这种股权激励计划变得可量化和更具吸引力，可以帮助企业吸引和留住人才。

最后，中国互联网行业近年来正在经历一个整固重组的阶段。企业越大者，越将是幸存者，行业正进入所谓“强者恒强，大鱼吃小鱼、快鱼吃慢鱼”的整合阶段。首次公开募股会加强公司筹措资金能力，支持公司通过并购变得更大和减少被市场淘汰的风险。

经历了阿里巴巴网络上市后估值过低的事情后，阿里巴巴集团此次申请公司集团本身作为首次公开募股的主体，以实现更高的估值。集团估值与阿里巴巴网络有如此大的差距，究其原因是上市企业的业务本质。阿里巴巴网络是一个纯粹的 B2B 电子商务平

台，但阿里巴巴网络的母公司——阿里巴巴集团的电子商务业务范围较广，包括阿里巴巴网络 Alibaba.com（在中国最大的 B2B 平台）、淘宝商城天猫 Tmall.com（B2C 的平台）、以及最重要的一个淘宝网 Taobao.com（在中国最大的 C2C 平台）。中国电子商务的业务增长已经由 B2B 电子商务转向 B2C 和 C2C 电子商务。阿里巴巴网络 Alibaba.com 国际交易市场平台的中国金牌供货商付费用户数量和中国交易市场平台的诚信通付费用户数量分别在 2011 年同比下降了 18% 和 3%。因此，阿里巴巴网络的股价在私有化公布前十二个月表现也是下跌了 44%。相反，由于 B2C、C2C 和手机移动电子商务的发展，阿里巴巴集团的销售和利润在重新申请上市前的 2013 年第四季度分别同比增长了 66% 和超过 100%。在 2014 年 8 月 27 日，阿里巴巴集团提交给美国证监会 SEC 的更新后招股书中披露，2014 年第二季度，阿里巴巴旗下的中国零售平台(淘宝、天猫和聚划算)的总交易额达 5010 亿元，与去年同期相比增长 45.1%。2014 上半年总交易额已经达到 9310 亿元，距离 1 万亿元仅有一步之遥。而 2012 年全年，阿里巴巴集团平台总交易额才刚刚突破万亿。

阿里巴巴集团在 2013 年和 2014 年进行了一系列的战略投资和收购，预计在不久的将来还要继续增加投资规模。因此，阿里巴巴集团本身比下属其他任何单位都有更大的资金需求。

## 2.3 奔赴美国

除了互联网公司，中国内地公司大多选择在香港或中国大陆作第一上市，而有时也选择在美国作第二上市。然而，中国的互联网公司大多都喜爱选择在美国作第一上市。

前三家最大、市值超过 200 亿美元的中国互联网公司：腾讯（700 HK）是在香港上市，而其他两家包括百度（BIDU US）和京东网上商城（JD US）是在美国上市。前 17 家最大、市值超过 30 亿美元的中国大陆互联网公司，腾讯和金山（3888 HK）是在香港上市（占 12%），乐士（300104 CH）、掌趣科技（300315 CH）和人民网（603000 CH）是在中国大陆上市（占 18%），其他 12 个：包括百度、京东网上商城、奇虎 360（QIHU US）、唯品会（VIP US）、当当（DANG US）、携程网（CTIP US）、搜房网（SFUN US）、汽车之家（ATHM US）、微博（WB US）、YY 网（YY US）、优酷土豆（YOKU US）、新浪网（SINA US）都是在美国上市（占 70%）。前 32 家最大、市值超过 10 亿美元的中国大陆互联网公司，五个是在香港上市（占 16%），五个是在中国大陆上市（占 16%），22 个是在美国上市（占 68%）。

阿里巴巴集团与香港交易所协商后最终不选择香港，是由于香港不准许上市公司出现双层股本结构和类似结构。根据香港交易所上市规则第八章“上市资格”8.11 条款规定：新申请人的股本不得包括下述股份：该等股份拟附带的投票权利，与其于缴足股款时所应有的股本权益，是不成合理比例的（「B 股」(B Shares)）。本交易所不会批准上市发行人已发行的新 B 股上市，亦不会允许上市发行人发行新 B 股（无论该等股份寻求的是在本交易所或其他证券交易所上市）。香港证券交易所总裁李小加 9 月 25 日撰文“投资者保障杂谈”回应称，阿里的所为关系到审慎程序，该所不会因新来者而朝令夕改。“当‘公众利益’与港交所股东利益之间发生冲突时，我们永远要把公众利益放在第一位。”互联网产业的蓬勃发展在美国的市场比大多数其他国家早。全球五十强的互联网公司大多数是美国公司包括龙头企业谷歌(Google)、脸谱(Facebook)、亚马逊(Amazon)等，同时他们几乎都在美国上市。因此，互联网行业已经在美国有发达的资本市场，他们得到良好的估值和流动性。中国大陆的互联网公司同业大多数都选择在美国

上市，这可能影响了阿里巴巴集团的决策。同时，根据在纽约证券交易所上市公司手册“第3节企业责任”，该交易所的投票权政策允许公司在有一定的安全保障下，让无投票权的普通股上市。

香港于1991年禁止双层股本结构，太古（太古股份有限公司A，代码HK0019；太古股份有限公司B，代码HK0087）是目前禁令前唯一的例外<sup>8</sup>。“一股一投票权”是香港公司治理核心价值的一部分。在承担风险下投资每一个公司股票的所有权应平等享有如下权利：获得股息、收取剩余资产的分配、在股东大会上投票的权利和董事会成员提名的权利。没有投票权，或一股多票的股票是对一群股东不公平的。双层股本结构容许优等级股票股东向限制级股票不公平地传递财务风险。投票权的补偿制度尚未建立，目前在资本市场上如何为失去投票权利进行赔偿没有达成共识。有些公众投资者可以接受较高的股息作为补偿，但不是所有的公众投资者都同意。

香港没有集体诉讼法。而美国具有平衡机制，股东诉讼相对普遍，私人原告人可就违反联邦证券法而展开集体诉讼，这比美国证监会的法规执行行动还普遍。香港现时没有集体诉讼机制，私人展开法律行动需要大量时间金钱和人力物力，以致实际上并不太可行。香港联交所总裁李小加表示，美国以披露为主的市场机制，与身经百战的机构投资者和一究到底的集体诉讼文化组合在一起，发挥重要的制约作用，可抗衡同股不同权带来的负面影响。如果香港要学习，必须有足够的配套组合。

目前在欧洲，许多国家都允许双层股本结构，包括英国、瑞士和三个北欧国家丹麦、芬兰和瑞典，在北欧国家的证券市场，双层股本结构企业是特别常见（例如瑞典的爱立信、伊莱克斯）。在加拿大，双层资本结构是市场的一部分，多伦多证交所（TSX）上市公司约20%使用某种形式的限制级或次级投票权。尽管澳大利亚地区司法允许公司发行超过一级的股票（每级的投票权不同），澳大利亚的证券交易所的上市规则禁止双层股本结构的股票上市，结果新闻集团（News Corporation）赴美上市。日本公司法（2006年十二月修正后生效）允许公司在不同的规定条款下发行两种或以上的不同特点的股票并允许上市。

美国在不同的时期对双层股本结构有不同的立场。1926年1月纽约证券交易所（NYSE）宣布，由于新上市公司（包括1925年上市的道奇兄弟公司（Dodge Brothers, Inc.））滥用双层股本结构，为响应对投资者保护的市场压力，纽约证交所对有投票权疑问的上市申请，它将仔细考虑会否再批准。1940年纽约证券交易所正式宣布反对没有投票权的普通股上市。之后，纽约证券交易所保持了60年的反对不平等投票权股票上市的传统。然而，到了80年代的时候，持续不断的敌意收购和非管理层股东发起的投票代理权争夺，又再次增加了双层股本结构的市场需求。由于纽约证交所的美国国内竞争者美国证交所（Amex）和纳斯达克（NASDAQ）这两个证券交易市场均允许双层股本结构的企业上市，最后经不住竞争的压力，纽约证券交易所于1986年提交了一份建议给美国证券交易委员会审批，建议中将修改其上市公司手册313.00节，允许上市公司经股东批准下发行一类或多类具有不同投票权的普通股。在纽约再次允许双层股本结构股票上市后，许多互联网公司纷纷选择纽约证券交易所而代替了纳斯达克市场上市。

香港艾迪企业上市项目管理有限公司主席许夏雄对《21CBR》表示，“对一家公司的控制权有两个层面，一是股东层面，一是董事会层面，后者对公司的控制更为直接。”香港奉行大陆法系的“股东中心主义”，股东因股份多寡而控制董事会，进而控制公司；而阿里巴巴的合伙人制度，则属于是美国资本市场的“董事会或CEO中心主义”的一大做法。<sup>9</sup>

<sup>8</sup> 太古集团于1977年上市，在香港禁止双层资本结构规定之前。

<sup>9</sup> 观点引用自南开大学教授万国华。

由于阿里巴巴的合伙人制度与香港联合交易所的要求违背，纽交所赢得了阿里巴巴集团的青睐。

## 2.4 香港自问

面临着来自新申请上市公司的压力，以及其他交易所的国际竞争，香港联合交易所犹豫：到底是选择接受对经营者赋予特权的大公司还是坚持自己的同股同权原则？

2014年6月18日香港金融发展局发表有关香港首次公开招股机制研究报告供政府和监管机构参考，报告建议考虑适当分设不同市场类别，令不同类型的投资者及发行人获得较佳的配对，并在对股东提供适度保障的前提下容许公司以不同法律架构上市，以配合股权及管理形式的革新，以及促使香港发展成特定行业的股票发行中心。2014年8-11月，香港联交所发起了针对上市企业双层资本制的社会广泛征询活动，以民意来决定香港联交所是否要放弃同股同权原则。2015年6月25日，香港证监会就联交所的建议草案发表声明，明确表示：香港证监会董事局决定不支持联交所有关不同投票权架构的建议草案。联交所随即回应，将与证监会继续沟通，并会参考证监会的意见决定下一步的最佳方案。2015年10月5日，联交所公开决定搁置撰写不同投票权架构建议草案的工作，意味着香港资本市场同股不同权公司上市的议案，暂且中止。

## 3 尾声与展望

最终香港联交所坚持了自己的原则，将阿里巴巴送给了美国纽约交易所。这样，阿里和前前后后的互联网企业一样，一个个漂洋过海、远嫁海外。至此，阿里巴巴集团弃港赴美上市之旅，告一段落了，但是境外上市以及同股不同权的讨论仍将继续。

阿里巴巴的上市之路不是个案，他代表了中国一批优秀的民营企业为寻求与资本联姻的同时仍能把握企业发展方向的而做出的选择。

2017年两会期间有人大代表指出，2016年以来爆发的万科股权之争充分暴露了其公司治理的缺憾——万科股价低估、股权结构分散，为了防止恶意收购，可以学习国外采取AB股制度。而现状表明，中国优秀的互联网企业不远万里选择在国外交易所上市，优秀的投资机会并没有提供给中国投资者，这应当引起中国资本市场监管者的思考。是继续选择同股同权制度，还是在保护中小投资的前提下进行适度放开，监管当局应当做出反思。

当然，我国的资本市场尚不完善，投资者法律保障体系还不健全，当下还应保持同股同权的制度，但是随着市场化机制的进一步健全，保障体系的进一步完善，我们是否也能够为这种公司制度的创新留一片天空？

（案例正文字数：13634字）

## **Alibaba Group's Trip to Public Offering in NYSE instead of HKSE**

**Abstract:** As the owner of the biggest E-commercial platform in China, Alibaba Group have gained piles of attention because of issues about the equity share, control power and VIE. In 2014, Alibaba Group choose two launch its second IPO. The valuation for Alibaba Group reached a high level of 150 billion dollars for its second IPO, what's more, this time, Alibaba chose to go public at NYSE rather than an inland or Hong-Kong stock exchange. During its IPO, there are lots of arguments whether in media or in academic journals about why Alibaba Group choose to go public for the second time and why this time it choose NYSE. This paper tries to explain the questions above and what's more, the pros and cons of Alibaba Group's IPO using corporate finance theory combined with the founders' character of Alibaba.

**Key words:** Alibaba; Partnership System; Dual-class Capitalization; New York Stock Exchange; Hong Kong Stock Exchange

## 附件 1

表 2 阿里巴巴集团大事记<sup>10</sup>

年份	大事记
1999	由马云带领的 18 人创业团队，在杭州湖畔花园创办阿里巴巴集团、获得以高盛集团、富达投资、新加坡政府科技发展基金等的第一笔风投 500 万美元。
2000	推出“中国供应商”服务，为中国中小企业提供外贸电子商务服务、获得日本软银 2000 万美元投资。
2001	确立公司“让天下没有难做的生意”的愿景使命，以“独孤九剑”为核心的价值观体系。
2002	为从事中国国内贸易的卖家和买家推出中国站“诚信通”服务、发布日文网站、实现收支平衡。
2003	淘宝网诞生并且迎来第 10000 名注册用户、推出“支付宝”服务，完善网上交易的支付平台、推出通讯软件“贸易通”，让买方和卖方通过网络进行实时沟通交流、实现每天收入 100 万元。
2004	推出“淘宝旺旺”即时通讯工具、阿里学院成立、支付宝从淘宝网剥离正式独立运营、实现每天盈利 100 万元。
2005	中国交易市场推出“关键词竞价”服务、淘宝网商品数突破 700 万件，超越雅虎成为亚洲最大的网络购物平台、并购雅虎中国。
2006	淘宝网在整个中国 17 亿美元的在线拍卖领域获得了 72% 的市场份额、推出淘宝商城，开创全新 B2C(企业对个人)业务、实行子公司化管理。
2007	阿里软件成立，进入企业商务软件领域、阿里金融第一笔网络联保贷款成功放贷、阿里妈妈诞生、阿里巴巴(中国)网络技术有限公司于香港联交所主板上市。
2008	提出“深挖洞、广积粮、不称霸”的战略、投入 2500 万资金于汶川地震灾后重建、推出“出口到中国(ETC)”服务、淘宝网和阿里妈妈合并发展启动“大淘宝战略”、13.6 亿元的“淘宝城”项目正式开工。
2009	淘宝网成为亚洲最大网上零售商圈、口碑网合入“大淘宝”战略、推出全球批发市场业务全球速卖通平台、阿里云公司成立、5.4 亿元战略投资中国万网，全面渗透互联网基础服务。
2010	阿里巴巴中国站战略升级为在线采购批发大市场、成立大淘宝战略执行委员会、向青海玉树灾区捐赠 2500 万元善款、获得国内首张电子商务小额贷款执照、阿里云定制服务器 F1A 交付生成。
2011	获得央行颁发的国内第一张《支付业务许可证》、推出独立研发的阿里云 OS、推出“快捷登录”计划，用户可凭借支付宝账户登录多家电子商务网站、淘宝网旗下的团购平台聚划算成为又一家独立子公司、光棍节当天淘宝商城支付宝交易额突破 33.6 亿元，淘宝商城和淘宝网总支付宝交易额突破 52 亿元，支付宝当天支付成功 3369 万笔，再度刷新世界纪录。
2012	成立“阿里巴巴公益基金会”、开曼群岛大法院批准此前提出的私有化计划、阿里巴巴 B2B 公司 CEO 陆兆禧出任首席数据官、对雅虎 76 亿美元的股份回购计划全部完成、双 11 全天淘宝天猫平台交易金额达到 191 亿。
2013	调整现有业务架构和组织至 25 个事业部、与多家物流公司共同创立菜鸟网络、发布阿里智能 TV 操作系统、推出社交网络手机客户端来往“点点虫”。

<sup>10</sup> 资料来自阿里巴巴集团官方网站：<http://www.alibabagroup.com/cn/about/history?year=1999>

2014	作为天猫平台延伸方案的天猫国际正式推出，让国际品牌直接向中国消费者销售产品、收购移动浏览器公司 UC 优视并整合双方业务、收购电影及电视节目制作商文化中国传播约 60% 股权、与银泰成立合资企业，在中国发展 O2O 业务、完成对数字地图公司高德的投资、在纽交所上市。
2015	与蚂蚁金融服务集团宣布完成重组并宣布将合资成立中国本地生活服务平台公司口碑、于杭州举办首届全球女性创业者大会、与苏宁云商开启全面战略合作，打造电子商务、物流及 O2O 的协同效益、与新浪及云锋基金共同成立阿里体育集团、与优酷土豆签署最终合并协定、于香港及台湾启动阿里巴巴创业者基金、与南华早报集团就收购《南华早报》达成协议。
2016	宣布成立 VR 实验室，并称已全面启动 Buy+ 计划、收购 Groupon 股份，达到销售里程碑、正式收购豌豆荚、涉足无人驾驶汽车行业、阿里巴巴与中国移动签署战略合作协议，在新兴领域、基础通信服务、信息基础设施、营销合作方面开展深入合作。



## 附件 2：不同上市地的区别

表 3 中国证券交易所上市条件

	主板	创业板
主体资格	依法设立且合法存续的股份有限公司	依法设立且合法存续的股份有限公司
经营年限	持续经营时间应当在 3 年以上(有限公司按原账面净资产值折股整体变更为股份公司可连续计算)	持续经营时间应当在 3 年以上(有限公司按原账面净资产值折股整体变更为股份公司可连续计算)
盈利要求	<p>(1) 最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3,000 万元, 净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据;</p> <p>(2) 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5,000 万元; 或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元;</p> <p>(3) 最近一期不存在未弥补亏损;</p>	<p>最近 2 年连续盈利, 最近 2 年净利润累计不少于人民币 1,000 万元, 且持续增长。</p> <p>或</p> <p>最近一年盈利, 且净利润不少于人民币 500 万元, 最近一年营业收入不少于人民币 5,000 万元, 最近 2 年营业收入增长率均不低于 30%。</p> <p>净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据</p> <p>(注: 上述要求为选择性标准, 符合其中一条即可)</p>
资产要求	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于 20%	最近一期末净资产不少于两千万, 且不存在未弥补亏损。
股本要求	发行前股本总额不少于人民币 3,000 万元	发行后股本总额不少于人民币 3,000 万元
主营业务要求	最近 3 年内主营业务没有发生重大变化	发行人应当主要经营一种业务, 其生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定, 符合国家产业政策及环境保护政策。最近 2 年内没有发生重大变化。
董事及管理层	最近 3 年内没有发生重大变化	最近 2 年内未发生重大变化。
实际控制人	最近 3 年内实际控制人未发生变更	最近 2 年内实际控制人未发生变更
同业竞争	发行人的业务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争	发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争, 以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易。

关联交易	不得有显失公平的关联交易，关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形	发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易。
募集资金用途	应当有明确的使用方向，原则上用于主营业务	发行人募集资金应当用于主营业务，并有明确的用途。募集资金数额和投资项目应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应。

表 4 境内企业香港上市的条件

	境内企业在香港主板上市条件	境内企业在香港创业板上市条件
上市目的	为较大型、基础较佳以及具有盈利纪录的公司筹集资金等	目的众多，包括为较大型、基础较佳以及具有盈利纪录的公司筹集资金
主线业务	无具体规定，但实际上，主线业务的盈利必须符合最低盈利的要求	必须从事单一业务，但允许有围绕该单一业务的周边业务活动
业务纪录及盈利要求	上市前三年合计溢利 5,000 万港元（最近一年须达 2,000 万港元，再之前两年合计）	不设最低溢利要求。但公司须有 24 个月从事“活跃业务纪录”（如营业额、总资产或上市时市值超过 5 亿港元，发行人可以申请将“活跃业务纪录”减至 12 个月）
业务目标声明	并无有关规定，但申请人须列出一项有关未来计划及展望的概括说明	须申请人的整体业务目标，并解释公司如何计划于上市那一个财政年度的余下时间及其后两个财政年度内达致该等目标
最低市值	上市时市值须达 1 亿港元	无具体规定，但实际上在上市时不能少于 4,600 万港元
最低公众持股量	25%（如发行人市场超过 40 亿港元，则最低可降低为 10%）	3,000 万港元或已发行股本的 25%（如市值超过 40 亿港元，最低公众持股量可减至 20%）
管理层、公司所有权	三年业务纪录期须在基本相同的管理层及拥有权下营运	在“活跃业务纪录”期间，须在基本相同的管理层
股东人数	于上市时最少须有 100 名股东，而每 1 百万港元的发行额须由不少于三名股东持有	
信息披露	一年两度的财务报告	一按季披露，中期报和年报中必须列示实际经营业绩与经营目标的比较

表 5 美国主要交易所上市的条件

	纽约证券交易所	全美证券交易所	纳斯达克全国板股市	纳斯达克小板股市
净资产	4000 万美元	400 万美元	600 万美元	500 万美元
市值(总股本乘以股票价格)	1 亿美元	3000 万美元		3000 万美元
最低净收入				75 万美元

税前收入	1 亿美元（最近 2 年每年不少于 2500 万美元）	75 万美元	100 万美元	
股本		400 万美元		
最少公众流通股数	250 万	100 万或 50 万	110 万	100 万
流通股市值	1 亿美元	300 万美元	800 万美元	500 万美元
申请时最低股票价格	N/A	3 美元	5 美元	4 美元
公众持股人数每人 100 股以上	5000 人	400 人	400 人	300 人
经营年限	连续 3 年赢利	2 年经营历史		1 年或市值 5000 万美元

附件 3 主要市场关于双重投票权的规定

表 6 关于双重投票权的各国规定

	双重投票权
中国	《中华人民共和国公司法》第 127 条为在中国内地注册成立的公司发行不同类别的股份提供法律依据，但公司不得发行多重投票权股份。 根据中国证监会刊发的《上市公司章程指引（2006 年修订）》，公司的章程细则必须载列条文，列明附投票权的股份每股享有一票表决权（第 78 条）
美国	标普 1500 综合指数的公司中，43 家(3%)有发行多重投票权股份 《特拉华州公司法》将“一股一票”概念订为默认规则，但公司可选择不采用。设有多重投票权股份的美国公司在纽约交易所或纳斯达克进行首次公开招股时一般采纳此资本架构。这两家交易所容许本已设有不同投票权架构的公司在其市场上市，但不容许发行人于上市后实施会削弱或限制现有股东权益的不同投票权架构
新加坡	根据新加坡现行公司法，公众公司须遵守“一股一票”概念。然而，新加坡上市报业公司获法律豁免。新交所于 2011 年 9 月 20 日发出指引，列明新加坡不允许公司以不同投票权的双类别股权架构上市。

## 附件 4

### 投资者保障杂谈<sup>11</sup>

李小加

近几周来，关于香港投资者保障、股份架构和股东投票权的讨论十分热闹，各种声音不绝于耳。我一直仔细倾听着这些不同的声音：有些声音格外响亮，也有些较小的声音不容忽视。每当我尝试静下心来思考投资者保障问题的时候，这些声音总是萦绕在我耳边，挥之不去。

一天晚上，我辗转反侧，耳边响起了这些争论声，久久不绝。恍惚间，这些声音的争论一一展开……

第一个说话的是声势豪迈的传统先生，他非常满意香港现有的市场体制，完全不觉得有必要改变。“香港的体制长期以来运作非常顺畅，为什么现在要改变？这里的市场之所以这么成功，就是因为我们的投资者保障机制出了名得好。香港的《上市规则》十分清晰，谁想来香港上市都一视同仁。我们一直是走在世界前列的金融中心，近年还一再荣登首次公开招股集资额排行榜的榜首。对于我们来说，吸引发行人来上市集资完全不成问题，我们也不曾为任何公司妄开先例。好端端的为甚么要改变？”传统先生摇着头重重地坐了下来。

这时候，创新先生忍不住发话了。他是个发型前卫的年轻小伙子，激情洋溢，语速极快。“传统先生，你算了吧。多层股份架构有什么问题？世界上大部分交易所都允许这样做，只有香港墨守成规、不肯接受。看看那些在美国上市的科技公司，最大的几家公司比如 Google 和 Facebook，都是以特别投票权来维护创办人的地位。人们投资这些公司，就是因为相信公司创办人独特的眼光、业绩纪录和声誉！创办人关心公司的长期发展和利益，比起那些单靠短期套利赚钱的对冲基金和自以为是却根本不懂如何经营创新科技公司的并购狙击手们好多了吧！你看看苹果公司！乔布斯不就是在‘完美’的企业管治程序下被踢出局，险些令苹果破产的吗？最终还不是靠把乔布斯请回来主持大局，才再创地球上的科技神话！”

创新先生滔滔不绝，冷不防声音稳重的披露先生插嘴进来。“冷静一点，创新先生。现在问题的关键不是创新的创办人和进取的投资者相比孰优孰劣，而是信息披露。监管机构只需要定下良好体制确保信息披露准确并惩罚违规者。别忘了，若有公司以这样的股权结构上市，考虑到手上并不平等的投票权，投资者愿意为它们付出的价格自然也会打折扣。至于公司创办人若要求有特殊投票权而投资者愿意为这种架构的公司付出甚么样的价格，就由市场来定吧。这种体制在美国和其他地方都很成功，既不损害公司价值，也没有影响投资者利益。香港市场是时候与时俱进了。”

“不过，有一点要提醒大家，”披露先生继续说，“美国的多层股权制之所以运行良好，是因为他们以披露为主的市场机制，与身经百战经验老到的机构投资者和一究到底的集体诉讼文化组合在一起，这些全都发挥着重要的制约作用，可抗衡同股不同权带来的负面影响。如果香港要学习的话，必须有足够的配套组合，既赋予创办人足够的动力，又确保他们诚实可信。如果你问我的意见的话，我认为循序渐进的改变要好过全盘复制美国的制度。”

“等一等。”又传来了一个声音。“你们人人都在说保障投资者，不如我们先问问投资者、看看他们到底想要甚么吧！”“好主意”，大家异口同声地说。他们先问大基金先生。“我完全不关心一家公司到底在香港还是在纽约上市，因为在哪儿我都可以投资呀。我只关心那家公司是否一家好公司。我不喜欢同股不同权，但如果公司非要以此

---

<sup>11</sup> 文章来源于作者网络日志。

样的架构上市，我也知道怎么给它估值。”然而，另外一边的小散户女士却感到很为难：“我不能投资美国股市啊，所以，如果有一家优秀的公司，请不要夺走我的投资机会啊！但话说回来，我真的不喜欢公司同股不同权，这对我们不公平。我希望监管机构可以帮忙照顾我的权益。”

接着我又听到另一个声音，是务实女士。“喂，各位各位，让我们谈点实际的吧！我们香港人一直都以开拓、务实而闻名。我们曾经大胆引入 H 股和红筹公司并大获成功，我们也适时把握了小型民企来港上市的机遇。这一次，让我们敞开双臂迎接新经济公司吧！如果香港错过了中国下一轮上市大浪潮，我们大家都会输掉！不只交易所和证监会将损失交易费及征费、政府损失印花税，经纪亦将失去数以亿元计的佣金，投资者们更将损失投资这个时代发展最快、最有潜力公司的巨大机遇！香港怎么可以错过这些！”

慢着，有人实在听不下去了！原来是道德先生，他很生气大家竟然在赤裸裸地讨论金钱。“你这是什么意思，你…你……！”他大声说道：“这是再简单不过的事——一股一票就是了，毋须再讨论！你凭甚么声称创办人可以享受特殊待遇！别忘记创办人也有老去的那天——当他头脑不清自私自利时，你还愿意给他机会独揽大权，无止境地榨取公司的利益吗？为了赢得一两家大型公司，你就要出卖香港精神？那我们辛辛苦苦建立的声誉何存？香港为甚么要学习美国？看看华尔街那帮人打着金融创新的幌子闹出多大的全球金融危机。香港的体制就是这样，不喜欢的人大可以卷好铺盖走人。”“还有一件事，”道德先生又继续追问道：“香港交易所为甚么会考虑这个方案？是不是中国政府要求的？这要查一下。”

我感到气氛开始紧张起来，大家坐立不安，但谁也不敢公然反对道德先生，因为……道德先生永远是对的。可是，本来一直在自顾自听音乐的未来小姐，此刻却摘下耳机，向道德先生说道：“咱们就事论事，不要搞人身攻击嘛。世界在变、中国在变，香港也应该要变啊。十年前香港错过了科技革新的机会。展望未来，中国将涌现一大批代表新经济的公司，尤其是在互联网领域，它们可能会彻底改变中国未来十年的经济面貌。这可是香港将中国故事和新经济融合在一起、真正掌握全球领导力的好机会啊。”此时，未来小姐直直望向道德先生，说道：“你当然无所谓，你已经名成利就，但想想我们这一代香港人啊。”

道德先生心有不甘，反驳道：“但你们为了未来，难道就非要给创办人特权吗？”

“如果赋予创办人特权是能吸引这些代表未来的新经济公司来港上市的唯一之途，那就给他们好了。”未来小姐答道：“你没有权力剥夺我们的未来。别忘了，你们今天投资的大公司明天都可能被这些新经济公司彻底取代，到那时，我们年轻人怎么办？……”

未来小姐显然烦躁起来。至此，梦中的我已听得直冒冷汗……

“好啦，好啦，大家不要那么激动。”我听见一个熟悉的声音在叫大家冷静。谢天谢地，程序先生来了，真是人如其名，程序先生从来都是那么深思熟虑。

程序先生继续发表他的意见：“整件事不关谁对谁错，也不是说特别股权结构对市场是好是坏，更不是说公司创办人和进取的对冲基金究竟谁可以创造价值或破坏价值。每件事大家都可以证明有好坏两面、甚至多方面。整件事不关香港到底应该拥抱明天还是活在往昔。大家都希望拥抱明天。”

这时，只见人人都坐了下来，聆听程序先生讲话。“这件事关系到审慎程序。”程序先生说道。“香港的《上市规则》非常清晰，如果要修订条文，必须按照审慎程序进行。如果为了迎合新来者而朝令夕改，我们的公信力便荡然无存。那么甚么是审慎程序？就是说，如果公司要求的改变‘有限、适度而且平衡’，又能根据香港现行整体上市机制的条文规定或精神合理地处理，豁免或者批准都可以斟酌。这亦是上市委员会及证监

会一直以来的工作之一。另外，我们亦应考虑所行使的酌情权能否归纳为一项先例。这一点十分重要，因为香港是法治之都，监管者需要为将来寻求类似待遇的其他上市申请人划定一条清晰的法规界线，并仔细阐述划定这一界线的原因。”

程序先生续说：“如果要求超出了《上市规则》所许可的有限酌情范围，那就要经过适当的公众咨询之后才可以修订规则及政策，确保所作的改变经得起时间的考验。这是香港的优良传统，必须坚持。”

唉，梦中的我不禁在问，那答案到底是甚么？“为甚么不找答案先生请教一下？”有人建议。“对，好主意！”大家异口同声。

我拼命想听清答案先生的答案，但一下竟醒了过来！

现实中，哪里会有甚么答案先生来给我们拿主意？我们只能依靠集体的智慧自己作决定。这里最需要的，是客观看待事情，不被负面情绪牵动，不受指摘影响，也不被个别公司或个案的具体情形而影响判断。归根究底，我们需要作出最适合香港、最有利于香港的决定，而不是最安全最容易的决定。

此刻，我已经完全从梦中醒来并回到办公室。我迫不及待把这些声音写在这篇网志里，正要完稿之际，却清楚听到耳边有另外一个声音对我说：“小加呀，人们已经在批评交易所在这个问题上有既得利益不宜参与讨论；尽管你自己认为这种说法没有根据，但是此刻保持沉默置身事外不是更好吗？”我思索许久但还是决定继续这篇网志，主要原因有三：

首先，没错，我是香港交易所的集团行政总裁，促进和保障交易所股东的利益是我职责的一部分。可是，正如我们的章程所规定，当“公众利益”与港交所股东利益之间发生冲突时，我们永远要把公众利益放在第一位。正是出于“公众利益”考虑，我才决定参与这一重要的讨论。

第二，有关个别公司上市或政策改变的决策并不取决于我或香港交易所董事会。它们均由上市委员会和证监会审议决定，我只是众多声音中的小小一员。上市委员会的其他 27 名委员都是香港金融界的精英才俊，为了香港的利益，他们无私奉献出自己宝贵的时间、智慧和丰富的实战经验。这一决策过程和证监会的监督安排正是为了保障香港的最佳利益。

最后我想说，我无意利用我的网志去改变任何人的想法，或宣扬任何立场。我只是希望大家能在这一涉及公众利益的重要议题上进行诚恳、公开、平衡客观及尊重各方的讨论。不论您是个人投资者，还是大机构负责人，只要胸怀坦荡，只要抱着为香港最佳利益考虑的心态真诚表达意见，就不应为参与这场讨论而感到羞怯、害怕或者愧疚，因为每个人的意见，对我们都同样宝贵！

## 附件5 马云关于合伙人制度看法的内部邮件

各位阿里人：

最近大家一定从媒体那里，听了不少关于阿里巴巴合伙人制度以及公司上市后控制权的报道。今天是阿里巴巴的14年周年庆，正好在这个有意义的日子，向大家汇报一下阿里巴巴合伙人制度的情况。

14年前的今天，阿里巴巴18名创始人正式走上了创业之路。4年前，也就是阿里巴巴十周年庆的时候，我们宣布18名集团的创始人辞去“创始人”身份，从零开始，面向未来。

人总有生老病死的那一天。阿里巴巴的创始人有各种原因会离开这家公司。我们非常明白公司能走到今天，不是18个创始人的功劳，而是他们创建的文化让这家公司与众不同。大部分公司在失去创始人文化以后，会迅速衰落蜕变成一家平庸的商业公司。我们希望阿里巴巴能走更远。

如果不出大的意外，我们将有机会参与并见证中国电子商务零售过十万亿那一天。但我们不希望成为一家只是能卖几万亿货的公司，我们希望自己能在未来的发展中，不断培养出无数的如同淘宝，支付宝，余额宝…那样的创新性服务和产品，更希望我们的生态文化能造就更多未来的牛X企业。这才是我们真正想要的！

怎样的制度创新才能实现我们的梦想呢？从2010年开始，集团开始在管理团队内部试运行“合伙人”制度，每一年选拔新合伙人加入。合伙人，作为公司的运营者，业务的建设者，文化的传承者，同时又是股东，最有可能坚持公司的使命和长期利益，为客户，员工和股东创造长期价值。在过去的三年，我们认真研讨合伙人章程，在前三批28位合伙人选举的过程中，对每一个候选人激烈地争论，对公司重要的决策深入讨论，积累了很多经验。在3年试运行基础上，我们相信阿里巴巴合伙人制度可以正式宣布了！

阿里巴巴合伙人的产生必须基于——“在阿里巴巴工作五年以上，具备优秀的领导能力，高度认同公司文化，并且对公司发展有积极性贡献，愿意为公司文化和使命传承竭尽全力”。我们相信只有一个热爱公司、使命驱动、坚持捍卫阿里文化的群体，才能够抗拒外部各种竞争和追求短期利益的压力。

有别于绝大部分现行的合伙人制度，我们建立的不是一个利益集团，更不是为了更好地控制这家公司的权力机构，而是企业内在动力机制。这个机制将传承我们的使命、愿景和价值观，确保阿里创新不断，组织更加完善，在未来的市场中更加灵活，更有竞争力。这个机制能让我们更有能力和信心去创建我们理想中的未来。同时，我们也希望阿里巴巴合伙人制度能在公开透明的基础上，弥补目前资本市场短期逐利趋势对企业长远发展的干扰，给所有股东更好的长期回报。

正如我们过去一直强调的那样，阿里巴巴并非是某一个或者某一群人的，它是一个生态化的社会企业。运营一个生态化的社会企业，不能简单依靠管理和流程，而越来越多的需要企业的共同文化和创新机制，以制度创新来推动组织升级。我们出台合伙人制度，正是希望通过公司运营实现使命传承，使阿里巴巴从一个有组织的商业公司，变成一个有生态思想的社会企业。为此，集团希望更多的阿里人涌现出来加入合伙人团队，使我们的生态化组织拥有多样性和可传承性，保持源源不竭的发展动力。

各位阿里人，我们不一定会关心谁去控制这家公司，但我们关心控制这家公司的人，必须是坚守和传承阿里巴巴使命文化的合伙人。我们不在乎在哪里上市，但我们在乎我们上市的地方，必须支持这种开放，创新，承担责任和推崇长期发展的文化。

阿里人，在路上！

阿里巴巴集团董事局主席 马云  
2013年9月10日



## 附件 6：私有化流程

上市公司退市的两种条件，当其（1）持有股东少于 300 人或（2）持有股东少于 500 人且公司没有大量资产时，可以退市。

1、可造成私有化的三种交易有：

- （1）另一家公司或个人发出购买上市公司全部或大部分公开市场股票的要约；
- （2）上市公司将全部或大部分资产出售给另一家公司（或与之合并）；
- （3）上市公司宣布进行股票合并（将 10 股、100 股甚至 1000 股合为 1 股）以减少股东数达到退市条件。

2、拟私有化公司自身或其关联方参与私有化

此情况触发 Rule 13e-3 of the Securities Exchange Act of 1934 and Schedule 13E-3，证监会要求上市公司提供某些信息给股东并递交要约陈述给证监会（包括但不限于交易目的、替代选择、是否对股东公平、是否有董事反对交易并列明原因、是否大部分独立董事同意该交易等）

简要流程如下：

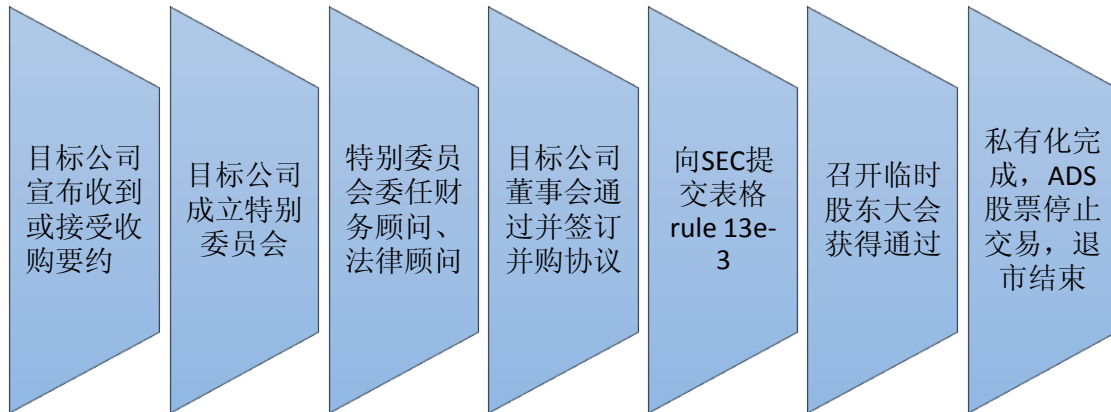


图 3 拟私有化公司自身或其关联方参与私有化流程

典型案例：盛大游戏（Nasdaq: GAME）



图 4 盛大私有化流程

(3) 完全由独立第三方进行私有化  
 这种方法不需要触发美国证监会 13E-3 条款，流程极为简单，简要流程如下：

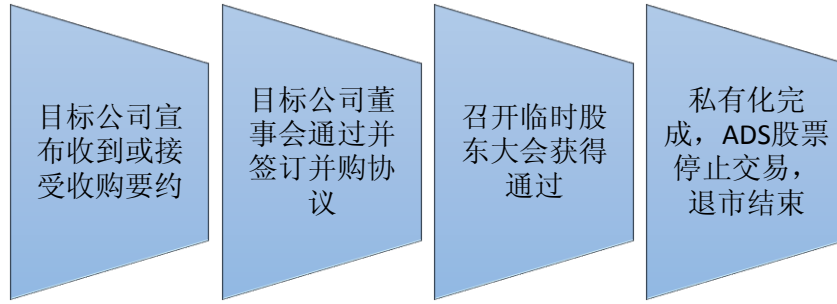


图 5 由独立第三方进行私有化简要流程

典型案例：中国手游（Nasdaq: CMGE）

2015 年 5 月 18 日，东方弘泰向董事会发出私有化要约，价格为 6.73 亿美元；

2015 年 6 月 9 日，中国手游召开董事会，私有化方案通过；

2015 年 6 月 30 日，中国手游宣布召开股东大会；

2015 年 7 月 27 日，中国手游股东大会召开，私有化方案通过；

2015 年 8 月 10 日，中国手游宣布完成合并，随即要求 NASDAQ 交易所签署 Form25 并知会美国证监会进行取消登记（Deregistration），中国手游预计在 10 天内签署 Form15 交予美国证监会（所有披露义务将在签署 Form15 的同时中止，在取消登记时终止）；

2015 年 8 月 20 日，中国手游递交 Form15，退市正式完成；

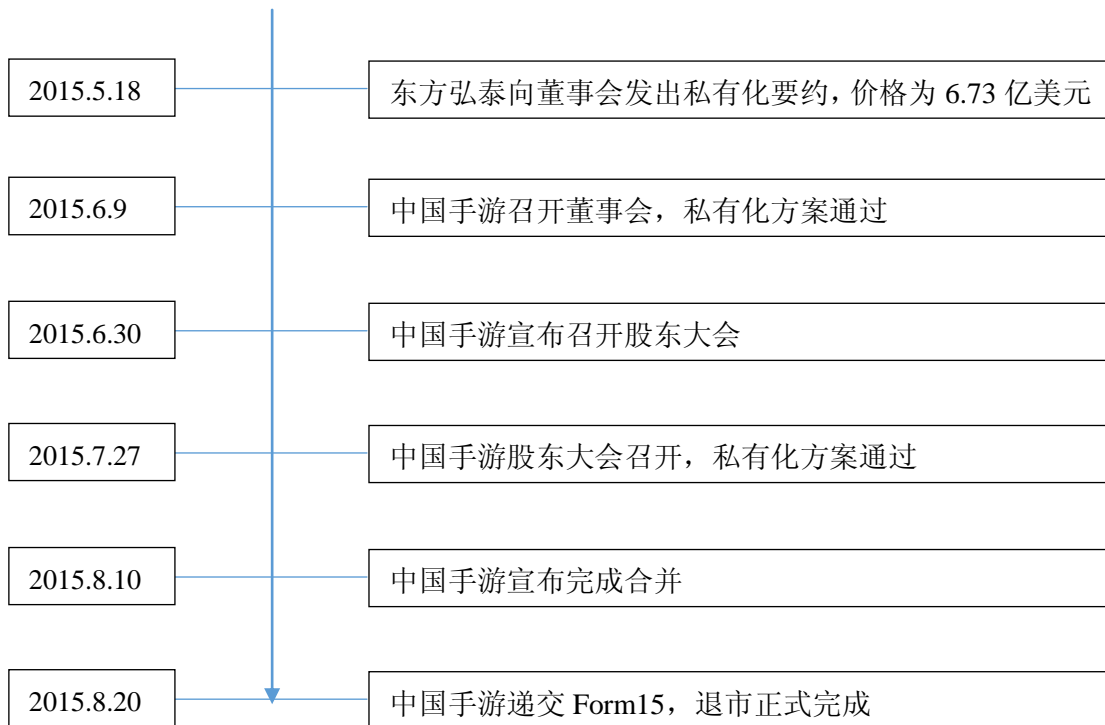


图 6 中国手游私有化流程

# 案例使用说明

## 一、 教学目的与用途

- 1、本案例主要适用于《公司金融》、《公司治理》、《金融市场与机构》、《企业并购与重组》等中有关公司控制权设计、公司治理、企业招股上市、企业退市等相关内容的教学。
2. 本案例适用于金融专业硕士、MBA、高年级本科生的上述课程教学。
3. 本案例的教学目的是通过对阿里巴巴 B2B 第一次从港交所退市，两年后又选择在纽交所上市的原因及利弊进行分析，使学生了解公司上市特别是控制权安排对企业可能造成的各方面的影响，使得学生在以后的工作中能够更好的对企业是否上市以及在何地采用何种形式上市做出判断。

## 二、 启发思考题

- 1、阿里为什么会从香港退市呢？背后的原因有哪些？
- 2、阿里第二次为什么会选择去美国上市呢？——结合各地法律与交易所制度和阿里自身的股权制度进行分析
- 3、什么是双层股本结构？运用相关理论模型，请你解释下“同股不同权”现象存在的合理性是什么呢？
- 4、讨论阿里集团在美上市之后，会遇到哪些风险（如被做空）？假如阿里决定再次启动私有化进程，请你分析一下阿里从美国退市的主要流程，请借鉴案例内容。

## 三、 分析思路

教师可以根据教学目标（目的）灵活使用本案例。本分析思路仅供参考。

1. 运用公司金融相关理论，分析上市对企业的影响，并结合阿里巴巴集团的情况以及其创始人的背景，分析阿里巴巴集团为何在香港退市两年后重新选择美国上市。
2. 对双层股本结构进行辨析，以及分析阿里的股权结构选择。
3. 抛开创始人态度的因素，单从利润最大化的角度分析阿里巴巴集团上市是否是一个正确的决策。
4. 分析阿里巴巴集团不同于其他企业的优势所在，然后总结出使得阿里巴巴集团最终在纽交所上市的企业独特性因素。

## 四、 理论依据及分析

### （一）阿里为什么会从香港退市呢？背后的原因有哪些？

阿里巴巴网络有限公司于 2007 年 11 月 6 日在港交所挂牌上市，融资 116 亿港元。虽然阿里在上市当天，开盘价达到 30 港元，尾盘收于 39.5 港元，较发行价涨 192%，一度创下了港股 2007 年新股首日涨幅之最和中国互联网公司融资规模之最。然而上市后，阿里巴巴 B2B 的股价一度表现不佳，自 2009 年三季度开始一路下滑，至 2012 年 2 月之前，股价跌落 10 港元。从图 7 我们不难看出从长期来看，阿里巴巴在香港资本市场基本处于颓势，而这与其良好的财务状况以及发展背景相悖。

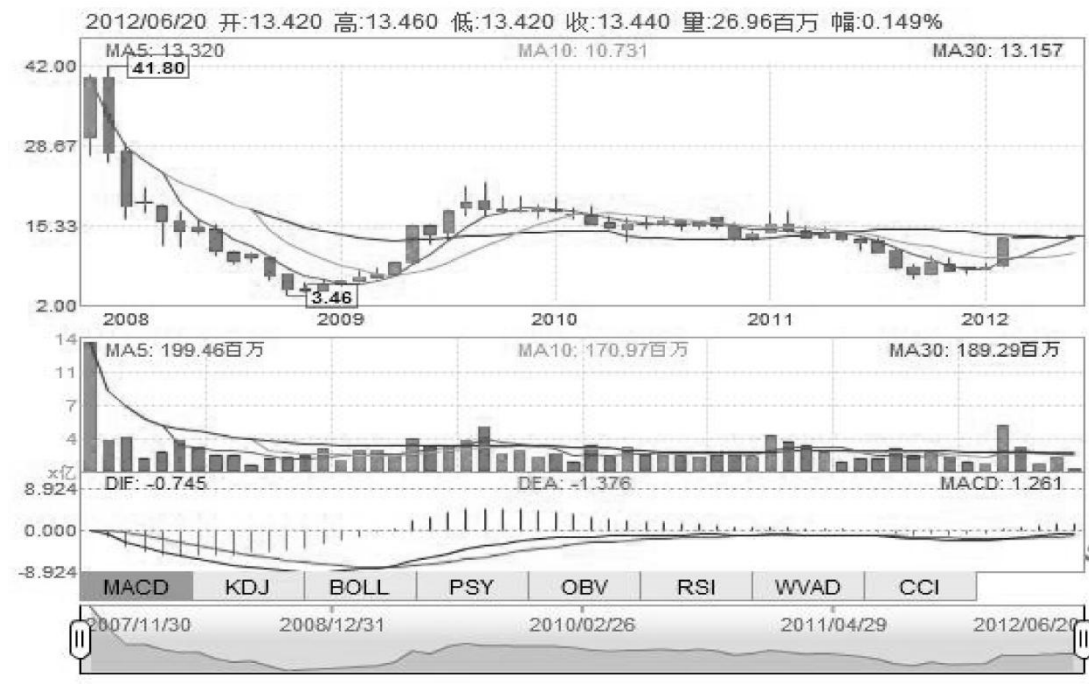


图 7 阿里巴巴股票香港上市期间走势

#### 1、市场环境低迷，股票价值被低估，私有化成本低

股息贴现模型（Dividend Discount Model, DDM）是股票估值的一种模型，是收入资本化法运用于普通股价值分析中的模型。它以适当的贴现率将股票未来预计将派发的股息折算为现值，以评估股票的价值。DDM 与将未来利息和本金的偿还折算为现值的债券估值模型相似。

$$\text{基本的函数形式: } V = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

其中，V 代表普通股的内在价值，D 代表普通股第 t 期支付的股息或红利，r 是贴现率，又称资本化率

由于阿里股票股利的分配具有很大的不稳定性，阿里巴巴 2007 年上市以来派息少，股利分配政策不连续，因此，计算时将每股股利换做每股收益，再通过贴现算出股票内在价值，更具有实际意义。

求出 5 年来的 EPS 的复合增长率 CAGR 为 18.32%，现假定未来每股收益同样保持 18.32% 的速率增长，同时以 5 年期定期存款利率 4.75%（约 5%）为折现率。根据固定成长模式估价模型，得出阿里巴巴股票内在价值为：

- 第一年  $0.42 \times 1.1832 = 0.497$  元
  - 第二年  $0.42 \times (1.1832)^2 = 0.588$  元
  - 第三年  $0.42 \times (1.1832)^3 = 0.700$  元
  - 第四年  $0.42 \times (1.1832)^4 = 0.823$  元
- 假设是两阶段增长模型

从第四年开始，以 0.823 作为公司每股盈利的固定值。因此，计算出  
 $VS = 0.497 / (1+5\%) + 0.588 / (1+5\%)^2 + 0.700 / (1+5\%)^3 + 0.823 / 5\% \times (P, 5\%, 4)$   
 $= 0.4741 + 0.533 + 0.604 + 13.546 = 15.18$  元人民币和港币的汇率大致为 1:1.2，因此，阿里巴巴股价估计为 18.216 港元。远远高于其实市面价值。

通过上面分析，我们发现阿里巴巴企业价值在香港资本市场被严重低估，受到了不景气市场的拖累。

自金融危机爆发以来，全球经济复苏步伐缓慢，经济增长速度仍显低迷，经济运行环境依然欠佳。美国经济的疲软、失业率高居不下和欧洲主权债务危机，部分北非西亚国家动荡等因素的影响依然未退去。全球贸易增速明显下滑，贸易争端频繁，加之美国“财政悬崖”对世界经济的影响，全球经济未来可能仍维持中低速的增长。

由于财务风波、会计违规、多方做空机构做空等因素，及支付宝本身的 VIE 恐慌，使境外上市企业受到广泛质疑，当地监督机构也加强了对中国大陆上市公司的监督；同时很多境外上市的公司主要业务都在中国大陆，而投资者主要在国外，不易明白公司的商业模式，而且易被机构误导，用户和投资人严重不合，使其低估中国在外上市公司的价值。阿里巴巴上市时恰逢股市的最高点，然而上市后不久，金融危机来临，恒指持续走低，阿里巴巴本身的股价长期低迷，市值一直低于投资人的预期。

同时阿里巴巴以发行价进行私有化，相当于五年使用了十多亿的无息贷款。我们在上文中也提到阿里巴巴的股票价值实际上是被低估的，因此此时在香港进行私有化不仅能摆脱资本市场的各种拖累，而且成本较低。

## 2、业务转型需要

伴随着 2008 年国际金融危机的爆发，全球消费市场严重萎缩，制造业也由此大幅收缩，B2B 行业也被波及，不仅客户数减少，营收和利润都出现下降，行业群体性转型是外部环境和实体经济转变的必然。公开资料显示，从 2011 年起阿里巴巴的会员数开始发生了下滑，而会员费收入又在整个收入中占到 的绝对比重，B2B 信息公告牌模式难以为继，仅仅依靠会员的增加来带动公司发展已经由于客户体验和商业模式的自有劣势制约了 B2B 的发展，B2B 业务确实已急需转型，这正是公司调整战略的契机。阿里巴巴集团主席兼 CEO 马云在对内部员工的邮件中也提到，B2B 业务模式面临巨大的挑战，需要加快转型和升级，之前受制于上市公司的架构动作不够彻底，正是出于对 B2B 股东的负责，促使其下定决心把 B2B 私有化，以完成将影响公司未来几年收入的业务大调整，也为小股东提供套现的机会。

## 3、节省上市维护成本，摆脱上市制度约束

上市公司受多方机构监控，尤其是在信息披露这一块，季度财务报表、年度财务报表，其中的费用是极高的，比如说：诉讼费、审计费、专门的财务顾问等，非上市公司无需提供这些公开的信息，甚至维护这些信息，公司一旦出现问题，基于短期舆论压力，关于信息的维护上面费用也是很高的。

企业在公开市场上市，就具有公共企业的属性，部分控制权将会转移到市场手中，必须接受市场公众的监督，定期信息披露，要求对短期业绩负责，否则就会面临股价大幅波动的风险，若实施重大战略调整，在经营管理中难免遭受多方掣肘。私有化后，公司控制权相对集中，可以免于承受上市公司的压力，比如要考虑预期收益，价格波动和短期业绩压力等，能够制定对客户的长远规划，便于公司进行改革和治理，以阿里巴巴为例，在市场对其估值偏低时，通过私有化退出市场，将不再担心短期业绩指标和股东决策压力，将有助于公司理顺股权关系，顺利实现业务转型和产业链整合，私有化有助于扫清阿里体系业务的重组障碍，将 B2B、网上零售、支付等业务体系重新架构。此外，阿里巴巴在业务重组过程中，业绩表现可能会受到影响。私有化之后，阿里集团受资本压力稍微小些，也有利于业务全方位的整合。

## 4、集中控制权

关于雅虎股权的问题，2005 年 8 月的那一份协议，雅虎投资 10 亿美元以及雅虎中国全部资产得来阿里巴巴集团接近四成的普通股和投票权。这 8 年的时间，雅虎的弱势

与阿里巴巴强势出击，雅虎庆幸当初的眼光，阿里巴巴却后悔当初的协议，这两者的矛盾也是日益凸显，阿里巴巴无非就想争夺公司的控制权，上市的标准规则让它无力施展，私有化的效果之一，私下总比法定的程序更灵活，更具有商量性。私有化的好处就是更加独立灵活自主处理股权问题，从实施的效果来看，两者已经达成协议，先回购雅虎手中持有阿里集团股份的一半，即阿里巴巴集团股权的 20%。阿里巴巴集团获得公司控制权，雅虎的低迷现状下获得足够多的现金支持，两者达到一致性。

## （二）阿里第二次为什么会选择去美国上市呢？---结合各地法律与交易所制度和阿里的有限合伙人制度说明

所谓有限合伙是由有限合伙人与普通合伙人共同组成，对合伙组织的债务，有限合伙人仅以其出资为限承担责任，而普通合伙人则对合伙债务承担无限责任，同时普通合伙人之间承担连带责任。有限合伙集有限与无限责任于一身，合伙人之间体现了人合与资合两种合作的优势。有限合伙以普通合伙人的个人信用及普通合伙人相互间的人身信任作为对外信用的基础，同时又以有限合伙人出资而形成的合伙资本作为立信于社会的基础。这种双重责任形式使得有限合伙既区别于普通合伙又区别于公司。

值得注意的是作为有限合伙人对合伙债务承担有限责任的代价，有限合伙人不具有管理合伙事务的权利。有限合伙事务的管理权应由普通合伙人行使，而且也只有普通合伙人有权代表全体合伙人约束合伙组织。有限合伙人只有对合伙事务的检查监督权。当有限合伙人参与合伙事务的经营管理时，就应对合伙债务承担无限责任。

### （1）有限合伙如何保证公司控制权

通过上文对于有限合伙的描述，我们知道阿里巴巴采取优先合伙人制度就意味着公司的控制权不会因为上市而遭到稀释。事实上阿里巴巴的控制权问题一直让马云十分头疼，而 2010 年与雅虎的控制权之争更是阿里巴巴心有余悸。因此对于马云来说，如果采取有限合伙制上市，这就意味着他在募集到巨额资金的同时，不用担心股权因此被稀释甚至导致公司控制权旁落。

与阿里巴巴开创新型有限合伙制度相类似的，是双层股权结构（dual-class）。双层股权结构在美国很普遍，可以使公司创始人及其他大股东在公司上市后仍能保留足够的表决权来控制公司。纽约证券交易所（New York Stock Exchange）和纳斯达克市场（Nasdaq Stock Market）均允许上市公司采用这样的股权结构。Facebook Inc.（FB）和谷歌（Google Inc., GOOG）等美国大型科技公司均采用双级股权结构。在这种股权结构下，企业可发行具有不同程度表决权的两类股票，因而创始人和管理层可以获得比在采用这种股权结构下更多的表决权。而对冲基金和维权股东将更难以掌管公司决策权。

风险投资者投资的企业上市后，往往很快卖股份兑现。但创始人不愿意卖掉自己辛辛苦苦创立起来的企业，所以设计出双层股权制。将股票分为 A、B 两类。向外部投资人公开发行的 A 类股，每股只有 1 票的投票权，管理阶层手上的 B 类股却能投 10 票。如果公司被出售，这两类股票将享有同等的派息和出售所得分配权。B 类股不公开交易，但可以按照 1:1 的比例转换成 A 类股。这种股权结构可以让管理层放心大胆地出击（投资或者从事其他战略活动），不用担心会被辞退或面临敌意收购。因为，即使持有约三分之一 B 类股的创办人，以及重要内部人就算失去多数股权，也能持续掌控公司的命运。这种结构在股票公开上市公司相当少见，也遭到主张优良企业治理的人士责备。他们认为，大量权力集中在少数人手里，是不民主的做法。

在某种程度上我们可以将阿里巴巴的有限合伙人制度看作是极端的双层股权结构，即 A 类股票持有人的投票权为零。类似的做法，2016 年 4 月谷歌的股票拆分就类似于此。即 A 类股拆成两份，一份每股投票权为 1，一份每股投票权为零。

表 7 阿里巴巴 B2B 董事持股情况

董事	职位	持股数	市值（港元）
马云	主席	189127024	25.53 亿
蔡崇信	创办人	76810416	10.37 亿
卫哲	CEO	48250000	6.51 亿
武卫	CFO	9650000	1.30 亿
戴珊	副总裁	4600000	6200 万
谢世煌	战略发展主管	4100000	5535 万
彭翼捷	副总裁	2425000	3273 万
崔仁辅	B2B 董事	1400000	1890 万

## (2) 阿里巴巴采取有限合伙人制度的风险

阿里巴巴(Alibaba)在美国的首次公开招股(IPO)中,披露由 28 名高管组成一个团队,这个团队将拥有选举阿里巴巴董事会多数董事的权力。而在这 28 人中,6 人甚至不是阿里巴巴员工,而是为阿里巴巴的相关企业工作。

阿里巴巴提议推行的董事会结构是一种比目前美国盛行的董事会结构更为极端的形式。在美国,为了强化企业创始人的地位,互联网企业和社交网络企业一直在采用一种双重选举机制。这类创新型企业往往会宣扬某些很有价值的价值观(最显而易见的例子就是谷歌的“害人之心不可有(don't be evil)”),而他们的董事会往往不够健全,不足以应对战略管理方面的挑战。除此之外,另一个常见特征是这类企业可能会奉行“长期主义(long-termism)”,对资本市场的压力焦虑甚少。

在美国高科技企业中,各方的利益更为协调一致。毫无疑问,大量投资者之所以会在这些企业还未实现盈利时就大举投资它们的 IPO 股份,一定程度上正是出于这个原因。尽管香港交易所曾由于企业治理结构的原因拒绝了阿里巴巴的上市,投资者仍然会不顾这一事实大举买入。阿里巴巴赴美上市正是出于这个原因。在美国,对歧视性股票结构以及关联交易行为(这种关联交易正在损害中国的企业治理)的监管力度较弱。

对于这种所有权被剥夺的模式来说,当企业遭遇市场调整和企业面临衰退风险时,这种双重股本结构就会出现。例如,许多报业集团(华盛顿邮报、纽约时报等)就拥有双重投票机制,这种双重投票机制本该对编辑工作的价值观起到保护作用。然而实际上双重投票机制始终在保护的是现有管理层,却无助于针对数字化时代及时作出调整。

企业所有权的多元性确实拥有存在的理由——特别是在这个资本市场会惩罚长期主义的世界。然而这种无法问责的极端形式并不健康。对于投资者来说,他们也有必要提高对治理不过关、盈利能力不够强的高科技企业 IPO 计划的分辨能力。

### 阿里赴美上市的原因:

#### 1、上市地点比较

阿里巴巴这样的公司的创始团队通常只持有少部分股票,原因是他们在创业初期接受了其他投资者的种子投资和风险投资,所以必须要通过特别的条款才能保住创始人的控制权。公司目前实际股权架构中,马云持股量少于雅虎及软银两大外资股东,一旦选定在香港上市,而因估值不达标未能向雅虎回购股份,再加上股份上市后一律统一为投票权平等的普通股,届时马云可能会失去对阿里巴巴的控制权。

香港目前的上市规定不允许所谓的“双轨制”投票结构,而美国则对这种模式大开绿灯。美国允许企业管理层通过具有更高投票权的股票控制公司。



表 8 阿里巴巴上市地点比较

上市地点比较	
美国	1、允许企业管理层通过具有更高投票权的股票控制公司 2、强大的律师团、集体诉讼法、财务监管和披露制度，主要以机构投资者为主，能比较有效地制衡大股东
香港	“合伙人”方案与目前香港市场的股票上市规则相抵触
上海	1、国内股市所坚持的“同股同权”的原则，这与“合伙人”方案所体现的同股不同权是相背离的 2、A股市场远不如香港股市成熟，上市公司股权结构不合理，只会让A股市场的问题越来越复杂化 3、阿里巴巴注册地在海外，前两大股东均为国外机构投资者，“外资公司”在A股上市同样面临着法律障碍 4、A股市场的IPO从去年11月至今已暂停了11个月的时间，什么时候能够重启目前并无确切的说法

## 2、在美国上市能给阿里巴巴带来的好处

一位互联网行业资深人士指出，京东在2014年1月30日刚向美国提出IPO申请，阿里紧跟着赴美上市，肯定会给其带来一定冲击，同时也会对刚与京东结盟的腾讯造成影响。如果阿里与京东同期上市，市场对体量更小者的注意力肯定会下降，这将给京东造成不小的负面影响。目前阿里的市值已经超过1000亿美元，而京东可能只有200亿美元左右。这有点类似于当年优酷土豆争抢赴美上市场景，由于优酷抢先一步上市，抢走了投资人对中国视频行业的认知和想象，致使土豆推迟半年上市，损失了10亿美金的估值。

阿里启动赴美上市是其国际化战略的重要步骤。目前，阿里是国内最赚钱的互联网公司，其年营业额比Amazon和eBay加在一起还要多。但阿里的影响力还仅仅局限在华人生活圈，虽然国外的华人也不少，但分布比较零散，没法发挥应有的影响力与穿透力。在国际市场，阿里的认知度、知名度、品牌效应远比不上Amazon、eBay等美国公司。在美国上市之后，阿里有可能会成为全球最知名的互联网品牌。而且按照一般估值，阿里巴巴的市场估值会达到1300亿美金以上，甚至超过1500亿美元，这将顺势让阿里巴巴成为全球市值最大的互联网公司。

赴美上市也是阿里开拓美国市场的关键一步。在此之前，阿里巴巴已经在美国进行了多笔投资，比如投资美国物流商Shop Runner。等到阿里在全世界认知度提高到一定层次后，其势必会在美国市场上正面挑战Amazon，抢占美国乃至欧洲的电商市场份额，让全世界一起来“淘宝”。这无疑会使阿里在国际市场上得以更好、更快的发展。

## 3、灵活多样的资本结构，保证控制权

相对于香港市场或是大陆市场，美国的资本市场公司上市更加灵活。无论是中国大陆还是香港都不允许上市公司采用“双层股权构”。更何况所要阿里巴巴采取的资本结构则是比双层资本股权结构更为大胆的有限合伙制。

2014年10月10日，香港证监会更是明确否定了阿里巴巴采用有限合伙人制亦或是双层资本结构的要求。香港财经事务及库务局局长陈家强当日表示，为了保障投资者必须坚持同股同权的原则，香港上市规则规定不能设有双重股权。现阶段也无计划推出针对不同股权制度的上市规则。他同时指出，全球除纳斯达克证券交易所等个别美股外，其他市场均无B股安排。

这对阿里巴巴来说，它要么是坚持合伙人制转身赴美，或者是坚持赴港上市但在“同

股同权”上做出妥协。对于希望保持公司控制控制权的马云来说后者是不可接受的。因此允许同股不同权存在的美国资本市场成了阿里必然的选择。

#### 4、超额募集资金，实现价值增值

阿里巴巴 B2B 公司私有化最后确定的注销价格为每股 13.5 港币，较停牌前的最近 60 个交易日的平均收盘价相比，注销价格溢价 60.4%。暂且不论现在这个价格是否公平合理，即使公平，阿里巴巴集团在经过一年的的资源整合以及发展以后在美国资本市场重新打包上市，那么在原来股价就被低估的前提下，又经过一番大力发展，届时股价的估值一定会大大提高，甚至翻上几倍，势必高于每股 13.5 港币。对于阿里巴巴集团而言，美国市场的二次上市帮助公司超额募集了巨额资金；对于阿里巴巴的大股东而言在美国的二次上市极大地提升了其持有的阿里股票价值，获得了更加丰厚的投资回报率。

2013 年，高盛分析师 Heath Terry 将阿里集团的估值由 700 亿美元上调至 1050 亿美元。2013 年 2 月 17 日，摩根士丹利分析师乔丹·莫纳汉(Jordan Monahan)在雅虎公司的投资报告提及到，阿里巴巴的估值高达 660 亿美元到 1280 亿美元。而 Bernstein 分析师 Carlos Kirjner 看到阿里巴巴集团好于预期的业绩后，更是给该公司作出的估值 2450 亿美元。总体来说市场对于当下阿里巴巴的整体预计都在 1000 亿美元左右。而阿里私有化时的市值是 1038.3525 亿港元。假设阿里在美上市后的表现符合预期。这意味着在私有化两年以后，阿里巴巴的市值翻了接近六倍。

### （三）什么是双层股本结构？运用相关理论模型，请你解释下“同股不同权”现象存在的合理性是什么呢？

#### 1、双层股本结构

双层股本结构本质上是给投资 A 类普通股的投资者多加了一个风险，在原来的同股同权的投资中，中小股东只需要承担公司未来发展情况这一风险，而在同股不同权的投资中，中小股东除了具有公司未来发展这一风险，还同时承担了控股股东类型这一风险，也就是控股股东会侵犯中小股东合理利益的风险。在假设非控股股东购买该同股不同权股票的时候充分了解该股票类型的前提下，多承担一种风险，原则上是可以通过股价或股利分配调整以达到市场有效性的，而这个调整通过市场看不见的手可以自动调节，最终的表现就是企业以双层股本结构上市，且有投资者购买 A 类普通股，可自由流通交易，而此时的价格就是市场调节的合理结果。在有效市场中，限制级股票的市场价格已经充分反映了投票权低的因素，股价理论上是合理的。如果投资者认为价格不公平或风险和预期回报是不平衡的，他们可以选择投资。或许投资者可以选择不在 IPO 市场投资而在二级市场等待一个自己认为公平的价格去投资。因为投票权低的因素，被动的投资者可能以折价购买到现金流的所有权，这样对他们可能会更好。此外，一些投资者也可能愿意以超级投票权奖励公司创始人的人力资本投资。因此，双层股本结构只不过是一种风险，与投资者购买公司股票所承担的其他风险可以同等对待。

#### 2、“同股不同权”现象的合理性

为了证明“同股不同权”现象的合理性，也就是找到在什么情况下被认为弱势群体的非控股股东会投资双层股本结构的股票，本文将建立一个信息不对称下的静态博弈模型，探讨合理的可能解释。

#### 1) 模型的基本假设

该博弈是一个不完全信息静态博弈，博弈双方分别是控股股东（C）和非控股股东（F），其中，为了简化分析过程，并不失一般性，在本模型中只考虑一个控股股东和一个非控股股东博弈的情况。两人同时决定是否开发一项工程，两人的备选选项相同，

都是开发(D)和不开发(U),且两人都是风险中性的。而控股股东(C)有两种类型,一种是好人,一种是坏人,其究竟是哪种类型只有控股股东自己知道,而非控股股东不知道控股股东的类型,只有对控股股东类型的信念(p, 1-p),其中p属于[0,1],所以本博弈是信息不对称的。其它相关博弈信息都是常识。

### (1) 对博弈参与者类型的假设

控股股东有好人和坏人两种类型。在此模型中,我们假设控股股东为好人的含义是,控股股东在做决策时会同时考虑自己和非控股股东的收益(控股股东的效用函数正相关于非控股股东的收益),若该工程对控股股东有好处但是对非控股股东有害,则控股股东不会选择开发。只有当对双方都有改善的情况下控股股东才会选择开发。在此模型中,我们假设控股股东为坏人的含义是,控股股东做决策时只关注自己的收益(控股股东的效用函数与非控股股东的收益无关),而并不在乎非控股股东的收益,也就是说该工程对非控股股东有害的情况下,控股股东也有可能选择开发。

非控股股东只有一种类型,永远只考虑自己的收益,所以只有在其认为该工程对自己有利的情况下才会选择开发。

### (2) 对工程收益的假设

在此模型中,我们假设工程未来的期望收益是不确定的,且控股股东比非控股股东对于该工程具有信息优势,因为控股股东更了解企业,对于该工程给公司带来的期望收益判断会更加准确,然而非控股股东对工程的价值判断也要作为参考依据。因此,在该假设下我们认为,如果工程必然开发,博弈双方都选择开发(D)时工程给双方带来的期望收益,大于控股股东选择开发而非控股股东选择不开发的期望收益,大于非控股股东选择开发而控股股东选择不开发的期望收益,大于控股股东选择不开发而非控股股东选择不开发的期望收益。当然此处有些情况下,该工程显然不会被开发。

### (3) 对博弈规则的假设

在此模型中,为了研究双层股本结构是否合理,我们分别考察“同股同权”和“同股不同权”两种情况下博弈的结果。

在“同股同权”的条件下,由于控股股东和非控股股东的投票权均等,在此模型中采用一票否决制体现这一制度,即博弈双方的决定权相同,只要有一方选择不开发则该工程不开发,只有控股股东和非控股股东都做出开发的选择时,该工程才会被开发。

在“同股不同权”的条件下,由于控股股东有绝对的决定权,在此模型中采用控股股东决定的制度,即不论非控股股东如何选择,该工程开发与否只与控股股东的选择有关,如果控股股东决定开发,那么即使非控股股东选择不开发,该工程最终也会被开发。

## 2) 博弈的支付结果

下边是几种情况下的博弈双方的支付表格,表格左列是控股股东的决策,表格上行是非控股股东的决策。

表9是同股同权规则下博弈双方的支付结果,由于同股同权的一票否决制,所以只有(D,D)的情况下,该工程才会被开发,假设博弈双方都获得2的收益。并且在同股同权下,控股股东的类型对支付结果不产生影响,因为只有非控股股东选择开发(D)的情况下,才有可能开发该工程,即非控股股东认为开发对自己有利。即使控股股东想要开发对其有利而对非控股股东不利的工程,也会被非控股股东的不开开发选择终止,最终不会开发。我们假设不开发工程对博弈双方都没有影响,所以支付为(0,0)。因此,对于同股同权规则,不论控股股东是何种类型,博弈双方的支付结果都符合表1的状态。

表10是同股不同权规则下控股股东为好人的支付结果,由于是控股股东决定制,所以在控股股东选择不开发(U)的情况下,博弈双方的支付为(0,0)。控股股东为好

人，则控股股东所做决策也会考虑非控股股东的利益，当双方决策为 (D,D) 时，说明博弈双方都认为是优质工程，所以该情况下的支付与同股同权下 (D,D) 的支付相同，为 (2,2)。而当决策为 (D,U) 时，由于模型假设 2 中提到的控股股东较非控股股东有信息优势，且控股股东为好人，所以该工程对于博弈双方应有正的期望收益，但要小于 (D,D) 决策下的期望收益，因此赋予其 (1,1) 的支付结果。

表 11 是同股不同权规则下控股股东为坏人的支付结果，当决策为 (D,U) 时，由于控股股东为坏人，所以该工程有可能对非控股股东造成损失（有可能该工程不会对非控股股东造成损失，但造成损失是最坏的结果，也是非控股股东担心的问题，所以本模型采用造成损失这种情况进行讨论），而对控股股东带来更大的收益，所以此时赋予其 (3,-1) 的支付结果，该工程的总期望收益为 2（将控股股东和非控股股东的期望收益相加， $3+(-1)=2$ ），与同股不同权规则下控股股东为好人的总期望收益相同，因为在开发该工程的条件下，工程的总期望收益与控股股东的类型无关，是外生变量。除此之外的其他决策支付结果都与同股不同权规则下控股股东为好人的支付结果相同。

表 9：同股同权下的支付

	D	U
D	(2,2)	(0,0)
U	(0,0)	(0,0)

表 10：同股不同权好人的支付

	D	U
D	(2,2)	(1,1)
U	(0,0)	(0,0)

表 11：同股不同权坏人的支付

	D	U
D	(2,2)	(3,-1)
U	(0,0)	(0,0)

### 3) 求解博弈

根据非控股股东对控股股东类型的信念分布 ( $p, 1-p$ )，即非控股股东认为控股股东以  $p$  的概率为好人，以  $1-p$  的概率为坏人，那么非控股股东在同股不同权规则下的期望支付为表 12 所示。

从表 9 和表 12 可以发现，除 (D,U) 策略外的其他策略支付结果完全一样，所以重点落在了 (D,U) 策略的研究上。若  $p \geq 0.5$ ，则同股同权被同股不同权弱占优。因此，当非控股股东认为控股股东为好人的概率不小于 0.5 时，同股不同权是更好的选择，非控股股东会支持同股不同权的规则，这也初步解释了同股不同权的合理性。

表 12：同股不同权下的期望支付

	D	U
D	(2,2)	( $3-2p, 2p-1$ )
U	(0,0)	(0,0)

### 4) 比较静态分析

现在我们将讨论控股股东和非控股股东对于工程收益的信息不对称程度是如何影响非控股股东支持同股不同权规则的条件（即  $p$  的取值范围变动）。

以原来的状态为基准，假设现在控股股东和非控股股东对于工程收益的信息不对称程度增加，那么支付结果应变为表 13、14 和 15 所示，该变动只会影响 (D,U) 策略的支付结果。比较表 10 和表 14，由于控股股东都是好人，并且信息不对称的程度增加，也就是控股股东对于工程未来收益的信息更加完全，那么此时听从控股股东的决策会有更高的期望收益率，但还是小于控股股东和非控股股东都选择开发的期望收益，因此表 14 中，赋予 (D,U) 策略 (1.5,1.5) 的期望收益率。此时，开发工程总的期望收益为 3（将此时控股股东和非控股股东的期望收益相加， $1.5+1.5=3$ ），大于之前的总期望收益 2。再根据上文所说的控股股东类型与工程总期望收益无关，表 15 的 (D,U) 策略总期望收益也为 3，相对于表 11 来说，表 15 的控股股东信息更加完全，则控股股东和非控股股东在 (D,U) 策略下的期望收益都有所增加。因此，表 15 中同股不同权坏人的 (D,U)

策略支付为 (3.5,-0.5)。

表 13: 同股同权下的支付 2    表 14: 同股不同权好人的支付 2    表 15: 同股不同权坏人的支付 2

	D	U
D	(2,2)	(0,0)
U	(0,0)	(0,0)

	D	U
D	(2,2)	(1.5,1.5)
U	(0,0)	(0,0)

	D	U
D	(2,2)	(3.5,-0.5)
U	(0,0)	(0,0)

现在非控股股东对于控股股东类型的信念分布为 (q, 1-q)，则此时非控股股东在同股不同权规则下的期望支付为表 16 所示。

表 16: 同股不同权下的期望支付 2

	D	U
D	(2,2)	(3.5-2q,2q-0.5)
U	(0,0)	(0,0)

由表 13 和表 16 可以发现， $q \geq 0.25$  时非控股股东就会支持同股不同权规则，比 p 的要求更低。

### 5) 模型结果分析

通过上述模型求解得知，非控股股东在已知双层股本结构的情况下仍旧投资“同股不同权”的股票是符合经济理性的，成立的条件是非控股股东认为控股股东是好人的概率大于等于 0.5，这也说明了同股不同权股票能够存在的机理。且非控股股东认为控股股东是好人的概率越高，其接受同股不同权规则的可能性越大。

此外通过改变控股股东和非控股股东对于工程收益的信息不对称程度，也就是改变控股股东对于工程未来收益的信息完全性，发现两者信息不对称程度越大，非控股股东支持同股不同权规则的要求越低，对控股股东是好人的信念降低，也就是在控股股东和非控股股东对企业、工程等的了解程度差别很大时，非控股股东更容易选择同股不同权规则。

综上，非控股股东接受同股不同权规则的可能性与两个因素正相关，一个是控股股东为好人的概率，另一个是控股股东和非控股股东的信息不对称程度。

### (四)分析阿里在美上市后可能遇到哪些风险挑战,假如阿里决定重新启动私有化进程,请你分析一下阿里从美国退市的主要流程,请借鉴近年来中概股回归案例;

#### 1、阿里巴巴在美国上市之后遇到哪些风险挑战（比如被做空）？

随着阿里集团在美国的首次公开募股，这一网络巨头似乎很乐观地认为自己将受到美国投资者的青睐。然而，在美国上市成功后，阿里将接受不同法律、体制、文化、价值观和资本市场等的种种考验。

##### (1) 美国严格的法律法规监管

美国法律强调保护投资者，特别是经历 2001 年安然倒闭事件和 2008 年金融风暴后，美国加强对上市的公司监管力度：通过颁布《萨班斯奥克斯利》(SOX) 法案，加强对公司高管的监管和处罚力度；通过《多德弗兰克》(Dodd-Frank) 法案，成立美国消费金融保护局，保护消费者的金融权益。同时美国法律对美国上市公司的海外行为都有严格的规范。2016 年英国葛兰素史克公司在中国的行贿案，由于该公司也在美国交易所挂牌上市，美国执法机构引用 1977 年美国国会制定的反海外腐败法，对英国母公司进行司法调查。选在美国上市，阿里等于给自己戴上一个沉重的枷锁。

但是，因为香港联合交易所不允许阿里的同股不同权的股权设置，阿里被迫转向美国。阿里的合伙人控股的优先股权模式、可变利益实体(VIE，也称控股协议结构)、庞大而且错综复杂的内部控股投资关系，这些必将在上市后面临一系列的法律法规的挑战。

已经有雅虎投资者开始准备等阿里上市后启动法律程序起诉阿里，原因是马云在 2011 年在雅虎大股东毫不知情下，把支付宝从阿里集团剥离转让给马云控股的另一家中国内资公司，造成雅虎投资者的巨大损失。同时阿里在国内的商业行为会受到更加严格的监管，像淘宝上的盗版海外电子书籍影像商品，很容易招来美国的司法调查和官司。

### （2）中美政治角逐的影响

阿里的代价之一就是不可避免受到中美关系的影响。这样的例子比比皆是。美国的谷歌、Facebook、微软在华业务无一不受到中美关系的影响。这是企业做大后到成为一个国家代表后不得不面对的一个挑战。阿里的影响力和独特的中国背景，必然在上市后成为中美政治关系在商业领域的映射焦点。

在 2014 年 5 月份阿里向美国证券交易委员会提交了 IPO 招股书之后，6 月 18 日，隶属美国国会的美中经济与安全审查委员会却发布风险警告，诸如阿里这样使用可变利益实体也就是所谓 VIE 的中国互联网公司，将会给美国股东带来“重大”风险。在这份报告里提到阿里、百度和微博，分别用了 Chinese Amazon, Chinese Google, Chinese Twitter 来类比，这个类比蕴含深意。大家都知道，中国大陆是访问不了 Google Twitter 的。现在阿里来美国上市，可以想象，美国政客们必将用高倍放大镜来聚焦阿里的一举一动，马云是绝无可能像上市前那样放得开手脚了。

### （3）技术的短板

正像马云说的，阿里不是靠某几项技术创新，而是靠创建一个生态系统的商业模式。作为一家市值 1600 亿以上的科技大公司，阿里这种靠模式而不是技术是绝无仅有的。同级别的科技豪门如苹果、谷歌、微软、腾讯等，无一不是靠创新的技术成就霸业。

因为技术有高门槛，有专利保护，能带来巨大而又稳定的商业回报。而商业模式非常容易复制，成功靠的是用户对生态圈的粘度。在中国的消费者普遍对价格敏感，对品牌忠诚度不高，对商业生态圈的黏度比较低。在国内因为阿里独霸电商市场，因此技术短板不容易体现，但今后要在国际市场开疆辟野，有创新的专有技术才是必要的保障。

### （4）国内市场环境的转变

如今，中国的市场和消费者不断地在发生转变，对阿里也提出了新的要求。消费者对电商要求不单单停留在价格便宜上，还要求商品质量、快速配送和售后服务等。

潜在的竞争对手也虎视眈眈，如腾讯、百度、万达等企业目标也是直指阿里巴巴，对于中国这个习惯快速变化市场来说，阿里的霸主地位并非高枕无忧。

### （5）上市后股票会被投机资金做空

美国时间 2014 年 9 月 19 日阿里在纽交所正式进行 IPO。股票代码为“BABA”，发行价为每股 68 美元，融资额 218 亿美元。这场史上最大规模的 IPO，受到了全球投资人的热烈追捧。投资银行 JG Capital 的分析师 Henry Guo 在接受媒体采访时表示，68 美元的定价对于阿里而言太过于保守了。他认为，阿里巴巴的估值应该在 2300-2400 亿美元之间，因为阿里巴巴在中国及国际市场仍有很大的增长潜力，并能长久的保持领先优势。9 月 19 日当天开盘报价 92.7 美元，较发行价大涨 36.32%。开盘后股价迅速拉升，一度逼近 100 美元，最高价为 99.7 美元，随后维持窄幅震荡，盘中最低触及 89.95 美元。截至当天收盘时，股价大涨 38.07%，报 93.89 美元，阿里总市值高达 2314 亿美元。这意味着阿里已经成为中国最大的互联网上市公司，市值已接近百度与腾讯之和，并且超越 Facebook 成为仅次于谷歌的第二大互联网公司。此后经过短暂调整，投资者投资热情持续火热，阿里股价连续上涨，短短 2 个月不到，2014 年 11 月 13 日盘中股价最高达到 120 美元/股。然而之后阿里的股价却开始了近一年左右的下跌，最低时股价下跌到 60 美元以下，这中间隐隐有美国机构与做空资金的推波助澜。

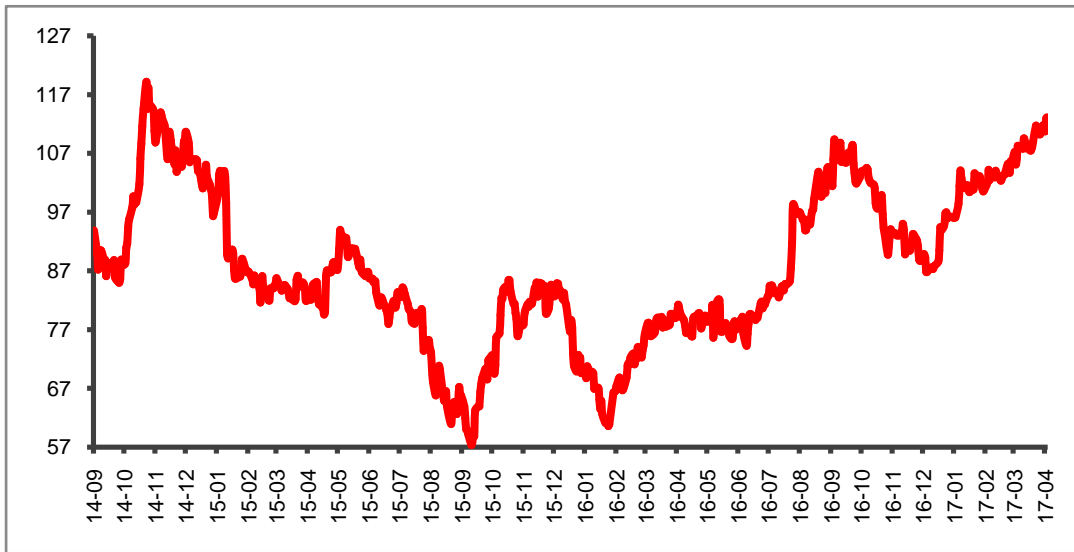


图 8 阿里巴巴股价走势图

注：数据来自 Wind 数据库

2015 年 1 月的最后几天，阿里巴巴股价连续下跌近 13 个点，市值缩水一度超过 330 亿美元，近 2000 亿人民币的市值蒸发了。起因是 2015 年 1 月 23 日工商总局发布 2014 年下半年网络交易商品定向监测结果，其中淘宝网正品率最低，仅为 37.25%，不及半数，远低于京东和一号店等电子商城。这份报告也引发了淘宝方面的回击，在 1 月 27 日的“公开信”当中，淘宝方面认为，工商总局存在抽检程序违规失当、抽检样本数量较少、“非正品”定义不准确等问题。尤其引发关注的是，淘宝的“公开信”中，对工商总局网络监管司司长刘红亮直接“指名道姓”，并称“大司长”是在“打压淘宝”。阿里的“公开信”之后得到的是工商总局更严厉的回击，就在 1 月 27 日，工商总局通报了 10 起网上销售违规典型案例，其中又有 6 起涉及阿里旗下网站。28 日，工商总局又公布了一份白皮书，指出阿里电商平台涉嫌违法违规经营的五大问题。不过，也就在 1 月 30 日，国家工商总局局长张茅与阿里巴巴董事局主席马云进行了会谈，马云称阿里巴巴将配合政府打假，加强日常线上巡查和抽检；同时，国家工商总局发言人强调，此前网监司发布的对阿里巴巴行政指导的“白皮书”，实质是行政指导座谈会会议记录，不具有法律效力。“掐架”告一段落。

但屋漏偏逢连夜雨，美国股东权益律师事务所 Pomerantz LLP 宣布，对阿里巴巴涉嫌信息披露不充分展开调查，此举将引起更多的股权律师事务所展开调查，引发更大规模的集体诉讼，让阿里的境遇雪上加霜。另外 2015 年 1 月 29 日发布的 2014 年第三季度的财报显示，第三季度营收 262 亿元，不及彭博预期的 276.4 亿元，进一步利空股价。这也使得阿里成为大量的做空机构最理想的靶子。2015 年 3 月开始，索罗斯家族基金开始大幅减持阿里，在 3 个月内持股从 439 万股锐减至 5.93 万股，减持幅度高达 98.7%，持仓市值从 3.7 亿美元减少至 490 万美元。此外，老虎基金在 2015 年上半年也曾跟随索罗斯基金减持，在 3 个月内，老虎环球基金将持有的 5.57 亿美元阿里的股票减持至 769 万美元。不出意外，阿里股价开始了一段下跌之路，直到 2015 年底才企稳反弹，国外空头的打击不所谓不沉重。

这些年来，华尔街空头多次大举屠杀中国概念股。从 2010 年中国概念股海外遭遇做空开始，经过初期试探、中期小规模袭击，到后期大规模猎杀等一系列行动，最终形成大规模做空中概股的浪潮。上一轮大规模做空中概股的高峰期出现在 2011 年，当时红极一时的中国概念股，在北美资本市场遭遇集体做空，业内称之为“屠鲸行动”。在

那场“屠鲸行动”中，在美上市的中概股市值蒸发 210 多亿美元。不过相比这次阿里巴巴一周就蒸发了 300 多亿美元，已然不可同日而语了。很显然，受巨额利润的诱惑，许多做空者已从上市公司天然的“监督者”，变成不择手段的逐利者。纽约一家对冲基金经理曾明确指出，近些年，投资中国股票唯一的赚钱方式就是做空。而浑水研究公司就是此类机构的佼佼者，据报道，该机构常与告发阿里巴巴的 Pomerantz LLP 这类律所联手做空，如 Pomerantz LLP 对聚美优品也曾发起涉嫌信息披露不充分导致欺诈的调查。

## 2.对阿里启动私有化进程从美国退市的主要流程的探求

中国概念股（简称为“中概股”）是外资因为看好中国经济成长而对所有在海外上市的中国股票的称呼。中国概念股主要包括两种，一是指在国外上市的中国注册的公司，二是虽在国外注册但业务和关系在大陆的公司的股票。

### 1、中概股回归进程

#### （1）赴美上市潮

从上世纪 90 年代起，中概股登陆美国股市已有 20 余年，其间共掀起 5 次赴美上市潮。

二十世纪九十年代初期的首次中国赴美上市潮得益于中国经济对外资开放，并且以制造业公司为主，比如南太电子（NTE）作为一家电子产品制造商，1992 年股价最高时超过 24 美元每股，而柴油引擎制造商玉柴国际（CYD）1994 年的开盘价也达到了 10 美元每股。九十年代末期掀起的第二次上市潮也受益于中国努力加入 WTO 的进一步对外开放政策，以科技股为主，包括中国三大门户网站公司新浪（SINA），搜狐（SOHU）和网易（NTES）。联网公司在经历了激烈竞争后生存下来后通常具有实际的赢利模式和较强的竞争力，因此在 2004 年又掀起第三次上市潮，当然以互联网公司为主，比如携程（CTRP）、前程无忧（JOBS）、酷 6 网（KUTV）、盛大（SNDA）、九城关贸（NINE）、第九城市（NCTY）等 13 家公司在 2004 年上市，在 NASDAQ 上市的中国互联网板块的总市值超过 100 亿美元。2007 掀起的第四次上市潮仍然以科技股为主，其中包括晶澳太阳能（JASO）、宇信易诚科技（YTEC）、新东方能源（NOEC）、展讯通信（SPRD）等。

从 2009 年开始掀起中概股在美国第五次浪潮，并且在 2010 年达到顶峰，这一年里赴美上市中国企业数量达到创纪录的 64 家，其中 42 家公司是通过 IPO 上市，甚至出现了 5 家中国公司一周之内在美国股市挂牌的盛况。并且 Luo 和 Fang 等人（2012）指出 2011 年 12 月，中国股票和 ADR 的数量已经成为美国股市第二大的国家，其上市总数量已超过了在香港上市的中概股。可见，美国股市已成为中国企业主要的海外上市之地。

#### （2）遭遇寒冬

从 2011 年起中概股在美国便遭遇了寒冬，并且持续到 2012 年。一方面表现为新上市的中概股数量较前两年大幅下降，2011 年在美新上市的公司只有 13 家，较 2010 年跌幅为 79.68%，2012 年继续跌为 31 家。除了中概股新上市受挫以外，另一方面 2011 年也开始了中概股在美市的首次退市潮。从 2011 年到 2013 年，中概股在美国股市仅 3 年的退市数量就达到了 90 家，是过去 1990 年到 2010 年 20 年退市总量 14 家的 8.6 倍。

#### （3）退市原因：不受重视

当年排着队去美国敲钟的青年才俊现在又开始纷纷排队谋求私有化，从美股退市。截至 2015 年 9 月，已经宣布但未完成私有化的企业总共有 23 家，这些企业从行业上来看 90% 是互联网 IT 企业，其中不乏大名鼎鼎的“陌陌”、“人人网”、“当当网”。这些企业提出私有化回归主要原因无非就是觉得在美国市场的股价被低估了，尤其是 2015 年 A 股的一波大牛市让低估更加令人难以忍受。从数据来看，目前提出私有化的



中概股价格相较于要约价格而言很低，除学大教育外，均呈现出 2% 至 72% 不等的折价。这主要是与美国市场近年来中概股的信任缺失有关。

表 17 美国市场近年来中概股情形

公司名称	代码	私有化价格	截至 2015 年 9 月 18 日收盘价	折价率	市盈率
中国信息技术有限公司	CNIT	4.43	1.23	72%	1.37
陌陌	MOMO	18.9	10.99	42%	25.22
奇虎	QIHU	77	45.59	41%	26.23
人人网	RENN	402	3.03	28%	16.05
乐逗	DSKY	14	10.26	27%	2.62
空中网	KZ	8.56	6.41	25%	13.46
易居	EJ	7.38	5.66	23%	20.75
迈瑞医疗	MR	30	23.18	23%	14.4
航奇传媒	AMCN	6	4.67	22%	10.71
当当网	DANG	7.812	6.12	22%	36.15
晶澳太阳能	JASO	9.69	7.61	21%	7.42
世纪互联	VNET	23	18.08	21%	28.57
如家	HMIN	32.18	25.83	21%	15.66
淘米	TADM	3.58	2.86	20%	100.69
欢聚时代	YY	68.5	55.86	18%	18.46
博纳	BONA	13.7	11.87	13%	113.59
世纪佳缘	DATE	7.2	6.29	13%	66.87
中星微电子	VIMC	13.5	12.37	8%	80.64
久邦数码	GDMD	4.9	4.5	8%	19.01
药明康德	WX	46	42.65	7%	26.88
盛大游戏	GAME	6.9	6.67	3%	10.79
中国脐带血库	CO	6.4	6.25	2%	27.48
学大教育	XUE	3.38	5.12	-53%	29.75

自 2009 年起，美国的专业做空机构浑水研究公司（Muddy Waters Research）专注于研究中国在美上市企业的虚假经营模式与相关财务掩饰，先后发表了多篇看空中国企业的报告。由于美国完善的做空机制，东方纸业、绿诺科技等企业由于浑水公司的介入股价一泻千里，最终被交易所停牌或摘牌。这些企业的陨落源于自身公司治理存在较大问题，从而开启了对中概股信任缺失的先河。

长期以来，注册在开曼群岛、维尔京群岛的中国公司，以语言、地域、文化、市场的差异作为天然屏障，一定程度上阻碍了美国 SEC 及普通投资者了解其运营细节，降低了透明度。一方面，这给了诸如浑水公司这类机构发挥作用的空间；而另一方面，也令普通投资者对于绩优的中概股望而却步。以陌陌为例，虽然陌陌 IPO 首日股价大涨，但后来长期徘徊在 13 美元附近，对比 13.5 美元的发行价可以看出，陌陌在美国资本市场一直没有得到认可。美国资本市场更容易理解在美国已经获得认可的模式，例如阿里

巴巴、唯品会这样有故事的公司。

股灾之后，创业板的平均市盈率依然很高。许多中国优质企业认为，与其在美股默默接受低估值的歧视，倒不如回归国内资本市场大展宏图。

2015 年以来，一些中概股提出私有化回归，很大程度上是因为其眼见国内年初时一波浩荡的大牛市令创业板市场风生水起、不亦乐乎。尤其是当看到暴风科技在回归 A 股并连续 39 次涨停，从而股价突破 300 元之后，众多在美上市的中概股再也按捺不住思乡之情，欲放弃美国梦，转战故土。这些欲返回 A 股上市的中概股如今的平均市盈率仅为 30.99 倍，而即使在股灾之后，截至 2015 年 9 月底创业板的平均市盈率依然高达 101.61 倍，如此高的市盈率留给企业财务腾挪的空间无法想象。

另外，中概股私有化回归的名单中一直没有 BAT 量级的超大型互联网公司，但马化腾、马云、李彦宏曾先后在中国证监会发表演讲，暗示他们率麾下部队强势回归可能仅仅是时间问题。

## 2、中概股退市流程

### (1) VIE 结构拆除

VIE 结构自身存在缺陷，比如政策风险。中国政府始终未出台 VIE 架构的具体规则，VIE 模式一直游走在“非法令禁止即合法”的盲区。2011 年“支付宝事件”（为获得国内第三方支付牌照，马云单方面终止了阿里巴巴与支付宝的 VIE 协议）更是让 VIE 结构在法律上的不确定性浮出水面。除了政策风险，VIE 架构还存在税务和外汇管制风险。在税务风险方面，采取 VIE 架构签订协议，涉及大量的关联交易及转移定价问题及反避税问题，协议的合规性起决定性作用。外汇管制风险方面，通过协议转移内资企业利润至 WFOE，在利润出境时可能面临外汇管制风险。

### (2) VIE 灰色地带遇监管困局

2015 年 1 月 19 日，商务部公布《中华人民共和国外国投资法(草案征求意见稿)》，向社会公开征求意见。该草案的第 149 条指明了外国投资者、外国投资企业以协议控制在禁止实施目录列明的领域投资、未经许可在限制实施目录列明的领域投资，将进行处罚。草案明确将 VIE 控制协议纳入了境外投资的监管范围。由此看来，有可能会收紧对 VIE 的监管。

### (3) 注册制助推互联网企业上市

在注册制下，证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质审核，股票发行的持续盈利条件也会做出相应的改变，可以从源头上降低小微企业和创新型企业的上市门槛，有助于初期亏损的互联网公司上市。

### (4) 高市盈率吸引 VIE 企业回归

从 2014 年年底至 2015 年 5 月间，我国国内资本市场呈牛市行情。暴风科技拆除 VIE 后，自 3 月 24 日以 9.43 元的开盘价格登陆 A 股至 5 月 20 日股价突破 300 元，连续创出多个涨停的股市神话，也成为吸引 VIE 结构企业回归的重要原因。

### (5) 简单过程

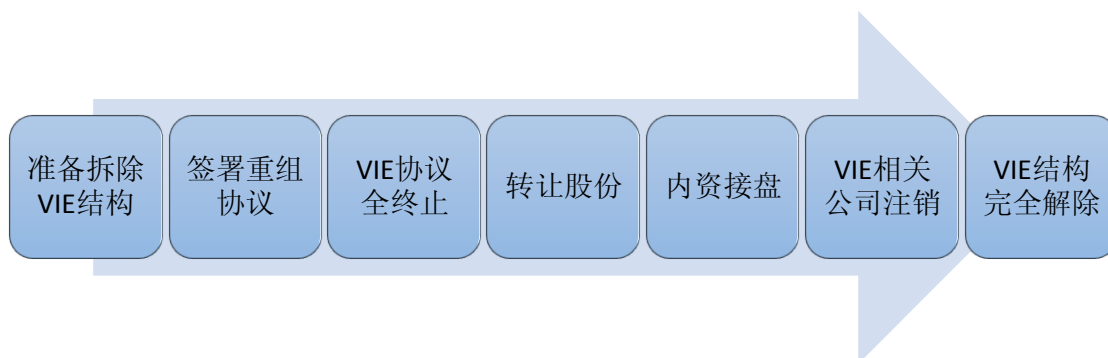


图 9 VIE 结构拆除简要流程

### 3、回归典型：暴风科技

暴风科技自 2010 年 12 月起开始拆除 VIE 架构，并在 2015 年 3 月登陆创业板，并在 A 股行情大好的时候创下了 39 个涨停板的记录。暴风科技从发行时的每股 7.14 元一路上涨至最高点 327 元，即使在 2016 年初大盘不景气的时候也有将近 100 元，动态市盈率更是达到了 1000 倍。如此亮眼的数据，无疑给众多观望酝酿回归 A 股的中概股打了一剂强心针。

与 A 股市场的火热行情形成鲜明对比的是股价波澜不惊的中概股，在美上市的中概股表现大多差强人意。作为国名企业的阿里巴巴曾创下来中概股 IPO 的最高记录。然而，仅仅半年的时间，阿里巴巴股价冲高回落，一度跌破发行价。

同时根据对美股中的中概股对比后可发现，中概股市盈率普遍低于 100 倍，有的甚至跌破发行价。而 A 股最火热的时候，创业板平均市盈率已经超过 140 倍，TMT 行业甚至超过 200 倍。所以在美上市的企业家开始坐不住了，中概股的不受重视、低估值、甚至遭到机构做空，都使得他们的公司股价变成了白菜价。不少中概股都计划私有化回归。

暴风科技 VIE 架构拆除步骤如下：

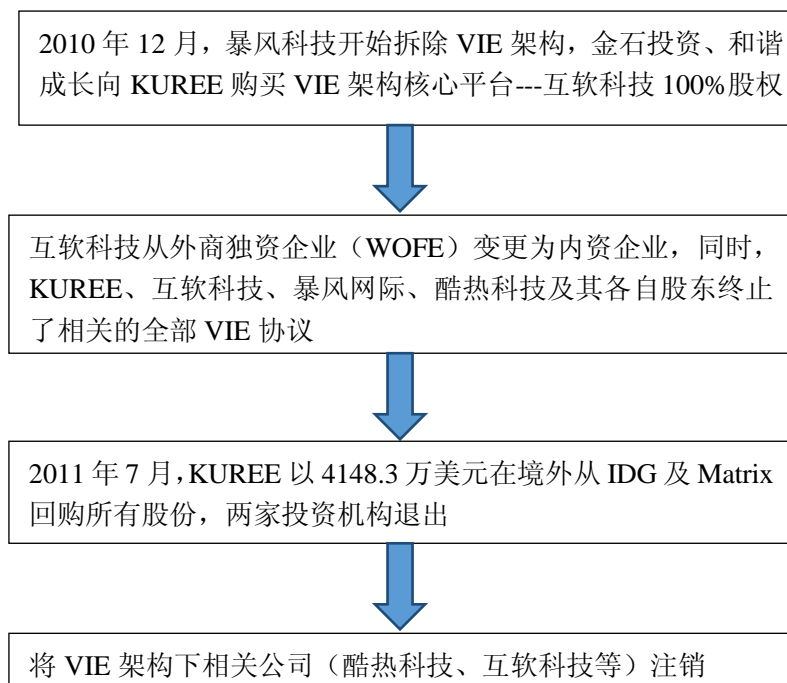


图 10 暴风科技 VIE 架构拆除简要步骤

## 五、 背景信息

除了附录内容以外，没有其他背景信息。

## 六、 关键点

立足于公司上市的相关理论，分析阿里巴巴集团与 2002 年选择将 B2C 项目私有化以及 2014 年将整个集团上市的原因及利弊得失。重点结合阿里巴巴集团的具体情况，分析阿里巴巴集团第二次上市是否是一个较好的决定，如果是，分析阿里巴巴集团第二次上市选择美国纽约证券交易所原因，并判断该上市地点的选择是否合适。最后，结合定价理论，分析阿里巴巴集团上市的公开发价是否在一个合理的区间之中。

## 七、 建议课堂计划

本案例可资用于专门讨论课。如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。整个案例课的课堂时间控制在 60~90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学员在课前完成阅读和初步。

课中计划：

- 1、简要的课堂前言，明确主题“阿里巴巴上市和下市”的曲折过程（2~5 分钟）
- 2、分组讨论案例所附启发思考题，告知要求（30 分钟）
- 3、小组发言（根据班级学员人数分成若干组，每组 4~6 人，选择 3 组发言，每组发言 10 分钟，总体控制在 35 分钟内）
- 4、引导全班进一步讨论讨论前步发言中体现出的各组没有涉及到的内容以及各组存在分歧的内容，并进行归纳总结，梳理案例中涉及的理论知识，并结合理论知识，梳理案例逻辑（15-20 分钟）

课后计划：下节课前，请学员以小组为单位，采用 PPT 报告形式上交更加具体和详细的此案例分析报告：“阿里巴巴集团的两轮上市、下市的循环”。

## 八、 相关附件

本案例的附录包括以下附件：

- 附件 1：阿里巴巴成立以来重大事件
- 附件 2：不同上市地的区别
- 附件 3：主要市场关于双重投票权的规定
- 附件 4：投资者保障杂谈
- 附件 5：马云关于合伙人制度看法的内部邮件
- 附件 6：私有化流程