

PDF-TN2016017

协议控制与合伙人制度在企业上市过程中的运用—— 基于阿里巴巴集团 IPO 经历的分析¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1. **适用课程：**金融监管、证券投资分析、公司理财、公司治理等。

2. **适用对象：**本案例适用于金融类本科生、金融专业硕士、工商类管理硕士（MBA）、证券公司从业人员、证券交易所规则制定者和使用者、证监会等相关监管部门的工作人员、有上市战略规划的民营企业管理者。

3. **教学目标：**本案例主要介绍了阿里巴巴集团上市时的交易所选择以及合伙人制度的保留和权衡的过程，力图通过此案例教学，帮助学生了解阿里巴巴上市前股权融资和股权结构的演进情况，厘清中国内地、香港以及美国不同证券交易所的上市规则差异，明晰阿里巴巴上市前后股权结构特点，为相关金融人员提供有益启示与经验借鉴。

具体目标分为以下 5 个方面：

（1）通过对阿里巴巴集团发展历程特别是股权结构调整的回顾分析，了解合理的股权结构对于公司发展战略的促进作用，为明确企业的公司治理结构并尝试股权结构设计提供现实参考。

（2）从我国内地资本生态环境较差、监管部门相关法律政策限制、A 股市

1. 本案例由对外经济贸易大学金融学院的丁建臣、孙晓杰、董小平、马纪元撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位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。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 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。

场融资能力不足、上市规则设置制约等角度分析阿里巴巴缘何没有选择中国大陆作为 IPO 地点，为完善我国资本市场建设，改进上海、深圳交易所相关制度设计提供启迪和思考。

（3）通过对阿里巴巴与香港证券交易所沟通过程，充分认识港交所“同股同权”的上市规则与阿里巴巴“合伙人”制度内在冲突的内涵，帮助学生更好的理解港交所上市规则的严谨性、公司股权结构的差异性、企业控股权的重要性。

（4）通过阿里巴巴集团最终选择在美国纽约证券交易所上市这一结局，研究美国证券交易所的“双股权制度”、“协议定价制度”等特殊制度，对于保证阿里合伙人以及其他高科技公司创始人对公司的控制权的作用。

（5）通过阿里巴巴这一电商巨头上市，引申了解当下电子商务发展趋势，互联网金融发展模式，以及监管注意事项。

二、启发思考题

1. 基于融资模式及股权结构选择，谈谈阿里巴巴为什么能做大做强，从众多互联网民营企业中脱颖而出，实现纽交所上市？

2. 阿里巴巴为何从一开始就没有考虑通过中国大陆 A 股上市，错失新浪、百度、网易、京东、阿里巴巴等互联网企业的上市业务，对于中国的证券交易所发展乃至中国的资本市场发展有何影响？

3. 当“同股同权”与“合伙人制度”发生冲突，香港交易所“股东公平”的原则是否真正公平，是否有必要改革变通？

4. 阿里巴巴选择在美国纽交所上市，对其公司经营发展战略会产生怎样的影响？上海、深圳证券交易所能否从美国的交易所上市规则中获得制度改进借鉴？我国的新三板业务如何更好地满足未盈利的高科技企业上市？

5. 国内电子商务、互联网金融等创新型企业后期如何发展、上市？传统零售企业、银行业如何应对？金融监管如何跟进？

三、分析思路

1. 分析阿里巴巴集团如何从一个 18 人组成的团队，经过多轮融资，业务不断发展，最终实现纽交所上市，探究融资过程中集团的股权结构变化及其理论依

据。

2. 通过对中国 A 股市场、香港交易所、美国的证券交易所上市制度剖析, 阿里与港交所、纽交所的沟通过程, 探讨三地相关制度差异, 从理论、实际上推出阿里巴巴的上市交易所选择。

3. 通过分析我国高科技企业集体海外上市, 深刻理解“协议控制”、“合伙人制度”的内涵及其在海外间接上市过程中的作用; 关注电子商务与互联网金融的发展趋势与监管政策。

4. 通过上述案例分析, 引发学习者对公司股权结构、交易所规则制度、电子商务企业上市趋势、电商与互联网金融发展动向、我国证券交易所问题、新商业模式下传统零售、金融企业应对措施以及监管当局如何跟进监管等方面的思考与学习。

四、理论依据与分析

1. 企业融资理论

一般来说, 企业融资分为内部融资和外部融资, 内部融资是指企业通过自身内部的积累来解决资金的需求, 往往通过资本金和企业留存收益的方式来达到融资目的, 对于互联网企业来讲, 由于企业的发展扩大往往需要巨额的资金, 受制于企业自身的情况, 内部融资通常无法满足互联网企业的融资需求。而外部融资一般分为银行贷款、债券融资和股权融资。由于互联网行业属于新兴行业, 绝大多数刚创立不久而又极度需要资金的互联网企业往往处于亏损阶段, 互联网企业通常无法在创业初期通过银行贷款解决其资金需求。此外, 我国债券市场发展的相对滞后也使得互联网企业很难实现债券融资。因此, 股权融资对我国互联网企业解决资金需求而言就显得十分重要。吴辉(2002)认为入世以后中国企业面临着更多的融资需求, 而海外上市是有效解决资金需求的路径, 并进一步认为中国企业海外上市不仅可以解决融资的问题, 而且还能够增加中国企业的知名度, 进而提高企业的综合竞争力。李光贵(2009)从资本成本的角度分析了企业海外上市的影响, 由于资本成本是投资人要求的必要报酬率, 在预计未来现金流量不变的情况下, 资本成本的高低决定了投资企业的价值。而海外上市通过改善公司的治理结构、提高公司信息披露水平会降低信息不对称的程度, 从而引起资本成本的降低,

有利于实现股东财富最大化。

综上所述，互联网企业应该打造自身的业务增长能力，展现集团发展潜力，吸引风险投资等股权投资介入，最终实现股票市场上市融资。阿里巴巴正是通过不断吸引股权投资，优化自身股权结构，扩大资本实力，最终实现在美国纽约交易所上市交易，更好的为公司的发展战略服务。

2. 公司治理理论

公司治理结构的概念最早是由美国学者伯利和米恩 (A. Berle, G. Means, 1932) 提出来的, 其他学者在此基础上不断进行研究和发 展, 进一步完善了公司治理理论。理论界普遍认同一国公司的具体治理结构模式选择同该国的经济技术条件、市场法律制度环境、金融体系、历史的沿革甚至人文特征等因素密切相关。钱颖一在《中国的公司治理结构改革和融资改革》中提出, “公司治理结构是用来协调企业中有重大利害关系的团体, 包括所有者、经理、员工之间的关系, 并使各自实现相应的经济利益。公司治理结构应包括: 如何对控制权进行配置和行使; 如何对董事会、管理层和员工进行监督和评价; 如何设计和实施激励机制。两权分离理论是随着股份公司的产生而产生的, 是指企业所有权与经营权的分离。在传统的公司中, 企业所有权与经营权是合二为一的, 企业的经营者就是企业的所有者, 因此激励效果非常明显, 也不存在沟通的成本。随着股份公司出现, 企业的所有权与经营权是分离的, 所有者和经营者之间就会出现利益的不一致。因此, 激励问题成为一个最主要的问题。由于现代企业的所有权与经营权的分离, 必然会导致所有者与经营者之间出现委托—代理关系。而委托代理理论认为, 人都是理性和自利的。因此, 经营者在进行具体的经营管理中, 可能会为了实现自身的利益而牺牲股东的权益, 出现委托代理关系中的道德风险。因此, 企业的所有者即委托人, 必须与企业的经营者即代理人, 签订一定的契约合同, 给代理人一定的激励以及相应的约束, 使代理人能够以股东的利益最大化为目标。

3. 协议控制理论

2000 年 4 月 13 日, 新浪网络技术股份有限公司赴美上市, 首创性的使用了协议控制结构, 巧妙的避开了产业政策监管, 就此开启了中概股海外上市的新高潮。其中的协议控制模式被之后的上市企业争相效仿, 在存在外资限入政策的行

业，比如互联网、教育、金融等行业，许多公司通过协议控制，开辟了境外融资通道。截至 2013 年 3 月，共计 250 多家红筹公司借助协议控制模式成功在纽约证券交易所和纳斯达克交易所上市，更有几千家企业借助协议控制方式接受了国外的风险投资。然而，从 2011 年“支付宝事件”，再到新年东方因协议控制结构问题遭到美国证券交易委员会调查，并受到浑水公司做空交易，协议控制结构存在的风险应该引起人们的关注。

1) 内涵

“协议控制”首先在新浪境外间接上市时采用，又称“合同控制”，是在境外间接上市操作过程中产生的相对于股权控制模式的另一种控制模式，即境外特殊目的公司并不直接收购境内经营实体的股权，而是通过境内单独设立的外商独资企业，与境内经营实体签订一系列合同或协议，典型的合同包括排他性的技术支持合同、战略咨询服务合同、有形资产租赁合同、商标、技术等无形资产许可合同以及贷款合同、投票权代理协议、购买期权协议、财务支持协议、股权质押协议等。

演变至今，协议控制已不仅仅在上市操作中使用。由于协议具体款项完全由双方协商订立，因而灵活性很大，几乎所有以协议形式确定的有别于公司治理中标准化的股权控制的控制模式都可成为协议控制。

2) 产生原因

协议控制具体条款的订立十分灵活，在合法的框架内，协议双方可以根据各自特定的需求进行协商。可以说，协议控制的产生原因可以归结于协议双方对灵活性或非标准化的公司治理结构的需要，具体来看，其原因主要有以下两项。

A) 规避产业政策及法律监管

我国出台了诸多针对外资的产业政策限制，而被限制的行业内公司可能存在强烈的融资需求，且在国内无法满足，比如互联网行业，国内企业在取得外商直接投资尤其红筹境外间接上市的过程中，其设立的特殊目的公司无法直接控股经营诸如互联网业务等行业的境内企业。为规避相关禁止性或限制性规定，特殊目的公司或其控制的外商独资企业逐步以协议控制的方式取代股权控制的方式来实质控制境内企业，以避开监管当局审批。这是协议控制模式产生的直接原因，“新浪模式”便是其典型代表。

B) 取得实际控制权

典型的公司治理模式要求“同股同权”，而在金融市场如此发达的现代，公司要想在竞争中取胜，必须不断融资，这往往会稀释公司创立者的股权，稀释的股权意味着丧失控制权，这是公司的创立者或其团队不愿意看到的。因而，为了能在获得融资的同时继续掌握公司运营权和控制权，融资双方协商订立有悖于“同股同权”的协议，扩大创始团队或管理层权利。典型代表是阿里巴巴集团的“合伙人制度”。在第三轮融资以后，马云及其管理团队在股权上已经不占优势，淘宝网已经变成外资控股公司。为了继续掌握公司控制权，马云及其管理团队与软银订立协议，确定了在投票权、董事会席位和 CEO 任免等方面的优势地位，并取得实际控制权。

3) 主要类型

协议控制的内容和形式都非常灵活，很难将其进行细致划分，这里我们只从目的的角度，粗略的对其进行划分为财务型协议控制和控制权型财务控制。

A) 财务型协议控制

财务型协议控制旨在通过服务协议、培训项目、知识产权许可、采购或浮动利息等方式进行利润转移，获得经营实体的财务利益。民生银行案件中，华懋与中小企业投资公司签署了一系列协议，其中的“民生借款协议”内容是，华懋为中小企业投资公司提供借款，用于认购民生银行的股份，借款的利息等于民生银行的股份红利。其实质是华懋享有对民生银行股份红利的索取权。除随股利浮动的利息形式之外，实际的投资实体还可能通过排他性的服务协议、知识产权许可、培训项目或采购等方式进行利润转移，获取财务收益。

外资在规避产业政策约束和外汇监管等时与融资实体订立的协议控制模式常表现为财务型协议控制，广泛存在于我国互联网行业的许多公司。

财务型协议控制涉及一个重要问题，即会计处理方法。正如上案例中，财务型协议控制情况下，投资公司并不直接持有公司股份，而是以贷款形式帮助中间公司融资，并由其间接持有公司股份并传达“股东”意愿，融资公司的股权结构中不会出现该投资公司，而投资公司的该项所谓贷款很可能实际上是一项长期股权投资，该项资产的收益与风险并非主要取决于中间公司的偿债能力而是融资公司的经营状况，介于此，可以认为，该项资产理应计做长期股权投资，且在附注

中说明，并酌情作为重大事项进行披露。

B) 控制权型协议控制

控制权型协议控制是指，按照标准化的公司治理结构，协议一方由于没有股权比例优势因而不掌握控股权，但因特定目的该方仍希望实际控制公司运营，便与对手方协商并签订协议，通过缔结不同于标准化股权结构的条款，比如赋予劣势方更多的董事提名权、CEO 任免权、“同股不同权”等，最终取得公司控制权。这种出于取得控制权目的而非其他的协议控制则成为控制权型协议控制。比如，阿里巴巴集团和京东商城的 VIE 结构。

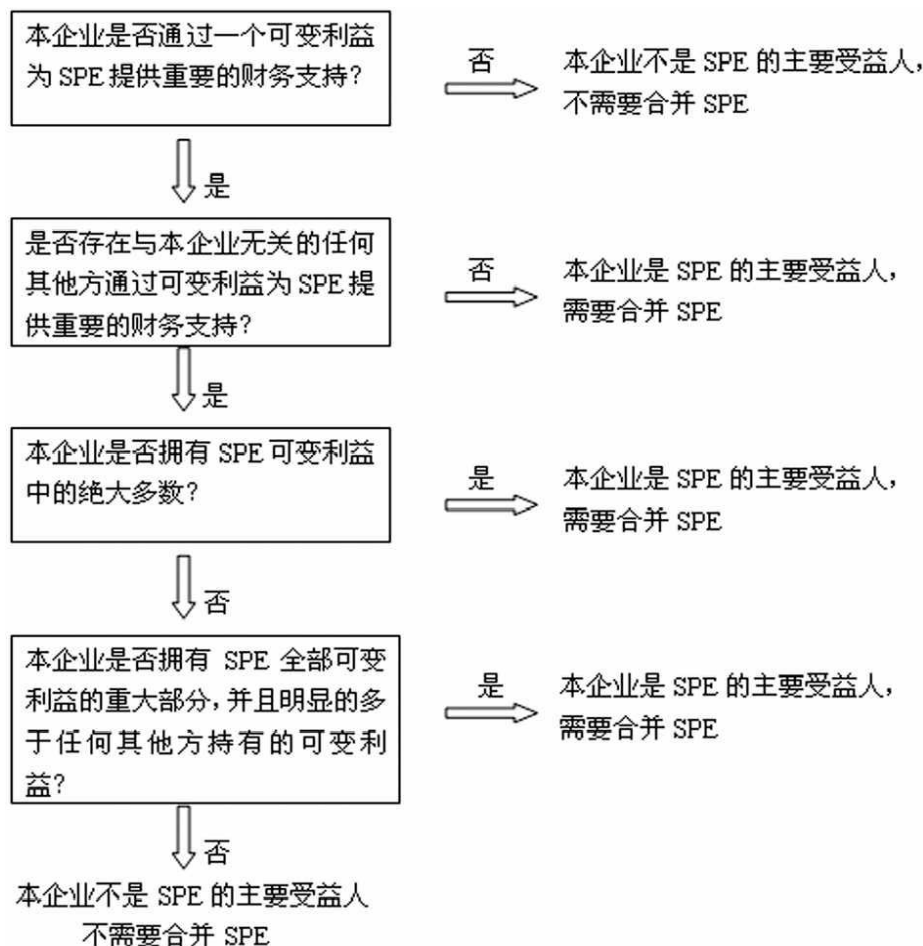
控制权型协议控制也存在一个重要的会计处理问题，其焦点在于通过一系列合同安排达到控制而非通过股权控制是否可以合并对方财务报表。

我国《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》第八条规定：母公司拥有被投资单位半数或以下的表决权，满足下列条件之一的，视为母公司能够控制被投资单位，应当将该被投资单位认定为子公司，纳入合并财务报表的合并范围。但是，有证据表明母公司不能控制被投资单位的除外：（1）通过与被投资单位其他投资者之间的协议，拥有被投资单位半数以上的表决权。（2）根据公司章程或协议，有权决定被投资单位的财务和经营政策。（3）有权任免被投资单位的董事会或类似机构的多数成员。（4）在被投资单位的董事会或类似机构占多数表决权。从上述合并财务报表准则来看，只要通过协议，有权决定被投资单位的财务和经营政策，就可以合并财务报表。

从国内会计准则的角度来看，基于协议控制关系而合并财务报表是有依据的。但是在实践中，我国出现的协议控制主要应用于境外红筹上市，涉及上市公司报表披露的问题并不多。另外，我国上市公司的 IPO 采用的是核准制，在该体制下，监管机构实际上需要为上市公司的质量做背书，协议控制不同于一般公司治理结构下的股权控制，其控制关系及其他利益关系的判断要更加困难更加复杂，存在的风险也更大，比如大股东占用资金的风险、通过协议安排损害拟上市企业的利益、损害中小股东利益等，因此监管机构对其认定及考核的风险要更高。面对背书责任，监管机构对其态度可能更加审慎。考虑到这层因素，协议控制迈向标准化、合法化的公司治理结构之路可能会有更多波折。

从合并报表的初衷来考虑，其根本标准应该是是否掌握控制权，因而，通过

控制权型协议控制决定了实际控制权的的母子公司间符合合并报表的初衷，其报表理应做合并处理。考虑到存在协议控制并非就存在绝对的实际控制关系，所以对协议控制下的合并报表问题一概而论，应根据实际的利益分配关系和控制关系决定。比如，见（附图表 1）。



附图表 1：协议控制下合并报表的酌情处理

4) 协议控制的运作机制

典型的协议控制一般有三个组成部分：境外上市主体、境内外资全资子公司和境内经营实体公司（通常是外资受限业务牌照持有者）。一般情况下，未获得税收优惠和降低注册成本，境外上市主体会选在开曼群岛、香港等地，境外上市公司和境内实体公司的所有者应都是相同的中国股东，目的是保持利益的高度一致，从而使结构稳定。其基本运作机制如下：

1) 首先，拟通过协议控制结构上市的境内实体公司的创始人在 BVI 或开曼群岛注册一个离岸公司；

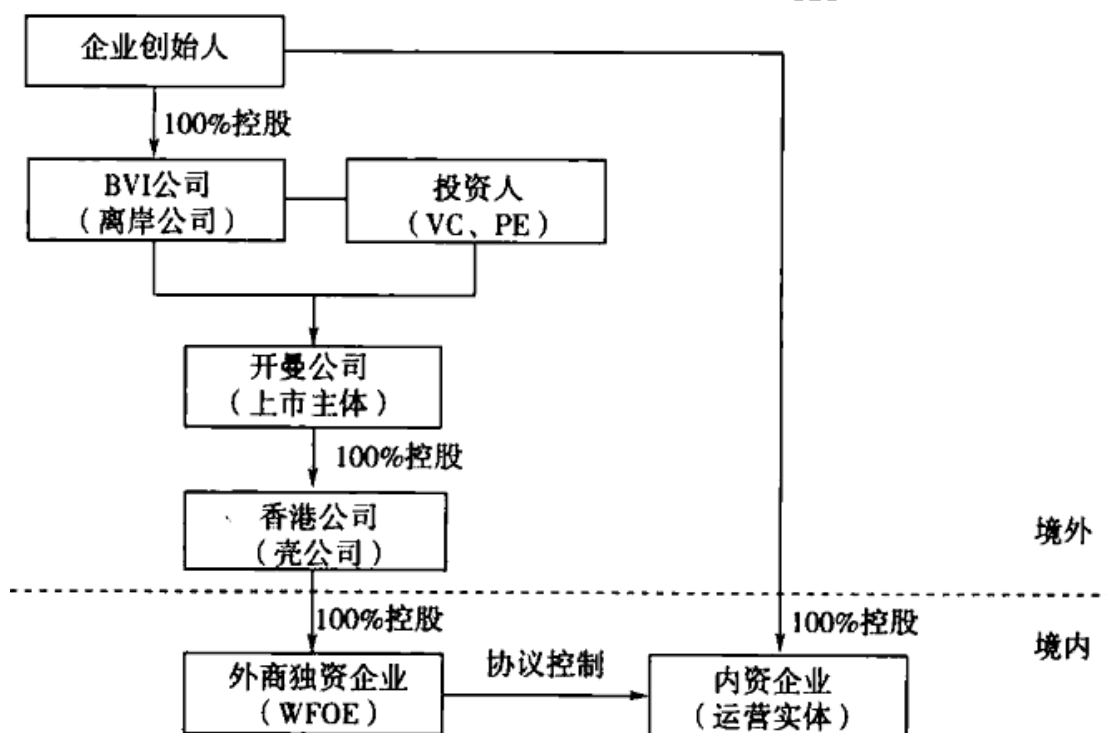
2) 已商定的私募股权投资者和风险投资者等与该离岸公司合作再共同注册

一家公司，作为真正的上市主体，该公司一般在开曼群岛注册；

3) 拟上市主体公司再在香港注册或者独立收购一家壳公司；

4) 被收购的香港壳公司在境内注册一家全资子公司，通过该全资子公司与境内拟上市的实体公司签订一些列协议，从而最终实现对境内企业资产、收益、运营等方面的控制。

其中，协议控制结构中的主要条款通常有股权质押协议、无形资产、营运控制协议认股权协议、投票权协议、战略咨询合同以及租赁合同等。通过为境内经营实体提供排他性的战略支持、技术支持、知识产权等咨询服务，外商独资企业以“服务费”的方式获取境内企业大部分利润收益，并通过股权质押、优先认股等方式来实现对境内经营。



附图表 2：典型的 VIE 结构示意图

阿里巴巴通过设立有利于集团长远发展，保障马云及管理层控制、决策权的 VIE 协议控制结构，满足了自身的融资发展需求。

4.交易所制度理论

证券交易所是现代资本市场发展的产物，它是证券交易市场的组织者也是处于一线的监管者。目前国际上证券交易所主要有两种形式：会员制、公司制。

会员制证券交易所是由全体会员通过缴纳相应的会员费，共同出资组成注册资本，主要为会员提供相关产品与服务。其只允许会员和有特许权的经纪代理人在所内交易证券。会员制证券交易所的具体特点有：实行会员“一员一票”的投票决策制度，采用自愿平等的管理原则，不以营利为目的。由于早期技术限制，证券交易采取场内非自动交易，而交易场所大厅空间有限，不能将交易权赋予给所有投资人，所以只能将交易权限交给个别会员和享有特许权的经纪人，因此传统交易所成立之初大都选取非营利的会员制交易所制度，该制度具有一定的垄断优势，会员的交易成本小且能控制服务价格。

公司制证券交易所是由各类出资人共同出资入股、按照现代公司的法人治理结构组建而成的，为各类证券发行者和投资者服务。其股东没有任何限制，可以是市场参与者，也可以是与市场无关的个人和机构。但交易所的证券商和股东不能够担任交易所的董事、监事或经理，以此确交易者与经营者的分离。公司制证券交易所的具体特点有：实行股东“一股一票”的股东大会制度，决策、运营管理和利润分配遵循公司法，一盈利为目的，追求公司利润最大化。

会员制证券交易所和公司制证券交易所的主要差异表现在：一是经营目标上，会员制不以营利为目的；公司制以营利为目的。二是法人治理上，会员制采取自愿、平等、民主原则，属于互助自律性组织，实行“一员一票”；公司制引入公司法人体制，按照公司法管理公司，实行“一股一票”的多数表决原则。三是所有权结构上，会员制交易所归全体会员所有，会员必是交易参与者；公司制交易所归全体股东所有，股东可以不是交易参与者。

5. 证券交易所公司化改革

1993 年以前世界证券交易所都采取会员制形式，但随着时间的推移，全球化浪潮下交易所间竞争逐步加剧，全球证券市场迅猛发展，业务量剧增，传统会员制交易所大都难以适应新的形式，借助互联网等新兴技术创新，会员制交易所逐步转向公司制。1993 年，瑞典斯德哥尔摩证券交易所（Stockholm Stock Exchange）转为公司制，由此拉开了交易所公司化改革序幕，目前老牌资本主义国家和大部分新兴市场国家都采取了公司制的证券交易所形式。

证券交易所公司化改革的原因主要在全球化背景下全球证券交易所间竞争加剧，技术的不断进步使得公司化成为可能。随着经济全球化，金融领域也逐步

全球化，资本天生具有逐利性迫使资本在全球范围内流动，证券交易所作为优质公司上市融资，投资者投资证券入股优质公司的场所，其本质与“实物买卖”的集市一样，只有有了好的货物，低廉的交易成本，便捷高效的服务环境才能不断发展兴盛。而证券交易所的“货物”便是优质的上市公司，“服务”是咨询和议价成交体系。故而为了吸引海外投资者，证券交易所必须能够提供优质的海内外上市公司，全球化的发展，资本的跨境流动和技术的创新使得各个交易所之间为争夺优质上市公司成为可能，因此传统交易所间竞争也逐步加剧，交易所的垄断地位受到严重挑战。互联网技术的发展使得证券类服务网站、证券网络交易系统逐步形成，交易可以由场内交易转为场外交易，交易所进入壁垒被逐步瓦解。另一方面投资者利用新兴通讯技术，大大减少了咨询服务以及委托代理服务的交易成本，减少了对证券中介的需求，这也导致交易所特许经纪人受到冷落。同时，交易所间竞争的加剧体现在技术服务的竞争上，各个交易所为了开发运用新技术就需要大量融资，而传统会员制严重束缚了证券交易所的融资与技术创新，由此各个证券交易所也倾向于转向公司制，通过公司制，吸收大量各类股东入股，融资发展，必要时自身也可上市融资。

证券交易所公司化改革的具体表现形式为：首先是分散所有权，除向原有会员配股外，将多余股票发售给新的股东，包括：商业银行、保险公司、基金公司、其他类公司以及大众投资者，由此便能筹集到大量资金用于支持自身发展，同时由于交易所股权分散，经纪商在董事会地位逐渐下降，董事会的组成和运作变得更加有效率。其是所有者和交易者分离，任何符合资金、能力标准的国内外投资者都可以直接进入交易系统，从而使得市场使用者和交易所所有者间正式分离，避免所有者过度干预市场，提高交易所交易透明性与公正性。

阿里巴巴不仅希望通过股权融资吸引国内外战略投资者满足其经营发展需要，而且要求在股权变更过程中避免“同股同权”带来的股权稀释、控制权旁落的问题。于是，管理层综合分析各家交易所上市制度优劣，最终选择了在美国纽约交易所上市，引发了强烈的国际影响。

五、参考文献

- [1] 马俊丽,许瑶, 协议控制(VIE)模式下的风险研究[J]. 金融经

- 济,2016,04:116-118
- [2] 赵剑锋, 规模以上电商海外 IPO 冲动与金融财务活动特征[J]. 武汉金融,2016,02:32-34
- [3] 朱宁,刘庆, 构建科学的 VIE 监管制度[J]. 中国金融,2016,06:96-97
- [4] 商鹏, 双重股权结构的制度价值阐释与本土化路径探讨——以阿里巴巴集团的“合伙人制度”为切入点[J]. 河北法学,2016,05:166-174.
- [5] 邱威棋, 阿里巴巴集团“湖畔合伙人制”的案例分折[J], 北京市经济管理干部学院学报, 2015.3
- [6] 吴燕妮等, 纽约证券交易所的规则体系及错误交易处置对我国的启示[J], 哈尔滨师范大学社会科学学报, 2014.12
- [7] 谷世英, 论协议控制模式法律监管的完善[J], 证券市场导报, 2013.10
- [8] 王娜, 基于 VIE 模式的企业风险及对策分析[J], 商业经济, 2015.01
- [9] 马广奇, 阿里巴巴“合伙人制度”及其创新启示[J], 企业管理, 2015.02
- [10] 姜敏, 论公司治理结构的自治——阿里巴巴合伙人制度的启示[J], 行政与法, 2015.02
- [11] 吴杰等, 境外上市能改善公司治理水平吗[J], 商业研究, 2015.04
- [12] 陈运森等, 董事网络、独立董事治理与高管激励, 金融研究, 2012.02
- [13] 陈泽佳, VIE 协议在我国法律效力及其监管完善[J], 行政与法, 2013.05
- [14] 胡海峰等, 沪港证券交易所动态竞争分析[J], 金融市场研究, 2014.03
- [15] 樊纪伟, 日本证券交易所的改革与发展动向[J], 日本研究, 2013.02
- [16] 赵鹏飞等, 全球证券交易所的制度变革及启示[J], 金融与经济, 2011.09
- [17] 赵明月, 美国证券注册制对我国注册制改革的启示[J], 黑龙江金融, 2015.02

六、背景信息

1.全球主要证券交易所规模

附图表 3：世界主要证券交易所概况

单位：10 亿美元

排名	交易所	总部	市值	交易量
1	纽约泛欧证交所	纽约	14,242	20161
2	纳斯达克 OMX	纽约	4,687	13552
3	东京证券交易所	东京都	3,325	3972
4	伦敦证券交易所	伦敦	3,266	2837
5	上海证券交易所	上海市	2,357	3658
6	香港交易所	香港	2,258	1447
7	多伦多证券交易所	多伦多	1,912	1542
8	巴西证券交易所	圣保罗	1,229	931

9	澳洲证券交易所	悉尼	1,198	1197
10	德国证券交易所	法兰克福	1,185	1758
11	瑞士证券交易所	苏黎世	1,090	887
12	深圳证券交易所	深圳市	1,055	2838
13	西班牙证券交易所	马德里	1,031	1226
14	孟买证券交易所	孟买	1,007	148
15	韩国交易所	首尔	996	2029
16	印度国家证券交易所	孟买	985	589
17	莫斯科交易所	莫斯科	800	514
18	南非证券交易所	约翰内斯堡	789	37

2.新股发行核准制与注册制

注册制主要是指发行人申请发行股票时，必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报。证券监管机构的职责是对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查，不对发行人的资质进行实质性审核和价值判断而将发行公司股票的良莠留给市场来决定。

核准制吸取了注册制强制性信息披露原则，同时要求申请发行股票的公司必须符合有关法律和证券监管机构规定的必备条件。证券监管机构除进行注册制所要求的形式审查外，还关注发行人的法人治理结构、营业性质、资本结构、发展前景、管理人员素质、公司竞争力等，并据此作出发行人是否符合发行条件的判断。核准制遵循的是强制性信息公开披露和合规性管理相结合的原则。

新股发行注册制是证券市场股票发行的主流趋势，目前大多数成熟国家均采用该种股票发行制，我国证券市场历来采用发行核准制，行政干预较多，很多符合上市条件的公司因为政策限制无法上市，还有大量亏损企业长期不退市，没有真正的体现市场的价值决定法则，投资人未能用脚投票。

市场	上海证券交易所	深圳证券交易所	纽约证券交易所	纳斯达克证券市场	伦敦证券交易所 主板	伦敦证券交易所 AIM 市场	香港证券交易所 主板	香港证券交易所 创业板
发行审核体制	审核制	审核制	注册制	注册制	注册制	注册制	注册制	注册制

附图表 3:主要证券交易所新股上市制度

3. 中国证券交易所概要

1990 年 12 月和 1991 年 6 月,我国上海证券交易所和深圳交易所相继开业,经过 20 多年发展,各方面都取得了突出成就。其中深圳证券交易所于 2004 年推出了中小板,2009 年推出了创业板。截止 2014 年底,两市上市公司共计 2564 多家,非金融企业境内股票融资 4350 亿元。

《上海证券交易所章程》第三条规定:“本所是为证券的集中竞价交易提供场所、设施,履行国家有关法律、法规、规章和政策规定的职责,不以营利为目的,实行自律性管理的会员制法人。”《深证证券交易所章程》第二条规定:“本所为会员制、非营利性的事业法人。”由上可以看出,我国两个证券交易所属于会员制的事业法人,同时规定会员大会为最高权力机关,但是两个证券交易所,长期未召开会员大会,会员也不是真正的权力机关,在人事任免上行政色彩较强,两家证券交易所的理事长由证监会提名,交易所理事会通过,国务院批准,总经理则由中国证监会直接任免。现实中交易所的产权关系不够明晰,财产以及盈利不归会员所有,收支不透明。可以说我国的证券交易所并非严格意义上的自律互助的会员制,而是带有政府主导色彩的“准会员制。”

在上市流程上,境外新股注册制已经较为成熟的情况下,我国仍然为行政核准制,证监会在很大程度上决定了发行人的数量、规模、时间、地点等,尤其在对上市节奏的把控方面导致我国证券交易所难以主动推进公司上市。行政色彩干预突出表现还在于我国两家证券交易所的垄断地位凸显,我国深圳证券交易所主板、创业板主要负责中小型企业、创业型企业上市,上海证券交易所主板主要负责大型蓝筹公司上市,由此两家证券交易所竞争意识不强,更难以说具有国际竞争力了。

随着经济全球化的发展,我国资本市场逐步开放,外国大型证券交易所,包括美国纽约证券交易所、纳斯达克交易所、德国证券交易所以及英国伦敦证券交易所等纷纷在我国设立办事机构,争夺我国的优质上市资源,由此给我国两大证券交易所带来了巨大竞争压力,我国证券市场行政色彩较浓,上市规模、进度、节奏受政策影响大,使得我国很多公司赴海外上市,比如中国移动、中海油、联想、新浪百度、新东方等宝贵资源流失。如果不能改变交易所自身法律地位和性质,提高经营能力,我国证券交易所在未来的国际市场中将处于不利地位。我国

目前证券交易所目前应该未雨绸缪，参照国外先进模式进行相应改革，将会员制逐步改制为公司制，引入竞争机制，逐步减少行政干预色彩，证券发行审核制为注册制，让市场更好地发挥选择功能。

后期我国还要推进公司化改革，有以下几方面的优点：一是有利于促进证券市场去行政化。二是能够推进自律监管。三是能够提升我国证券交易所国际竞争力。

4.香港证券交易所发展情况

1891 年香港股票经纪协会成立，这便是香港第一家证券交易所，经过百年发展，目前香港证券交易所的机构衍变为：香港交易及结算有限公司，简称港交所。港交所除主要在香港营运外，在英国伦敦也有营运场所，旗下控股有香港联合交易所有限公司、香港期货交易所有限公司、香港中央结算有限公司、香港联合交易所期权结算所有限公司、香港期货结算有限公司以及英国伦敦金属交易所，对香港的经济做出重大贡献，参照日本证券交易所介绍的表格，香港证券交易所发展历程可以归纳为下述表格：

附图表 4:香港证券交易所发展历程

年份	历程
1891 年	香港股票经纪协会成立，这便是香港第一家证券交易所
1914 年	香港股票经纪协会改名为香港证券交易所
1921 年	香港第二家证券交易所成立，即香港证券经纪人协会
1947 年	上述两家交易所合并成为香港证券交易有限公司，这之前的香港证券交易所由英国人主管，主要为英属上市公司服务
1969 年—1972 年	60 年代末，香港经济腾飞，很多华资企业需要上市融资，这期间香港又先后成立了 3 家证券交易所——远东证券交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所
1973 年—1974 年	香港股市暴跌，香港四家证券交易所并存影响了统一协调机制，暴露了很多弊端
1986 年	由香港政府牵头，上述四家证券交易所合并成为香港联合交易所
1999 年	在 1998 年的亚洲金融风暴后，香港认识到需要对香港证券和期货市场进行公司化改革，以此提升香港证券交易所的国际竞争力和抗风险能力，于是打算将香港联合交易所有限公司（联交所）、香港期货交易所有限公司（期交所）实行股份化并与香港中央结算有限公司（香港结算）合并
2000 年	香港联合交易所有限公司（联交所）、香港期货交易所有限公司（期交所）和香港中央结算有限公司（香港结算）三家公司正式合并，全资归属于香港交易及结算有限公司（目前简称港交所），并于当年在联交

	所上市，其主要持股股东有香港特区政府、摩根大通、花旗银行
2011 年	港交所参加南非举行的国际证券交易所联合会会议，与印度、俄罗斯、巴西和南非国家的证券交所组成金砖国家交易所联盟，共同研究商讨发展模式
2012 年	港交所收购了伦敦金属交易所，进一步拓展了自身国际业务
2014 年	港交所宣布推出人民币期货交易，促进人民币汇率双向波动，为内地和香港股市互联互通做好准备
2015 年	港交所证券市场 IPO 集资额名列全球第一，港交所全年收入为 133.75 亿港元，同比上涨 36%；纯利达 79.56 亿港元，同比上涨 54%。
2016 年	港交所公布其 2016 年至 2018 年发展战略规则，未来三年的战略目标是随着中国与全球市场互相融合提速，进一步提升香港交易为客户创造价值的能力。其中涉及两大相辅相成的主题，一是在香港构建一个最有效的跨市场互联互通平台；二是发展一个植根于香港、汇集中外产品的本地市场。

资料来源：根据相关资料整理

1986 年组成的香港联合交易所对外宣称是公司制证券交易所，但由于其本质仍为不派息的非牟利性公共性机构，所以仍属于会员制，真正公司制形成是 2000 年的改组上市成为香港交易及结算有限公司，当时，香港政府规定任何个人或机构不得持有香港交易所超过 5% 的股份，目前香港交易所董事会成员包括 6 名以内的董事（其由香港财政司司长任命，因为香港政府持有港交所 5% 左右股份，为最大股东），6 名以内的董事和行政总裁（由股东选出）。香港的港交所经过近年来一系列的改革创新，已经发展成为全球领先的证券交易所，能够为客户提供全方位的证券服务。

5. 美国证券交易所发展情况

美国的证券交易所成立较早的是纽约证券交易所，早在荷兰殖民统治时期，纽约作为美洲大陆东北部最大港口，成为贸易集散地，由此带动了金融业的发展，1792 年 5 月，在纽约华尔街的一处咖啡馆门口梧桐树下，24 名经纪人签下了“梧桐树协议”，这便是纽交所的前身，1817 年证券市场参与者成立了“纽约证券和交易管理处”，1883 年管理处正式改名为纽约证券交易所。可以看出成立之初的纽交所采取了会员制的形式，这与当时的经济条件相符。成立后的纽交所为美国经济发展提供了强大动力，很多知名的美国公司在此上市融资、发展壮大。经过 200 多年的发展，纽交所逐渐成为世界上组织最健全、管理最严格、设备最完善的第一大证券交易所。1998 年 12 月，美国证监会 SEC 台了《交易所和另类交易系统管理条例》（Regulation of Exchange and Alternative Trading Systems）

提出了证券交易所可以采取营利性原则运营，这为美国各证券交易所的公司化改革指明了方向。21 世纪初，保守的纽约证券交易所 NYSE 宣布启动公司化改革和上市方案，但由于遭受到会员的极力阻拦，本次改革未能成功。这期间纽约证券交易所先后与多伦多证券交易所、墨西哥证券交易所、泛欧证券交易所、东京证券交易所、香港联交所进行过正式或非正式地并购谈判。随着时间的推移，NYSE 会员逐渐认识到“公司制改革”的必要性，最终达成统一意见，于 2005 年 4 月宣布收购电子交易运营商 Archipelago 公司，2006 年，完成合并后的新公司命名为纽约证券交易所集团公司，并于 3 月 8 日在纽交所上市，完成了公司化改革，从一家非盈利性机构转为一家盈利性上市公司。公司化改革成功的纽约证券交易所于 2007 年与泛欧证券交易所合并组建了纽约证交所—泛欧证交所公司 (NYSE Euronext)，2011 年 2 月，纽约泛欧交易所集团又与德意志交易所集团协议组成了一家全球性的交易所集团。目前作为全球最大证券交易所，2013 年平均每日交易额达 1700 亿美元，其先进的发行体制和便捷高效的交易服务，吸引全球众多优秀公司来此上市融资。

美国的另一家著名证券交易所是纳斯达克证券交易所(全称全美证券交易商协会自动报价系统, The National Association of Securities Dealers Automated Quotations)，相比于工业文明时期的产物——纽约证券交易所，纳斯达克证券交易所是响应知识经济和创新科技而成立的。它于 1971 年由美国全国交易商协会 (NASD) 于华盛顿发起组建而成的第一个全球电子交易市场，成立初期也采取会员制模式。纳斯达克证券交易所的创业板以培育和支持高科技企创新企业为目标，上市标准低于主板市场，当时其自身也采用先进的电子交易系统进行股票交易，其先进的理念与优质的服务使其吸引了全球最出色的高科技企业在此上市，其中包括：微软、思科、英特尔、谷歌、亚马逊、E-bay、Facebook 等，高科技板块效应明显，这也正是阿里巴巴选择美国上市的原因之一。2006 年其完成了公司化改革，2007 年 5 月，纳斯达克证交所并购北欧证券交易商瑞典 OMX 公司，2013 年 4 月斥资 7 亿多美元收购电子交易平台 Espeed，经过四十多年发展已成为美国仅次于纽交所的第二大证券交易所。

6. 阿里巴巴“合伙人”制度

阿里巴巴“合伙人”制度是在阿里巴巴发展历程尤其是股权变更过程中逐步

形成、2010 年确定下来的一种特殊的公司治理结构，属特殊的协议控制制度，该制度保证了在股权不断稀释的情况下马云等公司管理称仍能牢牢掌握公司的控制权

1) 来源及目的

1999 年，阿里巴巴的 18 位创始人在马云的公寓内成立公司，他们就是以合伙人的精神在运营和管理这家公司。阿里巴巴合伙人制度是在 2010 年正式确定。2010 年 7 月，为了保持公司的这种合伙人精神，确保公司的使命、愿景和价值观的持续发展，阿里巴巴决定将这种合伙人协议正式确立下来。

2) “合伙人”资格认定

a. 马云和蔡崇信为永久合伙人，其余合伙人在离开阿里巴巴集团公司或关联公司时，即从阿里巴巴合伙人中“退休”

b. 每年合伙人可以提名选举新合伙人候选人。新合伙人需要满足在阿里巴巴工作或关联公司工作五年以上；对公司发展有积极的贡献；高度认同公司文化，愿意为公司使命、愿景和价值观竭尽全力等条件。担任合伙人期间，每个合伙人都必须持有一定比例的公司股份。在全体现任合伙人参加的投票中获得四分之三以上赞成票方能成为合伙人

c. 合伙人协议经四分之三多数同意可以修订。

3) 合伙人的权利与义务

a. “合伙人”资格

“合伙人”来自阿里巴巴或关联公司及分支机构管理层，且须在阿里巴巴或其关联公司工作五年以上；

b. “合伙人”的产生

马云和蔡崇信为永久“合伙人”，新“合伙人”由现任合伙人推荐，经四分之三现任合伙人同意后当选，可连选连任，人数无限制（上市时为 28 人）；

c. 董事提名权

“合伙人”具有董事会中过半数董事提名权，提名董事经股东大会半数支持则当选为董事会成员；

d. 董事提名具有反复性

当股东大会反对任一合伙人提名，”合伙人“可越过股东大会指派另一人担

任“过渡董事”，直至次年度股东大会通过提名；

e. 董事会决策

实行一人一票制和过半数通过制；

f. 奖金分配

阿里巴巴集团每年会向包括公司合伙人在内的公司管理层发放奖金，税前列支；

g. 减持限制

合伙人任职期间需持有本人上任前股票的 60%以上（即减持不得超过 40%），任职期满后三年内需持有本人上任前股票的 40%以上；

h. “合伙人”制度的修改

须获股东大会 95%以上投票支持才能修改” 合伙人“提名权和相关条款。

七、关键点

本案例分析关键在于围绕阿里巴巴集团上市时证券交易所选择这一过程，了解阿里巴巴的特殊合伙人制度，为何没有选择我国证券交易所和香港证券交易所上市，最终选择了纽约证券交易所上市，各个交易所制度有何不同，思考我国证券交易所后期发展趋势以及监管重点。案例教学中的关键点在：

1. 阿里巴巴集团上市前融资情况及股权结构变化
2. 阿里巴巴合伙人制度的优劣
3. 我国证券交易所为何不被选择
4. 香港证券交易所为何拒绝阿里巴巴上市请求
5. 纽约证券交易所何以吸引阿里巴巴
6. 证券交易所发展趋势与监管要点

八、建议课堂计划

本案例可以作为学生讨论课程，鼓励学生思考、讨论与发言，建议课时为 80-90 分钟。

课前计划：将案例题目提前一周告知同学，让学生查找相关资料，以备课堂讨论发言用。

课中计划：

课堂前沿（10 分钟）：播放阿里巴巴路演宣传视频（相关附件），将案例要点作相应陈述。

分组讨论（35 分钟）：就关键要点中的问题，将学生分成小组，每小组分析 1-2 个问题。

小组发言（30-35 分钟左右）：每个小组成员就讨论的问题进行观点阐述，力求简明扼要，每组发言 5-8 分钟，发言后，教师及全体同学就发言提问并打分。

总结（10-20 分钟）：就学生发言结合案例作总结性陈述。

课后计划：每人就本案例写一篇感想，1000 字左右。

九、相关附件

附件一：2014 年末阿里巴巴集团前 20 名机构股东表

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)
SILVER LAKE GROUP, L.L.C.	54,679,509.00	2.22
PRICE T ROWE ASSOCIATES INC /MD/	22,348,104.00	0.91
SANDS CAPITAL MANAGEMENT, LLC	19,566,814.00	0.79
FMR LLC	19,166,094.00	0.78
BAILLIE GIFFORD & CO	14,794,139.00	0.60
JENNISON ASSOCIATES LLC	13,776,099.00	0.56
TEMASEK HOLDINGS (PRIVATE) LTD	10,706,147.00	0.43
THIRD POINT LLC	10,000,000.00	0.41
CANADA PENSION PLAN INVESTMENT BOARD	9,880,028.00	0.40
DISCOVERY CAPITAL MANAGEMENT, LLC / CT	9,252,511.00	0.38
WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP	8,679,714.00	0.35
CAPITAL RESEARCH GLOBAL INVESTORS	7,853,867.00	0.32
SEATOWN HOLDINGS PTE. LTD.	7,446,114.00	0.30
GENERAL ATLANTIC LLC	6,500,000.00	0.26
AMERIPRISE FINANCIAL INC	6,217,394.00	0.25
TIGER GLOBAL MANAGEMENT LLC	5,815,690.00	0.24
CAPITAL WORLD INVESTORS	5,421,550.00	0.22
VONTOBEL ASSET MANAGEMENT INC	5,257,068.00	0.21
MORGAN STANLEY	4,454,395.00	0.18
OPPENHEIMER FUNDS INC	4,445,900.00	0.18
JANUS CAPITAL MANAGEMENT LLC	4,409,140.00	0.18
SOROS FUND MANAGEMENT LLC	4,400,000.00	0.18
SUSQUEHANNA INTERNATIONAL GROUP, LLP	4,363,997.00	0.18

WINSLOW CAPITAL MANAGEMENT, LLC	4,339,536.00	0.18
THORNBURG INVESTMENT MANAGEMENT INC	4,223,622.00	0.17
MARSICO CAPITAL MANAGEMENT LLC	4,093,312.00	0.17
VIKING GLOBAL INVESTORS LP	3,708,686.00	0.15
CREDIT SUISSE AG/	2,952,351.00	0.12
WADDELL & REED FINANCIAL INC	2,904,480.00	0.12
YORK CAPITAL MANAGEMENT GLOBAL ADVISORS, LLC	2,814,359.00	0.11
合 计	284,470,620.00	11.55

资料来源: wind数据

附件二: 2012-2015 年阿里巴巴集团经营情况表

	2015-03-31	2014-03-31	2013-03-31	2012-03-31
报告期	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业收入	7,620,400	5,250,400	3,451,700	2,002,500
产品	7,620,400	5,250,400	3,451,700	2,002,500
中国电子商务	6,293,700	4,513,200	2,916,700	1,563,700
国际贸易	648,600	485,100	416,000	376,500
其他业务	551,000	174,800	54,000	10,800
云计算和互联网基础设施	127,100	77,300	65,000	51,500
营业成本	2,383,400	1,336,900	971,900	655,400
毛利	5,237,000	3,913,500	2,479,800	1,347,100
毛利率(%)	68.72	74.54	71.84	67.27

数据来源: wind数据

附件三: 阿里巴巴合伙人名单(截止 2014 年 1 月 1 日)

姓名	年龄	性别	加入阿里巴巴集团的时间	当前职位
程立	39	男	2005	阿里小微金融服务集团首席架构师
戴珊	37	女	1999	首席客户服务官
樊路远	41	男	2007	阿里小微金融服务集团国内事业部主管
胡晓明	44	男	2005	阿里小微金融服务集团首席风险官
蒋芳	40	女	1999	企业诚信与人力资源部门主管
姜鹏	40	男	2000	阿里云副首席技术官
金建杭	44	男	1999	高级副总裁
井贤栋	41	男	2007	阿里小微金融服务集团财务总监
刘振飞	42	男	2006	副总裁, 技术保障部
陆兆禧	44	男	2000	首席执行官

马云	49	男	1999	执行主席
彭蕾	40	女	1999	首席人财官；小微金融服务集团首席执行官
彭翼捷	35	女	2000	阿里小微金融服务集团副总裁
邵晓锋	48	男	2005	首席风险官
Timothy	54	男	2007	总法律顾问
童文红	43	女	2000	菜鸟网络科技有限公司首席运营官
蔡崇信	50	男	1999	执行副主席
王坚	51	男	2008	首席技术官
王帅	39	男	2003	高级副总裁，中国公司公关市场部
吴敏芝	38	女	2000	Alibaba.com 和 1688.com 总裁
武卫	46	女	2007	首席财务官
吴泳铭	39	男	1999	高级副总裁，公司发展部
俞思瑛	39	女	2005	法律顾问
曾鸣	44	男	2006	副总裁，公司战略部
张建锋	40	男	2006	淘宝网总裁
张勇	42	男	2007	首席运营官
张宇	44	女	2004	副总裁，公司发展部

资料来源：阿里巴巴网站

十、其他教学支持

- [1] 郝利军，李刚，《VIE 架构境外间接上市税法问题研究》，厦门大学出版社，2016 年 3 月
- [2] 韩金红，《中国企业 VIE 模式境外上市的动机及效果研究》，东北财经大学出版社，2015 年 12 月
- [3] 姜博仁，《新合伙制：移动互联网时代的新型企业组织模式》，人民邮电出版社，2016 年 3 月
- [4] 朱娜，《掘金互联网》，石油工业出版社，2016 年 3 月
- [5] 郑志，《金融全球化下的中国金融监管体制改革与创新》，中国法制出版社，2016 年 3 月
- [6] 乔安妮·凯勒曼(A. Joanne Kellermann)，《21 世纪金融监管》，中信出版社，2016 年 1 月
- [7] (英) 费伦 (英) 莫洛尼，法律出版社，《后金融危机时代的监管变革》，(2016 年 1 月)
- [8] 巴曙松，《巴塞尔 III 金融监管大变革》，中国金融出版社，2015 年 10 月
- [9] 欧阳日辉，《互联网金融监管：自律、包容与创新》，经济科学出版社，2015 年 6 月
- [10] 阿里巴巴集团，《互联网时代才刚刚开始：马云内部讲话》，红旗出版社，2015 年 12 月

- [11]王兆星《后危机时代国际金融监管改革探索》，中国金融出版社，2015年7月
- [12]尚福林，《银行业监管的发展方向》，中国金融，2014年4月
- [13]肖钢，《积极探索监管执法的行政和解新模式》，行政管理改革，2014年1月
- [14]丁建臣等，《金融监管教程》，中国金融出版社，2012年11月
- [15]阿里巴巴上市宣传视频
- [16]阿里巴巴上市路演 PPT

相关网址：

- a) 国际货币基金组织：<http://www.imf.org/external/chinese/index.htm>
- b) 世界银行：<http://www.worldbank.org.cn/>
- c) 国际清算银行：<http://www.bis.org/>
- d) 巴塞尔委员会：<http://www.basel.int/>
- e) 欧洲中央银行：<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- f) 美联储：<http://www.federalreserve.gov/>
- g) 日本大藏省：<http://www.mof.go.jp/english/index.htm>
- h) 英格兰银行：<http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx>
- i) 人民银行：<http://www.pbc.gov.cn/>
- j) 人民银行法律法规：<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/index.html>
- k) 人民银行信贷政策：
<http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147289/index.html>
- l) 人民银行金融稳定局：
<http://www.pbc.gov.cn/jinrongwendingju/146766/index.html>
- m) 银监会：<http://www.cbrc.gov.cn/index.html>
- n) 证监会：<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>
- o) 保监会：<http://www.circ.gov.cn/web/site0/>
- p) 上海证券交易所：<http://www.sse.com.cn/>
- q) 上海证券交易所信息披露：<http://www.sse.com.cn/disclosure/overview/>
- r) 深证证券交易所：<http://www.szse.cn/>
- s) 深证证券交易所信息披露：<http://www.szse.cn/main/disclosure/>
- t) 新浪财经：<http://finance.sina.com.cn/>
- u) 搜狐财经：<http://business.sohu.com/>
- v) 凤凰财经：<http://finance.ifeng.com/>
- w) 网易财经：<http://money.163.com/>