

PDF-CASE2016017

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

案例正文

摘要：2014 年 9 月 19 日阿里巴巴集团在美国纽约证券交易所成功上市，创下史上最大首次公开募股记录，引起国内外广泛关注。阿里巴巴集团独特的合伙人制度以及对于股权权利的特定需求促使其引入 VIE 结构，并选择适宜的证券交易所上市融资，也提供了对于相似企业极为有益的上市经验。本案例在简要介绍上市前阿里巴巴集团业务发展情况和股权融资历程的基础上，详细阐述了阿里巴巴集团为保留“合伙人”制度在我国证券交易所、香港证券交易所和美国证券交易所之间的辗转抉择过程，重点突出了“同股同权制”和“合伙人制度”间的差异性。对帮助学生了解“协议控制”等特殊的公司治理结构、各大证券交易所制度差异并思考我国证券交易所改革方向具有较强的现实意义。

关键词：阿里巴巴上市 同股同权制 合伙人制度 交易所选择

0 引言

2014 年 9 月 19 日，全球各大主流媒体头版被两大事件牢牢占据，一个是一

-
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。

场浩浩荡荡的民族运动——苏格兰公投，另一个便是一场造就财富神话的金融盛宴——阿里巴巴纽交所成功上市，其热点主要有两个：一是阿里巴巴 IPO（首次公开募股）融资额高达 250 亿美元，成为全球历史上规模最大的 IPO；二是阿里巴巴独特的合伙人制度，以及由此引致的一波三折的上市之路。

阿里巴巴集团于 2014 年 5 月 7 日向美国证券交易委员会 (SEC) 提交了 IPO 招股书，计划融资 10 亿美金。不久之后，因投资者需求强劲，公司将定价区间从每股 60-66 美元上调至 66-68 美元，并计划发售 3.2 亿股美国存托股票。9 月 19 日，“全球最独特”的敲钟仪式之后，阿里巴巴集团正式在纽交所挂牌交易，原定于 68-70 美元的开盘价格一路飙升至 92.7 美元，市值达 2383.32 亿美元，创美股最大 IPO 纪录。开盘后股价继续上行，最高价 99.70 美元，报收 93.89 美元，涨幅达 38.07%，市值正式超越 Facebook 成为仅次于谷歌的全球第二大互联网公司。在国内，阿里巴巴上市引起社会各界广泛关注，而这不仅仅是因为它造就了两位首富和上万名百万富翁，更因为其作为国内最大的互联网巨头，上市之路可谓一波三折，经历港股 B2B 业务上市与退市，又在香港证券交易所、纳斯达克证券交易所、纽约证券交易所间几经辗转波折，涉及公司治理结构、证券交易所制度差异等诸多焦点问题。

本案例围绕阿里巴巴集团上市前融资情况及股权结构变化、阿里巴巴合伙人制度含义、我国证券交易所为何不被选择、香港证券交易所为何拒绝阿里巴巴上市请求、纽约证券交易所何以吸引阿里巴巴等问题展开，启发读者对公司治理结构、各地上市制度等问题进行思考。从自教学的角度来看，具有极强的现实意义。

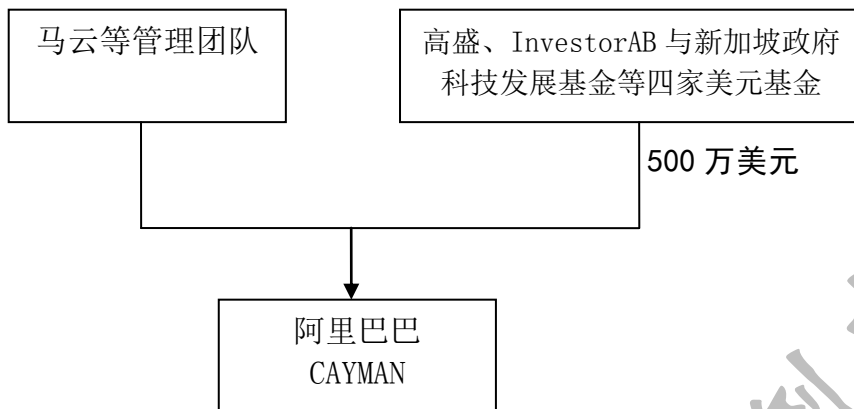
1. 15 年的发展历程

阿里巴巴集团特殊的公司治理结构是导致其上市之路一波三折的最重要原因，而其 VIE 结构控制等特殊的治理结构是在 15 年发展中逐步建立的。

1.1 阿里初创与两轮融资

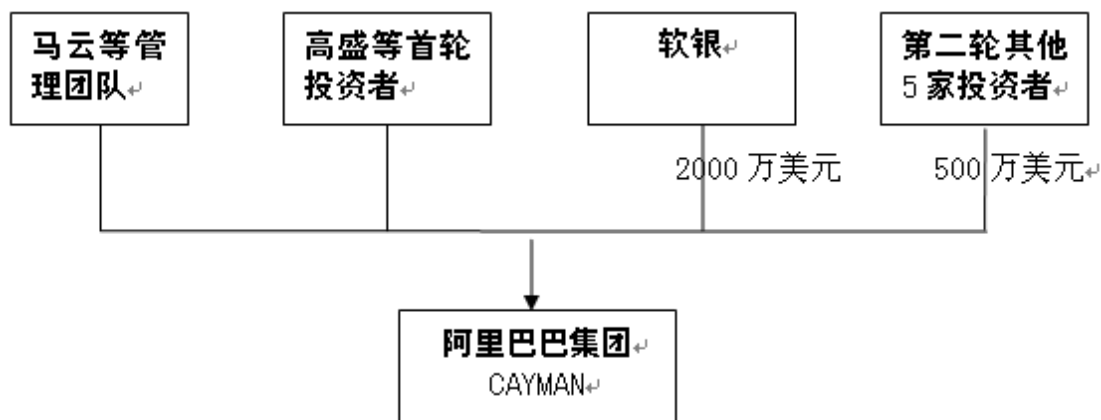
1999 年，马云带领 18 个人的创业团队在浙江省杭州市的一个公寓中创立了阿里巴巴网站，定位于为中国广泛的中小企业提供贸易服务（网站设计+推广），即建立一个类似 BBS 的网上论坛，将中小企业的信息及商品交易市场搬到互联网上寻找交易机会，打造“网络义乌”。同年 3 月，阿里巴巴 B2B 交易平台正式投

入使用，为供应商和买家提供服务。10月，阿里巴巴自高盛、InvestorAB 与新加坡政府科技发展基金以及其他机构融资 500 万美元（如图表 1）。当年年底，阿里巴巴的会员人数已超越 10 万。



图表 1：阿里巴巴第一轮融资后股权结构

2000 年 1 月，六家风险投资基金（如图表 2）共同向阿里巴巴投资 2500 万美元，其中软银资本投资 2000 万美元。该轮融资中，马云等管理团队通过有关投票权、董事会席位和 CEO 任免等方面的控制协议，强有力地掌控了公司控制权。

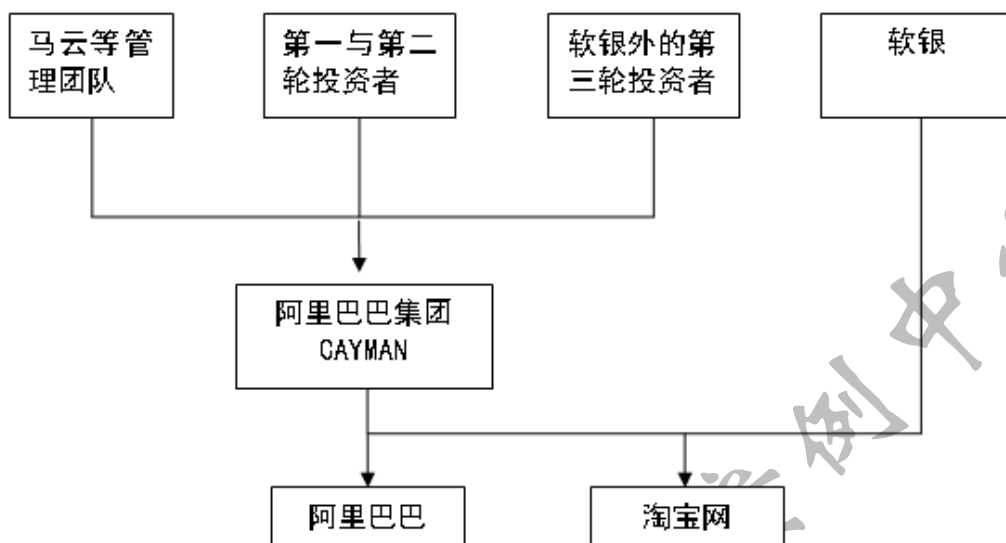


图表 2：阿里巴巴第二轮融资后股权结构

1.2 淘宝网、支付宝上线与第三轮融资

2002 年，阿里巴巴 B2B 业务首次盈利，2003 年淘宝网正式上线，同年 10 月发布在线支付系统支付宝，在极大推动网络购物的同时，迅速取得网上交易软件垄断地位。海量的业务扩张带来庞大的资金需求，良好的发展图景也吸引了越来越多的资本市场买家。此时，阿里巴巴迎来了第三轮融资 8200 万美元，其中，软银投资的 6000 万美元单独注资给淘宝网，至此，软银成为淘宝网的最大的股

东（图表 3）。但是，通过签署控制协议，马云等管理团队仍然牢牢把握阿里巴巴集团及淘宝网经营及控制权。



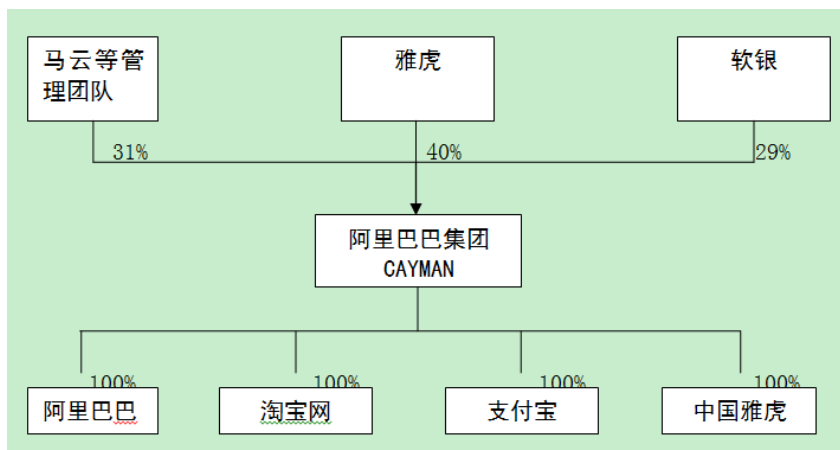
图表 3：阿里巴巴第三轮融资后股权结构

2004 年 12 月，马云决定让支付宝独立运行，并向其他电商开放，致力将支付宝打造成阿里巴巴集团旗下的重量级资产。

1.3 eBay 之战与第四轮融资

2005 年，eBay 与国内电商展开厮杀，企图通过收购软银进而通过股权控制淘宝网。马云及其管理团队的对公司的协议控制首次遭到威胁，但最终 eBay 的收购计划失败。

此刻，为满足与 eBay 厮杀的资金需求，2005 年 8 月，阿里巴巴引入第四轮融资，雅虎以 10 亿美元的现金、以及雅虎中国公司的全部资产对价获得阿里巴巴 40% 的股权，阿里巴巴接管了雅虎的中国区业务，交易完成后，股权结构如图表 4。



图表 4：阿里巴巴第四轮融资后股权结构

此时，除软银外三轮融资者全部套现离开，软银部分套现，雅虎成为阿里巴巴最大的股东，内资企业阿里巴巴，淘宝网，支付宝与中国雅虎成为阿里巴巴集团（CAYMAN）公司的全资子公司。在此之前，阿里巴巴集团的“合伙人制度”（协议控制模式）一直运行良好。

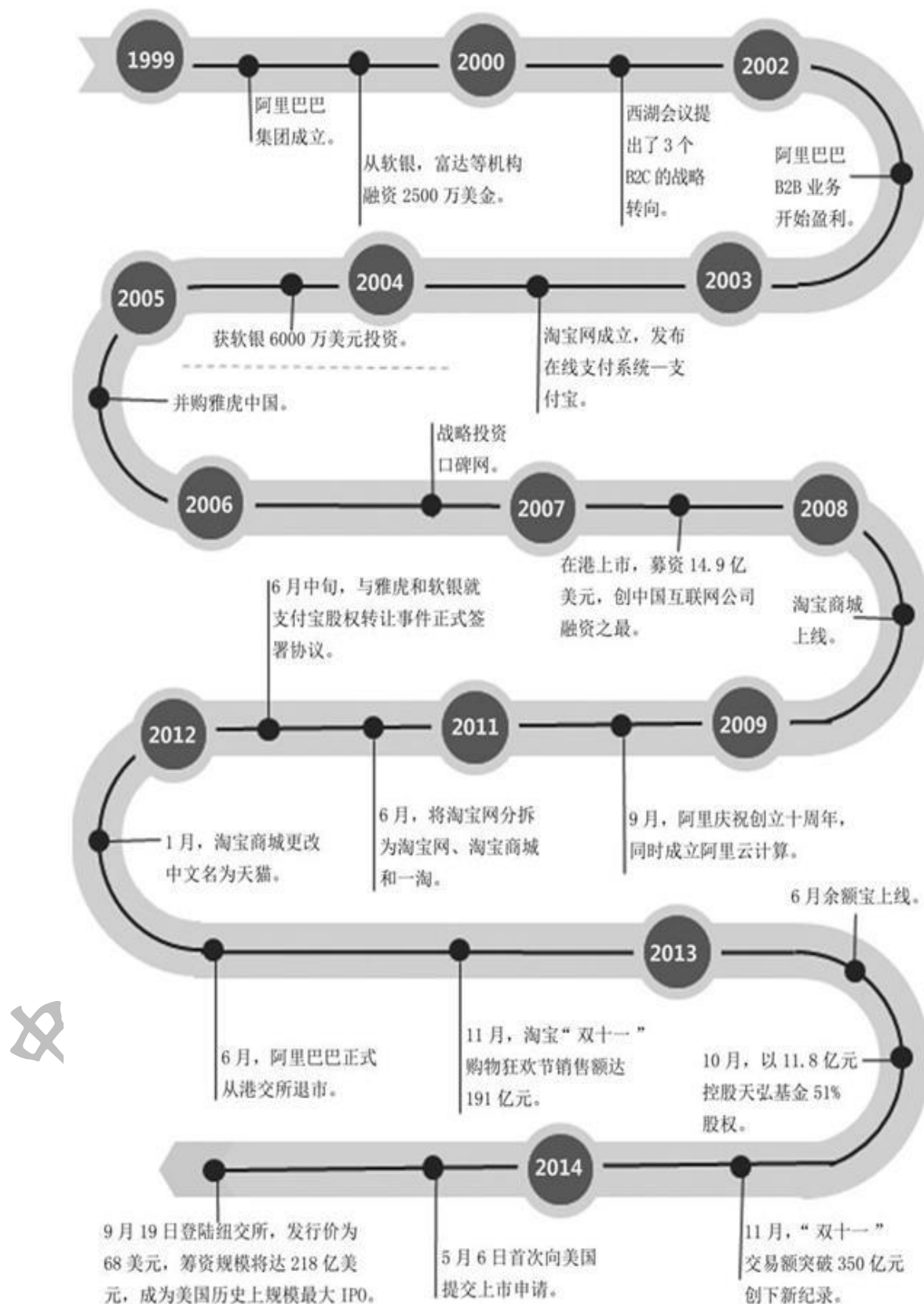
1.4 “合伙人”制度

作为一种独特的公司治理结构，阿里巴巴“合伙人”制度在发展进程中逐步形成，并于 2010 年正式确定，该制度赋予马云等管理层（即“合伙人”）远远超过其股权比例的董事提名权以及其他权利，保证了“合伙人”在经历多轮融资、股权严重稀释之后，仍能牢牢掌握公司控制权，其内容详见使用手册理论依据与分析第三部分和背景分析第六部分。

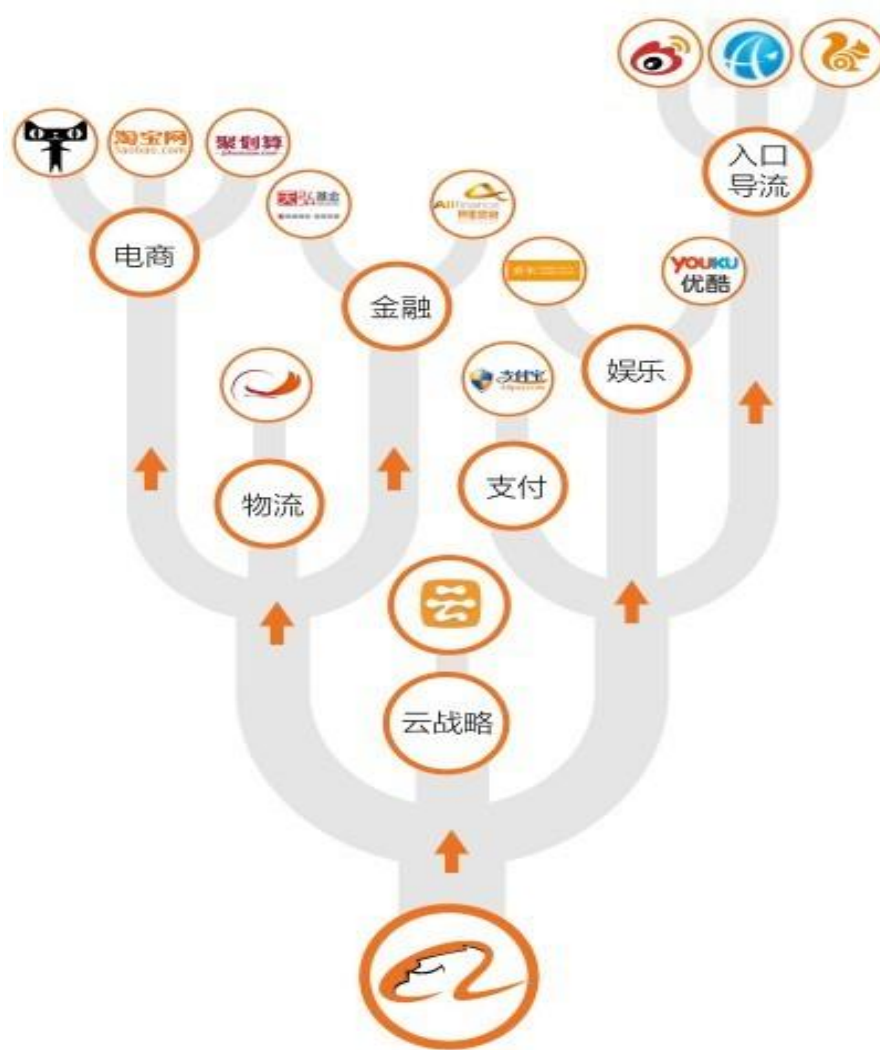
1.5 业务大发展与 B2B 业务上市

2006 年，阿里巴巴集团战略投资口碑网，并于 2009 年将其注入淘宝网，使淘宝成为一站式电子商务服务提供商，为更多的电子商务用户提供服务。2007 年 1 月，阿里软件成立，并与阿里巴巴集团研究院合并，阿里巴巴正式进军商务软件行业。2008 年，淘宝网旗下推出淘宝商城，专门针对消费者销售品牌商品。2011 年 6 月，阿里巴巴集团将淘宝网分拆为三个独立的公司：淘宝网、淘宝商城（后更名天猫）和一淘，以更精准和有效的服务客户。2009 年阿里巴巴 B2B 平台用户数量超过 4000 万，25.04% 的中小企业获得平均 234 倍的交易额回报；淘宝用户超过 1 亿，每天的交易笔数超过 300 万笔。美国前总统比尔·克林顿(Bill

Clinton)、NBA 球星科比·布莱恩特 (Kobe Bryant) 等数千名客户出席阿里巴巴十周年庆典。图表 5 和图表 6 分别对阿里巴巴的业务发展做出了概括性图示。



图表 5：阿里巴巴集团发展大事记



图表 6：阿里巴巴集团业务树

业务领域蓬勃发展的同时，阿里巴巴在资本市场的脚步也从未停歇。2007年，阿里巴巴 B2B 公司在香港联交所成功上市，发行价 13.5 港元，开盘价 30 港元，融资 15 亿美元，市值约 682.07 亿港元，创下当时中国互联网公司最大 IPO 记录。当期 IPO，在阿里巴巴工作满 3 年的员工，皆得到配股，约 4900 名员工持有 4.435 亿股股份，至少 1000 名阿里巴巴员工成为百万富翁，300 名员工更是成为了千万富翁。刷新了当时中国互联网公司上市制造百万富翁数量的纪录。

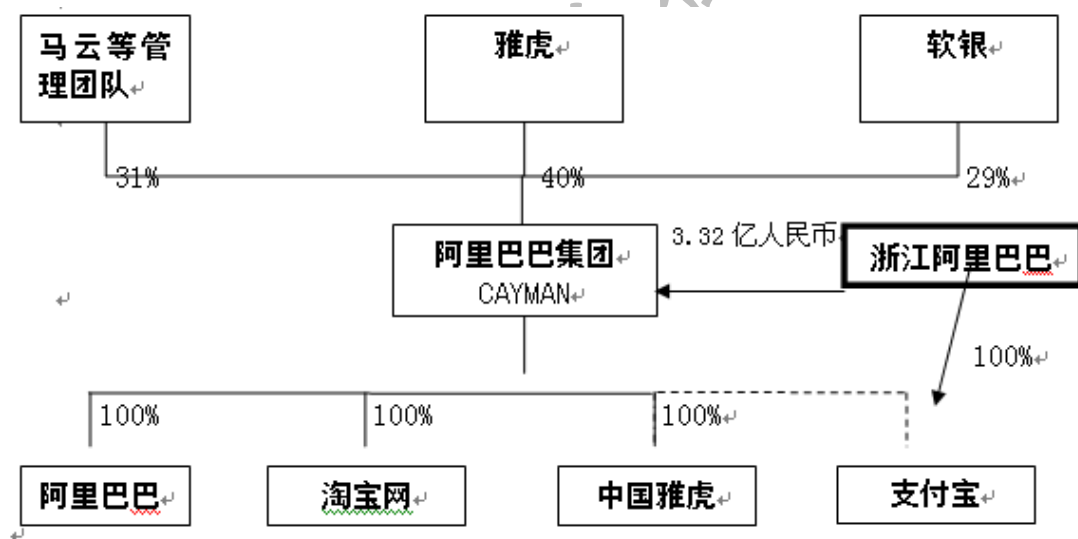
1.6 支付宝控股权之争

2009 年，罗尔·巴茨（Carol Bartz）接任雅虎 CEO，阿里巴巴管理层开始与雅虎冲突不断，2010 年，双方的协议控制条款到期，因控股权引发的冲突白

热化，双方的矛盾首先爆发于对支付宝控制权的争夺上。

2009年6月之前，支付宝为阿里巴巴集团全资子公司，实质上是一家外资控股企业。作为从事在线支付业务中的第三方支付平台，根据中国人民银行2010年发布的《非金融机构支付服务的管理办法》的规定，在该办法实施前已经从事支付业务的非金融机构，应当在该办法实施之日起1年内申请取得《支付业务许可证》。逾期未取得的，不得继续从事支付业务，“外商投资支付机构的业务范围、境外出资人的资格条件和出资比例等，由中国人民银行另行规定，报国务院批准”。这又使得支付宝以外商投资身份申请牌照存在一定的不确定性，而且难以第一批获准。

为规避《非金融机构支付服务的管理办法》，2009年6月，Alipay向浙江阿里巴巴转让了支付宝70%的股权，作价1.67亿元人民币。2010年8月，又作价1.65亿元人民币转让了剩余30%股权，支付宝自此由浙江阿里巴巴商务有限公司全资控股。浙江阿里巴巴商务有限公司由马云和谢世煌分别持股80%和20%。



图表 7：支付宝股权转让后阿里巴巴股权结构

股权转让后，支付宝与阿里巴巴集团仍存在协议控制关系，雅虎和软银依旧间接控制支付宝，支付宝的实际控制权并未发生转移。

2011年第一季度央行对首批申请支付牌照的企业进行资格审查，询问支付机构是否为境外资本实际控制。阿里巴巴集团的两大外资股东主张通过“表面内资、实际外资”的VIE模式取得第三方支付牌照，但其内资股东则希望使支付宝合法化、透明化。最终，浙江阿里巴巴单方面中止了与阿里巴巴集团的协议控制

关系，支付宝成为真正意义上的内资控股公司。雅虎和软银强烈不满，矛盾激化。当时因为正处于美国做空机构做空中概股最厉害的时期，该事件引发了中概股危机，马云遭受前所未有的舆论压力。

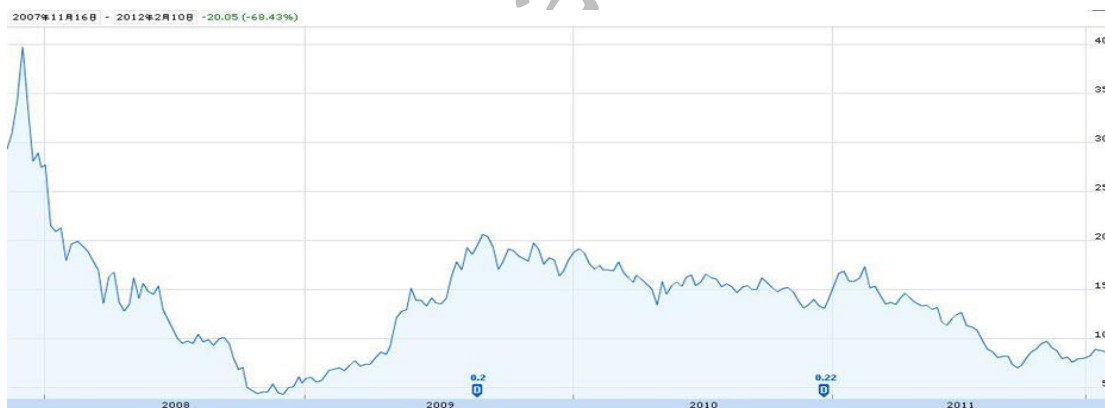
经过谈判，三方于当年 7 月达成和解协议，浙江阿里巴巴承诺在上市时予以阿里巴巴集团一次性经济回报。回报额为上市时总市值的 37.5%(以 IPO 价为准)，且在 20 亿-60 亿美元之间。支付宝股权转让风波暂告段落。

2012 年，在历经多年的谈判之后，阿里巴巴自雅虎手中以 76 亿美元回购了大约一半的股份，据阿里巴巴 IPO 招股书显示，雅虎当时仍持有阿里巴巴 22.6% 的股份。

1.7 B2B 业务退市

2011 年-2012，国内 A 股上市热度不减，但以小肥羊、盛大网络和分众传媒为代表的海外上市公司，却纷纷主动选择了私有化退市²。与此相伴，阿里巴巴

B2B 公司也启动了退市进程，退市原因可从其上市期间股价走势图中窥见一斑。



图表 8：阿里巴巴网络有限公司上市期间股价走势图

2012 年 2 月 9 日，阿里巴巴 B2B 上市公司于 2012 年 2 月 9 日开始停牌。21 日，阿里巴巴集团宣布，将耗资 180 亿港元向上市公司阿里巴巴流通股东（26.55%）提出私有化要约，回购价格为 13.5 港元，与 2007 年底上市招股价持平，比停牌前最后 60 个交易日的平均收盘价格溢价 60.4%，比首日收盘价低 60%。

² 2012 年 2 月 6 日，小肥羊从香港联交所退市；2012 年 2 月 15 日，盛大网络在美国纳斯达克市场退市；2012 年 8 月 13 日，分众传媒宣布从纳斯达克退市。

22 日复牌之后，股票大涨 42.70%，报收 13.20 港元。4 月阿里独董委员会和财务顾问表态支持私有化。4 月 23 日，阿里巴巴最后一次业绩披露显示，一季度净利润人民币 3.39 亿元，同比下跌 25%，环比下跌 12%，营收人民币 15.89 亿元同比上升 4%，环比下降 4%。截至 3 月底，阿里巴巴国际及中国交易市场共有 75.39 万名付费会员，较 2011 年底减少 1.5%。在 14 家银行的银团贷款和私募基金不可撤销承诺支持下，超额认购宣告结束，6 月 20 日阿里 B2B 上市公司从港交所正式退市。自此，阿里巴巴集团着手业务重组，按照“one company”理念，调整为 7 个事业部，目标指向整体上市。

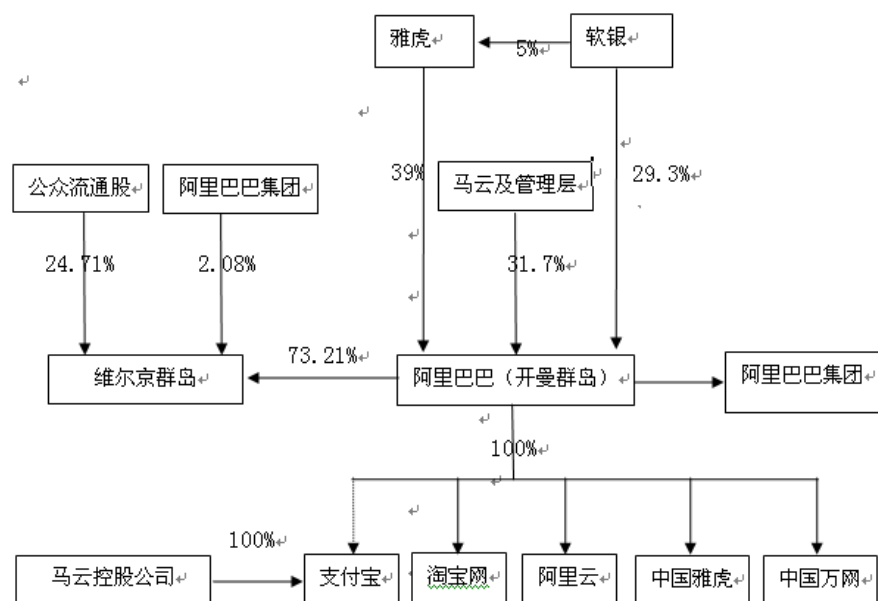
2013 年 5 月份，首席数据官陆兆禧取代马云成为阿里巴巴 CEO，马云继续担任集团董事长。

2 阿里巴巴上市³历程回顾

2.1 上市起源

阿里巴巴的上市计划源于其与雅虎的一场对赌协议：阿里巴巴 2012 年 5 月与雅虎协议商定，其必须在 2015 年底前上市，并且 IPO 发行价需要比回购雅虎股份每股溢价 110%，否则雅虎将继续持有阿里 20%以上股份，届时马云对阿里巴巴的控制权便岌岌可危。

³ 阿里巴巴向美国证券交易委员会（SEC）提交的招股说明书披露：此次赴美上市的实体为注册于英属开曼群岛的阿里巴巴集团控股有限公司，其主要业务在中国境内，由于受中国对于外资进入互联网产业的限制，它主要通过VIE结构（协议控制模式）控制中国境内的运营实体。具言之：运营淘宝、天猫等业务的中国境内实体为内资企业（由马云控制），持有在中国运营不同网站的许可证和牌照，为了绕开中国对于外资进入互联网产业的限制，注册于开曼的阿里巴巴通过合同安排（而非股权关系）来控制这些内资企业；按照美国会计准则，在协议关系中被控制的一方称为“可变利益实体”（VIE），由控制方来合并VIE的财务报表。



图表 9：阿里巴巴集团上市前股权结构图

2.1 大陆 A 股市场缘何遭舍弃

对于上市地的选择上，摆在阿里巴巴集团眼前的有大陆 A 股市场、香港证券交易所、美国的纳斯达克和纽约证券交易所等。常规来看，作为中国的企业能够在我国上市，使得我国居民分享到这些公司成长的收益，对于提高我国居民收入意义重大。我国上海证券交易所和深圳交易所经过 20 多年发展，各方面都取得了突出成就，我国也积极推进互联网企业和科技创新企业在 A 股上市，比如在 2014 年两会上，中国证监会主席肖钢表示允许尚未盈利但符合一定条件的互联网和科技创新企业在创业板发行上市，以此来留住这些优质上市资源，使其能在 A 股上市融资。对于阿里集团这样的电商巨头，盈利能力巨大，中国证券交易所内心深处是希望它能在“自家”上市，但现实中由于各种主观和客观原因，只能“望洋兴叹”。一直以来，我国知名的互联网企业大都到海外上市，阿里巴巴一开始便没怎么考虑在大陆 A 股市场上市，当时深交所一位负责人曾抒发感慨：“我国资本市场经过多年发展，已经开创了创业板，鼓励有创新的中小创业在此上市，但是创业板启动之后，大家看到像当当网、阿里巴巴这些企业还是选择到海外去上市。上世纪 90 年代三大门户网站都到海外去上市了，因为我们当时没有创业板。那么现在有创业板了，为什么这些企业还到海外上市？这个问题值得我们反思。”对于阿里缘何舍弃大陆 A 股市场，有关分析认为主要原因有以下几点：

一是国内资本生态环境不高，难以吸引互联网企业上市，海外风险投资机构

在注入资金的同时，能够给企业带来成熟的经营理念 and 思维，而国内互联网投机机构还处于起步阶段。

二是受我国法律和政策限制，目前，我国证监会要求内地上市公司主体必须在中国内地，而阿里巴巴集团公司注册地在开曼群岛，阿里巴巴如果要在大陆上市，必须要做出相应的股权调整，将面临极大的法律和税务风险。

三是当时大陆 A 股无法承受阿里巴巴集团巨额融资，积弱已久的中国股市难以承受高达 1 万亿元人民币的巨额融资。以 2008 年 9 月 22 日“中国石油”在中国股市上市为例，首发融资仅区区 668 亿元人民币，定价仅仅 48 元，便使中国股市转牛为熊，成为引发当时股市暴跌的导火索。

四是阿里的员工持股计划与我国《证券法》规定的“拟上市公司发起人不能超过 200 人”规定相冲突，虽然在 2014 年 6 月我国出台了《上市公司员工持股计划试点指导意见》，决定在上市公司中开展员工持股计划试点，但这也并不意味着全员持股，而且正处于探索阶段，当时据估算阿里集团约有 1 万左右员工持股。

五是 A 股市场目前也是坚持“同股同权制”，而不接受合伙制的股权安排。

2.2 香港上市之路一波三折

2.2.1 投桃报李

在香港上市的计划源于我国目前有很多企业在香港上市融资，香港有其政治地理优势。而且前面介绍过，阿里巴巴的 B2B 业务曾经在 2007 年在香港上市，也为阿里巴巴积累了一定的了解熟悉香港制度的有益经验（出于发展需要，该业务于 2012 年退市）。加之考虑到美国资本市场严格的财务审核、披露制度，严厉的 VIE（可变利益实体）结构监管，以及普遍的做空现象和市场窗口问题，使得阿里巴巴并不敢轻易选择在美国上市。阿里巴巴于 2012 年 B2B 业务退出香港证券交易所后，当时有人预言这不是阿里上市融资的结束。现实中，阿里巴巴开始探索集团整体在香港证券交易所的上市之路。

2013 年初，阿里巴巴在与港交所沟通后，香港证券交易所表示欢迎阿里在香港上市，双方沟通过程中，主要问题在于香港的上市制度和阿里的“合伙人制度”是否相容，合伙人制度是否会有悖于“股东公平”原则。在阿里巴巴公布的方案中，其表示希望以创新的治理结构——合伙人制度——来实现公司治理，即

公司业务的核心管理者，拥有较大的战略决策权，减少资本市场短期波动影响，从而确保客户、公司，以及所有股东的长期利益。其中“合伙人在提名董事上有较大权力”成为焦点。

当时阿里巴巴董事局主席马云、副董事长蔡崇信、执行总裁陆兆禧等集团高管都声明合伙人制度能够保证每个股东的合法权利，包括表决权、受益权等。但是合伙人制度却难以被香港证券市场认可的“同股同权”接受，当时新闻报道普遍认为，合伙人制度的公司上市只在少数国家可行，阿里巴巴合伙人想要“以小控大”——持有的少量股权却享有集团整体的控制权，这一点明显违背香港证券交易所的上市规则，香港证券交易所为此改革，“开绿灯”的可能性不大。

对于香港证券交易所来说，放弃巨大的阿里巴巴集团整体上市 IPO 项目，将是一笔巨大的损失，当时港交所测算，如果上市成功，则该项目将超过 2010 年 AIA 在香港上市时创造的 200 亿美元纪录，为港交所带来巨额收益和声誉。因此，当时的港交所总裁李小加曾在接洽初期声明：香港的上市规则是不断完善的，对阿里巴巴能够在香港上市表示欢迎。而且当时的香港一些权威法律人士认为，香港法律采用欧美法律体系，港交所不难对 IPO 规则作出相应修改。

2.2.2 一波三折

在双方不断沟通过程中，问题逐渐显现，双方在“合伙制”和“同股同权”制方面始终未能达成一致，港交所行政总裁李小加于 2013 年 9 月 25 日撰文表示：“应把公众利益放在第一位，个别公司上市或政策改变的决策并不取决于他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”。表明港交所自身难以解决这一问题，需要香港相关部门作出整体调整才有解决的可能。

2013 10 月 9 日，香港财经事务及库务局局长陈家强在立法会回答议员提问时指出：“香港上市规则规定不能设有双重股权，为了保障投资者权益必须坚持‘同股同权’的原则，现阶段无计划推出针对不同股权制度的上市规则”。这相当于表明难以为阿里巴巴改变上市规则。针对这一答复，10 月 10 日，阿里巴巴集团 CEO 陆兆禧立即做出了“决定不选择在香港上市”的公开表态，并认为“香港资本市场不创新恐变沉舟”。但是在 10 月 14 日，阿里巴巴董事局执行副主席蔡崇信则更改了口风，称“如果有交易所反悔，我们一定会考虑”，为继续谈判留有余地。

2013 年 10 月，马云亲自到香港进行上市事宜沟通，在香港媒体的一次公开会面中坦言，自己过去将阿里在香港上市想的过于简单，以为不需要亲自谈判，以致赴港上市碰壁，今后将做好沟通，同时明确了阿里将推迟上市计划，在 2013 年底内将不上市。马云认为香港上市制度和阿里合伙人制度不存在冲突，需要时间思考解决，寻找平衡点，香港应加强创新，终有一日会接受合伙人制度，针对李小加的言论，马云认为看到香港讨论新的公司治理模式，这是积极有益的，并表示阿里在哪里上市并不重要，重要的是阿里为香港带来了一场关于创新的讨论，并对此感到荣幸。之后双方又进行了多轮沟通，港交所上市委员会于 2013 年 10 月内召开季度政策会议，当时有分析认为，会议将会讨论：港交所能否就股权架构进行市场咨询，为阿里上市“开路”。这表明港交所和阿里巴巴当时还有谈判的空间。当时公众预期，阿里巴巴重回香港交易所谈判的可能性比较大，因为阿里巴巴剩下的上市选择就是美国证券交易所，而美国证券交易所的法律法规比较严格，阿里巴巴集团自身之前存在着曾将具有核心优势的“支付宝”业务低价转让给马云和其他的投资人，不作为集团上市部分，这点侵害了集团其他股东利益，如果在美国上市，雅虎、软银等股东极易利用美国法律集体起诉阿里巴巴。

2.2.3 分道扬镳

港交所与阿里巴巴还有香港政府经过多次沟通协商后，最终未达成协议，谈判破裂，2014 年 3 月，阿里巴巴宣布放弃在香港上市，至此分道扬镳。

时评认为，阿里巴巴最终放弃在香港证券交易所上市，表面上是后者不妥协造成的，本质是香港法律制度无法接受阿里巴巴的合伙制，当时的香港财经实务及库务局局长陈家强指出，香港不是唯一的要求上市公司价值与股本权益一致的地区。事实上，当下仅有美国纳斯达克交易所和纽交所有双重股权安排，新加坡目前正在研究可行性，并未采用；英国虽然没有禁止双重股权做法，但原则上也不鼓励。美国交易所的双重股权制度源于当地特殊的法律制度，香港在改变规则时要考虑本身的法律特点。他甚至认为，合伙人制度比双重股权制度跟加容易侵害股东权益，因为至少双重股权制度在信息披露方面有具体规定，公司必须公布享受权利的人员以及享受权益比例，利于投资人投资决策。而阿里巴巴的合伙人制度下，股民将无法得知 28 个合伙人的具体信息以及更免规则、任期问题。只

有官方笼统介绍“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”，量化指标仅有在公司工作五年以上，换句话说就是这一个巨大的集团公司最高决策组织由一个黑盒子决定产生，这种情况下还不如由公开的马云一人决定透明。

香港交易所北京办事处一位代表当时表示：“阿里巴巴上市被否事件的原因并不在港交所，主要原因是阿里巴巴坚持自己单方面的意见，并且没办法依照香港的法律去进行调整，这直接涉及了香港的《公司法》，这并不是港交所力所能及范围内的业务范畴。港交所只负责证券部分，很难去触碰到香港的法律或者其他更多的东西。尽管港交所希望阿里巴巴能够在香港上市，但是因为在香港上市有很明确的规定，如果阿里巴巴不能根据香港的规定做出很严格的调整的话，港交所无能为力。”

从李小加当时所写的《投资者保障杂谈》一文中可以更好地理解香港在阿里巴巴上市问题上的思维。针对港交所只负责证券部分，无权去更改法律，为阿里上市融通，他在文中提到：“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。”

2.3 美国上市之路

2.3.1 上市的紧迫性

阿里巴巴折戟港交所后，为了完成与雅虎的对赌协议，阿里巴巴并未停下上市步伐。同时，作为阿里巴巴在中国强有力的电商竞争对手，京东商城当时已早于它谋划在美国纳斯达克上市，并最终于2014年5月22日在纳斯达克上市，市值260亿美元左右，融资10亿美元。而且随着互联网金融的迅速发展，阿里巴巴的余额宝等互联网金融业务对传统银行业带来巨大挑战，传统银行业正酝酿如何应对，决策层也在研究如何加强互联网金融监管，这将对阿里巴巴金融业务造成一定冲击。因此，如果集团能够上市融资，便能够为各项业务提供强力支持与保障。所以，在与港交所商议无果的情况下，阿里巴巴上市呈现出一定紧迫性，阿里集团也在积极寻找新的上市地点，当时伦敦证券交易所、纽约证券交易所、纳斯达克等纷纷抛来“橄榄枝”，甚至有传言说阿里将回归A股，阿里上市交易

所选择再次成为关注热点。而大陆 A 股市场也是要求“同股同权”且 A 股当时 IPO 仍未重启加上根本难以承受阿里天量融资额度,因此回归 A 股已经不可能。经过权衡,最终阿里巴巴于 2014 年 3 月 16 日宣称启动在美上市事宜。权威分析认为阿里之所以选择在美国上市主要因为:一是虽然面临着美国市场推广的巨大成本以及苛刻的披露监管要求,但其有灵活的上市模式,如“双重股权结构”上市模式,以 Google 为例,其股份分为 A、B 两类,A 类向所有外部投资人发行,B 类为主要创始人持有,一份 B 类有相当于 10 份 A 类的投票权,由此创始人牢牢控制住了公司;另一种灵活模式是“协议模式”,该种模式在 2000 年新浪上市中被中国互联网企业首次采用(在使用手册里具体解释)。二是中国前期已有几波互联网企业赴美上市热潮:2000 年的搜狐、网易和新浪,2004-2007 年的腾讯、百度、巨人网络、盛大网络等,2010 年至今的优酷网、人人网、京东等掀起了第三波热潮,可以说美国具有开放、创新的投资环境。

2.3.2 纽交所和纳斯达克交易所选择

美国摆在阿里巴巴面前的交易所主要有两个:纽约证券交易所和纳斯达克交易所,而科技企业一般首先选择美国的创业板市场——纳斯达克交易所上市,比如苹果公司、谷歌、微软等,这也是我国大部分互联网公司,比如搜狐、新浪、百度、网易、京东等,阿里巴巴作为中国的“eBay、Paypal、亚马逊”的联合体(均在纳斯达克上市),普遍认为阿里巴巴应该更加倾向于在纳斯达克交易所上市,但最终阿里巴巴选择了在纽约证券交易所上市,相关报道认为可能原因有:一是纽交所历史悠久、服务更加周到,制度更加完善;二是 2008 年以后,纽交所为了吸引更多的科技公司在此 IPO,将市值规模要求从 250 万美元降低到 150 美元,同时不再要求必须上市前三年连续盈利;三是纽交所能够提供阿里需要合伙人制度下融资的上市模式,能够保证合伙人对集团的控制权。

2.3.3 上市经过与融资用途

2014 年 5 月 6 日阿里巴巴首次向美国证券交易委员会提交公开募股申请,由瑞士信贷、德意志银行、高盛、摩根大通、摩根士丹利、花旗银行作为主承销商,经过半年左右的规划,终于决定于 2014 年 9 月 19 日在美国纽约证券交易所上市,发行 3.2 亿股股票。上市当日,为了体现阿里巴巴集团的服务大众的特点,阿里巴巴邀请了 8 名自身生态系统的普通人员一起敲响上市钟声,他们包括:

淘宝店员劳丽诗，阿里云客服 90 后大学生黄碧姬；淘宝商品模特王淑娟；淘宝十年用户乔丽；淘宝业务相关快递员窦立国；通过天猫将美国农产品卖到中国的美国农场主 Peter Verbrugg。随着钟声响起，阿里股票成功上市交易，上演了案例开始时的盛况。

IPO 后，马云成功完成了与雅虎的对赌协议，上市前雅虎持有阿里约 22.6% 股份，IPO 后，截止 2015 年末，雅虎出售了阿里巴巴集团 7% 左右，按市价估算，套现上百亿美元，马云则从上市前的 8.9% 股份增持至 15.49%，略高于雅虎股权（见下表），并且利用合伙人制度，马云及其合伙人完全实现了对公司的控制权。

图表 9：2015 年末阿里巴巴前三大股东情况表

股东名称	持股数量	占已发行普通股比例(%)	股东类型
SoftBank	797,742,980.00	32.20	持股 5% 以上股东
马云	383,829,783.00	15.49	持股 5% 以上股东
Yahoo	383,565,416.00	15.48	持股 5% 以上股东
合 计	1,565,138,179.00	63.17	

资料来源：wind 数据

通过 IPO 马云还引进了其他重要的机构投资者（见使用手册附件一），前 20 名机构投资者在 2014 年末仅持有 11.55% 的股份，远低于大股东马云的 15%，对合伙人控制权毫无威胁。他们在注入资金的同时，给公司带来很多有益管理经验，使得阿里集团更加国际化，并且能够共享阿里经营收益。遗憾之处是中国大部分投资人没有分享到阿里成长发展带来的收益。

对于 IPO 募集到巨额资金，阿里巴巴集团在招股说明中提示将主要用于下面 4 个方面：

1. 拓展新产品类别与服务，增加消费者数量和购买次数。通过不断提高销售平台产品质量和服务水平，丰富产品种类，提高买家参与度，以此增加买家数量和购买次数，进而提高销售业绩。

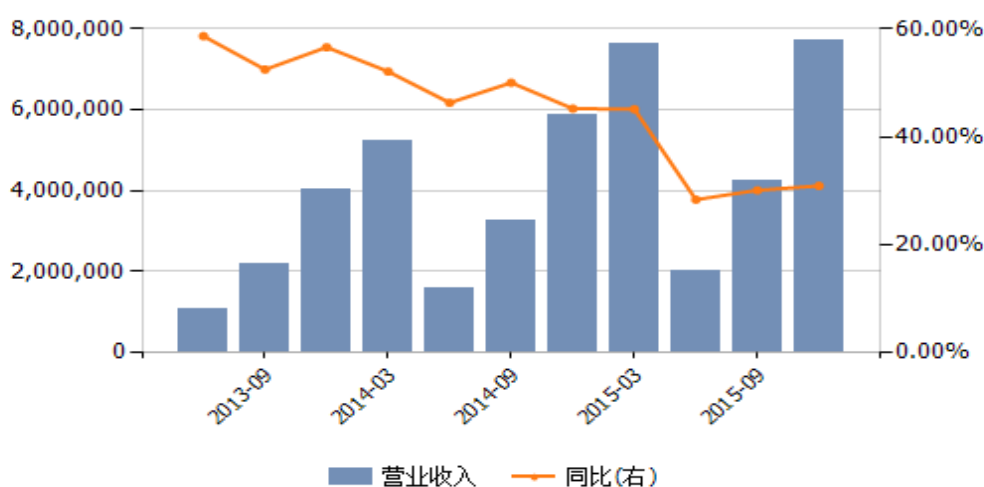
2. 扩大集团在移动互联端的领先优势。为了使阿里能够便捷、高效地服务消费者日常生活，阿里将收购先进的移动互联企业或与之加强合作，扩大自身在移动互联上的领先优势。

3. 加大数据处理和云计算技术的资金投入。阿里为了能够使得数据智能化，

将加大大数据挖掘资金投入，将数据用于平台设计、客户定位、物流快递、金融服务等领域。同时，重点投入云计算技术，以此来服务自身以及第三方。

4. 不断拓展国际电子商务市场。后期阿里将加大资金投入，利用自身的跨境联系系统，不断开拓国际市场，发展跨境电子商务。具体用于发展天猫全球购、速卖通以及通过阿里巴巴网站发展国际批发市场，将中国卖家与国际买家联系起来。

阿里成功上市后业不断发展壮大，营业收入在 2015 年同比增长超过 30%。近年来的营业收入及增长情况见图表 10，其他营业数据见使用手册附件二。



图表 10： 阿里巴巴近年来的营业收入及增长情况

(案例正文字数：10,399)

The IPO Progress of Alibaba Group

Authors: Ding Jianchen, Sun Xiaojie, Dong Xiaoping, Ma Jiyan

Institutions: UIBE School of Banking and Finance

Abstract: Alibaba Group was listed in NYSE on September 19, 2014, which made the largest IPO in history and gained widely attention both in the domestic and abroad. The unique partnership structure and the specific appeal for shares' rights promoted Alibaba Group introduced VIE structure. Besides, it selected an appropriate stock exchange to complete IPO, which provided extremely useful experience for similar companies. This case describes the tough listing process with controlling dispute on the basis of brief introduction of Alibaba Group's business development and the

equity financing process before IPO. We focus and highlight the stock exchanges selection process in order to maintain “partner scheme” among SHSE, SZSE, HKEx, NASDAQ and NYSE. This case will be helpful for students to understanding of special structures of corporate governance(such as VIE) ,the difference of stock exchanges and deeply thinking about the reform direction of the stock exchanges in China.

Keywords: Alibaba group’s IPO, Partnership scheme, One share for one note, Stock exchanges selection