探究中国企业海外上市的主要动因—基于阿里巴巴赴美上市案例

一.案例回顾

## 阿里巴巴集团由马云为首的18位合伙人，于1999年在中国杭州创立。经过十余年的发展，“阿里巴巴”已经成为了全中国家喻户晓的民族互联网品牌，公司的商业生态系统也渗透、覆盖到各行各业。截至目前，阿里公司主要业务和关联公司的业务包括：[淘宝网](http://baike.baidu.com/view/1590.htm)、[天猫](http://baike.baidu.com/view/5052997.htm)、[聚划算](http://baike.baidu.com/view/3624869.htm)、[阿里云](http://baike.baidu.com/view/2817287.htm)、阿里妈妈、阿里巴巴国际交易市场、[蚂蚁金服](http://baike.baidu.com/view/15171507.htm)、[菜鸟网络](http://baike.baidu.com/view/6670541.htm)等。阿里的核心价值观是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。

## 2014年9月19日，经过多年的准备，国内互联网巨头“阿里巴巴”在纽约证券交易所成功上市（股票代码：BABA）。阿里巴巴赴美IPO的发行价为68美元，发行量为3.2亿股，为了满足投资者的强劲需求，阿里首次公开募股的承销商们（高盛、摩根大通、花旗银行、摩根士丹利等）还行使了超额配售权，使之正式以融资额250亿美元的规模成为有史以来最大的IPO。阿里登陆纽交所后，股价同市场预期一样持续飚升，最高达到120美元/股，使阿里巴巴成功超越Facebook成为仅次于谷歌的第二大互联网公司。在之后的半年时间内，公司的价值得到投资者的重估，截至2015年6月13日，阿里的股价为86.63美元/股，总市值仍达到2153亿美元。（下图为BABA上市后的周K线图）

## 

## 图1：阿里巴巴（BABA）周K线图

**二、阿里巴巴赴美上市的背景**

**1、赴美上市前阿里巴巴公司的概况**

阿里巴巴集团在当时所主要经营的业务包括了多种形式的电商平台（覆盖了B2B、B2C、C2C模式）、移动支付、互联网金融、互联网医疗、云计算数据平台等。截至2013年底，据官方统计数据，阿里巴巴旗下B2C平台所占市场份额已达到50.1%，远超其他B2C平台，集团总市值已逾千亿美元，是我国当之无愧的互联网电商第一巨头。

阿里集团包括多个实力强劲的子公司，其中阿里巴巴国际交易市场与阿里巴巴中国交易市场组成的阿里巴巴网络B2B有限公司，它是最受欢迎的电子商务平台；淘宝网，中国最受欢迎的C2C网上购物平台；天猫，中国领先的B2C优质品牌产品零售网站；聚划算，中国全面的品质团购网站；一淘，提供全面商品、商家、购物优惠信息的网上购物搜索引擎；阿里云计算，云计算与数据管理平台开发商；支付宝，中国最多人使用的第三方网上支付平台。这种完整的公司架构使得阿里巴巴在赴美上市前已经发展成为了一个具有便利快捷服务、经营多元化的网络综合体。

**2、阿里巴巴当时的公司战略**

根据阿里巴巴的业务模式和发展路线来看，它的战略方针阿里人在当时的核心战略是把阿里巴巴发展为全球最大的电子商务综合体，使“阿里生态圈”覆盖至全球。通俗地讲，就是围绕互联网为世界上的商人建立一个较为完善的综合信息交易服务平台。

从电子商务服务平台的业务模式来看，信息流、资金流和物流问题的解决是阿里巴巴实现建构一个完善的综合信息交易平台的前提。在信息流方面，阿里巴巴已经构建了B2B电子商务（阿里巴巴网站）、融合B2C和C2C的电子商务（淘宝网），能够发布和传输巨量的电子信息；在资金流方面，阿里巴巴创办了支付宝业务，着力于解决网络支付环节，实现了网上在线支付、中间资金管理等功能，令资金流也能够在互联网贸易平台上实施。为了保障资金流业务的安全，阿里巴巴也推出了相应的诚信通服务；在物流方面，目前阿里巴巴采用的是是三方合作的方式。谈到阿里巴巴的布局，还有一个十分重要的模块——雅虎中国。阿里巴巴在2012年通过收购雅虎中国，增加了门户、邮件、无线业务、垂直搜索等功能模块，这次收购为阿里夯实了其生态战略的信息管理环节，也为阿里巴巴的全球战略奠定了坚实的基础。

**3、阿里巴巴B2B在香港联交所的上市**

在2007年至2012年，阿里巴巴B2B（其子公司）曾在香港联合交易所短暂上市。阿里巴巴B2B是阿里巴巴集团唯一上市的公司，当时的融资达到了116亿港元，刷新了中国互联网的上市公司的历史规模，股价最高曾经达到40港元。从2011年开始，阿里巴巴B2B公司进行了重大的变革，将业务主体从会员数量向会员体验转移，直接影响了付费人数的增长速度乃至对盈利造成了一定的困扰。阿里巴巴在过往对外纰漏的信息中，已经提到这一重大调整，并告诫投资者，公司对此计划的未来潜力充满信心，但无法保证对中短期财务状况的影响。2012年2月21日，阿里巴巴集团和其旗下位移的上市公司阿里巴巴B2B联合宣布，阿里巴巴集团向阿里巴巴董事会提出私有化要约，拟以13.5港元/股的价格回购股权。而截至到阿里巴巴2012年6月6日停止交易之时，阿里巴巴的股价为13.42港元/股，与之前的回购价格相差不大，在最终成功的以13.5港元/股对阿里巴巴B2B上市公司实行私有化之后，阿里巴巴集团相当于获得了一笔5年的巨额无息贷款。

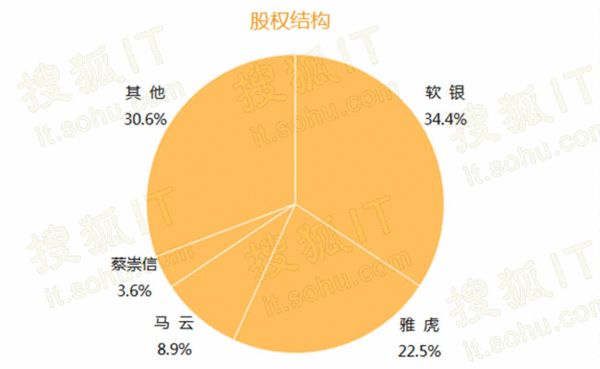
**4、具有阿里巴巴特色的公司治理模式**

从2012年旗下B2B公司从香港联合交易所退市以来，阿里巴巴的管理层一直在思考全新的公司治理模式，并努力掌握公司的控制权。阿里巴巴的管理层认为，互联网行业千变万化，公司治理必须依靠有着对公司发展绝对决策权并且熟悉公司运作的一群人，这促使了马云2013年在员工内部邮件中首次提出了具有阿里特色的“合伙人制度”概念，以确保公司的文化传承。

“合伙人制度”的内容主要包括：⑴合伙人资格认定。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”。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。⑵合伙人基本情况。共有28名成员，包括22名阿里巴巴集团的管理层和6名关联公司及分支机构的管理层。⑶合伙人的权利与义务。权力包括董事提名权,奖金分配权。合伙人需竭尽全力提升阿里巴巴生态系统愿景、使命与价值；

此外，为了确保合伙人与阿里巴巴股东利益一致，合伙人制度还要求，在作为合伙人期间，每个合伙人都必须持有一定比例的公司股份。阿里巴巴合伙人拥有独家提名多数董事会成员的权利。阿里巴巴合伙人提名的董事候选人，需要先经全体合伙人投票通过，再有股东大会投票。通过后，才能成为董事会成员。

“合伙人制度”所规定的股本结构有点类似于双重股权结构，与传统的同股同权模式不同，它可以允许特定股份拥有高于其他股份的权利。但“合伙人制度”又和一般意义上的双重股权结构有所不同，阿里巴巴合伙人制度并非将高投票权的股份集中在几个创始人手中，而是由一个每年不断吸收新的合伙人成员的团队来管理。这种治理结构，一方面可以保证团队的创新能力，同时也确保了管理的持续性和稳定性，不会由于个别创始人的退休或者身份变动而影响到公司的运营。（下图为2013年阿里的股权结构）



二.对阿里巴巴选择赴美上市原因的分析

随着阿里巴巴在中国乃至全球互联网市场所占销售份额越来越大，“阿里生态圈”在全球急速扩张，阿里面对的问题是巨大的资金需求，在旗下B2B平台短暂登陆香港联交所后，再次亟需募资的阿里集团为何仍没有选择国内资本市场转而远赴重洋赴美IPO呢？我们结合李由老师编写的《公司制度概论》以及相关文献，从内地资本市场、香港资本市场、美国资本市场、公司治理四个方面对阿里赴美上市动因进行详细分析，将我们的分析结果做出如下总结：

**1、大型民营企业在内地融资难度大，且上市时间长、代价高**

阿里巴巴与其他万千企业上市的首要目的相同，那就是为了资金的融通。阿里选择赴美上市而非国内主板市场的原因之一是民营大市值企业在内地融资难度较大。我国内地的主板市场的大市值企业主要是大型国有企业，阿里巴巴在当时的市值已逾1000亿美元，这样的“大盘子”互联网公司在A股上很难能得到机构投资者、QFII的青睐。另外，旨在鼓励万众创新，针对民营新兴产业的创业板才刚刚设立不到三年（于2009年10月23日启动），在金融监管、资本引入、上市公司自律等方面很不成熟。总的来讲，由于以上原因，加之当时国内股市处于不景气的“熊市”周期中，大型民营企业在我国主板市场上的融资较为困难。

除了公司对国内证券市场当时的融资情况持有的不乐观态度外，国内资本市场上市制度方面也有很多缺陷。上市成本方面，通过资料查阅，我们发现按照股票发行直接支付的显性成本计算，国内A股市场比诸如纽交所、NASDAQ要低。但是企业发行上市还存在大量间接的隐性成本，实行核准制而非注册制的国内资本市场的“特点”之一便是行政干预情况严重，隐形成本较高。上市时间方面，中国内地资本市场规模有限，对于大盘股的发行的承受能力在当时来看还较低，但是许多企业都会有上市融资的需要，这使得中国证监会对IPO节奏和规模实施了严格的控制，因此造成了企业“排长队”上市的奇景。从当时来讲，内地上市从审批到“排队”再到发行上市需要三年左右时间，这势必造成阿里的融资需求得不到及时满足，可能使阿里错失了走向全球的关键机会，损失时间和大量机会成本。而在美国纽交所上市一般只需要6-12月，这个时间是阿里巴巴所能接受的。所以出于上市成本、上市时间的角度考虑，阿里选择纽约交易所而非国内资本市场也是情理之中。

**2、香港证券市场不接受阿里巴巴的“合伙人制度”**

前文提到的阿里巴巴“合伙人制度”要求阿里巴巴合伙人的股份具有更高的投票权力，在本质属于双重股本结构。双重股权结构（Dual Class Structure），即所谓的A/B股架构，是指同一企业在市场上发行两种级别的普通股，B类股份的附带权益优于A类股份，如投票权，前者每股的投票权一般是后者的7-10倍。持有A类普通股的一般是公众投资者，持有B类普通股的一般是创业者、高管、公司员工和一些早期投资人。根据《香港交易所上市规则》中主板交易规定：“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”。申请在港交所上市的公司，股票需要同股同权，而且未来不能发行具有“更高投票权 ”的股份。所以阿里要想坚持“合伙人制度“并顺利在香港上市，需要获得港交所的豁免。但是阿里巴巴的希望却在成熟的香港证券市场体制的面前落空了。

“对于任何会被施为对阿里巴巴做出豁免，使其不需遵守现行上市规定的改变，证监会都予以否决，其中包括允许阿里巴巴采取合伙人架构上市的建议。”香港证监会及港交所上市委员表示坚决不会为任何公司提供豁免，因为在香港的现行上市制度下，市场规则秉持公众利益优先的原则，不允许同股不同权的公司股权结构，即不容许给予某些股东特别优待。马云作为创始人和小股东，恰恰是通过这种方式保持着对阿里巴巴的控制权。换句话说，阿里巴巴如果在香港上市，将有无法保证马云等管理层在香港上市后对公司的控制权。这是管理层所不能接受的，经过与港交会多番协商无果后，阿里巴巴奔向了美国资本主义市场。

值得一提的是，自2012年以后，阿里巴巴通过厘清股权、并购投资、移动互联网及O2O业务上的布局以及多次人事架构调整，为即将到来的IPO做密集的预备活动。在过去的一年间，阿里巴巴已经斥资逾20亿美元入股或者收购了十多家规模较小的企业，从地图公司到社交网站，从浏览器到物流企业，甚至包括一家受到巴黎跳蚤市场启发创立的美国公司。考虑到业绩的强劲增长及利润率的提高，阿里巴巴在纽交所的上市成功可能早已注定。

**3、美国资本市场架构成熟，有助于企业打开全球化大门**

经过逾200年的发展，美国资本市场特别是证券市场已经相当的成熟了，规范的金融监管体制和投资者良好的金融素养有利于资本向真正有好的发展前景的公司聚拢。阿里巴巴选择的纽约证券交易所（New York Stock Exchange，NYSE）是全球历史最悠久的证券交易所之一，是[上市公司](http://baike.baidu.com/view/307.htm)总市值第一（2009年数据），IPO数量及市值第一（2009年数据），交易量第二（2008年数据）的交易所。美国的资本市场到底有着怎样的优势和魅力让数以万计的海外企业“挤破头”也要在此IPO呢？具体来讲它的优势在于以下几点：

①美国有五个全国性的股票交易市场，公司无论大小，无论归属国籍，在投资银行的承销制度支持下，均有上市融资的机会。

②美国没有货币管制，美元进出美国自由，且联邦政策鼓励外国公司参与投资，这使得美国资本市场的股东、股本结构呈现出多元化、全球化的特点。

③数量巨大、规模各异的基金、机构和个人投资者根据各自的要求和目的在不同的股市寻找不同的投资目标，为美国股市提供了世界上最庞大的资金基础，从而使美国股市的交投十分活跃，融资及并购活动频繁，值得一提的是美国证券市场机构投资者占比逾60%（中国资本市场机构者占比30%），这使得美国投资者较中国来说更加理性。

④上市公司可随时发行新股融资。发行时间与频率没有限制，通常由董事会决定，并向证券监管部门上报。通常如果监管部门在20天内没有回复，则上报材料自动生效。如监管部门提出问题，则回答其问题。并且，当公司股票价格达到5美元以上时，上市公司股东通常可将其持有的股票拿到银行抵押，直接获得现金贷款。上市公司还可以向公众发行债券融资 。

⑤美国目前的新股发行采用注册制，其具有四个特点：第一，任何公司只要满足信息披露要求都可以上市，无需其他条件。第二，新股发行成功与否，完全取决于市场，美国证交会只管信息披露质量，股票发行定价等均由市场决定。第三，整个公司上市注册过程实际上就是美国证交会和上市公司就信息披露的一个沟通过程，这个过程公开透明，且时间可以预计。第四，对公司上市的风险防范责任落在中介机构身上，包括投行、律师事务所、会计师事务所等。这种制度突破了繁琐审批制度的枷锁。

美国作为国际金融市场、国际贸易的核心，在美国上市有助于企业提高国际知名度、获得品牌效应。“广纳贤才”是美国的国家精神，这使美国成为全世界的最佳的资本逐利地、人才汇集地、技术转化地。雄厚的经济实力、高度的对外开放使得信息和货币在美国的流通极其活跃，其融资优势从地理位置到社会环境都十分明显。从2007年开始，海外市场就已经成为阿里巴巴布局的重点，阿里公司截至2012年已经在超过17个国家和地区设有分支机构，海外部门的员工数成长为3位数以上，同时，它在海外也积累了超过八千家收费客户。可以看出，阿里巴巴选择在纽交所上市除了融资需要得以满足以外，也是为其海外策略锦上添花。互联网企业的最大特点就是公司资本运作及日常经营不受地域的限制，阿里选择在美国上市无疑给它做了一次“免费”广告，以吸引更多海外投资者，有利于“阿里生态”通向全球。

**4、阿里巴巴追求更健全、完善的公司治理评价**

美国资本市场同很多海外资本市场一样，要求中国企业上市必须披露两套报表，根据我们在本课程中的学习，两套信批报表之间的会计收益数据摊薄至和股东权益数据调整值对股票市场年度平均回报率和交易价格与账面价值比有显著的影响。同时，在法律监管、会计水平、上市后股票的流动性、价格发现和不同会计准则下信息披露水平等方面进行资料查阅分析，我们也发现较内地资本市场而言，海外上市更具有优势。

另外，美国具有国际会计准则，完善的监管架构也对上市发行方提出了更高水准，或者说国际水准的披露制度。投资者可以从更透明的信息披露制度中时刻掌握公司的经营状况、未来发展方向等信息。美国证券市场更完善的监管、信批制度都有助于阿里巴巴追求更健全的公司治理评价，可以让公司更好地把握投资者关系，以通过相关手段改进公司治理。

三.对中国企业赴海外上市及我国现行股票发行制度的思考

**1、中国企业赴海外上市动因总结**

由阿里巴巴赴纽交所上市的案例中，我们可以将中国企业特别是民营企业赴海外上市的动因作出如下总结：①内地资本市场股票发行注册制尚未推出，上市需长时间繁琐的审批过程，由于证监会对IPO企业数量严格把闸，企业上市时间较长。②内地证券市场监管、信息披露制度不完善，不利于中小企业公司治理的改善。③目前我国内地证券市场针对民营企业的创业板仍处于起步阶段，大资金短期恶意投机，公、私募基金“对倒”做庄操纵股价的行为层出不穷，创业板整体管理制度尚不完善，优质公司往往难以得到投资者的青睐和认可。④海外资本市场普遍采用股票IPO注册制，没有层层审批的限制，监管机制和信息披露机制更加成熟，中国企业在海外上市的会计成本、机会成本、时间成本都小于内地。⑤海外资本市场机构投资者占比很大，投资者的投资决策更加理性、健康，这有利于中国企业价值的发掘。

**2、对我国目前股票上市制度的思考**

随着我国证券市场的不断发展完善，股票发行上市制度也进行了几次大的变革，从带有浓厚色彩行政性质的审批制到目前的辅之以保荐的发审委审核的核准制，伴随着股票发行上市的市场化改革制度措施，如保荐人制度、股票发行试行询价制度的实施，反映出我国资本市场改革的方向是提高效率、安全、公平。但是目前我国股票上市制度还存在很多缺陷、漏洞，如行政干预过多、审批程序繁杂、市场化程度较低、上市成本较高等

近来来，我国证券市场的头等大事便是推行股票发行注册制，它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。其核心是只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏。这类发行制度的代表是美国和日本。这种制度的市场化程度最高。在2013年11月30日，中国证监会发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，这是逐步推进股票发行从核准制向注册制过渡的重要步骤。2014年两会期间，肖钢也曾向表示，证监会2014年的主要任务之一，就是研究注册制实施的方案。最新的消息是注册制改革将于今年下半年正式完成，这对于中国股市是一个里程碑式的事件。

成熟的证券市场是注册制实施的基础，现阶段我国整个证券市场的任务便是**完善市场经济环境，培育成熟的证券市场。要达到这个目标，首先，需要相关单位加强对上市公司的监管，包括信息披露的监管、市场行为的监管等。其次，制度参与主体行为方式也亟需调整，具体来说，**为了适应依靠信息公开、公众评判的注册制这种发行评审机制，必须削弱政府对证券市场的行政干预，这是IPO审核制度不断进步的客观要求，同时也是整个社会经济发展的必然走向。再次，我们应该**加强中介机构的自律经营及规范运作，**中介机构则在制作信息及提供信息的环节中充当着至关重要的身份，是确保信息质量的关键。最后，我们也要**加强投资者投资理念的培养，因为**具备成熟理性的投资理念的投资者是IPO审核制度走向注册制的保障，作为证券市场最基础的组成部分，投资者是证券市场中的资金供给者，是能够推动证券市场发展进步的动力源泉。所以要充分发挥注册制的作用不能只依靠信息的公开，信息的全面公开只是其中的一种手段，最终发挥作用的是证券市场参与者在分析公开信息的基础上做出的经济决策。

**3、对未来的展望**

  目前，随着经济的高速发展以及全面深化改革的提出和实施，多层次的资本市场体系已经逐步在我国建立起来，中国的强大离不开一个强大的资本市场。可以预见的是在不久的将来，伴随着我国股票发行注册制的推出，创业板的逐渐成熟，上交所“战略新兴版”的推出，A股市场被纳入MSCI指数等重要事件的落地，我国的资本市场必然会在社会经济中扮演起越来越重要的角色，我国在世界金融市场中的地位也将借资本市场的帮助上升到更高的平台。到那时，中国企业上市的第一选择必将是内地繁荣、成熟、健康的资本市场，我们也有信心那一天终将到来。

参考文献：

[1]魏雅华.阿里巴巴赴美上市的冷思考. 商务特刊. 2014(4).

[2]赵九生.阿里巴巴上市抉择的背后，网易财经.2014.12.

[3]李由.公司制度概论.北京：经济科学出版社.2010.

[4]黄运成,葛蓉蓉.股票发行制度的国际比较及我国的改革实践.国际金融研究.2005(2).