

第一部分 案例解析篇

第 1 章 阿里巴巴融资分析

第 2 章 广汽集团新能源乘用车 E 车型项目投资决策

第 3 章 格力电器企业价值评估

电子工业出版社有限公司
所有
盗版必究

第 1 章

阿里巴巴融资分析

1.1 案例背景

1.1.1 阿里巴巴概况

阿里巴巴(阿里巴巴网络技术有限公司,以下简称“阿里巴巴”)成立于 1999 年 9 月 10 日,注册地为开曼群岛,总部所在地为中国杭州(中国总部)和中国香港(国际总部),主营业务包括电子商务、网上支付、B2B 网上交易及云计算业务。2016 年 4 月 6 日,阿里巴巴正式宣布已经成为全球最大的零售交易平台。2018 财年(2017 年 4 月至 2018 年 3 月),阿里巴巴收入为 2 502.66 亿元,同比增长 58%,其中核心电商业务收入为 2 140.20 亿元,同比增长 60%。2018 年,公司股价创出历史新高 200 美元,市值突破 5 000 亿美元,一度排名全球第六,稳居全球十大上市公司之列。

1.1.2 案例资料

1. 阿里巴巴第一轮融资

1999 年 3 月,以马云为首的 18 人团队投入 50 万元的资金在杭州启动了阿里巴巴网站的运营。半年后,1999 年 10 月,网站会员人数达到 4.1 万人。在拒绝了 38 家的风险投资后,蔡崇信的加入帮助团队落实了“十八罗汉”的股权协议,彻底将阿里巴巴变成了股份制企业,同时获得了高盛、新加坡 TDF(新加坡政府科技发展基金,简称“新加坡 TDF”),以及原东家 InvestorAB 公司共同投资的 500 万美元。

2. 阿里巴巴第二轮融资

进入 2000 年,阿里巴巴的会员已经达到了 10 万人,遍布 180 个国家和地区。此时,孙正义(日本软银主席)来中国寻找投资项目,决定投资 3 000 万美元获得阿里巴巴 30%的股份。然而,马云开出 2 000 万美元加上“必须自己掌控阿里巴巴”的条件。2000 年 1 月,软银联合富达、汇亚资本、日本亚洲投资、瑞典投资、新加坡 TDF 等以 2 500 万美元入股阿里巴巴,其中软银的投资额达到 2 000 万美元。

3. 阿里巴巴第三轮融资

2002年，阿里巴巴 B2B 公司开始盈利。2003年，个人电子商务网站“淘宝网”成立。同年，阿里巴巴发布在线支付系统——支付宝。截至2004年，阿里巴巴连续四年被评为全球最佳 B2B 网站，并且在2003年实现了每日收入超过百万元的目标。此时，eBay 的崛起和“非典”的入侵逐渐开始改变人们的购物习惯，阿里巴巴抓住了这个契机，淘宝网正式诞生。2004年2月，阿里巴巴再次获得软银、富达投资和纪源资本(Granite Global Ventures, GGV)共计8200万美元的投资，其中有6000万美元单独注资淘宝，软银依然是其最大股东。

4. 阿里巴巴第四轮融资

2005年，雅虎以价值10亿美元的股票及雅虎中国旗下全线业务(不包括雅虎与新浪网合资成立的“一拍网”在内)为代价，换取在阿里巴巴的股份，成为阿里巴巴单一最大股东(如果将阿里巴巴管理团队的所有股份合并计算，雅虎的持股数仍将排在第二位)。在雅虎进入之前，阿里巴巴原单一大股东软银所持阿里巴巴的股份为28%，在雅虎入股后，软银原先持有的股份经过稀释，降为约19.6%，成为仅次于雅虎的第二大单一股东，其他机构股东的股份也有相应的摊薄。

关于这次合作的更多细节，一直到2007年年底，阿里巴巴旗下的 B2B 业务(HK:01688)在中国香港上市时，才在提交给港交所(香港证券交易所，简称“港交所”)的上市招股书中，披露了2005年雅虎与阿里巴巴签订协议的诸多细节。在这份文件中可以查到：雅虎与阿里巴巴签订的诸多关键条款都将从2010年10月开始发生重大变化：

“雅虎已同意按 Alibaba.com Corporation 管理股东于任何其股东大会所指示方式就所持 Alibaba.com Corporation 股权 35% 以上的股份投票，直至……(c) 2010 年 10 月……倘软银因股权减至低于协定下限而失去委任权利，则雅虎可额外委任一名董事，而自 2010 年 10 月起，雅虎可委任的董事总数将位于该日期可委任的董事人数及 Alibaba.com Corporation 管理股东于该日可委任的董事人数两者之间较高者之数目。”

这四笔交易完成之后，阿里巴巴形成了三足鼎立的股东构成：雅虎、马云团队与软银。在董事会中，阿里巴巴管理层占有两席绝对多数，软银依然维持一席，雅虎的总裁杨致远顶替高盛代表成为阿里巴巴董事。管理层拥有两席的前提是总共持股 25% 以上。尽管雅虎作为单一独立大股东，但需要将其中 4% 的投票权交由马云及其管理团队执行，时间期限为 2010 年 10 月。同时，附属的条约内容还包括在 2010 年 10 月之后，雅虎将收回 4% 的投票权，成为阿里巴巴真正的第一大持股股东。雅虎在阿里巴巴的董事会的席位可以由原来的一位增加至两位，与阿里巴巴管理层任命的董事数目齐平，董事会也将由四人变为五人。但马云在阿里巴巴只要持有一股

股票，就有权指派一名董事；同时，“马云不会被辞退”的承诺也将在 2010 年 10 月到期。此外，对于第三方股东软银，协议也进行了约束，若软银减持交易完成日所持阿里巴巴股票的 50%，则将失去在董事会中任命董事的权利，将由雅虎增加一名董事顶替该董事空缺。

这意味着：第一，阿里巴巴除软银之外的前三轮投资人彻底套现退出，他们当初投入的总成本是 3 200 万美元，退出时获得 5.7 亿美元，即 17.8 倍的回报；第二，软银也获得部分套现（软银此前给阿里巴巴与淘宝的总投入是 8 000 万美元，如今不仅套现 1.8 亿美元，而且还继续成为阿里巴巴的大股东）；第三，雅虎支付的 10 亿美元，实际只有 2.5 亿美元进入了阿里巴巴的口袋，其余部分则都被其前几轮投资人套现瓜分。雅虎的注资令淘宝在与 eBay 的“烧钱”大战中彻底胜出。当然，马云也不得不开始面对其最大的隐患：自己的大股东地位不保，雅虎成为阿里巴巴第一大股东，马云有可能丧失对企业的控制权。

5. 阿里巴巴第五轮融资

2007 年，阿里巴巴由全球排名前两位的顶级投行高盛和摩根士丹利任主承销商，准备赴中国香港上市。高盛发表研究报告称，以国际上众多电子商务上市公司的收入计算，阿里巴巴 2006 年在全球的市场占有率达 66%；如仅计算内地电子商务公司，其市场份额更高达 70%。分析人士预计，在阿里巴巴 B2B 业务融资的 10 亿美元中，近四分之三的收入将用于阿里巴巴的淘宝网等其他业务。淘宝网是阿里巴巴的另一业务部门，主要开展 C2C 和 B2C 业务。根据淘宝网公布的信息，自 2003 年 5 月成立以来，该网站已经吸引了超过 3 000 万名注册用户。淘宝网 2006 年总交易金额超过 21.8 亿美元，同比增长 1 倍以上。2006 年的调研数据显示，在“十一”黄金周里，中国消费者在网上购买近 10 亿元人民币的商品，和 2005 年同期相比，增长约 200%。

不过，此次在中国香港上市，淘宝、支付宝等业务并不包括在内，阿里巴巴从股市获得的巨额资金将再投入到电子商务领域。阿里巴巴的在线 B2B 业务已逐步由为中小企业提供在线交易平台的初级服务转变为提供生态链服务，包括信息流、物流、资金流等电子商务基本服务，以及线下展会、融资、信息化管理等增值服务，以加强会员黏性。

2007 年 11 月 6 日，阿里巴巴 B2B 业务在中国香港上市（HK:01688），发行价 13.5 港元/股，开盘价 30 港元，涨幅达到 122%，融资 15 亿美元，创下中国互联网融资之最。2012 年 2 月，阿里巴巴正式向其子公司 B2B 董事会提出私有化邀约，后者在 2012 年 6 月 20 日下午从香港联交所（香港联合交易所，简称“香港联交所”）撤销上市地位。退市价仍为 13.5 港元/股，此轮融资对阿里巴巴而言就是从股民手中获得了一笔价值为 190 亿港元的无息贷款。

6. 阿里巴巴第六轮融资

2012年7月，阿里巴巴宣布将子公司的业务升级为阿里国际业务、阿里小企业业务、淘宝网、天猫、聚划算、一淘和阿里云7个事业群。自2013年起，阿里巴巴开始寻求整体上市。2013年9月10日，董事局主席马云以内部邮件形式正式公布了合伙人制度。该制度将允许包括马云在内的合伙人在上市后提名半数以上的董事，以保证对公司的控制权。根据《香港经济日报》的报道，阿里巴巴随后向港交所提出上市建议。然而因为阿里巴巴坚持执行其独特的“合伙人制度”，香港联交所在讨论后认定该制度与现行同股同权的制度有所冲突。2013年9月双方谈判正式破裂，10月10日，阿里巴巴CEO陆兆禧对外表示，“我们决定不选择在香港上市”，这是阿里巴巴首次就IPO(首次公开招股)相关事宜做出公开表态，阿里巴巴的香港上市之路宣告失败。

2014年3月16日，阿里巴巴宣布，已经启动该公司在美国的上市事宜。北京时间2014年5月7日凌晨，阿里巴巴向美国证券交易委员会(以下简称“美国证监会”)提交了IPO招股书，融资规模预计150亿美元以上。2014年6月16日，阿里巴巴向美国证监会更新了招股说明书，首次公开“阿里巴巴合伙人”名单以及2014财年整体业绩。合伙人团队由马云、蔡崇信、陆兆禧、彭蕾等27人组成。北京时间6月27日凌晨，阿里巴巴向美国证监会递交招股书增补文件。文件显示，阿里巴巴决定在纽约证券交易所挂牌上市，股票代码“BABA”。2014年9月6日，阿里巴巴向美国证监会提交更新后的招股文件称，将以每股美国存托凭证60~66美元的价格挂牌上市，这将创下美国市场上有史以来按市值计算的最大IPO交易。招股书文件显示，阿里巴巴将筹集243亿美元资金，按定价区间的中值计算，其市值将为1550亿美元左右。2014年9月19日，阿里巴巴将其IPO价格确定为每股68美元，也就是此前定价区间的上限，这项交易创下全球范围内规模最大的IPO交易之一。2014年9月20日，阿里巴巴在美国纽约证券交易所挂牌上市，股票代码BABA，首日报收于93.89美元，较发行价上涨38.07%，以收盘价计算，其市值破2300亿美元。从50万元人民币初创到上市市值达到2300亿美元左右，阿里巴巴用了15年时间。

1.2 案例思考

(1)按照经典的财务理论，企业的融资顺序应是：内部融资、债权融资、股权融资，阿里巴巴在六轮大规模融资过程中为何更多地选择“股权融资”？

(2)第四轮融资后，马云如何确保自己对阿里巴巴的控制权不受外界影响，比如，从雅虎成功回购股票还是协商新的协议？

(3) 阿里巴巴先后选择中国香港和美国作为其上市地点，如何评价其第五轮与第六轮融资中的海外上市？

1.3 案例提示

1. 融资方式选择的分析

财务管理对企业融资方式的关注主要有三个方面：一是融资方式影响企业的治理结构；二是融资方式影响企业的融资成本(或企业价值)，选择债权融资还是股权融资是一个经典的资本结构的问题；三是融资方式会影响企业净收益的变化。

1) 从治理结构上分析

公司治理解决的是资金供给者如何设计某种机制，以确保自己的投资得到一定回报的问题(Shleifer&Vishny, 1997)。这里，权益融资与债权融资不仅是融资的方式，也可以被视作治理结构。股东向公司提供资本，意欲依托股权行使控制权，特别是股权集中度不同，对公司的治理模式不同。集中制股权结构通常通过内部治理进行监督、约束、激励，资产负债率一般较高；而采取分散型股权的机构更依赖外部资本市场与职业经理人市场强化公司治理，资产负债率相对较低。

2) 从融资成本上分析

企业的融资选择与融资成本有着密切的关系。股权融资成本包括股利和发行费用。在不考虑分红的前提下，企业股权融资成本一般低于债权融资成本，因此股权融资自然成为上市公司的理性选择(发达国家的市盈率一般为 10~20 倍，股权融资成本比我国高)。

但如果考虑其他潜在成本，特别是股权融资所带来的市场负面效应和控制权收益的损失，如果新股融资不能带来超额收益以抵偿这些风险和成本，上市公司就会放弃股权融资而选择其他融资方式。因此还要比较股权融资和债权融资收益的大小。

3) 从收益上分析

债权融资的收益主要来自负债利息抵减所得税形成税盾所带来的税收节约，在同类风险的企业中，负债经营公司的融资成本等于非负债公司的融资成本加上风险报酬，因此负债越大，公司价值越大。权衡理论认为，如果考虑财务危机成本和代理成本，那么负债公司的价值是非负债公司价值加上税收节约价值减去财务危机成本和代理成本的现值，随负债的增加带来的破产成本会降低企业的市场价值。因此，最佳资本结构应是在税收节约的边际收益等于财务危机边际成本加上边际代理成本之间的最优选择点。税收节约收益的大小取决于税收制度、会计政策和负债利息率。

股权融资行为通常被认为是一种现金不足的消极信号，可能导致市场低估公司

价值，并且股权扩张会导致权益被稀释和股东的控制权收益丧失。通常情况下，只有当公司的投资收益率低于负债利息率时，或当企业的所得税率较低，债权融资税收收益很小时才选股权融资。

所以，当企业需要决定是采用股权融资还是债权融资时，第一，要考量自己是否能够承担现金流的刚性支出，因为需要定期支付债务利息，否则就有信用降级、债务违约，甚至破产的风险。而股权融资对于企业现金流的要求没有那么多高，因为股息的分配不是强制的。第二，企业进行股权融资，实质上是出售自己的所有权。那么，企业倾向于在自身价值被市场高估的时候发行股份。特别是在市场普遍看好某一行业或商业模式时，股权融资当然是上策。对于中国的资本市场而言，很多中小型企业债券市场、银行信贷市场融资相对困难，所以并不表现出经典财务学理论所预计的最佳融资顺序。

2. 创始人控制权的分析

企业成立初期，创始人作为企业的唯一投资者，拥有企业全部的所有权。此时，创始人的控制权来自所有权，所有权来自创始人投入的一系列资源，包括为创立企业最初投入的财富资源、自己的知识资源，以及十分重要的社会资源等。控制权的最根本来源在于资源的投入。

随着企业的发展，大部分的初创企业都将面临资金不足、运营难以为继的局面，这就需要继续融资，而融资必然面临着所有权的稀释，进而引发创始人控制权的削弱。

1.4 案例解析

1.4.1 知识点

1. 股权融资与债权融资的特征

企业的资金来源通常由自有资金和外源资金两部分组成，外部融资的方式主要有股权融资与债权融资。股权融资包括吸收直接投资和发行股票、配股、债转股等；债权融资包括借款、发行公司债券等。

1) 股权融资

股权融资是指资金不通过金融中介机构，借助股票这一载体直接从资金盈余主体流向资金短缺主体，资金供给者作为所有者(股东)享有对企业控制权的融资方式。股权融资具有以下几个特点。

- ① 长期性。股权融资筹措的资金具有永久性，无到期日，不需要归还。

② 不可逆转性。企业采用股权融资不需还本，投资人欲收回本金，需借助于流通市场。

③ 无负担性。股权融资没有固定的股利负担，股利的支付与否和支付多少视公司的经营需要而定。

2) 债权融资

债权融资是指企业通过举债筹措资金，资金供给者作为债权人享有到期收回本息的融资方式。相对于股权融资，债权融资具有以下几个特点。

① 短期性。债权融资筹措的资金具有使用上的实践性，需到期偿还。

② 可逆性。企业采用债权融资方式获取资金，负有到期还本付息的义务。

③ 负担性。企业采用债权融资方式获取资金，需支付债务利息，从而形成企业的固定负担。

2. 控制权的含义

控制权，自 1932 年 Berle&Means 提出了两权分离的理论之后，国内外学者对其进行了深入研究。首先，对于控制权的来源上，理论界已经形成共识，即控制权理论上来自所有权，但也会受到其他诸如人力资源、文化因素的影响。在不完全契约理论假设下，即存在一定的权利，在契约签订之初是所有者考虑不到的，在情况发生时可由管理者自行决断的权利。这部分权利导致委托代理问题的产生。由于这些问题是所有权无法干涉的，超脱于所有权的控制权，理论界普遍将其称为剩余控制权，最早由 Grossman&Hart 在 1986 年提出，这也是控制权理论后期主要研究的问题。此外，剩余控制权之外的控制权被称为特定控制权，即由所有者掌控的那部分管理者无法自由裁量的权利。

关于剩余控制权的来源，理论界从不同的角度给出了不同的解释：从管理者主观角度来说，他可以通过主观上的积极或消极来直接影响公司的经营业绩，从而影响所有者的收益，这种控制权尤其在管理层对自身收益不满时发生，所有者可以通过考核机制或者是合适的激励机制来限制管理层在该方面的控制权，这种观点也被称为差别效率理论。此外，管理者利益角度不同也会导致所有者受益的差异，尽管现代企业都被要求关注利益相关者的诉求，但在企业收益有限的情况下，企业价值最大化和股东价值最大化依然存在差异，这就需要管理者自身的取舍。另一个比较有名的理论是 Michael C. Jensen 在 1986 年提出的自由现金流量假说，在公司扣除满足当期所有项目折现的现金流的情况下，依然留存部分现金流。出于股东权益最大化的角度，管理层应将这部分不会产生更高收益的现金流分配给股东，由股东自主寻找新的项目进行资金的收益再创造。但这样无疑会减少管理层可自由调配资源的规模，相应地减少管理层的权利。如果仅出于自身情况考虑，管理层更有可能利用自身信息优势，将这些剩余现金流进行隐藏或对公司的所有者进行有限的披露。

3. 创始人控制权的影响因素

在融资过程中对控制权的影响因素主要包括两个：融资方式和投资人的选择。债务性融资不会危及创始人的控制权，但拥有对企业财产的追索权，如果经营不善，很可能直接破产，但如果经营良好，刨除利息支出，所有者将获得剩余全部的收益。但由于我国资本市场的完善，银行贷款审批程序较为复杂，风险控制要求很高，对于初创企业来说，大多无法满足要求，而发行债券的方式要求更高。权益性融资虽然不用担心偿还的问题，但必须以分享所有权为代价，而所有权的分享，势必带来分享企业的收益和决策时的投票权。在这个过程中，创始人的控制权将受到威胁。

选择权益性融资就必须面对投资者的要求，不同的投资者对创始人的要求也不一样。以收益为目的，对企业控制权关注较少，这是创始人比较喜欢引入的投资人，我们习惯称为战略投资者。还有一种投资人，他们不但希望以高额的收益作为回报，还要求这些收益变得可控，而控制企业无疑是最有效的一种，于是投资人会要求共同参与决策。控制权的争夺一般都发生在企业发展到成熟期或接近成熟期的时候，此时，开拓型的创始人逐渐失去了其引领企业的核心作用，对于企业的发展逐渐变得并非不可或缺。

在经历过多轮融资的稀释后，大部分的创始人对企业的所有权都会降到绝对控股以下，甚至成为小股东，此时，通过所有权获得控制权已经缺乏最基本的法律支持，而创始人如果依然想维持控制权，就不得不通过其他股东的授权。为此，创始人必须保持公司的良好业绩或者让股东相信创始人比其他职业经理人更能带好企业，更能促进企业的发展。

4. 企业海外上市的形式与地点选择

海外上市是指国内股份有限公司向境外投资者发行股票，并在境外证券交易所公开上市的融资方式。我国企业海外上市有直接上市与间接上市两种模式。海外直接上市是直接以国内公司的名义向国外证券主管部门申请发行的登记注册，并公开发行股票(或其他衍生金融工具)，向当地证券交易所申请挂牌上市交易，即通常说的 H 股、N 股、S 股等。H 股，是指中国企业在中国香港联合交易所发行股票并上市，取“Hongkong”的第一个字“H”为名；N 股，是指中国企业在美国纽约交易所发行股票并上市，取“New York”的第一个字“N”为名；同样，S 股，是指中国企业在新加坡交易所发行股票并上市。

由于直接上市程序繁复、成本高、时间长，许多企业为了避开国内复杂的审批程序，以间接方式在海外上市。即国内企业在境外注册公司，境外公司以收购、股权置换等方式取得国内资产的控制权，然后将境外公司拿到境外交易所上市。海外间接上市主要有两种形式：买壳上市和造壳上市。其本质都是通过将国内资

产注入壳公司的方式，达到拿国内资产上市的目的，壳公司可以是上市公司，也可以是拟上市公司。除直接上市与间接上市外，也有少数公司采用存托凭证和可转换债券的方式上市。

企业在选择上市地点时，需要根据自身的发展战略和市场定位对不同的交易所的比较优势进行评估。对于中国企业来说，中国香港、美国纽约、英国伦敦和德国法兰克福都是重点考虑的主要海外市场。中国香港是国际金融中心，是亚洲除日本之外的最大的股票交易所，是包括恒生指数等在内的重要国际性指数的中心市场，吸引了大量国际性的金融机构在此经营。中国香港股票市场是中国概念股票海外上市的重要集聚地，对于中国内地企业来说，中国香港市场作为本土市场的构成部分，便于投资者了解，是中国内地企业海外上市的首选。美国纽约是全球最大的资本市场，是重要的国际性资金供应市场，在纽约上市是大型公司的重要选择。不过，在纽约上市需要根据美国证监会的要求进行严格登记，并遵循严格的信息披露等方面的要求。研究表明，国际投资者对于信息披露严格的美国市场更为偏爱，通常更愿意付出溢价。如果企业能够满足美国证监会的要求在美国上市，就能够在估价中赢得相对较高溢价，同时也有利于促进企业经营管理制度的国际化。

1.4.2 参考答案

(1)按照经典的财务理论，企业的融资顺序应是：内部融资、债权融资、股权融资，阿里巴巴在六轮大规模融资过程中为何更多地选择“股权融资”？

首先，股权融资具有永久性、不可逆转性、无刚性兑付压力等优势；其次，从融资成本上说，在不考虑分红的前提下，企业股权融资成本一般低于债权融资成本，股权融资自然成为公司的理性选择；最后，在市场普遍看好某一行业或商业模式时，公司受到资本市场热捧，自身价值会被市场高估，这个时候企业更倾向于股权融资。阿里巴巴作为中国领先的电子商务平台一直受到投资人的青睐，相比在债券市场、银行信贷市场的融资渠道，阿里巴巴更适宜选择股权融资。

(2)第四轮融资后，马云如何确保自己对阿里巴巴的控制权不受外界影响，比如，从雅虎成功回购股票还是协商新的协议？

阿里巴巴在经过第四轮融资后，在股权结构上变为三足鼎立的局面，三方达成的条款，确保了马云及其管理团队在2010年10月之前的控制权，尽管失去第一大股东的地位，但依然保持着最高的投票权，尤其是杨致远在任时，基本上国内的事务完全由马云及其管理团队负责，而孙正义则负责日本方面，杨致远则负责美国方面。但是，2010年10月的期限设置无疑为控制权的争夺埋下了伏笔，届时，马云及其管理团队的控制权将要面临的不仅仅是被削弱，还有可能直接失去对阿里巴巴的控制权。

马云及其管理团队也一直在为维持控制权而努力，回购股权的计划从未停止，

但雅虎方面不为所动，尤其是在杨致远离职、继任者巴茨上台之后。直至 2010 年，雅虎依然无出售意愿。马云及其管理团队在协商无果的情况下，采取了转移支付宝的举措。2011 年 5 月，阿里巴巴利用 VIE 模式 (Variable Interest Entities, 即可变利益实体, 在国内也被称为“协议控制”) 的漏洞, 在没有经过董事会投票表决的情况下, 将旗下支付宝的所有权转让给马云控股的另一家中国内资公司 (浙江阿里巴巴电子商务有限公司), 售价为 3.3 亿元, 雅虎表示自己毫不知情, 软银也表达了不满。马云所给的解释是为了获得支付牌照, 接着, 马云的形象遭到了极大质疑, 但此举马云坚持认为不完美但正确, 最终的结果就是支付宝依然归属于浙江阿里巴巴电子商务有限公司。但在 2011 年 7 月 29 日, 阿里巴巴、雅虎和软银就支付宝股权转让事件正式签署协议, 支付宝的控股公司被要求在上市时给予阿里巴巴一次性的现金回报, 回报金额为支付宝在上市时总市值的 37.5% (以 IPO 价为准), 金额将不低于 20 亿美元且不超过 60 亿美元。

此后, 雅虎逐步放弃了对控制权的诉求, 开始回到谈判桌前, 并同意了马云及其管理团队的股票回购计划。2011 年 9 月, 马云及其管理团队启动“黎明”计划, 云峰基金和新加坡淡马锡等组成的投资团成功用 20 亿美元回购员工及管理层总共约 5% 的股份, 这部分的投票权将由阿里巴巴管理层享有。2012 年 9 月, 阿里巴巴完成了回购雅虎股权的第一步, 用 76 亿美元回购雅虎持有的 20% 阿里巴巴的股份, 协议规定如果阿里巴巴在 2015 年 12 月之前公开上市, 将有权进一步回购雅虎所持剩余部分股份, 这也是为什么马云急于上市的原因之一。谈判约定, 交易完成后, 公司董事会中软银和雅虎的投票权之和将会降至 50% 以下。作为交易的一部分, 雅虎将放弃其委任第二名董事会成员的权利, 同时放弃了一系列与阿里巴巴的战略和经营决策相关的否决权。至此, 雅虎、阿里巴巴之间的控制权之争告一段落, 马云及其管理团队守住了公司的控制权, 引入了一批中小股东, 股权得以分散, 而控制权再次向马云及其管理团队集中。而雅虎也获得了实实在在的投资收益, 小董事会制度继续保护着马云及其管理团队的控制权, 直至被合伙人制度取代。

(3) 阿里巴巴先后选择中国香港和美国作为其上市地点, 如何评价其第五轮与第六轮融资中的海外上市?

中国香港是国际金融中心, 是亚洲除日本之外的最大的股票交易所, 是中国内地企业海外上市的首选。2007 年, 阿里巴巴在顶级投行高盛和摩根士丹利的帮助下成功在香港上市, 获得投资者的追捧, 融资 15 亿美金, 成为当时互联网融资之最, 实现了降低资本成本、多元化融资渠道等基本目标。

2010 年开始, 阿里巴巴推出了“合伙人制”, 赋予合伙人超越董事会的权力, 半数以上的董事必须由阿里巴巴合伙人提名。阿里巴巴认为只有这样才能确保公司的文化传承, 其实合伙人制和多层股权制不同, 在多层股权制之下, 创始人如果卖

掉公司的股票，投票权就相应减少，而阿里巴巴合伙人的地位，不受持股多少的影响。2013年，阿里巴巴准备在香港上市的计划由于港交所对“合伙人”制度的拒绝使得阿里巴巴转道美国上市。

美国纽约是全球最大的资本市场，是重要的国际性资金供应市场。由于国际投资者对于信息披露严苛的美国市场更为偏爱，通常更愿意付出溢价，因此如果企业能够满足美国证监会的要求在美国上市，就能够在估价中赢得相对较高溢价，同时也有利于促进企业经营管理制度的国际化。2014年，阿里巴巴在美国上市，融资218亿美元，IPO当天公司市值达到2314亿美元，一举超过Facebook和Amazon，成为仅次于Google的全球第二大互联网公司。

1.5 案例小结

在企业成立初期，创始人初始资本的投入使企业成立成为可能，也因此拥有对公司的绝对控制权。随着企业的发展，多轮融资使得所有权逐渐被稀释，但稀释的程度可以通过融资方式和创始人的选择来影响。在失去绝对控股权时，创始人可以依靠公司良好的业绩维持自身的控制权。但在公司发展阶段，控制权的争夺可能会非常激烈，创始人不足以稳定地维持自身的控制权时，就需要通过公司治理中的制度设计来巩固自身的控制权。通过制度设计使控股权与控制权进行分离，在保证股东收益权的前提下，对其关于公司决策过程中的投票权进行管理，如阿里巴巴的小董事会制度，以及后期的合伙人制度都是在马云及其管理团队的股权在被严重稀释的情况下设计出的新型制度，由此保证了创始人团队对公司控制权的掌控。