

The background features a light blue gradient. The top half is filled with a pattern of small, semi-transparent blue dots of varying sizes, creating a starry or textured effect. A solid light blue horizontal bar with rounded ends spans the width of the page, containing the main title. The bottom half of the page is decorated with flowing, wavy lines in shades of blue and white, resembling water or abstract motion.

主篇 实践案例

第一章

阿里巴巴集团

模块一 案例正文

阿里巴巴集团控股有限公司（Alibaba Group Holding Limited，以下简称阿里巴巴）是以马云为核心的 18 人团队于 1999 年 9 月在浙江杭州创立的公司。阿里巴巴明确将“消费、云计算、全球化”作为集团的三大战略，据此形成以中国商业、国际商业、本地生活服务、数字媒体及娱乐、物流、云、创新业务及其他等七大业务板块为核心构成的阿里巴巴生态体系。截至 2023 年 1 月，阿里巴巴代表性业务主要包括：淘宝网、天猫、盒马、银泰百货、1688、AliExpress、饿了么、高德地图、优酷、菜鸟、阿里云、达摩院等。

一、初创：风投入场

1999 年 3 月，马云拿着七拼八凑得到的 50 万元资金，在杭州创建了阿里巴巴。创业过程非常艰难，这笔本打算用以维持 10 个月运转的启动资金实际只维持了 8 个月，资金链的断裂一度让阿里巴巴陷入困境，公司面临无法运转的危机。

彼时，阿里巴巴在国内存在一些竞争对手，同时在技术上也不占

有优势，迫切需要资金支持发展。但作为一个尚处于初创期的小企业，在当时的金融体制下，阿里巴巴既难以从对企业资信状况要求很高的银行得到融资，也不具备去资本市场融资的条件。当时，中国资本市场还没有中小板，更没有创业板，企业发行证券融资的资格门槛非常高。在这个时候，要让企业走下去，阿里巴巴唯一的办法就是引入被小企业称作“天使投资”的风险投资。

（一）第一阶段

阿里巴巴面临资金链断裂的困境，后来担任阿里巴巴首席财务官（CFO）的蔡崇信成为“拯救”公司的功臣，他凭借曾在投资机构工作积聚的资源，在 1999 年 10 月，为阿里巴巴拉来了高盛集团、富达投资、新加坡政府科技发展基金、瑞典银瑞达集团（Invest AB）等机构的投资，总计 500 万美元，这可以算是阿里巴巴获得的第一笔真正意义上的风险投资资金。

（二）第二阶段

日本软件银行集团（中文语境下通常简称为软银集团）是 1994 年在日本上市的一家综合性风险投资公司，主要关注 IT 产业。软件银行集团子公司软银中国（Softbank China Venture Capital）设立了“软银中国风险投资基金”，专门致力于投资中国的高科技企业。软银集团董事长孙正义在与马云的会面中，被阿里巴巴的创业思路所吸引，很快便敲定了与马云的合作。2000 年 1 月，软银集团与阿里巴巴集团正式签约，向其投资 2000 万美元。此轮风险投资完成后，软银集团还在日本和韩国投入大量资金，用于与阿里巴巴合作成立合资公司，助其开拓全球业务。

然而，从 2000 年 4 月起，全球互联网行业遇冷，纳斯达克指数暴跌，长达两年的“行业寒冬”开始，很多互联网公司陷入困境，甚至

倒闭。此时，阿里巴巴开始进行战略调整，将战略核心目标瞄准公司商务这一领域，其通过建立独特的技术平台，针对中国买家推出“中国供应商”服务，针对国际卖家则推出“诚信通”会员计划。在“行业寒冬”里，阿里巴巴成为极少数开始盈利的互联网企业。

（三）第三阶段

得到软银集团投资认可后，阿里巴巴又陆续获得来自多家重量级资本投资机构的投资。在这些风投资金的支持下，阿里巴巴业务飞速发展。

软银集团联合富达投资、汇亚资本、日本亚洲投资、瑞典投资、TDF 等共计 2500 万美元入股阿里巴巴。2002 年 10 月，阿里巴巴正式发布日文 B2B 网站，进军日本市场。

到 2003 年 5 月，阿里巴巴网站已经汇聚了来自 220 个国家和地区的 200 多万注册会员，每天向全球各地企业提供 150 多万条供求信息，成为全球国际贸易领域最大、最活跃的网上市场和商人社区。在此基础上，阿里巴巴又进行业务拓展，于 2003 年 5 月斥资 1 亿元启动淘宝网，正式进军 C2C 网上交易服务市场。到 2004 年，阿里巴巴已连续四年被评为“全球最佳 B2B 网站”。同年 2 月，阿里巴巴又获得来自软银集团、富达投资和 GGV 共计 8200 万美元的投资，其中软银集团提供 6000 万美元单独注资淘宝网业务，被公认为阿里巴巴最大的机构投资者。

（四）第四阶段

2005 年对阿里巴巴而言，是一个重要的时间节点。这一年，包括高盛等机构在内的早期投资份额，已经全部到期，都希望在较高价值上进行收回。风险投资到期收回主要有四种途径：首次公开募股（Initial Public Offering, IPO）、股权转让、股权回购和破产清算。其中，部分机构投资者提出，阿里巴巴上市时机已到，应尽快上市。但马云坚持

认为阿里巴巴上市的机会还不成熟，因为此时淘宝网正面临来自具有更大国际市场份额的 eBay 的挑战，在此过程中还需要得到更多投资来支持其赢得后续激烈的竞争，因此阿里巴巴集团应该等待其“阿里巴巴”和“淘宝网”两个业务板块能够分别在 B2B 和 C2C 市场上取得相对稳固的优势后再上市。

这种发展理念上的冲突，使得诸多投资机构面临艰难选择，是继续投入支持马云的“电子商务帝国梦”？还是抓住投资的既得收益，马上套现退出？此前一直大力投资阿里巴巴的软银集团也一度期望套现获益，甚至曾考虑向阿里巴巴的竞争对手 eBay 出售其所持阿里巴巴股权。面对各路机构投资者的诉求，阿里巴巴对是否上市固然可以再议，但回购套现的需求却必须按约满足，且这时淘宝网与 eBay 的商战正处于攻坚阶段，都需要大量资金投入。阿里巴巴承受巨大的资金压力，迫切需要再融资。

2005 年 8 月，在美国雅虎（Yahoo）总裁杨致远的推动下，阿里巴巴与雅虎结成战略同盟。雅虎和阿里巴巴共同宣布，雅虎以 10 亿美元加上雅虎中国全部业务作价，换购了阿里巴巴集团 40% 的普通股股权。其中，雅虎以 3.6 亿美元的价格向软银集团购得 450 万股淘宝网股票（淘宝网余下股份由阿里巴巴集团持有），并赠与阿里巴巴，软银集团在此前投入的淘宝网业务上完成了套现。

同时，雅虎又以 5.7 亿美元的价格购买约 8772 万股阿里巴巴集团股票（约合每股 6.5 美元），占阿里巴巴集团已发行股份总数 6.54 亿股的 13.41%。在这次交易中，阿里巴巴前期的风险投资机构退出并套现，阿里巴巴员工的部分股票也实现套现。

随后，如表 1-1 所示，雅虎以“7000 万美元现金 + 3.6 亿美元的淘宝网股权 + 雅虎中国全部业务”换取约 1.74 亿股阿里巴巴集团股票，占其总股份数的 26.59%。

表 1-1 阿里巴巴与雅虎中国的换购合并融资要点

交易	内容要点	结果与影响
内容一	雅虎用 3.6 亿美元收购软银所持全部淘宝网股权（450 万股），并将此部分股份转让给阿里巴巴	淘宝网成为阿里巴巴的全资子公司；软银在淘宝网业务上成功高值套现
内容二	雅虎用 5.7 亿美元从阿里巴巴特定的投资者处购买约 8772 万股股票（主要为前三轮投资人全部所持的 6000 万股和部分高管层所持约 2772 万股，共占阿里巴巴总股份 13.41%）	阿里巴巴前期投资者（除软银外）全部退出并套现；阿里巴巴的部分员工股票也实现套现
内容三	雅虎用“0.7 亿美元 + 从软银所购 450 万股淘宝网股权 + 雅虎中国全部业务作价”，换取约 1.7 亿股阿里巴巴股票	雅虎总计拥有阿里巴巴 40%的股权和 35%的投票权；并购后的雅虎中国全部交给阿里巴巴经营和管理；阿里巴巴董事会确定为四个席位，具体为阿里巴巴 CEO 马云、阿里巴巴 CFO 蔡崇信、雅虎创始人杨致远及软银董事长孙正义

资料来源：根据公开数据整理

雅虎的风险投资是阿里巴巴发展中最为重要的事件之一。这次交易的结果是：马云确保对阿里巴巴的控制权；雅虎得以进入中国这一最大的电子商务市场，并与当时最优秀的电子商务公司结盟；阿里巴巴获得了雅虎 7000 万美元直接投资和软银的 1.8 亿美元可转债资金，确保了淘宝网生存所依赖的资金，并得到了梦寐以求的搜索技术，助其打造完整的电子商务链。此外，软银集团则成功在淘宝网业务上套现 3.6 亿美元，并对阿里巴巴进行增持，等待其上市以获取更大的收益。

二、发展：股权争夺

美国雅虎的风险投资换来了阿里巴巴集团 40%的股份，此时马云及其管理层所拥有的股份仅为 31%左右，软银集团则持有约 29%的股份。雅虎成为阿里巴巴的第一大股东，但由于此前合作协议中约定，在一定期限内，雅虎将其所持 5%的阿里巴巴股份对应的投票权让渡给马云及其管理层行使，因此马云团队仍然对阿里巴巴拥有第一控制权。

（一）矛盾始现

初始，阿里巴巴与雅虎的合作被业界看作一个经典的多赢局面：合作协议帮助阿里巴巴突破了包括资金、技术在内的发展瓶颈；淘宝网得以通过“烧钱”采用免费模式飞速抢占市场份额，并最终占据中国 C2C 市场 90% 以上份额，挤压国际电子商业巨头 eBay 退出中国。阿里巴巴的 B2B 业务也于 2007 年在香港联合交易所上市，IPO 金额达 15 亿美元，创下中国互联网企业的 IPO 融资纪录。

然而，后续发展却不太符合各方，尤其是阿里巴巴的期望。相较于阿里巴巴的迅速崛起，雅虎逐渐衰落。阿里巴巴接管雅虎中国并将其改名为“中国雅虎”后，始终未能找准其发展方向，相关业务陆续淡出一线阵营，尤其是阿里巴巴最为看重的搜索业务败于 Google，社区业务也不敌 Facebook 和 Twitter，仅剩新闻门户和邮箱业务尚能支撑。对于阿里巴巴来说，其要面对的是“每赚一元钱，就要交四毛钱给雅虎”的局面。除此以外，对马云团队最具致命威胁的是，阿里巴巴可能面对的大股东易主（实际上早已易主），以及随之而来的管理层可能易主的问题，这是马云及其管理团队所不能接受的。

按照 2005 年阿里巴巴与雅虎签定的协议，从 2010 年 10 月开始，在股东表决权方面，持有阿里巴巴集团 39% 股东权益的雅虎（2009 年雅虎抛售了 1% 的阿里巴巴股份），其投票权将从当时条款约定的 35% 增加至 39%，来与其所持股份份额相对应（之前雅虎将 5% 的表决权让渡给马云及管理层行使）。这样，马云及其管理团队的投票权将从 35.7% 降至 31.7%，软银则保持 29.3% 的收益权和投票权不变，雅虎将成为阿里巴巴真正意义上的第一大股东。

此时，雅虎与软银集团两家风险投资机构共持有阿里巴巴 68.3% 的股份，相比创始股东马云及其团队而言，处于绝对的控股地位。相应地，雅虎在阿里巴巴董事会的席位也将由原来的 1 人增加至 2 人，即

雅虎和马云团队可以分别委任两位董事，软银集团则依旧可委任一位董事，这意味着雅虎将极大增强在阿里巴巴集团董事会的话语权。2010年前后，阿里巴巴的表决权结构发生了巨大变化，如图 1-1 所示。

同时，合作协议到期也意味着雅虎、软银集团及阿里巴巴三家股东当时达成的“阿里巴巴集团首席执行官马云不会被辞退”条款会随之作废。阿里巴巴集团第一大股东雅虎，将有按照董事会或公司章程辞退 CEO 马云的可能性。简而言之，阿里巴巴创始人马云及其管理层不但有可能丧失对阿里巴巴的控制权，甚至还可能被“扫地出门”。

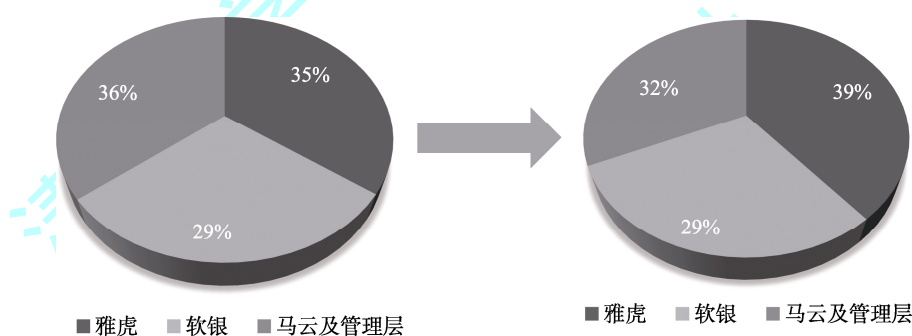


图 1-1 2010 年 10 月前后阿里巴巴的表决权结构变化图

实际上，雅虎作为风险投资者进入阿里巴巴，其本意在于实现其经济利益，并不是为了夺取阿里巴巴的控制权。但根据《中华人民共和国公司法》的精神，无论投资者的主观目的和想法是什么，只要已经成为其所投资公司的股东，那么就应该享有相应的表决权及其他权益。

对此，马云及其管理团队显然准备不足。由于马云与杨致远（雅虎时任 CEO）两人私交不错，因此尽管阿里巴巴与雅虎在合作前期已经逐渐显现一些问题，两家公司合作也还算顺畅。然而，随着杨致远于 2008 年 12 月离职，在业内素有“铁娘子”之称的强硬派卡罗尔·巴茨（Carol

Bartz）继任雅虎 CEO，阿里巴巴与雅虎的关系发生转变。

在阿里巴巴方面，其于 2008 年 12 月投资 3 亿美元到“雅虎口碑”，忽视了雅虎门户业务。2009 年 8 月，阿里巴巴又宣布中国雅虎业务的新重组计划，剥离刚刚在 2008 年加入中国雅虎的分类信息业务，同时又将口碑网从中国雅虎剥离，将其并入淘宝板块。对于阿里巴巴这一系列做法，雅虎 CEO 巴茨指责马云没有把雅虎中国做好。

而雅虎方面，也做了不少伤害双方“感情”的事。2009 年阿里巴巴集团十周年庆典时，雅虎为了套现，抛售手中所持阿里巴巴 1% 股份，导致当日阿里巴巴股票大跌。2010 年年初，雅虎支持谷歌（Google）退出中国，对此，时任阿里巴巴 CEO 的卫哲谴责这是一件会让阿里巴巴在大股东和政府之间处境尴尬的“鲁莽行为”。2010 年 9 月，又值阿里巴巴集团十一周年庆典之际，雅虎宣布进军中国内地市场，吸引内地中小企业客户投放广告，直接下场与阿里巴巴在相应业务上展开竞争。

（二）争回控制权

面对频发的竞争与潜在的威胁，马云团队开始重新审视雅虎所持 39% 股份给阿里巴巴的控制权带来的不确定性，并开始考虑股权回购的必要性。马云曾公开表示：“股权不应该集中在一两个大股东的手里，否则会影响业务运作。”阿里巴巴集团试图引入其他股东，同时也非常希望回购雅虎所持的股份。

在阿里巴巴 2010 年年度股东大会上，阿里巴巴时任首席财务官蔡崇信表示：“阿里巴巴意识到雅虎持有的股票对阿里巴巴的影响，只要雅虎愿意出售，阿里巴巴随时都准备赎回雅虎的持股。”但是，雅虎方面一直都没有同意。巴茨曾说：“阿里巴巴有一万个回购股份的理由，雅虎却没有一个卖出的理由。”雅虎多次表示，将维持阿里巴巴的 39% 持股比例不变。

雅虎不愿阿里巴巴回购股份的原因很多，其中一个重要原因就是阿里巴巴集团全资拥有的未上市资产，即淘宝网及支付宝价值不菲（据估计，当时淘宝网价值至少为 200 亿美元，支付宝价值至少 100 亿美元），这使得雅虎怀有“持宝待售”的想法。因此，当阿里巴巴提出回购要约时，雅虎要求补偿淘宝网及支付宝，因双方给出的价格差距较大，一直无法达成协议。另一个重要原因则是，阿里巴巴业务的高速增长所带来的广阔市场想象空间也使得雅虎不愿放手。

当然，雅虎也多次声称，持有阿里巴巴股份是一种战略投资行为，雅虎并不想取代马云及其管理团队，也不会干预马云对阿里巴巴的控制权。但是，雅虎的声明并不能使马云及其管理团队释然，因为这隐晦地表明主动权实际上就掌握在雅虎手上，马云及其管理团队随时都有可能被股东会解聘。但同时，马云在公开场合仍然表示：“有人说阿里巴巴的方向可以随时被改掉，我并不这样认为，投资者可以炒掉我们，我们也可以换投资者，事实上投资者多得很。这一点我希望给中国所有的创业者提个声音，是投资者跟着优秀的创业者、企业家走，而不是创业者、企业家跟着投资者走，所以即使我只有几个百分点的股权，甚至我只有一股或者两股，还是可以影响这家公司的。”马云还强调，虽然外资是阿里巴巴的大股东，但是外资不会控制阿里巴巴，自己会掌控阿里巴巴的未来。但实际上，回购雅虎持有的股份，重新成为阿里巴巴的第一大股东，成为马云必须作出的选择。

1. 转移支付宝

转移支付宝是马云团队拿回阿里巴巴控制权的一个关键事件。由于支付宝业务的特殊性质，外资控股企业是无法获得牌照的，需要由中国国内企业控股身份才能在中国拿到第三方支付牌照。因此马云团队从 2009 年 6 月至 2010 年 8 月分两次把支付宝 70% 和 30% 的股份转让至其团队名下的一家公司（浙江阿里巴巴）。尽管马云此前一再声称

这两次交易均经过雅虎和软银的批准，是为了获取第三方支付牌照的需要而将支付宝在名义上转成内资，其控制权仍因“协议控制”条款而处于阿里巴巴集团手中。然而，实际上马云在 2011 年 3 月就单方面终止了“协议控制”，这个行动令支付宝彻底脱离了阿里巴巴，使雅虎和软银两大外资股东不能再控制支付宝，更不会因其非股东身份而获取股利。

作为阿里巴巴的大股东却在眼皮底下被转移公司的核心资产——支付宝，在股东大会披露此事件后，雅虎估值受到重挫。消息公开第二天，雅虎股价急挫 7%，且面临雅虎股东的集体诉讼，这对本来已经经营吃力的雅虎而言可谓雪上加霜。

2. 确立“合伙人”制度

为扭转并彻底避免再次出现与雅虎的控制权争夺中出现的不利局面，阿里巴巴于 2010 年开始在集团内试运行阿里巴巴自创的合伙人制度，又名“阿里湖畔合伙人制度”。包括马云在内的 18 位创始人辞去“创始人”身份，集体以“合伙人”身份回到阿里巴巴，并在招股说明书中披露。阿里巴巴官方文件表示，自公司成立以来，阿里巴巴管理层一直以合伙人的原则治理公司，并将这种精神贯穿于企业运营的方方面面，直到 2010 年正式确立该项制度。

阿里巴巴的“合伙人”制度借鉴了中国以及其他主要国家相关法律中的相应概念，但还是有着本质的不同。

一般意义上的“（普通）合伙人”是指共同出资、共同管理企业，并对企业债务承担无限连带责任的自然人或法人。而阿里巴巴的“合伙人”既不同于股东，也不同于董事，且不需要承担无限连带责任。虽然阿里巴巴要求“合伙人”必须持有公司一定的股份，但是“合伙人”要在 60 岁时退休或离开阿里巴巴的同时退出“合伙人”（“永久合伙人”除外），这与只要持有公司股份就能保持股东身份大为不同。阿

里巴巴“合伙人”的职责是体现和推广阿里巴巴的使命、愿景和价值观，也就是说，阿里巴巴“合伙人”须履行的责任主要是精神和身份层面的，没有具体财产赔偿责任。

阿里巴巴“合伙人”身份也不等同于公司董事。阿里巴巴招股说明书显示，“合伙人”会议并没有取代董事会来管理公司，阿里巴巴集团董事会拥有极高的权力，“合伙人”会议的主要权力是通过提名董事会成员候选人来行使。也就是说，“合伙人”拥有提名大多数董事会成员的人事控制权，而非公司运营的直接管理权。

马云设立这种制度是为了确保创始人和管理层掌握一定的控制权，其灵感来源一是高盛和麦肯锡的治理模式，二是罗马帝国的“元老院”。阿里巴巴“合伙人”名单并不是一成不变的，阿里巴巴每年会由现有“合伙人”按照一人一票的原则提名新的合伙人，并将结果交由“合伙人”委员会审核，然后再根据审核结果进行投票。只有当赞成票不低于总票数的 75% 时，被提名的“合伙人”才可获得“合伙人”资格。

被提名的“合伙人”必须满足以下四点要求：

- (1) 具备优秀的领导能力以及良好的诚信和品质。
- (2) 在阿里巴巴任职满 5 年。
- (3) 对阿里巴巴的发展有突出贡献。
- (4) 认同阿里巴巴的价值观、使命、愿景和文化，并愿意为此而奋斗。

此外，“合伙人”还被要求持有一定比例公司股票，根据阿里巴巴实行的股权激励和股票购买计划，服务满 5 年便可自动获得符合要求的股权。

“合伙人”符合以下情形之一，自动丧失合伙人资格：

- (1) 退休。
- (2) 不在阿里巴巴集团内任职。

(3) 死亡或丧失行为能力。

(4) 被“合伙人”会议 50%以上投票除名。

2014 年 6 月，阿里巴巴公布了首批“合伙人”名单（27 人，如表 1-2 所示），当初创业团队的“十八罗汉”并未全部成为“合伙人”，只有马云、蔡崇信、彭蕾、吴咏铭、戴珊、金建杭、蒋芳 7 人留下。其

表 1-2 2014 年 6 月公布的阿里巴巴首批“合伙人”名单

姓名	性别	加入阿里巴巴年份	职务
马云	男	1999 年	集团董事局执行主席
蔡崇信	男	1999 年	集团董事局执行副主席
戴珊	女	1999 年	集团首席客户官
彭蕾	女	1999 年	首席人事官
金建杭	男	1999 年	集团资深副总裁
蒋芳	女	1999 年	集团副总裁
吴咏铭	男	1999 年	集团资深副总裁
陆兆禧	男	2000 年	集团首席执行官
姜鹏	男	2000 年	集团副总裁
彭翼捷	女	2000 年	小微金服集团副总裁
王帅	男	2003 年	集团首席市场官
张剑锋	男	2004 年	集团副总裁
吴敏芝	女	2000 年	集团副总裁
程立	男	2005 年	小微金服集团首席构架师
张宇	女	2004 年	集团副总裁
童文红	女	2002 年	菜鸟集团首席运营官、资深副总裁
樊路远	男	2007 年	小微金服集团副总裁
胡晓明	男	2005 年	小微金服副总裁、首席风险官
井贤栋	男	2007 年	蚂蚁金服首席执行官
刘振飞	男	2006 年	集团副总裁
邵晓峰	男	2005 年	集团首席风险官
Timothy A. STEINERT	男	2007 年	集团总法律顾问
王坚	男	2008 年	集团首席技术官
武卫	女	2007 年	集团首席财务官
俞思瑛	女	2005 年	集团副总裁
曾鸣	男	2006 年	集团首席战略官
张勇	男	2007 年	集团首席运营官

资料来源：根据阿里巴巴集团官网资料整理

余 20 人中，陆兆禧等 9 人为阿里巴巴自主培养的管理人才，另外 11 人均为外部引进的专业人才，专业涉及财务、法律、技术等多个领域。此后，阿里巴巴集团随着战略布局的调整不断更新“合伙人”名单。

在阿里巴巴，由“合伙人”组成的“合伙人委员会”是阿里巴巴“合伙人”制度的权力核心，掌控着“生杀大权”。每届“合伙人委员会”由五位“合伙人”任职，任期为三年，可以连选连任，其最主要职责就是负责新“合伙人”的选举，以及提议并执行高管年度奖金池的分配。

按照阿里巴巴“合伙人”制度的规定，其“合伙人”拥有董事会中大多数董事人选的提名权；由此提名产生的董事会人数不足董事会成员总数的一半时，合伙人还有权指派额外的人来临时填补空缺，直到下一年度的股东大会重新选出董事，以此来保证“合伙人”团队对董事会的控制权。同时，阿里巴巴还规定，“合伙人”行使上述重要权力无需获得股东大会批准，再加上其“合伙人”大多是由马云带领的管理层所构成，外部股东持股比例的高低几乎无法对阿里的实际控制权产生影响，由此减弱了公司控制权与股权资本的高度绑定。

阿里巴巴“合伙人”制度与双重股权制度的不同之处在于，双重股权制度是发行两种不同类型的股票，其中 A 类股票为普通股，一股对应股东大会上的一份投票权，B 类股票为特殊股，一股对应股东大会上多份投票权（如 10 份甚至更多，由公司章程具体规定）。例如，京东集团创始人刘强东所持京东的 B 类股票被设计为 1 股对应 20 份投票权，从而实现对京东的（相对的）绝对控制。双重股权制度是创始股东通过持有超级投票权的 B 类股票来实现以较少的股份获得较多的投票权，其本质还是将控制权与股权挂钩。而阿里巴巴的“合伙人”制度则是通过直接获得董事会人选提名权来实现控制，相较于双重股权制度，其受股权资本的影响更低。

不同于中国的《公司法》和中国香港联交所《上市规则》，美国纽约证券交易所的《公司治理最终规则》（*Final NYSE Corporate Governance Rules*, NTSE, 2003）第 303A.01 项条款规定，上市公司董事会的大多数董事必须是独立董事（公司 50%以上表决权被某个人、集团或公司持有的除外），而前两者并没有此项规定。由于阿里巴巴集团已于 2014 年在纽交所上市，所以若要对合伙人制度进行变更，董事提名程序的修订需要获得全体独立董事的一致同意；除此之外，还要获得股东大会 95%以上赞成票方可通过。这项规定的设立使得外部对阿里巴巴“合伙人”制度的挑战在事实上是几乎难以实现的。

阿里巴巴的“合伙人”制度赋予了“合伙人”一种特殊的决策权，它不以股权为基础，这使得公司股权结构的变动（几乎）不会影响到“合伙人”团队对董事会的控制，而“合伙人”团队中又是以马云为首的管理层占多数。通过这种方式，马云团队从根本上摆脱了股权比例较低可能带来的控制权危机，从而在真正意义上控制了阿里巴巴。

3. 软银积极协调

马云与雅虎对阿里巴巴的控制权争夺让另一大股东软银的 CEO 孙正义成为平衡双方关系的“关键先生”——如果雅虎现阶段只谋求财务回报，可以选择不行使大股东权益，雅虎和阿里巴巴管理层可能暂时相安无事；如果作为阿里巴巴集团第一大股东的雅虎希望得到更多包括控制权在内的权益诉求，是有权根据公司章程行使其大股东权益的（在不同公司的实践中，具体权益取决于公司章程的设计）。此时，软银成为最后的决定者。

如果雅虎能争取到软银的支持，两者总共拥有的董事席位总数将超过阿里巴巴管理层，投票权总数也将达到 68.3%，即超过 2/3，无论是在董事会层面，还是股东大会层面，都能获得对阿里巴巴的绝对控制权。同时，更换 CEO 的可能性也将同样存在。相应地，如果马云团

队能够获得软银的支持，两者投票权总数也能过半，也能实现对阿里巴巴控制权的掌握。从软银角度来看，其只是阿里巴巴的第三大股东，尽管支付宝业务被转移使得软银面临超过 10 亿美元的账上损失，但如果雅虎持续持强硬态度并采取相应行动的话，这对阿里巴巴集团市值造成的损失可能会更大，所以软银必须找出一种折中的办法。

在控制权之争因支付宝事件即将进一步升级的情势下，软银作出了积极反应：一方面，孙正义找到马云，表明自己不满的态度，但并未单方面跟马云商谈关于支付宝业务转移的赔偿金额，因为此时只靠软银单打独斗无法争取到相对最大的利益补偿；另一方面，软银跟雅虎美国总部的董事会联系，建议雅虎在维护利益的同时尽量保持克制态度。

在软银的积极协调下，雅虎创始人杨致远与马云共同商谈关于支付宝业务的后续处理，马云与雅虎和软银签定了关于支付宝业务被转移的补偿协议。协议商定，支付宝除须每年提供 50% 的利润补偿给阿里巴巴外，未来上市时还须一次性补偿其市值 37.5% 给阿里巴巴（估值区间为 20 亿~60 亿美元）。至此，在软银的斡旋下，阿里巴巴高管团队与雅虎的控制权冲突走向缓和。

4. 达成回购协议

老牌互联网巨头雅虎在与马云团队争夺阿里巴巴控制权之时，其实已经浮现诸多问题。在广告业务上，雅虎面临着 Google 和 Facebook 的重力冲击；搜索业务上，其早已败于 Google。同时，雅虎管理层也不能保持稳定，频繁更换 CEO。

2012 年 7 月，玛丽莎·梅耶尔（Marissa Mayer）出任雅虎 CEO，在 Google 做产品经理出身的她开始将雅虎带回务实的道路上——开发新产品，而这无疑需要庞大的资金支持。鉴于雅虎当时的处境，梅耶尔需要卖掉所持有的阿里巴巴股份才能换取足够的资金。

2012年5月12日，阿里巴巴联合雅虎宣布，双方已经就股权回购一事签署最终协议。阿里巴巴计划以“63亿美元现金+不超过8亿美元的新增阿里巴巴优先股”来回购雅虎手中所持有的阿里巴巴最多20%的股权。根据协商，阿里巴巴的估值最终被确定为350亿美元。交易完成后，雅虎仍然持有阿里巴巴约20%的股份。

协议还明确了回购程序的剩余框架：如果阿里巴巴在2015年12月前进行IPO，则阿里巴巴有权以首次公开募股价回购雅虎持有的剩余股份中的一半，即阿里巴巴10%的股份，或者允许雅虎在IPO时出售；IPO禁售期后，阿里巴巴须在雅虎认为适当的时机协助其处置所持有的剩余股权。

协议同时注明，无论阿里巴巴在IPO时融资情况如何，均须回购雅虎当前所持阿里巴巴股份的1/4（即阿里全部股份的10%）以上，最多不得超过1/2（即阿里全部股份的20%）。这些交易应在6个月内完成。

而且，双方声明强调：协议中并不存在对阿里巴巴必须上市的法律约束，且一旦上市，阿里巴巴将有权回购剩余股份。因此，阿里巴巴对雅虎剩余所持20%股份的处置拥有选择权，这样既不会使阿里巴巴增加财务负担，也有利于形成更加合理的股东结构。

同时，阿里巴巴与雅虎在联合声明中表示，此次交易完成后，新的公司董事会中，软银和雅虎的合计投票权将降至50%。作为交易的一部分，雅虎将放弃委任第二名董事会成员的权力，也放弃一系列与阿里巴巴战略和经营决策相关的否决权。阿里巴巴的董事会成员数量将维持2:1:1（阿里巴巴：雅虎：软银）的比例。

对于雅虎来说，这次交易为其提供了一个平衡的分阶段退出方案，产生了超过10倍的优厚短期回报，在为雅虎股东带来现金回报的同时，还将有机会参与阿里巴巴未来的价值创造；对于阿里巴巴来说，按照

目前的交易结构，阿里巴巴也将强化自身控制权。这是一个“双赢”的结果。

三、股权之争中的“弱者”

阿里巴巴是 1997 年在开曼群岛注册成立的，因此其集团的整体经营管理主要遵循开曼群岛的公司法，而被业界称为“最佳离岸金融中心”的开曼群岛对注册企业的监管约束力较弱。比如，对董事会会议要求很低，没有固定的召开时间要求，只规定在有需要的可以随时召集人员进行讨论。所以像阿里巴巴这种离岸注册的企业往往是“董事会中心主义”的治理模式，在这种模式下，股东地位被弱化，导致后面出现了阿里巴巴内部被马云团队单独控制的局面。同时，阿里巴巴的主要经营地点在国内，必然受到国内相关部门和法律的制约，但是对于在开曼群岛等地注册的离岸公司出现公司治理内部问题，我国法律尚未有严格的相关制度规定。

在实践中，为解决来自外国的战略投资者可能具有的投机性给经济带来的风险，2005 年中国证券监督管理委员会联合商务部国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理局等机构颁布了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》以限制外国资本，但是阿里巴巴这样的离岸注册的民营企业是不适用于此法规的。因此，在支付宝业务转移和阿里巴巴 B2B 业务私有化的进程中，中小投资者只能默默地承受大股东之间股权争斗带来的损失。

图 1-2 所示，在 2011 年 7 月 29 日马云团队跟两大股东达成关于支付宝赔偿协议后的首个交易日（8 月 1 日），阿里巴巴股价由 10.68 港元上升到 11.50 港元，升幅达 7.7%，这显示出市场普遍期待支付宝控制权的转移并能单独打包上市，中小投资者也都希望凭借这份协议能够弥补此前阿里巴巴股价大跌的损失。但是，阿里巴巴次日就表态称，

包括淘宝网和支付宝在内的其他业务近期均没有单独上市计划，这意味着中小投资者因支付宝转移等负面消息造成的损失无法从阿里巴巴的整体上市中得到弥补。在随后 4 个交易日中，阿里巴巴的股价累计下跌 0.96 港元，跌幅达 8.84%（同期恒生指数的跌幅为 1.98%），反映出中小投资者普遍失去信心。

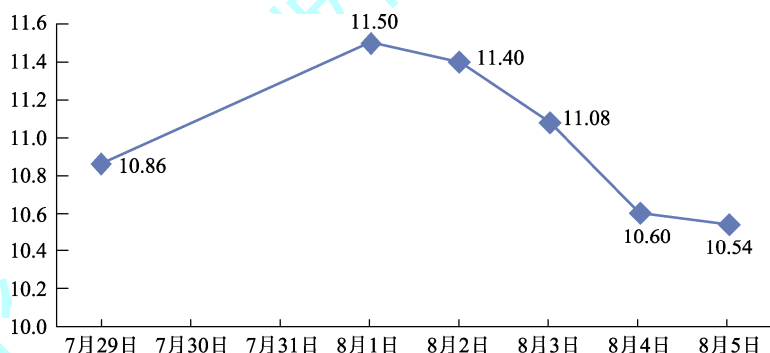


图 1-2 阿里巴巴 2011 年 7 月 29 日—8 月 5 日股价走势图（单位：港元）

可见，三大股东之间的协议只是三方的协商共赢，但是广大中小投资者的利益却无法从中得到有效的保护。

如图 1-3 所示，从 2011 年 5 月 11 日支付宝转移事件被雅虎披露，直到达成赔偿协议，这 3 个月中，阿里巴巴的股价狂泻 4.83 港元，跌幅达到了惊人的 35.46%，其间一直持有股票的中小投资者利益遭受严重损失。

随着关于支付宝更多的交易细节被披露，市场对阿里巴巴普遍持一种不信任的态度。股价的每况愈下使到阿里巴巴的声誉也受到严重影响，根据阿里巴巴 2011 年第四季度的财务报告，B2B 业务在当期净利润同比下降 6%。这是自 2009 年金融危机以来，阿里巴巴首次单季度净利润呈下降趋势。



图 1-3 阿里巴巴 2011 年 5 月 11 日—8 月 11 日股价走势图 (单位: 港元)

虽然阿里巴巴集团已经宣布短期没有上市计划，但仍有不少投资者都继续持股，希望能等到支付宝和淘宝网等核心业务上市的一天。然而，阿里巴巴在 2012 年 2 月底私有化的公告打破了中小投资者最后一丝希望——阿里巴巴公告宣布，以 13.5 港元的价格回购流通股份，B2B 业务私有化退市。阿里巴巴的做法引起了市场的极大回响。

阿里巴巴的公告称，这是给一直支持阿里巴巴业务发展的中小投资者一个变现的机会。表面上，按公告中所称，以公告当天股价加上 50% 溢价作为收购价的确是一个不错的投资收益。然而，这样计算得到的“13.5 港元”价格正好是阿里巴巴 2007 年上市时的发行价，在 2007—2012 年期间内，阿里巴巴的股价最高曾突破 40 港元大关，并且在很长的一段时间内，阿里巴巴的股价均高于 13.5 港元，即使是支付宝转移事件被披露当天，其 13.58 港元的股价也高于此 13.5 港元的收购价。显而易见，对于大量在高位买入的中小投资者而言，这项回购公告对其而言是非常难以接受的。2012 年私有化的收购价与 2007 年上市当天的发行价持平，意味着阿里巴巴在这四年多的时间里无偿使用了从股民那里募集 17 亿美元的无息贷款。此外，考虑到当时人民币对美元的汇率持续走强，已经从 2007 年 11 月的 1:7.4 左右上升到 2012 年 3 月的 1:6.3 左右，这相当于阿里巴巴从汇率变化中额外得到了 15% 的资本增值。

阿里巴巴的公告称，私有化的原因之一是为避免 B2B 业务的声誉受到公开市场上低迷股价的拖累，但这个理由有待商榷——股价反映了投资者根据企业财务和非财务信息的表现而作出的综合判断。阿里巴巴 B2B 业务股价的低迷正是受大股东间博弈等众多“负面”事件的影响。实际上，阿里巴巴在股价处于低位时作出私有化决定，更多可能是为日后回购雅虎手中的股权做准备。私有化可避免一些强制性的信息披露，并可绕开证券法规的监管，回购雅虎股权将变得容易许多。从这一角度而言，阿里巴巴私有化只是股权之争的继续，但是为了回购股权这个战略目的，在一定程度上是以牺牲中小投资者利益为代价的。

模块二 基本问题与拓展分析

一、“合伙人”制度

Q1：如何认识阿里巴巴的“合伙人”制度？

充分理解阿里巴巴“合伙人”制度之前，首先需要明确“一股一票”制、特殊股权制度。

1. “一股一票”制

“一股一票”制的特点是股份和投票权是对等的。

依照中国《公司法》的规定，股东按持股比例享有相应的投票权，股份越多票数越多（《公司法》第一百一十六条规定，股东出席股东会会议，所持每一股份有一表决权）。

当股东持有的股份占总股本的 50%以上时，理论上就可以实现对企业的绝对控股，股东持股比例在 20%~50%之间则为相对控股，股东持股比例在 20%以下为分散控股，控股股东可以对企业的经营决策和

人事变动施加重大影响。

“一股一票”制度保障了财产性资源优势者的控制权需求，股东投入的财产性资源通常通过作价入股形成股权资本，其中资金资源的流动性最强，就构成了股东最主要的出资形式，这些资本在企业组织层面的制度化控制就表现为股东大会的投票权。该制度是传统公司治理体系的普适基础，是股东权力来源的重要依据。

2. 特殊股权制度

特殊股权制度中最具代表性的就是在互联网公司中较为流行的双重股权制度。

双重股权制度的作用机制就是通过发行两种不同类型的股票，通常将普通股股票称为“A类股票”，遵循传统的“一股一票”逻辑，即一股对应股东大会上的一份投票权；将特殊股股票称为“B类股票”，其一股对应有多份投票权，具体投票权份数则由公司章程规定。B类股票的设计是双重股权制度的关键，股东（往往是创始人，或者重要高管）通过持有B类股票，从而获取“超级投票权”，以此来达到以相对较少股份（本质即为较少的资金占用）来实现相对最大控制能力的目的。

3. 阿里巴巴“合伙人”制度

另一种特殊股权制度就是阿里巴巴独创的“合伙人”制度。

需要强调的是，这里的“合伙人”是一种借用称呼，其与《公司法》和《合伙企业法》中对合伙人的定义有着本质区别。阿里巴巴独创的“合伙人”制度实质是一种特殊的分类董事制度，通过公司章程赋予被称为“合伙人”的管理层及关联人团体一定比例的董事提名权，从而实现真正控制公司的目的。这种制度越过了股权的资本逻辑，是一种新型的控制方式。

“合伙人”制度和双重股权制度的不同之处在于，双重股权制度是

发行两种不同类型的股票，部分股东通过持有“超级投票权”的 B 类股票来实现以较少的股份获得较多投票权，其控制权在本质上仍是与股权挂钩的；阿里巴巴的“合伙人”制度则是通过直接获得董事会人选提名权来实现控制，相较于双重股权制度，受股权资本的影响更低。

Q2: 阿里巴巴“合伙人”制度在其股权争夺中起怎样的作用？

阿里巴巴对其“合伙人”制度的规定：“合伙人”拥有董事会中大多数董事人选的提名权，如果由此提名的董事会人数不足董事会成员总数的一半时，“合伙人”有权指派额外的人来临时填补空缺，直到下年度股东大会重新选出董事位置，以此保证对董事会半数以上的控制权。关键的是，“合伙人”行使这一权力无需获得股东大会批准。同时，“合伙人”大多是由马云带领的管理层团队所构成。这样一来，持股比例的高低几乎无法对控制权产生影响，由此减弱了控制权对股权资本的依赖。

阿里巴巴能够建立起自己的“合伙人”制度，高度依赖于马云团队优质的人力资本和社会资本，是基于这两类关键资源“量身打造”的一套权力运作系统。其中规定的“不平等”条约实际上是告诉外部投资者“你们不懂业务模式，但我们懂，你们只需要做出资者就够了”。事实上，在阿里巴巴设计并推出其“合伙人”制度之时，雅虎和软银所占股权比例之和已超过 50%，如果这两大股东联合起来反对，阿里巴巴的“合伙人”制度也不会那么容易建立起来。相反，两大股东当时对这项制度表示了支持。这正是因为马云团队所拥有的包括企业家洞察与洞见、管理和执行等诸多能力都具有相当的稀缺性和不可模仿性，并且难以转移，一旦马云等人离职，阿里巴巴的发展可能会陷入混乱。

阿里巴巴的价值观和企业文化是以马云为首的创业团队一手打造的，且很大一部分“合伙人”是与马云一道“打江山”走出来的，故

这一举措也是对马云团队人力资本的进一步增持。作为阿里巴巴的“永久合伙人”之一，马云拥有在 60 岁以后依旧保持“合伙人”资格的权利。“合伙人”制度对阿里巴巴的影响深远，不仅保持了马云团队的控制权，还为阿里巴巴的长期发展奠定了良好的制度基础，为其企业文化的传承和发展创造了良好的氛围。

二、风险投资

Q1：企业为什么会引入风险投资？

风险投资是企业，尤其是初创企业获得融资的重要途径。要了解企业为什么会引入风险投资，首先要了解初创企业（一般多为中小企业）的融资困境。

资本是企业的血液，长期以来，融资难一直是制约企业，尤其是中小企业，发展的瓶颈。通常，如阿里巴巴等高科技企业创业初期一样，其创始人往往是技术专家，自有资本不足，且创业失败率非常高，故很难通过一般的商业银行融通资金。另外，由于通过资本市场进行融资对企业前期盈利性要求更高，再加之诸多限制条件，初创期的高科技企业到资本市场融资的难度非常大。

风险投资的独特机制可以为风险极高的高科技企业提供必要的资本。只要投资者（机构）认为企业（项目）有潜力就可以投资，没有融资的硬性条件门槛。因此对处于创业初期的企业来讲，风险投资无疑是最适合的方式，因而也被初创企业称作“天使投资”。

初创期的阿里巴巴既没有可能从对信用和安全要求较高的银行得到贷款，更不具备发行股票和债券的条件，寻求不看现在、着重未来，并且几乎是零融资条件的风险投资几乎是当时马云唯一的融资选择。风险投资有利于帮助企业获得企业发展所需资金，帮助初创企业走出融资困境，所以受到企业，尤其是初创企业的青睐。

Q2：如何认识风险投资型股东？

风险投资者一般以参股的形式将资金投入创业企业，待企业发展壮大后，再以股权转让等形式收回投资，取得增值。可见，风险投资是一种通过投资持有创业企业的股份的股权投资，因此风险投资商就是股东，因此享有股东的权利和义务。

正如在本案例中，雅虎是风险投资商，也因此成为阿里巴巴的股东，可以依据相关法律和阿里巴巴公司章程行使股东权利，并承担股东义务。至于在实践中它是否愿意积极行使权利，则是另外一回事。比如，在阿里巴巴当时的股权结构中，雅虎已经是第一大股东，如果它要行使股东选择管理者的权利，是可以派出自己的代言人取代原有管理团队的，而不一定是阿里巴巴创始人马云掌握主动权。退一步讲，即使雅虎真正的目的不是长期持有阿里巴巴的股权，在法律上的主动性也会为其提供更多谈判筹码，马云团队“赎回”股份、重获控制权将付出更大代价。

当然，风险投资型股东与普通股东，尤其是创始股东还是有差别的。风险投资型股东投资某个企业项目的最根本目的并不是长期持有，而是通过将企业或项目做大、增值，甚至上市，最后回购套现获取价值回报。也就是说，风险投资型股东从投资的第一天起，就想着退出，即如何将投资增值变现，再继而寻找新的项目。风险投资的本质是财务投资，主要目的在于获取利润，而不是控制所投资的企业。

就本案例而言，雅虎是否真的愿意留在从价值观到执行体系都已深深打上创业者马云烙印的阿里巴巴呢？雅虎新闻发言人评论说：“作为阿里巴巴集团的股东，对我们公司和公司股东来说，这笔投资是有意义的。作为投资者，雅虎没有涉足阿里巴巴集团的运营管理，我们非常支持马云及其团队对阿里巴巴集团进行的管理。马云是这个时代最为令人印象深刻的企业家之一。关于雅虎和阿里巴巴事宜，我们所

做的任何决定都将以股东利益最大化为出发点。”可见，雅虎还是将自己定位于阿里巴巴的短期投资者，而不是想长期留在阿里巴巴。

但问题在于，《公司法》及相关法律并未从投资逻辑上区分创始股东、风险投资股东和其他类型股东，这意味着，在公司章程没有相关规定或没有特别协议约定的情况下，公司控制权仍然应该依据股权比例决定。因此，公司的创始股东不应被风险投资、战略投资或财务投资的表象所迷惑，一定要认识到，风险投资者、战略投资者、财务投资者都是股东，如果没有在特别协议和公司章程中对其权利作出额外限制，这些投资者都享有与创始股东相同性质的权利。

本案例中，阿里巴巴与雅虎在 2005 年签定的投资合同对风险投资者雅虎的股东权利作了很多限制。例如，限制雅虎的表决权（两者协议将雅虎所持阿里巴巴 5% 的表决权交由马云团队行使）；限制雅虎选择董事席位的数量；承诺马云只要仍是股东（最少有 1 股股票）即可委派一名董事，以及马云不会被辞退等条款。不过，这些限制性条款都在 2010 年 10 月到期。从我国《公司法》来看，这些限制性条款到期后，风险投资者雅虎就拥有与创始股东马云同样的股东权利，而且雅虎作为第一大股东，对阿里巴巴拥有比马云更大的控制权，从而严重威胁到创始者马云及其团队对阿里巴巴的控制权。

Q3: 风险投资如何对公司治理（公司控制权）产生影响？

风险投资型股东的投资逻辑是财务投资，通常只参股，无意控制公司的日常经营，更不会“抢班夺权”。在实践中，公司获取第一轮投资时，多数风险投资者要求获得公司的股份往往低于创始股东的股份；在有 3~5 个席位的董事会里，风险投资者也只占 1 席或 2 席，公司具体事务往往由创业者领导的管理团队掌控。

但是，需要强调的是，风险投资型股东在董事会里的席位虽是少数，但通常会要求持有一个“尚方宝剑”——“一票否决权”。这样，

即便风险投资型股东的权益资本在公司中不占多数，也能对公司经营活动拥有一定的风险控制权，如对公司重大事项的一票否决权等。这是由于初创公司的大部分运营资金来自风险投资型股东，且其运营绩效（创业结果）的风险性相对较高。为保证风险投资者的权益，降低投资风险，风险投资型股东需要通过类似设计来形成与公司原始股东之间的相互制衡。

另外，通常情况下，风险投资协议往往约定：如果公司在接受风险投资后，再有后续融资轮次，原来的风险投资型股东有权追加投资以保持股份比例，而新入风险投资者也一定会要求持有股份，这样，创业者及其团队的股份会不断被稀释。股权结构控制得当的话，或许创业者及其团队还有可能保留大股东地位。如果公司股权本身就比较分散，再经过多轮的融资后，某些投资者就可能取代创业者成为最大的股东了。

本案例中，马云及其管理团队作为创始股东最初是牢牢控股的，但随着风险投资的不断引入，逐渐在票面上丧失了对阿里巴巴的控制权，尤其是 2005 年雅虎投资进入阿里巴巴成为第一大股东，马云及其管理团队则退居第二大股东，在一定程度上丧失了对公司的控制权。另外，风险投资者投资时，往往会要求签定业绩对赌协议，即约定如果公司经营业绩没有达到既定目标，就要给风险投资者更多的股份补偿。一旦风险投资者拿到更多的股份补偿，又会将创业者的股份进一步稀释，甚至有些创始股东会因为股权被稀释以至于最终被风险投资者反客为主。在我国，这方面较早的实践案例莫过于“太子奶”的创始人，就是因为轮番引入风险投资，逐步丧失了对公司的控制权，最后反被风险投资者“扫地出门”。

在阿里巴巴案例中，后来发生的股权争夺并不是由对赌协议导致创始人股权稀释，而是马云团队初期因为迫切需要大量资金而直接让

渡了过多股份，导致被动局面。阿里巴巴在发展历程上，不断进行风险融资，每一次引入风投，马云团队的股权就被不断地稀释。从马云团队与雅虎对阿里巴巴的控制权之争来看，马云团队在引进雅虎这个风险投资者时，是明确让雅虎占有阿里巴巴 40% 的股权的。直接让渡如此高比例的股权给风险投资者，这在一般风险投资案例中还是比较少见的。实际上，如此高的持股比例使得雅虎在 2005 年进入阿里巴巴时就已经成为其第一大股东，从股权比例来说，马云创业团队当时已经丧失了对公司的控制权。

风险投资对于一些初创期、成长期的企业发展起了至关重要的作用。一些创业者在创业之初，由于缺乏资金支持，经常处于“断粮”的境地，有很多有前景的项目都是因为缺乏资金支持而夭折。所以，对于绝大多数创业型企业来说，它们和风险投资者相比处于弱势地位，融资时往往被对方开出极不利的条件，但为了企业生存和当下发展，往往别无选择，只能被迫接受，这也就为企业未来的控制权问题埋下隐患。阿里巴巴案例中，虽然马云团队后来重新夺回控制权，但代价也是巨大的，而且其得以实现带有一定程度的偶然性，是多方面因素综合作用的结果：一是雅虎自身麻烦不断，自顾不暇，它不能冒着撤换马云团队致其自身投资失败的风险；二是阿里巴巴的飞速发展也使其能够负担回购的巨大代价（上百亿美元）。倘若面临这些问题的是别的企业，恐怕结果就是另一番局面了。马云和雅虎的控制权争夺对所有创业者如何对待风险投资具有典型的借鉴意义。

可见，引入风险投资对创始股东及其团队而言，最大风险就是控制权风险。这种情况的出现的原因很多，比如，创业者过分自信，认为企业离不开自己；创业者对资金的过分渴求，忽视了《公司法》的一般规则；创始股东与风险投资者签订了不合理的对赌协议；等等。因此，作为创业者或公司所有者，在引入风险投资的时候，要特别防

范引进的风险投资过分稀释股权，须高度注意保持对公司的控制权。

Q4：马云为代表的创始股东如何重新夺回公司的控制权？

可以从很多方面展开分析，这里以“经理管理防御相关理论”为基础展开。该理论可追溯到伯利和米恩斯（1932）提出的公司所有权与控制权分离时而导致的经理与股东之间的利益冲突，而 Stulz（1988）正式把此理论进行系统阐述，其建立的相关模型认为，“经理所有权与企业价值呈凹形关系，当经理的控制权和所有权增加时，经理的壁垒效应将会超过其激励效应，对企业价值产生消极影响”。

狭义的经理管理防御仅指经理针对各种反并购、反接管的措施，而现实中经理行为由广义的管理防御描述更为恰当，即包括对企业组织结构的调整、人力资源的分配等可以降低股东、董事会解雇管理者可能性的一些措施，壁垒效应的存在将可能导致投资过度或投资不足等一系列影响公司绩效的问题。

在本案例中，马云的角色不仅是第二大股东，而且是阿里巴巴集团的首席执行官，直接作出公司的重大决策，双重角色让马云成为控制性股东。因为合约条款规定，2010年10月后，雅虎将可以获得与其股权对等的投票权和董事会席位，对于兼为企业创始人和管理者的马云而言，其原来在公司绝对的管理地位受到威胁，必须采取管理防御措施以保证自身在集团的话语权。

1. 专属性的业务投资

进行专属性的业务投资是管理防御的一种措施，是指企业的实际控制人利用自身对某项业务的熟悉和掌握，加大企业在这方面的投资，而对其他业务选择性地放弃，进而提升自身对企业的重要性。

马云及其管理团队的优势在于更熟悉中国电子商务市场，因此选择在这个领域进行大幅投资，投资上百亿元投资兴建物流基地，每年

为淘宝网和支付宝的免费策略补贴十数亿元，此举确保了阿里巴巴在中国，甚至全球电子商务市场的市场地位。由于阿里巴巴集团价值很大程度上是依靠电子商务的表现，马云团队又利用企业实际管理者的角色进一步加大对电子商务方面的专属性投资，这使马云团队在企业中有了更大的话语权，因此形成了很强的管理防御壁垒。威廉姆森（1979）指出专用性的资产一旦脱离了特定团队，其价值可能荡然无存——阿里巴巴电子商务这个最重要的资产价值与马云团队是紧密联系的，脱离了马云团队，其资产价值可能会大打折扣。

2. 专用性的人力资本

马云也通过任用自己团队的“元老”不断加入核心管理层，形成专用性的人力资本，这些人力资本为马云构建了更有力的防御壁垒。阿里巴巴专用性人力资本的建设最明显地体现在马云创业团队的“十八罗汉”上。

如表 1-3 所示，马云把自己团队的创业元老放到集团公司的各条战线上，由上而下地灌输自己的意志，使旗下员工都对自己的权威绝对服从，雅虎如果要更换马云将极可能影响整个企业的军心，专用性人力资本的威力由此体现。

表 1-3 马云团队“十八罗汉”担任职务表

姓名	担任职务	姓名	担任职务
马云	集团主席	蔡崇信	首席财务官
彭蕾（孙彤宇妻子）	首席人力官兼支付宝 CEO	孙彤宇	淘宝网 CEO（已离职）
吴泳滔	一淘总裁	金建航	集团资深副总裁
盛一飞	支付宝产品部总监	韩敏	支付宝市场运营部总监
戴珊	集团执行董事	楼文胜	B2B 规划师
谢世煌	B2B 资深总监	金媛影	资深经理
师昱峰	集团资深总监	周悦虹	技术部总监
麻长炜	用户体验总监	饶彤彤	国际事业部总监
蒋芳	总经理助理	张瑛（马云妻子）	集团资深顾问

Q5：初始股东如何保障公司控制权？

阿里巴巴与雅虎的控制权之争始于 2005 年。马云团队与雅虎签定协议中的关键条款，使马云团队极大可能丧失对阿里巴巴的控制权，甚至被集体辞退。如果马云团队当初在签定协议的时候更注重对创始股东的权益保护，就有可能避免这种进退两难的境地。那么，对马云等创始股东而言，有哪些办法可以防止自己丧失公司控制权？

从法律上来看，对于创始股东控制权的保障还是有很多选择的。例如，可以通过优先股和普通股的区分设计来控制风险投资者，让风险投资者在利润分配上优先，但放弃相应表决权；设计一些特别条款来保护创始股东的利益，如设立股东股权比例与股东表决权比例区别对待、表决权比例不一定与股权比例挂钩条款，或其他限制风险投资者表决权的条款；规定创始股东享有优先表决权及保留创始股东及其代表人的董事会席位等；拟定反摊薄（或反稀释）条款（anti-dilution）等。

这些规定既可以体现在公司章程中，也可以在具体投资协议中约定。在风险投资者进入的时候，拟定一份详细的投资协议（投资条款清单）是一个不错的选择。投资协议就是风险投资者与融资企业就未来的投资交易所达成的原则性约定。投资协议中除约定投资者对被投资企业的估值和计划投资金额外，还应包括被投资企业应负的主要义务和投资者要求得到的主要权利，以及投资交易达成的前提条件等内容。在投资条款协议中可就创始股东的控制权问题作出专门规定。

一份典型的投资条款协议包括：

- （1）投资金额、（充分稀释后的）股份作价、股权形式。
- （2）达到一定目标后（如 IPO）投资公司的增持购股权。
- （3）投资的前提条件。
- （4）预计尽职调查和财务审计所需时间。
- （5）优先股的分红比例。

- (6) 与业绩挂钩的奖励或惩罚条款。
- (7) 清算优先办法。
- (8) 优先股转换为普通股的办法和转换比率。
- (9) 反稀释条款。
- (10) 优先认股、受让（或出让）权。
- (11) 回购保证及作价。
- (12) 被投资公司对投资公司的赔偿保证。
- (13) 董事会席位和投票权。

(14) 保护性条款或一票否决权，范围包括：①改变优先股的权益；②优先股股数的增减；③新一轮融资增发股票；④公司回购普通股；⑤公司章程修改；⑥公司债务的增加；⑦分红计划；⑧公司并购重组、出让控股权、出售公司全部或大部分资产；⑨董事会席位变化；⑩增发普通股。

- (15) 期权计划。
- (16) 知情权，主要针对经营报告和预算报告。
- (17) 公司股票上市后以上条款的适用性。
- (18) 律师和审计费用的分担办法。
- (19) 保密责任。
- (20) 适用法律、诉讼地点。

总之，在引进风险投资的时候，创始股东要充分重视投资协议的拟定，注意防范投资协议陷阱。充分、合理地运用投资协议对于保护创业股东的股权、控制权是十分有利的。同样，这对风险投资者的合理权益也是重要的保障方式。

三、中小股东权益保护

Q1：控制权之争是否损害中小股东权益？

经济学家阿克洛夫（George Akerlof）在 20 世纪 70 年代提出“信

息不对称”理论（Asymmetric Information），认为市场环境大多呈现信息不对称的状态。在投资情境中，作为卖方的企业管理者往往比作为买方的投资者掌握更多的企业内部信息，这使得投资者在投资时并不能充分获取并依据有效的信息进行投资决策，处于劣势地位。在现代公司治理中，信息不对称主要存在于委托人和代理人，以及控制性股东和中小股东之间，前者表现为代理人掌握了更为充分的企业内部资料，为了私人利益而对委托人欺瞒信息，作出不利于委托人的决策；后者表现为控制性股东利用控制地位建立信息优势误导中小股东，甚至侵吞其利益。

本案例中，中小投资者成为阿里巴巴控制权争夺的“牺牲品”。随着支付宝转移事件和阿里巴巴 B2B 业务私有化事件的发生，中小投资者只能默默地承受控制权争夺导致的系列损失——如案例中描述的，阿里巴巴公开表态支付宝和淘宝网没有上市计划，中小股东因支付宝转移的负面消息造成的损失无法从集团的整体上市中得到弥补；发布的退市公告中，给出的收购价让大量在高位买入的中小投资者损失巨大；等等。

Q2：如何保护中小股东的权益？

保护中小股东权益可以从以下角度入手：

1. 表决方式

1) 累积投票权制度

累积投票权制度是股东选择公司管理者的一种表决权制度，按照适用的效力不同，累积投票权制度可以分为两种：一是强制性累积投票权制度，即公司必须采用累积投票权制度，否则属于违法。二是许可性累积投票权制度。许可性累积投票权制度又分为选出式和选入式两种，前者是指除非公司章程作出相反的规定，否则就应实行累积投

票权制度；后者是指除非公司章程有明确的规定，否则就不实行累积投票权制度。

2) 类别股东表决制度

类别股是指在公司股权设置中，存在两个以上的不同种类、不同权利的股份。类别股东表决制度，是指一项涉及不同类别股东权益的议案，需要各类别股东及其他类别股东分别审议，并获得各自的绝对多数同意才能通过。通过该制度，中小股东就有机会为自身的利益对抗大股东的不公正表决。

3) 建立表决权排除制度

表决权排除制度也被称为表决权回避制度，是指当某一股东与股东大会讨论的决议事项有特别的利害关系时，该股东或其代理人均不得就其持有的股份行使表决权的制度。

4) 完善中小股东的委托投票制度

委托投票制是指股东委托代理人参加股东大会并代行投票权的法律制度。在委托投票制度中，代理人以被代理人的名义，按自己的意志行使表决权。

2. 股东权利

1) 强化小股东对股东大会的请求权、自行召集权和提案权

(1) 请求权。我国《公司法》规定，单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东请求时，应在2个月内召开临时股东大会。

(2) 自行召集权。我国《公司法》规定，股东会会议由董事会召集，董事长主持；董事长不能履行职务或者不履行职务的，由副董事长主持；副董事长不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上董事共同推举一名董事主持。董事会不能履行或者不履行召集股东会会议职责的，监事会应当及时召集和主持；监事会不召集和主持的，代表十分之一以上表决权的股东可以自行召集和主持。

(3) 提案权。股东提案权是指股东可就某个问题向股东大会提出议案，以维护自己的合法权益，抵制大股东提出的或已通过的损害小股东利益的决议。股东提案权能保证中小股东将其关心的问题提交给股东大会讨论，实现对公司经营决策的参与、监督和修正。

2) 建立中小股东维权组织

由于中小股东持股比例不高、自身力量小、分散的特点，其在权益受到侵害时往往得不到很好的维护，因此可建立专门组织机构，维护中小股东和中小投资者的权益。

3. 保障制度

1) 建立有效的股东民事赔偿制度

我国现行法律为股东民事赔偿提供了实体权利根据，只是程序法上的诉权领域尚有空白。《公司法》规定：公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当承担赔偿责任。董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程、股东会决议，致使公司遭受严重损失的，参与决议的董事对公司负赔偿责任。但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的，该董事可免除责任。根据上述规定，一旦我国建立了股东代表诉讼制度和投资者集体诉讼制度，完全可以将蓄意侵犯股东利益，特别是中小股东利益的公司董事、监事、经理及其他管理人员告上法庭，那些以身试法者必将为此付出沉重的代价。

2) 引入异议股东股份价值评估权制度

引入异议股东股份价值评估权制度是指对于提交股东大会表决的公司重大交易事项持有异议的股东，在该事项经股东大会资本多数表决通过时，有权依法定程序要求对其所持有的公司股份的“公允价值”进行评估，并由公司以此价格买回股票，从而实现自身退出公司的目的。该制度使中小股东对于在何种情况下自身享有异议者权利有明确的预期，并作出是否行使异议者权利的选择。