

案例正文：

蚂蚁集团融资上市之路¹

0 引言

2020 年的深秋，半只脚已经踏入了上海证券交易所科创板的大门，蚂蚁集团正在通往今年全球规模最大 IPO 的路上。但 10 月 24 日马云在上海外滩金融峰会上 21 分钟的讲话，让事情完全改变了方向。他批评传统银行是当铺思维，巴塞尔协议是老人协议，中心思想是希望国家放松金融监管。11 月 2 日，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局四部门联合约谈蚂蚁集团实控人马云，以及董事长和总经理，当晚《小额网贷管理办法》出台；11 月 3 日上交所发布公告，暂缓蚂蚁集团上市，港交所上市计划也被叫停，11 月 4 日阿里港股开盘跌 9%，市值蒸发 600 亿美元。

顶着史上最强、全球最大 IPO 之名的蚂蚁集团，被暂缓上市了，一石激起千层浪。一时间让蚂蚁集团再次站在了风口浪尖上，引发了全国人民的激烈探讨。此时，蚂蚁集团的融资上市的全部过程也逐渐浮出水面。

1 聚沙成塔，蚂蚁前期融资之路

1.1 厚积薄发，万丈高楼平地起

蚂蚁集团前身是服务于淘宝网的支付结算部门，2003 年淘宝网上线后，为解决线上交易支付的信任问题，担保交易应运而生。随着交易量逐渐扩大，支付业务从淘宝拆分并独立运行，2004 年底支付宝正式成立。为扩大用户范围，在 C 端，支付宝先后推出全额赔付、快捷支付，给当时普遍使用网上银行、U 盾转账的用户带来前所未有的支付体验；在 B 端，支付宝以免费甚至补贴的形式吸引商户，迅速占领市场，2007-2009 年间，支付宝全年交易额从 476 亿元翻五倍，达到 2871 亿元，占整个电子支付市场 49.8% 的份额。2010 年，央行发布《非金融机构支付服务管理办法》，实行牌照制度，要求境内主体方可申请，支付宝被从已在海外上市的阿里巴巴体系下分拆出来，2011 年顺利获得国内首批第三方

1. 本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、华东理工大学商学院陈亮（通讯作者）、山东农业大学经济管理学院谷德成、孔晓月、李演召、李昕撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、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管理行为是否有效。

支付牌照。这一阶段，蚂蚁以支付起家，以解决信任痛点切入，将支付宝单一产品做到极致，商业模式处于扩流量、冲规模的早期阶段。

凭借庞大的阿里电商生态与早期流量积累，蚂蚁开始将业务延伸至信贷、理财、保险等传统金融领域。在理财领域，2012年5月支付宝获得基金销售支付牌照，2013年6月支付宝与天弘基金合作推出“余额宝”，同年10月支付宝以11.8亿元认购了天弘基金51%的股份；在信贷领域，2014年6月蚂蚁金服正式成立，2014年9月浙江网商银行获批，主营小微信贷、供应链金融等业务；2015年蚂蚁花呗和蚂蚁借呗等爆款产品先后上线，芝麻信用正式投入使用，拓宽了互联网信贷领域的布局；在保险领域，2016年蚂蚁金服向国泰产险增资，持股51%，2017年成立信美人寿相互保险社，保险业务开始在蚂蚁金服的版图中落地开花。这一阶段，蚂蚁金服渗透到传统金融领域，获取银行、保险、保险经纪、公募、基金销售、私募、保理、小贷等共8类牌照，旗下有超过20家金融机构。

1.2 势如破竹，大型战略投资者加入

在创立之初的蚂蚁金服，在融资渠道上较为单一，除了依托母公司阿里巴巴这个强大后盾外，还没有其他大股东的加入。但随着信息技术的快速发展和互联网的逐渐普及，向蚂蚁金服这样的互联网企业也越来越受国内大型投资者的瞩目，蚂蚁高管也逐渐意识到了这点，开始积极寻求国内大型投资商的加入。

2015年5月由海尔资本参投2.19亿元Pre-A轮融资，这打开了大型企业入股蚂蚁的序幕；同年6月至8月期间，通过受让出资及认购新增出资额，全国社会保障基金理事会、上海众付股权投资管理中心、北京中邮投资中心、中国人寿保险公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司等12家投资者参与了蚂蚁有限的融资，在经历了这次包括众多国有大型企业参与的融资事件后，蚂蚁金服的声望进一步扩大，也为下一步吸引更多股东参与融资打下了铺垫，本次融资完成后，蚂蚁有限的投后估值约为2600亿元，参与本次融资的投资者为取得蚂蚁有限的股权所支付的对价总额约为192亿元；与此同时，蚂蚁也开始入股其他企业，2015年9月14日，蚂蚁金服拟投资入股台湾国泰金控在中国大陆的全资财险子公司国泰财产保险有限责任公司(国泰产险)。交易完成后，蚂蚁金服将成为国泰产险控股股东，台湾国泰金控将作为战略股东。2016年4月26日，蚂蚁金服对外宣布，公司已于日前完成B轮融资，融资额为45亿美元，这是全球互联网行业迄今为止最大的单笔私募融资，一时间，称其上市在即的消息传得沸沸扬扬，热议数月，直到8月底，蚂蚁金服不得不再次出面辟谣，称“目前没有上市计划”。2016年5月，蚂蚁金服又迎来了更大规模的融资，通过受让出资及认购新增出资额，置付上海投资中心、中国人寿保险(集团)公司、上海麒麟投资中心、海

南建银建信丛林基金合伙企业、北京京管投资中心、上海云锋新呈投资中心、北京中邮投资中心、中国太平洋人寿保险股份有限公司等 16 家投资者参与了蚂蚁有限的融资，本次融资完成后，蚂蚁有限的投后估值约为 3900 亿元，参与本次融资的投资者为取得蚂蚁有限的股权所支付的对价总额约为 291 亿元。

在国内进行了一系列融资活动后，蚂蚁开始将目光转向了国外，其中 Pre-IPO 轮融资以引入境外资金为主，共募得境外资金 103 亿美元，境内资金 37 亿美元，美国红杉、凯雷、贝莱德、新加坡 GIC、淡马锡、加拿大养老基金、马来西亚国库投资等著名投资机构均在列，投后估值高达 9600 亿元；此后在 2018 年 2 月 1 日，阿里巴巴公布同意收购蚂蚁金服 33% 的股权。2018 年 4 月 26 日消息，阿里巴巴集团旗下蚂蚁金服出资 1.85 亿美元入股挪威电信公司在巴基斯坦子公司 Telenor Microfinance Bank，还将在巴发展移动支付和小额信贷服务。同年 7 月，蚂蚁集团进行了境内融资，参与 2018 年蚂蚁集团境内融资的投资者，为取得蚂蚁集团直接或间接的股份所支付的对价总额约为 218 亿元。2018 年 6 月 8 日，蚂蚁金融服务集团对外宣布新一轮融资，融资总金额 140 亿美元。从蚂蚁集团近几年的融资动向来看，在其今后的融资战略中，还会继续并加大国外的融资规模。2019 年 11 月 15 日，胡润研究院发布《世茂海峡·2019 三季度胡润大中华区独角兽指数》，蚂蚁金服以 10,000 亿人民币估值上榜。

2 鸣锣开道，蚂蚁上市之路

在经历前期多轮融资之后，2020 年 7 月 20 日，支付宝母公司蚂蚁集团宣布，启动在上海证券交易所科创板和香港联合交易所有限公司主板寻求同步发行上市的计划，蚂蚁集团的上市之路正式开启。

2.1 发行准备

2020 年 7 月 13 日，蚂蚁换掉已沿用 6 年之久的“蚂蚁金服”简称，并将工商注册名变更为“蚂蚁科技集团股份有限公司”，去掉了原注册名中的“浙江”，以“科技”替代“小微金融服务”，以彰显其科技属性；人事方面，董事胡喜退出，新增倪行军。其经营范围也发生了变动，新增了以自有资金从事投资活动等经营活动，同时不再包含接受金融机构委托从事金融信息技术服务外包，投资管理、投资咨询、金融业务流程外包等金融投资业务。

2020 年 7 月 20 日，作为全球最大的独角兽，蚂蚁集团目标估值 2000 亿美元，约合 1.4 万亿人民币。上市消息公布后，一张阿里巴巴秋招内推群的聊天截图广泛流传——蚂蚁集团整层楼欢呼，是财务自由的声音。作为全球最大的独角兽，蚂蚁集团目标估值 2000 亿美元，约合 1.4 万亿人民币。

8月25日，蚂蚁集团分别向上交所科创板和香港联交所递交上市招股申请文件，上交所受理蚂蚁集团科创板上市申请，并对蚂蚁进行问询。8月30日，蚂蚁集团首次被上交所问询，在9月7日公布的问询函回复中看到，蚂蚁共被问及6大类21个问题，蚂蚁提交了两份总计长达229页的回复函，对监管提出的问题进行了解答。9月9日上交所披露蚂蚁对第二轮5个问题的问询回复。最终，于9月18日，上交所给出回复：同意蚂蚁科技集团股份有限公司发行上市。

2.2 公布细节

10月26日晚间，蚂蚁集团发布首次公开发行股票并在科创板上市发行公告，上市细节浮出水面。

10月26日，上交所官网显示，蚂蚁集团IPO初步询价完成，经过近1万个投资机构账户询价，最终A股发行价确定为每股68.8元，总市值2.1万亿元，较此前多家投行预测约2.5万亿-3万亿元估值，折让幅度约20%-30%。

超两万亿的“庞然大物”，“A+H”两地上市，蚂蚁有望成为有史以来全球最大的IPO。更具特殊意义的是，这也是史上第一次，科技大公司在美国以外的市场完成大规模定价。无论对A股，还是对科技公司而言，一个新时代已经来临。

蚂蚁集团在港交所公告显示，预期H股将于11月5日(星期四)上午九时开始买卖，以每手50股H股进行、H股代码为6688。一手入场费为4040.31港元。10月29日，蚂蚁集团也将在A股开始网上网下新股申购，A股代码688688。

在配售方面，多家机构资金“抢购”蚂蚁新股，从蚂蚁集团公布的战略配售结果看：阿里巴巴集团通过杭州天猫将持有蚂蚁集团约31.8%的股权、此次获配金额502.24亿元；全国社保基金追加投资70亿元、认购超1亿股蚂蚁新股，成为除阿里集团外认购金额最大的战略投资者。

10月29日蚂蚁启动科创板申购并在当晚晚间公布了中签率。根据蚂蚁集团公布的首次公开发行股票并在科创板上市网上发行申购情况及中签率公告，蚂蚁本次网上发行有效申购户数约516万户，创下科创板新高；申购金额约19.05万亿，也刷新A股有史以来最高纪录。

公告显示，蚂蚁在A股发行启动了超额配售和回拨机制。联席主承销商已按本次发行价格向网上投资者超额配售250605500股，占A股初始发行股份数量的15.00%。在回拨机制启动后，网上发行最终中签率为0.12670497%。据上交所数据，蚂蚁集团网上发行有效申购户数为5155647户，有效申购股数为

276901527000 股。蚂蚁公布 A 股发行价为每股 68.8 元，据此可估算出，蚂蚁的认购金额超过 19.05 万亿，刷新 A 股纪录。目前已上市科创板股票上市首日涨幅的算术平均数为 161%，中位数为 123%。那么，以蚂蚁集团中一签 500 股、发行价 68.80 元计算，若首日上涨 161%，中一签大概能赚 5.54 万元。

2.3 上市受阻

11 月 2 日的晚间，重磅消息一个接一个！先是中央深改委会议审议通过了《健全上市公司退市机制实施方案》、《关于依法从严打击证券违法活动的若干意见》。接着是银保监会、中国人民银行就《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（下称《办法》）公开征求意见。《办法》共总则、业务准入、业务范围和基本规则、经营管理、监督管理、法律责任、附则等 7 章，共 43 条。最后监管层放出大招：马云老师被四部门约谈！

据中国证券监督管理委员会发布的公告，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局对蚂蚁集团实际控制人马云、董事长井贤栋、总裁胡晓明进行了监管约谈。

针对央行等四部门联合约谈蚂蚁集团实控人马云及井贤栋、胡晓明一事，11 月 2 日晚间，蚂蚁集团回应称，蚂蚁集团会深入落实约谈意见，继续沿着“稳妥创新、拥抱监管、服务实体、开放共赢”的十六字指导方针，继续提升普惠服务能力，助力经济和民生发展。

11 月 3 日晚间，上交所发布公告，宣布暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定！同一时间，蚂蚁集团发文表示，蚂蚁集团于今日接到上海证券交易所通知，暂缓在上海证券交易所 A 股上市计划。受此影响，蚂蚁决定于香港联交所 H 股同步上市的计划也将暂缓。蚂蚁表示，对由此给投资者带来的麻烦，蚂蚁集团深表歉意。我们将按照两地交易所的相关规则，妥善处理好后续工作。

3.暗礁险滩，过犹不及的资产证券化

如日中天的蚂蚁集团突然被叫停上市，让所有人诧异的同时，也给我们带来深深地思考。蚂蚁金服为何被监管层层加码呢？背后的原因引发人们的讨论，而根本的原因之一是蚂蚁金服的资产证券化问题。蚂蚁的资产证券化隐藏巨大风险。

3.1 资产证券化运作

蚂蚁集团的资产证券化一直是其获利的利器。资产证券化是指经过投资银行把某公司的一定资产作为担保而进行的证券发行，是一种与传统债券筹资十分不同的新型融资方式。但资产证券化把风险资产包装成低风险，积累到一定程度就

会创造泡沫，引发金融危机。所以蚂蚁集团通过资产证券化获利的同时，也在承担着巨大的风险。

蚂蚁花呗是蚂蚁集团的第一个资产证券化产品。蚂蚁花呗于 2015 年 4 月正式上线运行，是蚂蚁金服推出的一款互联网消费信贷产品，前期主要应用场景集中在天猫、淘宝购物平台，后期已扩展到大部分网购平台，受到了 80、90 后等广大消费者的追捧热爱，客户申请开通后，能够免费获得 500 到 50000 元不等的额度用于消费，在网站购物消费时，可以在授信额度内选择使用蚂蚁花呗付款，实现“先消费、后付款”。2016 年 8 月 3 日，上交所第一单互联网消费金融资产证券化产品（蚂蚁花呗消费信贷资产支持证券）正式挂牌交易。

大家常用花呗和借呗，外行人只知道是借钱的，以为人家赚的只是利息。其实花呗和借呗还存在着一层盈利模式，这一层就是资产证券化：假设有 10 亿元债权，设计成了 ABC 三层，其中 A 层占 70%，也就是 7 亿元，固定利率是 6.1%；B 层占 25%，也就是 2.5 亿元，固定利率是 7.5%；C 层只有 5%，即 0.5 亿元。这个模式中 C 层属于高风险高收益的项目，往往是由蚂蚁集团内部进行消化，即由子公司之间，互相交叉购买。但问题的关键是买 C 用的钱也是从市场上融资而来的，风险由投资者承担。蚂蚁集团通过借呗和花呗借贷出去给商家和个人的钱，收的利率是 18% 以上，而 A 只分到了 6.1%，还剩下 11.9% 点多，这些利润就留给了 C；B 也同样，7.5% 以上的利润都留给 C。接下来是担保问题，由 C 给 B 做担保，B 给 A 做担保。如果出现亏损，那就是 C 先亏损，再亏损 B，最后才是 A。由此看来 A 最安全，C 高风险高利润。一个证券化产品设计出来以后，A、B 很容易销售出去，融资得到 9.5 亿元现金，可以继续去放贷款。黄奇帆说，蚂蚁金服把三十多亿元资本金通过资产证券化循环的发放贷款，在几年里循环了四十次，造成了三十多亿元资本金，发放了三千多亿元的贷款，形成了上百倍的高杠杆²。

3.2 蚂蚁证券化发展现状

11 月 2 日，中国银保监会会同中国人民银行等部门起草了《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》，网络小额贷款业务监管趋严。据蚂蚁集团招股书，截至 6 月末，蚂蚁平台促成的信贷余额中，由其金融机构合作伙伴进行实际放款或已实现资产证券化的比例合计为 98%，即当前的 2.1 万亿信贷余额中，蚂蚁方面的出资比例仅为 2%。此外，意见稿规定，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的 1 倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的 4 倍。

² 资料来源：金融智库，<https://xw.qq.com/amhtml/20201103A0I83P00>

据搜狐财经于上交所、深交所公司债券信息公开平台的统计,2017 年至今,蚂蚁旗下两家小贷公司——蚂蚁小微、蚂蚁商诚——分别获准发行总额达 3340 亿元和 1910 亿元的 ABS (其中蚂蚁小微有 80 亿元资产证券化状态为已受理),合计 5250 亿元。

表 1 蚂蚁集团债券历史发行情况³

发行人历史发行情况							
编号	债券名称	承销商/管理人	品种	拟发行金额(亿元)	项目状态	更新日期	受理日期
1	天弘创新花呗第 8-15 期消费融资资产支持专项计划	天弘创新	ABS	80	已受理	2020/10/9	2020/10/29
2	中金花呗 2020 年授信付款资产支持专项计划	中金公司	ABS	100	通过	2020/10/29	2020/10/2
3	财通资管花呗授信付款资产支持专项计划	财通证券资管	ABS	80	通过	2020/9/30	2020/9/7
4	天弘创新花呗第 4-9 期消费融资资产支持专项计划	天弘创新	ABS	60	通过	2020/9/18	2020/8/27
5	华泰资管花呗第 1-6 期授信付款资产支持专项计划	华泰资管	ABS	60	通过	2020/5/20	2020/4/20
6	德邦花呗授信付款资产支持专项计划	德邦证券	ABS	80	通过	2020/2/26	
7	中金花呗授信付款资产支持专项计划	中金付款	ABS	80	通过	2019/11/11	

同时,蚂蚁集团招股书显示,截至 6 月末,蚂蚁小微和蚂蚁商诚的实收资本分别为 120 亿元和 40 亿元,净资产分别为 175.86 亿元和 182.39 亿元,合计 358.25 亿元。如此算来,当前蚂蚁集团通过 ABS 方式融入的资金余额已然是其净资产的 14.65 倍,远超监管要求的 4 倍。

对此,北京卓纬律师事务所资深法律顾问王运嘉表示,这一条款对蚂蚁的直接影响就是未来营收将大幅减少。因为此前监管对于杠杆倍数没有明确规定,蚂蚁旗下的小贷公司可以无限制地加杠杆,此次监管新规的出台弥补了这一漏洞,小贷公司的杠杆被限制在了 5 倍,势必会限制营收的扩张。

³ 资料来源:上交所公司债券项目信息平台,
http://bond.sse.com.cn/bridge/information/index_search.shtml?key=%E8%9A%82%E8%9A%81

3.3 危机四伏的资产证券化

蚂蚁集团资产证券化底层资产是打包的资产，里面的资产质量不一，有好有坏，而且信息不对称，资产证券化的投资者很难分清楚每笔资产的质量究竟如何，尤其是以消费信贷为底层资产的资产证券化，底层资产可能是几十万笔贷款，每笔都是几千元的小额消费贷，资产质量如何很难保障，毕竟一笔一笔去查不现实。最大的难点是底层资产的不透明性。

高杠杆带来的上百倍高风险蚂蚁集团自己绝对兜不住，所以最终风险可能已经层层转嫁给了买理财产品的人了，高利润给自己，风险分摊社会。所以监管机构也发现了这个漏洞，开始要求资产证券化时必须要有资本金的要求，等于限制住了蚂蚁集团的杠杆率，资产证券化不可以无限循环下去了，否则就是空手套白狼。此时，对蚂蚁集团的监管也越来越严格了。

4. 监管：乱花渐欲迷人眼，浅草才能没马蹄

以 30 亿资金撬动 3000 亿资金的资产证券化固然是曲折离奇，运用高杠杆通过层层包装，最终想要合规上市。蚂蚁集团的上市之路被按上暂停键的另一个原因是当前监管环境已经出现了变化。

4.1 监管政策变化

根据墨菲定律，越觉得不可能发生的事情，往往真实发生。就在蚂蚁集团等候上市之前，新的法规和监管环境呼啸而来。11 月 2 日，银保监会和央行共同发布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》，里面有一条直接关系到蚂蚁集团主营业务：在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司出资比例不得低于 30%。意见稿还对网络小贷公司的融资杠杆上限划定红线。

过去蚂蚁集团将自己往科技公司撮堆，存在监管套利。但是，随着监管对金融科技认识的深化，监管的篱笆在扎紧。金融科技本质上是一种技术驱动的金融创新活动。无论叫金融科技还是科技金融，始终不能忘记金融属性，不能违背金融运行的基本规律。因此，监管上金融科技公司的管理属性发生重大变化，从事金融业务就应当按照业务属性纳入金融监管范畴，没有法外之地。这会不会影响蚂蚁赚钱的速度和利润率？如此重大的变化会不会影响蚂蚁集团股票估值？如果按上市前的定价，蚂蚁集团市值将达到 3130 亿美元。但是一旦上市之后，公司的财务模型、商业模式却需要重新拟定。

11 月 3 日晚，上交所发布关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定。暂缓上市，原因很清楚：该重大事项可能导致公司不符合发行上市条件或者信息披露要求。法律依据也很清楚：根据《科创板首次公开发行股票注册管

理办法（试行）》第二十六条和《上海证券交易所股票发行上市审核规则》第六十条等规定，并征询保荐机构的意见，本所决定你公司暂缓上市。



图 1 蚂蚁集团暂缓上市决定⁴

那么，具体条文是怎么说的呢？一是，股票发行上市交易前，发生重大事项的，发行人及其保荐人应当及时向交易所报告，并按要求更新发行上市申请文件；发行人的保荐人、证券服务机构应当持续履行尽职调查职责，并向交易所提交专项核查意见。二是，上市委审议后至股票上市交易前，发生重大事项，对发行人是否符合发行条件、上市条件或者信息披露要求产生重大影响的，交易所的发行上市审核机构经重新审核后决定是否重新提交上市委审议；重新提交上市委审议的，应当向证监会报告。三是，证监会作出注册决定后至股票上市交易前，发生重大事项，可能导致发行人不符合发行条件、上市条件或者信息披露要求的，发行人应当暂停发行；已经发行的，暂缓上市；交易所发现发行人存在上述情形的，有权要求发行人暂缓上市。

此外，网上公布的蚂蚁集团上市注册批复中也已明确，在同意注册之日起至本次股票发行结束前，如发行人发生重大事项，应及时报告交易所并按有关规定处理。

监管的目的，显然在于对监管对象安全的维护，只有在安全的基础上，无论

⁴ 资料来源：上海证券交易所，
http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20201103_5253315.shtml

是银行，还是“蚂蚁”，才能更好地生存、发展，才能更好地为实体经济、社会以及贷款人提供各自的服务，并在这个过程中实现各自的利益和发展。外部监管的初衷，显然不是把一个人或者一个系统束缚住、限制死。蚂蚁金服把 30 多亿元资本金通过资产证券化循环的发放贷款，在几年里循环了 40 次，造成了 30 多亿元资本金发放了 3000 多亿元的贷款，形成了上百倍的高杠杆。而这些风险，都是由市场上的投资者承担的。这就是蚂蚁金服通过借呗和花呗发放贷款的操作方式，通过复杂的产品设计，将风险层层转嫁给了市场上买理财产品的投资者，自己拿高额利润。

所以，当面对蚂蚁金服通过资产证券化将风险转嫁给社会上的投资者的时候，监管层必然是层层加码进行监管。一旦蚂蚁集团中间链条出现问题，整个模式下的所有投资者都将承担损失，极易引发系统性的金融风险。

与此同时，在蚂蚁集团鸣锣上市被叫停的同时，监管部门连出重拳规范平台经济秩序。11 月 10 日，国家市场监督管理总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》（以下简称征求意见稿），其中平台“二选一”、大数据杀熟、低价倾销成为重点监管领域。此前数日，市场监管总局、中央网信办、税务总局三部门联合召开规范线上经济秩序行政指导会，《经营者集中审查暂行规定》、《规范促销行为暂行规定》、《关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》相继出台。“双十一”期间，是各大电商平台集中促销以及全民消费的重要时间节点。一系列强监管信号释放，有利于进一步规范市场经营行为、引导市场主体依法合规经营，维护消费者合法权益，营造公平有序的市场氛围。

蚂蚁集团作为阿里系的一部分，作为双十一的发起者，在这一系列的监管政策出台下，可谓步履薄冰。

4.2 金融公司还是科技公司

蚂蚁集团上市之路被叫停，也引发了对蚂蚁集团究竟姓“科技”还是姓“金融”的讨论。从诞生之初蚂蚁给过自己三个定义：互联网金融、科技金融、科技。从名字来看不难看出，蚂蚁一直在主动减少自己的金融属性。因为金融是个很敏感的领域，监管永远和金融并行，而相比之下互联网科技股则是拥有极高的市盈率。眼下，市场给科技公司的估值远远大于给金融机构的估值。蚂蚁集团上市发行 344 亿美元股票，超过了沙特阿美去年创纪录的 294 亿美元发行量。相比之下，全球资产规模最大的银一中国工商银行，其市盈率约为 6 倍。所以，蚂蚁一直在努力去金融化，转型数字科技。

如果是金融公司，可能要到主板去上，而不是科创板。而且，A 股金融股只有 5-6 倍估值，这样蚂蚁市值和募资肯定大幅缩水，甚至可能不足万亿！发行

价格也会比现在的 68.8 元低得多。

财政部副部长邹加怡在最第二届外滩金融峰会上表示，防止金融科技成为规避监管非法套利的手段，防止金融科技助长赢者通吃的垄断。中国的国务院金融稳定发展委员会也发表声明。该声明被广泛认为是对围绕蚂蚁集团本质讨论的一个回应。声明写道：“既要鼓励创新、弘扬企业家精神，也要加强监管，依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险”。

5 尾声

这次蚂蚁集团上市，已经筹备了许久，无数人、无数资方都已经有了大量投入，却突然被叫停暂缓，势必会导致一系列连锁反应，给无数人带来损失，也会影响整个金融市场。

不可否认，蚂蚁集团的产品确实方便了人们的生活，产生了巨大的价值，但国家也有国家的考量，金融的本质是为经济发展服务，一旦本末倒置只重视金融的扩张去放大信贷，而忽视了经济发展的本质，必然会引发风险点。蚂蚁的体量如此庞大，影响中国人的衣食住行方方面面，极大的方便了人们的生活，而且难以短时间内被替代，它的经营已经不再是一个企业自己股东和员工的事，而是关乎国家和社会的事，但不代表它就可以超越国家的红线，必须要接受国家职能部门的监管。

尽管目前面临着监管的压力和政策的约束，但蚂蚁集团已经做出了回应，积极应对，拥抱变化。蚂蚁集团如何适应新的监管时代，从而成功上市，这不仅仅是监管层应该思考的问题，更是蚂蚁集团等众多金融科技企业需要思考的问题。前路漫漫，蚂蚁集团将如何走好接下来的上市之路呢？

（案例正文字数：9243）

启发思考题

1. 试用 SWOT 模型分析蚂蚁集团面临的融资上市环境？
2. 上交所科创板实行何种证券发行制度？蚂蚁集团为上市发行做了哪些准备？
3. 什么是资产证券化？蚂蚁集团资产证券化的运作机制是怎样的？
4. 蚂蚁集团上市被紧急叫停，它面临的监管环境发生了哪些变化？在科创板上市失败的蚂蚁集团该如何应对？