

2011年 第7期

总第7期

# 观察与评论

2011年6月30日



清华大学公司治理研究中心  
Center for Corporate Governance, Tsinghua University

【专题】

## 支付宝股权之争事件的回放

关于支付宝重组实现“内资化”的消息近日引发业界诸多议论，多日来围绕支付宝转让所引起的纠纷已经超越互联网界、风投界，而成为一个公共话题。

### 雅虎的声明

北京时间5月11日晚间消息，根据雅虎提交给美国证券交易委员会（SEC）的文件显示，阿里巴巴集团已经将在线支付公司支付宝的所有权转让给马云控股的浙江阿里巴巴电子商务公司。

根据阿里巴巴集团资料显示，雅虎作为阿里巴巴的大股东，目前持有阿里集团39%的股份，日本软银持有29.3%，剩下的31.7%由马云及其管理团队持有。支付宝在变更股权之前为阿里集团全资子公司，雅虎及软银按比例持有相关股份。让雅虎的投资人愤怒的是，现在这家公司的核心资产支付宝已经不再属于阿里巴巴集团所有。也就是说，雅虎丧失了对支付宝的所有权，这意味着雅虎在阿里巴巴集团的投资可能在一夜之间市值就缩水了数十亿美元。

消息公布后，受阿里巴巴重组支付宝的影响，雅虎股价下跌，而雅虎股东因此事件向美国加州北部地方法院对雅虎提起了集体诉讼，如果这一集体诉讼进入司法程序，将对雅虎造成巨大影响。

令雅虎不解的是，支付宝的所有权在何时被转让给了马云，以及阿里巴巴集团的董事会是否知道此事。据雅虎发布的一份声明称，该公司曾于3月31日接到阿里巴巴集团的通知，后者已在几个月前将支付宝的所有权转移至一家独立公司，但此举尚未知会阿里巴巴董事会或股东，也没有得到批准。

阿里巴巴集团称，该集团董事会在2009年7月被告知这项交易已经发生。雅虎则表示，这项所有权转让交易是在2010年8月发生的，该交易让马云获得了支付宝的全部所有权，而雅虎直到2011年3月31日才获悉此事。

从声明来看，如果马云和阿里巴巴集团之前曾就支付宝股权重组一事与雅虎方面有过沟通，这种沟通也是私下的，没有上升到双方的董事会层面。因此，雅虎的投资者们认为公司价值数十亿美元的资产被“偷走”了。

### 孙正义的表态

除了雅虎以外，软银也持有阿里巴巴集团的一部分股权，孙正义此前为马云最坚

### 目录Contents

专题：支付宝股权之争事件的回放

支付宝股权之争大家谈

契约条款，还是契约精神/宁向东  
对于“支付宝事件”的几点思考/王琨

支付宝股权转让：不足为外人道/匡林荏

决定支付宝对价的关键/李宇  
怎样看待协议控制/汝慧萍

马云没错，孙正义也没受伤，只是他们败给了我们的政府/徐鹏

马云与央行：谁之过/张颖

附录：阿里巴巴集团大事记

鸣谢冯经纶慈善基金

定的支持者之一，2000年阿里巴巴最困难的时候投资2000万美元入股，2004年又追加了6000万美元投资。孙正义对支付宝转让纠纷非常生气，一直不太愿意参与谈判。直到6月20日，孙正义表示，预计很快和阿里巴巴集团就支付宝问题达成一致协议，这是孙正义首度对支付宝事件公开表态。此前，孙正义被认为是阿里巴巴、雅虎和软银三方达成协议的最大障碍。

路透东京6月24日消息，日本软银周五在东京举行股东会，软银社长孙正义在台上公开拥抱马云，并称双方有关支付宝的谈判进展顺利。这一举动有效缓解了外界猜测软银和阿里巴巴关系带来的压力。

## 支付宝的转移

支付宝股权重组并非现在发生，2009年阿里巴巴集团便开始行动。2009年6月之前，支付宝是一个100%由外资控股的公司，控股公司为境外注册的Alipay E-commerce，后者由阿里巴巴集团100%持股。2009年6月1日，支付宝70%的股权以1.67亿元的价格转让给浙江阿里巴巴网络技术有限公司，这家公司由马云持股80%，谢世煌持股20%。2010年8月6日，支付宝剩下的30%被转让给内资企业浙江阿里巴巴，转让价格为1.65亿元。

在支付宝两次股权转移过程中，阿里巴巴集团的第一大股东雅虎，以及第三大股东孙正义名下的日本软银集团，都意外地保持了沉默。雅虎一直到今年5月才发表声明，宣称对于支付宝的股权转移“并不知情”。

## 马云的解释

马云否认自己“偷走”了支付宝，称重组并无阴谋，一直与董事会有沟通，是公司所能做的正确的决定。

对于第一次股权转移，马云解释说，这样安排的原因是，2009年4月央行出台政策，要求非支付机构企业做备案登记，这个政策出来以后，我们觉得外资控股可能会麻烦，于是在2009年7月24日，由第一大股东雅虎代表杨致远、第二大股东阿里巴巴代表马云和CFO蔡崇信、第三大股东软银的代表孙正义所组成的董事会，形成了一个董事会“会议纪要”，授权马云等阿里巴巴集团管理层为获取支付牌照而完成股权结构的调整。

对于第二次股权转移，马云表示，2010年6月，央行发布《非金融机构支付服务的管理办法》，该办法列举了申请支付业务许可证的条件，为外商投资支付机构申请牌照开了一个口子——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”。针对央行对外资支付机构资格申请、管理办法均需“另行规定”，因此，

30%的支付宝剩余部分股权，完成了最后的转让。

据此，马云表示支付宝股权转让董事都是知道的，都在董事会会议纪要里，并不存在管理层偷偷转移股权，“私自把支付宝装进口袋”的问题。

## 矛盾升级

随着《非金融机构支付服务管理办法实施细则》出台，支付宝向央行提交了牌照申请。申请牌照过程中，波澜再起。

支付宝与央行进行沟通的过程中，央行要求支付宝做一个书面声明，即浙江阿里巴巴是否是支付宝的唯一实际控制人，有没有境外投资人“协议控制”。如果有，需申报；如果没有，需公开声明。这封信函意味着有外资背景的支付企业，牌照需另行申请。

马云认为，“另行申请”很可能意味着支付宝与第一批牌照擦肩而过，再申请可能遥遥无期。他不能冒这个险。然而，当他在董事会上与杨致远、孙正义、蔡崇信进行沟通，欲终止协议控制时，被杨致远和孙正义拒绝。

按照马云的说法，孙正义认为中国的很多规定都是可以绕过的，他的一些朋友所投资的中国公司，都是通过协议控制的方式获得牌照的，因此用一些协议的方式来规避中国的法律，达到事实上控制支付宝的目的就可以。但马云对此强烈反对，他说：“雅虎想的是雅虎的股东，软银想的是软银的股东，但我要考虑所有的股东”。对阿里巴巴的大部分股东而言，都不会希望软银的侥幸最后造成支付宝的悲剧。何况，支付宝在整个阿里体系中的地位举足轻重，阿里依靠支付宝建立新的商业文明，一旦支付宝这个支柱有了闪失，阿里整个帝国都有崩塌的危险，而软银方只看到一时的利益而忽略长期的利益，实在是不可取。

此时双方的“吵吵闹闹”达到了沸点，最终也未能达成一致意见，于是马云在股东反对、董事会未通过的情况下，作出了“不完美”、“非常艰难但唯一负责任”的决定：2011年3月31日，阿里巴巴集团管理层单方面终止了支付宝与雅虎和软银的协议控制。

“从协议转让变成正式转让”（马云语），这在协议控制进入中国十余年间，还是第一次。这一举动直接切断了雅虎、软银对支付宝这一阿里巴巴集团优质资产的控制，突破了雅虎和软银的底线。

支付宝事件并未结束，马云及其团队与雅虎、软银的谈判仍在进行，而央行在第三方支付牌照问题上的如何掌握政策底线也引人关注。此次事件引起的冲击，已经远远超出一家公司，在海内外投资界和互联网业界引起深层次反响。我们期待更完整的真相公之于世，最终推动事件以符合市场原则的方向合理善后。

## 支付宝股权之争大家谈

编者按：从股权的两次“静悄悄”转移到单方面终止与雅虎、软银的协议控制，支付宝通过这种方式“金蝉脱壳”，虽拿到了第三方支付牌照，却引起雅虎和软银的强烈不满，并在互联网和风投界激起千层浪。就此事件清华大学公司治理研究中心组织中心研究员从不同角度发表见解，以期加深公众对此事件的认识。

### 契约条款，还是契约精神

宁向东（清华大学公司治理研究中心执行主任）

马云转让“支付宝”，被指违背了“契约精神”，舆论四起，大波轩然。马云的事情，尽管有很多细节永远也不会被外人所知，但凭借我的猜想，大概还看得懂。完美也好，不完美也罢，不过是一次企业内部商业行动而已。我所看不懂的，是用“契约精神”来说事。股权纠纷，自古不断，都是讲“契约条款”，哪里有什么虚无缥缈的“契约精神”。拿“契约精神”说事，不仅外行，而且误导公众。

遵守契约，是商业活动中最基本的原则。契约包括企业开办时的投资协议，或者是股东之间的合资协议（shareholder's agreement），包括公司章程，也包括在公司运作过程中由利益相关方随时约定和签署的文件。契约是谈出来的，不仅仅包括初始谈判，还包括因为前面的约定不周、后续所进行的再谈判。如果说有什么“契约精神”的话，那就是在谈判的过程中要依照自由约定的原则，并且，达成契约后，要信守“契约条款”。不过，最后商业活动中所要遵循的，是“契约条款”，而不是所谓的“契约精神”。谈精神，比较容易形成误解，但谈条款，就会比较具体，比较好把握。所以，在商言商，锱铢必较，每个投资者都有义务把契约条款订清楚，能做什么，以及不能做什么，而不是在事后指责谁违背了“契约精神”。

我之所以说谈“契约精神”，会误导公众，是因为中国企业现在普遍存在的合作问题之一就是在事前大大咧咧、马马虎虎，并不重视约定的过程，尽是些“差不多”先生，所以，才会在事后总是说谁谁谁是小人、是流氓。这是中国企业家的毛病，必须要通过一些重大的商业事件来促使他们学习。商业合作从来讲的都是利益，而且都只讲个人利益，你自己在事前没有把事情想清楚，把自由裁量的权利交给了合作方，事后却怪罪人家，我从专业的角度看，有点看不下去。

1970年和80年代，曾经有几位大经济学家写了一组论文，阐述了由科斯所开创的“企业的契约性质”方

面的理论。从那时开始，企业就普遍被认为是“一组契约的结点”，英文叫“a nexus of contracts”。也就是说，所有提供生产要素给企业的人，事实上都是企业的签约方，他们有责任和义务在契约中尽可能地写明自己的利益所在，以及对如何保护自己的利益作出约定。在支付宝的股东之间，其实，责任义务也是一样。不过，最开始的时候，经济学家们认为这些契约是完全的。但后来大家逐渐认识到：人类是不可能写出“完全”或“完美”契约的。一是因为人类是有限理性的，二是因为人的自利性。

首先，人没有对未来完全的预见能力，人不知道未来的企业会发生什么；其次，人也没有超强的计算能力，算得清自己在某种情况发生时，会得到多少、又会损失多少。就像这次支付宝转让一样，究竟该作价多少，外人谁也说不清楚，谁也无法在现在就判断出它将来会给阿里巴巴集团带来怎样的收益。也许今天少收点转让费，尽早并顺利地得到牌照，将来会给全体股东，甚至包括上市公司的中小股东带来更多的好处。就算你能够算清楚，也没有办法把它清晰地写明，用本来就模糊的文字，记载下你似是而非的“精神”。于是，经济学家在90年代开始就“契约的不完全性”有了共识。

再说人的自利性，这是商业活动最根本的动力。商人可以讲社会责任，但在商业活动中寸土必争，追逐利益，决不手软，这是商人的本性。商业契约的约定过程，不是课堂上的案例讨论，每个人都知无不言，言无不尽。相反，每个人都要给自己争取到最大的利益，最大的事后活动空间。股东们有共同的利益，但他们彼此之间就利润分配也存在着矛盾。在保证共同利益的前提下，追求个人利益的最大化，是天理，无可厚非。也正是因为这一点，每个股东的投资团队都希望有更多的高手、更专业的团队参加事前的谈判，这样做的目的很简单：就是要在事前把所有能够想到的，都想全了，给自己争取到最大的利益空间；对于那些在事前无论如何也没有办法约定出细节的，就要设计好“治理结构”，设计出可能的“救济条款”。这个过程就是“先小人，后君子”，小人做到家，是“契约精神”中最重要的部分。



然而，即使大家都尽力了，契约设计得再好，也不可能完全地，或事前列出所有签约人在事后都满意的权利分配，并在事前就基于此一权利进行讨价还价。一句话，就是不可能保证在事后所有决策都可以让全部签约人满意，于是，要设计好“救济条款”或“救济机制”。这个问题里面主要包含两件事：一是“剩余控制权”的分配；二是“再协商”机制的设计。

剩余控制权，是相对“契约权利”而言的。契约权利，是在事先谈判中说清楚了的权利，但因为契约是不完全的，我们没法在事前把什么事该怎么办，每个人的决策权有多大完全说清楚，于是就留有了不少“剩余控制权”。剩余控制权一般是股东权利。在阿里巴巴集团这样的中外合资公司里，剩余控制权应该归属于董事会，也就是归属于孙正义、杨致远、马云和蔡崇信四个人共同拥有。因为如果公司按照《中外合资企业法》来注册，不被要求设置股东大会，只设董事会，而董事会在协商中是按人头投票的。所以，从理论上讲，这个由四个人组成的董事会，本身设置就很怪异，因为容易形成投票僵局。但从这样一个结构里，我们可以看出马云在董事会中的实际力量，我相信，这也是孙正义和杨致远事先认账的，因为毕竟阿里巴巴是马云干出来的。钱固然很重要，但不是最重要的。我说的更直接些，马云是企业家，而另外的两位是资本家，在专业上也叫“风险管理”。这里的风险管理，不仅包括商业风险，也包括对于公司控制上的风险。

据现在的媒体报道，在2009年7月24日的董事会上，有关“支付宝”转让事务的剩余控制权被交给了管理层，交给了马云去相机决断。我没有看到授权协议的文本，但根据道听途说的种种信息，我的理解是有关股权转让的事务和协议控制的事务，所有的“剩余控制权”，事实上是“自由裁量的剩余控制权”都被交给了以马云为核心的管理层，条件是按照公司利益最大化的方式获得央行的牌照审批。这有点“将在外，君命有所不受”的意思。这样做，道理非常简单，因为支付宝业务对于集团的重要性，一定要尽快将支付宝的牌照拿下来。

马云按照这份授权进行了两次股权转让，让支付宝成为了纯内资的金融服务企业。然后，在达到申请牌照的资格后，马云在2010年向中国人民银行提交了申请。到这里，我不认为马云有什么错，而且，也没见软银和雅虎的股东有什么异议。现在有争议的是，马云自作主张地取消了“协议控制”，以求最大程度的合规，这是马云是否违背所谓“契约精神”的焦点问题所在。

我们换位思考一下，如果我们是马云，这时该怎么做。一是按照被授予的“自由裁量权”，在央行政策的空间下，

尽快进入申请程序；二是召开董事会会议，重新讨论有关事宜。到目前为止，我们尚不知道7月24日董事会上的授权协议在细节上是怎样约定的。我以为，如果马云得到的是“自由裁量”性质的授权，其根本目标是在在保证阿里巴巴集团整体收益的前提下，尽快获得由中国人民银行所发出的牌照，那么，马云的性格和一贯的做事方式决定了他一定会采取第一方案，然后，大家再坐下来进行有关“补偿”的再谈判。如果以前的所有契约都没有规定马云不可以这样做的“契约条款”，那他到目前的行动就是合法的。马云是在使用他从法理上享有的“剩余控制权”或“自由裁量权”，我们就不能说违背了什么“契约精神”。

当然，马云也可以走第二条路，或者是某条中间道路。我猜，这也就是他所谓“不完美”的意思，那样，大家不会指责他违背所谓的“契约精神”。但是，如果我们冷静地想一想，那样做与现在的做法，在结果上不会有本质差别，甚至因为争议可能会更坏。马云做事的思路一向独特，从来都是“他知道该干什么，但不知道该怎么干；而底下人知道怎么干，却不知道要干什么”。我认为这也是阿里巴巴成长到今天最重要的“企业家精神”，甚至也正是因为这一点，才有了阿里巴巴集团的今天。对此，我想孙正义和杨致远应该心知肚明，不然，公司的运作也不会像媒体所报道的那样，在很多事情上并没有那样约定得严谨细致。

当然，有一点是永远也说不清的，无论是马云，还是我们这些旁观者。这就是支付宝的买家是马云全资拥有的，并且它是整个阿里巴巴的血液系统，所以，到底要转让多少钱。这还要静观之后的“再谈判”过程，马云一定要就转让价格与另外两个股东方进行谈判。我相信他们有智慧解决这个更加棘手的问题。“再谈判”是解决契约不完全的重要方式，是重新讨论股东权利分配的有效手段，更是公司治理机制进化的重要内容。我相信，经历了支付宝风波，三方要坐下来冷静讨论的，不仅仅是公司解除协议控制的补偿价格问题，也会涉及公司“剩余控制权”分配机制。

总之，判断马云是否违背了所谓的“契约精神”，第一，要看马云在支付宝转让过程中是否违背了股东之间的“契约条款”，以及是否违反了国家的政策法规；第二，是要看马云在运作阿里巴巴集团的所有活动中，他作为董事会的成员有没有违背勤勉尽职的“注意义务”，以及对于股东在利益上的“忠实义务”。而对“忠实义务”最有发言权的，只有孙正义和杨致远这两个股东。根据国内外的商业实践，如果股东认账，就是马云为取消“协议控制”而支付的补偿费用再低，马云在谈判桌上的条

件再苛刻，只要是尊重商业伙伴的公平谈判，都无可厚非。而马云如果没有了什么“契约精神”，那么，真正会惩罚他的，将是他在资本市场上的信任度。他将来再进行增发，或者是再与资本家合作时，别人就不会再给他那么高的资本溢价了。这是商业世界的游戏规则。

也就是说，马云把支付宝卖给了浙江阿里巴巴，只要软银和雅虎不到法院去起诉董事会或管理层，我们就

## 对于“支付宝事件”的几点思考

王琨（清华大学公司治理研究中心高级研究员）

支付宝事件还在进行当中，VC与马云之间的争执仍在如火如荼的展开，争论的核心从“契约精神”到“VIE管理模式”逐步深入。整个事件中，两个环节值得关注，一是支付宝的产权从阿里巴巴分两次转让给浙江阿里巴巴，前提是两者间建立VIE的协议控制关系以保证阿里巴巴对支付宝的实际控制权；二是近期马云迫于央行禁止境外控制人“协议控制”支付宝的要求，单方面终止了支付宝与阿里巴巴集团之间的协议控制关系。由此可见，两个环节的核心都是“协议控制”即VIE的管理模式。

什么是VIE模式，简而言之是一种用于保证某公司通过一系列的服务协议在事实上享有另外一家公司的全部或者大部分收益的契约。由于我国政府对境内某些实体业务在股权上禁止外资的投入，VIE模式被境外注册公司用于实际控制境内持有相关业务牌照的公司。在支付宝案例中，阿里巴巴通过VIE的模式对支付宝拥有实际控制权。

## 支付宝股权转让：不足为外人道

匡林荪（清华大学公司治理研究中心研究员）

支付宝转移事件的焦点在于：协议控制的方式是否适用于当时的支付宝，以及马云在关键时刻未经董事会同意擅自取消协议控制是否合适。

对于协议控制是否适用于支付宝，至少从目前的结果来看，其他采取协议控制的公司也获得了牌照。当然，这不能说明协议控制的模式在未来也将一直被认可。协议控制作为互联网行业重要的合规模式而普遍存在着，所以杨致远和孙正义认为协议控制对支付宝是可行的。然而据媒体披露，在央行向支付宝颁发首批牌照之前，曾经要求支付宝声明无境外投资人通过持股、协议或其他安排拥有支付宝的实际控制权。虽然央行一再说明，

不应随随便便地把什么违背“契约精神”的大帽子扣在人家头上。这个帽子太重了，对于打拼做事的企业家不公平。只有某一天马云或阿里巴巴集团的董事会被股东告到法院去，证据确凿，法院也认定马云违背了哪一个“契约条款”，那时，我们再说“马云错了”不迟。不过，要是真有那么一天，我倒也开始怀疑软银和雅虎的投资管理团队到底是个什么水平了。

结合VIE的模式，在支付宝事件中有两个问题需要思考。第一个问题是，VIE管理契约是否可以被支付宝单方面终止，这个问题有待法律的检验。即使终止，是否向对方支付违约金或者其他的补偿。进一步的问题是，在阿里巴巴转让支付宝的股权给浙江阿里巴巴的过程中，建立VIE的协议对于转让股权的价格是否存在影响？具体而言，是否由于签订了VIE的协议，导致股权被低价转让。如果事实的确如此，协议控制契约的终止则同时导致股权转让及其价格再议。

在上述环节中，另一个值得关注的问题就是董事会的执行力。阿里巴巴的股权结构显示，马云和雅虎、软银分别持有公司31.7%、39%和29.3%的股份，并且分别派出董事进入董事会。董事会对股权转让与VIE模式的公平性和风险承担是否给予了足够的判断？其他董事与马云是否有直接、充分的制衡能力以避免后者追求私有利益？鉴于我国以及亚洲等公司普遍存在的股权结构层级复杂、内部人控制严重的问题，董事会的执行力将成为保障股东特别是外部股东利益的有力公司治理机制。

有境外投资也并不意味着拿不到牌照。但对于在中国市场求生存的企业家而言，认为支付宝需要干净地验明正身以保证拿到牌照似乎也是可以理解的。在这个问题上，是央行暧昧的态度造成了双方认知差异的空间。

对于马云擅自取消协议控制，要看当初董事会在这件事上对马云的授权。授权的细节至今不明朗，不过有两点很有趣：一是媒体似乎对马云到底错在哪里非常关心，而对于其他当事人是否履行了相应的义务，倒是没有太深究；二是虽然网上骂声一片，但批评的声音似乎主要来自“外人”，杨致远和孙正义的声音倒是不多。我认为，这次支付宝转移事件被赋予了太多的意义。我们应当相信当事人和监管方的智慧，并把企业行为还原到市场经济最基本的含义去看，如果是双方你情我愿的，很多事情似乎就不足为外人道了。

## 决定支付宝对价的关键

李宇（清华大学公司治理研究中心研究员）

从商业实践的角度看，支付宝的对价是比较难谈的。原因是，支付宝对于卖家的价值低，对于买家的价值高，双方的心理预期可能存在一定的落差。

对于雅虎和软银来说，鸭子早就飞了。如果中国政府关于第三方支付牌照只发给内资主体的规定是严肃的，不能附带外资的管理协议，这就意味着外资主体根本没有资格拥有或者管理支付宝，何谈几十亿美元的鸭子飞了呢？如果鸭子飞了，也是被央行放飞的，而不是马云放飞的，只是恰巧飞到了马云那里，这是一个重大的关联交易。这样问题就显得复杂而又棘手，这也就是为什么（根据马云的披露）在事先讨论的时候，杨致远说可以把支付宝卖了、卖给谁都可以（我猜想他的意思应该是不包括马云），而孙正义什么都不说、拒绝表态。如果你是董事，这样的事该怎样表态呢？

说什么都不重要，关键是应该积极地去，即要了解央行对于管理协议的实际态度：如果阿里巴巴申报了管理协议，央行到底有多大的可能性把支付宝给否了？这个管理协议和一般意义上的VIE是有区别的。支付宝管理协议的双方是一个中资企业和一个外资控股的、由中国人管理的、在中国注册的外商投资企业，并且已经有了6个亿的用户做为筹码。对媒体，马云的说辞是谁也担不起支付宝被央行否了的责任，这是原则问题。风

## 怎样看待协议控制

汝慧萍（清华大学公司治理研究中心研究助理）

引发支付宝事件的导火索是协议控制的合法性问题，协议控制是指企业所拥有的实际或潜在的经济来源，但是企业本身对此利益实体并无完全的控制权，此利益实体系指合法经营的公司、企业或投资。其模式源自新浪网纳斯达克上市时所创造，后被普遍运用于互联网、出版等“外资禁入”行业的企业境外红筹上市。支付宝事件不仅仅是雅虎、软银和阿里巴巴三家之间的矛盾，而是普遍存在于外资控股、参股或协议控制的第三方支付行业中，甚至更广泛地关系到“外资禁入”行业中。

支付宝事件既然已经发生了，我们不应该只关注当事人是如何处理这件事情的，因为对这种存在多方利益矛盾的问题，无论怎样处理，当事人都会听到不同的声音，所以我们应该关注的问题是为什么这件事会发生，如果

险肯定是存在的，问题是风险到底有多大？如果风险接近于100%，支付宝对于阿里巴巴的价值就接近于0%；如果风险接近于0%，支付宝对于阿里巴巴的价值就接近于100%。马云又表态说，原则问题不能谈，但是利益问题可以敞开来谈。如果敞开来谈的意思是可以接近于100%价值的话，说明马云认为风险是接近于0%的。

央行的态度是决定是否取消管理协议的关键，也是定价的关键。作为公司董事，杨致远和孙正义应该和马云一起，亲自与央行沟通、谈判，掌握第一手的信息，作出最佳的判断。如果他们没有这样做，就没有尽到对股东的义务，是真正的逃避职责。现在，关于央行是否会给附带管理协议的支付宝发放牌照的信息，完全由马云垄断，尽管他没有或者无法真实的对外披露，而拜媒体的介入，应该掌握但事实上可能没掌握这一信息的杨致远和孙正义两位董事似乎站到了道德的制高点，这样的位势对三个人都是一种讽刺。

决定支付宝对价的因素有三个：支付宝的估值、对价区间（对卖方的价值，对买方的价值）以及对价谈判。估值相对容易，有了估值就有了对买方的价值，对卖方的价值是估值乘以（1-被央行否决的可能性）。由于这个可能性并不清楚，因此对卖方的价值也不清楚。这种情况下，在谈判中只能向着对买方的价值（支付宝的估值）靠近，这对马云是不利的。但是，如果马云掌握的信息是被央行否决的可能性很低，那么各方达成协议也将不是件很困难的事情。

再发生应该如何处理。首先我们要弄清楚的一个问题是协议控制的合法性，可以说协议控制对急需资金支持的中国互联网行业做出了巨大贡献，那是不是现在央行政策一出，就要过河拆桥，干卸磨杀驴的事？这不仅关系到投资者和战略人之间的合作及信誉问题，更关系到未来新兴行业的发展问题。如果说马云错了，那也是规则给了他这个犯错误的机会，我们暂时还无法判断他这个是权宜之计、无奈之举，还是贪图一己私利，这有待事态的进一步发展。但是事情的起因源于监管部门，同样的事情还会发生在其他企业身上，那么现在讨论的问题不是一定要分出来马云是对还是错，而是要问监管部门，牌照政策合理吗？监管部门应该做的是将存在合理性的潜规则合法化，使其更加公开、公正、公平，逐渐向显规则转变，而不是不分青红皂白地把该政策一刀切，好的政策不是给企业出难题，而是使企业的运行在合规的情况下更加顺畅。



## 马云没错，孙正义也没受伤，只是他们败给了我们的政府

徐鹏（清华大学公司治理研究中心研究助理）

支付宝事件是一个由企业家、资本家和政府参与的三方博弈，企业家和资本家都在按效用最大化的正确方式选择自己的博弈策略，只是他们输给了尚且不够成熟但又强硬的博弈第三方——政府。

企业家是这样一批人：他们依照自己内心的声音去生活、去追求，一半是天才一半是疯子。在一个社会中，企业家的职责是追寻内心梦想并推动社会进步，他们需要在基本的法律框架下，不惜一切手段去维护企业的稳定发展，实现自己的梦想。马云是当代中国为数不多的可以真正被称作“企业家”的人，在支付宝事件上他的做法无可厚非，没有这样的人、这样的做法，在当前中国的社会大背景下，就不会出现真正伟大的企业。所以，马云没有错。

资本家是这样一批人：在极度理性的状态下保证资本的收益与回报。他们不需要梦想，不需要激情，不需要冒天下之大不韪。他们要做的就是保证自己完全理性的前提下，以资本回报最大化为目的，时刻作出理性的决策。依照这种逻辑，杨致远、孙正义这样资深的资

## 马云与央行：谁之过

张颖（清华大学公司治理研究中心研究助理）

马云一直是很敬重的一位企业家，他有独特的眼光和幽默的风格。然而，前些天竟然听说他“悄悄地”把支付宝从阿里巴巴集团名下转到了自己名下，而这笔交易的完成并没有经过集团另外两名大股东的同意。作为公司治理领域的研究人员，我的第一反映便是，这是一个典型的掏空问题！马云同时作为阿里巴巴集团的小股东兼经理人，利用手中的“实际控制权”，以极低的价格，将集团的核心资产转移到自己的私人公司名下，从而实现“假公济私”。

但当我们进一步追溯事件的原委后，却发现现实并没有教科书上写得这么简单。央行近期开始对第三方支付行业进行整顿监管，并实行牌照发放制度。可是央行的第一批牌照只发给纯内资企业，至于合资和外资的第三方支付企业的牌照管理办法，还迟迟没有出台。

马云如果不想办法尽快让支付宝符合央行的标准，并拿到第一批牌照，支付宝的前途将充满变数——支付

本玩家绝不会在中国这样的初级资本市场上“受伤”。在三方博弈的初始阶段，资本家一方必然会理性地预料到中国互联网企业的“协议控制”（VIE）规则所带来的政策风险与经营问题。我相信，在已经发生的众多期博弈里面，资本家已经通过各种输送手段完成了投资应得的回报，必然提前弥补了VIE制度可能带来的风险与损失。所以，杨致远、孙正义并没有受伤。

在三方博弈中，政府的地位高于另外两方，因为政府不仅参与博弈而且是整个博弈规则的制定者。一个出色的政府玩家的特征是：为博弈设计出最优的制度规则，让三方在制度约束条件下依照自身利益最大化作出理性决策，最终共同实现社会总效用的最大化。而支付宝事件中的VIE制度和央行支付规则之间的“矛盾”体现出政府政策制定和参与博弈能力的低下，也反映出各政策制定部门间协调机制的缺乏。所以，我认为在这场三方博弈中，企业家和资本家都在好好玩，只是暂时输给了不太会玩但又很强硬的政府。

这样的事情，我相信以后还会经常出现，这一次只不过是产业政策VIE和央行支付政策两个条件把支付宝筛选出来了，下一次不一定哪个行业的哪家企业又符合了这套谁也说不清的筛选标准。但这是我们的政策制定者在成长过程中必然要经历的，付出一定成本也是无可奈何的事。

宝若错过了第一班车，丧失了市场份额第一的地位，它的所有股东都将损失惨重。可是，马云如果想保全支付宝，就必须损害自己与阿里巴巴集团另外两名股东之间的契约关系，同时也损害了自己的诚信，即使后续支付给其他股东足够的补偿，马云的个人声誉也将面临着极大风险。我猜想，马云可能是出于“企业家的本能”，选择了后者，这种做法应该是可以理解的。

按照我们的逻辑继续推下去，似乎问题就出在了央行的政策身上：央行作为第三方支付行业的监管机构，却没能及时拿出一个顾及全局的监管办法，“逼”得企业家们不得不“夹缝里求生存”，甚至还“不择手段”。

然而，综观全局，我们可以看到，目前我国的金融市场作为一个整体还未完全开放，这不仅仅涉及第三方支付这一行业的外资禁入问题。我国的汇率、利率均没有市场化，银行业、证券业也都还在实行严格的牌照发放制度，对外资同样存在着“歧视”问题。回顾改革开放的三十余年，我们选择了渐进式的改革道路，央行对于第三支付的管制，只是我国的市场经济改革走到当前这一阶段下的一个局部反映。如果只把眼光停留在这

一局部问题上，把责任一味地推给央行，也是不公平的。

目前公众对于支付宝事件的评论依然在有声有色地进行着，我发现大家的观点大致可以分为两派。大部分学者和媒体，都认为错在马云，因为他违背了信托责任；而许多民营企业企业家，却认为错在央行，对马云持同情之理解态度。

其实，在大历史的背景下，无论是政府、企业还是个人，都有其合理的理由，也有难言的苦衷。我国的改革开放发展至今，尽管取得了不小的成就，但在制度建

设上依然存在许多不可忽视的问题。在这样一个客观的制度框架下，市场主体本着利益最大化的经济学原则，作出各自的决策，其间也会发生不少利益争夺。而所有这些矛盾和冲突，都将反过来进一步促进制度的完善，推动改革的发展。

这或许就是支付宝股权重组事件带给我最大的启发：公司治理其实是一个包含多方面制度建设和演进的大问题。

## 附录：阿里巴巴集团大事记

- 1999年6月，马云带领下的18位创始人在杭州的公寓中正式成立了阿里巴巴集团。
- 1999年10月，阿里巴巴获得以富达投资为首的第一笔风投500万美元，到2000年获得来自软银、高盛和富达投资等机构融资共2500万美金。
- 2000年9月10日，阿里巴巴在杭州召开第一届西湖论剑，邀请到了张朝阳、王志东、丁磊、王峻涛、金庸等名人。
- 2000年10月，阿里巴巴推出“中国供应商”服务，为中国中小企业提供外贸电子商务服务。
- 2001年8月，阿里巴巴为国际卖家推出国际站“诚信通”会员服务。
- 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成立，10月，淘宝网推出“支付宝”服务，完善网上交易的支付平台，阿里巴巴实现每天收入100万元。
- 2004年12月，支付宝从淘宝剥离，正式独立运营。
- 2005年，阿里巴巴集团与雅虎美国建立战略合作伙伴关系。同时，执掌雅虎中国，阿里巴巴成为中国最大的互联网公司。
- 2006年2月，阿里巴巴全面引入支付宝，两驾马车升级诚信体系。
- 2006年3月，支付宝发布国内首个数字证书，力促数十万网店安全支付。
- 2006年5月，颠覆亚马逊模式，阿里巴巴高调推出全新B2C商城。
- 2006年10月，阿里巴巴集团战略投资口碑网。
- 2006年10月，支付宝与建设银行推出首张网购银行卡。
- 2006年11月，中国邮政与阿里巴巴战略合作推廉价速递产品e邮宝。
- 2007年1月，以互联网为平台的商务管理软件公司阿里软件成立。
- 2007年8月，支付宝进军海外，网上贸易全球畅通。
- 2007年10月，阿里巴巴中国基地在杭州奠基。
- 2007年11月，阿里巴巴网络有限公司在香港联交所挂牌上市；网络广告平台阿里妈妈诞生。
- 2008年5月，阿里巴巴与软银成立合资公司，共拓日本市场。
- 2008年6月，口碑网与中国雅虎合并，成立雅虎口碑。
- 2008年9月，淘宝网整合阿里妈妈，阿里巴巴集团研究院成立。
- 2008年10月，阿里巴巴集团宣布投资50亿元，打造“大淘宝”战略。
- 2009年6月1日，支付宝70%的股权以1.67亿元的价格转让给浙江阿里巴巴网络技术有限公司。
- 2009年7月，阿里软件与阿里巴巴集团研究院合并。
- 2009年8月，作为“大淘宝”战略的一部分，口碑网注入淘宝。
- 2009年9月，阿里巴巴集团庆祝创立十周年，同时成立阿里巴巴云计算。
- 2010年3月，阿里巴巴集团宣布成立大淘宝战略执行委员会，其成员来自淘宝、支付宝、阿里云和中国雅虎的高管，以确保“大淘宝”战略的成功执行。
- 2010年8月6日，支付宝剩下的30%的股权被转让给内资



企业浙江阿里巴巴，转让价格为1.65亿元。至此，支付宝的所有权完全转移至浙江阿里巴巴。

- 2010年12月，支付宝注册用户突破5.5亿，日交易额超过25亿元人民币，日交易笔数达到850万笔。
- 2011年3月31日，阿里巴巴集团管理层单方面终止了支付宝与雅虎和软银的协议控制。
- 2011年5月11日，雅虎SEC文件显示，阿里巴巴集团已将支付宝所有权转让给马云控股的一家公司。
- 2011年5月13日，雅虎发布声明称，马云转移支付宝举动尚未得到阿里巴巴集团董事会或股东批准。
- 2011年5月16日，雅虎与阿里巴巴发联合声明，称双方正在并将致力于推进谈判，解决支付宝问题。
- 2011年5月26日，支付宝获得央行认证的“非金融机构电子支付牌照”认证。
- 2011年6月14日，马云紧急召开媒体沟通会，强调一直和董事会有沟通，并称“我做了一个艰难的决定，虽然不完美但是正确”。
- 2011年6月16日，阿里巴巴集团宣布，旗下淘宝公司将分拆为三个独立的公司，即淘宝网，淘宝商城和一淘网，以更精准和有效地服务客户。
- 2011年6月21日，支付宝联手百家公司成立国内首个安全支付联盟。
- 2011年6月22日，雅虎、阿里巴巴、软银联合宣布，支付宝转移事件取得“实质性的、令人鼓舞的进展”，有望很快达成协议。
- 2011年6月24日，在日本软银举行的股东会上，软银社长孙正义在台上公开拥抱阿里巴巴创始人马云，并称双方有关支付宝的谈判进展顺利。



清华大学公司治理研究中心

Center for Corporate Governance, Tsinghua University

地址：北京市海淀区清华大学科技园科技大厦 A 座 705

邮编：100084

网址：cgg.tsinghua.edu.cn

电话：(8610)8215 0096

传真：(8610)8215 0096-608

邮箱：cgg@sem.tsinghua.edu.cn

Add: Room 705, Tower A, Science Park Building 8, No.1

Zhongguancun East Road, Haidian District, 100084, Beijing

Web: cgg.tsinghua.edu.cn

Tel: (8610)8215 0096

Fax: (8610)8215 0096-608

Email: cgg@sem.tsinghua.edu.cn