

蚂蚁上市失败一年后，最终会迎来何种结局？

从最大金融创新到面临被监管拆分，17年的发展，蚂蚁何以至此？



2019年5月1日，马云在法国巴黎凡尔赛宫举行的第四届 Viva 科技展上向与会者发表演讲。摄：Chesnot/Getty Images

超先声 | 2021-11-04

互联网巨头 反垄断 互联网金融 蚂蚁集团 马云 评论

从去年11月3日到今天，蚂蚁集团在上海与香港同时上市被叫停的事件已经过了整整一年。而在两周之

前，蚂蚁短期内能重新上市的最后一丝幻想也破灭了。

时间回到2020年10月20日，证监会正式下发关于同意蚂蚁科技集团股份有限公司首次公开发行股票注册的批复。根据中国证监会的《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，IPO“批文”有效期为一年整，蚂蚁在最后期限内没有上市成功，批文失效，蚂蚁如果想要上市，需要重新申请审核，“暂缓”上市成了真正的上市“流产”。

当然，“暂缓”上市只不过是蚂蚁科技的说辞，几乎所有人都明白，过了去年11月3日晚上，蚂蚁已经身处热锅，不光上市遥遥无期，连自身的稳定、公司的惯常运行都成了奢望。

导火索来自2020年10月24日马云在第二届外滩金融论坛石破天惊的演讲。当着国家副主席王岐山、上海市委书记李强等国家领导人，原央行行长周小川、原国开行行长陈元等金融大佬的面，马云炮轰中国金融制度：今天我们国家是缺乏金融系统的风险，不是金融系统性风险；监管到后来，变成了自己没有风险，自己部门没有风险，但是整个经济有风险，整个经济不发展的风险；中国的金融当铺思想最为严重，要么是资产全押了出去，压力巨大；要么肆无忌惮贷款，不断加杠杆，负债搞的很大。

这有可能是有史以来代价最昂贵的一场演讲，这场时长不到20分钟的演讲，一向自信且口若悬河的马云选择了书面演讲稿，证明这是一次准备充分、预估后果的试探底线，哪想到捅破天花板，直接造成了本将以3200亿美元市值上市的蚂蚁集团命运突然变得未卜，以及估值在来年的大幅缩水。

2021年5月份，富达投资的几只基金在2月底标注的蚂蚁股份价格，对应的对蚂蚁的估值为1,440亿美元；9月份，富达投资再次降低蚂蚁集团估值至780亿美元。这相当于蚂蚁去年IPO市值的四分之一。

马云的一番讲话，为何能够掀起滔天巨浪，把潜在A股第一大市值公司在上市前夜掀翻？从初创到今天，蚂蚁又经历了怎样突破监管却最终又被监管扼住喉咙的全过程？而未来的蚂蚁集团，是否注定要迎来被“肢解”的命运？



蚂蚁集团
ANT GROUP





2021年4月9日，拍摄于上海的蚂蚁集团和支付宝商标。摄：Gao Yuwen/VCG via Getty Images

1. 马云触龙鳞

有人认为，马云出身浙江，蚂蚁成长于杭州，应该是习近平的政绩之一，即便马云讲话常常夸大其辞，也不会至于到如此地步。

但外界都低估了事情的严重性。在马云上台演讲前，主持人戏称马云“要来扔炸弹”，马云谦虚说“可能不成熟，讲得不对，贻笑大方，大家估且一听”的这颗炸弹，怎么有这么大威力？

马云在讲话中批评了中国金融监管的几大问题，都是对“三大攻坚战”之首的防范化解重大风险的直接否定。

2017年10月18日，习近平在十九大报告首次提出，要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。这是新一届中央未来5年的施政纲领，也是习近平最看重的“政绩”。

2021年3月5日，政府工作报告2020年三大攻坚战主要目标任务如期完成。马云在2020年10月底完全否定三大攻坚战的首要任务，也就是说在中央快要定调大功告成的时候，马云跳出来搅局。

以马云的影响力而言，这是严重的政治事件，这表明马云全面否定了过去几年中央的努力，焉能不犯忌讳？

实际上防范化解重大风险在2017年中5年一度的全国金融工作会议上已经提出。2017年7月14日，习近平在这次会议上发表讲话，提到“防范化解金融风险，特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务，也是金融工作的永恒主题。”

在讲话里，他似有所指，“对违法犯罪金融活动要敢于亮剑，对涉嫌利益输送和权钱交易的内鬼、操纵市场和幕后交易的‘金融大鳄’、顶风作案的非法集资和地下钱庄要加大惩处力度，形成震慑。”

这次讲话定调之后，轰轰烈烈的P2P开始整治，以清零为最终目标，央行副行长在2021年1月份表示，P2P平台已经全部清零，是防范化解金融风险攻坚战的重要成果之一。金控集团明天集团肖建华、安邦集团吴小晖纷纷被抓，海航、万达、恒大这批跟金融系统有错综复杂关系的企业要么破产自救，要么断臂求生。

蚂蚁也在这次整治中堪堪过关，尽力抹去自己的金融色彩，名称从“浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司”改为“蚂蚁科技集团股份有限公司”，才能在2020年提交上市IPO文件。但马云一席话，把蚂蚁上上下下所做的努力毁于一旦。

马云痛批金融监管，声称是一个“退休的人”，但实际上夹带私货。希望用舆论来倒逼监管，为即将上市的蚂蚁开绿灯，打破监管规则，开拓生存空间。

外滩金融峰会是马云利用决策者和监管者云集的机会进行一次喊话和试探，此招虽然惊险，但作为操纵媒体和民粹的高手，马云一向擅长棋走险招出其不意。外滩金融峰会是金融界的主场，最高监管层以及国家几大行名流云集，央行、银保监会、证监会以及工农建交中行一把手都有出席。

马云演讲相当有煽动性，也并非是没有底牌的飞蛾扑火之举，游走在政府与企业多年，有与各路高官往来的经验，马云有自己的政治考量。蚂蚁的上市的确是中国资本市场的一件大事，是科创板的样板工程，也是马云“挟蚁自重”的本钱。

2018年上海进博会习近平钦点上海大礼包，开通科创板，两年过去，蚂蚁是最好的成果展示。马云这次非专业人士的专业看法，是审时度势的谋定后动，利用时局和形势来拓展蚂蚁生存空间、向监管层要松绑的一次表演。

只是这次过火的表演演砸了，马云才发现，在与上层的博弈中，他的牌不再像以前那样值钱了。





2019年8月28日，马云于杭州市出席 2019 年全球女性与创业大会。摄：VCG/VCG via Getty Images

2. 阳谋基因支付宝

蚂蚁集团原本称作小微金融服务集团，最早可追溯到2004年成立的阿里巴巴子公司支付宝。2003年淘宝诞生之后，国内信用卡银行卡没有普及，支付成为横亘在淘宝网前进道路上的最大障碍。

2004年马云参加达沃斯论坛之后突发奇想，在达沃斯给国内打电话“立刻，现在，马上启动支付宝”。马云深知在中国做支付面临的政策阻碍，他还加上了一句“如果要坐牢，我去。”

2004年中国互联网仍处于蛮荒时代，监管极度缺失，丛林法则横行，人们对互联网行业都捉摸不透，更别提互联网金融了。作为淘宝网下属公司，支付宝也随着阿里巴巴交易额的扩大，逐渐成长为中国第一大第三方支付公司。

支付宝的诞生就能看出蚂蚁不同于阿里的底色：突破监管而生的监管套利。如果循规蹈矩就不会有今天的蚂蚁集团，蚂蚁身上深深刻有马云强烈的“猴气”和“胆大包天”的印迹。

2011年支付宝VIE事件就是明证。2009马云瞒着大股东软银和雅虎，把支付宝母公司拆去VIE架构，变回内资，由马云和谢世煌两人持有100%股份。支付宝（中国）网络技术有限公司所有权在2010年转至浙江阿里巴巴电子商务有限公司，马云的理由是，为了获得央行颁发的第三方支付牌照。

2011年支付宝VIE事件爆发，引发了海内外媒体的一片反对，认为马云违背了VIE条款，将对中概股海外融资上市造成不利影响，其中以财新传媒的主编胡舒立为代表，胡舒立与马云深夜讨论的短信截图被曝光，
刀二和支付宝的形象受到损害

的确，支付宝拿到了中国人民银行颁发的第一张第三方支付牌照。但实际上外资控股的腾讯旗下财付通没有做任何的股权变更，也拿到了牌照。蚂蚁在后面几轮融资中也拿了外资比如GIC、淡马锡、马来西亚主权基金的钱。

马云与阿里股东软银和雅虎达成协议，支付宝的控股公司承诺在上市时予以阿里巴巴集团一次性的现金回报。回报额为支付宝在上市时总市值的 37.5%，回报额将不低于 20 亿美元且不超过 60 亿美元。2019 年9月，在准备IPO之前，此事最终落停，阿里巴巴收到蚂蚁金服33%的股份。

支付宝以及后来的蚂蚁集团，从人员、架构到价值观都是阿里一脉相承，有着强悍的战斗力和舆论操控能力。支付宝VIE事件，除了阿里色彩之外，也一举奠定了蚂蚁的行事风格、思考逻辑。比起阿里，蚂蚁面临的监管环境更是复杂，一行三会（编注：2018年国家机构改革前国内金融界对中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会这四家金融管理和监督部门的并称。）乃至工农建交四大行都有过交锋，很少落下风。同时敢于直接通过诉诸民粹和媒体的方式，来对抗央行监管，行事泼辣又有心计。其GR和PR团队，配合默契，屡立奇功。

快捷支付、备付金管理、二维码支付、招财宝、花呗借呗等许多业务踩线越界，大部分都起死回生，敢跟监管层正面对抗，私下用小动作化解骚扰央行等监管部门。

过去十年，央行开始面对支付宝的时候力不从心，明明占理也是落了下风，哑巴吃黄连。央行虽然是正部级部门，但手中只有宣传局、下属《金融时报》和一些跑口央媒可以使用，市场媒体力量皆掌握在蚂蚁手中，力量悬殊。

在中共十九大之前，意识形态和文宣系统各自为战，没有合力，极容易被各个攻破；金融监管也缺乏配合，一行三会顾此失彼。蚂蚁利用体制漏洞左右逢源，游刃有余，在2018年第三轮融资时终成大象。





2021年8月2日，杭州蚂蚁集团的总部。摄：Qilai Shen/Bloomberg via Getty Images

3. 乘风破浪的金融自由化

2012年起中国开启了轰轰烈烈的金融自由化历程，五六种互联网金融形势交错发展，P2P、股权众筹等形式大行其道。支付宝乘着东风，先是改名小微金服，后改成蚂蚁金服，不但是金融自由化浪潮中最大的获益者，也是最终的胜利者。

2013年6月份，支付宝推出石破天惊的“余额宝”，开创了中国在互联网平台售卖货币基金的先河，余额宝迅速成为全球最大的货币基金，2018年第一季度最高时达1.69万亿元。掌管余额宝的天弘基金原本仅是行业中流水平，因为搭上支付宝而一飞冲天。支付宝入股天弘基金，占比51%。

余额宝以及后续互联网平台推出的各类宝宝，引发了中国储户的“存款搬家”。2013年6月份恰逢钱荒，余额宝的七日年化收益率高达6%，超过很多银行5年定期存款利率，而余额宝的提取和使用比银行活期存款还方便。

银行们慌了，央视证券资讯频道执行总编辑兼首席新闻评论员钮文新发博文《取缔余额宝！》称，“余额宝是趴在银行身上的‘吸血鬼’，典型的‘金融寄生虫’”。不过彼时正值金融自由化开始之时，钮文新的言论不光被民间舆论批评，甚至官媒也鼎力支持余额宝。

2014年P2P风行，乘着余额宝东风，蚂蚁没有亲自下场，而是开发了一个叫做“招财宝”的产品。招财宝是一个依托支付宝的产品聚合平台，有理财机构、P2P公司、还有售卖万能险的保险公司。

招财宝的厉害之处除了拥有支付宝这个流量入口之外，还在于机制的新颖：购买了招财宝的用户可以在平台随时交易，蚂蚁收取一定手续费，理论上讲，在产品到期之前，交易可以无限循环下去。

有可比性还是下台版的八只，是下台CDO，虽有三分人，但观切下台版。开知招财宝上可以百天的中
五花八门，既有P2P也有企业债，一些高风险高投资门槛的产品原本无法向普通公众开放，借助招财宝，
几亿普通用户可以接触到完全不懂的金融产品，这些产品竟然还能够持续抵押、交易。

2016年底，招财宝就出现违约事件。惠州侨兴电讯工业有限公司和惠州侨兴电信工业有限公司于2014年
分别发行的“侨讯第一期至第七期”和“侨信第一期至第七期”私募债，由于资金周转困难无法按时还款。在
蚂蚁介入之下，最终投资人得到赔付，这场兑付危机也没有蔓延开来。存在两年半的招财宝也走到了历史
尽头。

招财宝的失败，并没有让蚂蚁气馁，蚂蚁很快就尝到了产品创新的甜头——蚂蚁最支柱作用的产品花呗和
借呗。

2013年马云到访重庆，在时任重庆市长黄奇帆支持下，成立了两家小贷公司，一家是重庆蚂蚁小微小额贷
款公司，一家是重庆蚂蚁商诚公司，分别是花呗和借呗的实体公司。借助金融工具和资本力量，辅以蚂蚁
的平台，花呗和借呗马上变成炫目的明星，花呗和借呗的贷款打包成ABS在金融市场流转，不断为蚂蚁提
供资金支持。

黄奇帆说，蚂蚁在重庆两家小贷公司出了35亿资本金，银行贷款去转了2.5倍，这样就变成了90亿。“90
亿放40圈就是3600亿，3600亿，他们只有30多亿的资本金，就是100倍。”

蚂蚁钻空子的能力震惊了监管层，但监管层工具箱里竟然没有现成工具。黄奇帆透露了一行两会的矛盾态
度：

人民银行说，随便你公说公有理，婆说婆有理，你总归放大100倍，一定是错误的。所以要停掉。

银监会说在我的系统他来了30多亿，我借他50亿，50多亿，一比二点几完全合规没问题。

证监会说了什么？他说在全世界的ABS底层资产如果是100，放一圈，ABS拿了100过来，又变成贷款合
约，又可以放一遍，没有说过只能放三遍四遍五遍，所以他只要每一遍这么过来，他放30遍，因为是互联
网周转快，也不违反证监会的任何管理规定。

花呗和借呗是蚂蚁最重要的收入来源。根据之前披露，2020年蚂蚁上半年营收725亿元，来自这块收入是
286亿元，这块收入大约占蚂蚁总收入的40%左右。





2021年7月8日，上海举行的世界人工智能大会（WAIC）上，与会者聚集在蚂蚁集团标志前。摄：Qilai Shen/Bloomberg via Getty Images

4. 层层加码的监管

随着2015年股市泡沫的破灭，2017年全国金融工作会议的召开，以及“房住不炒”房地产长效机制的提出，金融自由化走向衰微，蚂蚁头上的紧箍咒开始层层收紧。

2018年中央和国家机关机构改革中，中央财经领导小组改组成中央财经委员会。中国的金融监管体制顶层设计是中央财经委员会，实际执行则是部级协调机构国务院金融稳定委员会，协调一行两会以及几大银行，实际决策者是国务院副总理刘鹤。

先是从余额宝入手，2017年12月7日，天弘基金宣布，将余额宝单日申购额度调整为2万元，个人持有的最高额度先后调整为25万、10万；后来就是直接“限购”，每日9：30以后便几乎无法申购。

2018年5月4日起，余额宝接入博时、中欧基金公司旗下的两只货币基金，通过开放接入多只货币基金的方式，从整体上相对降低了单一货币基金集中度高和过快增长的风险压力。

2018年6月6日零时起，余额宝转出到银行卡当日快速到账额度进行调整，从每日限额5万元调整为1万元。2015年1月，中国人民银行批准蚂蚁旗下芝麻信用等8家机构进行个人征信业务准备工作，芝麻信用

管理有限公司在一个月便迅速推出了芝麻信用分。但2018年央行叫停了这个项目，芝麻信用打通个人征信的目标不再能够实现。

花呗和借呗的主体公司也经历了一番增资，花呗的蚂蚁小微注册资本为120亿元，借呗的蚂蚁商诚注册资本40亿元。根据央行规定，网贷公司资本金和贷款余额总量的杠杆比要控制在1：10，花呗和借呗的ABS总额不得超过1600亿元。

除此之外，备付金曾经是蚂蚁一块重要的纯收入。用户沉淀在蚂蚁体系内的资金，蚂蚁会以协议存款的方式存入银行，获取稳定的利息收入，因为支付宝是中国最大的第三方支付工具，沉淀资金巨大，获取利润非常可观。

2018年支付机构的备付金规模超过了1万亿元，其中支付宝和财付通占据了90%，其中支付宝在其中份额更多，有认为支付宝备付金超过5000亿元。按照备付金协议存款的利息，一般是3%左右，1万亿元的备付金一年能产生300亿人民币的利息，依照上述推算，蚂蚁一年光备付金收入就达到150~200亿元。

2018年6月30日，央行官网发布《关于支付机构客户备付金全部集中存管有关事宜的通知》文件，要求2019年1月14日之前，支付机构需要在法人所在地人民银行分支机构开立“备付金集中存管账户”，第三方支付机构在商业银行开设过的备付金账户，必须在2019年1月16日之前全部销户。这笔收入瞬间烟消云散。

5. 马云的钱袋子

2019年9月10号教师节，在一曲“YOU RAISE ME UP”中，身着朋克服装的马云把阿里权杖交给张勇，彻底从阿里退休。那么一年之后，在蚂蚁上市前夕，为何已经退居幕后的马云仍要为蚂蚁强出头？

曾经马云这么说支付宝：

在阿里巴巴家族里，阿里巴巴是个泥腿子，是大哥，要供弟弟妹妹上大学；淘宝是个小妹妹，性格活泼，可以拿大哥的钱去买花裙子，现在初中毕业，将来要供她上复旦大学；老三是支付宝，现在才上小学，但最有志气，将来可能扛起养家的重担，所以大哥将不惜一切代价供她上美国的哈佛大学。

马云道出了支付宝的核心地位，未来最赚钱的是支付宝。在蚂蚁的股权架构中，阿里占股33%，马云通过控制杭州云铂操纵杭州君瀚以及杭州君澳两家公司持有50.52%的蚂蚁股份，也对蚂蚁集团拥有最终控制权。

所以，马云或许可以玩走秋后的马云，但蚂蚁就是马云的蚂蚁。马云经过刀从网页，马云和官军在团队中丧失了大股东地位，通过一系列合伙人机制来管控公司，上市之初软银和雅虎占有超过70%的股份，马云只有8.8%的股份。

在最近一次阿里公告中，马云已经不在公开股东之列，也就是说股份低于了4%。马云即便自己不想赚钱，但跟着马云辛辛苦苦创业的十八罗汉、井贤栋胡晓明等蚂蚁功臣，在阿里上市过程中并没有获得巨额收益。蚂蚁上市，是马云犒劳忠诚部下、结交朋友圈的最好时机。

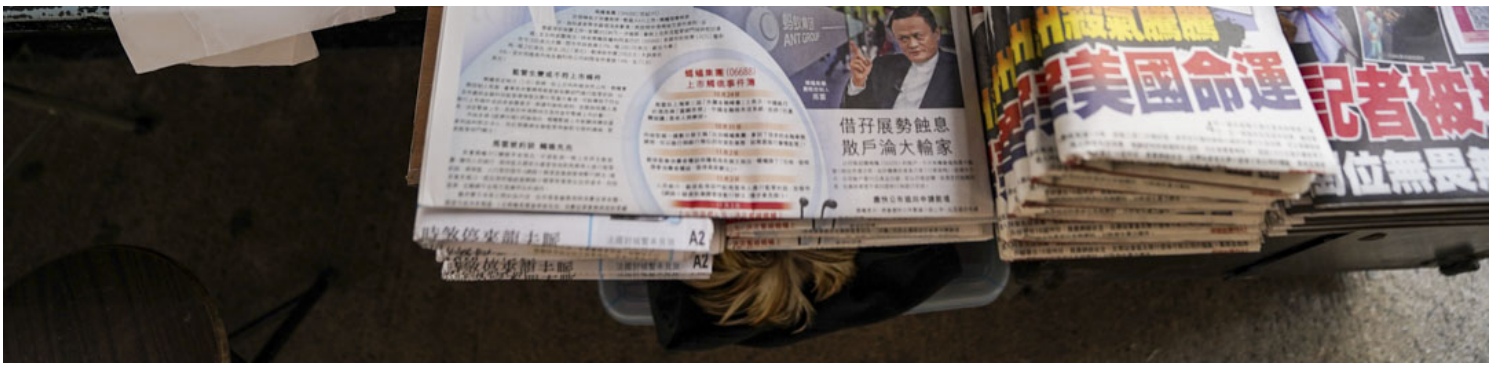
杭州君瀚和杭州君澳实际上是马云老臣的集合。而根据蚂蚁当时的招股书，按照68.8元/股的发行价计算，阿里合伙人中身家过百亿的就有13位，有彭蕾、井贤栋、陆兆禧、邵晓峰、戴珊、吴泳铭、童文红、张勇、王帅、彭翼捷、胡晓明、王坚、樊路远。而在整个阿里和蚂蚁系高管中，过百亿的超过20人。这里面除了井贤栋、彭翼捷、胡晓明、樊路远之外，都是阿里高管，也就是说在马云看来，蚂蚁上市就是阿里旧部的功劳变现过程。

吴泳铭花名东邪，曾是阿里十八罗汉之一，但早已离开阿里巴巴自创投资公司元璟资本，仍然获得上百亿奖励。而根据招股书信息和公开的工商资料，马云的朋友圈中，史玉柱、卢志强、郭广昌、赵薇、胡祖六、王忠军、刘永好、钱峰雷等企业家和明星纷纷或直接或间接拿到蚂蚁股份。

马云还史无前例把国家队捆绑上战车。2015年第一轮融资中就引入了全国社保基金，占比2.94%，是最大的外部股东。中国国家主权基金中投公司、国家开发银行、建信信托、中央电视台、邮政集团也通过不同的持股平台入股蚂蚁。蚂蚁集团股东中，还有中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平洋保险集团等四家保险集团的身影。

但最终，一场饕餮盛宴还没正式开场，就被掀了桌。





2020年11月4日，香港的报章头版刊登蚂蚁集团取消首次公开募股的消息。摄：Lam Yik/Bloomberg via Getty Images

6. 蚂蚁何去何从

上市失败之后，蚂蚁无疑面临的是完全不同于以往的监管环境。

11月3日晚，阻挡蚂蚁上市直接障碍就是《网络小额贷款业务管理暂行办法》征求意见稿。这份央行和银保监会发布的征求意见稿明确，小贷公司开展助贷或联合贷款业务的，在单笔联合贷款中，小贷公司出资比例不得低于30%。

蚂蚁在联合贷款中自己出资的比例低于5%，部分贷款甚至只有1%，从而通过360亿表内资产驱动了1.8万亿联合贷款。如果想要维持目前的贷款规模，蚂蚁资本金需要扩充到1400亿元。

今年10月，蚂蚁集团注册资本由约238亿人民币增至350亿人民币，增幅约47%，想要再拿出1000亿元真金白银，绝非易事。

蚂蚁的支付宝平台、消费者信用数据和小贷业务同时也要分别成立公司，并建立防火墙。6月3日，重庆蚂蚁消费金融有限公司开业，蚂蚁集团将持有50%的股份，其余股份由其他六名股东持有。该实体获得授权开展消费贷款和其它业务。新实体将拥有蚂蚁集团旗下的花呗和借呗，蚂蚁最赚钱的业务被分割。

按照整改方案，蚂蚁集团应在蚂蚁消费金融公司开业6个月内完成“花呗”、“借呗”的品牌整改工作。还有一个半月，最终就能看到花呗和借呗的最终整改模样。

支付宝也将拆分，成立独立公司，平等接入其他公司的业务。蚂蚁的数据，将移交给一个新的个人征信合资公司。蚂蚁与浙江省旅游投资集团有限公司各持有这家新公司35%的股份，浙江电子口岸有限公司和杭州市金融投资集团将持有剩余的股份。

系统性金融风险公司、金控集团管理等顶层设计已经确定，层层束缚住蚂蚁手脚，未来这些既定规则还会演化成许多行业管理规范，变成一张细密的监管网络，让蚂蚁难以实现此前的诸多变化。

公司自然而来，平台自然而来，支付工具的可以上又自然。这是 马云了体系的公司的级六之后，14年1
蚂蚁突破规则，对抗监管，屡屡出奇兵制胜，逼得央行承认现状。

而这一年蚂蚁整改的身影里，各类国资若隐若现，马云过往的这句话，也许真的一语成谶。

(超先声，互联网科技观察者)