



# 蚂蚁刹车

临阵叫停，资本狂欢戛然而止。  
关键问题是：如何监管蚂蚁？

文 | 财新记者 刘彩萍 张宇哲 岳跃 特派香港记者 陈容阳



A standard linear barcode is positioned horizontally across the page, consisting of vertical black bars of varying widths separated by white spaces.

刚刚过去的这十天，对于蚂蚁集团来说可谓“过山车”。

蚂蚁原本搭上了全球IPO的“火箭”，希望在美国大选之前完成上市，刷新全球最大IPO纪录，却没有想到，在十天之内，就迅速回到了原点。

11月5日原本是2020年全球最大IPO蚂蚁集团A+H同步挂牌的日子，然而正当投资人完成打新缴款并盘算首日涨幅之时，蚂蚁集团IPO被叫停。

11月3日晚，上交所的大厅里已经准备好了蚂蚁上市敲钟的设备和字幕，蚂蚁集团工作人员彩排后合影。当P9级别以上的中高层管理人员在召开内部的上市庆功宴的时候，突然接到了董事长井贤栋的紧急会议通知。随后会上宣布了前述重磅消息。

当天20时53分，上交所官网发布公告，决定蚂蚁集团暂缓上市。半小时后，蚂蚁集团在香港联交所发布公告，因A股科创板上市暂

缓，H股的联交所主板上市也同步暂缓。持有H股、A股先后明确向投资者退还认购款。

11月4日，阿里巴巴美股和港股都呈现不同程度下挫，美股收于285.57美元/股，跌8.13%；港股收于277.2港元/股，跌7.54%。

在暂缓上市的消息出来前，11月2日，证监会首先发布消息称，央行、银保监会、证监会及外汇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。11月4日晚，证监会再度发布消息，称监管约谈和近期金融科技监管环境的变化，可能对蚂蚁集团业务结构和盈利模式产生重大影响。当日，证监会主要部门开会，布置了要做好蚂蚁集团停止上市的善后工作。

新华社转发署名为金观平的文章，基本客观描述了现有态势：近期，有关方面经过进一步了解，发现了相关问题。本着发现问题，解决问题，一切从维护金融消费者权

益、保护广大投资者利益的角度出发，监管层决定让蚂蚁集团暂缓上市。蚂蚁集团当务之急是按监管部门的要求，切实抓紧整改。

监管环境大变，新规下的蚂蚁将何去何从？当一切都推倒重来后，蚂蚁的估值又将如何确定？何时有机会重启上市？目前，这一切都存在着很大的不确定性。

IPO临阵撤回

蚂蚁集团的IPO自2020年7月宣布启动以来，遭到内地和香港投资者的疯抢，从国有机构投资者到普通散户，涉及面极其广泛。（参见本刊2020年第42期《抢购蚂蚁》）

11月3日晚上8时53分，上交所官网发布《关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定》，称因为蚂蚁集团实控人及董事长、总经理被监管约谈，以及蚂蚁报告金融科技监管环境发生变化等重大事项，可能导致蚂蚁不符合

发行上市条件或者信息披露要求，根据科创板有关办法和上交所上市规定，决定暂缓蚂蚁集团上市。

半小时后，香港联交所也发布蚂蚁集团暂缓上市的公告。

两地两份公告的发布人、措辞、内容有所不同：上交所是以交易所名义暂缓蚂蚁集团上市；港交所则为蚂蚁集团公告，称接到监管通知决定暂缓上市，并明确将退还认购款。

11月4日，蚂蚁集团在联交所发布了退款公告，将在11月4日和6日分两批完成退款。在A股市场，蚂蚁集团或其保荐人，在11月5日也发布了退款公告。

“看上去蚂蚁集团事先并不知情，也没有准备，H股的公告是在上交所公告后起草的。H股公告中还出现了三处文字错误，可见何其仓促。”某投行人士说。

在H股公告发布之后，蚂蚁集团在其官方微信公众号上发表了文章《致投资者》，对由此给投资者

带来的麻烦深表歉意，称将与上交所及监管部门保持密切沟通，并及时披露相关情况。

11月4日，蚂蚁集团公布了香港退回申请股款安排的公告，称香港公开发售的申请股款，连同1.0%经纪佣金、0.0027%香港证监会交易征费以及0.005%香港联交所交易费，将不计利息分两批退回。11月4日，有申购H股的投资者告诉财新记者，账户出现了一手中签的蚂蚁集团股票，随后股票又没了，现在等待退款。

尽管蚂蚁集团H股打新投资者并未损失本金，但仍需“付出代价”，尤其是对那些花大价钱融资打新的投资者——蚂蚁在港股IPO引发全城抢购潮，最终有155万名散户参与认购，冻结资金约1.3万亿港元，零售投资者超额认购约390倍。蚂蚁原定于11月4日早上公布此次H股IPO的认购结果。

据财新记者了解，近日香港券商已经明确表示对融资打新蚂蚁集

团的投资者进行利息减免。华泰国际表示，其原本向投资者征收3.9%的利息，现统一改按2.5%利率收取蚂蚁融资打新的利息，还有一些互联网券商则直接宣称免息。

香港财经事务及库务局回复媒体查询时表示，联交所过去已有处理首次公开招股公司在认购期届满后决定不予进行的经验，监管机构会确保退还申请股款的安排有序进行。有关事项并不涉及系统性风险，香港金融系统的稳定和市场有序运作不受影响。

A股中签的网上和网下投资账户的蚂蚁集团股票怎么办？11月5日，蚂蚁集团公告称，发行人及联席主承销商将按照投资者缴纳的新股认购资金及相应的新股配售经纪佣金（如有）并加算银行同期存款利息返还投资者，将于11月6日启动退款程序，于2020年11月9日退回，投资者认购的股份也将于11月6日注销。

这说明，再启动蚂蚁的IPO，

或许遥遥无期。

叫停上市余波

IPO前夜被叫停并非孤例，但如蚂蚁集团这般体量和影响力的，尚属首次。

在2015年7月“股灾”期间，由于市场恐慌下跌，A股共计28个IPO项目被暂停，其中10只（包括沪市主板5只、创业板3只、中小板2只）已申购但未上市的首发项目将申购款项原路返还投资者。四个月后，证监会重启新股发行，该批28个项目也恢复了上市进程。

除了“股灾”期间的10只股票，A股市场曾有三宗已完成发行缴款又被叫停并退还新股申购资金的案例：2008年被质疑财务造假的宁波立立电子股份有限公司；2010年因专利被质疑失效的苏州恒久光电科技股份有限公司；2010年10月末被曝出涉嫌虚增营收的黄酒企业胜景山河。

在A股历史上，通过IPO审核尚未发行的公司中，除了2020年的新股，在2011年还有2家，分别是创业板企业四川新荷花中药饮片股份有限公司、主板的乔丹体育股份有限公司，前者因财务造假被延期，后者涉及“商标案”重大诉讼。此外，2012年10月，新大地被立案稽查，并被取消IPO资格；2014年内蒙大中矿业也曾拿到批文，因募集资金用途前后表述不同、募资不具必要性而搁浅；而在2017年，中小板的重庆长江造型材料（集团）股份有限公司的上市进程也一直停滞。

H股上市发行人因市场认购不足，在定价前决定暂缓发行，或因资质问题，在上市申请阶段遭监管机构反对上市的案例，在港股时有发生，但完成定价并缴款等一切手续后生变的情况，仍较为罕见。

比如，2004年原定于12月20日上市的房地产投资信托基金领汇基金，在上市前一天被搁置上市，51



11月3日晚，上交所的大厅里已经准备好了蚂蚁上市敲钟的设备和字幕，蚂蚁集团工作人员彩排后合影。

万投资者被退款。领汇基金是香港房屋委员会通过以房地产投资信托基金方式，分拆旗下零售商场及停车场而成立的，就在公众申购的第三天，两名住公共房屋的居民以房

委员会此举违反有关法例为由，突然向香港高等法院申请司法复核，要求法庭声明房委会违例，并颁布临时禁令阻延领汇上市。

## 为蚂蚁上市量身定制的600亿

元五家战略配售基金该怎么办？1000万基金持有人有所分歧。一些基金持有人在支付宝平台发言要求退钱。11月4日，相关基金公司则称运作并不受影响。

在支付宝独家销售易方达、鹏华、中欧、汇添富、华夏等五家公募基金的战略配售产品时，销售宣传资料曾明确写道：每只基金可将最高10%的资产投资于蚂蚁股票。

有观点认为，这五只共计600亿元的基金最大的卖点就是投资蚂蚁股票，虽然基金合同未明确规定，但是相关战略投资者认股协议已客观作为认购基金的决策因素之一；如今基金已经成立但蚂蚁上市未果，可以被认为是基金最大的卖点已经不存在，从持有者的角度看，这些基金与其他基金相比并无优势，“还要锁定18个月，不值得！”

不过，亦有基金公司人士对财新记者表示，蚂蚁集团暂不能上市，并非“因不可抗力导致基金无

法正常运作”的情形，因此不用终止基金运作。根据基金合同，基金份额持有人大会决定终止的，基金合同应当终止，“但问题是按照基金合同的规定，现在并没有出现转换基金运作方式、变更基金投资目标范围或策略，这类需要由基金管理人召集基金份额持有人大会的情形”。

目前五家基金公司已申请基金份额上市交易，以使得基金持有人可在交易所场内交易持有的基金份额，但业内人士认为，因为有18个月的封闭期，份额转为上市交易后，暂时不能申购赎回，大概率交易价格会折价，对投资者吸引力有限。

情绪最受影响的还是蚂蚁的核心员工。据财新记者了解，蚂蚁集团员工基本工资并不那么诱人，大家原本看重的是蚂蚁集团的员工持股计划激励，按发行价和1.6万员工算，人均有800万元。当然，“均贫富”并不可能，有股权激励的只



这场变故的直接导火索，无疑是10月24日外滩金融峰会上，蚂蚁集团实际控制人马云的一场21分钟的演讲。

是一定级别的核心员工，而且上市后A股经过36个月锁定，H股经过12个月锁定后才可变现。“错过这次财务自由的机会，感觉人生道路都发生改变了。”一位蚂蚁集

团员工不无遗憾。

好运到此为止

这场变故的直接导火索，无疑是10月24日外滩金融峰会上，蚂蚁

集团实际控制人马云的一场21分钟的演讲，背后涉及的还是如何监管蚂蚁这类新型金融科技企业的命题。

虽然马云自称是一位“并不专业”的“退休人士”，但蚂蚁上市的信息中，披露马云通过在两大员工持股平台的安排，使得他具有一票否决权。在回答上交所问询时，蚂蚁集团第一次明确了马云实际控制人的地位。从2011年马云先斩后奏把支付宝从阿里巴巴强行剥离，成为日后蚂蚁集团的核心平台，利用两大员工持股平台控制51%的股份，再到把蚂蚁集团快速推上市，又遭遇意外暂停，可谓“成也萧何、败也萧何”。

外滩金融峰会是由上海市政府招标，CF40应标举办。今年的参会者规格颇高，有八位国家级的领导人参加，包括国家副主席王岐山，央行原行长、全国政协原副主席周小川，全国政协原副主席陈元等人。王岐山在当天上午视频发言的

开场演讲里，强调了要坚持金融创新与加强监管并重。他称近年来金融新技术广泛应用，新业态层出不穷，在提高效率带来便利的同时也使得金融风险不断放大。有理想但不能理想化。要在鼓励金融创新，激发市场活力，扩大金融开放与金融监察能力之间寻求平衡。“中国金融不能走投机赌博的歪路，不能走金融泡沫自我循环的歧路，不能走庞氏骗局的邪路。”王岐山指出。

在当天上午一些颇为重量级的金融、监管行业重要人物发言之后，将近中午，马云登场。

议程显示，马云的发言时间是15分钟，不过他讲了21分钟。他手持一份稿件，语言依然保持了他一贯的风格，吸引了全场的注意力。但有心人也注意到，马云比平时的演讲要稍稍拘谨一点，比如从搓手、看稿子等小细节有所流露。

马云的主要观点有几个方面：批评当下的金融监管陈旧是“昨天

的监管”，并把巴塞尔协议比喻成“老年人俱乐部”，指相关严苛规定恐怕不适合快速增长中的中国金融业。

相关观点由于涉及金融业的诸多专业知识和历史，其实并非他的专长，更非其原创，也不是他第一次说出，之前他在见国际金融圈人士时就提到过这一观点，但在公开演讲中抛出，还是首次。

中国是巴塞尔协议的成员国，巴塞尔协议提供了基本的风控框架和理念，对中国金融业市场转轨、走向现代化，从无到有建立起商业银行以资本金为缰绳的审慎监管体系，发挥了重要作用。

马云当天发言的内容，也出现了明显的错误和漏洞。虽然他指出了传统金融体系的诸多现实问题：本应聚焦信用的银行“做成了当铺生意”；金融生态缺失，“只有大江大河，没有小溪小河”等。但马云由此推论出中国金融业主要是“缺乏系统”的风险，而不是系统

性风险，则失之毫厘谬以千里。因为蚂蚁的风控系统一样也依赖在途应收账款、铺面费、订金等抵押品，而系统性风险问题更是中国金融监管要防范的主要问题，凝聚了全球金融体系的共识。

虽然马云批评监管当局有官僚作风，但不能否认的是，蚂蚁集团的崛起正得益于长期的监管套利和并不均等的监管标准。而蚂蚁进一步前行可能遭遇的挑战，很大程度上取决于监管怎样应对蚂蚁。因此，也不排除是为了给蚂蚁上市后维持高估值“保驾护航”，受到部分投资人的吹捧，马云选择这一番公开发言，是希望监管对蚂蚁这样的金融科技创新企业可以另眼相看。

效果显然适得其反。

马云的此番言论迅速引发舆论漩涡，首先是各种对他这次发言背景，结合他此前上市的一路绿灯，引发各种猜测，一度甚嚣尘上。

事后看，这次发言不合时宜。

据财新记者多方了解，马云是自己写的发言稿，并没有请蚂蚁具备诸多金融背景的同事提意见，甚至没有人提前了解他发言的具体内容。他也提到在发言的前一日，蚂蚁的全球定价已经敲定，并称这是第一次有如此体量的大公司在华尔街之外完成全球定价。一时间，很多投资人对马云再度推崇备至。

“马云个人膨胀了。”一位长期支持马云的长者事后如此评价。

这些对错参半、表达并不准确的观点，出自马云之口，确实放大了这些言论的影响力，外界很难不把这次演讲透露的具体主张和蚂蚁集团的现实情况紧紧联系在一起。

蚂蚁的好运气，到此为止。

### 监管重新审视蚂蚁

很快，监管当局就相关问题表态并采取了行动。

2020年10月31日，国务院金融稳定发展委员会的专题会议定调，

必须处理好金融发展、金融稳定和金融安全的关系，“依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险。监管部门要认真做好工作，对同类业务、同类主体一视同仁”。

也是从10月31日开始，央行旗下《金融时报》等多家媒体发表多篇以“资深学者”身份署名的“张非鱼”“周矍铄”“时雨”的文章，围绕如何监管金融科技，表达鲜明立场。

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约谈蚂蚁集团实际控制人马云以及相关高管。

在叫停蚂蚁上市的前一天晚间，署名为“时雨”的资深学者在题为《在金融科技发展中需要思考和厘清的几个问题》的文章中，透露了对蚂蚁集团如何监管的信号。

该文称，蚂蚁集团实质上跨界开展非金融、金融、类金融和金融基础设施等多种业务，成为了全世界混业程度最高的机构。对于蚂蚁

集团，监管者需要思考和明确的一系列问题包括：是否应当尽快实施《金融控股公司监督管理试行办法》，从机制上隔离实业与金融板块；除了将集团内的持牌金融机构（网商银行、天弘基金、众安保险、信美人寿、蚂蚁保保险代理等）纳入金融控股公司框架，是否还应将所有类金融机构和业务，如支付宝、小贷公司以及由其交叉融合形成的类信用卡产品（“花呗”“借呗”），全部纳入金融控股公司框架；是否还应按照归并同类业务原则，对同类（如业务实质为信贷）的持牌金融和类金融机构/业务进行整合，如将“花呗”“借呗”等类信用卡业务并入网商银行，防止利用金融与类金融机构的规则差异进行监管套利；分析判断“相互宝”网络互助的业务本质，若实质为商业保险，是否应并入集团内的持牌保险机构；等等。

据财新记者多方了解，未来按照持牌经营、合规经营的监管要

求，梳理蚂蚁集团的类金融业务归并同类业务，拟分别整合纳入“阿里系”旗下相应的持牌金融机构。

“可以把蚂蚁互金集团看做全球规模最大、跨机构范围最广的监管沙盒实验。目前看来，应Tech的归科技、Fin的归金融，纳入一致性监管。”业内人士如此解读当下对Big Tech（大型金融科技公司）的监管趋势。

在过去以支付宝、腾讯旗下微信支付为首的第三方支付行业狂飙突进的十年中，各种应接不暇的“创新”一直挑战监管智慧。比如，嵌套多种金融产品的闭环模式，比如相互宝、余额宝、代销理财等，包括销售银行的存款产品等，涉及支付、银行、基金、保险、小贷等十几张金融牌照，蚂蚁集团俨然已变成一个高闭环的超级金融超市。但是，它又并不接受与金融机构同类业务的严监管。

近期一系列对金融科技巨头强监管的组合拳，金融监管当局内部

对此并不意外，只是此前没有想到这个出台的时机，会在蚂蚁上市前夜下决心。

在2020年9月的清算论坛上，央行副行长范一飞曾对互金巨头喊话，“没有深刻领会中央关于防范化解重大风险攻坚战部署的重要内涵，没有理解透和把握好金融业务的风险本质、业务边界”，“希望这类机构提高站位，积极配合监管，切实整顿超范围信贷业务，消除利用支付拓展交叉金融业务的风险隐患。”

“之前很长时间，几个金融监管部委一直在研究对金融科技公司的监管框架，相关监管政策的研究报告早就摆在有关高层面前，下定决心只是时机问题。”一位资深金融监管人士向财新记者透露。

### 消费贷“天花板”来临

11月2日晚8点半，中国银保监会与中国人民银行就《网络小额贷款业

款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（下称《网络小贷办法》）公开征求意见。《网络小贷办法》从落实“两参或一控”、限制异地展业、严格限制杠杆率、要求联合贷款出资比例等条款，对互联网小贷行业严监管，意在压缩扩张规模，控制风险。

按照蚂蚁此前的招股书，蚂蚁主要的收入与利润仍来自借贷业务。蚂蚁集团总体的借贷余额约2.15万亿元，其中约4000亿元是小微贷款，约1.75万亿元是消费贷。4000亿元小微贷款是受到外界高度肯定的创新业务，并弥补了此前商业银行很难覆盖和服务的小微贷企业；但对于1.75万亿元消费贷，风评要有争议得多。

对蚂蚁集团的核心业务质疑最多的，正是快速增长的消费贷是不是刺激了超前消费一代。“花呗”

“借呗”此前以14%—18%的利息鼓励了年轻人、低收入者的消费行为，其中不免存在超前和过度消

费。当天的外滩峰会上，早于马云发言的央行原行长周小川就提及，“一些年轻人靠借债过度消费、奢侈消费，将来是不是好事也不完全知道。总的来说，这会引发储蓄率进一步地调整”。

分析人士认为，一旦蚂蚁集团上市，高市值压力可能激励蚂蚁集团加快放贷步伐，因为目前合作放贷的机制下，风险并不是由蚂蚁承担，消费贷规模会不会进一步追高，风险会不会传导给银行？

一位江苏地方银行人士向财新记者透露，该行与蚂蚁合作的联合贷款的不良率超过蚂蚁对外公布数字的6倍，其中某一个月的不良率高达13%。一家浙江某股份制银行的数据亦显示，该行全口径3月末

“花呗”逾期率为6.8%，“借呗”为3.63%，较上年末分别增加4.74个百分点和2.07个百分点，联合贷款信用风险呈暴露态势。

蚂蚁集团招股书坦承，2020年上半年的贷款逾期率明显攀升，5

月底逾期30天以上的余额逾期率达到上半年的高点3.01%，到7月底回落至2.97%；90天以上余额逾期率从1月以来一直呈上升趋势，7月底达2.15%。

11月2日，银保监会消费者权益保护局局长郭武平刊发署名文章称，金融科技公司的“花呗”“白条”“任性付”等产品，内核与银行发行的信用卡没有本质差别；如“借呗”“金条”“微粒贷”等产品，与银行提供的小额贷款无本质差别。在收费方面，金融科技公司缺乏统一标准，一般高于持牌金融机构。比如“花呗”与银行信用卡业务基本相同，但分期手续费高于银行，与其普惠金融理念不符，实际上是“普而不惠”。

从放贷的渠道和形式看，2.15万亿元借贷余额中，1.75万亿元是蚂蚁集团和商业银行的合作放贷，约三分之二是助贷，其余是联合贷款；两家小贷表内放贷360亿元，ABS1700亿元；网商银行表内放贷

1100亿元，场外ABS800亿元。

蚂蚁引发的市场集中度风险，多次被监管注意到。在2018年初的现金贷治理中，蚂蚁旗下两家小贷公司杠杆畸高，一度被监管部门要求压缩规模降杠杆、补充资本金。彼时，“花呗”、“借呗”截至2017年底在场内外发行的ABS规模达约4000亿元，占到中国市场消费类资产ABS的九成，占到万亿元企业资产证券化市场的四成。

在ABS规模被限制之后，蚂蚁集团的信贷模式转向与400多家商业银行的合作放贷，一年之内规模井喷，2019年底行业规模达到2万亿元，其中蚂蚁集团与400多家银行合作放贷占一半以上（参见本刊2019年第41期《**2万亿联合贷款挑战**》）。至2020年蚂蚁上市前，规模进一步放大到1.75万亿元。

在去年和今年的支付清算论坛上，央行副行长范一飞均多次强调：“特别要警惕围绕支付业务大搞金融产品的嵌套，避免杠杆率持

续攀升、风险跨市场传染、底层资产无法穿透、资金流向无人知晓、风险资产规模无法统计、风险因素持续累积等重大风险隐患。”

这指向的是蚂蚁“花呗”、京东“白条”、微信分付、美团月付、滴滴信用付等同类互联网信用贷款业务，简称“信用付”。这类业务的实质是：以小额贷款公司牌照等变相经营虚拟信用卡业务，但绕开了信用卡业务资质必须由银保监会审批和个人贷款业务的监管规则，从而造成了几类问题。一是贷款规模、数据等难以综合统计，部分商业银行与互联网企业合作的联合贷款或助贷规模较大，集中度较高；二是诱导过度消费，增加共债风险，尤其是大型互联网平台向多家银行导流消费贷客户，但在征信数据报送进度参差不齐，即使是监管部门也未必掌握这部分贷款的真实资产质量情况。但背后提供大量资金的是银行。（参见本刊2020年第35期《**谁来监管“信用**

付”？》）

“蚂蚁集团的整合模式是个标杆，如果能落实，未来其他大大小小互金平台的‘信用付’产品也会照此清理。”接近央行支付司人士透露。

如何重估蚂蚁

在从事金融科技投资的一位私募基金管理人看来，“今天的事件可能是政府做的最大规模的投资者保护行动”。

有接近监管的知情人士分析称，一是在蚂蚁集团暂缓发行之前，就跟国内和海外的投资者进行了沟通；二是暂缓发行后，投资者目前损失较少，只是有几天资金被占用的机会成本；三是如果蚂蚁如期上市，待监管正式文件出台，股价难免调整，投资者会更加损失惨重。因此，现在这么做，从根本上保护了投资者利益，尤其是中小投资者利益。

那么，监管环境发生巨变后，蚂蚁还能上市吗？现在看来，最好的结果是厘清和监管的关系后，重新估值、定价，再上市。但目前观察还具有极大的不确定性。

比如，受《网络小贷办法》净杠杆率及联合贷款出资比例的双重限制，小贷公司的杠杆率从无限可能直接回到了16倍，这一杠杆率指标略高于消费金融公司的13倍。小贷行业资深人士、江苏兀峰信息科技有限公司董事长嵇少峰指出，目前蚂蚁集团含合作放贷业务的整体杠杆率高达60倍以上，而当下新规最高支持16倍杠杆；由于蚂蚁一半的利润来自高杠杆的信贷业务，新规将会导致蚂蚁100亿元的信贷相关利润直接下降至40亿元左右，对应2万亿元的估值，直接估值将降至1.5万亿元以下。

一位业内专家表示，A股市场不乏发行后撤回的经验，技术上并不难操作，可以撤回发行，重新定价，这样才是对投资人负责的操作。



作。

按照科创板的有关规定，注册完成后一年内，蚂蚁都有机会再申请上市。但这次的情形有所不同，在监管环境发生根本性调整以后，恐怕一切都需要推倒重来，包括蚂蚁的信息披露、公司前景、利润预测乃至公司估值，都要重新来过。

“这一切能否在一两年内或之后重新完成，恐怕都要看造化了。”

财新记者采访了多位业内专业人士，都认为监管环境变化对蚂蚁的估值将有严重影响。

一位参与蚂蚁战投的机构投资者表示，目前看来，蚂蚁定价确实太贵了，政策风险上市前就直接暴露，加上至少12个月的锁定期，

“这笔投资风险已经显现，肯定不能按科技股来估值了，要是按银行股估值价格差距就太大了”。

蚂蚁暂缓上市，明确了金融科技要全部纳入金融监管，这势必引发对同类金融科技公司上市的全面重估。一位接近证监会人士告诉财

新记者，实践中一直是按照类金融业务不能上市来执行，蚂蚁集团的上市是按照科技公司来看待，上市方案也经过了多部门的多轮探讨。

业内人士预计，蚂蚁集团重新上市恐怕不是那么容易，“前提是要全面符合金融监管要求。不仅估值将参照金融机构，而且‘花呗’‘借呗’等拳头产品的扩张规模恐怕要大大压缩”。

“蚂蚁集团上市到了临门一脚而失败，目前还在等待上市的京东数科将受到巨大影响。”一位投行人士向财新记者指出，监管此时加强对金融科技公司金融类业务的监管，对这类企业的资本金补足乃至上市审查、估值，都会有影响。

9月11日，已经启动上市辅导三个月的京东数科披露招股书，计划募资约200亿元，占发行后总股本的比例不低于10%，目标上市估值在2000亿元左右。10月16日，京东数科方面向上交所提交了问询函回复意见。

在京东数科招股书上，作为助贷工具的“金条”和网络信用支付的“白条”仍是它最知名的产品。2017年、2018年、2019年和2020年上半年，两大产品营收合计占比分别为26%、35%、38%和43%，呈逐步走高趋势。不过，京东数科也反复强调，收入占比超四成的消费贷“京东白条”和现金贷“京东金条”，其利润来源主要是向背后的金融机构收取服务费，而非依靠流量吃利差。2017年—2019年和2020年1—6月的报告期各期，京东数科营业收入分别为90.7亿元、136.16亿元、182.03亿元和103.27亿元；归属于母公司股东的净利润分别为-38.2亿元、1.3亿元、7.9亿元及-6.7亿元，波动幅度较大。

截至2020年6月末，“京东金条”产品余额中，由金融机构进行直接放款或已实现资产证券化的比例合计约为96%，意味着其以旗下三家小贷公司自有出资比例大约在4%，这也意味着要补足的资本金

缺口一样巨大。

不过，《网络小贷办法》对现有249家互联网小贷公司都提出资本金补足的要求和杠杆率限制，这会如何影响行业格局，最终是否会更加有利于行业头部企业如蚂蚁集团，还不好说。

经过这次的重新洗牌，可以确定的是，蚂蚁集团的估值会大受影响，业务增长前景、规模、影响力恐怕都会发生大变，大打折扣的可能性很大。■

财新记者全月、胡越、吴红毓然对此文亦有贡献

**相关文章：**[封面报道之二|网络小贷新规降临](#)