

国美引入贝恩资本是对是错

——基于融资情景理论的分析

张朋 干胜道(博士生导师)

(四川大学工商管理学院 成都 610004)

【摘要】企业在发展过程中,可能因为创建、扩张、偿还债务、调整资本结构等不同目的而进行融资,融资是决定资金规模和生产经营发展速度的重要环节。融资涉及渠道与方式、数量、时机、结构、风险成本等要素。本文针对罗伯特·C.希金斯提出的筹资分析法——FRICT 筹资分析法(融资情景理论)从灵活性、风险、收益、控制、时机五个要素入手针对国美债转股融资进行分析,得出企业在融资过程中一定要全面分析这五个因素和利弊,这样企业才能健康和谐地发展。

【关键词】 融资情景理论 债转股融资 国美

国美案件的“陈黄之争”,留给了我们很多的启示,本文主要利用融资情景理论来讨论国美引进贝恩资本的融资风险。

一、国美引入贝恩资本的背景

黄光裕因经济案件入狱后,国美受到重创,资金链吃紧。美国私募基金巨头贝恩投资顾问有限公司以可转债的形式向国美注资约合人民币 15.9 亿元,但是其条件苛刻可见一斑:①确保贝恩资本方面的董事 3 人;②陈晓、王俊洲、魏秋立三个执行董事中两个被免职,国美就将以 1.5 倍的代价 24 亿元赎回可转债;③陈晓以个人名义为国美电器做贷款担保,如果离职将会解除担保;④国美只要在银行出现 1 亿元的不良贷款就属于违约事件,贝恩即可获得 24 亿元。贝恩资本进入国美后,成为国美的第二大股东,仅低于黄光裕夫妇持股的四个百分点。2010 年 5 月 10 号,黄光裕不顾 24 亿元人民币的巨额赔偿,对贝恩资本的三名董事加入国美董事会的决定投了反对票。但董事会随后推翻了股东大会的决定,三名执行董事进入了董事会。2010 年 9 月 16 日,贝恩资本以 15.9 亿元人民币债务投资通过转股,贝恩资本占到了国美股份的 9.98%,成为国美第二大股东,为 9 月 28 日撤销陈晓、孙一丁的董事职务及委任邹晓春和黄燕虹为执行董事的特别股东大会陈晓一方增加了筹码。虽然黄光裕有诸多不情愿,最后仍是国美董事局主席陈晓获胜。

二、融资情景理论在国美案件中的应用

融资情景理论由希金斯提出,也称为 FRICT 筹资分析法,包括灵活性(Flexibility)、风险(Risk)、收益(Income)、控制(Control)、时机(Timing)五个要素。融资情景理论为企业筹资分析提供了五个方面的思路。

1. 灵活性。灵活性指企业现在和将来有多少种理财方式可供选择。对于企业来说,有直接吸收投资、发行股票、借款、发行债券等多种融资方式可供选择。根据梅耶的啄食顺序原则,在内源融资和外源融资中首选内源融资;在外源融资中的直接融资和间接融资中首选间接融资;在直接融资中的债券

融资和股票融资中首选债券融资。虽然我国和发达国家的证券化程度、资本市场的发达程度、诚信风险等条件不同,但这个理论认为存在一个可以使公司价值最大化的最优资本结构,值得我国的上市公司借鉴。

从这一角度分析国美的情况,内源融资解决不了国美出现的巨额债务,所以只能选择外源融资。国美在公众、股东信心不足的情况下,从增发股票转向了具有便于筹集资金、有利于稳定股票价格和减少对每股收益的稀释等优点的可转债。对于贝恩资本,可转债具有进行债券投资和股权投资的选择权,对其具有很大的吸引力。在各取所需的情况下,国美和贝恩达成了合作。

2. 风险。风险指财务杠杆的作用带来的破产风险和减少股东收益的风险。债务融资负有到期还本付息的义务,显然增加了破产的可能性,使破产风险增大。随着破产可能性的增加,企业还要发生一系列的间接成本,比如管理层为保留现金而减少投资等。在企业生产经营状况没有好转的情况下,债务的固定利息支出会减少股东收益。同时,在债务融资中,债权人通常会提出很多的附加条件,利用债务约束来保证自己的权益,在这种情况下,破产的风险和减少股东收益的风险同样增加了。

国美案件中贝恩环环相扣的条件,无疑是为了确保陈晓等人在国美的领导地位。无论怎样,为了避免 24 亿元的巨额赔偿,陈晓都不会离开国美。这样,陈晓等人就可能会在其权限范围内损害其他股东及投资人的利益。比如说,在国美效益很好的情况下,定向向贝恩增发股份(根据香港的法律,陈晓作为董事会主席,有权力召开董事会将该授权以八折的优惠价格增发给其选定的机构),稀释其他股东及投资人股权,减少他们的收益。在国美案件中,企业利用负债来应对债务危机以降低破产的风险,但引入贝恩资本成本过高。面对潜在的巨额赔款和管理层发生的变化,控制权的斗争愈演愈烈,造成很大的内耗,必然会减少股东收益。

企业重组适用特殊性税务处理的 受让资产计税基础争议

任坐田 王 磊

(浙江财经学院 杭州 310018)

2009年4月30日,国家税务总局和财政部联合发布了《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》(财税[2009]59号)(以下简称“59号文”)。在其实施过程中关于受让资产计税基础的确定有一定争议。本文通过案例分析,从公允价值和原有计税基础两个角度来论证计税基础如何确定。

一、案例介绍

例:2010年9月,上湖公司与下湖公司进行资产收购重组。上湖公司是上达公司的全资子公司,为资产收购业务中的受让企业;下湖公司为资产收购业务中的转让企业。上湖公司以增发自身股份为对价来收购下湖公司的实质性经营资产。两家公司为非同一控制下的企业。

资产收购实施之前的资产状况如下:①上湖公司:原有资

产账面价值为80万元、计税基础80万元、公允价值200万元,均为非货币性资产。假设其负债和留存收益为零。②下湖公司:要转让的实质性经营资产的计税基础为80万元、账面价值为80万元、公允价值为200万元。

上湖公司为上达公司的全资子公司。上达公司股权计税基础为80万元、公允价值为200万元。资产重组后,下湖公司拥有上湖公司50%的股份。假设其他条件也符合59号文特殊性税务处理的条件规定。为简化起见,假设上湖公司取得的实质性经营资产再转让时,其公允价值保持不变,同时不考虑其他税费。以下将区分以公允价值确定受让资产的计税基础和以原有计税基础确定受让资产计税基础两种情况,来探讨企业重组受让资产计税基础的确认问题。

3. 收益。收益指企业未来的收益是怎样的,是否具备偿债能力,以及财务杠杆对反映在每股收益和股东权益报酬率上的股东收益的影响。当公司借款经营赚取了大于利息的投资收益时,就提高了每股收益和股权收益率。

4. 控制。控制指企业筹资方式对新老股东、债权人和管理者在筹资方式、生产经营、分配政策决策权等控制上的影响。对于公众上市公司,控制权主要体现在对股东大会的控制权上,具体包括对企业的经营方针、投资计划、选举董事、批准企业财务预算、决议公司清算、分立、合并等的控制权。公司的控制权由股东和经营者分享。我国很多上市公司都是家族式企业,最大的股东也是主要的经营者,很少存在西方那种“强管理者弱所有者”的现象。又因为控制权具有收益的功能,不但包括货币形态的收益,也包括非货币形态的收益,因此控制权对于创始人股东来说至关重要。所以在进行筹资决策时,要考虑其(这里主要指创始人股东)利益相关者对企业的控制权尤其是财权控制上的影响,如果存在稀释股权的影响,就需要考虑控制权的稀释情况。

在国美案件中,我们可以看到黄光裕作为大股东最大的损失就是控制权的丧失。基于贝恩资本的苛刻条件,引入贝恩资本,黄光裕无异于“饮鸩止渴”。2010年5月10日,在自己股权被稀释、就要丧失控制权的时候,黄光裕选择了说“不”,可见他更在乎自己的控制权。从这里我们可以看到,黄光裕因经济案件入狱后其夫妇在董事会的话语权几乎为零,丧失了对董事会的控制权后,其夫妇还有一张王牌,就是其持股比例

还没有低于三分之一,如果低于三分之一,黄光裕夫妇则彻底被架空,失去其控制权。

5. 时机。时机指企业选择筹资的时机。企业可能因为创建企业、企业扩张、偿还债务、调整资本结构等不同目的进行融资,目的不同,企业选择的融资方式和融资时机就不一样,同时还要考虑企业的政治经济环境以及企业的现状。

国美之所以出现控制权之争,很大的原因在于筹资时机不当。首先是国美没有“天时”。出现债务危机后,国美在很短的时间内引入贝恩资本,使企业的财务状况潜伏了危机。其次是国美没有“人和”。在引入贝恩资本的过程中,都是陈晓带领管理层在进行“排他性”的谈判,这定然会引起大股东黄光裕的不满和担心。另外作为管理当局,应保持清醒的头脑,贝恩资本作为机构投资者,其经营目的就是牟利并且使其利益最大化,也就是说它的到来绝不仅仅是雪中送炭。

三、小结

国美事件给我们的启示是,企业发行可转债进行融资时要对灵活性、风险、收益、控制及时机等各要素进行综合考虑。五个因素中居于核心的是控制,同时这五个因素相互影响,不能偏废其中任何一个。

主要参考文献

1. 中国注册会计师协会. 财务成本管理. 北京: 经济科学出版社, 2010
2. 申嫦娥, 吕兆德, 吴沁红. 财务管理. 北京: 北京师范大学出版社, 2009