

# 苏宁、国美股权融资对控股股东控制权的影响

王百强 戴彦雄

## 一、苏宁与国美上市之初的股权结构

2004年7月7日,苏宁电器公开发行人民币普通股股票25 000 000股,每股面值人民币1.00元,每股发行价人民币16.33元,募集资金总额为4.08亿元,扣除发行费用0.13亿元,实际募集资金净额3.95亿元。发行后公司股份总数为93 160 000股。此时,苏宁的股权结构如图1所示。苏宁控股股东张近东个人的持股情况如图2所示,张近东直接持有和通过江苏苏宁电器有限公司控制了公司40.24%的股份。

国美于2004年在香港联交所完成买壳上市。上市之初,黄光裕持有国美65.5%的股份,2004年年底,黄光裕持股情况如图3所示。其中,国美电器控股有限公司为香港联交所的上市公司,即本文所称的“国美”,国美电器有限公司是中国内地的电器零售连锁公司。

## 二、苏宁、国美股权融资对控股股东控制权的影响

### (一) 苏宁股权融资对控股股东控制权的影响

上市之初,张近东持股比例具有绝对优势,而且作为公司的创始人,张近东担任苏宁董事长一职,是苏宁的实际控制人。上市之后,苏宁的一系列股权融资行为摊薄了张近东的持股比例,对其控制权造成了影响。2005年苏宁进行股权分置改革,非流通股股东为其持有的非流通股获得流通权向流通股股东支付对价,张近东直接持有和通过江苏苏宁电器有限公司控制公司的股份降为36.55%,直接持股比例降为31.90%。2006年,苏宁定向增发2 500万股,增发后公司股本为36 037.6万股。此时张近东个人直接和间接持股比例摊薄至34.01%,其中直接持股摊薄至29.69%。2008年,苏宁定向增发5 400万股,将

张近东个人直接和间接持股比例摊薄至32.53%,其中直接持股28.61%。2009年苏宁向包括公司控股股东张近东在内的7名特定投资者发行177 629 244股,其中张近东认购17 441 860股。增发后,张近东的直接和间接持股比摊薄至31.67%,直接持股27.90%。虽然持股比例逐渐降低,但张近东对苏宁的控制权却并未动摇。

### (二) 国美股权融资对控股股东控制权的影响

国美第一次进行股权融资是在2006年。2006年年初国美总股份数为164 245万股,其中黄光裕持有(包括黄直接持有、黄的配偶持有以及黄通过其全资拥有的公司持有,下同)108 460万股,持股比例为66.04%。2006年,国美发行12 500万美元的可换股债券及2 500万美元的认股权证,这暂未引起公司股份及黄光裕持股比例的变化。但当年有两个重要事项对国美的股份数造成了

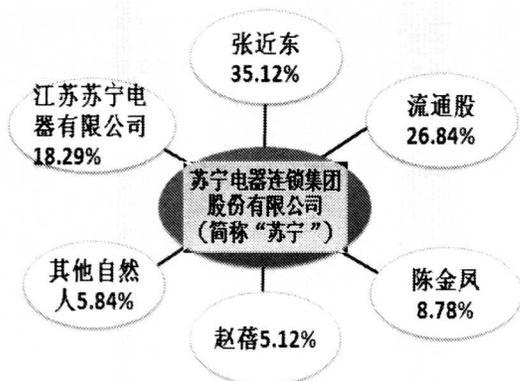


图1

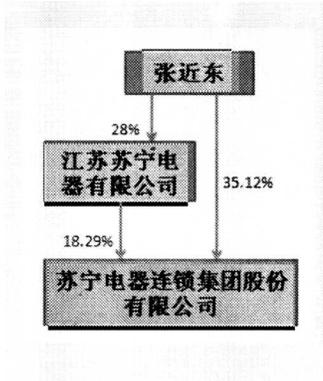


图2

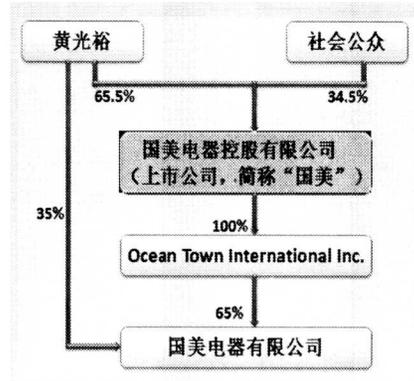


图3

影响：一是国美收购了其在中国大陆的主要经营公司国美电器有限公司剩余的35%的股份，国美因收购而增发了65 035万股新股；二是国美收购了永乐电器，因收购行为于2006年增发了75 172万股新股。2006年年底，国美的股份总数为304 452万股，黄光裕持有156 377万股，所占比例为51.40%。

2007年，国美发行了本金总额人民币460 000万元的2014年到期零息可转债（简称旧2014债券）。当年影响国美股份数以及控股股东控制权的事项有：①增发1 348万股新股用于完成对永乐的收购；②配售11 000万股新股；③2006年发行的可换股债券于2007年被全额转换为15 150万股新股，增加了转换前总股本的4.95%。由于上述三个事项，国美年末总股份数变为331 949万股，股份增加了9.03%，其中由于配股和可转债的执行使得股本总数增加了8.59%，对控股股东股权的摊薄比较明显。另外，黄光裕自己也有减持套现行为。2007年年底，黄光裕持股比例降为42.06%。

2008年，国美回购了12 980万股股份并注销；另外，国美将每1股普通股拆分为4股，增加股份956 907万股，股份总额变为1 275 876万股。2008年年末，黄光裕所持有的股份为453 512万股，比例下降为35.55%，可见黄光裕进行了减持。2008年黄光裕因涉嫌经济犯罪被拘捕调查，黄因此辞去国美董事会主席一职，由国美总经理陈晓担任。由于国美董事会的权利较大，黄光裕又不再绝对控股，其控制权已不再稳固。

2009年国美的股权融资事项有：①按照每100股可配发18股的标准发售 229 658万股，其中黄光裕全额配股81 632万股；②赎回了本金18.20亿元的旧2014债券；③发行了两批可转债——本金为人民币15.9亿元的2016年到期可换股债券（贝恩资本认购），本金为23.57亿元的2014年到期可换股债券（简称新2014债券）。发行两批可转债

暂时未稀释原有股东的股权比例。2009年黄光裕与董事会主席陈晓的矛盾激化，作为董事会主席的陈晓已获得国美实际控制权，黄光裕通过全额配股来保持其持股比例，以求夺取丧失的控制权。2009年年底，黄光裕持股511 644万股，持股比例为33.98%。

2010年9月15日，贝恩资本将国美2009年发行的2016年到期可换股债券全额转换为163 070万股新股，占转换前国美总股本的10.83%。转换后，贝恩持股比例为9.98%。黄光裕的股份被稀释为30.67%。

在国美2010年9月28日召开的特别股东大会上（以下简称9.28表决），大股东黄光裕的五项表决有四项被否决，黄光裕并未夺回国美的实际控制权，但他的一项关键提议获得通过：即时撤销2010年5月11日一般股东大会通过的关于配发、发行及买卖本公司股份之一般授权（董事会有权增发20%）。

### 三、启示

（一）控股股东应重视公司股权融资对其控制权的影响

股权融资会稀释控股股东的股份，对其控制权造成不利影响。当控股股东绝对控股或持股比例有绝对优势时，股权融资对其控制权的影响较为微弱，如国美上市之初黄光裕持股高达66.04%，其控制权很难受到影响。但是当控股股东持股没有绝对优势时，股权融资对控制权的影响则不可忽视，如2010年贝恩资本将国美2009年发行的可转债转换为股份对黄光裕重新争夺国美控制权的影响就非常大。当然，持股比例是否具有绝对优势并没有一个明显的界限，控股股东应该根据公司具体情况，把握合适的度。

（二）控股股东可灵活利用可转债为公司融资

作为一个具有债权融资和股权融资双重性质的融资工具，可转债融资对控

股股东控制权的影响具有双面性。一方面，可转债转换为股份会稀释控股股东的持股比例。在国美的控制权之争中，作为陈晓方的重要支持者，贝恩资本获得股权的方式正是可转换债券转换为普通股。另一方面，可转债需要满足一定的条件才能进行转换，可以减缓和减弱股权融资的摊薄作用：首先，可转债一般不能在发行时立即转换成股票，有延时的效果；其次，可转债不一定会全部被转换为普通股。国美发行了四次可转债，本金分别为1.25亿美元、46亿元、18.20亿元、15.9亿元。其中第一次与第四次被全额转换成普通股，分别增加了转换前公司股本的9.69%、10.83%；金额更高的第二批、第三批可转债尚未转换为普通股，避免了黄光裕持股比例进一步被摊薄。

由于对控制权影响的双面性，对于有强烈融资需求而又希望保持控制权的控股股东而言，可转债是一个不错的选择。相比其他融资方式而言，可转债有更大的操作空间。可转债需要满足一定转换条件方可转换，控股股东可以设计合理的可转债转换条款，既满足公司股权融资的需求，又尽可能减轻对自身控股比例的摊薄。

（三）定向增发情况下股权融资行为也能提高原股东的持股比例

对于控股股东掌握控制权但控股比例过低的公司，可以通过向控股股东定向增发的方式来提高控股股东的持股比例。2009年苏宁的定向增发对象就包括控股股东张近东本人，国美2009年的配股融资中，黄光裕全额配股，这也有利于其保持持股比例。一般情况下，相对公开发行而言，定向增发或者配股的价格较低。因此，对于控股地位不够稳固的控股股东而言，全额配股或者向自身进行定向增发也是增强控制权的方式之一。

（作者单位：中国人民大学财政金融学院

中国人民大学商学院）

责任编辑 刘莹