

案例分析

O2O 转型模式下资金筹措 与融资策略分析 ——以苏宁云商为例

互联网时代,传统零售企业纷纷“触网”,向线下线上联合营运的O2O模式转型。然而,架构线上电子商务平台,互联网化改造升级线下门店、提升融合虚拟电子和实体商务的流程管控能力,完善仓储、物流、快递和支付等后台服务体系,需要巨额的资金。因此,以合适的资本成本筹措到转型所需的资金并使财务风险可控,不仅事关转型的成败,还影响着企业的价值创造和可持续发展。本文以苏宁云商为例,分析其融资策略,为战略转型公司提供一定的参考和借鉴。

一、转型O2O模式及其资金筹措

(一)向O2O模式转型。

2010年,我国大型零售企业苏宁电器自主研发的电子商务平台——苏宁易购上线运营;2013年,其线上开放平台——苏宁云台上线,并确立了以网上零售为主体、以网下门店和苏宁云台为两翼的转型路线图,公司也因此更名为苏宁云商。

苏宁电器的O2O模式融电商(苏宁易购)、店商(线下门店)和零售服务商(苏宁云台)于一体,实现售前、售中、售后全流程线上线下融合和POS(门店)、PC(计算机)、MOB(手机)及TV(电视)全渠道经营,即“云商模式”。苏宁云商开发与营运苏宁易购和苏宁云台、升级与改造线下门店、建设智慧型公司总部和易购总部、铺设物流快递网络和其他服务配套等一系列的投资活动及公司经营规模的扩大,使总资产规模持续上升。截至2014年年末,苏宁云商的总资产为8 219 372.90万元,较2009年的3 583 983.20万元增长了129.34%,其中流动资产增长了2 045 115.00万元,非流动资产增长了2 590 274.70万元。转型过程中苏宁云商的贷款回笼和存货管理仍然延续现销和经销模式,没有重大变化。因此,流动资产的增长是因为公司经营规模扩张,非流动资产的增长主要是为构建O2O模式的投资耗费。

(二)资金来源渠道与筹措方式。

控制销售渠道的零售企业,尤其是大型连锁经营企业,对供应商的议价能力强,能将占用在存货、应收账款和预付账款上的资金及其资金成本转嫁给供应商,其经营活动的净现金需求为负,这与金融企业类似,习称“类金融”企业。苏宁云商以前也是一家以“类金融”模式营运的家电连锁企业,然而,电子商务的飞速发展减弱了零售企业对供应商的议价能力,经营活动获取资金能力逐渐下降,苏宁云商也不例外。2014年,苏宁云商的营业收入较2009年增长86.84%,但公司的净现金需求与2009年基本持平。也就是说,类金融模式未能为苏宁云商构建O2O模式提供增量资金,其投资资金主要来自以下几个渠道:

1. 权益融资:收益留存和向特定投资者增发股票。

构建O2O模式的资金需求极为巨大,苏宁云商的现金股利支付率不高,每年的净利润大部分被留存下来,2010—2014年合计留存收益高达1 025 986.1万元。定向增发是公司权益资金的另一个重要来源。2009年12月,苏宁电器以每股17.20元的价格向公司大股东和实际控制人张近东以及雅戈尔集团、富国基金、大成基金、国泰基金、人保资产管理公司和斯坦福大学等财务投资者合计发行股票177 629 244股,扣除发行费用后实际募集资金300 000万元;2012年7月,公司又以每股12.15元的价格分别向张近东独资公司南京润东投资(现苏宁控股集团)和弘毅投资发行386 831 284股,扣除发行费用后募集资金463 309.30万元。

2015年8月,苏宁云商以每股15.23元的价格分别向淘宝(中国)软件和安信-苏宁2号(第2期员工持股计划)定向增发1 861 012 043股和65 659 881股,募集资金2 934 321.34万元。其中140亿元人民币等值的美元按81.51美元/股的价格认购阿里巴巴集团增发的普通股股份,其余全部用于O2O模式的完善与营运。交易完成后,淘宝(中国)软件持有苏宁云商19.99%的股份,成为第二大股东。

2. 债务融资:发行公司债券和举借银行款。

2012年12月,苏宁云商向社会公开发行票面利率为5.20%的5年期公司债券45亿元,扣除发行费用后实际募集资金446 540.50万元;2013年11月,又发行了票面利率为5.95%、附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权的6年期公司债券35亿元,扣除发行费用后实际募集资金348 052万元。两批债券均以单利按年计息,每年付息一次,到期一次还本。转型期间,苏宁还以短期借款和长期借款方式,从银行渠道获得275 074.30万元的增量

资金。

3. 创新型融资：门店资产运作计划。

2014年12月，苏宁云商将11个自有门店物业房产权及对应的土地使用权出售给中信金石基金管理公司相关方设立的中信华夏苏宁云创资产支持专项计划，并以长期租赁方式回租。这一创新型资产运作计划不仅为公司回笼资金43.42亿元、实现利润19.77亿元，而且还建立起门店资产购置——门店运营的良性资产运营方式，有利于持续巩固线下门店。2015年6月，公司又以相同方式对14家自有门店进行资产运作，成功融资32.65亿元，实现税后利润10.22亿元。

二、结构型融资策略及特征分析

从资金来源看，公司的融资策略有内源资金融资策略、债务资金融资策略、股权资金融资策略和创新型融资策略等。以平衡资本结构为目标的结构型融资策略是传统零售企业向O2O模式转型的理性选择，苏宁云商走向O2O模式进程中的资金筹措为典型的结构型融资策略，呈现以下特点：

1. 负债与权益结构平衡：以权益融资为主，让财务风险与经营风险相匹配。

债务融资成本低、利息可抵税、融资弹性好，还具有良好的治理效应，有利于提升企业收益；同时，债务需要按时还本付息，财务风险较高，过度负债比可能威胁可持续经营。因此，以企业价值最大化为财务目标的公司应将负债与权益的比率控制在合适水平。运用债务融资方式筹措向O2O模式转型所需的资金，必然会将零售业公司本已不低的负债与权益比率推升至过高的水平。高财务风险与转型中的高经营风险匹配，极易使公司陷入财务危机。因此，以权益资金为增量资金的主来源成为零售业公司O2O模式转型下的重要策略。苏宁云商构筑O2O模式所耗费的2 590 274.70万元资金中，有1 461 181.9万元为权益资金，占56.41%，具体数据见表1。

表2数据显示，苏宁云商的外部融资顺序是先权益后债务。2009年权益融资300 000万元，2010年和2011年增加有

息债务31 778.90万元和134 789.70万元；2012年7月股权融资463 309.30万元，2012年12月和2013年11月发债融资446 540.50万元和348 052万元。以权益资金为主、外部融资先权益后债务的融资策略，使苏宁云商在战略转型过程中保持了负债与权益资本结构的平衡，避免了财务危机的困扰。

纵然如此，苏宁云商的负债与权益比率仍然由1.40上升至1.78，有息负债比率更是由0升至0.36，财务风险持续积累中。2015年公司启动向淘宝（中国）软件定向增发A股股票，优化负债与权益结构、提升公司债务融资能力和彻底解决转型资金问题是重要的决策动因。

2. 债务内部结构平衡：债务融资以有息负债为主，获取利息抵税和财务杠杆效应。

债务资金按是否有息可分为经营负债和金融负债。金融负债成本虽高于不用付息、只要还本的经营负债但低于权益资金，且融资速度也较权益融资快。在公司已无法借助类金融模式获得增量资金的情况下，适度金融负债融资有助于降低公司的资本成本、提升企业价值。向O2O模式转型中，苏宁云商的债务资金主要来自有息负债融资见表2。

以有息负债为主的债务融资策略，改变了苏宁云商以往经营流动负债占绝对优势、金融负债很少甚至为零的债务资本结构特征，有息负债占总负债比率持续上升，至2014年已到0.20。从类金融模式走向有息负债经营，在获得利息税前抵扣利益的同时，还使公司的财务杠杆从无到有，具有了获取财务杠杆利益的可能。

3. 有息债务结构平衡：有息负债以债券为主，降低成本、控制风险和增强弹性。

有息债务融资有发行债券、长短期借款和融资租赁等多种方式。以类金融模式运营的零售企业经营流动负债比率很高，采用短期借款融资会造成资金来源与占用期限错配，使资产负债表左右结构失衡。因此，大多通过发行债券、长期借款等融资方式筹措有息债务资金。

表3数据显示，苏宁云商的长期有息债务从无到有，逐

表1 苏宁云商负债与权益资本结构数据表

单位：万元

项目 \ 年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014
负债	2 091 484.90	2 506 199.10	3 675 593.50	4 704 996.60	5 354 876.40	5 265 692.70
其中：有息负债	0	31 778.90	166 568.60	621 789.70	964 965.60	1 071 192.00
股东权益	1 492 498.30	1 884 539.10	2 303 053.80	2 911 153.50	2 870 290.70	2 953 680.20
负债 / 股东权益	1.4	1.33	1.6	1.62	1.87	1.78
有息负债 / 股东权益	0	0.02	0.07	0.21	0.34	0.36

表2 苏宁云商债务内部结构数据表

单位：万元

项目 \ 年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014
流动负债	2 071 883.90	2 453 434.80	3 563 826.20	4 124 525.60	4 341 438.40	4 211 691.20
其中：金融流动负债	0	31 778.90	166 568.60	175 249.20	110 989.30	183 652.90
非流动负债	19 601.00	52 764.30	111 767.30	580 471.00	1 013 438.00	1 054 001.50
其中：金融非流动负债	0	0	0	446 540.50	853 976.30	887 539.10
金融负债 / 负债	0	0.01	0.05	0.13	0.18	0.2
流动负债 / 负债	0.99	0.98	0.97	0.88	0.81	0.8

表3 苏宁云商有息债务结构数据表

单位：万元

项目 \ 年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014
短期借款	0	31 778.90	166 568.60	175 249.20	110 989.30	183 652.90
长期借款	0	0	0	0	59 383.80	91 421.40
应付债券	0	0	0	446 540.50	794 592.50	796 117.70
合计	0	31 778.90	166 568.60	621 789.70	964 965.60	1 071 192.00
长期有息负债 / 有息负债	-	0	0	0.72	0.88	0.83
公司债券 / 长期有息负债	-	-	-	1	0.93	0.9

渐成为有息负债主体。有息负债以长期为主的融资策略，与类金融模式下的高经营流动负债相匹配，可平衡债务期限结构以降低财务风险。苏宁云商的长期有息债务主要通过发行债券筹措，长期借款占有息比率很小。这种以应付债券为主的长期有息负债融资策略为公司未来增加借款预留了空间，还降低了融资成本——在我国，虽然债券的名义融资费用较高，但债券的高流动性以及银行借款的高隐性融资成本，导致债券融资实际成本低于银行借款。

4. 权益资本内部结构平衡：权益融资先内部后外部，降低资本成本和保护原股东利益。

2010 - 2014年间，苏宁云商归属于母公司股东净利润有80.49%留存下来，留存收益占股东权益比率由2009年的0.46上升到2014年的0.59。以留存收益为主的权益资金筹措策略不仅降低了公司的资本成本，而且避免了因大量增发新股导致原股东持股收益大幅摊薄，权益资本的内部结构日趋优化。

5. 股东结构平衡：外部权益融资偏好定向增发且增发对象多元，巩固控制权和获取股东资源。

选择定向增发不是因为现金分红或财务业绩达不到监管要求，而是基于其财务成本低、审批程序少、股东选择权和巩固控制权等因素的考量，也与2008年金融危机后我国资本市场不景气增加了公开发行的难度有关。

从定向权益融资的对象看，苏宁云商既有公司大股东及其控制的企业，也有产业集团、基金公司、保险机构、大学和股权投资中心等各类财务投资者，还有阿里巴巴这样的战略投资者。公司实际控制人张近东直接或通过旗下全资子公司参与2009年和2012年的两次增发，其合计持股比例由原42.61%上升至44.06%，在阿里巴巴入股后持股比例仍有24.29%，保住了控股股东和实际控制人的地位。另外，多元的股东类别能够给企业带来除资金之外的其他资源，如大数据、物联网、移动应用、金融支付等，双方的战略合作可以取得更大的协同效应。

三、启示

启示一：O2O转型模式下资金的来源渠道和筹措方式

不仅应多样化，而且可以创新。特定融资渠道能够提供的资金数量是有限的，很难满足转型的资金需求。用单一融资方式进行大规模融资，即使是多渠道融资，也仍然可能导致财务风险的急剧攀升或资本成本的大幅上升，之于企业价值创造和可持续发展都是不利的。苏宁云商成功的融资策略也告诉我们：融资决策不能固守常规，应不断地进行创新探索。苏宁云商通过对自有产权门店资产的运作，成功地筹措了76.07亿元资金。创新型的门店资产运作计划也使公司筹资视角从资产负债表右边向左边延展，通过资产运作可以在不影响企业经营的情况下成功筹得资金。需要指出是：正是这一新型的门店资产运作计划产生的利润，使苏宁云商在2014年经营亏损达145 893.3万元的情况下仍实现了82 403.8万元净利润。

启示二：O2O转型模式下融资顺序应基于自身的资本结构，使融资成本与财务风险均衡。融资优序理论认为：企业的融资应先内部后外部、外部融资先债务后权益。然而，现实中公司负债比率各不相同，外部融资是先债务还是先权益，应基于自身资本结构和筹资成本与财务风险平衡审慎决策。作为一家类金融企业，转型前苏宁云商的资本结构具有负债比率高且以经营流动负债为主的特征。正因为此，向O2O模式转型过程中，苏宁云商选择了先内部后外部、外部融资先权益后债务的融资顺序策略。有息债务融资以公司债券为主，既有降低资本成本和增强财务弹性的因素，也有平衡债务期限结构和来源结构的考量。

启示三：外部股权融资应避免公司控制权过度分散，融资对象选择以多元为宜。实际控制人相对控股的公司，大股东、实际控制人及其关联公司应积极参与增发股份认购，以保护公司控制权。权益融资对象尤其是定向增发，需要战略投资者，也应考虑财务投资者。没有战略投资者，难以获取技术、管理、人才、市场等股东资源以实现经营管理协同效应；全部向战略投资者融资，其持股比例上升可能会威胁公司控制权。此外，基金、投行、保险、大学等各类财务投资者进入，也具有一定的丰富股东资源效应。

（《财务与会计》2016.16）