

◎ 经济管理研究丛书 ◎

ZIBEN HE ZHIYEJINGLIREN DE LUNLI YUESHU

资本和职业经理人的 伦理约束



陈文军 著



上海财经大学出版社

经济管理研究丛书

资本和职业经理人的伦理约束

陈文军 著



 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据


资本和职业经理人的伦理约束/陈文军著. —上海:上海财经大学出版社, 2013. 3

(经济管理研究丛书)

ISBN 978-7-5642-1258-2/F · 1258

I. ①资… II. ①陈… III. ①企业领导学-职业伦理学-研究
IV. ①F272.91 ②B822.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 307616 号

- 丛书策划 王永长
- 责任编辑 朱世祥
- 封面设计  游 麒

ZIBEN HEZHIYE JINGLI REN DE LUNLI YUESHU

资本和职业经理人的伦理约束

陈文军 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷装订

2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 17 印张(插页:1) 342 千字
定价:42.00 元

厚德博学
经济匡时



前 言

没有一个道德哲学家——从亚里士多德、阿奎那到约翰·洛克和亚当·斯密——将经济从一系列道德目标中拆分出来，或认为创造财富本身是个目的；相反，创造财富被视为实现德行、引导文明生活的一种手段。

——丹尼尔·贝尔(当代美国批判社会学和文化保守主义思潮的代表人物)

在现代社会与市场经济条件下，没有人会否认商业(business)活动是社会繁荣必不可少的因素。从整体商务运营来看，投资和经营是两个最为关键的活动。投资行为为经营活动提供基本的生产要素资源，如资金、土地、人力、设备、厂房等，经营活动把这些要素资源组合起来进行生产和交易，最终获取企业利润，现实资产增值。投资是经营活动的前提条件，经营是实现投资收益的手段。

在资本主义早期阶段，商业投资经营形式是采取业主制企业形式，企业主既是投资者也是经营者。随着股份制企业的出现，大多数企业把所有权与经营权分离，建立公司委托—代理的治理结构，投资行为和经营行为变成相互独立的行为。投资者通过购买股份成为某家公司的股东，股东成立董事会，委托职业经理人对企业运营进行管理。这种公司治理结构，让企业在融资灵活性、融资规模、融资效率上明显提高，同时也促进了企业经营的专业化和效率的提高。但随之而来的是，因为偏好和利益诉求不同，资本所有者和职业经理人之间产生冲突，成为商业领域层出不穷的现象。

迄今为止，人类对商业行为冲突的协调方式无非三种。

- 经济协调，通过平等的谈判、协商，形成双方都可以接受的交易合约。
- 法律协调，利用法律机构的仲裁、判决，达成裁决文件。
- 道德调节，通过伦理对话、伦理评估等形式，形成自觉遵循的伦理行为准则。

无论是经济学家的委托—代理激励理论，还是法学家的公司治理法权研究，最终都无法完全避免在资本和职业经理人之间博弈的道德风险。在两者信息不对称的情况下，作为外在约束的经济和法律手段，依靠经济算计和相关证据，虽然可以部分地防范和阻止道德风险，但要彻底解决它，必须是两者信息的完全对称，不仅仅在信息

量上要对称,而且在信息获取的时间上也要对称,这显然是不可能的。

资本所有者和职业经理人在信息上不可能完全对称,只不过表明,在公司治理上利用外在约束的方式其效果极其有限,根本上需要转向内在约束——道德调节。

伦理是商业的内在精神。资本所有者和职业经理人必须反思和寻找他们各自的“内在精神”,以便在他们的内心深处产生清晰自觉的伦理信念,在商业实践中明确规定自己行为的伦理准则。他们还需要共同努力,提升公司治理结构和机制的伦理水准。

当今中国,市场商业竞争越来越激烈,大众价值观越加多元化,法律制度不完善,司法执行力度不佳,商业道德几近沦丧。在资本市场上,大股东操纵、内幕交易、虚假信息似乎司空见惯,职业经理人牟取私利、泄露商业机密、挖老东家“墙角”的事件不断见诸报端。上市公司在内部治理上的混乱程度,被某些专家谴责为“圈钱工具”,由于对于股东(尤其是小股东)从来不分红,也没有什么具体严格的退市执行制度,购买公司股票的唯一获利途径就是投机操作。我们正面临着一个如何守住商业伦理底线的挑战,似乎还谈不上如何建构和塑造商业从业者、组织机构的高尚伦理。

世界商业演进的历史和企业发展进程向我们明确地昭示,如果没有大家清醒认知和自觉遵循的系统商业伦理准则,中国就不可能建立发达有序的市场竞争机制,并以此来保证经济走向繁荣、人民走向富裕、国家走向强大,更不可能培养出规模巨大、经营管理卓有成效、人才精英荟萃的国际一流企业。

本书结合近几年来中国商业实践中出现的资本和职业经理人冲突案例,用伦理方法研究了如下内容。

1. 梳理当今商业伦理学者和专家对商业伦理准则、商业伦理决策方法的论述;
2. 全面解析资本的内在伦理精神,资本的生存伦理和竞争伦理,明确表达了对资本贪欲的节制和资本在企业中的责任;
3. 本书把职业经理人伦理划分为经营伦理和管理伦理,分别进行探讨,提出了职业经理人在实际情境中面对多种伦理准则冲突时,如何进行平衡抉择;
4. 针对资本所有者和职业经理人在公司治理平台上的冲突,分析其产生的具体根源,阐述委托—代理激励方式的优缺点,从契约伦理的视角提出资本所有者和职业经理人的伦理调节原则;
5. 本书还用伦理标准对中国资本和职业经理人制度、公司治理制度的现状进行了伦理评估,并就如何促进资本制度、职业经理人制度、公司治理制度的伦理进化,在实际操作层面分析、探讨一些具体方案和典型案例。

本书重点研究在公司治理结构中,如何对资本和职业经理人之间的冲突进行伦理调节。

始于2007年华尔街金融海啸的世界金融危机,到2012年已经历了5个年头。欧洲深陷欧债危机,美国经济没有复苏的强劲迹象。中国经济走势放缓,也处于困难时期,面临着巨大挑战,传统经济增长的三大驱动力已经走到了尽头,廉价劳动力的

“人口红利”随着物价上涨、劳动力成本增加已经接近消失；出口在欧美经济衰退、市场萎缩下萎靡不振；大规模投资拉动也因为外资锐减、内资缺乏而威力不再。

中国经济再一次腾飞，大概只能依靠制度创新和伦理进步了。许多专家学者寄希望于制度的变革，可是他们不要忘了，如果没有伦理的进步，真正有利于经济增长和社会全面发展的制度创新，几乎不可能产生和有效实施。

最后要提及的是，笔者在阐述和论证过程中提出的一些看法或观点，乃多年来的研究心得，限于学识水准，难免偏颇或不妥之处，祈望读者不吝指教。

陈文军

2012年10月于北京

目 录

前言/1

第一章 资本和职业经理人的伦理现状/1

第一节 国美内部之争中资本和职业的冲突/1

一、国美陈、黄之争的缘由/1

二、陈、黄之间冲突过程/3

第二节 “富二代”能否成为一个好的资本管理者/10

一、“富二代”寻找职业经理人的困惑/10

二、“富二代”对社会的坏影响和好影响/12

三、如何塑造具有社会责任的“富二代”/15

四、“富二代”做投资者还是职业经理人/16

第三节 来势凶猛的 PE/VC,将如何面对伦理准则/17

一、投资人和投资行为有否伦理标准/18

二、PE 的问题/19

三、VC 的问题/20

第四节 国企资本与职业经理人的伦理困境/24

一、国企领导人的问题/25

二、国企产权改革——选择效率伦理还是公平伦理/26

三、内部人控制问题/27

四、企业管理者的“廉价投票”/28

五、“垄断”违反市场正平竞争/29

第二章 伦理是商业的内在精神/31

第一节 伦理与商业的关系/31

一、商业的本质与精神/31

二、商业的伦理约束、法律约束/34

三、法律是否可以代替商业伦理/37

四、伦理对商业的意义/39

第二节 商业伦理分析方法/42

一、商业伦理的建构主义/42

二、商业伦理的演进主义/51

三、商业德性伦理/53

第三节 经营管理中的商业伦理决策/56

一、行业、产业伦理/56

二、从行业伦理到职业伦理/60

三、企业经营中的伦理决策/61

四、企业领导者的伦理/67

第三章 资本伦理的观念和规范/71

第一节 对资本的伦理认知/71

一、资本进化的三种形态/71

二、对资本伦理认知的变化/72

三、马克思对资本产生和发展的伦理批判/78

四、我国对资本伦理观念的变化/79

五、国际上对资本伦理认知的最新进展/80

第二节 资本的理性精神/86

一、马克思·韦伯对现代工业文明产生和资本伦理精神的分析/87

二、资本的职业精神/88

三、资本的节制和超越理念/90

四、资本的委托—代理制组织形式及其社会责任契约/97

第三节 资本的生存伦理/101

一、马克思对资本的批判/101

二、资本所有权的有限性/103

三、资本造就富裕社会/104

四、资本的内在生存伦理/110

五、资本的外在生存伦理/111

第四节 资本的竞争伦理/128

一、资本竞争的伦理基础及其义务/128

二、资本之间的竞争伦理规则/132

三、资本之间竞争的伦理认知与对话/138

第五节 大股东的伦理责任和冲突/149

- 一、股东关系/149
- 二、大股东操控的非正当性/151
- 三、大股东的责任/156

第四章 职业经理人伦理约束/159

第一节 职业经理人的角色/159

- 一、个人和角色/159
- 二、职业经理人与自己的伦理契约/161
- 三、职业经理人与职业的道德契约/162

第二节 经营管理的伦理责任/164

- 一、职业经理人的经营伦理/164
- 二、职业经理人的管理伦理/167

第三节 职业经理人的伦理冲突/175

- 一、职业经理人伦理冲突困境/176
- 二、四种伦理冲突情景/177

第四节 职业经理人的伦理决策/181

- 一、伦理决策的阻碍因素/181
- 二、伦理策略/186

第五章 资本与职业经理人的伦理契约/193

第一节 公司治理结构与机制/193

- 一、国美出现亏损,回归“陈晓模式”自救/193
- 二、公司治理/195
- 三、公司治理结构/196
- 四、公司治理机制/198

第二节 委托—代理激励方式及其问题/198

- 一、委托—代理问题及其激励方式/199
- 二、委托—代理激励理论的失败及其原因/201
- 三、委托—代理激励的困境与伦理的解决之路/202

第三节 资本与职业经理人的博弈/204

- 一、内部人控制的道德风险/204
- 二、在资本意志下的职业经理人悲剧/205
- 三、资本与职业经理人之间的伦理契约层次/211
- 四、资本与职业经理人协作的伦理文化/220

第六章 改善资本和职业经理人制度的伦理建设/226

第一节 资本市场:对投资者公正吗/226

- 一、投资者的多样化/226
- 二、是投机逐利主导,还是价值投资主导/227
- 三、资本制度中的伦理治理方式/233

第二节 职业经理人制度建设/238

- 一、有关职业经理人的制度体系/238
- 二、改善职业经理人的心态和角色认知/242
- 三、健全企业内部职业经理人制度/244
- 四、建立职业经理人认证、评估、监管制度/246

第三节 资本与职业经理人的博弈与伦理进化/247

- 一、是伦理建构、伦理进化,还是伦理教育/247
- 二、博弈中的伦理进化机制/250
- 三、促进公司治理伦理进化的标准/252
- 四、伦理进化的内部促进因素/252
- 五、伦理进化的外部促进因素/257

参考书目/261

第一章 资本和职业经理人的伦理现状

商业伦理产生于商业运营的现实,只有对商业运营过程中出现的典型案例进行研究分析,才能真正对中国商业伦理现状进行深刻反思。近年来发生并被媒体广泛关注的事件,可以作为我们分析资本和职业经理人伦理约束的激发点。这里选取了如下几个典型案例。

- 国美“陈、黄”之争;
- “富二代”面对家族企业,是委托职业经理人还是自己接班?
- PE 和 VC 的投资行为面临的伦理问题;
- 国有企业的“内部人”控制。

第一节 国美内部之争中资本和职业的冲突

从 2010 年 5 月~2011 年 3 月,国美大股东黄光裕与总裁陈晓之间的冲突历时近一年时间,其中上演不同股东之间的控制权争夺,资本与职业经理人的内斗,为我们商务伦理的探讨提供了最为经典的案例。

- 大股东和职业经理人之间应该遵循什么样的商务伦理准则?
- 资本应该具有哪些伦理精神?
- 职业经理人如何处理与资本的关系?

让我们了解事情的经过,看看其中有哪些需要反思的因素。

一、国美陈、黄之争的缘由

1. 国美电器

国美电器控股有限公司,2010 年以前是中国最大的家电连锁企业,由黄光裕于 1987 年创立,2004 年 6 月在香港交易所上市(港交所股票代码:0493)。2008 年 3 月,中国连锁经营协会发布 2007 年连锁百强经营业绩,国美以年销售额 1 023.5 亿元

位列第一。目前国美电器集团在全国 280 多个城市拥有直营门店 1 200 多家。

2. 黄光裕与陈晓

黄光裕,国美电器的创始人,1986 年在北京前门的珠市口东大街盘下了一个 100 平方米的名叫“国美”的门面,先卖服装,后来改卖进口电器。1987 年 1 月 1 日,第一家“国美电器店”正式挂牌,至 2007 年在全国范围内的门店数量已经增至 654 家,营运利润 8.94 亿元人民币。2004 年黄光裕被胡润“中国内地富豪榜”以 105 亿元排名为大陆第一位富豪,2008 年在胡润大陆富豪榜,仍以 430 亿元身价成为中国首富。

陈晓,1958 年出生于上海,1996 年集资 100 万元创建上海永乐电器,2003 年 12 月兼并广州东泽,首开国内家电连锁业并购先河。2005 年 1 月引入国际资本投资银行摩根士丹利的 5 000 万美元投资,使之成为永乐第三大股东。2005 年永乐电器在香港上市,2006 年 11 月,国美永乐合并,黄光裕担任合并后的国美集团董事局主席,陈晓出任集团公司总裁。2008 年 11 月黄光裕被警方带走接受调查,陈晓出任代理董事局主席,2009 年 1 月 18 日,黄正式辞职,陈出任董事局主席。

3. 黄光裕案件

2008 年,黄光裕被北京市公安局带走调查,起因包括涉嫌“操纵市场”等罪名。2009 年,北京市公安局新闻办证实,黄光裕妻子杜鹃因涉嫌经济犯罪,正在接受警方调查。2010 年 2 月,黄光裕涉嫌非法经营罪、内幕交易罪、单位行贿罪被公诉。2010 年 4 月 14 日,黄光裕案在北京市二中院进行庭前示证,检方出示了上百组证据。2010 年 4 月 22 日,黄光裕案在北京市二中院开庭。2010 年 5 月 18 日,北京市二中院一审判决,认定黄光裕犯非法经营罪、内幕交易罪、单位行贿罪,三罪并罚,决定执行有期徒刑 14 年,罚金 6 亿元,没收财产 2 亿元。2010 年 8 月 30 日,二审判决维持原判。

4. 陈、黄之争

2008 年 11 月 27 日,由于黄光裕的入狱,国美电器任命陈晓为代理董事局主席。在陈晓的主导下,2009 年 6 月国美电器的一次“战略引资”,贝恩资本以 18.04 亿港元购买了国美电器 7 年期的可转债,年息率为 5%,初始转换价为每股 1.18 港元,如全部转为公司股票,其规模相当于国美已发行股本的 12.8%。根据当时的约定,贝恩资本要求必须安排其董事代表进入国美电器董事会。2 个月后竺稼、雷彦(Ian Andrew REYNOLDS)、王励弘三名贝恩代表入主国美电器,担任董事会非执行董事。截至 2009 年末,尽管国美的实际大股东仍为黄光裕及其妻子,但黄的股份从 33.98%降到了 31.6%,2.38%的股份被“稀释”。

2010 年 5 月 11 日下午 2 点半,国美电器在香港召开股东周年大会,代表黄光裕夫妇的两名联属股东出手 3 张否决票。(1)否决外资股东贝恩资本的 3 名代表进入董事会;(2)否决董事会对董事薪酬的厘定;(3)否决了董事会“以所购回之股份数目扩大”所授出有关配发、发行及处置股份的一般授权,这直接关乎黄光裕的股权是否

还会被“稀释”。

大股东行使否决权让国美董事会措手不及。当晚，国美就此紧急召开董事会，一致同意重新委任贝恩的3名前任董事加入国美电器董事会。这样，董事会将股东大会的决议推翻，并发表声明：“因两名联属股东合并拥有相当于公司31.6%的股权，在出席股东大会投票表决的股份比例为62.5%的情况下，其反对致使当日董事重选或其他议案未能获得通过。有鉴于此，我们深信本次股东周年大会的投票结果并没有真正反映大部分普通股东的意愿，并肯定不能代表整体管理层及董事会的意志。”

至此，作为大股东的黄光裕家族与代表董事会、职业经理人的陈晓之间关系冲突走向前面，大股东首先否决了董事会的决议，然后董事会又反过来否决了大股东的决议，真是让人看得眼花缭乱。

5. 引起的思考

董事会有权否决股东大会的决议吗？董事会否决股东大会决议的理由：行使否决权的大股东只占31.6%的股权；参加投票的股东只占股份比例的62.5%，所以“没有真正反映大部分普通股东的意愿”，这两条理由成立吗？

贝恩资本作为战略投资者其行为的目的是什么？它应该遵循哪些伦理准则？

二、陈、黄之间冲突过程

1. 国美控制权的争夺

2010年5月11日发生的大股东和董事会的冲突，被认为是国美控制权之争。大股东连续投出否决票，是对国美电器董事会的集体“不信任”，国美电器管理层的声明，认为大股东不能代表“大部分普通股东的意愿”，而且与“管理层”、“董事会”的意志相区别，黄、陈之间关系已经决裂。

(1) 黄光裕与陈晓在引入资本上的冲突

在“黄光裕被抓”的消息开始散播之初，国美电器的合作银行纷纷作出反应，停止信贷，造成国美电器资金链恶化，一度连流动资金周转都发生了困难，可新增贷款、转贷这条路却被全面封死。董事会建议并得到黄氏家族同意下希望通过公开途径募集资金。2009年6月22日，与贝恩投资签订合作协议，贝恩投入2.33亿美元（约18.04亿港元），同时，国美电器董事会以每股0.672港元公开发售23亿~25亿股，两项共计融资32.36亿港元。贝恩由此成为国美的第二大股东。

陈晓认为，这样操作能满足国美对资金的需求，而有零售业投资经验的贝恩（贝恩投资的300余家公司，近1/3是零售业），将使国美电器“在改善公司的治理水平上获得益处”。

黄光裕一方却感觉到有可能失去国美控制权的风险。在贝恩投资进入后，如果在公开发售的25亿股票中黄的认购能力不足，其所持股权将由35.5%自然摊薄至27.2%。为了保持强势大股东地位，黄光裕在贝恩入股后，于2009年7月20日以每

股 1.705 港元价格,通过二级市场大幅减持了国美 2.35 亿股,套现资金约 4 亿港元,随后于 7 月 31 日以每股 0.672 港元价格、出资 5.49 亿港元(约合 4.83 亿元人民币)申购 8.16 亿全额参与国美电器配售。最终,黄光裕夫妇持股占总股份的 33.98%,而贝恩资本间接控制的总股本则不过 11.3%。

陈晓和贝恩资本签订的投资协议让黄光裕不满。在黄光裕家族看来,“贝恩资本的附加保护条款全部与确保陈晓个人在国美的地位有关”,这些条款包括:陈晓在国美的任期至少 3 年以上;确保贝恩资本的 3 位董事人选;与现有核心团队绑定,如果陈晓、王俊洲、魏秋立 3 个执行董事中两个被免职,就属国美违约;陈晓以个人名义为国美电器做贷款担保,根据国美电器与贝恩签订的可转债条款,只要在银行出现 1 亿元的不良贷款就属于违约事件,陈晓被免的结果很可能触及违约条款,贝恩可因此获得 1.5 倍赔偿,国美电器则损失 24 亿元。在黄光裕家族看来,是利益让陈晓和贝恩投资从对手变成了盟友。“在这场利益的博弈中,陈晓是在为自己的利益而战。”

对于黄光裕家族的指责,国美电器一位高管表示:“当时国美电器的困境让很多投资者为了保障自己的投资都提出了平时看来苛刻的条件,而且贝恩投资选择国美主要是看好管理团队,当时如果陈晓、王俊洲等离开的话,那么国美电器将瞬间倒塌。”

这位高管还透露:“贝恩投资与黄光裕家族是有接触的,当时黄光裕家族是同意贝恩投资的。”

(2) 黄光裕与陈晓在对管理层的股权激励上的冲突

在引入贝恩资本逐渐摆脱危机之后,陈晓开始了大规模股权激励。2009 年 7 月 7 日,国美电器宣布把占有已发行股本约 3% 的股权授予 105 名高管。以当日每股 1.90 港元的收盘价计算,激励方案总金额近 7.3 亿港元。这不仅创下中国家电业纪录,而且激励范围也极为广泛,覆盖了副总监以上级别。贝恩非常欢迎,因为激励方案不仅可以稳定核心高管层,还将公司整体利益与黄光裕旧部的利益捆绑在一起。

黄光裕对股权一向把持得很严,不仅“老臣”,连亲族都难分得丝毫股份(除了老婆象征性地有一点点外,连妹夫、妹妹都没有),即使陈晓 1.9% 的股份也是用永乐与国美换股而得的。而这份股权激励计划相当于打开了缺口,持续下去将可能“稀释”黄光裕的股权,增加国美管理层的决策独立性和话语权,增强他们与贝恩的相互配合,更不利于黄光裕的控制。

在黄光裕方面看来,这是陈晓借引进贝恩投资的协议收买王俊洲、魏秋立后,又将高管都收到旗下,因此对外宣布,反对这一激励计划。国美电器内部人士表示:“当时黄光裕的确通过自己的渠道表达了坚决反对高管期权激励的态度,现在又对外宣称 2004 年也曾经制定了高管激励计划,其前后态度的反复都让人瞠目。”这位国美人士说,进行这项激励计划的背景是,“当时国美电器各分公司经理和店长都收到苏宁电器发来的邀请信,国美电器管理层意识到仅靠感情来维持现有团队是很难的,必须

进行一次大规模的股权激励,同时对店长也推出了超额利益分享计划”。

(3)在国美运营模式上的冲突

黄光裕在国美的运营策略,主要有三点:大量发展连锁店,以连锁店的数量和销售规模取胜;对所有连锁店采取五个统一,即:统一品牌和形象标识,统一采购,统一配送,统一管理,统一资金结算;通过规模化的销量来压低供应商的供货价,从而在零售上以低价取胜。

而陈晓认为,“以前消费者认同国美,是因为在同样的卖场里,我的品牌、品类丰富度最充分,另外价格不比别人高。再往下说,说不出国美还有什么优势了。”在没有突出的核心竞争力,国美开再多的门店、再大的规模,也不能让自己的盈利能力获得质的提升。2005年国美电器在全国拥有门店数目为259家,2008年达到859家,净增600家,但代表企业盈利能力的综合毛利率却每年只增长1个百分点(2005~2008年分别为13.32%、14.60%、15.64%、16.94%),国美每年多开200家门店,毛利率才能维持1%左右的增长。国美依靠的“流水倒扣”的盈利模式,即出租商铺先卖货后结账,根据流水扣除固定比例的费用,其盈利不依靠进销差价获得。“这造成一个后果,就是我们(渠道商)失去了定价权。”由于流水倒扣的模式被一再放大,商业企业对商品经营环节完全失控,根本不知道该卖什么商品,如何去选择厂家推广商品,这个本该属于渠道商的功能,完完全全退化了。最后靠卖东西本身赚不到钱,而依靠庞大渠道网络优势带来的强势地位收取进场费。陈晓认为,这是畸形的,零售业一定要回归“商业本质”,要设法博得消费者的“欢心”。

2009年,陈晓带领国美进入优化转型期,从规模扩张到精细化管理的转型,从开店增长到提升单店经营质量的转型,从销售主导到利润为先的转型。关闭100家左右效益不好的门店,同时开出部分大的旗舰店和优质门店,总量仍保持目前的1300家左右。

2. 贝恩资本想得到什么

黄光裕与陈晓的冲突,从深层次看是公司第一大股东黄氏家族与贝恩资本之间的争斗。

贝恩投资在投资国美时经过双方谈判最终达成让步方案,贝恩资本方提名3位非执行董事,同时允许大股东通过参加配股维持第一大股东地位。贝恩资本预计,狱中的黄光裕未必能在短时间内筹措到配股的资金,而属于自己的3个非执行董事却能有不少作为。黄光裕则希望大股东地位能保障对于国美电器的控制权。

2009年8月,贝恩资本通过行使换股权将“发行可转债”2.33亿美元一次性转为16.28亿股国美电器,占总股本的10.8%。2009年8月4日国美电器配股,黄光裕出资约5.49亿港元,申购了8.16亿配售新股,占总配售股份的36%,黄光裕夫妇持有国美电器的股份不降反升至约33.98%,巩固了其第一大股东的地位。

2009年6月国美转债发行之后,香港恒生指数已自危机时的低点反弹至18060

点,国美电器复牌首日收盘价达 1.89 元,远高于贝恩转债 1.108 港元的转债行权价。通常内地 A 股市场转债的转股价较发行前的市价有 5%~10% 的溢价,转债的票面利率一般在 1%~2% 之间。而贝恩资本认购的国美转债转股价较复牌日市价折价高达 41.4%、较停牌前(金融危机期间)5 日均价折价 9.8%,票面利率高达 5%,且合同约定“每份 2016 年可换股债券将于到期时或按债券持有人认沽权按本金 12% 之内部收益率减去已付之利息以美元赎回。”即债券持有人至少可以保证获得 12% 的年收益率。如果贝恩资本将其持有的 18.04 亿港元可转债全部转换为国美电器股票,将可获得 16.28 亿股国美电器股票,以国美电器 2010 年 9 月 7 日收盘价 2.34 港元计算,其市值为 38.10 亿元,在此期间还获得了 5% 的利息 9 020 万港元,则贝恩资本自 2009 年 6 月 22 日持有该债券至 2010 年 9 月 7 日期间的累计收益率高达 116%,债券的收益率远高于同期恒指 18.5% 的涨幅。如此高额的投资回报率贝恩资本却并不满足,为什么?

根据贝恩资本与国美在投资协议中的约定,国美公司应委任 3 名由贝恩提名的非执行董事进入国美董事会,并促使其在周年股东大会上被选举为董事。2010 年 5 月 11 日下午国美电器在香港举行股东大会,黄光裕方面否决了“委任贝恩资本董事总经理竺稼等 3 人为非执行董事”的议案,这是黄氏家族与贝恩资本的第一次正面交锋。5 月 11 日当晚,国美召开紧急董事会,重新委任贝恩的 3 名前任董事加入国美董事会,出任非执行董事,并发表声明称:“如果贝恩在国美董事会中失去了董事席位将造成公司违约并须做出赔偿。这样的投票结果将直接导致公司所要承担的相关赔偿额高达人民币 24 亿元。”

根据相关投资协议条款,所谓的 24 亿元赔偿额并不属实。根据国美电器就订立投资协议发布的公告:“投资者选择赎回:投资者及/或其任何附属公司(定义见债券文据)有权于发生特定事件(定义见下文)时要求本公司赎回任何 2016 年可换股债券,金额相等于本金之 1.5 倍……减去所支付之利息金额。”其中的“特定事件”即包括贝恩提名三名董事进入国美董事会事项未获落实。如果委任董事未获通过,贝恩资本可要求国美电器按本金的 1.5 倍减去所支付之利息金额赎回可转债。该项债券本金 15.9 亿元人民币,减去持有一年的 5% 的利息后,赎回金额为 23.05 亿元人民币。所谓的赔偿 24 亿元,实际上是支付赎回金额 23.05 亿元;实际上超出本金称为赔偿金额为 7.155 亿元。国美电器董事会明显夸大了赔偿额,有误导投资人之嫌,而且只有当贝恩资本要求国美赎回其债券时,实际的赔偿额才会发生。

贝恩资本不会要求国美赎回其可转债。因为如果贝恩将其转债转换成国美股票,其当前市值已高达 38.1 亿港元。即使以折价 5% 的方式配售转让,也可获得 36.2 亿港元。而如果贝恩要求国美赎回,则只能获得 26.16 亿港元,赎回较转让所得少 10 亿港元。

赎回转债将会使贝恩资本的利益受到重大损失,而对国美公司而言,未必是一件