

债务“泰山将崩” “大破大立”变局终现

施正荣失去尚德电力控制权

策划词:离3月15日仅不到10天时间了,5.7亿美元可转债大限临近,尚德电力控股有限公司(下称“尚德电力”)“大破大立”的变局终现,然而该公司“成也萧何败也萧何”的关键人物施正荣无法给力拯救这个明星企业,辞去董事长的职务,失去了对尚德电力的控制权。

A Susan Wang 接替施正荣担任公司董事长

4日晚间,尚德电力宣布由原独立董事 Susan Wang(王珊)接替施正荣担任公司董事长。在失去 CEO 职务之后,创始人施正荣又失去董事长身份,施正荣对尚德电力的影响进一步被削弱。

尚德电力4日晚间发布公告,称由 Susan Wang 代替施正荣担任公司董事长,任命即刻生效。施正荣已经辞去董事长的职务,但仍作为董事继续留在董事会。董事会感谢施正荣在担任主席期间所作的贡献。

施正荣于2000年创办无锡尚德太阳能电力有限公司,2005年无锡尚德在美国纽交所上市,施正荣以23亿美元身家成为中国的新首富。而无锡尚德成为中国最大的光伏企业。2012年,无锡尚德陷入困局,股价一度跌破1美元。

此前媒体报道,施正荣通过资产转移掏空尚德,大量利润被转移至其个人实际控制的一些公司,如亚洲硅业等。在尚德面临破产风险之际,无锡市政府以及银行要求施正荣以个人资产担保来作为注资条件,但遭到施正荣拒绝。此后施正荣逐渐失去了对尚德电力的控制权。

2012年8月18日,施正荣辞任尚德 CEO,由公司原 CFO 金纬接任。

此次接任尚德电力董事长职务的 Susan Wang 与新任 CEO 金纬履历有相似之处,都曾在美国公司长期担任 CFO 职务,之后加入尚德电力董事会,均擅长财务运作。Susan Wang 自2008年便进入尚德电力董事会,比金纬更早。

公开资料显示,Susan Wang 之前就职于一家全球电子设备制造商日电公司(Solectron Corporation),任首席财务官兼企业发展执行副总裁,从1984年服务至2002年,在此期间,她带领日电把营业额从1984年的4000万美元提升到2002年的140多亿美元。Susan Wang 拥有会计专业博士学位,毕业于美国德克萨斯大学。

今年1月,一封在网路流传的尚德员工公开信曾质疑新任 CEO 金纬经营尚德不力,且一直试图让尚德电力控股的子公司无锡尚德破产,继而把巨额债务包袱和工人的安置问题甩给无锡政府。

虽然任命新董事长的公告是在晚间发布,但仍然引起业界热议,多名光伏行业内人士在微博上表示,新董事长上任只是尚德电力故事的开始,公司有可能启动破产程序。

据了解,仅在今年3月份,尚德到期的债务就高达逾45亿人民币,其中包括5.7亿美元的可转债和将近10亿人民币的银行到期债务。Susan Wang 表示,担任董事长一职之后,将致力于解决关键的债务问题和资本结构问题,并将继续带领公司成长为行业领先的太阳能产品供应商。

B 施正荣的隐形企业帝国

去年当地政府提出为施正荣个人全部资产提供无限担保,对企业进行救助,却遭到了施正荣本人的拒绝,这件事将施正荣带入了舆论漩涡。而让人没想到的是,在外人眼中有着挥之不去的“技术型”的施正荣,在商业战场上,不谈技术,不谈价格,却拥有着资产运作专业团队,勾勒出资本运作高手的另一面。

发端于2005年,尚德电力经过一系列复杂的运作成为国内首家在美国纽约证券交易所成功上市的非国有企业,该案例也成了国内企业海外上市的典范。

凭借尚德电力的上市,2006年施正荣的身家便达到160亿元,跃居内地首富宝座,而通过资本运作尝到甜头的施正荣,也正在悄悄编织着另一张隐形企业帝国的大网。

施正荣这个外界一致评价的“技术型”人才何以能够在资本运作和资产腾挪上长袖善舞,这主要得益于其背后的三个人,一个是其妻子张唯,一个是张宇鑫,另一个则是陈秋鸣。

张宇鑫是施正荣妻子张唯的亲属,曾是施正荣的主要财务顾问兼军师,在尚德 IPO 之前,主导了施正荣从无锡市国有股权中接盘股份的资本运作。不仅如此,他还是后来成立的亚洲硅业的法人代表,且自己成立了上海道杰投资有限公司任执行董

事、总经理,上海道杰股权投资管理有限公司任执行董事。

曾任职国家物资总局上海物资公司的助理会计师张唯,称得上是施正荣的贤内助,在施正荣事业逐渐做大的同时,开始在国内进行大规模投资,她先后组建了多家公司和基金会,包括施氏家族慈善基金、阳光慈善基金。

2008年2月15日,上海尚理投资有限公司(下称“尚理投资”)成立,意味着张唯在国内大规模投资的开始。施正荣多年的好友陈秋鸣是尚理投资的董事兼总经理。陈秋鸣深得施正荣的信任,他曾经任职于江苏省国际信托投资公司,1991年至2008年间,陈秋鸣移居澳大利亚,主要从事国际贸易及金融投资业务,他主导了尚理投资的大部分投资,陈是施正荣家族信托的受托人,他还同时担任中国天溢控股有限公司非执行董事。

以尚理投资为杠杆,施正荣、张唯在陈秋鸣的指导下,一步步撬动施氏家族的隐形企业帝国。

2009年12月,尚理投资与雅戈尔投资有限公司、无锡新区创新创业投资集团有限公司共同成立了无锡领峰创业投资基金,规模3亿元人民币,并获得了“2009年度国家创新基金引导基金阶段参股项目”2000万元的支持。领峰基金以无锡新区及周边地区为主,先后投资了无锡隆胜科技、无锡和邦生物科技、苏州赛伍应用技术、江苏多维科技、钜泉光电(上海科技)等公司。

几乎同一时间,尚理投资与上海城投控股、无锡市德联投资有限公司、上海德润投资有限公司等11家公司共同组建了上海诚鼎创业投资有限公司(“诚鼎创投”)。该公司的战绩则是投资了水处理设备系统集成服务公司巴安水务,2011年7月,巴安水务顺利过会、上市。

不仅如此,尚理投资的豫金钻石在2010年上市。另外,尚理投资在文化产业上也颇有斩获。2012年尚理投资投资了华录百纳,在华录百纳上市之前,尚理投资持有华录百纳10%的股份;2012年2月华录百纳上市,尚理投资获得的账面回报高达16倍。

另外,无锡市尚德教育投资有限公司(下称“尚德教育”)则是尚德电力、张唯等共同投资的公司,该公司还是北京创新中意教育科技有限公司的大股东。

C 克隆“尚德”,涉嫌利益输送

看来,被誉为“太阳能之子”的施正荣并非仅拥有尚德电力一个企业,而是拥有一大批“尚德”,诸如已经曝光的亚洲硅业和香港硅科技等公司,还有不太为人所知的西安隆基硅材料股份有限公司(下称“西安隆基”)等公司。

尚德电力某不愿具名的离职中层管理人员告诉记者,当他看到施正荣自己投资



了几个企业也在做和尚德电力同样的事,并且这些工厂的技术和管理人员都来自于尚德之时,他就断定了尚德是没有未来的。

2006年,施正荣一口气成立了亚洲硅业(青海)有限公司(下称“亚洲硅业”)和辉煌硅科技投资(香港)公司(下称“辉煌科技”),注册地都在英属维京群岛。这两家公司都被媒体先后爆出与尚德电力之间存在着大量不正常的关联交易,施正荣涉嫌利益输送。

两企业成立后的7年间,施正荣通过无息贷款、人民币担保、现金预付款以及商品采购等诸多方式,让亚洲硅业和辉煌科技在尚德电力上赚得盆满钵满。

自亚洲硅业成立后,尚德电力至少为亚洲硅业提供了15亿美元无条件支付合约、近亿美元的预付款项,且在2011年7月,尚德电力与其签订了新的多晶硅购买合同,即自2012年起在9年内向亚洲硅业购买63300吨多晶硅。

在辉煌科技成立后,尚德电力不仅从辉煌科技购买了6370万美元的原材料,还签订了两份硅片购买合约,合约价接近3亿美元。

据上述测算得知,尚德电力与该两企业间的关联交易额竟然在22亿美元以上。

一位不愿具名的业内人士对记者说:“在无锡尚德危在旦夕之际,施正荣曾拒绝了无锡市政府以施正荣全部个人资产做无限担保来引入国开行注资的提议,很显然,无锡尚德对于施正荣来说利用价值已经不大,而如果无锡尚德破产的话,则施正荣正好“金蝉脱壳”,并将其个人拥有的企业资产注入尚德电力的“壳”中,另造一个“尚德”。

D 两种投资思路

尚德从辉煌迅速走向危机的一个重要原因在于其一连串的投资失误,但尚德早期的经历却与此相反。在上市前以及上市后相当一段时间内,尚德无论是投资还是融资,都有着很好的表现。

先说融资,尚德的早期融资一直相当顺利,先是在无锡市政府的支持下,包括无锡小天鹅集团在内的8家国企出资600万美元与施正荣合作,后来高盛和英联等投资机构又注资尚德,2005年尚德成功上市,在其最辉煌的时候,尚德甚至不需要银行贷款,信贷员想去尚德搜集资料,经常连门都进不去。

再说投资,施正荣回国投资光伏产业时,该产业尚处于孵化期。但几年之后,美国和欧洲等国对太阳能发电的补贴政策极大刺激了中国对晶硅电池的需求,而此时的尚德已是该领域的领跑者。

成功的融资再加上市场需求的急速扩大,使尚德进入了快速发展通道。2005年到2007年,尚德的销售额从2亿美元升至13.48亿美元,利润从3000多万美元升至1.7亿美元。从某种意义上说,尚德是在正确的时间出现在了正确的地点。

但早期在投融资方面的正确决策并未在日后得到延续,相反,败笔开始不断出现。例如2006年,由于预期未来订单可能上涨,因此为锁定硅料,尚德100%持有的无锡尚德太阳能电力有限公司(下称无锡尚德),与美国 MEMC 公司签订了10年总额达60亿美元的硅材料供货合同,后来硅价大跌,无锡尚德不得不在2011年以赔款2.12亿美元的方式终止了这份合同。另一个例子是施正荣曾力排众议在上海投入3亿美元建造传统薄膜电池工厂,其理由是多晶硅价格的持续上涨会使成本同样高昂的薄膜电池有利可图,但后来多晶硅价格暴跌,结果该项目工程至半途被改建为晶硅电池工厂,前期投入的数亿资金就此灰飞烟灭。

尚德的故事给予人们什么启示呢?这



要从企业不同投资思路说起。大体上来说,企业有两种投资思路,一是以追求最大利润为代表的顺周期投资思路,即在经济上行时,采用提高杠杆率等激进手段以追求最大利润的模式,这种投资思路的关键在于投资者对时机的精准把握,但历史数据证明这非常难,因此这种思路在大多数时候都会造成追涨杀跌的结果,从而给企业和投资者带来损失;二是以平时控制风险;但在经济和产业低谷时扩张的投资思路,其好处是生存率高,而且低谷时可以低成本扩张,但不利之处在于放弃了顺周期时的利润。

像很多中国企业一样,尚德选择的第一种投资思路。施正荣在光伏行业的早期准确把握了行业发展的时点,并坐上了地方政府和资本市场的顺风车,因而迅速做大。也许施正荣认为自己可以一直保持对行业发展的正确判断,并顺势而为,但事实是此后他不断追涨杀跌,投资决策相当糟糕。

会融资要与会投资相配,投资是企业支出,其成功与否取决于所投资项目未来的回报,糟糕的投资决策会致企业于险境,甚至令企业倒闭,因此现代管理大师彼得·德鲁克(Peter Drucker)认为,企业的首要任务是求生存,而不是追求最大利润。

E 风险控制的精髓

第一种投资思路的利弊我们已经有所讨论,那么应该如何评价第二种投资思路呢?

很明显,第二种投资思路在一定情况下会让投资者错失“良机”,比如按账面价值计算,巴菲特1999年的投资业绩落后标普500指数达20.5%,这是他从事投资47年(1965-2011)来的最差业绩,假如巴菲特投资互联网股票,那么其投资业绩一定不会这么糟糕。

但这种投资思路在控制风险方面效果更好。为什么?要回答这个问题,首先要知道企业经营的风险来自何方。一般来说,企业经营面对的风险主要有三类,首先是实业发展本身的波动,而这又分为两种,一是企业自身的周期;二是经济杠杆,杠杆率越高的企业,风险越大;最后是投资和负债现金流的期限错配,这方面典型的例子就是短融长投。

高杠杆和期限错配的风险比较容易理解,但企业应该如何克服实业发展本身波动所造成的风险呢?这方面的答案在于投资的最低利润必须能覆盖其成本。具体来说,投资回报包含两个部分,一是稳定的部分,二是追求风险所带来的部分,企业需要做的是尽量提高第一部分,同时限制第二部分。提高第一部分就是上文所说的企业不应以追求最大利润为目标,但对企业来说,稳定部分所带来的利润在极端恶劣的情况下也要能覆盖投资成本才行,这时的利润就被称为最小利润。

对于企业的兴衰而言,确定最小利润的方法在于研究当公司经营出现重大错误时,企业保持生存所需的利润。对于经济和行业的周期性波动而言,确定最小利润的方法是研究历史上周期的频率以及周期低谷对公司经营可能造成的最坏影响,并以此来确定保持企业生存所需的利润。归根结底,假如最高利润是企业经营所要摒弃的,那么最低利润则是企业经营所必需的。希望长久生存的企业需要在控制风险的前提下,追求比最低利润尽可能高的利润。

在这方面,日本的京瓷公司是一个正面典范。京瓷公司的成功来自三点,一是不惜债,这意味着公司规避了高杠杆和期限错配所造成风险;二是投资利润高的行业,这说明公司在控制风险的前提下追求尽可能高的利润;三是专注,不投机房地产或股市,这既避免了相关实业发展本身的波动,也规避了投机可能造成的高杠杆和期限错配。

反观尚德,其并未注意实业发展本身的波动,一味扩大产能,而且大量的债务意味着高杠杆风险,而短期债务与长期投资回报之间的期限错配也让公司焦头烂额。可以说,尚德的投融资行为几乎从反面“完美”诠释了风险控制的重要性。

现在想想,假如尚德当初选择第二种投资思路,在风险控制的前提下追求利润,那么现在光伏行业的寒冬对其来说可能是一个难得的扩张机遇,因为兼并和收购的成本会很低,而尚德将持有大量现金。等危机过去,尚德可能成为这场寒冬的大赢家。

F 尚德的“中国式问题”

然而,施正荣不是傻瓜,他选择第一种投资思路也有他的理由。因为目前无锡尚德规模够大,一旦破产会造成工人失业、相关贷款转为不良、地方政府失去一张耀眼的名片的结果,所以从地方政府和银行的角度来看,救援无锡尚德的动力相当大,而这正是施正荣需要的。进一步说,施正荣通过绑架银行和地方政府,成功地塑造了一种无锡尚德生而不能倒的局面,从经济学上来讲,这滋生了一种严重的道德风险。

另外,施正荣还有一条“救生艇”,即那些围绕尚德的关联公司,其中典型的例子是亚洲硅业。根据媒体报道,亚洲硅业是尚德的主要硅料供应商之一,其高管是施正荣的亲信,而该公司的董事长正是施正荣。2010年,硅价已经开始下滑,但亚洲硅业和无锡尚德却签署了总额为15亿美元、为期7年的长期供货合同,这在日后造成了一种结果,即当硅料价格急剧下跌时,无锡尚德仍以远高于市场价的水平向亚洲硅业采购。2011年,由施正荣家族所有的 D&M Technologies Limited 收购了亚洲硅业91.3%的股份,这造成了一种局面,即尚德和无锡尚德均在苦苦挣扎时,亚洲硅业却依靠过去与无锡尚德签订的长期合同而继续盈利。

从施正荣个人的角度来说,这无疑是一项稳赚不赔的交易。当行业形势大好时,尚德和亚洲硅业都会赚钱;当行业形势恶劣时,亚洲硅业可以从尚德抽血而保持盈利。但如此一来,风险和损失则转嫁给了地方政府、银行和投资者。

不过地方政府和银行也不是任人宰割的羔羊,他们给了施正荣两种选择,一是地方政府和国开行注资救援尚德,施正荣需要将个人资产作无限责任担保;二是上市公司退市,其子公司无锡尚德国有化。这两个方案均被施正荣拒绝,因此现在双方仍在僵持中。

尚德投融资的教训很多,既有顺周期追涨杀跌的问题,也有风控失守的弊病,还有中国式的大而不倒和道德风险,以及关联交易所带来的利益冲突。可以说,尚德的例子反映了诸多中国企业的通病。在众多行业产能过剩、深陷寒冬的今天,假如尚德是一面镜子,那么中国的一些企业家是否从中看到自己呢?

(淑静 冯艳艳 陈龙)