

□ 张曙军

高技术产业转债融资主体选择及其产权结构设计

建立风险投资机制,发展我国高技术产业,首先面临风险投资资本的形成问题。本文认为,利用我国初具规模的资本市场,按我国现行法律、法规,大规模发行高技术产业的可转换公司债券(以下简称转债),不失为吸引国内外资金进行风险投资的一种融资手段,运用得当,将可在防范金融风险的前提下,加速我国国有经济的资本积累,推动我国国有经济体制创新,提高我国在世界经济全球化和世界政治多极化格局中的知识创新能力。下文试就高技术产业转债融资主体的选择及高技术产业转债融资主体的产权结构做出具体设计方案,目的是加速形成我国风险投资资本,创设富有我国特色的风险投资公司,发展我国风险投资事业。

一、高技术产业转债融资主体及其产权结构设计

(一)选择高技术产业转债融资主体的取向

风险投资公司现已成为高技术风险企业资金的主要来源。

本文认为,我国高技术产业转债融资主体是一家由中国政府投资公司、外国风险投资公司双方共同投资设立的,有我国养老金基金、社会保险基金、政策性银行等社会团体和社会个人参股的,具有高成长潜力的上市股份有限公司。由它作为转债发行主体而设立的我国风险投资公司应具有以下几个特点:

1. 股份化。发达国家风险投资公司的基本类型有两种:一种是“杠杆式”,即该公司首先要从政府或私人财源借入大量资金,而后以借出或认购债券形式,将资金投入风险企业,最终该公司必须从相关的小型企取得盈利,以偿还其借出本金并收取利息;二是“权益式”,顾名思义,这种投资公司通常为股份公司,它不必介入风险基金,而是利用股金购买风险企业的股权。我国设立的风险投资公司应属于股份制经营的“权益式”风险投资公司。因为这类风险投资公司大多资本实力雄厚,股东都是社会团体,每个股东拥有的风险基金,可以均等也可以不均等,且投资范围广泛。我国采用此种形式的风险投资公司,可以“资本利得”为原则,形成市场化的分配制度,有利于广泛吸纳大量的社会资金,快速实现社会资金风险资本化。

2. 国际化。当今世界,风险资本已经国际化,如日本东方投资公司就是由东方出租公司与英、美、日股东一起建立的。在我国发展风险投资事业时,应考虑引进西方发达国家的风险投资公司,利用它们的风险资本和在技术、管理、咨询、信息、业务渠道、融资等方面为高技术风险企业提供服务的成功经验,服务于我国高技术产业的发展。因此,我们在组建风险投资公司时又多了一个思路,即引入国外风险投资公司作为股东。

3. 中国特色化。发展我国风险投资事业,要把国际上通行做法与我国国情相结合,体现中

国特色。根据我国目前的情况,在本世纪内,我国产业政策的基本思路仍然是:传统产业和新兴产业并重,而以传统产业的技术改造为主。这意味着,在我国创设风险投资公司,最好能达到这样的目的,即既能发展我国高技术产业,使之跟上全球高技术发展步伐,又能创造足够的有利条件,使之服务于我国传统农业和传统工业的现代化技术改造,加速我国工业化进程和产业调整步伐。同时,作为一个动态的过程,在我国创设风险投资公司,最好还能够达到这样的目标,即通过一系列的组织计划和制度安排,既能加速我国重点国有企业的直接融资和制度创新步伐,改善和优化国有银行资产结构,解决农业产业化经营中遇到的资金缺口,推进以市场效率优先、社会公平兼顾为目标的我国社会主义市场经济体制的建立,又能够尽可能提供这样一个条件——在政府调控的框架内,发挥资本的集聚功能,加速我国作为改革成果的各类金融资产的合理流动,同步撬动消费和投资,使我国经济迅速摆脱通货紧缩状况,创造出我国改革和发展的良好宏观环境。

遵循以上思路,作为设立我国风险投资公司的载体——高技术产业转债融资主体,必须是具有相当可靠信用基础和高成长潜力的已上市股份有限公司,它的信用基础和成长潜力必须足以能吸引国内外投资主体特别是国内各类投资主体将其资金纳入我国高技术产业和传统产业同步发展的轨道上来。也只有这样,才能依据我国《公司法》、《可转换公司债券暂行管理条例》等法律、法规,充分发挥转债融资的功能优势,使高技术产业转债融资主体获准发行转债,进而融集大量风险资本,构筑具有我国特色的风险投资资本形成机制,并由此通过该种特殊债券——知识证券的规范运作,引发国内资金、资产的资本化运动和我国资本市场的“绿色革命”,进一步体现中国风险投资公司的以上三个特点。

据此,我们得到高技术产业转债发行主体的选择思路,简示如下:



(二)高技术产业转债融资主体产权结构的具体设计程序

高技术产业转债融资主体的产权结构以及在此基础上的法人治理结构,直接决定上文中有关主体选择的价值取向的实现与否,为此,作为核心部分的产权结构,需要作出合理的设计和安排。下面,依据既定的价值取向,按 1 至 8 的顺序,作出产权结构的具体设计程序如下:

1. 依《公司法》第 64 条,以国家为唯一出资人,设立以高技术产业风险投资和股权经营为主业的国有独资公司——“中国政府投资公司”,本文中代号为 G。G 有严密的组织机构和监督机制及严格的组织保证,对国家负责,承担振兴科技和国企资产重组等职责。G 注册资本庞大,比如 1000 亿元。G 同时托管经营部分中国重点国有企业。

2. 依《公司法》第 19 条,以 G 的一家核心子公司与另一家有长期外贸和实业经营经验的国有公司,组建一家有限责任公司,本文中代号为 A。其主业:高科技、股权经营、对外贸易、对外投资。

3. G 寻找合作对象,即在发达国家范围内寻找从事科技经营、国际贸易和国际投资的大型外国政府风险投资公司或私人风险投资公司,本文中代号为 B。B 拥有强大的资本实力、先进的工业产权、丰富的风险投资管理经验。B 可以是一家,也可是多家之组合。

4. G 和 B 各自的高级投资专家,进行科技、投资等领域国际合作的谈判,并决定收购一家

在我国境内上市的中外合资股份有限公司,本文中代号为C。C的国有股权由A收购,C的外方股权由B收购。此时,C即成为一家已上市的、以A和B为主要股东的股份有限公司。

5. C的其他法人股权主要由我国养老金基金(本文中代号为D)控制,或者由D、G共同控制。

(1)考虑到历史上形成的G的出资人对D的负债和D的规模偏小现状及增值需要,G在C中的一部分国有股权应让渡给D,为国企改革减员增效创造基础条件,同时,间接地调整了国家与社会劳动者之间利益分配关系。

(2)G依法安排中国部分重点国有企业E、四大国有商业银行和政策性银行及商业保险基金F、部分农业类上市公司H及其他特别目标公司I购买C的流通股票或者与C相关的目标公司债券。目的是:a. 补充重点国有企业的资本金,再融资,增强国企技术进步;b. 保护涉及国家安全的国企,提高其自主创新能力;c. 推进国有银行商业化进程;d. 加速农业产业化进程,缩小东西部差距;e. 进行新的直接融资,促进基础设施建设,发展支柱产业;f. 形成更多的风险资本;等等。

(3)G和D可以通过二级市场收购C的流通股及与(2)a等相关的已上市公司流通股。

6. 在产权结构中,A+D+E+F+H+I处于绝对控制地位,且必须大到足以使C发行的转债转换为股份后仍处于控股地位。同时,B的股份应以30%为限。在A+D+E+F+H+I中,初始阶段要尽量体现 $A > D + E + F + H + I$ 。在此基础上,依法律法规,制定符合国际规范的公司章程,形成完善的法人治理结构。

7. C向B购买工业产权(包括非专利技术)。工业产权应具有广泛的应用前景和社会效益,并给C能带来可观的经济效益。应当特别指出的是,C的初始业务应能够迅速扩展中国信息高速公路的路面,敞开国人的信息空间。专家测算,信息失灵、决策失误等因素给我国造成的间接经济损失达13000亿元。

8. G、B、D决定,以C为融资主体,组建中外合作风险投资股份有限公司,并按《公司法》和《上市公司章程指引》等法律、法规及《可转换公司债券管理暂行条例》第八条、第九条和第十二条的规定,获准发行转债。C公司的所有出资方拥有C转债的认购权。其中G、B首先以注资的方式增大C公司的股本(仅增加股份金额,但不改变股份总数)。然后,B认购的转债额可包含不超过股份总额20%的工业产权(包括非专利技术);A被G替代,G为促进国企改革,以其托管的部分中国重点国企资产为出资额认购部分转债。B、G的其他认债权可以根据各自意愿决定是否转让给其他股东。各股东认债完毕后,即形成风险投资资本,按规定成立中外合作风险投资股份有限公司。

需要特别注意的是,可以发行的转债额度以注资后的C的净资产的40%为限,亦即净资产值越大,发行转债额越大。例如,假定C公司资产净值为2000亿元,只要C发债后的资产负债率低于70%,则可发行的转债额为800亿元,在此情况下,G须与B订立合同,规定:B除以工业产权作价出资外的其他转债认购权应予部分转让,以满足国内投资者对兼具“全球合资科技概念”、股票、债券、“知识化证券”等特点的该种转债的投资偏好,防止B在C转债转股后股权的膨胀。事实上,G在这方面亦应拥有巨大的运作空间。

二、公有资本在高技术产业转债融资主体治理结构中的运营战略

高技术产业转债融资主体中的公有资本出资人,如前所述,包括但不限于:国家、政策银

行、社会保险基金、养老基金等。动态地看,它还应包括因购入转债成为潜在股东的出资人,如中方控股的中外合作投资银行,大型重点国企(集团),商业银行,证券、信托机构,各类合作基金,集体经济组织,共同基金,等等。从利益相关原则出发,不管转债是否已经实现转股,上述出资人作为股权主体或者可转换为股权的债权主体,都是公有资本所有者的具体组织形式。因此,如何按照责、权、利相统一的原则,发挥公有资本出资人在高技术产业转债融资主体乃至中外合作风险投资股份有限公司法人治理结构中的制衡作用,对于有效利用外资、扩大我国改革成果、发挥我国后发优势等方面有着极其重要的意义,这同时也涉及到国内社会个人投资的权益。本文认为,公有资本出资人在高技术产业转债融资主体法人治理结构中,应确立的运营战略取向包括:

1. 必须明确体现国家产业政策、国家经济与社会发展战略的导向,满足不同时期政府宏观调控的需要,把着眼点放在优化国有经济结构,促进国民经济增长方式转变,振兴国家财政,建立政府理财新机制,提高民族自主创新能力,增强国家安全防御能力与综合国力等方面。

2. 必须全面参与风险投资决策和管理的全过程,同时还要注意以下几个方面:

(1)选择高技术风险企业股权投资时,要合理定位我国知识产权的价值,提升我国知识资本在高技术风险企业出资的比重,鼓励和创造条件,使部分有创新能力的智力主体首先富裕起来,为激发民族创新能力提供示范作用,促进高科技民营企业群的进一步壮大。

(2)要按惯例兼顾各种投资人合法权益。要防范国有资产流失和被侵蚀、外国出资方对我国技术的垄断。对外投资,要防止因为风险投资项目确定上的不规范性而可能造成的对我国投资主体权益的侵害。要着力利用风险资本开拓国外市场。

(3)要积极参与外资受益方所在国的资本市场及香港资本市场的运作,加强与国际合作,谋取资本收益。

(4)当前,要以资本市场的规范运作为手段,把发展高技术产业特别是信息技术产业与加强农业、促进国企和金融改革、实现公有制形式多样化、缩小城乡差别、形成国民经济新增长点等结合起来,不断推进经济证券化进程。要进行多种形式的金融创新,包括推进房地产证券化,创设品牌发展基金、农业发展基金、欠发达地区发展基金,试行证券按揭业务,建立稳妥的信贷消费体系,设立由重点国企“捆绑”上市的产业投资基金,等等。要大力发展精神产品的生产和传播,提高人民精神生活的质量。通过这些做法,创造更多的商品和服务供给,引导投资和消费的不同步启动,不断影响供给结构和需求结构的调整与优化,切实使信息产业成为国民经济的增长点,实现我国高质量的经济增长和社会运行。

显然,为更好地达到上述目标,需要对国有资本运营体制、投融资体制、财税体制、养老金制度、科教体制等作出重大调整和改革。同时,对我国对外扩大开放的水平,对国内市场体系的建设,特别是对资本市场的基础制度建设和法治化力度提出了更高的要求。

主要参考文献:

1. 雷鸣、周震编著:《融资高手》,中国城市出版社1998年4月版。
2. 高志前编著:《高技术产业风险投资》,经济科学出版社1998年10月版。

(作者系国际商务师;邮编210008)