设立与发展黄河三角洲产业投资基金之构想

韩 民　吕 方　王 培

（中国石油大学经济管理学院　山东东营 257061）

【摘要】本文结合区域经济发展状况，探讨在黄河三角洲设立产业投资基金的具体思路，并就如何推动黄河三角洲产业投资基金的设立与发展提出了若干建议。

【关键词】黄河三角洲　区域经济　产业投资基金

黄河三角洲高效生态经济区建设，是指在开发区内构建起以高效生态农业为基础、先进制造业为重点、现代服务业为支撑的高效生态产业体系。这一经济发展规划的实施需要巨额资金的长期支持。但是，黄河三角洲开发区现有的金融服务机构的数量与规模有限，无法持续提供巨额的资金，且开发区金融市场发展滞后、市场结构不合理、金融产品少、融资渠道窄，这些状况制约了该区域的经济发展。

实践证明，产业投资基金在解决区域经济发展资金瓶颈方面具有独特和显著的优势：既可以拓宽直接融资渠道，促进储蓄向投资的转化，降低银行信贷风险，又可以集中国内各地的战略性资金来投资于区域内基础设施建设和发展潜力好的生态产业及高新技术产业，加速产业升级和结构调整，促进区域内资源的优化配置，促进新兴行业和中小企业的发展，实现区域经济发展规划的目标。因此，设立与发展黄河三角洲产业投资基金具有重要的现实意义。

一、设立黄河三角洲产业投资基金的具体思路

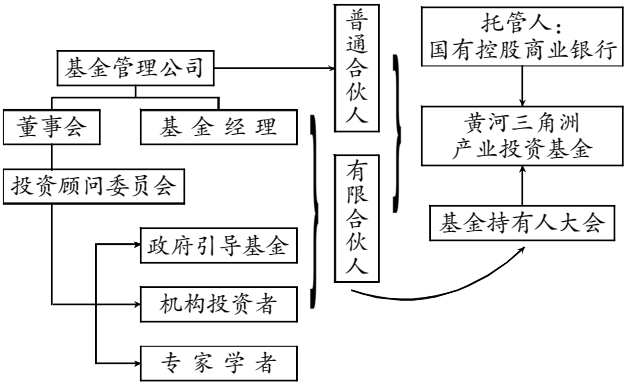
本文认为，设立黄河三角洲产业投资基金，可借鉴国内外产业投资基金的成功经验，尤其是我国渤海产业投资基金的经验。为此，特就相关问题进行探讨。

（一）组织形式、管理模式以及公司治理结构

1. 组织形式。有限合伙制是国外产业投资基金中最为广泛使用的组织模式，其优点是产权关系明晰，可以形成有效的激励制约机制，治理结构合理、报酬制度科学，能够避免双重征税。我国2007年6月实施的《合伙企业法》为产业投资基金的组织模式提供了法律依据，投资人可以作为有限合伙人投入资金，而管理人作为普通合伙人以少量资金发起，具体负责基金运作管理，并承担无限连带责任。四川绵阳基金和船舶产业投资基金已经以有限合伙制组织模式进行了实践探索。建立黄河三角洲产业投资基金可以优先选择有限合伙制的组织模式。机构、个人投资者以及地方政府都可以作为主要发起人，通过部分财政资金投入成为基金的有限合伙人。而普通合伙人则由一家或几家投资公司组建的基金管理公司来担任，负责基金的日常管理和运营。基金管理公司的高级经理作为产业投资基金的有限合伙人，占有1%的股份，其他投资者作为有限合伙人投资入股，但不参与基金的管理和运营。

2. 管理模式。产业投资基金主要有自我管理和委托管理两种管理模式。随着优秀基金管理人的增加和基金持有人投资理念的更新，委托专业的基金管理公司进行投资管理将成为产业投资基金发展的主要趋势。黄河三角洲产业投资基金可以采取委托管理的模式。委托基金管理公司以普通合伙人的身份来管理产业投资基金的投资运作，国有控股商业银行作为基金托管人托管投资者的投资资金。

3. 公司治理结构。完善的公司治理结构是处理好公司各利益方关系的前提，是产业投资基金顺利运营的保障。首先，由全体基金持有人组成基金持有人大会，基金持有人大会与托管银行一起对基金管理公司的投资管理进行必要的监督。然后，在基金管理公司的董事会结构中下设由基金持有人和有关专家组成的投资顾问委员会，投资顾问委员会帮助董事会把关审批涉及利益冲突的投资项目，并通过对产业基金董事会的监督来约束管理人的投资和管理行为，防止滥用资金、违规投资现象的发生。



黄河三角洲产业投资基金公司治理结构图

（二）融资机制

1. 发起人的选择。发起人要负责产业投资基金设立过程中的各种筹备工作，包括订立发起人协议、起草申请设立报告和基金公司章程等文件、成立发起人组织或基金筹备组织、设计基金的具体方案及负责实施各项设立行为。黄河三角洲产

业投资基金的建立,应该以地方政府联合作为发起人,在符合国家、地方产业政策和发展战略的基础上,进行建立前的筹备和审批工作。日后,地方政府可以选择或引导一家或几家投资公司组建基金管理公司来负责基金的管理和运营。这不仅有利于政府充分发挥其协调和分配资源能力,动员各方力量,促进产业投资基金的顺利组建,还有利于获取充分的信息,以选择优秀的基金管理公司和基金管理人。

2.融资规模及存续期限。由于黄河三角洲区域开发涉及多个产业、多个地区的开发建设,资金需求巨大,因此产业投资基金的募集规模应为150亿元,可分三期募集,首期为50亿元。根据《产业投资基金管理暂行办法》的相关规定,考虑到有限合伙企业的存续期和区域开发的长期性特点,黄河三角洲产业投资基金存续期应为14年。

3.募集资金方式及来源。产业投资基金的募集方式可以分为公募和私募两种。鉴于黄河三角洲产业投资基金的募集规模较大,对于投资人的要求较高,应选择私募方式进行募集。资金募集对象主要是风险承受能力较强、资金实力雄厚的机构投资者和少数个人投资者,此外,还可以借鉴国外产业投资基金的做法,将社保养老基金、金融机构、企业机构、政府、家庭和个人等包含其中。

(三)投资机制

1.主要投资方向及领域。根据《产业投资基金管理暂行办法》对基金托管人的规定,产业投资基金只能投资于未上市企业,其中投资于基金名称所体现的投资的比例不低于基金资产总值的60%。因此,为了体现基金的市场化运作,实现收益最大化,黄河三角洲产业投资基金将按7:3的比例分别向黄河三角洲区域和全国范围投资。在黄河三角洲区域内,产业基金的70%首先服务于黄河三角洲区域开发战略,投资对象为该区域内高增长、高利润和低能耗的高效生态产业和基础设施建设,涵盖新能源、新材料、石油装备、汽车及零部件制造、生态农业、通信和现代服务业等有潜力的优质产业以及港口、机场、铁路等亟待完善的基础设施,剩余的30%将投资于全国成长性好、优质的企业或产业。

2.投资规模与期限。黄河三角洲产业投资基金对于单个项目的投资规模应根据项目运作经营的实际资金需求来确定,当占股比例处于10%~49%之间时,只能进行股权投资,并不对企业、项目进行直接经营。为了分散投资风险,应选择不同行业进行组合投资,同一时期所投资的项目数量应为4~5个。产业基金对单个企业的投资数额不得超过基金资产总值的20%,一旦超过该比例,须经投资顾问委员会或一定比例的有限合伙人同意。

一般来说,产业投资基金对一家公司投资的平均年限为5~8年,期满后可延长1~3年,国家开发银行在产业投资基金的投资期限为3~7年。因此,根据投资的产业和企业的运营需要,黄河三角洲产业投资基金的项目投资年限应定为4~7年。投资年限太长会减弱产业基金流动性,太短又不利于产业投资基金充分发挥其作用。

3.投资工具。黄河三角洲产业投资基金可以普通股、优先股、可转换优先股及可转换债券的形式投资于目标企业,应根据目标企业的融资特点要求优先考虑可转换优先股。普通股、优先股可以在企业成长增值的过程中获得增值的收益,而可转换优先股既可以拥有被投资单位未来成长所带来的收益,又可以利用可转换这一功能规避一定的风险。

(四)退出机制

产业投资基金的退出环节是最后一个也是最重要的环节,通常有首次公开上市(IPO)、股份回购、场外交易转让、破产清算等方式。黄河三角洲产业投资基金的退出方式可以分以下几种情况进行不同选择:情况一,对于发展实力接近公开上市标准的企业,首次公开上市是实现产业资本退出的最佳选择,包括国内创业板上市、海外上市或借壳上市等途径。情况二,被投资企业发展到一定规模后,因种种原因无法在资本市场公开上市,但该企业成长性好,且有强有力的管理层,黄河三角洲产业投资基金可以采用股份回购的方式退出资本实现收益。情况三,对于处于新兴或成长期,实力达不到国内创业板上市或海外上市的条件要求,管理层无法进行股份回购的被投资单位,黄河三角洲产业投资基金可以选择场外股权转让的方式退出。情况四,在被投资单位无力挽回经营损失时,黄河三角洲产业投资基金可以选择破产清算来弥补投资损失,这是其众多退出方式中的最后选择。

二、推动黄河三角洲产业投资基金设立及发展的建议

黄河三角洲产业投资基金应借鉴国内外先进的管理理念,积极探索、大胆尝试,在更好地满足服务区域经济发展要求的同时,政府有关部门也应给予大力支持,创造良好的条件和环境,促进黄河三角洲产业投资基金的发展。

(一)建立创业投资引导基金以完善投融资机制

2008年10月,国务院批准了《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》(以下简称《指导意见》),提出政府建立创业投资引导基金来扶持创业投资企业发展的建议。鉴于黄河三角洲区域经济发展和产业投资基金建立的需要,区域内地方政府可以利用财政资金建立地方的创业投资引导基金,引导地方资本进入区域产业投资领域。

创业投资引导基金主要通过扶持创业投资企业发展,引导社会资金进入创业投资领域。以参股的方式参与黄河三角洲产业投资基金,但引导基金的参股比例最高不超过产业投资基金实收资本的25%,且不能成为第一大股东。

企业投资引导基金在产业投资基金设立以及发展的过程中可以发挥以下几个方面的作用:①利用政府的信誉来吸引民间的资本投资,有利于提高产业投资基金的声誉和影响范围;②通过与黄河三角洲产业投资基金共同出资的方式,直接投资参股于基础设施建设、创业企业或需要政府重点扶持和鼓励的高新技术创业企业,以吸引和带动社会资金,扩大财政资金的社会受益面,让更多的中小企业获得所需资金和服务,带动社会资本投资产业;③可以进行融资担保,根据信贷征信机构提供的信用报告,在产业投资基金发展壮大、信用良好时,通过提供融资担保,支持其通过债权融资增强投资能力;④可以通过对已投资于初创期中小企业的产业投资基金予以

一定的补助,从而增强其抵御风险的能力 。

(二)建立有效的激励约束机制以协调利益关系

产业投资基金在运作过程中，存在着投资者与基金管理人之间、基金管理人与被投资单位经理人之间的委托代理关系。在这一关系中如果利益分配问题解决不好,将会直接影响到产业投资基金的成功运作。因此,需要建立有效的利益协调机制来保证产业投资基金的顺利运营。

1.投资者和基金管理人之间的利益协调问题。

(1)通过激励条款建立有效的基金管理人激励机制。可以分配给基金管理人一定的股份，使基金管理人既作为基金普通合伙人的雇员负责基金日常管理投资，又作为基金的投资者占有部分股份，确保基金管理人在追求自身效用最大化的同时实现基金投资者利益最大化。还需明确投资人与管理人之间的利益分配关系，通过在有限合伙合同中科学设计薪酬及利益分配有关条款,使管理人获得合理的业绩回报。此外,基金管理人每年还可从已缴纳或已投资的基金中提取2.5%左右的管理费,用于职务消费、办公用款等日常开支,这时基金管理人得到的业绩回报将超过管理费收入。通过这种业绩回报机制,能够较好地激励基金管理人管理好各项投资,实现基金的价值最大化。

(2)通过约束条款建立有效的基金管理人约束机制。可以制定与基金管理有关的约束条款，包括产业基金对单个企业的投资数额不得超过基金资产总值的20%；对关联人进行投资,其投资决策应实行关联方回避制度,并经三分之二以上非关联方董事表决通过；产业投资基金只能投资未上市公司股权,不得从事贷款业务、资金拆借业务、期货交易、抵押和担保业务;对投资收益进行再投资也需遵从以上规定;产业基金以基金公司名义负债,但基金的资产负债率不得超过50%等。同时,制定有关的约束条款来约束私募基金经理的行为,如对私募基金经理出售其在有限合伙投资组合中的权益进行限制、对私募基金经理投资其他活动的限制等。

(3)通过资金承诺制评估,约束基金管理人行为。资金承诺制是指合伙基金的投资者通常在基金发售期先承诺认购一定数量的份额，但实际上仅支付认购份额25%~30%的资金，其余资金在基金进行实际投资时再按照认购的比例分批注入。根据《产业投资基金管理暂行办法》的规定,黄河三角洲产业投资基金通过建立资金承诺制，首期实际支付认购资金最少应占承诺认购资金的50%，这样投资者就可以根据基金的管理状况和项目的进展情况决定是否提供后续的资金投入。每一次后续资金的投入过程，实际上就是投资者对基金管理人工作进行的一次评估。

2.基金管理人与被投资单位经理人之间的关系协调问题。被投资单位由其经理人负责经营管理,基金管理人则只作为外部的委托人,这样就会产生逆向选择和道德风险问题。为解决这一问题应采取以下方法协调基金管理人与被投资单位经理人之间的关系。

(1)加强信息的传递与披露。潜在融资企业应积极地向基金管理人展示公司的核心竞争力、市场前景、财务状况、经营团队等重要的经营决策信息。已经接受投资的企业应按季度和年度定期向基金管理公司公布财务报表和投资收益。充分发挥中介机构如会计师事务所、律师事务所、管理咨询机构、银行金融机构等相关服务机构的作用,搭建交流信息的平台,以加强信息的传达与披露。

(2)选择有利于维护产业投资基金利益的金融工具和权益条款。黄河三角洲产业投资基金进行初期投资时需与被投资单位签订投资协议,确定投资工具。基金管理人可以通过选择有利于维护基金权益的投资方式来进行投资，同时强化其对被投资单位经营管理的压力和约束。在投资协议中制定特殊的权利条款,如回赎权、共同出售权、反稀释保护权、优先认购权等,从而保护产业投资基金不受损害。

(3)强化对被投资单位经理人的激励约束机制。其一,通过赋予被投资单位经理人更大的剩余索取权来强化激励机制;其二,通过赋予基金管理人更多的企业监督控制权和投票权来强化其对被投资单位经理人的约束机制;其三,通过分期投资来分散产业投资基金的风险,维护其利益,进而约束被投资单位经理人的不良行为。

(三)建立黄河三角洲产权交易市场以完善退出机制

产业投资基金的投资目的是通过为被投资单位提供资金和经营管理服务，并选择合适的时机退出以实现资本增值收益,可见,只有顺利退出,保持产业投资基金的高度流动性,才有利于其进行下一轮投资,实现良性循环。因此,建立黄河三角洲产业投资基金必须建立完善的区域产权交易市场。具体有以下几个方面的建议:

1.促进区域内产权服务公司的建立，提高中介服务水平。在黄河三角洲区域内建立产权交易服务业,拓展与产权交易相关的服务范围,如为企业提供扩展战略方案、提供直接产权运作服务等,最终构建包括产权交易市场、产权交易经纪公司和产权交易服务公司在内的完善的产权交易组织体系。

2.形成以更多民营企业、创新企业产权交易为主的交易模式。黄河三角洲产权交易市场应突破传统产权交易市场中国有产权交易唱主角的局限性，适应黄河三角洲区域经济发展和产业投资基金运行的需要，交易标的应以民营企业和创新企业产权交易为主，即吸引和允许更多的民营创新产权进场交易。可以设计:初期由政府引导建立市场和组织动作;在发展中后期努力从主要为卖方服务转变成为买方服务，为各种基金、民营企业、投资者服务。

3.加快产权交易市场与现有代办股份转让系统衔接。中关村代办股份转让试点于2006年1月正式启动,它是一个以证券公司及相关当事人的契约为基础,依托深圳证券交易所、中国登记结算公司的技术系统和证券公司的服务网络，以代理客户买卖挂牌公司股份为核心业务的股份转让平台，其主要功能是为中关村园区非上市股份有限公司提供股份转让和股权私募服务。试点四年来,中关村代办股份转让系统已逐步成为非上市股份有限公司股权顺畅流转的平台、创业投资与股权私募基金的聚集中心、多层次资本市场上市资源的“孵化器”和“蓄水池”。因此,可以通过扩展中关村代办股份转让系

不同征收方式下土地增值税调控效能的量化研究

张 洪 陈 于

(昆明学院 昆明 650214)

【摘要】在清算征收方式下,土地增值税对商品房价格高度敏感,其理论税负对房地产开发企业盈利水平具有较大影响,因此,土地增值税具有较强的房地产市场调控功能。目前普遍采用的预征不清算和核定征收方式在效能上与清算征收方式有较大的差异。本文通过分析认为,应广泛实行项目清算的征收方式,改进现行的征收率核定方法,真正贯彻土地增值税的设立初衷,达到增收财政、促进房地产市场可持续健康发展的目的。

【关键词】预征方式 项目清算征收 税负率 毛利率

土地增值税具有较强的市场调控功能,税负对销售价格变动高度敏感,对房地产企业收益影响较大,可以有效调控土地增值产生的过高房地产转让收入,抵制通过炒买炒卖房地产获取暴利的行为。目前土地增值税并没有充分发挥调控高房价的功能,主要是因为土地增值税征管体制上存在缺失。

一、不同征收办法的土地增值税税负水平分析

一直以来,我国对房地产土地增值税实行以预征与项目清算征收相结合的征收办法,即事前预征、事后清算、多退少补,预征税率一般在1%~3%之间。实际执行时,有些地方以预征为主、项目清算为辅或只预征、不清算。以下对两种征收办法的房地产开发企业土地增值税税负率(土地增值税额/销售收入)进行分析。

1. 预征及核定征收方式的土地增值税税负率分析。预征方式采用比例税率,土地增值税税负率就是预征率变动。预征

统范围,将产权交易市场与现有成熟的代办股份转让系统进行衔接,以促进黄河三角洲产权交易市场的电子化平台的发展。

(四)加强基础设施建设以优化金融生态环境

1. 完善相应的法律法规。目前,有关产业投资基金的法律法规和政策都分散在《证券法》、《合伙企业法》等相关法律条文里,而针对性强、系统完整的《产业投资基金管理办法》因存在诸多争议至今尚未正式出台。制定产业投资基金管理办法,能够对产业投资基金的市场准入、发起设立、资金筹集、公司治理、运行规则、日常监管和退出机制等重要环节做出规定。通过适当的税收政策鼓励产业投资基金发展,引导其投向符合国家产业政策的投资领域。

2. 建立监管体系。产业投资业作为构建完善的金融资本市场的一部分,缺乏统一的监管机构进行全国性的监管。产业投资基金在运行过程中,如何防范投资风险,加强监管,事关基金能否成功运作获得收益。目前,国内产业投资基金发展尚处于起步阶段,对其监管仍处于缺位状态,未来黄河三角洲产业投资基金的建立和运行应依据已建立的相关法律法规加强对其投资运作的合法性、投资者利益保护等方面的监管,防范潜在风险。因此,在建立黄河三角洲产业投资基金时应在地方政府引导下设立区域统一的监管部门,专门负责监督本产业投资基金的各个主体行为,规范投资运作过程,协调基金管理公司、投资者和目标企业三者之间的关系。

3. 加强人才建设。基金管理人的整体素质是产业基金业发展的关键因素之一。由于我国产业基金业发展起步较晚,产业基金专业人才缺乏,从事产业投资基金领域工作的人才就更为稀少,因此黄河三角洲产业投资基金在建立运行过程中应加强相关人才的培养,提供有力的智力支持。目前,国际上产业投资基金的长时间发展已积累了大量的投资运作实践经验,可借鉴这些经验,加大黄河三角洲产业投资基金宣传,提高其知名度,制定各种薪酬福利优惠政策来吸引国内外的优秀人才,引进先进的投资运作知识及管理经验。

【注】本文系东营市社科联重点项目"黄河三角洲区域性金融市场构建与发展研究"(项目编号:DSKZ2010-1)、中国石油大学自主创新科研计划项目"构建与完善黄河三角洲经济区金融服务体系"(项目编号:09CX04072B)阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 发改委,黄河三角洲高效生态经济区发展规划,发改地区[2009]3027号,2009-12-03

2. 王恺等,滨海新区产业投资基金运作模式研究,天津大学学报(社会科学版),2007;9

3. 鲁育宗. 产业投资基金导论. 上海:复旦大学出版社,2008

4. 财政部,科技部,科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法,财企[2007]128号,2007-07-06