

江苏民营资本投资 PE 的组织形式选择及政策支持

王春香 徐新阳

(江苏信息职业技术学院 江苏无锡 214153)

【摘要】 本文在比较公司制与有限合伙制私募股权基金的优缺点的基础上,考虑江苏省民营资本的特点,认为有限合伙制是江苏民营资本参与私募股权基金的有效形式;并针对目前江苏省有限合伙制私募股权基金发展的法律困境,从地方政府的角度提出几点法律建议。

【关键词】 民营资本 私募股权基金 有限合伙 法律建议

私募股权基金(PE)是指通过私募形式对私有非上市企业进行权益性投资并在交易实施过程中附带考虑将来退出机制的一种投资形式,主要通过上市、并购或管理层回购等方式出售所持股份并获利。在世界经济领域,私募股权投资是仅次于银行贷款和资本市场上市的重要融资手段,尤其对正处于成长期的中小企业、技术创新型企业而言至关重要,是民营资本转化为产业资本的重要渠道。在组织形式上,PE主要采取的是有限合伙制与公司制,目前我国主要采用公司制。为什么作为国际PE主流形式的有限合伙制没有在民营资本实力雄厚、创业投资规模强大的江苏省得到积极发展?究竟什么样的组织形式更易激励江苏省民营资本参与PE?其发展又面临怎

样的法律困境?对于这些问题的探索将对我国的经济结构的转型升级和创新型企业的发展具有积极意义。

一、公司制与有限合伙制私募股权基金的优缺点分析

截至2009年,江苏省备案的103家创投企业中以有限责任公司注册的97家,股份有限公司制3家,有限合伙制只有3家。PE组织形式的不同决定了投资人对企业的责任和义务以及与基金管理人之间就权利义务、收益分配和风险承担的规制安排的不同,决定了企业所承担的税负不一样,进而影响民营资本参与PE行业的积极性。

公司制PE具有股东承担有限责任,融资能力较强、管理规范而便于国家调控等优点。但主要存在投资门槛高、资金闲

仅在2003年以后的样本中成立。从这里我们可以清楚地看到,从2003年开始启动的银行业深化改革,对银行的贷款定价行为产生了显著影响。从本文的研究结果来看,2003年以后,银行能根据企业的盈余质量适当地确定贷款利率,盈余质量越高,贷款定价越低,盈余质量成为了影响企业债务成本的重要因素。

五、结论和局限

本文通过研究2000~2009年间A股上市公司的盈余质量与贷款定价的关系试图检验2003年以后银行业改革的成效。在对2000~2009年间所有贷款样本进行回归后没有发现盈余质量与贷款定价存在显著关系,但是加入虚拟变量 $\text{aft}03$ 和盈余质量的交叉项 $\text{EQ} \times \text{aft}03$ 后,该交叉项对贷款定价有显著影响,说明2003年的制度环境变化影响了贷款定价。随后,本文进一步地将样本以2003年为界线分为两组,发现2003年以后,银行能根据借款人的盈余质量相应地调整贷款定价,即盈余质量越高,贷款定价越低,但2003年(含)以前的回归分析没有发现上述结论。这说明2003年以后的银行业改革取得了一定成效,银行已经能正确识别借款人的盈余质量并适当定价,借贷行为更趋于市场化和规范化,但这种成效可能是局部的。

本文采用的贷款数据来自上市公司的年报披露,仅涉及资金240亿,样本范围偏小,没有包含广大的中小企业是文章的局限。另外,本文从盈余质量与债务资本成本关系的角度来检验2003年以后的银行市场化改革的成果,不能概括所有的改革成效。

主要参考文献

1. 成思危. 路线及关键: 论中国商业银行的改革. 北京: 经济科学出版社, 2005
2. 刘明康. 中国银行业改革开放三十年(上册). 北京: 中国金融出版社, 2009
3. 卢闯, 郑微, 吴育新等. 市场化程度、盈余管理与银行贷款定价. 科学决策, 2010; 9
4. 饶艳超, 胡奕明. 银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析. 会计研究, 2005; 4
5. 姚立杰, 夏冬林. 我国银行能识别借款企业的盈余质量吗. 审计研究, 2009; 3
6. 肖顺武. 金融资金倾斜性配置机制研究. 财会月刊, 2010; 27
7. 严明燕, 张同建. 我国商业银行CRM战略体系研究. 财会月刊, 2010; 21

置、管理效率低以及投资者风险大等不足。具体表现在:首先,投资人在成立 PE 时须实际出资、且首期出资不得低于注册资本的 20%,其余必须在 5 年内缴足。股东每次出资均需验资、进行工商变更登记并换发营业执照,且增资或减资表决程序繁琐。其次,在项目投资决策上要经过部门、总经理、董事会、股东会层层上报审批,该过程不可避免地会受到不同股东不同想法的制约。且大股东很容易通过选举董事、委派管理层成员等方式对基金公司形成控制,影响了投资者的积极性,更加剧了投资人对 PE 的不信任。再次,由于私募股权行业信息高度不对称,掌握日常决策权的基金管理人又承担有限责任,可能为谋取私利违背善良、尽职的管理职责而损害投资者利益,监管压力较大。另外,公司具备分红条件但连续五年不分红的,股东可以要求公司以合理的价格回购其股权,这与 PE 高风险和长期性的特点不相符,不利于公司设定中长期投资目标和坚持中长期投资策略。

相较于公司制 PE,有限合伙制 PE 所包含的人资两合的特点与有限责任和无限责任的结合,使其能满足不同投资者的不同需求。与公司制相比,有限合伙制的优点是分工明确、责权利紧密结合,使资本和人才得到完美结合。主要体现在:

第一,融资和监督成本均低于经营状况类似但采用公司制的企业。一方面,其无最低注册资本的要求,作为有限合伙人的投资人只要向基金管理人承诺提供一定数额的资金,开始并不需要注入全部资金,只是提供必要机构运营经费,待有合适的项目后才按照约定提供资金。这有效避免了公司制的实收资本制给投资者带来的筹资压力和资金闲置问题;另一方面,基金管理人对基金债务承担无限责任,既可以有效弱化基金管理人的道德风险,又可以在一定程度上使投资人相信其投资可向普通合伙人追索。第二,投资人通过成为普通合伙人实现对基金管理和控制,既很好保证了投资的效率和连贯性,从而吸引目标远大且专业能力强的专业人才加入团队,又可有效消除投资人对资本交由他人管理的担心,增强其投资的积极性。第三,有限合伙税后利润百分之百的分配体制,更符合基金高回报、高分配的需要,更充分满足了投资者不同的投资需求。第四,有限合伙人向合伙人以外的人转让其在合伙企业中的财产份额时,只要提前 30 日通知其他合伙人。如此灵活的转让模式充分保证了投资者的顺畅退出,给投资者较大安全保障。

2007 年 2 月 7 日施行的《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》将有限合伙制 PE 排除在税收优惠待遇之外,作为 PE 最佳制度设计的有限合伙制,在我国主要不足就是缺乏与公司制同样的税收优惠待遇。

二、江苏省民营资本投资 PE 有效组织形式的选择——有限合伙制

江苏民营资本参与 PE 的程度与其资金实力的雄厚存在巨大反差,存在诸多原因,但无法选择有限合伙制是重要原因之一。事实上,江苏民营资本的特点决定了有限合伙制可以最大限度地调动其参与 PE 的积极性,原因如下:

1. 有限合伙制可有效促进民营资本的转型。江苏民营资

本经过 30 余年的发展,以一般制造业为主体的传统产业产能已趋饱和,而且由于民营企业大部分从事的是利润微薄的劳动密集型产业,随着“刘易斯拐点”的到来以及各种要素资源成本的上升,低成本竞争优势弱化成为基本趋势下的创新能力不足已成主要问题。“尴尬”的民营资本在历史性的战略机遇下必须加强对资本市场的重视,进而打破民营资本在整个市场资本中的低层次竞争角色。江苏省政府已经确定产业升级和创新是江苏经济进一步发展的关键,这就要求民营资本积极投资 PE,而有限合伙型的“人资两合性”、“进出灵活性”以及“资金安全性”则可以最大限度地吸引民间资本投资 PE。

2. 有限合伙制可有效避免民营资本投资 PE 存在的规模小、资金分散的弊端。起源于乡镇企业的江苏民营资本,不但发展时间短,而且起点较低。民营企业大都是由具有浓厚的小农经济思想意识的小业主、个体户发展而来,资金来源有限。加上国家的扶持政策不到位,使得民营资本的发展受到诸多阻碍,规模较小,资金分散。民营资本的这种特点决定了其在资本市场与国有企业、外资企业来说很难具有竞争力。因此,其必须通过基金将资本聚集,并将其效应放大。有限合伙制采用的是承诺资本制,而且资金筹集的灵活性,可以有效解决民营资本“心有余而力不足”的尴尬。此外,有限合伙制较高的投资管理效率一定程度上也可以弥补其资金不足的劣势。

3. 有限合伙制可缓解民营企业对资金安全性的担忧。投资者的个性和价值取向决定了对资本走向和属性的影响。江苏的民营经济起源于乡镇企业,属于实业创业型,企业家们的主要特点是稳健、谨慎又精打细算。江苏著名的企业家,沙钢的沈文荣、红豆的周海江、远东的蒋锡培,无一不是作风稳健、以实业为本,一般不会冒很大的风险。这一特点在其管理模式方面多采用自聘管理团队进行管理方面尤为明显。截至 2009 年 2 月末,江苏省备案创业投资企业中,77 家基金企业,管理团队为 72 家。其中,创投企业自设管理团队的就有 45 家,比重高达 62.5%。可见,缺乏一定“冒险精神”的江苏民营企业家们更多的是在资金安全的前提下追求经济效益,而资金的安全主要在于其对资金的控制。有限合伙制完全契合了投资人的趋利避险的本质,确保了资本和管理、投资人和管理人权益的最佳组合。而且,有限合伙制下投资人可以和基金管理人在投资范围和投资比例等方面明确约定,一定程度上增强了投资人资金的安全系数。在目前我国缺乏高质量专业管理团队的现状下,靠实业起家的江苏民营企业有着丰富的创业经验,其担任普通合伙人,既可以发挥其专业特长,又解决了投资人对被投资企业的经营前景方面的顾虑,有一定的号召力。

三、江苏省发展有限合伙型 PE 的政策支持

1. 制定适合有限合伙制 PE 发展的江苏省财政、税收优惠政策。目前江苏省发展有限合伙制 PE 最主要的障碍是缺乏适合其发展的税收优惠政策。根据江苏省发展规划和民营经济的特点,江苏省必须在国家的法律政策允许的权限范围内以地方性法规、规章的形式给予适合有限合伙型 PE 发展的税收优惠政策。《关于促进创业投资企业发展有关税收

政策的通知》(财税[2007]31号)规定,创业投资企业投资于中小高新技术企业2年以上(含2年)的,可按投资额的70%抵扣该创业投资企业的应纳税;《合伙企业法》和《关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》(财税[2008]159号)规定,合伙人是自然人的,按照个体工商户标准缴纳个人所得税,合伙人是法人和其他组织的,缴纳企业所得税。因此,公司制PE的税收待遇明显好于有限合伙制。可见该规定旨在鼓励PE采用公司制形式。事实上,无论是江苏民营资本的特点,还是江苏省2015年2000亿元创业投资规模目标的实现要求,都决定了江苏省应充分利用有限合伙型PE调动江苏民营资本投资PE行业的积极性。因此,江苏省应给予有限合伙型PE与公司制相同、乃至更优惠的税收待遇。

具体措施如下:第一,应明确将有限合伙制PE纳入税收优惠政策范畴。根据我国《立法法》、《地方各级人民代表大会和各级人民政府组织法》,江苏省人大、政府可以制定适合江苏省地方特点的税收政策,其法律效力与财政部、国家税务总局的部门规章是平等的。第二,明确只要其投资于未上市的中小高新技术企业2年以上的,可以按照其投资额的70%在股权持有满2年的当年抵扣该创业投资企业的企业所得税应纳税所得额。当年不足抵扣的,可以在以后纳税年度结转抵扣,亦即不管其企业组织形式,均应享受企业亏损和投资额抵扣该创业投资企业的应纳税所得额,这一点在PE发展充分的宁波市已经明确。第三,明确自然人担任普通合伙人所获股息、红利所得按20%税率征收,即保证投资人是自然人时,其享受的税收待遇至少同公司制是平等的。第四,还需明确合伙制PE转让股票所得免征所得税。

2. 制定江苏省有限合伙制PE管理办法,厘清其与“非法集资”的界限,为“高风险”的有限合伙制PE发展提供法律保障。目前由于PE和“非法集资”的概念均未得到法律、法规的明文界定,私募股权投资行业经常同非法集资存在“理不清”的关系。一方面是犯罪分子打着私募旗号行集资诈骗之实,另一方面是正规的“私募”企业容易存在被指控“非法集资”的法律风险,这种法律上的双重不明确性极大阻碍了PE的发展。浙江省首个由自然人出资成立的民营创投公司——红鼎创业投资有限公司,其董事长刘晓人在公司创办仅三年后就因涉嫌非法集资诈骗被逮捕。在红鼎创投案中,刘晓人在资金规模有限、错失多项有潜力的投资项目的情况下,为了筹集资金,利用自身的影响力,拉人入股,不愿入股的就承诺高额利息回报(利率高达每月5%~6%)。高额的利息使其无暇投资,陷入了“拆东墙补西墙”的恶性循环。显然承诺高额利息回报、用于生产经营活动与其筹集资金规模明显不成比例是其涉嫌集资诈骗的主要原因。“非法集资”的法律风险极大影响了民营企业进军PE行业的积极性,形成恶性循环。这种不利于PE发展的法律障碍是实业型、缺乏一定冒险精神的江苏民营企业参与PE行业积极性不高的主要问题。事实上,有限合伙制PE的“不透明性”使其更容易在实际操作中被政府部门认定为“非法集资”。

针对实践中法律适用问题,2011年1月4日《最高人民

法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》施行。虽然该司法解释对“非法集资”和“PE”的认定起到一定指引作用,但其主要针对的是审判实务中的非法集资问题,并不是调整私募股权企业行为的法律规范。因此,江苏省政府有必要在国家现有法律、法规下,立足地方经济发展的特点和需求,结合最高人民法院的“解释”制定江苏省PE及投资管理办法,为“高风险”的有限合伙制PE保驾护航。

(1)明确企业性质,即依法设立并以股权投资为主要经营业务的企业。投资人的资金只能用于投资,不可以用来购置房产、汽车等财产(自用除外)。

(2)严格登记备案制度。既可以方便对其管理,也增强了备案企业吸引民间资本的号召力。

(3)加强对登记备案企业的审查:①投资人数量最高人数不得超过50人。②单个投资者投资额不得少于100万元。③要求合伙协议中必须明确要求投资者书面承诺资金系其自有资金,且针对代持股份在民间投资领域普遍存在且易为非法集资埋下隐患的问题,必须要求多个投资者不得以某一个投资者名义代持创业投资企业股份或份额。如有此类行为,将视为投资人的违约行为,并丧失分红权利,且利润分配中不得有定期返息或保本等约定。④不得约定任何方式公开募集和发行基金(这点可参照我国证券法关于“公开募集”的认定规定)。⑤出资方式限于货币形式,且资产应当由经营托管业务的银行托管,以确保合伙人资产的安全。“红鼎创投”案中就存在短期借款并约定高额利息回报且投资人股权约定模糊、甚至空白的问题。而且资金直接进入公司账户,有的甚至进入刘晓人私人账户,也为其任意支配资金提供了方便。⑥要求企业高管必须具有一定年数的成功PE运营经验。备案管理部门发现备案创业投资企业有违背上述任何要求之一的,均应责令其在30个工作日内改正;逾期未改正的,应当取消备案。

(4)加强对投资人进入与退出以及企业投资经营的监管,即必须在工商部门办理变更登记,企业在每个会计年度结束后,应当及时向其投资者披露年度报告,全面告知股权投资企业经营、财务等方面的情况,年度报告中的财务会计报告应当经会计师事务所审计。“红鼎创投”案中的投资人对其他投资人、企业财务以及投资状况一无所知为刘晓人拆东墙补西墙提供了机会就是反例。通过以上规范和监管措施,可以有效缓解江苏民营资本对PE行业易涉嫌非法集资犯罪的担心,从而有利于其提高发展有限合伙制PE的积极性。

【注】本文系江苏省教育厅高校哲学社会科学研究基金重点项目“推动我省私募股权投资基金进一步发展的对策研究”(编号:09SJB790001)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 冯中圣,沈志群.2006~2009年江苏省备案创业投资机构名录.北京:中国计划出版社,2010
2. 庞跃华,曾令华.私募股权基金组织形式的比较及中国选择.财经理论与实践,2011;2
3. 赵远.投资基金的策划与管理.北京:中国对外经济贸易出版社,2003