

试论采用股份有限公司 发行股票形式引进外资

陈 容

自从党的十一届三中全会宣布我国实行对外开放政策以来,尤其是十二届三中全会公布《关于经济体制改革的决定》以来,我国引进外资工作有很大进展。随着我国决定对沿海十四个城市口岸进一步开放,涉外经济立法的逐步完善,引起世界各国和地区的跨国公司、跨国银行和各国投资者的注意,前来洽谈投资业务者逐年增多。但在我们和这些国外潜在投资者的洽谈过程中,我们发现

他们对于我国现行的引进外资方式方法,存在着很多顾虑,因此接触者多,成功者少,尤其是一些大中型工业项目,我们所提出的一些方式方法,不符合他们一般惯常的做法,因而踌躇不前。因此,我们认为,对我们现行的引进外资某些方式,有继续研究改进的必要。本文对采用股份有限公司发行股票形式引进外资,提出初步意见,供探讨。

一、外国资本家对华直接投资踌躇不前的原因

全国现有中外合资企业已签约者约九百多家,其中除一部份商业或旅游服务行业外,已经投产的工业单位,比例较少。目前上海市已批准成立中外合资企业五十多家,其中产业性的企业近三十家。现已开业和投产的工业还不到十家。外商投资的总数量也不大。

外国投资家对华直接投资踌躇不前,其本身原因本文暂不评论,现只就中国方面来说,除国内行政原因(如机构庞杂,部分干部官僚主义作风)外,其主要原因是:

(一)现有中外合资企业虽多数定名为“公司”,但实际上是“有限合夥”性质。对双方“出资额”的转让有严格的规定。资金一经投入即不能再流转。从现代长期资金运用的实践看,投资家有困难。

(二)从过去几年实践看,中方以土地使

用权,厂房、机器设备作为投资,则其资产估值折算有一系列问题,双方需经多轮谈判,某一项资产估值的不同意见,全项目搁浅迁延时日,影响合资企业筹建的进程。

(三)合营期限过短。原定10~30年。30年可不算短,但过去实践一般过紧,很少超过20年,轻工业往往低于15年。这不利于和外商长期共存,更不利于引进先进设备和技术。

(四)外汇平衡问题。投资者很难确定今后若干年合营企业有多少产品能外销,因此,利润中积累的人民币收入如何兑换成外汇更无把握。虽然实施条例定有“可以申请”,但在不肯定的情况下,外国投资者无法进行可行性分析。

此外,合资法实施条例虽有规定,合营期届满,“剩余财产按照合营各方的出资比例

例进行分配”。但大多数合资企业章程对于期限结束后，如何摊还资本金额无明确规定，更谈不上对创生商誉的估价。这样，外方不得不将投资的本金用分期摊还的方式(amortization)摊在每年应预期获得的利润

率上，更加重了外汇平衡的负担。

(五)管理权问题。前此，成立的合资企业，一般中方拥有较大的管理权，外方只处于配合地位，不利于调动外国投资家的积极性。

二、采用股份有限公司形式吸收外资的好处

股份有限公司的创设对于工业化的贡献在资本主义国家被认为和瓦特发明蒸汽机具有同等的重要意义。如果采用股份有限公司组织形式并发行股票以吸收外资，其好处是：

(一)可以集中为数众多的中小额资金以举办大企业。

(二)认股人的债务只限定在出资范围，而可能牟取的利润，则无限额。

(三)股票可以自由转让，需要资金时，可以出售股票。资金周转灵活而不呆滞。

(四)创业阶段的股东，董事大多数对本行业有经营经验或技术专长，并可利用其在行业中的地位，产生较好的社会影响。

也许有人怀疑，如我国合资企业发行股票方式进行集资，运用资本主义方式集资进行社会主义建设，是否有矛盾？股票由国外投资人所拥有，是否有“出卖主权”之嫌？对此，我们认为：

(一)发行股票的企业是在中华人民共和国注册的法人，受中国法律的管辖和保护。

(二)发行股票企业经营年限为25~30年，期满后，普通股改为优先股。其性质介于普通股和公司债之间，可以赎回，所以不存在所谓“出卖主权”的问题。在发行股票集资的同时，对于外国投资者纳税后纯利的一部份和合营期限届满全部外汇资本汇出境外，提供外汇的保证。

三、组织股份有限公司并发行股票集资的具体办法

(一)在欢迎外商前来我国探讨、组织合资企业的同时，上海的工厂有条件、有必要吸收外资参股者，可将产业现值（也可包括土地使用费的资本化）估定金额，并经注册的会计师验资核实。固定资产现值（假定为600万美元或其等值的人民币），预计需吸收外资400万美元，则宣布其股数为100股，每股10万美元，招募40股。（外国投资人可按其需要认购一股、多股，最多可购40股）外国投资人还可按实施条例第四章“出资方式”，经有关人同意和会计师验资，得以用资金、设备、技术折价投资。认股完成后，按外资出资数分别发给普通股权证。上述外商投资可由25~80%不限，视企业具体情况

决定。投资人按投资比例参加董事会，并确定董事会的人选，参预本企业的经营管理。

(二)中外合资企业的年限，轻工业20~25年，重工业及高级技术(High Tech)工业为30年。经营年限届满，如该企业继续营业，则普通股(外资部分)一律转为优先股。代表外资股份的董事，相应退出董事会。

优先股的实际价值应按实施条例第106条规定：“合营企业清偿债务后的剩余财产按照合营方面的出资比例进行分配”而对待之。

优先股可赎回，如外国投资者要求赎回，资金可以汇出，其所需外汇(额度)由基金保管者负责提供。如外国投资者要求保留

优先股，继续对企业进行投资，其部份利润的汇出，仍由基金提供保证。

(三)股票可转让，但需在本公司办理过户登记手续。非居民的股东可委托中国公民行使股东权利。

(四)股票的代理发行机构。股票代理发行在资本主义国家一般由证券公司、投资银行或银行信托部等代理，我国似由国际信托投资公司(目前条件较好的有上海、福建省、广东省)代理发行为宜。其做法可先选择一地试行，如成果显著则逐步推广，并由代理发行——投资信托公司(金融机构)保管“合资企业股份外汇基金”。估计如吸收2亿5千万美元的外资，我方有1亿美元的基金即已足够。

(五)投资信托公司一方面作为“基金”的保管者，另一方面向外资股东担保提供外汇以供汇出境外。

股东分得净利润其中不超过股金额乘上年度的伦敦同业拆放息率[LIBOR]的平均数部份，由基金提供外汇。

设该股东投资100万美元(股票面额)1985年5月份LIBOR 9%，则投资公司负责向该股东提供9万美元外汇以供汇出。(如企业无利润或少利润则不供汇或少供汇)。

经营期届满，普通股转为优先股后，即第25年或30年后，外国投资者原投入本金也由基金提供外汇，一次付清，或按年度分期摊还外资股本并加付股息。

至于“合营企业股份”外汇基金可由投资公司保管，并指定委托伦敦、纽约、东京或香港第一流证券公司或投资银行作为“信托投资”运用。在一般情况下信托投资收入高于银行利息的收入。

外商股东获得的利润，要求汇出的外汇

供应来源和未汇出部份可用以下方式安排：

1. 按投资额 $\times$ LIBOR 的外汇由基金负责提供；

2. 用本企业本年度的外汇纯收入，或上年度多余可支用的外汇来解决；

3. 按国务院新闻发言人有关介绍合营企业条例的发言(6)点，“外汇缺额可向企业主管部门申请解决”。

4. 作为再投资(仍作外汇)。

5. 留存滚入下一年度，创生外汇多余时可供汇出。

6. 移赠国内亲友，享受侨汇各项物质优惠。

这样可以解除外国投资人对外汇汇出问题上的种种顾虑，有利于加速吸收外商直接投资。

我们认为，用这种办法可以充分利用资本主义国家股份有限公司的灵活性，集合中小资金创办或扩展企业。同时，普通股股权设置年限，产权在规定若干年内由我方收回，符合于社会主义国家的主权原则。

上述办法主要解决：第一，投资资金的可转让性；第二，合资企业盈利的一部份(不低于资金正常收益率LIBOR)有外汇收入的保证；第三，充分利用老厂、场地、设备、技术力量，使新增设备迅速发挥效能，短期获利，分派利润，树立样板，扩大效果；第四，中方股东可以按吸收资金需要，预先备办项目建议书、初步的可行性研究等一系列上报文件。其他条件，如电力、水、煤气、原材料等和有关部门商讨就绪，即前阶段审批手续就可齐备地等待投资人，大大缩短接触摸底、谈判和进行前阶段审议的时间，加速过程，以鼓励外资的积极性。

四、几点看法

(一)也许有人认为股票自由转让后，可能发生流弊，如股票被不友好人士，甚至敌

对分子所收购。其实不必担心，因为：第一，要过户登记，我们可以审查；第二，股票持有人不等于有入境签证。允许入境与否，权在有关职能部门，全世界都是如此。

(二)也许又有人认为，股东将股票倒卖，股票价格大起大落，有损我国合资企业在国际上的声誉。我们的看法是其可能性极小，因为股票价格是企业实力状态和营业前景的体现。我国的合资企业组成是健全的，事先经过验资，不搞投机，所以不可能发生股票暴涨暴跌。同时，我合资企业的股票并不在证券交易所上市，只在投资人间协议买卖，更不可能进行投机性买卖。如果因为技术原因、产品销路发生问题，引起股票下跌，那是正常的。商业正常的价格变动，全世界莫不皆然，并不影响我国的声誉。

(三)设置合资企业股东外汇基金，是否会增加国家外汇或财政负担呢？如前所述，设置1亿美元的基金，可吸收2亿5千万美元的外商投资，对我们国家外汇收支是有利的。因为：

第一，国家本来有一笔相当大的外汇在国际金融市场按短、中、长期存放银行生息，或买入外国国库券、债券或股票，划入基金项下，一般委托给投资银行或证券公司，作为长期“信托投资”，其不同点只是资金流动性的降低，而资产总值并不变动。

第二，如对2亿5千万美元投资承担了外汇汇出的供应，在利息收支项下得失如何呢？按如果我们不吸引外商直接投资，那么，我们自己要用2亿5千万美元去买这些

设备，既费了外汇，又不能引进技术。而设立基金，得到外商信赖，吸收了投资，我们就可省下2亿5千万美元。即以基金所孳生的外汇利息，备付投资人的利润部份外汇汇出；而且有相当一部份的合资企业，它们本企业会创生外汇，或逐年增加外汇收入，可以不向代理发行机构要求供应外汇。在这种情况下，两相对抵，设基金吸收直接投资比用现汇自己进口设备，在外汇收支上显然有利。

第三，合资企业的外国投资者在经营有纯利的情况下才能向基金申请外汇额度，而外汇则需用人民币按国家规定的牌价购买，因此，对基金来说，每年所耗用的只是外汇额度，而人民币基金则相应地逐年增长。

第四，吸收外资2亿5千万美元，每年所得部份纯利(不高于LIBOR)以及企业经营期限届满全部外国资本的调出均需要外汇，而基金总额为1亿美元是否足够？我们已经运用各种不同的数据进行测算，认为是可行的。其原理是利用资本市场(长期)收益率和短期资金利息率存在的差别。例如，1985年4月份LIBOR为九厘时，20年期美国国库券的收益率为12.5%，而25年的长期投资于其他有价证券，其收益率则应略高于12.5%。同时，考虑到合资企业由成立到盈利需有一段过程，纯利润率也是渐进的，加上不同收益率的复利计算等因素，因此1亿美元偿债基金足以提供上述为期25年的直接投资所需的外汇额，计算方法上是稳健的。限于篇幅、图表和计算公式不再详列。

(上接第3页)

加强工贸结合、技贸结合。当前应着重发展生产企业与外贸企业之间各种形式的直接联合；积极进行外贸代理制的试点；选择一些产品比较单一，又具备条件的大型骨干工厂直接对外，经营本厂产品的出口业务和有关的进口业务；加强外贸行政管理，坚持统一对外、联合对外的原则，保证外贸出口的健康发展。