

私募可交换债下的国有企业混改路径分析

孙云飞

(青岛融汇财富投资控股集团有限公司, 山东 青岛 266000)

摘要:为探讨私募可交换债下的国有企业混改路径,采用理论结合实践的方法,立足私募可交换债的相关概念和优势,分析了私募可交换债在国有企业混改中应用的可行性,并提出具体的混改路径。分析结果表明,在新时期大环境下,国有企业混改势在必行,将私募可交换债应用到国有企业混改中,可有效提升混改的速度,促使国有企业尽快完成混改,从而实现健康稳定的发展,值得高度重视。

关键词:私募可交换债;国有企业;混改;金融类战略

【DOI】10.12231/j.issn.1000-8772.2022.08.014

1 引言

在我国社会经济持续发展的大环境下,国有企业的资本扩展速度越来越快,综合实力不断提升。在此种背景下,国有企业资本占比大、管理难度大的问题愈发明显。我国长期以来一直积极鼓励社会民营企业引入到国有企业中来,促使国有资本和民间资本的相互融合,从而实现股权多元化。私募可交换债为实现国有企业混改提供了新的路径,也是未来国有企业混改的主要方向。但我国私募可交换债发展和运行的起步比较晚,很多制度和体系还不够完善,难以很好的应用在国有企业混改中。基于此,开展私募可交换债下的国有企业混改路径分析研究就显得尤为必要。

2 私募可交换债的相关概念和优势

所谓私募可交换债指的是可交换其他公司股票的债权,由上市公司的股东把持有的股票作为抵押,再发行债权。因此,私募可交换债主要包括两部分内容,其一是债权,其二是对标的上市公司股票的看涨期权。主要运行机理是当可私募可交换债中的债券条款中事前约定好的债券存续时间内,发行人抵押的股票股价符合条款约定的价格要求时,就可以购买可交换债债权人所拥有的股票,此种债券就是私募可交换债券,具有的优势主要体现在以下几个方面:

第一,发行成本低。私募可交换债券不仅仅具有债权的特点,也具有股权的特性。这就使得私募可交换债券既能当做债券使用,也可以当做内嵌期权使用。因此,私募可交换债券的持有人,可选择在进入换股期之后,再将私募可交换债券转换成标的公司的股票,这就使得私募可交换债券的票面利率通常低于普通的债券利率,发行所需成本也就更低。

第二,质押率比较高。虽然私募可交换债券的票面利率低于普通的债券利率,但股权质押率则比较高,具有更高的质押程度,可按照实际需求和发展的情况,灵活便捷的进行自由融资。就目前我国现有的经济形势而言,股权质押

押存在一定的风险,如:股票质押率通常在30%~60%之间,难以实现股东股票的全部价值。再加上股票质押缺乏标准性,部分股东的股票通常无法进行质押。而私募可交换债券则很好的解决了这一问题,具有更高抵御风险的能力,而且可作为非公开发行的公司债券,其质押率能够达到100%,可大幅度提升私募可交换债券的价值。

第三,对股价造成的冲击比较小。和发行可转换债券以及发行股票融资难的方式相比,私募可交换债券具有对上市公司股票价格冲击小的优势。而且私募可交换债券标的股票为发行人所持有的其他上市公司的股份,所以,私募可交换债券的持有人,进入转股期之后,可将私募可交换债券转化为股票,但也只是股票的持有人会发生改变,股票在市场上的总体流通数量并不会发生任何改变,也就不会形成稀释上市公司价值的问题。

3 私募可交换债券在国有企业混改中应用的可行性

3.1 公募和私募交换替代性有限

公募可交换债券和私募可交换债券相比,各具特点。前者促使换股溢价率要小于后者,这是因为前者标的股票价格的弹性小,可交换债券初始换股溢价率也就自然比较小。致使公募可交换债券的票面利率更加靠近转债。而私募可交换债券则会受到企业资质评级的影响,股票利率更高。因此,目前很多私募可交换债券的交换债主要面向的是深交所上市的中小型民营企业股东,国有企业的股东发行私募可交换债券是主要选择。但就目前我国的经济形式来看,公募和私募可交换债券的发行人,在资质上存在很大区别,从供给的角度来看,二者可以并行发展。但随着直接融资方式不断深化和推进,私募可交换债券的发行规模将会越来越大,甚至有取代公募可交换债券的趋势。

3.2 在供给方面不存在可交换债券和可转债相互替代的问题

可交换债券和可转债二者的发行人主体不同,其中私募可交换债券是由上市公司股东发行的,受益的主体也是上市公司的股东;而后者则是由上市公司发行的,收益

的主体是上市公司,二者可以同时发行。但由于发行主体的不同,相同一家上市公司可能出现同时上市交易的情况。发行的债券也有一定的差别,可转移债券的主要目的是筹资,而私募可交换债券发行的目的除筹资之外,还包括减持、套利等。不同的发行目的,主要体现在条款的设置上。二者相比,私募可交换债券设置条款更加多样,也更加契合新时期国有企业混改的需求。

3.3 可降低股票质押融资的成本

私募可交换债券发行成本比较低,因此在国有企业混改中,有序推行私募可交换债券,能够更好的吸引一部分原本准备进行股票抵押融资上市的股东,转而发行私募可交换债券。私募可交换债券发行成本低,也非常契合国企混改的相关要求,在未来国内市场上有很大的发展空间。

3.4 成功案例比较多

私募可交换债券在国企混改中应用成功的案例比较多,也表明了私募可交换债券在过去混改中的应用具有良好的可行性。比如:上海建工股东国盛集团发行的“15 国盛 EB”。发行人上海国盛(集团)有限公司是上海市政府国有独资的大型投资控股和资本运营公司。根据上海国资国企改革的整体部署,为推动国有资本运营平台开展实质性运营,通过低成本迅速筹集资金,同时设置较高的初始换股价格摆脱国有资产贱卖嫌疑,若能成功换股则可以使得上海建工股权更加多元化,一举多得。

4 私募可交换债下的国有企业混改路径

私募可交换债券的发行人是上市公司股东,国有企业在混改中,需要充分利用私募可交换债券的这一特点,将股权抵押给私募可交换债券发行的持有人。而私募可交换债券的持有人,则可以通过资金来购买私募可交换债券,等私募可交换债券进入到换股期之后,私募可交换债券的持有人如果选择了不交换,就可以到期兑换私募可交换债券的本息。如果选择了兑换成股票,就可以得到国有企业所质押的存量股票,从而引入民营资本,促使国有资本和民营资本进行更好的融合,促使我国国有企业混改有序推进。为实现这一目标可从以下几个方面同时入手:

4.1 在恰当的时期发行私募可交换债券

我国在 2013 年 10 月发行了第一支私募可交换债券为“13 福星债券”,总共募集到资金 2.565 亿元人民币,但期限只有 1 年,标的股票为持有的上市公司福星晓程的 1000 万股股票,到 2014 年该私募可交换债券完成了全部换股,为国有企业混改中应用私募可交换债券打开了一扇新的大门,此后便一发不可收拾,我国迎来了私募可交换债券发行的爆发期,很多国有企业在混改中纷纷加入私募可交换债券的行列。在全球经济一体化的浪潮中,很多国有企业都出现了产能过剩的问题,在习近平总书记提出的“三去一降一补”的政策中,很多国有企业的发展形式略有好转,但对那些老牌钢铁企业、重工业企业而言,依然处于非常简单的转型期。但就目前我国债券市场的发展现状来

看,依然处于良好的发展阶段,尤其是 A 股指数依然一路上涨。使得很多投资者将投资的目光转移到私募可交换债券上,使得私募可交换债券市场在近年来,迎来了井喷式的增长,到 2018 年 12 月底,私募可交换债券的发行支数已经达到 203 支,每支私募可交换债券的筹资资金都在 2~50 亿元人民币之间,其中公开发行的私募可交换债券其筹资达到资金普遍在 20 亿元以上。因此,在国有企业混改中,为加快混改的步伐,尽快实现国有企业资本和民营企业资本的相互融合,各国有企业必须结合目前的发展现状,选择一个合适的时期,发行私募可交换债券,以筹集更多的发展资金,促使混改工作能够更好的开展。

4.2 合理应用私募可交换债券筹集资金

私募可交换债券的发行主体为上市公司的股东,国有企业也可以发行私募可交换债券,并将发行私募可交换债券筹集来的资金,作为国有企业日常经营发展的流动资金。但在具体应用私募可交换债券筹集资金时,为更好的落实国有企业混改相关内容,可将其合理的应用到以下几个方面:

第一,国有企业可将私募可交换债券筹集来的资金,合理的应用到战略性新兴产业中。在信息技术和网络技术飞速发展的大环境下,传统粗放式的生产产业,已经难以满足低碳、环保、绿色发展的要求。国有企业要想尽快完成混改,就必须充分利用自己在资源和综合实力的优势,研发和应用新兴产业,通过智能化技术、绿色节能技术等,助力国有企业尽快实现产业结构转型和升级。

第二,私募可交换债券筹集到的资金,如果应用在非发行人所处的行业,就能将筹资到的资金合理配置到企业行业中,提升国有企业资本的流动性,进一步盘活国有企业现有资本,优化资本配置,提升资源利用率,拓宽经营发展的环境。此外,将私募可交换债券筹集来的资金,合理的应用到其他行业中,还能帮助国有企业实现多元化发展,提升市场竞争力。如果将私募可交换债券筹集到的资本和国有企业现有资本相互融合,还能实现产权的多元化,形成产权制衡的发展模式,从而达到激活国有企业生产和创新的活力。

第三,私募可交换债券筹集来的资金,还能用于偿还私募可交换债券发行之前的负债,以补充国有企业日常经营发展所需的流动资金,促使各种业务都能有序开展,避免因资金不足引起的风险。

4.3 债券转股票

国有企业混改是一项非常复杂的工作,影响因素比较多,需要综合考虑多方面内容,在具体的混改的过程中,应用私募可交换债券可实现债权转股票,以推动国有企业混改工作有序开展。这是因为通过债权转股票,可促使非民营资本进入到国有企业,推动国有企业实现战略转型和生产结构的升级,提升国有企业的综合治理能力。就目前我国绝大多数国有企业混改现状而言,如何更好的完善民营

资本退出机制是国有企业混改中亟待解决的问题。究其原因,主要是我国很多国有企业长期以来都比较重视用民营资本来推动国有混合所有制的改革。但民企资本持有人,会存在国有企业混改之后,自己的利益无法得到保障的疑虑。完善的民营资本退出机制则能有效解决这一问题,但此种机制的完善和落实,不仅仅需要保证民营资本能够顺利、自由的退出,还要更好的保障民营企业在经营中,不会被国有企业无故驱逐。此种要求和特点,就决定了完善民营资本退出机制必须通过资本市场和外部监管的共同作用来保证非公有资产在经营管理中不会被无故驱逐,从而加强民营资本持有人,参与国有企业混改的积极性,解决民营资本持有人的基本担忧。

通过私募可交换债券能够很好的引入金融类机构投资者,从而推动国有企业混改的步伐。比如:通过购买私募可交换债券的金融类机构投资者持股份的份额比较大,通常都是十大股东之一。而金融类机构投资者的资金有很大一部分是民营资本,也想获得长期且比较高的经济利益,因此,愿意参与到被投资的国有企业结构治理中来。此种投资者不但会给被投资企业带来很多资金,而且都拥有非常丰富的投资分析经验和资源。此外,金融类机构的投资者,还会主动利用自身独有的资源来参与被投资国有企业的经营和治理中来。这些先进的理念和丰富的资源,可有效改善国有企业存在的弊端和不足,从而提升经济效益,获得持续健康的发展。从而达到和被投资公司共同进步,共同发展的经营目标和战略目标,除此之外,引入机构投资者之后,还能促使国有企业的经营管理人员共同努力,相互探讨和借鉴,为更好的治理国有企业提供更加新颖、科学的管理思路。促使国有企业能够更好的引入更加先进的技术、制度、管理体系等,更好的适应时代发展需求。而且多元化的股权结构还能让其他企业的股东要求被投资国有企业更好的专注于主营业务,规范债务融资。实现债券转股票之后,如果新持有股票的方式为民营资本的持有人,就能引入大量的民营资本,从而促使国有资本和民营资本进行更好的融合,助力国有企业尽快实现混改,实现产权主体的多元化,通过产权之间的相互制衡,提升对企业的约束力。

4.4 提升股权的多元化

国有企业混改的主要目的是实现民营资本和国有资本的相互混合,相互融合,但无论采取何种混合方法,国有企业依然处于绝对主导地位。但可以引进民营企业的资金、资源、先进的管理方法和理念,以提升国有企业的治理水平。虽然就目前发展现状而言,一些国有企业在改革和治理中,没有有效的推进混改,这不但不利于国有企业持续健康的发展,而且难以实现新时期的发展趋势。通过合理的应用私募可交换债券可有效解决目前一些国有企业混改效果差、推进速度慢的问题。比如:某国有企业在2018年,最大的股东是A集团,持股份额达到75%,在2018年

下半年,采取了私募可交换债券后,到2019年中旬,经历了私募可交换债券转股事件,在2020年年初,经历了私募可交换债券全部转股。在2019年中旬通过私募可交换债券转股之后,引进了多家金融业战略投资者,实现了国有企业的股权多元化。到2020年年初,私募可交换债券全部转股之后,十大股东多是金融类机构投资者,但这些投资者所用的投资资金中含有民营的成分,实现了国有资本和民间资本的有机融合,有效发挥出了各产能的治理结构效益,相互制衡,推动了国有企业混改的顺利开展,截止目前为止,已经基本上完成了混改,使得企业经营管理业绩得到了大幅度提升。

4.5 尽快改善两权分离状态

所谓两权分离指的是资本所有权和资本经营权相互分离,通常情况下,对一个企业而言,如果股东的所有权小,但经营权大时。则大股东侵占其他利益相关者的动机也就更大,对企业经营发展和业绩造成的影响也就越大。总而言之,两权分离程度越大,则企业的业绩就越好。当国有企业发行私募可交换债券,并且进入到债券转股票之后,一直到私募可交换债券全部转股,在两权分离的程度逐步下降,可有效降低控制方侵占公司利益的动机和更多的考虑其他股东的收益,帮助国有企业提升了综合治理能力和业绩。

5 结束语

综上所述,采用理论结合实践的方法,分析了私募可交换债下的国有企业混改路径,分析结果表明,私募可交换债券是一种新型的企业筹资和发展方式,将其应用到国有企业混改中,可为国有企业提供更多的资金、资源以及先进的管理理念和方式,逐步解决国有企业发展中存在的不足,促使国有资本和民营资本实现更好的融合,相互协同努力,促进国有企业尽快完成混改,更好的顺应时代发展需求,实现持续健康的发展。

参考文献

- [1]于凤,刘丽.混合所有制下国有企业董事会治理路径研究[J].农家参谋,2020,642(01):181+196.
- [2]汪琳华.国企混合所有制改革路径研究——以S企业为例[J].全国商情·理论研究,2020,000(011):69-70.
- [3]许舒瑟.供给侧结构性改革政策下的国企混改研究[J].商业2.0(经济管理),2021(22):3.
- [4]胡素静.国有企业混改情况下的财务管理问题分析[J].今日财富,2020(06):15-16.
- [5]周梦夏.论国有企业混改中员工持股的途径探索及风险防范[J].法制与经济,2020(2):3.

作者简介:孙云飞(1988,5-),男,汉族,山东青岛人,研究生,注册会计师,研究方向:现代管理会计。