

我国风险投资组织形式立法分析

——有限合伙制风险投资机构浅析

杨树明¹, 李玲²

(1. 西南政法大学, 重庆 400031; 2. 重庆大学法学院, 重庆 400030)

摘要: 风险投资业涉及到三方当事人, 风险资金的提供者、风险投资机构和风险企业。其中风险投资机构的作用非常重要。当今世界风险投资业发达的国家大多采用有限合伙制和公司制的风险投资机构组织形式, 尤以前者为主。我国的风险投资业自 20 世纪 80 年代兴起发展至今, 风险投资机构主要有事业型和公司型两种形式, 合伙型的风险投资机构没有得到立法支持; 公司型的风险投资机构由于受我国公司法的制约, 在实践中的发展也不尽人意。本文拟从法律制度的角度, 分析合伙型和公司型风险投资机构的特点, 并结合我国现有法律规范, 对我国今后的风险投资立法提出建议。

关键词: 风险投资; 组织形式; 有限合伙

中图分类号: D912-29

文献标识码: A

文章编号: 1008-5831(2004)01-0106-05

Legislation Analysis of Venture Investment Organization Forms in China

——A Brief Analysis of the Limited Partnership Form

YANG Shu-ming¹, LI Ling²

(1. Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 400031, China;

2. College of Law, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: Venture investment normally involves three parties: capital provider, investment undertaking organ (IUO), and invested enterprise. Among them, IUO plays the key role. At present, the IUOs, in the countries highly experienced in venture investment, are mostly taking the limited partnership form (LPF) and company form (CF), and the LPF is preferred. However, China started venture investment in 1980s, and the IUOs are mainly in institution form and CF. Obviously, LPF does not get the support of legislation. In the practice, CF is playing far from satisfaction due to the restriction of Company Law. We are trying to analyze the features of LPF and CF from the perspective of law, and finally conclude, referring to the existing law and regulations, with some suggestions to the legislation of venture investment in China in future.

Key words: venture investment; forms of investment organization; limited partnership

我国的风险投资业开始于 20 世纪 80 年代。1985 年 1 月 11 日, 我国第一家专营新技术风险投资的全国性金融企业——中国新技术创业投资公司在北京成立。此后, 又有中国招商技术有限公司、广州技术创业公司、江苏高新技术风险投资公司等类似的公司形式; 1997 年, 深圳市政府宣布组建深圳市科技风险投资顾问公司, 启动了深圳科技风险投资体系。自 1994 年以来, 以美国国际数据集团 (IDG) 属下的太平洋风险投资基金入注为标志, 外国风险资本也进入我国, 对我国的一些成长型高新技术企业或项目进行投资。1998 年 3 月“政协 1 号案”提出后 (1998 年“两会”上民建中央主席成思危向全国政协递交了《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》受到大会高度重视), 又形成一批以上市公司为主的民间资本投资的风险投资机构。我国各界对风险投资业在

高新技术向现实生产力转化中的重要性的认同一致: 知识经济的支柱是高新技术产业, 高科技开发和技术创新依赖于技术和资金的有机结合, 离不开支持高新技术企业发展的风险投资业的发展。

风险投资一般包括三方当事人: 风险资本提供者、风险投资机构和风险企业。其中风险投资机构处于核心地位。资金从投资者手里通过风险投资机构的运作流向风险企业, 增值后再流回风险投资机构, 由机构对投资者回馈收益, 从而形成资金循环。在这种循环中, 风险投资机构对风险资金的运作可以建立与高新技术企业经营相适应的资金来源结构; 同时, 机构对风险企业经营管理的参与可以有效提高投资项目的收益, 增加投资回报率。由此可见, 风险投资的有效形成离不开符合投资规律和习惯的基本组织形式。

收稿日期: 2003-11-25

作者简介: 杨树明 (1940-), 男, 四川岳池人, 西南政法大学教授, 博士生导师, 主要从事国际经济法研究。

在国外风险投资业对投资机构组织形式的选择实践中,如美国等风险投资发达的国家基本上都在立法上确立了有限合伙这一组织形式。以美国为例,1946年美国研究与发展公司(ARD)的成立使以往单纯的私人风险投资发展成为有组织的风险资本,也标志着现代意义上的风险投资业的兴起。但由于风险投资业的高风险性,股东的短期获利需求无法满足,人们对这种公众持股公司的前景心存疑虑,导致ARD投资的企业在很长一段时间没有盈利甚至出现负的现金流。1958年,美国中小企业局(SBA)受ARD公司的启发和发展高技术产业的需要,根据小企业投资法,允许建立小型企业投资公司,并提供私人自有资金4倍的低息贷款和税收优惠,以刺激风险投资业的发展。小型企业投资公司(SBIC)的建立是在美国政府推动下,利用市场运作的方法促进风险投资业发展的典范。这一措施促进了60年代美国风险投资业的迅速发展,培养了一批风险资本家,也为后来有限合伙公司的产生打下基础。但由于许多SBIC在得到优惠贷款后为追求收入的稳定,没有将资金投向新兴的高技术企业,而是作为债权投资投向具有稳定收入的企业,甚至是政府债券以稳获利息;同时,SBIC以个人为主要投资者,由于个人投资者的风险意识和风险承受能力低,使得高风险的权益性投资受限,SBIC难以再筹资金;缺乏高素质的投资管理者也使SBIC和ARD一样,处境日益艰难,其运行效果与政府的期望相差甚远。在这种环境下,以机构投资者为主的风险投资者和风险资本家也在寻新的组织形式——有限合伙公司。美国的第一个有限合伙形态的风险投资机构是Draper, Gaither & Anderson,成立于1958年。有限合伙公司的出现再次刺激了风险投资业的发展。80年代以来,10年制有限合伙制成了风险资本市场上的一种标准的组织形式。^[1]英国是欧洲风险投资的发源地。20世纪70年代后半期风险投资在英国出现。在其发展过程中,英国的风险投资基本上参照美国模式,到20世纪90年代以后,英国的风险投资机构也以有限合伙为主。在日本,20世纪80年代也出现了类似美国的有限合伙风险投资公司形式,称为TSJ,但TSJ的数量不计入日本风险投资公司的统计数字。总之,日本的风险投资组织形式和美国有很大差异,而且绩效不理想。这和日本的经济发展模式、资本市场和经济自由化程度有很大关系。

在风险投资业中,有限合伙由有限合伙人(Limited Partner, LP 风险投资者)和普通合伙人(General Partner, GP 风险投资家)组成。其中,普通合伙人出资出力,参与经营管理,对经营损失承担无限责任,其个人财产可能被用于抵补亏损。有限合伙人只提供资金,不直接参与决策和经营,以出资额或承诺出资额为上限承担有限责任。

有限合伙制之所以成为当今最主要的风险投资组织形式,究其原因,是因为有限合伙制作为社会经济发展的产物,在风险投资运作中具有公司制和其他投资形式无法比拟的优势,具有最有效的激励和约束机制。

有限合伙人是大部分风险资金的提供者,可由个人或机构充当,如保险基金等;普通合伙人一般由一些有经验的风险资本家担任,他们负责管理风险投资基金或基金集团。投资者和风险资本家在有限合伙制中责、权、利的安排和它们

之间一系列激励与约束的利益连接均可通过有限合伙制的合伙契约实现,从而有效降低风险,保障投资者利益,激发有限合伙人和风险企业家的积极性。

有限合伙人是风险投资基金的主要出资人。有限合伙人以实际出资额或承诺出资额为上限承担有限责任,不以个人身份承担经营中的风险和责任。在一个有限合伙中,有限合伙人人数量差异很大,可以多达50人以上,也可少至1人,一般在10到30人之间。他们不直接参与公司经营决策,却是有限合伙制公司的主要资金来源,一般情况下提供全部风险资金的99%。大公司、共同基金、私募证券基金(private equity fund)等机构投资者以及富有的个人都可成为有限合伙人。由于风险投资的风险大、期限长、流动性差,所以,普通居民不适合成为风险投资基金的合伙人。发起人对合伙人出资额有最低限制,这一限制将大多数普通居民排除在合伙人行列之外。一般每个合伙人不低于100万美元。如果合伙人以机构投资者为主,最低限额可高达1000-2000万美元。大公司出于自身发展战略的考虑,常常投资于有利于自己中长期发展计划的风险项目,以合资或联营方式注入资金。私募证券基金通常将一部分资金投资于接近成熟的风险企业,以期获得较高回报。公开上市的共同基金(mutual fund)受政府管制,只有少数共同基金能将少量资金投入风险企业。近年来,养老保险基金对合伙制风险投资基金的参与也非常积极。^[2]

普通合伙人负责经营有限合伙制风险投资基金。通常一个从事风险投资的有限合伙有2到5名普通合伙人。他们只提供全部风险投资资金的1%(也有一些风险资本基金中的普通合伙人提供了超过1%的资本,其原因在于有限合伙人要求加大投资失误对普通合伙人的经济惩罚,促使普通合伙人控制投资风险),但以个人身份对合伙经营活动中的负债和义务承担无限责任。这些负债和责任包括:商业贷款、合同履行、人身伤害以及财产毁坏等。如果合伙制企业破产,普通合伙人的个人财产将被用于偿债,无论破产的责任在他本人还是在他的合伙人。普通合伙人之间这种连带责任迫使普通合伙人选择自己的普通合伙人时必须十分小心。通常情况下,普通合伙人承担无限责任的风险并不可怕,因为普通合伙人可以控制自己承担的投资风险。他们通常不负债经营,避免资不抵债。此外,还有一些发起人先注册有限责任公司,再以该公司作为普通合伙人建立有限合伙制,从而割断无限追索的链条,从公司结构上避免个人承担无限责任的情况发生。普通合伙人通常在基金成立之后担任基金经理。风险投资基金的基金经理被称为风险投资家。风险投资家是美国风险投资模式中的核心人物,其职责包括交易发起、责任审查、起草合同、组织投资辛迪加、监督项目、公司包装、出售和变现以及资产管理等八个关键方面。风险投资家必须具备企业管理、市场营销、财务金融、经济法规等多方面的知识以及广泛社交和快速获得信息的能力。这种人才既需要接受现有正规教育,更需要相当的实践锻炼。^[3]

有限合伙契约是组建有限合伙制风险投资基金的关键。由于有限合伙制采用的是一级税负制,其收入不必交纳公司所得税,只是作为合伙人的收入按其个人的税制结构纳税;

同时,它还可以有价证券的形式进行收益分配,这样就不会产生即时的应税收入,除非有价证券被出售。要取得这样的待遇,有限合伙制的风险投资组织形式在确立时就必须满足一系列条件:第一,合伙各方在确定合伙关系前必须对风险资金的终止日期作出安排;第二,有限合伙人的出资不能轻易出让,其所有权转移要受严格限制;第三,各方当事人在约定的到期日前不得随意退出合伙;第四,有限合伙人仅以出资为限承担有限责任,所以不得参与风险资金的管理,等等。同时,有限合伙是最难维持的组织形式,因为每个合伙人的不合作行为都有可能整个合伙的解散,而且合伙人之间潜伏着许多利益冲突的可能。成功的合伙需要合伙人有共同的价值观和奋斗目标,并且共同努力。因此,共同制订一份并共同遵守的合伙协议必不可少。这样就可使合伙协议的订立基础和风险投资的特性紧密结合。

在合伙协议中,各方合伙人的法律地位得到确定。首先从出资看,普通合伙人一般只提供约1%的风险资金,当提供的资金超过1%时,普通合伙人可以不用现金方式而用本票支付;有限合伙人则提供99%的风险资金。其次,在出资缴付方面,有限合伙人不必一次缴清,只需投入出资额的一定比例,其余采用分期投入方式。但对有限合伙人出资的现金比例,一般要求须占总出资额的25%-33%。普通合伙人对有限合伙人的出资是否按时缴纳有监督权。同时,合伙协议还对合伙人不遵守出资承诺的后果进行约定,一旦有毁约行为,违约方就会受到处罚。再次,普通合伙人作为风险基金的管理者,其报酬的获得和利润的分配也有明确规定。普通合伙人的报酬获得途径一是管理费(Management Fee),可以是风险资金总额的一定比例,通常为1%-3%;也可以是投资组合价值的百分比。另一报酬获得途径是资本利得提成(Carried Interest),它通常占合伙制解散时的已实现风险资金的资本利得的10%-30%。在利润分配方式上,普通合伙人在有限合伙人收回全部累计投资后,可以提成约20%的利润,这种利润的分享形式由普通合伙人在现金和有价证券或两者的混合形式之间选择。在首次上市时风险投资机构可将有限合伙人的出资按其占总股份中所占比例直接分配给有限合伙人;如果有限合伙人同意,该股份也可由风险投资机构继续持有以待将来分配或通过二级发行转换成现金。在直接以股份形式分配时,有限合伙人所分配的股份价格以分配前股票市场上最后的成交价为计算标准。^[4]

值得一提的是,由于独立的风险投资家的作用是有限合伙制产生与发展的关键因素;与投资天使和企业与金融机构所属风险投资公司的投资经理相比,风险投资家具有广泛的社会网络、行业知识、管理技能和判断能力,加上他们长期专注于某个行业、领域甚至某个特定阶段,积累了丰富的投资经验,而大企业的投资经理由于受母公司的战略目标、组织管理模式和激励方式的制约,难以适应风险投资,所以,作为普通合伙人的风险投资家就扮演着风险资金提供者的有限合伙人的代理人的角色。^[5]风险投资家介入被投资企业的经营管理活动,而风险投资者对其代理人的行为没有可能也没有能力约束,因为在他们之间存在着高度的信息不对称状态。^[6]其产生的直接结果就是如何才能有效防范普通合伙人

代理风险而又不打击其积极性。因此,即使合伙协议对两方合伙人的上述法律地位进行了规定,合伙协议同样需要解决其中的风险。其途径便是通过有限合伙协议设定的约束和激励机制以求较好地在这对矛盾之间寻求平衡。^[5]

首先,合伙协议规定有限合伙制的期限一般在10年以内。有限合伙基金是一种封闭式基金,成立时约定合伙期限,一般为10年。所有合伙协议都有延长期限的条款。其中,略高于半数的基金条款规定延长基金续存期必须征得有限合伙人某种程度的同意,其他近半数的基金将决定权完全交给普通合伙人,但基金合同规定延期次数和基金最长期限的上限。最常见的延期为3年,之后最长可以再增加1年。期限结束后,有限合伙人拥有不再向风险投资家管理的风险企业投资的权利。只有在这一合伙期限内风险投资家的管理取得了一定成效,才能在后续融资中取得成功,获得有限合伙人的后续资本。因此,风险投资家出于建立声誉以便在后期融资中取得成功的考虑,便具有了努力工作的动机,这样便能形成有效的激励。这也是有限合伙制逐渐增多的一个重要原因。

其次,合伙人的集资较多使用“承诺制”。有限合伙人承诺将提供一定数量的资金,但只先提供必要的机构运营经费,而不是一次注入全部资金,当普通合伙人因为有了合适的项目而要求提供必要资金时,有限合伙人才直接将资金汇到指定银行,所以,对于直接用于项目的资金,普通合伙人不一定能直接管理(No Sitting in Money)。同时,有限合伙人还可适用有限合伙协议中的“无过离婚”条款,只要有限合伙人对投资丧失信心,就会停止追加投入,保留撤销后续资金的权利,尽管这可能不是因为普通合伙人的重大过错造成。对有限合伙人,这样可能会造成其初期注入资金的部分或全部损失,但却可以有效地对普通合伙人对资金的运用起激励和限制作用。^[7]

再次,从报酬体系和分配政策设计方面看,也能给风险投资家以最适当的激励,消除对出售投资组合资产所取得的收入进行处理时的意见分歧。有限合伙的利润分配有两个层次。首先是有限合伙人和普通合伙人之间的分配。如前所述,风险投资家的报酬由管理费和利润分成组成。管理费是按照风险资本总额或已投资资金的1%-3%收取的固定报酬,这笔费用从风险投资基金中支付。收益提成是股权上市或出售投资后取得的10%-30%的变动报酬。普通合伙人用1%的资金投入可得到高达30%的企业股权的回报。这其实可以认为是其注入专业特长、经验和业绩等形式的知识资本而获得的以剩余索取权为表现形式的相应资本权力。资本利得提成是风险投资家的主要报酬来源,这种报酬结构采用期权的形式支付。这种赋予普通合伙人高比例分红权的报酬体制使普通合伙人获得的收益和他勤恳工作的成绩紧密相关,能够给风险投资家提供最大激励。其次,普通合伙人之间也存在利润分配问题。各个普通合伙人分配的权重应该与其业绩和工作量相联系。如果协议中缺少有关条款,则默认普通合伙人平均分配利润,尽管各个普通合伙人的贡献不尽相同。与此类似的是有关决策权重的条款。各普通合伙人在投资决策时的发言权差别应在协议中做出规定,如果

不特别规定各合伙人的决策权重,则法律视各合伙人在决策中有同样的决策权重。同时,有限合伙制在利润分配方面一般设有“爪回”(Claw Back 简称 CB)条款,即规定分配给投资者和风险投资家的现金和有价证券随投资开始,清算就开始。如果投资亏损,条款规定在普通合伙人收到附带权益之前,允许有限合伙人先收回他们的投资和管理费,并要求普通合伙人归还他们早期的利润分配。这无疑也是对普通合伙人的有效约束。^[8]

同时,有限合伙契约还明文禁止风险投资家从事私下交易,如以优惠条款购买被投资企业的股票或接受与有限合伙人不同的分配等。同时,风险投资家按合同规定必须将其一部分努力用于管理某个风险资金。尽管对这个要求难以实行监督,但如果风险资金的业绩表现太差,对风险投资家,这是严重的违约行为,可以对其追究违约责任。

最后,合伙契约还对有限合伙的解散作出规定。在有限合伙长达十年的存续期中,难免出现不可预见的情况使个别合伙人提出提前退出合伙的要求。原因可能是合伙人意外身亡,也可能是合伙人遭受其他意外损失,导致资金紧张,不能按时缴纳已经承诺的资金份额。合伙人对风险投资家的业绩不满,也是合伙人要求提前退出的原因之一。合伙制的最大问题在于个别合伙人的退出会给合伙带来困难,有可能导致整个合伙的解散。为了防止合伙的意外解散,合伙协议必须要规定特别的条款。用于保证个别合伙人撤资时合伙不会解散的条款有两种。第一种是转让(buy-out)条款。当个别合伙人中止其合伙人身份时,其余合伙人可以向他或他的继承人买断他在合伙企业中的权利。由于风险投资基金大多是不上市的封闭式基金,所投资的中小企业股权流动性也很低,所以转让价格的确定有一定难度。第二种是增减合伙人条款。合伙协议可以规定吸收和开除合伙人的程序和条件,以保证在不解除合伙协议的前提下更换合伙人。该条款的实用范围更加广泛。风险投资基金运作前期需要的风险投资家较少,后期需要的较多。增减合伙人条款可使风险投资家的数量达到最合理。合伙协议还授予普通合伙人监督有限合伙人按时缴纳资本的权力。如果合伙人无故违背出资的承诺,拖欠或者拒绝缴纳承诺的资本金额,将会受到处罚。例如降低其股份比例,限制他们撤回已投入的资金等。当一个有限合伙制风险投资基金解散或即将解散时,其中的风险投资家会发起或参与发起新的有限合伙制基金。一支基金期满解散后,另一支基金便会启动。业绩优秀的风险投资家在签订新的合伙协议时会得到更优惠的条件,另一些风险投资家会被淘汰出局。风险投资业就这样延续下去,而且自我优化。^[9]

由上可以看出,有限合伙制的激励机制在于利益捆绑,普通合伙人即风险资本的经营管理者可得到管理费和利润分配。管理费的收取比例、费率和可被计入管理费的项目均明确地写入协议中。利润分配所占投资收益的比例也是事先约定的。有限合伙制对经营者的一系列激励方案是在契约中就予以明确规定,而且在整个存续期内不能改变的,这种激励方式和强度具有事先“内置化”的性质。

有限合伙制的约束机制在于:(1)现代企业理论认为,

企业的剩余索取权与控制权应尽可能匹配。作为管理者的普通合伙人投入占总额1%的资本,同时有分享约20%投资收益的权利,但要承担无限责任。在其管理投资的过程中,倘若由于其错误的投资决策致使企业资不抵债,则管理者便要用其其他资产来承担债务。这就会约束其随意性投资行为,极大弱化管理者的道德风险问题,使风险和收益变得更加对称。(2)风险资本家的对内对外声誉也构成了一种约束机制。由于合伙期限的限制,普通合伙人要想不断筹集新资金,就要努力做出业绩,提高收益,以保持声誉,彰显能力。除内部收益率这一业绩衡量标准外,通过横向比较来衡量投资的相对业绩也是有限合伙人对普通合伙人声誉的考虑因素。(3)合伙协议中投资者优先回报条款规定,在普通合伙人收到利润分配之前,允许投资者先收回某个固定比率的回报,同时还可规定单个项目的投资额占资本总额的最大比例。这也是为防止普通合伙人的过度风险投资,保护有限合伙人利益的有效约束策略。^[5]

我国自1985年国务院发布关于科技体制改革的决定,提出要发展风险投资后,同年,科技部组建的中国新技术创业投资公司成立,开创中国风险投资事业先河。1998年,在全国两会上,民建中央提出“一号提案”,提出发展风险投资。一些地方性的法规对风险投资的有限合伙制作了具有前瞻性的规定。2000年,深圳市政府颁布地方规章,对创业投资(风险投资)予以鼓励和税收优惠。2001年,北京市人大常委会颁布《中关村科技园区条例》,制订以有限合伙形式发展风险投资的具体规定。珠海市出台《珠海市科技创业投资暂行规定》,该规定亦提出了“有限合伙”这一组织形式。

但不能因此认定有限合伙制作为一种世界公认的风险投资组织形式,在我国已经确立相应的法律地位。相反,我国现有立法对有限合伙问题的涉及基本是空白,而且现行法律还阻碍有限合伙制的组建。^[10]《民法通则》第30条虽然规定了“个人合伙是指两个以上公民按照协议,各自提供资金、实物、技术等,合伙经营,共同劳动”。第35条同时规定合伙人对合伙债务承担连带责任。《最高人民法院关于贯彻〈民法通则〉若干问题的意见》里规定:“公民不参与合伙的经营活动,但约定参加盈余利润分成的;视为合伙人。”从这一规定的内容看,合伙人仍需承担连带无限责任。所以,民法中对合伙的性质显然认定为普通合伙。1997年初,我国全国人大常委会通过了《中华人民共和国合伙企业法》,并于当年8月开始施行。该法为普通合伙制建立了完善的法律框架,却根本没有考虑到有限合伙制这种企业组织形式,也没有估计到我国经济发展对这一企业组织形式的需求。例如,该法第8条明确规定:所有合伙人“都是依法承担无限责任者”,这就排除了部分合伙人承担有限责任的合法性。而按照美国的司法解释,所谓“合伙人”可以是个人,也可以是群体、公司或者社团。基于这种解释,一些合伙人可以先组建有限责任公司,再以有限责任公司的名义充当合伙人,从而可以有效回避无限责任。但是,这种司法解释是否能获得我国司法部门的承认尚未可知。即使司法当局接受这种解释,该法其他条款同样限制着有限合伙制的组建。例如该法第19条规定:“合伙企业的财产由全体合伙人依照本法共同管理和使用”

第32条又规定:“合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者由部分合伙人承担全部亏损。”这两条规定同样使在美国如鱼得水的风险投资基金在中国失去合法性,严重阻碍着风险投资基金在中国的发展。而合伙企业中的合伙人仅适用于自然人,不允许机构作为合伙人,使得拥有庞大资金的机构投资者不能进入风险投资业,并且《合伙企业法》在规定无限合伙的同时还不允许合伙企业在其名称中使用“有限”或“有限责任”字样。美国的实践证明,仅靠个人投资者和政府资金难以有所作为。尽管深圳经济特区在现行法体制下运用授权立法权合理地作了变通,于1994年施行的《深圳经济特区合伙条例》里肯定了“本条例所称合伙是指依本条例在特区设立的普通合伙和有限合伙”。而且也取得显著实效。但这并不能弥补基本法对有限合伙规定缺位的不足。

成立于2001年7月的中国第一家有限合伙企业——天绿创业投资中心在2002年2月的解散不仅对于中国整个风险投资业是不幸的消息,更反应了立法空白带来的遗憾。其解散的直接原因是天绿的主要出资人新疆天业的退出。根据“天绿”当时三家合伙人签定的书面合同,新疆天业和石河子开发区经济发展总公司作为有限合伙人,出资额分别为4000万元和950万元,共占出资额的99%;新华信作为普通合伙人,出资50万元,仅占出资额的1%。新华信作为整个资金的管理者。收益分配比例则为有限合伙人占80%,普通合伙人占20%。“天绿”注册成功的主要法律依据是北京市人大常委会通过的2001年1月1日起施行的《中关村科技园区条例》,其中规定:“风险投资机构可以采取有限合伙形式。有限合伙的合伙人由有限合伙人和普通合伙人组成。投资人为有限合伙人,以其出资额为限承担有限责任。资金管理者为普通合伙人,承担无限责任。”但天绿创业投资中心成立后,中国证监会就以“上市公司不能投资于承担无限连带责任的高风险企业”为由频频向新疆天业发出警告信号。其依据的是《合伙企业法》关于所有的合伙人都要承担无限责任的规定。尽管北京市工商局出具“新疆天业作为有限合伙人承担的是有限责任”的证明也无济于事(财经时报,2002-05-23)。

此外我国合伙企业还面临着双重纳税义务,即33%的企业所得税和20%的资本收益所得税,即使允许有限合伙制形式的存在,这样重的税负也不利于我国风险投资业的发展。

由于现有法律制度的局限,我国现有的风险投资机构组织形式主要是事业型机构即政府支持的机构和公司型机构。从我国有代表性的风险投资机构的情况看,1998年前这些机构的资金主要来源于政府;1998年后,主要的风险投资机构集中在北京、上海、深圳三地,资金来源开始多元化,机构规模也相对较大,上市公司和产业集团开始介入,如首创集团和清华紫光等;2000年以来,清华大学、上海交通大学等与其他机构合作组建了创业投资公司。我国现有风险投资资金的来源主要有政府、企业、保险基金和民间私人资金等,而其中保险基金和私人资金的投资潜能非常充足,要使其能充实

到风险投资领域,关键在于有效的政策引导手段,较好的组织形式便是其中的核心问题。从我国目前情况看,完全照搬国外的做法不可能为我国现存的客观条件所接受。因此,可通过短期完善和长远的制度建立来解决这一问题。

短期完善措施可以考虑在风险投资公司中增加有限合伙制形式、明确合伙协议以克服既存弊端。包括:第一,在现有公司制机构中引进有限合伙制的激励和约束机制。如拓宽资金投入渠道,设立以业绩衡量标准和有限期限为核心的报酬制度和约束机制,对投资经理的投入和其报酬以及对投资收益的提成做出与有限合伙相同的规定,同时与公司绩效挂钩。第二,培养风险投资家。这可从发展风险投资咨询和管理公司入手,由他们接受投资者的委托,对投资项目进行管理。这类公司的运作同样可参照有限合伙制的模式,一旦这些公司具备了普通合伙人的能力和声誉,便可向机构投资者募集资金,逐步转化为有限合伙形式的风险投资机构。

从长远看,制度建设应以法律形式得到确认。我国风险投资业所需构架的有限合伙制应该既不同于《民法通则》中的合伙关系,也有别于《合伙企业法》中的合伙企业,因此它不可能在旧框架的约束下成长起来。它需要不断注入新的投资,需要不断支出资本支持创业来取得回报。因此,立法机关加快有限合伙制的立法,借鉴其他国家的既有经验,建立《有限合伙法》或修改《合伙企业法》,明确社会对有限合伙的约束,同时明确有限合伙的合法权益。在颁布相关法律的同时,制订“有限合伙制协议范本”,提高有限合伙制企业制订合伙协议的水平,从而推动我国风险投资机构向有限合伙制转换。这才非权益之计。

参考文献:

- [1] GOMPER P J LERNER. The venture capital cycle[M]. Boston: MIT press, 1999.
- [2] 孟长康. 美国风险投资企业运作框架的法律设计[J]. 开放导报, 1999, (10):
- [3] 俞自由, 李松涛, 赵荣信. 风险投资理论与实践[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2001.
- [4] 吴庆. 有限合伙制风险投资基金的运作与法律环境[J]. 社会经济体制比较, 2001.
- [5] 姚佐文, 陈晓剑. 有限合伙制风险投资公司的形成原因与治理机制分析[J]. 中国软科学, 2001, (130): 45-49.
- [6] 刘曼红. 创新与金融[C]. 北京: 中国人民大学出版社, 1998. 83-85.
- [7] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海: 上海人民出版社, 1996. 449-454.
- [8] KAPLAN S, P STROMBERG. Financial contracting theory meets the real world: An Empirical analysis of venture capital contracts[R]. CEPR, 2000.
- [9] HELLMANN T, PURI M. Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence[M]. Mimeo, Stanford University, 2000.
- [10] 中国风险投资的法律困境[N]. 21世纪经济报道, 2002-06-29.