

风险投资的组织形式及相关法律制度研究

Forms of Venture Investment and Related Legal System

范柏乃¹ 江毅

(同济大学经济与管理学院, 博士后¹ 上海 200092)

风险投资体系主要由4类主体构成: 风险资本供给者(投资者)、风险投资组织、中介机构和风险资本需求者(风险企业)。风险投资组织是风险投资体系的核心, 是风险资本从投资者流向风险企业的金融中介。在风险投资市场上, 一面是寻求高回报、甘冒高风险的风险资本, 另一面是具有巨大增长潜力、渴望得到风险资本帮助的投资机会。风险投资组织的关键作用是: 寻找和筹集风险资本, 发现和遴选投资机会, 创造和安排风险资本与投资机会的有效结合。

由于风险投资组织在风险投资体系中的特殊作用, 风险投资所采取的组织形式及相应的制度安排就显得特别重要。经验表明, 风险投资采用什么样的组织形式和制度安排, 在很大程度上会影响到风险投资的效率。从法律形态来看, 风险投资组织形式大体上可以分为3大类, 即合伙制(主要是有限合伙制)、信托基金制和公司制。美国等发达国家的实践证明, 有限合伙制的效率最高, 它已成为风险投资的主流模式, 其管理的风险资本约占风险资本总规模的80%; 其次是信托基金制, 约占15%; 最后是公司制, 约占5%。

本文对有限合伙制、公司制和信托基金制3种风险投资组织形式的运营成本、代理人风险及激励机制进行比较分析。在此基础上, 重点研究我国合伙企业投资者的双重纳税问题与合伙企业立法的缺陷, 进而提出修订和完善我国合伙企业法及相关配套的税收法律的建议。

一、风险投资组织形式的比较分析

在投资者和风险资本家的关系中, 风险资本家是占有信息优势的一方, 而投资者是信息不对称中缺乏信息的一方。风险投资如果没有合理的组织形式和有效的制度设计, 投资者要承担几乎所有的风险, 其利益就很难得到保障。因此, 风险投资组织形式和制度设计的关键是能够合理有效地均衡风险投资当事人的收益与风险、权利与责任。从经济学角度来看, 风险投资组织形式和制度安排主要是解决三个基本问题: 一是运营问题, 即如何最大限度地降低运营成本; 二是代理人问题, 即如何最大限度地降低代理人风险(成本); 三是激励问题, 即如何最大限度地激励风险资本家努力勤勉地工作。

1. 有限合伙制风险投资组织

有限合伙制是普通合伙发展到一定阶段的产物, 是合伙的一种高级形态。在承认有限合伙的国家中, 有限合伙制无一例外地成为风险投资组织的主流模式, 其根本原因是有限合伙制及相关配套的法律制度(主要是有限合伙法和税法)在运营成本、代理人风险和激励机制上作出了独特的安排。

(1) 有限合伙制能够有效地降低风险投资的运营成本

风险投资运营成本是指风险投资运营所产生的费用成本, 主要包括税务和风险投资组织的日常开销费用两个方面。

在税务方面, 世界各国的通行做法是: 只有在法律上具有独立主体资格的企业才征收企业(法人)所得税, 而对不具有法人资格的不征收企业所得税。也就是说, 只有法人资格的企业, 对来自企业的利润才进行两次征税, 即先对企业征收企业所得税, 后对投资者分得利润再征收个人所得税; 而对独资企业和合伙企业等非法人企业, 则直接向投资者征收个人所得税, 不向企业征收企业所得税。有限合伙制的风险投资组织是非独立主体资格的营业组织, 在税务上享有直接课税的待遇(flowthrough treatment), 即当风险投资组织投资盈利并接收投资收益时, 每个投资者按分配份额承担纳税义务, 缴纳个人所得税。这样, 有限合伙制的风险投资组织能够有效地规避双重纳税的问题, 通过降低税务成本, 极大地降低了风险投资的运营成本。这正是有限合伙制的优势所在, 也是有限合伙制成为发达国家风险投资主流模式的重要原因之一。

从风险投资日常开销费用角度来看, 由于有限合伙制是一种自由契约关系, 故按契约自由的原则, 当事人可以通过协商, 共同约定双方都满意的权利与义务条件。在一般情况下, 有限合伙制风险投资都通过合同事先规定风险资本家每年从基金中提取一定比例的金额(通常是2~3%)作为其管理费用。这笔费用包括风险资本家当年在房屋租金、信息沟通、财会和律师费用等方面的所有开支。如果风险资本家的日常开销费用超过了这一固定的数额, 投资者也不负有另行支付的义务。这样, 投资者通过费用“承包”的方式将风险投资的日常开销费用事先固定下来。可见有限合伙制能够有效地控制日常管理费用的开销。

(2) 有限合伙制能够有效地控制代理人风险

所谓代理人风险是指当委托人与代理人两者

的利益发生冲突时,代理人为了谋求自身利益的最大化而作出有利于委托人利益的决策给委托人所带来的损失。有限合伙的独特性在于它由两类合伙人组成:一类是仅以其出资额为限对外承担有限责任而并不参与企业日常经营管理的有限合伙人;另一类是对外承担无限连带责任并负责企业经营的普通合伙人。有限合伙制通过独特的组织制度安排与合同设计来有效地控制代理人风险。

首先,投资者(委托人)作为资金的投入者而非经营者和管理者,他们仅为以他们投入的资金为限对风险投资组织的亏损与负债承担有限责任,也就是说有限合伙制在组织制度上为投资者承担的风险设置了最大值(上限)。

其次,风险资本家作为普通合伙人(代理人),是风险资本的经营者和管理者,要对风险投资的亏损与债务承担无限连带责任,从而把风险资本家的责任与风险投资的成败紧密地结合在一起,这样就使得有限合伙制在组织制度上能够促使风险资本家努力勤勉地工作。

最后,为了防止代理人损害委托人的利益,有效地控制代理人风险,有限合伙制还通常在契约合同上作出以下一些精心的设计。基金的期限:有限合伙制基金的期限是固定的,通常不超过10年,也可延长,每次延长1至2年,最多4年,可见普通合伙人不能永远控制基金。资金的支付:有限合伙人承诺的资金采取分期支付的方式,一般在开始时支付25%至33%,以后再支付其余部分。放弃注资权:即使普通合伙人无重大过错,只要投资者对其丧失信心,有限合伙人有权放弃继续投资的权力,向合伙组织不再注入事先承诺的资金,但要受到已注入资金减半计算的处罚,所拥有的股份也相应减半。报告与财务政策:普通合伙人要定期向有限合伙人提供有关被投资企业价值和发展情况的报告,并邀请有限合伙人和被投资企业参加年度会议。特别咨询委员会:有限合伙协议允许设立由最大有限合伙人组成的特别咨询委员会,对普通合伙人的投资活动进行必要的监控;在非常情况下,特别咨询委员会还可以利用在某些事务上的投票权达到多数时撤换某个普通合伙人,或提前终止合伙关系来及时保障投资者的利益。其他特别条款:有限合伙协议通常对普通合伙人用于基金管理的期限有明确的规定,有些还在普通合伙人及其他风险资本家共同投资或获得被投资企业的股份方面加以限制,有些协议还进一步规定,后续资金不能投资到同一普通合伙人所管理的其他基金项目上,或现在基金投出达到一定比例时,如50%之前,普通合伙人不得筹集新的基金。

(3) 有限合伙制使风险资本家的报酬与其经营业绩紧密挂钩

现代组织理论认为,组织的剩余索取权与控制权应尽可能匹配。风险投资组织的“剩余”就是风险投资总收益减去运营成本后的余额。因为风险投资的经营决策掌握在普通合伙人手中,并且风险投资的成败也主要取决于普通合伙人,如果他们不拥有较大份额的剩余索取权,他们就不可能全身心地投入风险投资事业当中。在有限合伙协议中,通常规定将一定比例(20%)的投资收益分配给普通合

人,80%分配给有限合伙人。这种分配架构使得普通合伙人的投资收益远远高于其管理费用,从而把风险资本家的个人收益与风险投资的业绩紧紧地结合在一起。有限合伙制最大优点之一在于将风险投资的经营业绩变成风险资本家收入函数中一个重要变量,从而作为一种长期的激励机制使得风险资本家全身心地投入工作,实现风险投资价值的最大化。

2. 公司制风险投资组织

公司制风险投资组织是指由2个或2个以上的投资者(股东)共同组成的具有独立主体资格的营业组织,包括有限责任公司和股份有限公司两种基本形式。公司制风险投资组织的股东以其出资额为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。如果仅从风险投资效益的角度来看而不考虑其他因素,可以认为,公司制在发达国家是失败的。因为,与有限合伙制相比,公司制在运营成本、代理人风险的控制及激励功能的发挥上都有明显的缺陷。

(1) 公司制的运营成本相对较高

首先,公司制存在着双重征税的问题,税务成本很高。公司制风险投资组织是具有独立主体资格的法人组织,是所得税的纳税主体。对公司制风险投资的收益要实行两次征税,即当风险资本投资于风险企业获得盈利时,公司先要缴纳法人所得税,在此基础上,投资者(股东)按出资份额分得的个人收入还须再缴纳个人所得税。

其次,公司制通常很难控制风险资本家的日常管理费用。公司制与有限合伙制风险投资组织一样,投资者(股东)与风险资本家(管理者)的关系虽然也是一种契约关系,但在公司制架构下,当事人的权利与义务契约关系必须遵循公司法、劳动法等法律法规,这样使得契约自由原则受到了极大限制。一般情况下,作为公司股东的投资者不能如同有限合伙制一样采用“承包”的方式支付给风险资本家一笔固定费用作为他们的日常管理费用。

(2) 公司制无法有效地控制代理人风险

在公司制度下,最重要的成员以及最具有信息优势、最难以监督的成员是风险资本家(公司经理),他们拥有控制权和决策权,他们的决策行为直接决定公司的经营业绩和公司的前途。当公司经理的行为违反公司法、劳动法等法律法规及公司章程情况下,他们便受到赔偿公司及股东损失、降薪、罚款、记过、罢免甚至追究刑事责任等处罚。在有限合伙制中,无论在何种情况下,风险资本家都要对风险投资组织的负债承担无限连带责任,并且他们承担无限责任并不以违反法律法规和公司规章为前提。可见,公司制框架下风险资本家承担的责任与其经营成败的结合程度远不如有限合伙制直接、紧密。

从剩余索取权与控制权相匹配这一基本原理出发,经济学家们引申出两点:第一,剩余索取权应尽可能分配给企业中最重要成员,因为他们的积极性对企业成败最为关键(Grossman and Hart, 1996);第二,剩余索取权应尽可能分配给最具信息优势,最难以监督的成员,因为对他们来说最为有效的监督办法是让他们自己监督自己(Zhang,

1994)。在公司制架构下,决策控制职能被委托给拥有信息优势的风险资本家,而把剩余索取权则赋予公司股东。可见公司制决策控制的职能与剩余索取权的职能几乎完全分离。

由此看来,公司制通常情况下并不能有效地控制代理人风险。

(3) 公司制对风险资本家的激励作用非常有限。作为理性经济人的公司经理,其工作努力程度取决于经理人自身的效用函数。经理人收入是效用函数中一个重要的变量,经理人收入的高低直接决定经理人的工作努力程度。在公司制下,尽管可以通过提高经理人的利润分成来激励其努力工作,但通常是很难达到类似有限合伙制条件下 20% 的高比例分成。因此,公司制对风险资本家的激励作用远不如有限合伙制那样强烈、有效。

3. 信托基金制风险投资组织

风险投资业比较发达的国家有相当数量的风险投资活动是通过信托基金制运作的,尤其是在法律不承认有限合伙制的国家更是如此。在发达国家和许多新兴市场国家中,信托基金制风险投资组织普遍采用“三权分立”(投资者行使所有权、经理人行使经营权、托管人行使保管监督权)的基本框架。具体地说,在信托基金制框架下,投资者、经理人和保管人之间的关系以三方的信托合同为基础,其中投资者为信托人,经营人和保管人为受托人,分别根据信托合同对风险资本进行经营(风险投资)和保管,并向投资者收取信托费用,而基金经营的盈利所得则归投资者支配。

从发达国家的实践来看,一国法律制度尤其是税务制度的安排,对信托基金制的运营成本、代理人风险和激励机制都会产生重要的影响。

(1) 在运营成本方面 如同有限合伙制一样,信托基金制通常也都采用类似承包的方式支付给受托人(经营者和保管者)一笔固定的费用,以此来控制基金的日常开销。与有限合伙制不同的是,信托基金制的运营成本在很大程度上取决于一国的税务政策。例如,在英国,信托基金无须缴纳任何资本增值税;在日本,信托基金取得的投资收益,只要符合法律规定就不必缴纳所得税,但是当个人投资者从基金取得超过一定数额的收益时,则要缴纳 35% 的所得税,法人投资者则要缴纳 20% 的所得税;在我国台湾,投资者从基金取得的收益享有一定的税收优惠政策。可见不同的税务政策会产生迥然不同的运营成本。

(2) 信托基金制对代理人风险的控制主要体现在 3 个方面 第一,在信托基金架构下的风险资本家(基金经理人)作为受托人,仅在有过错(如违反相关法律法规及信托合同)时对基金的亏损与债务承担有限的责任(如罚款、降薪和撤职等),但是对于一般情况下基金经营的亏损与债务毋须承担责任;第二,受托人也可以通过信托合同规定基金的经营年限、受托者分阶段注资及强制分配政策等手段对经营者进行约束,以控制代理人风险;第三,银行、保险公司等金融机构作为保管人对基金的资产进行保管,经营者使用和运营资金都必须通过保管人,这就对经营者产生了一定的约束。总体看来,与公司制一样,信托基金制也无法有效地控制代理人

风险。

(3) 在激励机制方面 在传统的信托投资基金中,委托人一般都向受托人支付固定的劳务费作为经营者的报酬,这种收益分配方式并不能激励经理人全身心地投入工作。近年来,在发达国家,信托风险投资基金纷纷仿效有限合伙制的做法,对经营者收益分配的方式进行了改变,把基金经营业绩与经营者报酬紧密地结合起来,对经营者的激励产生了良好的效果。

二、我国合伙企业的投资者双重 纳税及合伙立法缺陷分析

自 1998 年政协“一号提案”以来,我国的风险投资业取得了很大的成绩。据有关部门统计,我国已有近 100 家风险投资机构,拥有 100 亿元的风险投资能力,实际投入运行的风险资本也已达 3 亿美元。这些风险投资机构绝大多数具有政策背景,政府拥有股权的风险投资机构占 90%,纯民营风险投资机构占 2%,外资占 8%。我国目前近百家风险投资机构无一例外地采纳了被发达国家证明是最缺乏效率的公司制组织形式,其中多数是有限责任制,少数为股份制(非上市)。造成这种情况的原因是多方面的,但我国合伙企业投资者双重纳税问题与合伙企业立法中没有对有限合伙作出规定无疑是其中两个重要因素。

1. 我国合伙企业的投资者双重纳税问题分析

当今世界各国征税严格遵循法律主体资格的原则,即只有在法律上具有独立主体资格的营业组织,才作为纳税主体,缴纳所得税;而在法律上不具有独立主体资格的营业组织由其业主缴纳个人所得税即可。在法律上承认合伙制(包括有限合伙制)的国家和地区,合伙人只缴纳个人所得税而不承担企业所得税。

长期以来,我国征税坚持市场主体资格的原则,即税收体制实行企业所得税而不是法人所得税。由于受到“市场主体”思维定势的束缚,我国立法者在 1994 年的税制改革中并未接受企业所得税和个人所得税存在重复征税的观点。这就使得我国合伙企业制度建立后出现了因纳税义务人市场主体地位的变化而引起双重纳税的问题。《企业所得税暂行条例》(1993 年)第一条规定:“中华人民共和国境内的企业,除外商投资企业和外国企业外,应当就其生产、经营所得,依照本条例缴纳企业所得税。”第二条规定:“下列实行独立经济核算的企业或者组织,为企业所得税的纳税义务人:(六)有生产、经营所得和其他所得的组织。”按此条例规定,合伙企业也是企业所得税的纳税义务人,适用税率为 33%。而按照《个人所得税法》(1993 年修订)第三条第五款的规定,对合伙人从合伙企业分得的利润还要缴纳 20% 的个人所得税。两项合计,合伙企业投资者实际缴纳税率高达 46.6%。税率如此之高,在世界上发达国家也是罕见的。不但如此,合伙企业投资者还要对外债承担无限连带责任。《合伙企业法》(1997)第三十九条明确规定:“合伙企业对其债务,先以其全部财产进行清偿。合伙企业财产不

足清偿到期债务的,各合伙人应当承担无限连带清偿责任。”

由此可见,我国合伙企业立法及相关配套的税收法律,为合伙企业投资者在法律上设计了一套既要承担连带无限责任,又要承担双重纳税义务的具有“中国特色”的形式。这使得我国风险投资者对合伙企业这种新型组织形式望而生畏。风险投资作为一种前期无利润的“高风险、长周期”商业投资行为,其生命力在于一旦投资成功,后期的回报率是极高的,足以弥补前期无利润时的成本支出以及失败项目的投资损失。合伙企业双重纳税引起的高税负,极大地削弱了作为其生命力基础的高回报率。由此观之,我国风险投资者拒绝接受合伙制这种组织形式是理所当然的。

2. 我国合伙企业立法没有对有限合伙作出规定

1997年2月第八届全国人大常委会通过了《合伙企业法》,这是我国继《公司法》后,规范投资者出资方式、协调投资者权利与义务、平衡投资者收益与风险的又一部重要的市场主体立法。它理应为我国投资者采纳有限合伙制这种先进高效的组织形式、吸引民间投资和推进风险投资业的发展提供有力的法律保障。但由于在立法过程中,立法者和政府官员对有限合伙问题还存在着不同的认识,尤其是尚未从理论上对有限合伙加以深入研究,对它的立法可行性也没有作广泛的调查,最后在立法中取消了对有限合伙的规范。

有限合伙制的核心和精髓是有限责任人与无限责任人(普通合伙人)同时并存。从有限合伙人角度来看,由于有限合伙人投入的只是一定数额的物质资本,而不参与企业的经营管理,所以有限合伙人与企业之间的结合是资本的结合。资本结合的特征决定了有限合伙人的替换、过世、退伙或丧失行为能力等因素并不必然导致有限合伙的解散。因此,有限合伙企业比普通合伙企业更容易保持资本的稳定、营业的持续。从普通合伙人的角度来看,普通合伙人不但要有市场、技术、经营和管理经验,还要有足够的时间和精力投入到企业,还要具备对亏损与负债承担连带责任的能力。但是在现实的经济生活当中,有许多有投资欲望和能力的人,并不具备普通合伙人的素质与条件。如果在法律上不承认有限合伙制,那么势必会不能满足许多人的投资欲望,也不利于合伙企业筹集资金和扩大生产规模。有限合伙制很好地解决了不具备普通合伙人的素质和条件而又有很强投资欲望与能力的人的投资问题,有利于企业聚集社会闲散资金和扩大企业生产规模,有利于推动企业持续发展。

我国的合伙立法是我国市场主体立法框架的重要组成部分。合伙企业作为一种市场主体,立法要努力维护和保障他们的资本稳定性和可持续发展。因此,从有利于维护市场经济秩序、保持社会稳定和推动社会经济发展的角度上讲,我们认为有限

合伙比普通合伙更应该纳入我国企业立法的范畴当中。

三、结语

我国近百家风险投资公司经过一段时间的初步实践,公司制的缺陷逐渐暴露出来。目前一个亟需解决的问题是,我国未来的风险投资组织究竟应该选择何种组织形式?对此我们始终认为:“一是仅以公司制组织形式中的管理层个人的有限责任方式是难以把我国风险投资企业成功地运作起来的,因为在公司制构架下,无论设计多么周密的治理结构,最终还是解决不了高运营成本、高代理人风险和弱激励机能3个基本问题;二是中国未来风险投资组织的主流模式应该是有限合伙制。理论与实践都已证明,有限合伙制是风险投资组织中将激励机制和约束机制完美结合的组织形式。在选择风险投资组织形式时,不能囿于现状,不可过度强调所谓的“中国特色”,应该大胆地进行制度创新,大胆地引进有限合伙制这种先进高效的组织形式。”

在引进有限合伙制之前,政府要扎扎实实地做好相关法律法规的修订和完善工作。目前的工作重点是修订和完善《合伙企业法》及相关配套的税收法律。一是要充分重视有限合伙制在筹集社会闲散资金、规范投资者行为和促进社会经济发展方面的重要作用,组织有关专家对有限合伙制立法的可行性、必要性和重要性进行系统研究,尽快将其纳入我国的《合伙企业法》,或者借鉴美英的立法经验,再另行制定一部《有限合伙企业法》。二是要充分采纳世界各国税收立法的通行做法,严格遵循法律主体资格的原则,即只有在法律上具有独立主体资格的营业组织,才作为纳税主体,缴纳所得税;而在法律上不具有独立主体资格的营业组织由其业主缴纳个人所得税即可。我们坚信,通过对我国相关法律法规的修订和完善,尤其是对《合伙企业法》的修订及相关配套的税收法律的完善,有限合伙制将会对风险投资者产生巨大的吸引力,并成为推动我国风险投资业发展的主流模式。

主要参考文献

- [1] 范柏乃. 风险投资的运行机制及法律框架设计, 证券市场导报, 2000(8)
- [2] 江梓栋. 风险投资基金的结构与制度研究, 证券市场导报, 1999(4)
- [3] 郭励弘. 高新技术产业: 发展规律与风险投资, 中国发展出版社, 2000
- [4] 孟长康. 美国风险投资运作框架法律设计及其借鉴, 国际经济合作, 1999(11)
- [5] 高富平等. 合伙企业法原理与实务, 中国法制出版社, 1997
- [6] William A. Sahlman, The structure and governance of venture capital organizations, Journal of financial Economics, 27, 1990

(责任编辑 王宏章)

(上接第33页)

桨叶片以一定角度倾斜,以便产生无扰动的气流。小飞机的螺旋桨由小型的两冲程发动机驱动,为起飞提供足够的升力,也能为飞机的盘旋和来回飞行提供动力。它只要携带200克燃料就能飞行约1小时。平时,士兵可以把这

种小而轻的侦察飞机背在肩上。让它执行任务时,就用一个遥控器操纵,让这种小飞机飞到需要它去的地方。这种飞机携带一台微型摄像机,可成功地把拍摄到的图像发回到地面。

(刘先曙)