

我国风险投资业发展的障碍因素与法律对策

Problems of Development of China's Venture Capital and Their Legal Solutions

江 蕾
(同济大学 上海 200092)

以 1985 年 9 月成立的中国新技术创业投资公司标志，我国探索和发展风险投资已有 15 年的时间。目前我国风险投资的规模有了相当大的发展。但实事求是地讲，同美国、日本、欧盟、以色列、新加坡和台湾地区相比，我国风险投资业发展的速度并不快，效果也不是很理想，到目前为止尚未形成一个产业，也未形成对高科技产业发展具有强力支撑作用的资金供给渠道。发展风险投资业是一项复杂的系统工程，涉及到多方面的问题和因素，各种问题相互交错、相互影响。无庸讳言，在我国发展风险投资业还面临着许多问题，存在着各种约束和障碍。要加快风险投资业发展的速度，必须对这些问题和障碍因素进行系统的研究，有一个全面的认识，并努力排除或者减少这些障碍因素对发展我国风险投资业的影响。

本研究试图通过对我国现行的风险投资公司有关人员（以下简称为风险投资专家）的问卷调查获得的相关资料与数据，进行深入的统计分析，找出影响我国风险投资业发展的主要和关键的障碍因素，并提出相应的法律对策。

一、研究方法和结果分析

本研究采用现场访谈和问卷调查两种方法。现场访谈在上海、浙江两地进行。在现场访谈研究的基础上，我们参阅了国内外有关风险投资问题的许多研究资料，设计了一份“我国风险投资业发展的障碍因素研究”问卷调查表。我们用该问卷先对上海、浙江的 3 家风险投资公司进行试测，根据试测结果，删除了一些反应不良的项目，并对部分没有表述清楚的项目进行了适当的调整和修订，在此基础上形成了本研究使用的正式调查问卷。在正式调查问卷中，列出了阻碍我国风险投资业发展的 18 个障碍因素。首先，让风险投资专家根据自己的实际感受，判断各个障碍因素对发展我国风险投资业阻碍程度的大小（用 1、2、3、4、5、6、7 分别表示障碍作用“很小”、“较小”、“偏小”、“中等程度”、“偏大”、“较大”、“很大”）；其次，让他们根据自己的实际感受，从 18 个障碍因素中，选出目前最迫切需要消除或减弱的 5 个障碍因素。

我们使用正式的调查问卷，对浙江、上海、深

圳、北京、天津、沈阳、重庆、武汉等地的 30 家风险投资公司进行问卷调查，共调查了 108 位风险投资专家。回收调查问卷 67 份，其中有效问卷 52 份，占调查问卷总数的 48.15%。

1. 因素分析

本研究采用 SPSS 统计软件包对调研所获得的数据进行因素分析，对因素分析得到的负荷矩阵进行适当调整，将同一因素有高或较高负荷的障碍因素排在一块，因素分析的负荷矩阵如表 1 所示。

表 1 发展我国风险投资业的障碍因素的因素分析结果 (N = 52)

题号	发展我国风险投资业的障碍因素	因素1	因素2	因素3	因素4
E	高科技企业平均利润率明显偏低	0.83	0.41	0.20	0.13
O	真正的高科技企业相当缺乏	0.85	0.33	0.16	0.04
A	高科技企业税收负担过重	0.81	0.39	0.13	0.27
Q	政府对国产高科技产品采购不力	0.79	0.27	0.19	0.12
B	高科技企业注册登记的门槛太高	0.76	0.38	0.12	0.13
P	风险资本的主要来源是政府资金	0.39	0.74	0.23	0.14
F	民间资金目前还很难进入风险投资领域	0.54	0.81	0.21	0.15
N	养老基金、保险公司、商业银行不能参与风险投资	0.41	0.80	0.09	0.07
R	风险资本规模偏小，难以进行投资组合	0.37	0.78	0.11	0.16
G	我国目前风险投资公司投资效率不高	0.29	0.16	0.61	0.19
J	缺乏对风险投资公司税收优惠政策的支撑	0.31	0.28	0.74	0.21
K	我国目前还没有有限合伙制风险投资公司	0.23	0.21	0.68	0.23
D	风险投资公司缺乏激励与约束机制	0.17	0.27	0.62	0.35
M	产权交易市场不活跃	0.26	0.22	0.27	0.75
I	没有建立二板市场	0.19	0.33	0.35	0.59
L	公司不得收购本公司的股票	0.25	0.18	0.31	0.62
H	破产清算缺乏法律保障	0.06	0.34	0.28	0.60
C	国有股、法人股不能上市流通	0.27	0.12	0.32	0.57
特征值 Σ^2		4.52	3.64	2.49	2.43
方差贡献率(%)		25.11	20.22	13.83	13.50
累积方差贡献率(%)		25.11	45.33	59.16	72.66

表 1 的结果表明，18 个障碍因素在某个基本因素下均有较高的负荷，它们的结构是十分明确清晰的，从而也就说明了本研究使用的调查问卷具有较好的构思效度。由因素分析荷重矩阵表可知，在因素 1 下，“高科技企业平均利润率偏低”、“真正的高科技企业相当缺乏”、“高科技企业税收负担过重”、“政府对国产高科技产品采购不力”和“高科技企业注册登记门槛太高”5 个障碍因素有较高的负荷，这些都是关于高科技企业对风险资本需求的障碍因素，因此可以将因素 1 命名为“风险投资需求”障碍因素；在因素 2 下，“风险资本的主要来源是政府资

金”、“民间资金目前还很难进入风险投资领域”、“养老基金、保险基金和商业银行等不能参与风险投资”、“风险资本规模偏小,难以进行投资组合”4个障碍因素有较高的负荷,它们都与风险资本的供给有关,因此可以将因素2命名为“风险投资供给”障碍因素;在因素3下,“我国目前风险投资公司的投资效率不高”、“缺乏对高科技企业的税收优惠政策”、“我国目前还没有有限合伙制的风险投资公司”、“风险投资公司缺乏激励与约束机制”4个障碍因素有较高的负荷,这些都是影响风险投资机构的投资效率的障碍因素,因此可以将因素3命名为“风险投资机构的投资效率”障碍因素;在因素4下,“产权交易市场不活跃”、“没有建立二板市场”、“公司不得收购本公司的股票”、“破产清算缺乏法律保障”和“国有股、法人股不能上市流通”5个障碍因素有较高的负荷,这些都是影响风险投资退出的障碍因素,因此可以将因素4命名为“风险投资退出”障碍因素。

从方差贡献率来看,“风险资金有效需求”障碍因素的方差贡献率最大,为25.11%;其次是“风险资金供给”障碍因素,方差贡献率为20.22%;再次是“风险投资公司的组织形态”障碍因素,方差贡献率13.83%;“风险资金的退出”障碍因素的方差贡献率相对较小,为15.26%。这4个基本障碍因素的累积方差贡献率达到了72.66%,显然,它们能解释18个障碍因素的大部分变异。

2. 基本统计分析

为了了解中国风险投资公司目前最迫切需要消除或减弱的障碍因素,我们对这个问题进行了深入细致的问卷调查。表2给出了问卷调查基本统计分析结果。

由表2可知,影响“风险投资需求”基本障碍因素的“高新技术企业税收负担过重”、“政府对国产高科技产品采购不力”和“高科技企业注册登记门槛太高”,影响“风险投资供给”基本障碍因素的“养老基金、保险基金、商业银行等不能参与风险投资”和“风险资金的主要来源是政府”,影响“风险投资公司的投资效率”基本障碍因素的“我国目前还没有有限合伙制风险投资公司”和“缺乏对风险投资公司税收优惠政策的支撑”,影响“风险投资退出”障碍因素的“公司不得收购本公司的股票”、“破产清算缺乏法律保障”和“国有股、法人股不能上市流通”等10个障碍因素,是我国目前最迫切需要消除和减弱的。

3. 调查问卷的信度分析

信度(reliability)是指调查问卷反映被调查对象特征的真实程度的指标,也即调查的可靠性和一致性。评定调查问卷信度的方法有很多,常用的有重测信度、等同信度、折半信度和内部一致性信度等。本研究采用折半信度作为调查问卷的信度指标。具体方法是先把项目按奇、偶项分成两半,分别记分,求出两半分数之间的相关系数(r_{xx}),再根据斯皮尔曼—布朗公式(Spearman—Brown formula)确定整个问卷的信度系数(R_{xx}),计算公式为: $R_{xx} = 2r_{xx} / (1 + r_{xx})$ 。经计算问卷的信度系数为0.802,这说明本研究所使用的问卷具有可接受的信度水平,即研究结果是基本可靠的。

表2 最迫切需要消除或减弱的障碍因素的统计结果(N=260)

题号	发展我国风险投资业的障碍因素	应答人次	百分比(%)	位次
A	高新技术企业税收负担过重	35	13.46	1
J	缺乏对风险投资公司税收优惠政策的支撑	33	12.69	2
N	养老基金、保险基金、商业银行等不能参与风险投资	30	11.54	3
K	我国目前还没有有限合伙制风险投资公司	29	11.15	4
Q	政府对国产高科技产品采购不力	28	10.77	5
B	高科技企业注册登记的门槛太高	24	9.23	6
L	公司不得收购本公司的股票	20	7.69	7
H	破产清算缺乏法律保障	15	5.77	8
P	风险资本的主要来源是政府资金	13	5	9
C	国有股、法人股不能上市流通	10	3.84	10

4. 调查问卷的效度分析

效度(validity)是指调查问卷调查到所要调查的特质(或东西)的程度,即调查的有效性。从统计学上讲,效度也是指调查结果与某种外部标准(即效标)之间的相关程度。评定效度常用的有内容效度、预测效度、同时效度、构思效度、聚合效度与辨别效度等方法^[2]。本研究采用内容效度(Content validity)来评定问卷的效度,计算公式为:

$$CV = (n_e - \frac{n}{2}) / \frac{n}{2}$$

式中 n_e 为评判中认为某项目很好地表示了调查内容范畴的评判者人数; n 为评判者总人数。具体办法是让18位熟悉该调查问卷内容的人员(10位风险投资公司成员、8位风险企业成员)来作判断,确定该调查问卷的18个项目与本研究所需调查的内容(即现实当中阻碍我国风险投资业发展的障碍因素)之间关系的密切程度。结果是18位评判人员中有16位认为该调查问卷的18个项目很好地反映了被调查的内容。计算所得内容效度CV为0.778,这说明本研究的结果是基本有效的。

二、法律对策

影响我国风险投资事业发展的各个障碍因素并不是孤立的,而是相互影响、相互制约的,并且和我国经济体系的改革、市场体系的培育尤其是法律制度的建设存在着密切的关系。加强和完善现行的法律制度,在很大程度上能消除或者减弱这些障碍因素对发展我国风险投资业的影响。根据本研究的结果,借鉴美国等发达国家在风险投资法律制度建设方面的成功经验,我国可以采取以下法律对策。

1. 促进风险投资有效需要的法律对策

本研究结果表明,“高科技企业税收负担过重”、“政府对国产高科技产品采购不力”和“高科技企业注册登记门槛太高”是影响我国高科技企业对风险资本有效需求的主要障碍因素。被调研的风险投资专家普遍认为,通过降低高科技企业的税负、加强政府对国产高科技产品的采购力度、降低高科技企业注册登记的门槛,可以极大地促进高科技企业对风险资本的有效需求。

第一,进一步降低高科技企业的税赋水平。我国对高科技企业虽然也实行了税收优惠政策,但其优惠力度还远远不如高科技产业和风险投资业发达的国家。其主要表现在两个方面。其一,我国实行的是生产型增值税,而世界上发达国家普遍实行消

费型增值税。生产型增值税只允许扣除用于应税产品的流动资产已纳税额,固定资产的已纳税额不准抵扣;而消费型增值税允许抵扣用于应税产品的流动资产和固定资产的全部已纳税额。对于资本有机构成高、技术附加值高的高科技企业,由于其可供抵扣的税款进项额相当可观。因此,相对于实行生产型增值税的国家来讲,实行消费型增值税国家的高科技企业实际上享受了“税收扣除”的优惠政策。其二,我国对高科技企业主要的税收优惠政策体现在“对新办的高科技企业,自投产年度起免征所得税两年”。我们的调查表明,我国高科技企业在投产的前2年,只有27.6%的企业是有盈利的,即有所得。换言之,目前我国仅有27.6%的高科技企业实际享受了“免征所得税两年”的优惠政策。可见,我国现行的税收优惠政策对高科技企业的作用面是相当有限的。建议:改革现行的增值税政策,对高科技企业率先实行消费型增值税;对经国家认定的高科技企业自获利年度起免征所得税。

第二,加强政府对国产高科技产品的采购力度。我国每年有上千亿元规模的政府采购支出,但目前的政府采购基本的出发点是节省行政开支、规范市场秩序和防止政府官员的腐败,并没有体现产业导向的政策倾斜,更没有体现出政府扶持和鼓励高科技产业和风险投资业发展的坚强决心,这是我国现行政府采购制度的重大缺陷。建议:政府尽快制定有利于我国高科技产业和风险投资业发展的《政府采购法》,明确政府各部门应优先购买国产高技术产品,并每年定期公布下一年度的政府采购目录,使政府采购成为增加社会有效需求和促进风险投资业发展的重要力量。

第三,对高科技企业实行“无门槛”注册登记制度。美国实行的是真正意义上的“无门槛”公司注册制度,即不问有无注册资本,也不管是否有专职人员和公司住所,只要花18美元的注册费用,不到2小时,就可以注册登记一家公司^[4]。正因为如此,美国很多大学教授、科研人员、青年学生总是不停地在注册公司和注销公司。哈佛商学院隆曼教授指出,一些大学教授、科研人员和优秀学生总是在不停地注册和注销公司,这始终是推动美国高科技产业和风险投资业蓬勃发展的第一动力。而我国现行的企业注册制度是“门槛制”,即在注册资本、营业场地、法人代表和从业人员等方面设置了法律条件,不能满足这些条件就不能注册登记公司。实践证明,公司注册登记“门槛制”实际上已成为阻碍我国高科技企业,尤其是小单元高科技企业产生与发展的严重障碍,进而极大地削弱了对风险资本的有效需求。建议:对高科技企业实行“无门槛”注册登记制度,大学教授、科研人员和青年学生只要凭身份证、工作证、单位介绍信、学位证书和专业技术职称证明就可以申请登记高科技公司。

2. 增加风险投资有效供给的法律对策

我国目前影响风险投资供给的主要法律有《商业银行法》、《保险法》、《养老基金管理办法》等。发达国家风险投资业发展的经验表明,这些法律的制度安排及其相关条款的投资限制,在很大程度上直接影响到一国风险资本的有效供给量和风险投资业的发展规模与速度。

在美国,由于受到1974年《雇员退休收入保障法》(ERISA)关于“谨慎人”(Prudentman)条款的限制(即禁止养老基金参与风险投资),1976年,美国风险投资基金从养老基金筹到的风险资本还不到500万美元,当年全美风险资本新筹集额约为0.39亿美元,其中养老基金只占8%。应广大公众尤其是创业投资者的强烈要求,美国国会于1979年对ERISA关于“谨慎人”条款进行修改,即规定只要不威胁整个投资组合的安全,允许养老基金参与风险投资。1980年,美国风险投资新筹集资本就达到6.2亿美元,其中养老基金为1.2亿美元,约占20%。近年来,美国国会更加放宽了对养老基金的投资限制,美国每年风险资本新筹集额也得到了持续稳步增加。1998年,美国风险资本净增加额达到了279亿美元,其中养老基金为167亿美元,所占份额猛增到60%。

我国的养老基金、保险公司和商业银行等是目前最有实力参与风险投资的机构投资者。有资料表明,1995年全国养老基金总额已突破万亿大关,1998年全国保险公司保险费收入已达1247亿元,1999年底我国商业银行存款余额达到了近6万亿人民币^[5]。但由于受到上述法律条款的限制,这些机构投资者都被禁止参与风险投资。我国的《保险法》第104条规定“保险公司的资金运用,限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式”,“保险公司的资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资”。《商业银行法》第43条规定“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票投资”,“不得向非银行的金融机构和企业投资”;此外,我国的《养老基金管理办法》也禁止养老基金参与风险较大的投资项目。从发达国家来看,90年代以来,养老基金、保险公司、商业银行和证券公司等都普遍地加大了风险投资的力度,并已成为美、日、欧等国家风险资本的重要来源。

建议对现行的养老基金管理办法、保险法和商业银行法等法律作合理的修订,适当放宽对这些机构投资者的投资限制,允许它们适度地参与风险投资(如允许一定比例的养老基金、保险资金和商业银行存贷差额资金参与风险投资,同时规定投资只能通过高新技术产业投资基金或创业投资基金的形式进行)。这样做不仅可以满足养老基金、保险费长期保值增值和增强商业银行自身生存与长远发展的需要,同时也能解决我国目前风险资本有效供给不足和风险投资公司风险资本规模普遍偏小的现实难题。

3. 提高风险投资公司投资效率的法律对策

发达国家的经验表明,风险投资公司采用什么样的组织形式和制度,在很大程度上影响着风险投资公司的投资效率和风险投资事业的发展速度。从法律组织形式和制度设计上来看,风险投资公司大体上也可以分为公司制、信托基金制和有限合伙制三大类。美国风险投资的实践表明,有限合伙制风险投资基金的投资效率最高,是美国风险投资业的主要组织形式,约占总份额的80%;其次是信托基金制,占总份额19%;再次是公司制,仅占总份额1%。美国风险投资业之所以能以有限合伙制的组织形式成功地运作起来,其根本原因是在于《美国统一有限合伙法》和相关税法为其在法律上作出了

如下一些制度安排。

其一,在税负方面,美国等发达国家只对具有法律上独立主体资格的企业征收企业所得税(即法人所得税),而对不具有法人资格的企业(如独资企业、有限合伙企业和合伙企业等)直接征收投资人的个人所得税,而不征其所得税,因而有限合伙制在税负上比双重征税的公司制要低得多。

其二,在出资与债负责任方面,有限合伙人(原始投资人)一般投入总投资额的99%,并在出资范围内承担有限责任;普通合伙人(经营者)出资1%,并承担连带无限责任。

其三,在权利设计方面,有限合伙人可以通过合伙人协议条款限制普通合伙人从事某些损害投资人利益的投资活动,如分阶段投资、组建特别咨询委员会、限制普通合伙人联合投资等。有限合伙人在非常情况下通过投票权达到多数时撤换某个普通合伙人,或提前终止合同等方式来及时地保障自己的权益。因而,相比较而言,在有限合伙制中代理人风险和道德风险呈现出极弱化。

最后,在收益分配与激励方面,在有限合伙制中,普通合伙人的报酬通常分为固定报酬(基金总额2%左右的管理费)和可变报酬(投资收益的20%左右)两部分,而且可变报酬通常是以类似期权的形式给以支付的。这种分配架构使得普通合伙人的投资收益远远高于管理费用,因而其激励作用是相当明显的。

我国的《合伙企业法》是继《公司法》后,又一部规范投资者出资方式、协调投资者权利与责任的重要法律,理应为推进我国风险投资业的健康发展提供有力的法律保障;但由于缺乏广阔的法学视野,未从理论上对有限合伙加以深入的研究,因而最后在立法中取消了对有限合伙的法律规范。从现实情况来看,我国合伙企业立法和相关配套的税收制度,为合伙企业在法律上设计了一套既要承担无限责任,又要双重征税的具有中国“特色”的组织形式。这使得我国合伙企业这种组织形式对风险投资者毫无吸引力。尽管公司制在发达国家已被证明是效率最差的风险投资组织形式,但我国目前所有的风险投资公司都青一色地采纳了公司制这种组织形式。我们认为,公司制组织形式的风险投资公司在我国也很难有所作为,因为无论在何种经济制度下,公司制组织形式的风险投资公司与有限合伙制相比在上述4个方面都存在着难以克服的缺陷。

建议尽早对我国现行的《合伙企业法》进行修订,充分重视有限合伙制在处理出资方式和投资者责任形式方面的重要作用,在立法上将其作为我国新的《合伙企业法》的重要组成部分。同时在税法方面,也要借鉴美国等发达国家的先进经验,对不具有法人资格的有限合伙风险投资基金只对投资人直接征收个人所得税,而不征收其企业所得税。

4. 完善风险投资退出机制的法律对策

我国目前对风险投资退出有直接影响的法律主要有《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》等。由于我国在制定这些法律时,风险投资业尚未引起人们的足够重视,在立法上并没有反映风险投资的运行规律,这些法律的许多规定不利于风险资本的退出。

我国现行的《公司法》第149条规定“公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其它公司合并时除外”。很显然,按照这项规定,风险投资家无法要求风险企业回购其持有的股份。

我国《证券法》第78条规定“上市公司收购可以采用要约收购或协议收购的方式”,这条规定是允许风险投资家采用要约收购方式的退出策略。但现行的《股票发行与交易管理暂行条例》第47条和第48条同时又规定,收购方在持有目标公司发行在外的普通股达到5%时要作出公告,以后每增持股份2%时要作公告,且自该事实发生之日起二日内不得购买该股票,当持股数达到30%时应当发出收购要约。由于初次公告时持股比例偏低,只有5%,致使收购者目的过早暴露;持续购买的比例只有2%,当购买股数达到30%发出收购要约时,收购方要公告13次。这样必然会使收购目标的股票价格持续不断上涨,给收购方带来巨大的成本障碍,因而这显然不利于风险投资家采用要约收购的方式从被投资企业退出风险资本。

我国《公司法》第143条规定“股东持有的股份可以依法转让”。这说明国家股东、法人股东与个人股东一样享有这种权利,对此,《公司法》第148条规定“国家授权投资的机构可以依法转让其持有的股份,也可以购买其他股东持有的股份”,但同时又规定“转让或者购买股份的审批权限、管理办法由法律、行政法规另行规定。”为此,国有资产管理局、国家体改委等部门特别发布了《股份试点企业国有股权管理的实施意见》、《股份有限公司国有股权管理暂行办法》等行政法规,明确规定国家股和法人股目前不能上市流通。很显然,这些规定为风险投资家采用协议收购的方式制造了巨大的法律障碍。

“高风险”是风险投资的显著特点。在实践中,许多的风险投资是难以成功的,其中有一部分甚至是血本无归的。以破产清算的退出方式虽然是痛苦的,但在很多情况下也是不得不果断采取的一种明智决策。因为如果不及时将投资退出,只能带来更大的损失。我国目前虽然已经有了《公司破产法》,但该法的第2条明确规定“本法适用于全民所有制企业”。可见,对于全民所有制以外的其它形式的企业法人(包括新兴的风险企业)并没有专门的破产法律规范。

建议根据风险投资的运行规律,特别是针对风险投资不同退出渠道的特点,抓紧对我国现行的上述法律制度进行修订和完善,并尽快制定出台《企业收购与兼并法》。

主要参考文献

- [1] 科技部风险投资调研小组. 中国风险投资现状与对策. 中国高新技术产业导报, 2000-6-6
- [2] 王重鸣. 心理学研究. 北京: 人民教育出版社, 1990
- [3] 马庆国. 高技术产业与企业发展规律及政策研究. 北京: 万国学术出版社, 2000
- [4] 范柏乃. 中国发展高技术产业投资法规政策实证研究. 证券市场导报, 2000(6)
- [5] 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)

(责任编辑 王宏章)