

# 论我国风险投资引入

## 有限合伙制的对策

43007

### 0 引言

自1998年民建中央“一号提案”以来,我国的风险投资事业发展迅速。根据北京清科信息咨询有限公司的统计,到2001年底,我国风险投资公司共有约175家,2001年投资总额逾5亿美元,投资项目216项。

但是,与美国风险投资的规模和发展速度相比,我国仍存在极大差距,究其原因,两大瓶颈制约着我国风险投资的发展:一是资金的出口问题,二是资金的入口问题。资金的出口有赖于二板市场的建立,而资金的入口问题与我国现行的法律体系相关,如企业法、税法、投资资金法等。

### 1 美国风险投资业的经验模式:有限合伙制

美国的合伙制企业分两种:一般合伙制企业(General Partnership)和有限合伙制企业(Limited Partnership)。一般合伙制企业中所有合伙人均为一般合伙人(General Partner),对合伙债务承担无限连带责任;有限合伙制企业中至少有一合伙人为一般合伙人,承担无限责任,其余合伙人可为有限合

伙人(Limited Partner),以出资额为限承担有限责任。按照美国法律规定,一般合伙人至少应有25万美元或相当于有限合伙企业的注册资金10%的净资产。

#### 1.1 美国有限合伙制的特点

作为经验模式,美国风险投资业的有限合伙制具有以下特点:

(1)以基金契约为基石的治理结构。有限合伙制风险投资机构——投资者与风险企业之间的中介,与一般公司制企业广泛采用的股东大会、董事会、高级管理层三级治理结构不同,它是依据相关法律由一个或多个没有经营权并承担有限责任的有限合伙人和至少一个有经营权并负有无限责任的一般合伙人组成的。一个风险投资机构每年可以募集几个基金,每个基金都形成一个有限合伙人关系并签订契约。基金契约是有限责任制治理机制的基石。

基金契约规定:风险投资家(一般合伙人)没有义务赔偿投入的资金,在发生破产的情况下基金将会完全损失;投资者(无论一般合伙人还是有限合伙人)无权在基金运行期内撤回投资;基金不支付利息。

对基金管理的契约安排:①限定对单一风险企业的投资数额;②限制债权的使

用;③限制不同时期建立的基金混合使用和关联交易;④限制投资收益的再投资。涉及这4个方面的投资行为,一般都应征得有限合伙人或基金咨询委员会同意。

对一般合伙人的行为限制:①限定其个人资金投入风险基金的数额;②限制一般合伙人出售合伙人权益的行为;③限制一般合伙人募集资金的行为;④限制一般合伙人的外部活动,使其专注于投资项目的管理;⑤限制新的一般合伙人的加入。

(2)有限责任。有限合伙人是有限合伙制风险投资的主要投资者,他允许风险投资家有相当大的运作空间,他们只对其所投入的资金负有限责任,通常不参与日常管理活动。一个投资决策通常要经所有一般合伙人一致同意方能决定,除非合伙协议已事先规定了个别一般合伙人享有独立的决定权。

(3)有限生命周期。风险投资基金是具有确定生命周期的封闭式基金,其期限视风险投资机构主要的投资阶段不同而不同,一般在3~10年。若要延长生命周期须征得有限合伙人的同意(通常延长期为1~3年),合伙基金的股份不能自由流动,在生命周期结束之前不能单方面撤出股份。

作者简介:徐绪松,武汉大学技术经济及管理研究所所长,教授,博士生导师。

收稿日期:2003-02-25

激励与约束并重。风险投资家的收入由两个部分构成：佣金和附带权益。

风险投资基金运作的收益如何，投资者一般由风险投资机构提供总基金额的2~3%作为佣金。佣金每年支付，其比例一旦确定就将保持下去，直到合伙制的终结。

且风险投资家的主要收入还是来自基金增值。合伙人的增值报酬为附带权益(carry interest)，取决于增值率和他所管理的基金总额。Gompers & Lerner的统计表明，近44%的风险投资基金确定的附带权益为基金增值额的20%。如果每位合伙人管理的资金为2 000万美元，年增值率为3%，则每位合伙人平均的薪水可达30万美元，几乎全部来自增值提成。那些管理多项基金的合伙人的薪水还可以翻几倍。

激励机制使风险投资家的经营目标与投资者统一，即都是追求基金的增值。而在有限合伙制在制度上约定一般合伙人承担无限责任，投资失败不仅要失去基金1%的投资，还可能要承担基金所约定的赔偿额。

有限合伙制在美国成为主流的原因

良好的政策法规环境促进了有限合伙制的产生与发展。首先，在法律上确认有限合伙制企业的合法性。美国国会于1976年修订了《有限合伙法》，并于1981年修订了《统一合伙法》，使得合伙制在法律设计上更为周密、精细和协调，更有效地平衡各方的收益与风险、权利与义务。其次，美国针对有限合伙制企业实施了一系列的税收优惠政策。有限合伙制企业的形成，在法律上的一个显著特点在于其不是以公司的形式实现，而是一种契约组织安排。有限合伙法规定，以有限合伙制设立的风险投资基金，无须受《公司法》和《投资顾问法》的制约，只缴纳个人所得税，免缴公司税，这就避免了以公司形式运作要缴纳公司经营所得税的问题。即使投资者由此获得业绩增长的高额报酬，这一优惠的税收政策使有限合伙制比之传统公司制的经营成本更低，因此，绝大部分风险投资基金采用有限合伙制，从而促进了有限合伙制这一组织结构形式在风险投资行业的普及。第三，法律对机构合伙人给予了认可。1978年劳工部修订了《雇员退休收入保障法》，允许养老基金参与风险投资，从法律上确认养老

基金可以作为有限合伙人。养老基金的介入促进了风险投资及有限合伙制的高速发展。第四，股票期权制度安排完善了有限合伙制的激励约束机制。1981年，国会通过了《股票期权促进法》，准许以股票期权作为风险投资的报酬，并将纳税环节由行使选择权时推迟到出售股票时。在此基础上，有限合伙制风险投资公司进一步完善了激励和制约机制。

(2) 风险投资业广泛存在的代理风险使有限合伙制成为必然选择。风险投资具有高度的信息不对称性和不确定性，存在很大的代理风险。有限合伙制具有以契约为基石的激励与约束机制，可有效地降低存在于投资者与风险资本家之间、风险资本家与风险企业家之间的代理风险，保障投资者的利益。承诺式投资使有限合伙人可以根据基金在一般合伙人管理下的表现，决定是否追加及何时追加投资；基金契约的激励机制决定了一般合伙人的主要收益来自基金的增值，一般合伙人和有限合伙人利益趋同，减少了一般合伙人采取短期自利行为而损害有限合伙人利益的可能性。在这一意义上，风险投资选择有限合伙制有它的必然性。

(3) 有限合伙制风险投资运作的保密性使有限合伙制更具吸引力。有限合伙的经营活比公司的经营活动更具有保密性。凡是公司，都要满足起码的信息披露制度要求，即公示要求。上市公司遵守的信息披露的要求比起其它类型的公司来说更加严格。而根据《有限合伙法》的规定，合伙企业应当遵守的信息披露要求要比公司宽松得多，仅以满足合伙企业债权人和政府监管机构为限。有限合伙的这种保密性，对于有限合伙中的有限合伙人和普通合伙人均具有吸引力。

## 2 我国风险投资组织机构的现状及其问题

我国现行的《公司法》和《合伙企业法》尚未承认有限合伙制的合法性，因此，国内的风险投资公司(外资除外)基本都被纳入传统公司构架下；现行法律体制在《公司法》、《税收法》等方面对有限合伙制风险投资机构的组建仍存在很强的制约。

### 2.1 实收资本制度不允许“承诺式”投资，

### 限制了风险投资基金规模

现行公司法确定的实收资本制明确规定注册资金必须在法定的时间内到位。实收资本加大了风险投资家的资金压力和已有资金的风险，限制了风险投资基金规模。采用有限合伙制的风险投资机构，作为主要出资人的有限合伙人采用的是“承诺式”投资，即在基金设立时，在契约中约定承诺的出资额，资金实际到位的时间和额度由一般合伙人根据风险投资的需求确定。这种安排，对投资人而言，通过平衡调节，使自己的资金流获得最佳的投资收益，同时，一般合伙人的资金压力也相应减小，实质上是扩大了风险投资基金规模。

### 2.2 风险投资公司承担双重税负，不利于风险投资业的发展

美国只对在法律上具有独立主体资格的企业征收企业所得税(即法人所得税)，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)直接征收出资人的个人所得税而不征收其企业所得税。

我国目前采取公司制运作的风险投资公司，只能按照普通公司的税收征收标准，承担相应的企业所得税、个人所得税双重税负。

### 2.3 对外投资额的规定制约了我国风险投资规模

现行公司法规定公司对外累计投资不得超过本公司净资产的50%。这项规定意味着风险投资公司将有超过50%的资金被冻结，公司法关于投资额的限制必然影响风险投资机构的投资规模。

### 2.4 外资风险投资机构利用有限合伙制占有竞争优势

国内的风险投资公司通常必须缴纳33%的企业所得税，与采用有限合伙制的外资风险投资机构相比，由于后者不缴纳企业所得税，因此，国内风险公司处于竞争劣势。

以IDG(国际数字集团)技术风险投资基金为例，该基金为有限合伙制，2003年创立于美国，避开了当时中国有限合伙制相关法规空白的障碍。自1992年进入中国市场以来，IDG已投资80多个项目，金额达1.5亿美元，并有16个项目实现投资退出，平均回报率达到了4倍，在创投业整体不景气的大环境下创造了良好的业绩。其成功的关键就是按照美国方式建立了有限合伙制。

### 3 我国引入有限合伙制的战略对策

鉴于有限合伙制在美国的成功经验和风险投资的特点,国内对建立有限合伙制呼声甚高。为此,我们提出如下战略对策:

#### 3.1 使有限合伙制合法化

现行公司法只承认两种公司体制的合法性,即有限责任公司和股份有限公司,而有限合伙制组织在严格意义并不属于公司范畴,因此将有限合伙制机构纳入非公司制企业范畴是其合法化的前提。但我国1992年颁布实施的《合伙企业法》明确规定合伙人负有无限责任,将有限合伙形式排除在外。

国内一些经济较发达的地区已开始有风险投资领域推行有限合伙制。北京市人民政府于2001年2月21日颁布的《有限合伙管理办法》就对有限合伙作了系统而全面的规定,该办法颁布后,全国首家采取有限合伙形式的风险投资企业——北京天绿风险投资中心宣告成立。上海、深圳、浙江、西安、天津等地,也先后出台了承认有限合伙制合法性的地区性风险投资政策、法规。但全国性的政策法规仍未正式出台。

因此,应修订《合伙企业法》或制定《有限合伙企业法》,确定有限合伙制的合法地位,允许机构作为有限合伙人参与风险投资事业,去除政策瓶颈,促进我国风险投资事业的发展。

#### 3.2 减轻有限合伙制企业负担

根据现行法规,合伙制企业目前仍面临着双重纳税义务:33%的企业所得税和20%的资本收益所得税。这就是说,若这一税收政策不调整,有限合伙制企业仍需承受双重税负。

此外,合伙企业的企业所得税也将我国庞大的民间闲置资本拦在了风险投资大门之外。如果税收门槛降低,将刺激民间资本涌入。

建议参照美国的做法,对有限合伙制企业,免除企业所得税。

#### 3.3 吸纳有实力的有限合伙人

我国养老基金总额早已突破10000亿元大关,全国保险公司保险费收入也超过1200亿元,而商业银行储蓄存款余额在1999年底就已达到了近6万亿人民币。

无论从美国的经验还是从机构投资者实力的来看,我国养老基金、保险公司和商业银行无疑应成为主要的机构投资者和有限合伙人,也只有这些主力机构的进入,才能形成有影响力的有限合伙人群体。

但现行《保险法》明确规定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》同样禁止商业银行在境内从事信托投资和股票投资;《养老基金条例》也禁止养老基金参与风险较大的投资项目。

另一方面,《合伙企业法》中的合伙人仅适用于自然人,不允许机构作为合伙人。而在美国,养老基金、保险基金等机构投资者是风险投资资金的主要来源,其资金供给量占到60%以上。自然人的资金实力当然无法与这些大的投资机构相比,主力资金不允许进场,即使有限合伙制合法化,因为有限合伙人的匮乏,我国风险投资业的规模也很难扩大。因此,必须修订相关投资法规,解除主力机构的进入限制,并建立合理的风险规避机制(美国的做法是限制这类资金用于风险投资的比例,如对养老基金的限制是其风险投资投入额不得超过基金总额的5%),借助养老基金、保险基金和商业银行的资金推动有限合伙制的发展,并从中受益。

#### 3.4 催生一般合伙人

风险投资的一般合伙人通常是有声誉的风险投资家。培育我国的风险投资家群体是我国风险投资业发展亟待解决的问题之一,也是我国推行有限合伙制必须要补上的一环。

风险投资是一种网络运作模式。风险投资家在这一网络中融资、获取交易流,寻求技术、项目和管理专家,并通过这一网络交流投资信息和经验。风险投资家一方面通过网络的增值活动,使风险投资增值;另一方面也通过网络的增值活动,逐渐提高自己的声誉。因此,没有广泛的风险投资网络,就无从产生真正的风险投资家,也就无法产生真正能凝聚财富、知识和管理智慧的一般合伙人。缺乏一般合伙人的有限责任制将得不到资本市场的青睐。

我们建议建立基于计算机的风险投资信息网络,而政府是建立风险投资信息网络的主导者,可参照美国风险投资协会和EVC-CA欧洲风险投资协会的模式,借助网络、行业报刊、协会和从业者俱乐部等形式,拓展风险投资信息网络,加强风险投资家之间的交流,培育出我国自己的风险投资家。

#### 3.5 保护投资双方利益

应结合我国国情,形成适合我国现阶段风险投资发展状况的标准契约框架,指导有限合伙制企业的设立和运作,以保护投资双方利益。

#### 参考文献

- 1 徐绪松,郑海滨,熊保平.投资项目的评审[M].北京:民主与建设出版社,2002
- 2 辜胜阻,徐绪松.政府与风险投资[M].北京:民主与建设出版社,2001
- 3 徐绪松.从风险投资价值链看风险投资家[J].中国风险投资,2002(创刊号)
- 4 蓝寿荣.论构建完善的风险投资法律环境[J].中国风险投资,2002(创刊号)
- 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(10)
- 6 Compers & Lerner.,The Venture Capital Cycle.,The MIT press, 1999

(责任编辑 高建平)

## Strategy on Introducing Limited Partnership into Chinese Venture Capital

**Abstract:** Limited partnership is popular in USA, its characteristics and cause of formation are analyzed in this paper, then strategic countermeasures for the formation of limited partnership in China are put forward: Legalizing limited partnership; derating corporation or investment tax; releasing the limitations of the entries of retirement pension and insurance pension; developing venture capital information net; standardizing the contracts of limited partnership.

**Key words:** Chinese venture capital; limited partnership; governance mechanism, strategy