

创业投资基金与证券投资基金的对比分析

胡振兴(博士)

(河南理工大学 河南焦作 454003)

【摘要】 证券投资基金和创业投资基金是当今国际上最重要的两个投资基金品种,在许多方面具有相似性。但从两种基金运营的现实情况分析,可以发现两者在基金性质、基金投资、基金融资、基金募资、基金监管上存在重大差异。

【关键词】 创业投资基金 证券投资基金 差异

证券投资基金和创业投资基金是目前国际上最重要的两个投资基金品种,也是投资基金领域中两种最完善、最成熟的金融工具、金融模式和金融机构。两者的主要差异体现在基金性质、基金投资、基金融资、基金募资和基金监管等方面,笔者拟对此进行对比分析。

一、基金性质上的差异

1. 在基金的运营理念上,证券投资基金的核心理念是发现价值,而创业投资基金的核心理念是创造价值。通常而言,“基金”大体包括三个层面:一是基金的证券性,即基金是一种金融工具。二是基金的制度性,即基金是一种金融模式。三是基金的实体性,即基金是一种金融机构。这种金融机构的性质集中表现为:基金是买方金融机构,不同于投资银行(证券公司)这类卖方金融机构(商业银行也是);基金是间接金融机构(商业银行也是),不同于投资银行这类直接金融机构。证券投资基金主要强调基金的证券性,且与证券市场联系紧密,所以,该类基金的运营理念是发现价值;创业投资基金主要强调基金的实体性,且与用资企业(创业企业)高度相关,所以该类基金的运营理念是创造价值。

2. 在基金的立法目的上,证券投资基金和创业投资基金虽然都涉及如何保护基金投资者权益的问题,但证券投资基金立法强调如何防范证券投资基金侵犯证券市场中小投资者的利益,而创业投资基金立法强调如何保护创业投资基金的利益和支持创业投资基金的发展。①证券投资基金作为证券市场较大的机构投资者,在购买公开上市流通的股票等证券时,随时可能凭借其强大的资金优势和信息优势来操纵证券市场,以侵害证券市场中小投资者的利益。因此,证券投资基金立法除了需要通过规范该类基金的运营和管理,切实保护基金投资者的权益外,更重要的是要防范基金管理人的操纵行为,维护中小投资者的权益。②创业投资基金购买的是尚未成熟到能够公开上市的创业企业股权,无操纵证券市场之虞。然而,基金管理人创业企业两者拥有信息的不对称问题会比证券投资基金更为突出,创业企业可能随时侵害基金管理人的权益。因此,创业投资基金立法除了需要规范该类基金的运营和管理,保护基金投资者的权益外,更需要制定特别条款

切实保护创业投资基金的利益。

3. 在基金的组织形式上,证券投资基金的组织形式主要有契约型基金和公司型基金两种,而创业投资基金的组织形式主要有契约型基金、公司型基金和有限合伙型基金三种。①证券投资基金倾向于采用契约型基金,这是因为证券投资基金具有以下特点:一是证券市场上证券的高度流动性和行情的快速变动性,使投资效率在很大程度上取决于投资决策速度,而基金财产所有权与经营权的高度合一能够确保基金的投资决策速度;二是证券市场的高度公开性,使市场本身能够有效地遏制基金管理人侵害基金投资者权益的败德行为;三是基金通常无须考虑对所投资的上市公司行使所有者权利和承担相应责任的问题。②创业投资基金倾向于采用公司型基金,这是因为创业投资具有以下特点:一是尽管把握具有高成长性创业企业的投资商机很重要,但创业投资成功的关键是对投资项目进行精心考察、周密评估和谨慎决策;二是基金所投资的未上市创业企业并不具有公开披露信息的义务,由此使得创业投资所具有的信息高度不对称性不可能通过市场来克服。

4. 在基金的设立方式上,证券投资基金的设立多采用募集方式设立,而创业投资基金的设立多采用发起方式设立。基金设立方式的差异,导致对基金发起人的要求和条件也不同。①证券投资基金的投资者主要是中小投资者,其投资目的仅仅是要获得预期的投资回报,通常无力也不愿参与基金运营决策,契约型证券投资基金尤为如此。一般来说,契约型证券投资基金是由基金管理人先设计好基金品种,然后向公众投资者发出公开要约,投资者认可要约后投入资金,成为基金资产的最终委托人,并签订基金契约。当然,公司型证券投资基金更适合采用募集方式设立。②创业投资基金的投资者通常是相对富有的机构投资者或个人,投资者人数较少、投资数额较大,而且投资者通常比较关心基金运营的方式、过程和结果,公司型创业投资基金尤为如此。在创业投资基金发展初期,尚未形成统一的专业化基金管理人市场,公司型创业投资基金的设立应当采用发起方式设立。当然,有限合伙型创业投资基金更适合采用发起方式设立。

二、基金投资上的差异

1. 在基金的投资对象上,证券投资基金的投资对象多为大中型公司股票,而创业投资基金的投资对象多为中小型未上市企业股权。投资对象的差异,导致基金投资者的构成也不同。①证券投资基金按投资标的分为四类:一是从事高风险投资的金融衍生工具基金;二是从事中度风险投资的股票基金;三是从事低风险投资的债券基金;四是从事安全投资的货币市场工具基金。以上四种基金除金融衍生工具基金主要适合于风险承受能力较强、投机性较大的私募基金投资者之外,其他三种基金均适合于公募基金投资者。②创业投资基金是一个高风险的投资基金品种,旨在追求创业资本的长期增值,因此,它主要适合于风险鉴别能力较强、资金实力较强、忍耐性较好的私募基金投资者。

2. 在基金的投资策略上,虽然证券投资基金和创业投资基金均倾向于采用组合投资方式,但证券投资基金采用这种策略的目的是规避证券市场风险,而创业投资基金采用这种策略的目的是降低创业企业经营风险。①证券投资基金投资与证券市场联系紧密,其投资风险主要来自证券市场,证券投资基金管理人采用组合投资策略能够保证在一定的资本规模下尽可能地分散投资于不同的证券品种,从而规避证券市场的系统性风险。②创业投资基金投资与创业企业联系较紧,其投资风险主要来自创业企业的经营活动,创业投资基金管理人采用组合投资策略能够保证在一定的资本规模下尽可能地分散投资于不同的创业企业,降低创业企业的经营管理风险和创业企业委托人的代理风险。

3. 在基金的投资工具上,证券投资基金的投资工具是股票等上市证券,而创业投资基金的投资工具是股权等非上市证券。投资工具的差异,导致投资比例限制也不同。①证券投资基金作为庞大的机构投资者随时可能凭借其雄厚的资金实力、巨大的信息优势和娴熟的专业技能来操纵证券市场。同时,证券投资基金在进行股票投资时通常不会考虑是否参与甚至控制上市公司经营决策。②创业投资基金通常根据所投资的创业企业的产业性质和发展阶段,选择灵活多样的投资工具,如特别控制权普通股、可转换优先股、认股权证、可转换债券等。

4. 在基金的投资方式上,证券投资基金通常不能用全部基金资产进行长线投资,而创业投资基金通常可以用全部基金资产进行长线投资。①证券投资基金之所以不能用全部基金资产进行长线投资,是因为目前国际上大多数国家的证券投资基金通常进行开放式运作管理。证券投资基金在各国证券市场初期基本上采用的是封闭式,但随着各国证券市场的发展和完善,证券投资基金开始转向采用开放式。②创业投资基金之所以可以用全部基金资产进行长线投资,是因为目前国际上大多数国家的创业投资基金通常进行封闭式运作管理。创业投资基金从事的是中长期股权投资,且流动性很低,难以满足基金投资者随时赎回基金的要求。因此,创业投资基金应当采用封闭式。鉴于我国目前资本市场很不完善以及资产流动性很低的现实情况,我国创业投资基金的运作方

式适合采用封闭式。

三、金融融资上的差异

1. 在基金的股权融资方式上,证券投资基金多采用公募方式,创业投资基金多采用私募方式。①证券投资基金的设立目的主要是为广大中小投资者和非专业化机构投资者提供一种集合化、专业性的证券投资管理服务,因此,除了具有高风险性和高投机性的金融衍生工具基金外,股票基金、债券基金和货币市场工具基金通常采用公募方式。②创业投资基金的设立目的主要是为具有风险承受能力的非专业化机构投资者和富裕个人提供一种集合化、专业性的创业投资管理服务。一方面,以私募方式吸引少数确定的富裕个人与机构投资者参与,有利于刺激基金投资者保持较强的风险意识和较高的风险承受能力,同时也有利于基金投资者进行长期的“勇敢而有耐力”的创业投资;另一方面,中小投资者通常缺乏必要的风险鉴别能力和风险承受能力,加之证券市场难以适应创业投资基金固有的低流动性,所以,目前国际上大多数国家的创业投资基金一直推崇采用私募方式。

2. 在基金的股权融资规模上,证券投资基金的融资规模通常较大,创业投资基金的融资规模通常较小。①证券投资基金的投资对象是上市的大中型公司股票或者其他证券品种,为了在投资规模上取得规模经济效应来摊薄投资成本,同时也为了在投资策略上寻找最佳投资组合以分散投资风险,其需要投资数十种甚至近百种的证券,因此,证券投资基金通常要求达到一定的融资规模。②创业投资基金的投资对象是未上市的中小型创业企业股权,基金管理人应有效参与所投资的创业企业的经营管理。如果投资的创业企业数量过多,势必分散基金管理人的时间和精力,因此,创业投资基金通常对融资规模无特别要求。

3. 在基金的债权融资限制上,证券投资基金一般不能负债,创业投资基金可以适度负债。①证券投资基金作为证券市场的机构投资者,不可避免地具有投机性倾向,从而提高了证券市场的系统性风险。同时,世界上大多数国家普遍采用的契约型证券投资基金是一个非经营实体,不具有民事行为能力,也不承担民事责任。②创业投资基金不会也不可能存在投机性问题,而且世界上大多数国家普遍采用的公司型创业投资基金和有限合伙型创业投资基金是一个经营实体,因此,创业投资基金能够以基金的名义适度负债。特别是对有限合伙型创业投资基金而言,基金管理人需要对基金债务承担无限责任,这种负债机制能够限制过度负债。

四、基金脱资上的差异

1. 在基金的脱资渠道上,证券投资基金的脱资渠道一般为主板市场即交易所市场,而创业投资基金的脱资渠道主要为二板市场即创业板市场。①证券投资基金的投资对象大多是在证券交易所上市的可流通证券,根据哪里来哪里去的原则,其只有通过证券交易所卖出证券来实现脱资,因此,证券投资基金的脱资渠道为主板市场。②创业投资基金的投资对象是暂不流通的创业企业股权,只有待创业企业发展成熟,将其推向创业板并在创业板卖出股权才能实现脱资。因

此,创业投资基金的募资渠道主要为二板市场。

2. 在基金的募资收益分配方式上,证券投资基金实行定期的现金分配,而创业投资基金实行非定期的现金与股权相结合的分配。①证券投资基金投资所形成的证券资产可以随时变现,不存在投资周期的问题,基金能够定期用现金方式对基金投资者进行收益分配。因此,各国法律通常规定,为了保障基金投资者的权益,基金的收益分配一年不得少于一次,且要求全部采用现金方式。我国也不例外。②创业投资基金投资所形成的股权资产往往需要3~5年甚至更长时间才能变现,每年进行收益分配是不可能的,只有在一个投资项目资本增值并实现募资后才有可能进行收益分配,而且收益分配方式除了现金外,也可以采用股权等其他方式。事实上,在创业投资基金所投资的创业企业上市后,若基金投资者非常看好这家创业企业,则其宁愿以股票方式参与收益分配,以取得长期投资收益。

3. 在基金的募资业绩报酬制度上,证券投资基金通常禁止基金管理人取得募资业绩报酬,而创业投资基金通常鼓励基金管理人获得募资业绩报酬。①证券投资基金之所以禁止基金管理人获取募资业绩报酬,主要原因如下:一是证券投资基金收益受市场价格波动和系统性风险的影响较大,募资业绩与基金管理人绩效的相关性相对较弱,因此,基金募资业绩报酬的计量缺乏一个准确、客观、公正的评价标准;二是如果实行基金募资业绩报酬制度,可能会加剧基金管理人与基金投资者之间风险和收益的不对称,诱使基金管理人采取一些不必要的冒险行动;三是在成熟的证券市场中,由于证券的良性流动、信息的高度公开,基金管理人的绩效可以得到及时和公平的体现,基金管理人的声誉由此能够得到客观和公正的评价。②创业投资基金所从事的长期股权投资是一种参与决策管理型投资,受系统性风险的影响较小,基金业绩与基金管理人管理绩效的相关性较强,而且通过基金管理人的管理绩效和声誉招徕基金管理业务需要的时间很长。为了有效地激励基金管理人,克服创业投资基金运营中固有的高度的信息不对称,创业投资基金通常实行基金管理人管理绩效与基金业绩挂钩的报酬制度,并允许基金管理人持有一定比例的股票期权。

五、基金监管上的差异

1. 在基金管理人的要求上,证券投资基金通常要求基金与基金管理人分开,即由独立的基金管理公司管理基金资产;而创业投资基金一般对基金与基金管理人是否分开不作硬性规定,其可以自行管理基金资产,也可以另行委托基金管理公司代理基金资产。①契约型证券投资基金作为一个非经营实体,基金设立后必须委托专业性的基金管理公司管理基金资产。即便是作为经营实体的公司型证券投资基金,也通常需要另行委托专业性的基金管理公司代理基金资产。②公司型创业投资基金和有限合伙型创业投资基金,分别属于独立和相对独立的经营实体,其中公司型创业投资基金是一个法人实体,除了另行委托专业性的基金管理公司代理基金资产外,也可以由其自行管理基金资产。目前我国尚未形成一个独立的

创业投资基金的基金管理人市场,新设立的创业投资基金都倾向于由其自行管理基金资产或者由基金发起人再设立一个基金管理公司来代理基金资产。

2. 在基金托管人的设置上,证券投资基金通常要求有独立的基金托管人,而创业投资基金一般不要求有独立的基金托管人。①无论是契约型证券投资基金,还是公司型证券投资基金,有关法律都要求委托具有托管资格的商业银行担任基金托管人,以确保基金财产的安全。②创业投资基金从事的是中长期实业投资,基金资产的清算与交割工作量较少,加上创业投资基金通常按公司制或者有限合伙制设立,基金资产的所有权属于基金,基金管理人“携资潜逃”的可能性较小,因此,创业投资基金通常无须另行委托商业银行担任基金托管人。鉴于我国创业投资基金处于发展初期的实际情况,为了强化对基金管理人的监督,创业投资基金倾向于另行委托基金托管人来负责基金资产的保管、清算与交割。

3. 在基金的信息披露上,证券投资基金需要进行严格的信息披露,而创业投资基金不需要进行严格的信息披露。①证券投资基金之所以需要进行严格的信息披露,主要原因在于证券投资基金资产通常是按市场价格进行评估的。②创业投资基金之所以不需要进行严格的信息披露,主要原因在于创业投资基金资产通常只能按现金流量模型等估值方式进行评估。

4. 在基金的监管主体上,证券投资基金与创业投资基金不仅在投资理念上完全不同,而且在政府的政策取向上也完全不同,大多数国家倾向于对证券投资基金和创业投资基金实行分开监管。①证券投资基金与证券市场管理密切相关,交由证券监管部门实施监管较为合适。如目前我国主要由证监会监管证券投资基金。②创业投资基金与创业企业管理紧密联系,而创业企业一般是科技型中小企业,交由一个中小企业管理部门实施监管比较妥当。美国目前由小企业管理局监管小企业投资公司。当然,我国目前还没有指定专门机构来监管创业投资基金。

5. 在基金的监管内容上,证券投资基金除了要监管基金是否按基金契约进行投资管理和按期足额分配基金收益以保护基金投资者权益外,还要随时监管基金是否存在操纵市场等欺诈行为,以维护证券市场秩序,保护公众投资者权益。创业投资基金的监管内容,则主要是监管基金是否按基金契约或章程进行融资和投资,重在引导和鼓励。

6. 在基金的监管手段上,证券投资基金除了必要的自我监督外,主要依靠带有强制性的经济、行政和法律手段。创业投资基金在目前缺乏专门机构监管的情况下,应当发挥自律性组织的自我监督作用。

主要参考文献

1. 李华. 证券投资基金与创业投资基金主要特征比较. 现代商业, 2008; 35
2. 张东生, 刘健钧. 创业基金与证券基金的二十大区别. 2002; 4
3. 刘健钧. 创业投资基金的制度安排. 经济导刊, 2002; 10