试析高新技术产业风险投资组织形式

沈阳工业大学经济管理学院　刘　春　岳春玲

【摘要】现有有关风险投资的研究多从风险投资家的作用、风险投资的契约形式、投资评估、决策程序、退出方式等角度进行阐述,很少对风险投资机构这一投资主体进行研究。然而不同的组织形式具有不同的效率,不同的国家和地区根据自身情况选择了不同的组织形式。鉴于我国有关法律与制度还不完备,我国现阶段应以公司制为主,可通过实行专家聘任制、经理人回报制度及引入阶段性投资机制解决现有公司制中存在的问题。

【关键词】风险投资　有限合伙制　信托基金制　公司制

20世纪40年代以来，风险投资在世界各地获得了蓬勃发展,风险投资理论研究也有很大的进展。乔治亚大学的Mull、Fredeick、Hobert提出了风险投资家的理论模型；科罗拉多大学的Thomson、Richard、Charles从投资的角度论述了风险资本家将股本资金注入企业家公司的同时也注入专家技术;而Yuk、Shee、Chan、Jeffrey、J.Trester、Dirk和Neher、Darwin、Victor则从不同的角度论述了风险投资的契约形式及对风险企业的控制问题;Myers和Marquis创建了风险投资项目评价指标;而Bernard·S.Black和Ronald·J.Gilson在研究美国的风险投资模式后指出,风险投资成功的一个重要原因是有一个发达的股票市场用于公司控制权的交易和风险资本的退出。这些研究主要集中在风险投资家的作用、风险投资的契约形式、投资评估、决策程序、退出方式等方面,很少对风险投资的主体——风险投资机构进行研究,这些研究尚停留在一般意义上的理论分析,未能进行深入的比较分析。

一、风险投资机构组织形式的比较分析

组织形式是决定风险投资效率的一个重要因素,一个好的组织形式可以充分调动投资管理者的积极性,促使其提高业务水平,还可以形成一种宽松的投资环境,便于吸纳更多的风险投资家。现有风险投资机构的组织形式主要有三种:有限合伙制、信托基金制和公司制。它们因契约安排的不同,显示出不同的效率,可从以下几个方面来看:

1.在组织形式设立方面。公司制设立条件很严格,有股东人数和最低注册资本要求，审批程序较复杂，因而建立难度大,但国家能对其进行有效管理,确保投资者利益。有限合伙制也有法定条件,大都由当事人协商确定,设立较灵活、方便,但可能存在欺诈。信托基金制在规模上有较严格的要求。

2.在融资和资本到位方面。公司制可通过股份发行募集资金,资本金须一步到位,这样有利于吸收社会闲散资金和及时投资,但资金筹集较慢。有限合伙制的人数有限,资本来源固定,资本筹集快,但需要有成熟基金作为前提,且其风险资金一般是分期投入,不利于及时整合投资。

3.在利润分配方面。公司制实行税后利润分配制,按出资比例分配,不利于调动积极性。有限合伙制的利润可立即分配给有限合伙人,普通合伙人可获得其出资数倍的利润,这有利于激励风险投资家的管理积极性。

4.在存续期限方面。除非公司破产或被兼并,公司制一般可长期存续下去,这样可增加潜在投资者对它的信心。有限合伙制契约的期限一般在10年以下，它能方便投资者及时再投资,但很难建立人们对有限合伙制企业的信任。同时,一个普通合伙人的退伙就可导致整个有限合伙制的解散。

5.在资本退出方面。公司制的股票可以转让,但不能撤出。股票的这种特性有利于减少风险,但其流动性过大,对运行初期的风险投资项目很不利。有限合伙制的投资人可随时撤资,甚至可实行“无过错离婚”,这有利于保护有限合伙制投资人的合法权益,但不利于企业投资基金的稳定。

6.在成本方面。首先,从对运作成本的影响来看:有限合伙制和信托基金制以契约的形式将管理费用固定下来，限制风险投资家的过度消费,可控制成本增加,而公司制并没有这方面的规定。同时,有限合伙制合法规避了双重纳税(有限合伙制风险投资机构不用缴纳企业所得税),信托基金制的税负成本取决于各国的政策,而公司制很难克服双重纳税,除非政府有特殊政策。可见,在同等的条件下,有限合伙制的运营成本最低。其次,从对代理成本的影响来看:在有限合伙制下,内含于合伙契约的激励与约束机制,能促使普通合伙人(也称风险投资家）与有限合伙人目标函数趋于一致，能降低代理成本。如果从契约安排上比较,有限合伙制效率最高,其次是信托基金制,再次是公司制。

二、影响风险投资组织形式选择的因素

总的来说,组织形式的选择受到一国文化背景、经济发展程度、资本市场发育程度及法律法规政策等因素的影响。本文针对风险投资机构这一特定研究主体，在比较分析的基础上结合我国具体情况,将其影响因素归结为以下三个方面:资金来源、法律因素和政府扶植。

1.关于资金来源。Bernard·S.Black和Ronald·J.Gilson通过对比美国和日本、德国的金融体系对风险投资体系的影响后指出,日本、德国与美国的风险投资资金来源不同。在美国风险投资发展过程中,20世纪60年代以前,资金来源以富有的个

人和家庭为主;20世纪60年代以后基金开始进入投资市场,导致了风险投资的机构化，并由此奠定了有限合伙制在风险投资领域的主导地位。日本和德国不允许养老基金进入风险投资领域,资金主要来自银行,因此其风险投资机构以银行附属公司为主。目前我国风险投资的资金主要来自四个方面:政府财政拨款、企业投资者、金融机构和国外风险基金,其中以政府财政拨款、国有大型企业和科研单位自筹资金以及与高新技术产业化相关的金融机构资金为主，来自国外的风险基金和国内民间投资者直接投资的比重仍然偏低。这种资金来源决定了我国风险投资机构现有的组织形式——事业型子公司制和公司制,这是政府主导型的“官办官营”模式。

2.关于法律因素。从国际惯例看,各国对风险投资都没有专门立法,而是通过已有的《公司法》、《合伙企业法》等相关法律对其规范和约束。美国的法律规定,有限合伙制无需缴纳公司税,只需缴纳个人所得税,并且有限合伙人在以证券形式得到投资收益时不需缴纳个人所得税,直到证券出售时才缴纳。这与公司制的双重课税相比，其经营成本大大降低。而我国1992年通过的《合伙企业法》限制了风险投资机构对有限合伙制的选择。《合伙企业法》规定,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,同时,所有的合伙人都依法承担无限连带责任,没有有限合伙的规定。

3.关于政府扶植。风险投资具有风险高但社会效益显著的特征,普遍受到各国政府的扶植。政府扶植包括直接扶植和间接扶植。其中直接扶植主要有政府补贴、提供贷款和权益投资三种,这些对组织形式的选择产生影响。以美国为例,1977年美国设立《小企业创新研究计划》,这是以政府补贴为主的创新规定文件，该文件规定国家科学基金会与国家发展研究经费的10%用于支援小企业的技术开发。它一方面为风险企业提供了种子资金，另一方面又对民间风险投资起到了引导作用,对促进风险投资起步所起的作用不可低估。1958年,美国国会通过了《小企业投资法》,允许在此基础上设立小企业投资公司,发起人每投入1美元,政府提供4美元的低息贷款,小企业还可享受税收优惠。这一政策大大促进了小企业的发展,从1958年到1963年,注册成立的小企业投资公司达到692个,共募集私人权益资本达464亿美元。

三、现实条件限制下的模式创新

由以上的分析可以看出,经过半个世纪的发展和筛选,应该说有限合伙制是大力发展风险投资业的最优组织形式。不过,就我国的风险投资组织形式影响因素来看,目前从法律层面上仍无法解决有限合伙制的地位问题。同时,由于我国风险投资家的盈利能力和风险承担能力都比较弱，因此我国不可能在现阶段就实行有限合伙制。但我们可以在实际运作中对这种组织形式加以改造，将有限合伙人与普通合伙人的特殊代理关系引入到现有的风险投资机构中。至于信托基金制这种组织形式,从目前的条件来看,我们也不具备实行的优势。因此,必须积极创新风险投资的组织形式。

1.在股权比较集中的公司型风险投资机构中实行专家聘任制,提高决策的科学性。要将绝对控股权稀释分散,实行股权多元化和决策透明化，为风险投资家组成的管理层提供稳定和自主的决策条件。要运用专家(这里主要指风险投资家)的专业知识及能力筛选合适的风险投资项目，专家参与投资决策,不仅将公司的资本注入被投资企业,而且也将专家的技术注入其中。实行专家聘任制,为公司制下风险投资机构解决激励问题创造了条件,使那些有所作为的专家得以续聘。考虑到目前国内风险投资家的实际能力，聘任合约应规定管理者(风险投资经营专家)必须向董事会定期报告投资情况,应明确以投资的账面价值为基础,而不是以成本为基础,这样才能使经营者将更多的精力放在如何提升被投资公司的价值上;同时应禁止公司经理人员在其他公司或机构兼职，禁止公司经理人员以优惠于公司的条件投资于已被公司投资的风险企业,以保证经理人员决策的客观性。

2.建立严格而科学的项目投资运作程序,引入阶段化投资机制。风险投资从项目的筛选和评价,到投资项目的经营和监控,以至风险资本的退出都有一套严格的程序,每一步都是实现超额利润必不可少的环节，直接影响投资活动的最终效果。根据一些先行国家的做法,有必要将“实收资本金制”改为“承诺制”,即出资方承诺出资的额度可以分若干次支付,根据风险投资公司的业绩可灵活决定追加投资的规模，给风险投资公司一定的压力,做到风险和利益均衡。引入阶段化投资决策,定期对被投资企业的资金使用情况进行监督,以便在出现问题的时候及时解决或终止后续资金的投入，将风险控制在最小的范围内,这对风险投资家来讲至关重要。从实践经验来看,只要风险投资家还在提供资本,风险投资企业家就不会停止对一个失败项目的投资，这从一个侧面反映了高新技术产业的风险性。基于这种情况,Gompers认为,分阶段投资一方面为了控制投资风险，在企业发展前景不利时能迅速做出中断的决策;另一方面也是对风险投资企业家的约束,因为企业一旦经营不善或滥用资金,不仅面临中断投资的威胁,而且也会稀释其风险投资的股权。

3.可以在公司的基本框架内引入有限合伙的某些做法。具体内容为:在决定进行项目投资时,董事会与管理层签订委托代理契约,全权委托管理层负责选项、管理及投资撤出,管理层必须按一定比例匹配投入资金；管理层在投资运作期间可得到固定的工资收入，在项目投资完成退出后还可得到项目利润的一部分;在项目失败时,公司从管理者的固定收入中扣除一部分作为抵偿,而无需管理者承担无限责任;还可以使分成比例高于资金投入的比例，如实行低基本工资加资产收益提成,使经理人员的奖金与绩效挂钩,并给予公司经理一定的认股选择权，认股选择权可认为是风险投资家知识资本的注入而要求的相应资本权利(剩余索取权),这样可以使风险投资家努力创造出的价值得到充分的补偿，使风险投资家能低成本地分享更大的收益分配权,形成强有力的激励手段,从而吸引和留住有经验的专家从事这项工作。

4.将风险投资公司作为一种基金形式运作。这也是与国际做法接轨的一种模式创新。风险投资公司为避免直接投资带来的高成本和高风险,可以作为一种专业基金,通过委托契约将资金委托给专业的投资管理机构——基金管理公司,并支付其一定的管理费,由专业的基金管理公司负责资金运营。这样做，中间多了一层委托代理关系，也多了一个风险承担者,因此风险投资公司可以仿效有限合伙制的做法,要求专业

从中航油案例看我国企业风险管理制度

上海海事大学经济管理学院　曾秋根(博士)

【摘要】本文立足于中航油价格风险管理失败案例,具体分析我国部分企业价格风险管理失败的两大主要原因:一是由于企业同时从事套期保值交易与投机交易,导致企业不能制定有效的价格风险管理政策和制度。二是我国企业风险管理制度的实施能力不足。在这种情况下,即使公司拥有一套完善的价格风险制度,但因缺乏经验与能力,以致这些风险管理制度无法真正得到实施。因此,建议禁止企业衍生金融工具的投机交易,以建立有效的风险管理制度和提高风险管理能力。

【关键词】价格　风险管理　制度　能力　中航油案例

近年来,全球大宗商品价格大幅度波动,给我国许多企业的原材料采购和产品销售带来不利影响。为应对商品价格大幅度波动给企业经营带来的风险,许多企业利用期货、期权和互换等衍生金融工具进行价格风险管理。但由于我国企业对衍生金融市场缺乏深刻的理解和经验,缺乏有效的商品价格风险管理制度和风险管理制度的实施能力,以致许多企业在衍生金融市场遭受很大的损失,给企业经营带来很大的风险。本文分析认为,我国企业价格风险管理失败的主要根源在于缺乏有效的商品价格风险管理制度和实施风险管理制度的能力。中国航空油料集团公司新加坡分公司(以下简称"中航油")由发展鼎盛到迅速破产,充分说明了价格风险管理的薄弱是导致企业失败的重要根源。

目前,我国许多研究文献将企业价格风险管理失败的原因主要归结为内部控制制度的不完善,如金彧仿、李若山等(2005)从内部控制的八个要素分析了中航油事件发生的根源与过程,认为内部控制制度的不完善是中航油风险管理失败的主要根源;黄奕(2005)从企业集团内部控制的角度分析中航油失败的原因;乔飞鸽从我国金融监管效力的角度分析认

投资管理机构按一定比例(1%~2%)进行匹配投资,明确其责任,并允诺管理机构可参加利润分成。这样,转型后的风险投资公司与专业的投资管理机构通过签订公司间的协议,可形成有效的激励约束机制,从而使公司内部的代理风险和激励问题转置于外部的有限合伙治理架构之下。

5.我国政府有关部门应继续积极支持模式创新。1999年底国务院办公厅转发的《关于建立风险投资机制的若干意见》在许多方面突破了现行法律、法规的有关规定。各省、市政府颁发的相关条例,对风险投资机构采取有限合伙形式已加以确定。在积极的政策环境下,在国家法律未允许有限合伙制企业成立以前,新成立的风险投资机构可暂按有限责任公司的形式办理工商注册登记,发起人可仿照有限合伙制匹配出资,风险投资家可作为发起人之一,以投入较少比例的资金成为普通合伙人,其余出资者则为"有限合伙人"。在公司章程中要明确有限合伙人和主要合伙人的职责、权利。

为了探索有效的风险投资组织形式,政府主管部门应继续从政策和法规上予以支持,具体为:①制定针对风险投资的投资基金法,对私募投资基金的发起、运营模式、监管、违约责任等做出详细的规定,可以适当放宽证券投资基金的投资范围,允许一部分资金充当风险投资,大力扶持民营中小企业发展。②修改现行有关合伙制的法规,使有限合伙制有明确的法律定位,逐渐使有限合伙制成为一种主流的组织形式。③加快人才队伍和中介服务机构的建设,培养出一大批优秀的基金管理者和实力强劲的中介机构,为风险投资的发展创造良好的外部运营环境。④对于种子期、初创期的科技型中小企业,由政府成立的专项基金予以倾斜扶持,除了无偿支援以外,可以以风险投资的方式对中小企业尤其是拥有自主知识产权的科技型中小企业进行投资,并组织专业人员在经营管理上予以支持。⑤加强风险资本退出渠道建设,在当前退出渠道过于狭窄的现实条件下进行风险投资,出资者几乎要与风险企业捆绑到底,这实际上把风险投资变成了一种无限期投资,在有限合伙制未普遍推行之前,公司制设立的的条件虽然比较严格,但它作为一种过渡性选择方案,在一定时期内必然仍是我国风险投资机构的现实选择,国家可以从政策上多加支持。因为子公司制风险投资机构在利用母公司内部来源的资金进行风险投资是有效率的,发达国家的实践证明它不失为一种好的组织形式。而且,由于它并不面向公司外部的风险资本市场融资,与其他公司制、有限合伙制是互补关系而不是替代关系,因此宜马上推广。

主要参考文献

①谈毅,冯宗宪.风险投资机构内部代理风险与控制.经济科学,2000;3

②YulcShee Chan,Daniel,Anjan Thakor.Learning,coporate control and performance requirement in venture capital contracs. International Economics Review,1990

③宋海燕,杨丽.有限合伙制——风险资本的最佳组建模式.上海金融,2000;9

④孙琪.风险投资的融资渠道分析.经济管理,2002;21