

# 风险投资:基于企业治理结构的分析

豆建民

(上海财经大学 财经研究所,上海 200433)

**摘要:**本文在简要描述风险投资运作流程的基础上,着重对风险资本市场中的市场主体进行制度分析,分别分析了风险投资机构和高新技术风险企业治理的有效性问题。最后,就我国风险资本市场主体的有关制度建设提出若干建议。

**关键词:**风险投资机构;高新技术风险企业;治理机制;政策建议

**中图分类号:**F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)10-0023-07

风险投资是将风险资本投入风险企业的一种新型投资行为。从国外风险投资的经验来看,风险投资主要是把资本投向具有高风险和高收益特点的高科技中小企业,通过资本、管理与高科技的有机融合,有力地推动了高科技成果的产业化和高科技企业的发展,从而促进了国民经济的高速增长。本文第一部分首先描述了风险投资的运作流程,第二和第三部分着重对风险资本市场中的市场主体进行制度分析,分别分析风险投资机构和高新技术风险企业治理的有效性问题。最后,就我国风险资本市场主体的有关制度建设提出相应的政策建议。

## 一、风险投资的运作流程

风险投资的基本运作流程是,风险投资机构或个人募集或积累风险资本,选择具有高速增长潜力的中小企业进行投资,同时参与企业的经营管理,在企业发展成熟后通过资本市场转让企业的股权退出企业,并获取高额利润回报风险投资者。如图 1 所示:

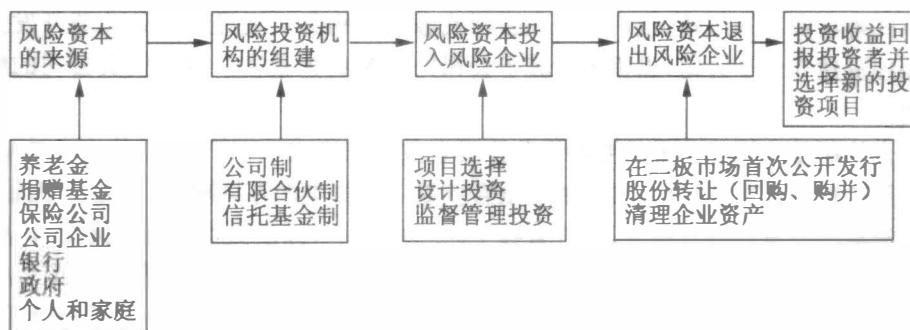


图 1 风险投资的运作流程

收稿日期:2000-05-28

作者简介:豆建民(1966—),男,河南安阳人,上海财经大学财经研究所副研究员,经济学博士。

风险资本的来源呈现多渠道、多元化的格局。目前发达国家风险资本主要来自于：养老金；捐赠基金；保险公司；公司企业；个人和家庭；银行；政府等。不同国家的风险资本的来源构成比例会有所不同，政府投资的比例一般很低，主要是提供适当的种子资金。

风险投资机构是风险资本的管理机构，负责管理和运营所筹集的风险资本投资者的资金。在美国，风险投资机构的法律组织形式有：公司制；有限合伙制；信托基金制。

风险投资机构成立后，风险投资家选择投资项目，设计投资方式（普通股、优先股、可转换债券等），把资金投入风险企业，并参与监督管理所投资的风险企业，向企业提供资本、技术、商务、财务及经营上的支持。

风险投资的最终目的不在于控股风险企业，而在于投资变现，取得高额投资收益。风险资本从风险企业的退出途径主要有：在二级市场上首次公开发行股票；通过股份回购、兼并收购、协议转让等方式实现股份转让；对于大部分投资不成功的风险企业，在必要时实行清算方式退出企业，以避免拖延时间而造成更大损失。

风险资本退出风险企业即完成了一个投资循环。投资者得到投资收益回报，并重新选择新的投资项目。

## 二、风险投资机构治理的有效性分析

从上述风险投资的运作流程可以看出，各个环节对于投资成功都很重要。在这一风险资本市场上，风险资本投资者包括个人和机构投资者作为风险资本的供给方，而高新技术风险企业则作为风险资本的需求方。新古典经济学对市场的分析中，将企业看作是一个黑箱，把企业简化为一个生产函数。新制度经济学则强调制度的作用，深入到企业内部，分析企业构成要素各经济主体的行为与作用，认为有效率的经济组织是经济增长的关键。从这一意义上说，风险投资取得成功最终将取决于风险投资机构和风险企业治理的有效性，因此，对市场主体进行制度分析十分必要。

1. 公司制、有限合伙制与信托基金制的区别。风险投资机构是风险资本的管理机构。在美国，风险投资机构的法律组织形式有公司制、有限合伙制和信托基金制。风险资本采取公司制的组织形式，即完全依照《公司法》组建风险投资公司并依法运作，风险资本的投资者也就是风险投资公司的股东，按其股权份额投票选举董事会进行投资决策。风险投资公司可以是采取私募方式筹集资本来组建，也可以是大公司或金融机构为实现经营多元化或开发公司的技术专利而独资建立的子公司，出资者对其子公司的控制更为紧密。风险投资公司的股东只承担有限责任。

有限合伙制是美国目前最主要的风险投资企业组织形式。它依照《合伙企业法》由普通合伙人和有限合伙人依契约组成，典型的有限合伙制风险资本的存续期为10年。普通合伙人通常是风险资本的专业经营管理人员，统管投资机构的业务，提供大约1%的投资，分享20%左右的投资收益和相当于风险资本总额2%左右的管理费，但承担无限责任。有限合伙人负责提供风险投资所需的主要资金（大约99%），但不负责具体经营，分享80%左右的投资收益，只承担有限责任。

信托基金制指依据《信托法》、《风险投资基金法》等相关法规设立风险投资基金，再以信托契约方式将风险投资者（持有人）、风险投资基金管理公司（管理人）和受托金融机构（托管人）三者之间的关系加以书面化、法律化，约束和规范当事人行为。风险投资基金绝大多数为私

募,一般不象证券投资基金那样通过资本市场向社会公众公开募集资金。风险投资基金的所有者只承担有限责任。风险投资基金管理公司不是风险基金的所有者,只是按照基金契约的规定负责风险基金的运作管理,一个管理公司通常管理多个基金。基金托管人负责保管基金资产、执行基金管理人的投资指令并监督基金管理人的投资行为等。

风险投资基金依其组织形态不同可分为公司型和契约型基金,依其交易方式不同可分为封闭式和开放式基金。公司型与契约型基金的区别在于,前者要依据公司法成立基金公司,基金公司股东与基金公司之间是一种所有权关系,基金公司通常聘请基金管理公司(或顾问公司)对基金运作管理(也可由基金公司自己管理),二者之间是一种信托关系;后者通过基金契约发行受益凭证组建,基金主要发起人通常成为基金管理公司,基金持有人与基金管理公司之间是一种信托关系。封闭式与开放式基金的区别在于,后者的基金规模可以因申购或赎回而随时变动,以及没有预定的存续期限;前者则相反。

2. 治理机制比较。在三种法律组织形式中,有限合伙制具有最有效的激励和约束机制。其激励机制在于利益捆绑,普通合伙人即风险资本的经营管理者可得到管理费和利润分配。管理费一般以占所投风险资本额 2% 左右的比例收取,费率和可被计入管理费的项目均明确地写入协议中。利润分配一般为投资收益的 20% 左右。有限合伙制对经营者的激励方案是在契约中就予以明确规定,而且在整个存续期内不能改变的,这种激励方式和强度具有事先“内置化”的性质。在公司制下,尽管治理结构不断完善,也可以根据经营者绩效建立年薪制或股票期权等激励方案,但公司制中的激励方案要等公司成立后由董事会提出,经过股东大会审议批准,并且激励方案在公司永久的存续期内可以随时加以调整。

有限合伙制的约束机制在于:(1)作为管理者的普通合伙人也要投入占总额 1% 的资本,并且是唯一的无限责任承担者,其他合伙人则承担有限责任,与此同时赋予管理者分享 20% 左右投资收益的权利。这正是现代企业理论所认为的,企业的剩余索取权与控制权应尽可能匹配。倘若错误的投资决策致使企业资不抵债,那么管理者还要用自己的其它资产充抵,因此风险和收益变得更加对称。这就会极大地弱化管理者的道德风险问题,约束其随意性的投资行为。(2)由于合伙期限一般只有一个投资期,普通合伙人要想不断地筹集新的资金,就要努力保持自己的声誉,成功的业绩是显示普通合伙人能力的信号。除了通过内部收益率来衡量投资业绩之外,有限合伙人还可以通过横向比较来衡量投资的相对业绩。声誉也构成了一种约束机制。(3)为保护有限合伙人的利益,在合伙协议中,加入了给投资者优先回报的条款,这个条款规定在普通合伙人收到利润分配之前,允许投资者先收回某个固定比率的回报。为防止普通合伙人的过度风险投资,协议中还可规定单个项目的投资额占资本总额的最大比例。相比之下,公司制中的约束机制要弱些,主要是依靠董事会、监事会的监督机构和股东间的代理权竞争机制来更换、约束经营管理者。股权较分散的公司则主要依靠资本市场的敌意兼并收购等公司外部约束。

在信托基金制中,类似于有限合伙制,激励方案也事先内置于基金契约中,受托的基金管理人(基金管理公司)可得到固定比例的管理费和业绩报酬,但低于普通合伙人得到的报酬。在契约型基金中,由于基金持有人非常分散,因而,基金持有人大会往往流于形式,对管理者的约束主要依靠事先明确的契约。值得注意的是,开放式基金具有较好的激励约束机制。开放式基金的投资者可以按基金单位资产净值在规定的营业场所随时申购或赎回基金单位。如果基金管理人经营业绩不佳,随时都有可能遭致投资者大量赎回甚至清盘的可能,因此,开放式

基金的管理人面临极大的市场压力,必须勤勉理财,给投资者满意的业绩回报,否则可能随时遭到投资者的抛弃而减少长久的基金管理费收入。但是,由于风险基金投资期长,资本流动性差,因此多为封闭式基金。

在有限合伙制和信托基金制中,风险资本管理者都享有充分的支配权和决策权,凭个人素质和能力临机决断,因而决策程序较公司制简单灵活,资本运作富有效率,更加符合风险投资业的特点。

### 三、高新技术风险企业治理的有效性分析

风险资本供给方的有效治理固然重要,从整个社会的风险投资业来看,风险投资取得成功则要取决于风险资本的需求方,即高新技术企业的高速成长,高新技术风险企业的治理问题必须予以考虑。

1. 股权结构与经营激励。高新技术风险企业一般倾向于注册为有限责任公司。其股权结构可简单划分为物质资本与知识资本二者所占的股权比例。现代企业理论认为,作为物质资本的风险资本所有者与作为知识资本的高新技术成果所有者在签约组成企业之前都是平等的产权主体,都有平等的权利索取剩余,在组成的企业中谁拥有企业的控制权和剩余索取权或拥有多少份额,取决于双方谈判博弈时的力量对比和给定的制度环境条件。制度环境条件表现为法律和政府行政法规的有关规定,如我国《公司法》规定,无形资产在一个公司注册资本中不得超过 20%。1997 年国家科委和工商总局联合发出通知,国家认定的高科技产业,最高可以占到注册资本的 35%。1999 年 6 月上海市政府修订颁布的“新十八条”(《上海市促进高新技术成果转化的若干规定》)中指出,高新技术成果作为无形资产参与转化项目投资,成果价值占注册资本比例可达 35%,但合作各方另有约定的,可从其约定。高新技术成果作为无形资产的价值,需经具有资质的评估机构评估;也可经各投资方协商认可并出具书面协议,由工商行政管理部门办理登记注册。1999 年 11 月上海市工商局出台的《高新技术、人力资源、智力成果投资入股的规定》中,把无形资产从高新技术成果进一步拓展到人力资源,凡具有管理才能、技术特长或者有专利成果的个人,可以人才资源和其他智力成果投资入股,最高可达注册资本的 20%。由此可见,制度环境条件给出了当事人谈判时的策略空间。从国外情况看,高新技术无形资产占股权的比例,一般由双方谈判协商并使之契约化。

技术在企业中的重要性在于它的不可或缺性。在国外,风险企业家一般是技术发明人,他们在企业成立后继续提供的后续技术支持对企业的顺利成长至关重要。高新技术成果以无形资产入股为技术发明人提供了产权基础和激励机制。1994 年,美国大名鼎鼎的风险投资公司克莱因纳·伯金斯公司(Kleiner Perkins)与一个拥有名叫浏览器软件的 23 岁的年轻人合作,创建了网景公司,克莱因纳·伯金斯公司投资 500 万美元,只占有 25% 的公司股份。众所周知,网景公司开辟了因特网浏览器的崭新领域,取得了震撼世界的成就。在中国,随着“新经济”概念逐渐为人们所认识,一些上市公司通过参股风险投资公司或控股高科技类中小企业,介入风险投资领域。如 1998 年,五矿发展股份有限公司与一家民营软件开发公司共同组建五矿腾龙信息技术有限公司,五矿发展以现金入股,投资 90 万元,占 60% 股份;而原来这家民营公司的核心技术人员以其核心技术入股,占 40% 股份,新公司注册资本金为 150 万元。公司运作半年多后,公司注册资本金增加到 1800 万元,核心技术人员与五矿发展所持股份仍然保持原有比例不变。最近,上海一百出资 250 万元,投入一清华大学在校学生以其发明的成果

“视美乐”创办的公司,只占新公司 20%股份,协议规定,二期再投入 5000 万元之后,上海一百占 60%股份。

为保证在企业后续扩股融资中,无形资产所占股份的比例不被稀释,应把技术发明人所占股份比例写进合同里,确保其股份比例不变,以充分调动技术方的积极性。

政府的政策法规对风险企业的激励机制的形成也十分重要。如上海市政府制订的《上海市促进高新技术成果转化的若干规定》中就明确规定,高新技术成果作为股权投资的,其成果完成人可获得与之相当的股权收益。但是,凡属政府全额资助的项目,从项目实施之日起三年内,根据成果价值占注册资本的比例,可享有不低于该比例 60%的股权收益;之后三年,可享有不低于该比例 40%的股权收益。凡属企业自主开发的高新技术成果作为股权投资的,成果完成人根据成果价值占注册资本的比例,前三年可享有不低于该比例 30%的股权收益,后三年可享有不低于该比例 20%的股权收益。显然,对于高新技术风险企业的投资方和技术方约定的无形资产所占股权比例可不作上限规定,并且允许技术方获得与其股权比例相当的股权收益。即使是政府全额资助的项目或企业自主开发的成果,也保证了成果完成人可享受技术入股收益的一个最低比例。

2. 契约与约束机制。风险投资机构作为股东,与高新技术风险企业的经营者之间,在了解企业家的经营才能,投资项目的收益和风险情况等方面,存在严重的信息不对称。风险投资机构对风险企业经营者的监督约束主要通过:(1)定期参加企业的董事会议,查阅每月的财务报表,接触企业的管理人员、市场销售人员,了解企业的内部信息。(2)将风险资本分阶段投入风险企业。如果企业发展良好,再追加投资。若发现经营不佳,及时中断投资。这样可以限制企业家在传递个人和企业信息时的不诚实行为。(3)拥有充分的控制权,在必要时更换经营者。对于投资不成功的风险企业,在必要时实行清算方式退出企业,以避免拖延时间而造成更大损失。当然,在监督约束的同时,风险投资机构还常常帮助风险企业采取先进的管理方法和经营策略,选择正确的研究发展方向,制定合理的战略目标,从而保证风险企业的顺利成长。

风险投资机构对风险企业的控制权,主要不是靠股份比例,而是靠与风险企业签订的契约实现的。风险投资机构在风险企业所投的资本,可采取普通股、可转换优先股、可转换为普通股的贷款、附有认股权的贷款等投资形式,一般都采用普通股和可转换优先股的投资形式。拥有可转换优先股,既享有优先的剩余索取权,又可在风险企业运营良好、高速增长时转换为普通股。一般公司的优先股意味着优先分配利润和没有表决权,放弃对企业重大决策的参与。而风险投资机构在投入风险资本时,双方要签订契约,把大量防范风险、确保回报的条款列入契约,风险投资机构虽持有优先股,却享有参加董事会并参与重大决策的权利,享有对某些重大事项如企业产权转让、出售、上市等的完全否决权或超股权比例的否决权。风险投资机构对风险企业经营者的上述监督约束权利正是源自于双方签订的契约。由此可见契约的重要性。这就要求国家明确规定维护风险企业所签订契约的法律效力。

#### 四、我国政府在风险投资中的作用

国外风险投资发展的经验证明,良好的外部环境对促进风险投资发展至关重要。政府的促进作用不但体现在提供税收优惠、提供信贷担保和财政补贴、实行政府采购扶持、建立以发行和交易高科技风险企业股票为主的二板市场、企业产权交易市场等风险资本市场,而且体现在有关风险资本市场主体的制度建设方面。涉及风险投资机构和高技术风险企业的治理问

题的制度建设,应在以下几方面予以考虑:

第一,加快制订风险投资基本立法和配套法规,规范和推动风险投资业的运作和发展,保障投资者权益,促进高新技术产业发展。这些法规包括《风险投资法》、《风险投资公司法》、《风险投资基金法》、《海外风险投资管理条例》以及政府提供优惠政策的相应法规,等等。风险投资业的健康运行和持续发展离不开完备的法律制度,这是市场运作的基本规则。

第二,大力发展投资主体多元化的风险投资机构,形成以民间资本为主体的股本结构,改变现有的国有国营的风险投资模式。目前国内的风险投资机构的资本来源主要是中央或地方的财政拨款,科委系统的各类科技基金,一些信托资金和拆借资金等。即使采取股份制的,股东仍然是国有单位。研究表明,在风险投资这一风险极大的特殊领域,国有国营乃至国家控股模式存在着内生缺陷。由于国有股东的代表拥有企业的控制权(选择经营者的权利),但不拥有企业利润的剩余索取权(不承担企业经营风险),控制权与剩余索取权的不对称就会导致其自身激励不足和产生“廉价投票权”问题,难以选出真正具有风险资本管理才能的经营者,难以形成有效制约风险资本经营者的约束机制,难以彻底解决政企不分问题。这些内生缺陷决定了国有国营模式运作效率低下。

在现阶段,政府主要应以国有资本为引导、以优惠政策启动民间资本从事风险投资业。具体地说,风险资本可采取私募的方式,由各地高新技术产业开发区的创业中心作为发起人,提供5%左右的种子资金,吸收商业银行、保险公司、证券公司、企业、个人和海外资金入股,创业中心可代表政府给社会资金作部分担保。创业中心持股但不控股。风险资本的管理运作,采取董事会制,董事由主要股东担任。另外,政府应以优惠政策鼓励大公司从事风险投资。

第三,对于现有的以国有资本为主的风险投资公司,要借鉴有限合伙制经验,采用变通办法强化其激励约束机制,完善决策机制。如可以对风险投资公司采取税收优惠政策,减轻资产增值税负;给予经营者一定数量的股份期权,使其收益与公司绩效挂钩。

第四,在制订颁发风险投资基金法规的基础上,大力发展风险投资的信托基金制,改变一家风险投资管理公司只能管理一个风险基金的现有格局,改变基金成立与运作合而为一的模式。通过建立基金持有人、管理人、托管人三者相互制约、相互依托的市场化运作机制,通过强化对基金管理人、托管人资格和市场行为的监管,保障投资者利益,实现一家管理公司受托管理多个基金的信托基金制模式,充分发挥专业的风险投资管理公司在金融、管理、科技等方面的特长。

第五,在风险投资基金法规出台的基础上,修改现行的《合伙企业法》,或重新制订《有限合伙企业法》,以发展有限合伙制风险投资机构,实现投资合伙中主要投资者只承担有限责任、避免双重征税这两大目标。虽然有限合伙制在美国风险投资业是一种最成功、最常见、高效的风险资本组织形式,对美国高科技产业快速发展起到了重要的促进作用,但目前在我国仍不具备大力发展有限合伙制风险投资机构的基本条件。

第六,集中力量办好高新技术工业园区,建立各种类型的“孵化器”,为高新技术风险企业营造良好的运营环境。企业孵化器包括5大要素:共享空间、共享服务、孵化企业、孵化器管理人员、扶植企业的优惠政策。企业孵化器为创业者提供良好创业环境和条件,降低创业风险和创业成本,提高企业的成活率和成功率,帮助创业者尽快将成果产业化和形成规模。中国各地的高新技术创业服务中心,是在借鉴国外企业孵化器成功经验的基础上,结合中国国情于1985年开始建立并发展起来的,它以促进科技成果转化、培养高新技术企业和企业家为宗旨。

目前存在的问题主要有:管理队伍素质和条件装备与建设国家创新体系要求存在一定差距;各地发展不平衡;国家及地方投资力度不够,导致一些孵化器迫于生计不得不分散精力去创收。国家应考虑解决这些问题,以更好地促进高新技术风险企业的发展。

**主要参考文献:**

- [1]郭励弘. 风险投资的制度建设[J]. 经济社会体制比较,2000,(2).
- [2]何光辉,杨咸月. 风险投资、二板市场及多层次资本市场发展[J]. 财经研究,1999,(5).
- [3]刘曼红. 风险投资:创新与金融[M]. 北京:中国人民大学出版社,1998.
- [4]上海证券交易所、人民日报华东分社. 上市公司[R]. 1999(11).
- [5]徐洪才. 投资基金与金融发展[M]. 北京:中国金融出版社,1997.
- [6]张维迎. 企业的企业家—契约理论[M]. 上海:上海三联书店,1995.
- [7]Gladstone, David; Venture Capital Handbook [M]. Englewood Cliffs, N. J. ,Prentice Hall,1988.
- [8]Sahlman, William A. : The Structure and Governance of Venture Capital Organizations [J]. Journal of Financial Economics, Vol. 27 Oct. 1990, pp. 473—521,1990.

## Venture Capital :An Analysis Based on the Mechanism of Governance

DOU Jian-min

*(Financial and Economics Research Institute , Shanghai University of  
Finance and Economics ,Shanghai ,China , 200433)*

**Abstract:** This thesis briefly describes the operating process of venture capital, mainly analyzes the governance of venture capital organizations and hi-tech enterprises, and finally puts forward some proposals for the institutional establishment for venture capital, which includes formulating the relevant laws and regulations, developing the private venture capital organizations and trust fund, improving the governance of the present venture capital organizations by using the merits of limited partnership, and creating better environment to promote the growth of hi-tech enterprises.

**Key words:** venture capital organization; hi-tech enterprise; mechanism of the governance; policy proposal