

■比较法

# 对我国采取有限合伙创业投资的质疑

陈业宏, 文 杰

(武汉大学 法学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 陈业宏(1963-), 男, 湖北武穴人, 武汉大学法学院博士后, 华中师范大学政法学院教授, 主要从事投资法、国际经济法研究; 文 杰(1976-), 男, 湖北公安人, 武汉大学法学院法律系博士生, 主要从事民商法研究。

[摘 要] 美国采用有限合伙制是因为其有限合伙机构不需缴纳所得税, 创业资本主要来源于享有免税资格的机构投资者, 有大批合格的创业投资家, 且社会鼓励冒险、创新。我国目前不能盲目效仿美国采用有限合伙制发展创业投资, 而应根据经济、法律和社会文化环境等国情, 采用股份有限公司制创业投资机构。

[关键词] 创业投资; 有限合伙; 股份有限公司

[中图分类号] D922 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2004)03-0425-05

创业投资组织形态在创业投资机制中至关重要, 我国学界大多主张仿效美国, 建立有限合伙制创业投资机构, 我们对此不敢苟同。本文拟在考察美国采用有限合伙制创业投资机构原因基础上, 质疑我国效仿美国建立有限合伙创业投资机构的主张, 并就选择股份有限公司创业投资机构的有关问题略陈管见, 以期对我国创业投资立法有所裨益。

## 一、美国推行有限合伙创业投资机构之原因

美国是将有限合伙与创业投资结合起来, 且运作较成功的国家。我们以美国为例, 阐述采用有限合伙制创业投资机构的原因。

1. 判例法为有限合伙的产生与发展提供了法律契机。1822年, 美国纽约州制定了第一部有限合伙法。随后, 其它各州跟进, 相继制定了有限合伙法。当时美国公司法已产生, 但因判例法对有限责任产生不信任, 实行严格的核准设立主义, 公司营业执照的申请非常难, 从而为有限合伙的迅速发展提供了法律契机。1916年, 美国制定了《统一有限合伙法》。尽管有限合伙制产生较早, 但美国并未从一开始就将有限合伙与创业投资结合起来。直到1958年, 才创立了第一个有限合伙创业投资机构, 而有限合伙创业投资机构成为主流则是在20世纪80年代以后。

2. 有限合伙是免税主体。依美国法律, 有限合伙制无需缴纳企业所得税, 只缴纳个人所得税。这大大降低了企业经营成本, 成为选择有限合伙制的首要原因, 也是有限合伙制创业投资获得成功的主要原因。

3. 其创业资本主要来自于机构投资者, 且机构投资者为免税实体。美国通过修改法律使机构投资者逐渐成为主流, 以机构投资者为主的创业投资者和创业投资家找到了新组织形式——有限合伙<sup>[1]</sup>(第45-46页)。机构投资者作为有限合伙人不缴纳资本所得税, 从而避免了双重征税。这是其有限合伙制迅速发展的重要原因。

4. 高素质创业投资家的存在。经长期实践,美国已产生了一大批有丰富投资经验、技术水平高、个人资本充足又敢于冒险的创业投资家,这为美国创业投资提供了人才基础。

5. 良好的市场信用和约束机制的存在。因美国创业投资家个人信用良好,且拥有相当的个人资产,有限合伙制能通过投资者、创业投资家和创业企业家之间责、权、利的基础制度安排和他们之间一系列激励与约束机制来有效降低代理风险,保障投资者的利益。

## 二、我国现阶段不能建立有限合伙制创业投资机构

我国学界普遍主张效仿美国采用有限合伙制创业投资机构,主要理由是:有限合伙制能将激励与约束机制有效结合;没有双重征税,可刺激投资者积极性;它在美国获得了成功;有利于融资、可解除法律对技术出资的诸多限制和为创业投资提供便捷的退出通道等<sup>[2]</sup>(第 83 页)。但笔者认为,我国现阶段不能建立有限合伙制创业投资机构,其原因如下:

### (一)我国现阶段不能克服有限合伙制本身固有的缺陷

1. 有限合伙制规定由普通合伙人行使管理决策权,并以协议的形式来约束创业投资家,很难防范创业投资家滥用权利。在创业投资企业里,创业投资家掌握着生产经营决策的各种权利。而有限合伙制仅以协议形式规范投资者和创业投资家的权利义务,对创业投资家没有完善的监督约束机制,不能有效约束创业投资家的行为。这一点在我国显得尤为突出。因为依照合伙契约,有限合伙人只出资分享利润,而不参加管理,管理和决策权则由普通合伙人行使,管理形式也较简单。这种权利义务安排虽有利于创业投资家不受外界的掣肘而果断做出决策,提高管理效率,但由于作为内部管理人的创业投资家与外部投资者之间存在严重的信息不对称,协议对创业投资家的管理行为无法做出完备的约束性规定,加之没有内部监督约束机制如监事会、董事会等,很容易导致创业投资家损害投资者利益。

2. 有限合伙制要求普通合伙人承担无限责任,而我国创业投资家普遍缺乏承担法律责任的物质基础。有限合伙制要求创业投资家具有承担无限责任的能力,一旦投资失败,创业投资家就应当将其数额较大的个人资产拿来承担无限责任。但在我国,作为技术人员或管理人员的创业投资家往往个人资产不多,就是这有限的财产还可通过承担责任前的转移来逃避法律责任,最后真正受害的是投资金额较大且数量众多的创业投资者,特别是以国有资产为主要创业投资资本的国家。

3. 有限合伙的寿命期短、稳定性差,不利于筹集巨额资金。有限合伙一般存续期限不长,且有限合伙人可随意转让合伙权益,与普通合伙人协议终止合伙。这样一方面难以稳定地获得高额利润;另一方面,还会使那些潜在的创业投资者对有限合伙制创业投资机构丧失信心。正因为如此,有限合伙一般只是创业投资项目在运行初期采用的法律形态,在项目成型并取得一定效益之后,必然要转化为有限责任公司或者股份公司,寻求股票上市以达到获得高额利润和融资的目的。

4. 有限合伙是建立在高度市场信用基础之上的,这是我国目前所较为缺乏的。有限合伙具有较强的人合性,投资者的投资主要是建立在对创业投资家的人身信任基础之上的。而在我国普遍存在投资者对创业投资家的人身信用状况不了解的情况。另外,在我国由计划经济向市场经济转轨时期,市场主体之间缺乏应有的信用。因为长期以来我们的社会资源配置是靠行政命令、计划调拨来实现的,根本就没有注意培育市场信用。

### (二)我国缺乏实行有限合伙制的经济和社会基础

1. 缺乏成熟而富裕的机构投资者和个人投资者。在国外,有限合伙制创业投资通常都有数量较多且投资理念成熟的机构投资者和富裕且有风险承担能力的个人投资者参与。以美国养老金为例,其很早就实行养老金基金制,积累了巨额养老基金,但不许养老基金进入创业投资领域。直到 1978 年才允许养老基金进入创业投资领域,使养老基金成为其当今创业投资领域的主要资金来源<sup>[3]</sup>(第 98-99 页)。但我国却欠缺成熟的机构投资者和个人投资者。我国创业资本目前主要来自于政府财政拨款和银行政策性贷款。真正意义上的养老基金在我国建立的时间不长,数量过小。另外,养老基金自组建以来被大量

挪用或流失,收缴率每况愈下,加之“提前退休、退养”的政策把大量的下岗分流职工推入退休群体,骤然增加养老金支出,使得养老基金处境更加艰难。国有商业银行虽吸收了大量的居民存款,但大多数是活期存款同时银行还存在着大量不良资产。慈善机构所接受的捐赠款在我国几乎可忽略不计。国有企业亏损较多,尚不具备创业投资的能力;民营企业因缺乏政策引导,也很少向创业投资领域投资。

2. 缺乏合格的创业投资家。在有限合伙制中,创业投资家起着关键作用,因为一要靠其有效地吸引投资者投资,二要靠其运作创业资金。创业投资家须具备网络知识、专业知识、管理技能和分析判断能力,有较好的市场信用,能胜任有限合伙制创业投资机构的需要。可以说,没有高素质的创业投资家,就不会有有限合伙制创业投资机构的产生和发展。而从我国目前情况看,合格的创业投资家尚十分缺乏。

3. 缺乏冒险精神和创新的社会文化环境。美国是一个高度个人主义的国家,具有强烈的冒险精神和创新意识,且对风险和失败具有高度的忍耐性。出于获得创业成就感和追求巨大回报的内在文化动力,美国许多优秀管理人才投身于充满风险和机遇的创业投资行业<sup>[1]</sup>(第46页)。在我国传统文化中,有“安分守己”、“成者为王败者为寇”等特征,在这种文化环境下,无论是投资者还是创业投资家,常常会瞻前顾后、缩手缩脚,不愿冒有限合伙带来的风险。我国这样的社会文化环境尚不适合有限合伙制创业投资的成长。

### (三)我国建立有限合伙制创业投资机构存在法律障碍

1. 《民法通则》和《公司法》明确排除有限合伙制。《民法通则》中关于合伙组织问题,规定全体合伙人对合伙债务承担无限连带责任。《公司法》仅规定了有限责任与股份有限公司两种组织形式,没有规定有限责任与无限责任并存的两合公司。这两部法都明确排除了有限合伙制。值得一提的是,九届全国人大常委会第31次会议首次审议的《民法典(草案)》也没有提及有限合伙。

2. 《合伙企业法》的障碍。如该法第5条规定,合伙企业在其名称中不得使用“有限”或“有限责任”字样;第8条规定,所有合伙人“都是依法承担无限责任者”,这就排除了部分合伙人承担有限责任的合法性。第19条规定:“合伙企业的财产由全体合伙人依照本法共同管理和使用。”此规定使资金由部分合伙人进行管理和使用成为不可能。

3. 现行金融立法的障碍。即限制机构投资者成为有限合伙人。如《商业银行法》规定银行只能从事吸收公众存款、发放贷款、办理结算等业务,禁止向非银行金融机构和企业投资;《保险法》规定保险公司的资金运用只限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其它资金运用形式,不得用于设立证券经营机构和向企业投资;《企业职工养老保险基金管理规定》也规定基金的结余款只能投资于银行定期存款、购买国库券等,不得从事直接放款、经营企业、投资股票买卖以及提供担保等业务。

4. 税法上双重征税的困扰。美国所得税法只将自然人和法人作为独立的纳税主体,对非法人经济实体,大都不将其作为独立的纳税主体,而是由其业主缴纳个人所得税;有限合伙组织因不具备法人资格,因此,法律并不要求有限合伙组织缴纳企业所得税<sup>[4]</sup>(第121页)。但在我国,合伙企业尽管不具有法人资格,却仍然要与企业法人一样缴纳相同的企业所得税;同时,作为创业投资者的个人还要缴纳个人所得税,双重征税制约了创业投资者的积极性。

5. 产权约束机制的缺乏。从发展的眼光来看,有限合伙制将是我国创业投资的重要组织形式。但在现阶段采取有限合伙制,会因缺乏对创业投资家的有效监督约束机制,有限合伙人权益得不到有效保障,尤其在当前大部分创业资本为直接国有或终极国有的情况下,很有可能导致大量国有资产流失。

## 三、我国应建立股份有限公司制创业投资机构

### (一)我国选择股份公司制创业投资机构的可行性

1. 股份公司制有其独特优势。一是资金来源广泛。股份公司通过公开发行股份的方式筹集资金比有限合伙制以协议方式吸引投资者投资要广泛得多。二是组织结构较为规范。它一般设有股东大会、董事会和监事会,这种规范的、完整的组织结构增强了投资者对所投资金的约束。三是公司制的创业投

资企业稳定性强,可增加潜在投资者对其的信心。股份公司制的这些优势在我国更加具有现实意义。因为我国现行立法限制商业银行、保险公司和养老基金等机构投资者进入创业投资领域,众多的个人投资者、非金融企业以及外商无疑成为创业投资吸引的对象,采取稳定性较强的合资性股份公司制比采取稳定性较差的、人合性有限的合伙制更有利于广泛吸引投资。

2. 在实践中,股份公司制是我国创业投资的主要组织形式。据有关资料显示,迄今为止,我国成立的创业投资机构中,除极少数企业采取有限合伙制外,绝大多数都采取股份公司和有限责任公司形态。因此,我国建立股份公司制创业投资机制是有实践基础的。

3. 公司制度的发展是现代企业制度的主流。“有限责任”作为公司的优点使其一直经久不衰,其稳定性、操作规范性的优点让投资者信赖。

4. 受我国传统社会文化环境的影响,采取股份公司制,使投资者与创业投资家都只承担有限责任,也有利于创业投资的发展。

## (二)对我国建立股份公司制创业投资机构的几点建议

1. 修改《公司法》的有关规定。如《公司法》第 12 条规定:“公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资的,除国务院规定的投资公司和控股公司外,所累计投资额不得超过本公司净资产的百分之五十。”这限制了创业投资的资金来源,建议予以修改,对创业投资不适用。第 25 条规定:“股东应当足额缴纳公司章程中规定的各自所认缴的出资额。”第 78 条规定:“股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额。”这种法定注册资本制既不符合创业资本分阶段投入的特点又易造成创业资本的闲置,无法保障创业企业的后续资金来源,建议改为折衷注册资本制。第 24 条规定:“以工业产权、非专利技术作价出资的金额不得超过有限责任公司注册资本的百分之二十。”这一规定限制着技术入股的比例从而也间接限制了创业投资。尽管《关于促进科技成果转化的若干规定》将此调整为“以高新技术成果向有限责任公司或非公司制企业出资入股的,高新技术成果的作价金额可达到公司或企业注册资本的 35%,另有约定的除外”,但这个比例的提高并非实质性改进。建议由出资各方协商确定,立法上不必做出强制性规定。第 147 条规定:“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起三年内不得转让。公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份,并在任职期间内不得转让。”第 149 条规定:“公司不得收购本公司的股票。”这使得股份不能自由流通,创业投资有可能演化成实业投资,有违创业投资的实质。因而,在修改公司法时,应对此做出灵活的安排,可规定其不适用于创业投资。

2. 制定《创业投资公司法》作为《公司法》的特别法。笔者认为,我国除了已制定出的《中小企业促进法》、《政府采购法》、《证券投资基金法》等,还应当制定出《创业投资法》、《创业投资基金法》、《保险投资基金法》、《养老基金投资法》和《创业投资公司法》等一整套创业投资法。其中,《创业投资公司法》应规定创业投资公司的设立、组织机构、创业资本的筹集及投资范围、程序等内容。

3. 聘请专家组成委员会介入创业投资公司。创业投资公司应当聘请投资、金融等领域的专家组成委员会,在董事会授权范围内负责管理资金及投资事务。所有重大的投资决策活动均应由专家委员会共同投票决定。所聘请专家的报酬应由工资和奖励两部分组成,具体数额应由董事会根据公司的经营业绩来确定,并可考虑采取分配股票的方式。这样,首先保证了投资管理的独立性和专业性,保证公司经营以市场为导向;其次,通过专家的集体决策,使专家们在能力上形成互补,从而增加了投资的准确性,也弱化了个人权利,减少了代理风险;最后,能激励专家积极工作,使专家持有公司一定数量股票,还可防止专家投资的随意性和保证公司经营的长期性。

4. 健全公司内部监督制约机制。董事会在授权专家委员会经营时,应对投资的范围和数额进行一定的限制。在该范围之外或超过一定数额的项目,应由董事会决策,以保证重要决策的慎重,从而减少风险。此外,监事会应主要由投资者代表组成,负责对董事会的管理和投资活动进行监督,维护众多投资者的利益。具体履行职责时,可考虑聘请会计师、律师等人士参加,协助提高监督的有效性。

5. 克服公司制创业投资机构的不足。(1)可进行税制改革,将创业投资公司的所得税和投资者的个人所得税两税合一,避免双重征税。(2)对公司制创业投资机构给予税收减免鼓励,特别是给予一定时

期的免税。(3)增强内部激励机制。创业投资公司可在聘任创业投资家时,与其签订一个基于业绩可让其获得不超过总收益20%报酬的合同。(4)可在公司章程中明确规定公司的存续期。股东会可以增资决议方式分阶段投资,并且在股东对创业投资家不满意时,允许股东拒绝增资,使信息不对称和道德风险问题得到一定程度的解决。

### [参 考 文 献]

- [1] 姚佐文,陈晓剑.有限合伙制创业投资公司的形成原因与治理机制分析[J].中国软科学,2001,(10).
- [2] 王肃元,任尔昕.我国合伙法律制度的现状及检讨[J].中国法学,2003,(1).
- [3] 陈治东,赵运刚.论中国创业投资的法律制度[J].中国法学,2000,(6).
- [4] 国家财政部税收制度国际比较课题组.美国税制[M].北京:中国财政经济出版社,2000.

(责任编辑 车 英)

## On Adopting Venture Capital of Limited Partnership in China

CHEN Ye-hong, WEN Jie

(Wuhan University Law School, Wuhan 430072, Hubei, China)

**Biographies:** CHEN Ye-hong (1963-), male, Post-doctoral researcher, Wuhan University Law School, majoring in investment law & international economic law; WEN Jie (1976-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Law School, majoring in civil & commercial law.

**Abstract:** Adopting limited partnership system in America is because that limited partnership organization need not pay income tax, venture capital mainly comes from the organization investors who enjoy duty-free qualification, there are large quantities of competent venture investors, and the society encourages taking risk and innovating. Our country should adopt venture capital organization of the joint-stock company system according to national conditions, such as economy, law and social culture environment and etc.

**Key words:** venture capital; Limited partnership; Joint-stock company