

外资风险投资资本的市场准入及相关问题探讨

刘志云¹, 郑鲁闽²

(1. 厦门大学国际经济法研究所, 福建 厦门 361005; 2. 建设银行福州城东支行, 福建 福州 361003)

[摘要] 先对外资风险投资资本进入中国风险投资市场的情况进行简单评介, 然后对外资风险投资资本进入中国的法律障碍及克服、组织形式选择以及税收问题等作出深入探究, 以求构造科学的外资风险投资资本的市场准入机制。

[关键词] 风险投资; 外资风险投资; 风险投资市场

[中图分类号] F832.48 [文献标识码] A [文章编号] 1006-6160(2002)03-0193-05

A Research on Market Entry Permission of Foreign Venture Capital and the Related Issues

LIU Zhi-yun¹, ZHENGLu-min²

(1. International Economic Law Institution of Xiamen University, Xiamen 361005, China; 2. East-city Branch of Fuzhou, Bank of Construction, Fuzhou 361003, China)

Abstract: The author argues the regulations about market entry permission of foreign venture capital which has taken effect is a important factor, the defects of which have hindered boom. So the author suggests there are many aspects which have to be reformed in the regulations about market entry permission of foreign venture capital, including the approval market entry permission of foreign venture capital, the choice of fund formation, the preferences in tax, and so on.

Key words: venture capital; foreign venture capital; the market of venture capital

一、外资风险投资资本进入中国风险投资市场的情况及存在的问题

自1986年,中国第一家股份制风险投资公司——中国新技术创业投资公司成立以来,中国风险投资业在政府推动下获得了快速发展。截至目前,中国已约有180家风险投资公司,操纵着超过150亿元人民币的风险资本。其中有120家是内资公司,60家是外资公司^[1]。外资公司占据1/3强的数字似乎已说明外资风险投资资本(以下简称外资风险资本)在国内风险投资的发展中所起的举足轻重的地位,但其发展却一波三折。

沿着互联网发展高潮前、中、后的轨迹,我们

可将在中国的外资风险投资分为三代:1998年互联网狂热前进入中国者为第一代;1998至2000年在互联网狂热期进入中国者为第二代;2000年互联网低潮基本确认至今进入者为第三代。这三代外资风险投资进入中国早晚不一,特点也各异:第一代进入中国最早,占尽先机,相比之下,它们对中国的市场最了解,操作也最娴熟。它们在中国甚至创造了超过其本土的声望。现在,这一代已进入退出期,并且已有成功退出的案例。如美国的IDG技术创业投资,其金蝶软件已在香港成功上市;投资600万元人民币的东方通科技也在不到一年时间内以1500万元的价格转让其全部股

[收稿日期] 2002-04-24

[作者简介] 刘志云(1977-),男,江西瑞金人,厦门大学博士研究生。

权,收益率超过 150%。第二代受盈科神话、中华网奇迹和亚信传奇故事的感召,蜂拥而入。如美国的 CYBERCITY 和香港的明珠兴业。相比之下,他们的投资力度最大。虽对中国互联网事业的推广和风险投资概念的普及作出了很大贡献,但受短期利益的驱使,疯狂“烧钱”,因此作为风险投资,他们不能算成功^[1]。虽有第二代外资风险投资在中国市场不尽如人意的“前车之鉴”,但中国庞大的市场潜力与高新技术强劲发展势头并没妨碍外资风险资本继续进入中国风险投资市场。据 2001 年 11 月 27 日《羊城晚报》报道,截至 2001 年 8 月,深圳创业投资中的境外创业资本折合人民币 13.24 亿元,其中外商独资创业投资机构 12 家,合资机构 3 家。它们绝大部分成立于今年。在第三届深圳高交会期间,来自美国、日本、新加坡等国家和我国台湾、香港地区的创业投资机构又与深圳创业投资机构签订了涉及数十亿元人民币的合作项目协议。其中美国新高登创投与深圳一家创投机构合资设立的投资基金,首期规模为 5 000 万美元,第二期规模为 1 亿美元;另一家从美国硅谷成长起来的全球性孵化加速器公司与中方共同设立规模为 2 亿美元的基金;基金目标规模在 100 亿日元的一家日本创投机构则委托中方作为其投资管理人;新加坡第一大银行也与中方共同发起设立了规模为 5 000 万美元的创业基金。据了解,目前还有很多与境外机构的合资合作项目正在洽谈中,并将于近期签署正式协议。不过有了前两代外资风险投资的经验和教训,第三代外资风险投资更多了一些冷静和谨慎。它们大多以基金的形式出现,这很可能代表外资风险投资的未来发展趋势。

尽管外资风险投资在中国已达到一定的规模,但与中国风险资本的实际需求与到处寻觅商机的国际风险游资的庞大数量显然不对称。到目前为止,境外实际投入境内风险投资项目的资金也只有 6~10 亿美元,而美国去年就达到 600 亿美元。同时,与“朝阳产业”不相符的是,外资风险投资这几年在国内出现大面积亏损。这种局面显然与其过分关注互联网和初期水土不服有关,但国内起保障和引导作用的有关风险投资领域的法律制度缺漏显然是根本原因。专家指出,外资风险投资在中国的遭遇比本土化的风险投资还要艰难,它们除了面对本土风险投资家所面对的障碍外,还要受到外资法的限制。海外风险投资进入中国投资的目的并不在于办实业、生产产品并创造利润,它们投资的产品恰恰是不断升值的企业产权,并且在产权交易的过程中实现收益。而在

目前,中国缺乏相关法律对这种游戏规则的确切确认。许多得不到许可证的海外风险投资公司只有打擦边球:到海外注册公司,在中国寻找机会。利用高速增长并不断创新的中国机会,借助海外成熟且有保障的产权市场,来艰难运行它们的游戏规则。举一个不恰当的例子,由于在中国没有法律的保障和健全的退出机制,海外的风险投资家只好把自己辛辛苦苦在中国培养并发展起来的企业偷到海外变现^[2]。这种风险投资经营模式的大部分都要在海外完成,而在中国做的只是其中一个环节,所以,根本还谈不上在中国发展真正意义上的风险投资业。

事实上我国政府也觉察到这一点,近几年加快了风险投资领域的立法工作,其中关于引导与规范外资风险资本的市场准入与相关问题的立法显然走在前列。当然,由于立法经验的欠缺与疏忽等因素的存在,还有许多不尽如人意之处。

二、外资风险资本进入中国风险投资市场的法律障碍及其克服

我国现有法律的不健全显然是制约风险投资发展的最大瓶颈。这既表现为目前有些规范风险投资的专门法律还是空白,如没有制定《风险投资基金法》《风险投资管理条例》等关于风险投资的行业法规,风险投资的运作无法可依;同时也表现为现有的许多法律与风险投资的要求存在矛盾,如《公司法》规定,公司设立采取实收资本制,即公司的资本为公司股东实缴的资本,这一规定就没有考虑风险投资的特殊性,使风险投资公司的风险资本运作困难。同时《公司法》又规定,公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资时,累计投资额不得超过本公司净资产的 50%。按照这一规定,公司募集的风险资本,也得有 50% 闲置在那里,这对风险投资公司又构成资本利得压力。另外,《合伙企业法》排斥有限合伙制度,风险投资机构成立时,只能采用已被国际风险投资实践证明最无效率的公司制模式。

为引进国外风险投资资本及风险投资方面的先进管理理念、经营模式、投资战略、管理人才等,国内最近针对外资风险资本的市场准入方面的立法无疑比针对国内风险投资的立法先行一步,其表现是对上述风险投资发展法律瓶颈的率先突破。根据对外贸易经济合作部、科学技术部、国家工商行政管理总局联合颁布、并于 2001 年 9 月 1 日施行的《关于设立外商投资创业投资企业的暂行规定》,允许外国投资者单独或与中国的公司、企业或其它经济组织合作,在中国境内设立以创

业投资为经营活动的外商投资有限责任公司或不具有法人资格的中外合作企业。该《暂行规定》第七条规定：“投资者可以根据合同的约定分期缴纳出资。首期出资不得低于各自认缴出资额的15%，且应当自外商投资创业投资企业营业执照签发之日起3个月内缴清。其余出资应自外商投资创业投资企业营业执照颁发之日起3年内全部缴清。”同时第十二条规定，允许其在国家鼓励和允许外商投资的高新技术领域及国家批准的其它领域以全部自有资金进行投资。这相对于公司法即时实缴资本制与对外投资50%的自有资本限制显然是一大进步，但仍然缺乏对风险投资的特殊性质考虑。在国外，风险投资公司大多采取承诺制，即风险资本提供者在设立风险投资公司时，并不需要全额投资到位，只需要拿出少量资金组建风险投资管理公司，对风险投资管理公司作出投资承诺，待风险投资管理公司选好投资项目之后，投资者才向所选择的投资项目投资。这样就避免了在风险投资公司选好投资项目进行投资之前（往往是很长时间），风险资本无效率闲置，其资本利得的压力迫使一些风险投资公司作非风险投资的考虑。而《暂行规定》的3年的法定限制显然埋下发生上述问题的伏笔，与承诺资本制存在差距。但考虑到防止外商虚假出资的投机可能，笔者认为各国公司法晚近发展的折中资本制对规范外商风险投资公司比较适宜，即规定公司成立时必须缴足注册资本的法定比例，而其余数额可由公司股东会在公司实际发展需要时作出募集决定，这显然有利于解决上述问题。

另外，《暂行规定》第十三条规定外商投资创业投资企业不得贷款进行投资，这实际上严重制约了风险投资资本的筹资渠道，因为在国外风险投资公司确定投资项目后向银行贷款是很流行且有效率的做法。《暂行规定》作出的这一规定与《商业银行法》有关禁止贷款人用银行贷款进行股权性投资的规定相吻合，似乎是为银行业务的安全性考虑，但实际效果是制约了银行业务与投资业务的扩张，有悖于风险投资的客观运作规律，最终是对渴求风险投资资本注入的高新技术企业发展的扼杀。实际上为确保银行业务的安全性只需在贷款担保方面作出较严格要求即可。同时，该条款还规定外商投资创业投资企业不得用非自有资金投资与提供贷款担保，这同样制约了外资风险投资企业的业务拓展，因为风险投资企业受托管理其他风险投资基金及提供贷款担保是其主要业务之一。这些都需要立法者作出改进，因为法律的高效率与低成本目标的实现在于对经济生活

的疏导或促进而不是堵塞。

《暂行规定》第二条规定，外商投资创业投资企业的组织形式可以采取有限责任公司或不具有法人资格的中外合作企业形式，其中中外合作企业形式与有限合伙制有某些相似之处，表现在《暂行规定》对其经营方式的灵活规定上。《暂行规定》第十五条规定：“以不具有法人资格的中外合作企业形式设立的外商投资创业投资企业，投资者可以在合作合同中依据国际惯例约定内部收益分配机制。以有限责任公司形式设立的外商投资创业投资企业，投资者可以在章程中依法约定给予管理人员的业绩报酬。”同时第十六条规定：“以不具有法人资格的中外合作企业形式设立的外商投资创业投资企业的投资者可以在合作合同中约定至少有一名投资者对外商投资创业投资企业的债务承担连带责任，其他投资者以其认缴的出资额为限或按合作合同约定承担责任。”这种规定表明不具有法人资格的中外合作风险投资公司的运营模式可选择接近国际风险投资业占主流的有限合伙制，从而避开《合伙企业法》对风险投资采用有限合伙制运作的限制。但美中不足的是《暂行规定》这种立法只能造就不具有法人资格的中外合作风险投资企业的内部治理结构“接近”国际流行的有限合伙制，原因在于它不仅存在享受有限合伙制的税收优惠时的限制（将在后文分析），也不能完全利用有限合伙制的灵活治理机制。事实上我国早已不是投资资金短缺国度，引进外资风险资本的更本质意义不应盯住资本本身，而应在于能娴熟操作风险投资机制的外国风险投资家的先进经验与管理理念，并利用其在国际市场上寻找风险投资资本推出的高效途径。但《暂行规定》对外资风险资本家25%的资本下限规定，注定了吸引外国风险投资家进入中国的有限性。在成熟的美国《有限合伙法》中，作为普通合伙人并承担管理责任的风险投资家只要出资1%即可。而《暂行规定》显然是套用我国传统外资立法对外资25%下限规定的模式，却忽略了风险投资业需要建立对风险投资家有效激励制度的特殊性，立法的无效率性可见一斑。

三、外资风险资本进入中国风险投资市场的组织形式选择

国际风险投资领域流行的风险投资的组织形式是公司制、有限合伙制和信托基金制。在美国，有限合伙制约占风险投资组织总数的80%，信托基金制约占总数的19%，公司制只占1%。我国目前包括内外资风险投资企业几乎都是采取公司

制形式,但按照《暂行规定》第二条,外商投资创业投资企业的组织形式可以采取有限责任公司与不具有法人资格的中外合作企业形式(其中中外合作企业形式与有限合伙制接近)。而对于外资参股或独资的信托制基金,目前尚无专门立法调整,必须依照信托法律规范与外资法律规范运作。

从风险投资组织的内部架构来说,不管采取何种组织形式,都必须首先解决风险资金提供者与风险投资运作者(风险投资家)之间的关系。他们之间,实质上是一种产权委托—代理关系。在这种关系中,应该解决好代理积极性(激励机制)和代理成本(约束机制)两方面的问题。与此同时,这种组织制度安排还应该保障运行费用较低,并且使代理者与被代理者在运行成本方面的信息尽量对称^[3]。而有限合伙制与公司制比较,无论是从激励机制还是约束机制以及运行成本控制的角度看,都显然略胜一筹。下面以美国《统一有限合伙法》及相关法律为例举证:

第一,从激励机制看。有限合伙制通常规定,普通合伙人出资1%,承担管理责任,并取得基金总额2%左右属管理费性质的固定报酬和投资收益20%左右的可变报酬;有限合伙人出资99%,而取得风险投资收益的80%回报,不承担管理责任。这种制度安排,比较充分地考虑了对风险投资家的利益激励,为了追求自身利益,风险投资家将尽全力争取成功。相反,在公司制下,尽管可以通过利润分成来激励风险投资家努力工作,但这种分成很难达到20%。

第二,从约束机制看。有限合伙人可以通过合伙人协议条款限制普通合伙人从事某些损害投资人利益的投资活动。如分阶段投资、组建特别咨询委员会、限制普通合伙人联合投资等。有限合伙人在非常情况下通过投票权达到多数时撤换某普通合伙人或以提前终止合同方式来及时地保障自己的权益。因而在有限合伙制中,代理人风险呈极弱化状态。但在信息不对称也难以完全对称的情况下,公司股东是无法有效控制代理人的道德风险的,若大股东对风险投资家的权力进行约束,股东亲自参与重大事项的决策,又对风险投资家的积极性产生抑制作用,同时还会因决策程序复杂而难以满足风险投资活动的效率要求。^[3]

第三,从运行成本控制看。对于基金的投资者而言,有限合伙十分有效地降低了基金的运作成本,在美国等发达国家对不具有法人资格的合伙企业只征收投资者的个人所得税,从而避免采取公司制时所负担包括个人所得税与企业所得税在内的双重税负。另外,由于有限合伙是一种自

由合同关系,当事人可以通过协商约定双方都满意的权利义务条件,即可以通过合理确定风险投资家从基金中抽取的固定比例(通常为基金总额的1%~3%),来事先固定其成本,因而管理费用也是可控制的。但公司制却很难对日常管理费用进行有效控制,因为在有关公司的法律规定下,股东采用固定费用的方式支付风险投资家的报酬的方式会受到很大约束。

由此可见,在目前中国法律环境下,外商风险投资机构使用不具有法人资格的中外合作企业形式是上佳选择,虽然此种形式与真正法律意义上的有限合伙制还有差距,但其在权责方面的可灵活设计性决定比公司制更具吸引力。

对于外商投资信托制风险投资基金模式,在中国目前的风险投资法律环境下不是上佳选择。原因有以下几点:(1)目前中国风险投资市场缺乏专业化程度高的风险投资管理公司或管理人才,这是制约风险投资基金发展的重大瓶颈;(2)目前中国风险投资基金只能采取私募方式;(3)在一些法律规章或地方法规中已规定对风险投资企业的各种优惠,但覆盖信托制风险投资基金的却不多;(4)与有限合伙制相比,信托制风险投资基金的运行效率差;(5)目前专门针对外商投资信托制风险投资基金的规定尚未出台,法律引导性与可预见性欠缺。从实践看,虽然目前有些外国风险投资公司或风险投资管理公司以“风险投资基金”形式进入中国,但实际上真正用信托制的却不多。

四、外资风险资本进入中国风险投资市场的税收问题

这实际上包括对外国风险投资者、外资风险投资企业、外资风险资本所投资的企业税收问题,涉及所得税、营业税、关税、印花税等方面,但以所得税为重。按目前税法,外国风险投资者取得的来源于中国境内的利润、利息、租金、特许权使用费和其他所得按20%的税率征收预提所得税;外资风险资本所投资的高新技术企业除享受国家与地方对高新技术企业优惠外还享受国家对外资企业的特别优惠;对于外资风险投资企业,能否享受外资法律对外资企业的各种税收减免优惠,能否享受法律赋予高新技术企业的优惠,地方法规与全国性法律存有冲突,尚需加以协调。

总的来讲,我国法律对外资风险资本已有一定的税收优惠措施,但存在的问题亦明显,包括:(1)税收扶持力度跟不上外资风险投资业发展的特殊需要;(2)目前税法对外资风险投资框架下各实体存在双重征税问题;(3)外资风险投资企业能

否享受高新技术企业税收优惠的地方法律与全国性法律规定存有冲突;(4)不具法人资格的中外合作风险投资企业的税收问题存有疑问等等。由于篇幅所限,本文着重对后两个问题加以探讨。

根据1995年颁布的《关于外商投资企业从事投资业务若干税收问题的通知》,对于专门从事投资业务的外商投资企业适用税收优惠问题有这样的规定:投资公司按照有关法规从事投资业务及与投资有关的其它业务(包括为接受其投资的企业提供管理、培训、代理等服务业务),不应享受生产性外商投资企业的有关税收优惠待遇。按此规定,显然国家对外资高新技术企业的税收优惠也不能适用于外资风险投资企业。但在许多地方法规中却有与此相反的规定,如深圳市人民政府于1999年9月23日修订的《关于进一步扶持高新技术产业发展的若干规定》第4条规定:“鼓励国内外风险投资机构来我市设立风险投资机构。凡在我市注册、对我市高新技术产业领域的投资额占其总投资额的比重不低于70%的,比照执行高新技术企业税收及其他优惠政策。”这就存在两者如何协调的问题。

风险投资的高风险性质需要国家在财政、税收方面大力扶持,这是决定风险投资业能否顺利发展的极其重要的因素,也是风险投资发达国度的经验教训。例如1969年,美国国会曾将长期资本收益的最高税率从29%提高到49%,这个决定几乎给美国的风险投资业带来毁灭性打击,使美国风险投资的规模从1969年的1.71亿美元,下降到1975年的0.01亿美元,仅为原来的6%。因而在1978年,美国国会不得不取消原有决定,把长期资本收益的最高税率从49%降到了28%,于是1978年美国风险投资的投资规模又奇迹般地激增到5.7亿美元。1980年,美国政府为了鼓励私人风险投资的发展,又将风险企业的所得税率降至20%。这一措施的实施,使美国风险投资在80年代初期大约以每年46%的幅度激增。^[3]

再看我国,即使依照地方法规外资风险投资

企业可以享受各类高技术企业税收优惠,但扶持力度也远远不够。目前我国对于风险投资受资公司在所得税上的优惠政策主要表现在对新办的高技术企业自投产年度起免征所得税两年。但实际上这是一种低效的优惠措施,因为风险投资项目收益周期长,前两年就能够获利对于绝大多数的企业是很难做到的。对比他国,如新加坡,其法律规定风险投资收益最初5~10年完全免税,并从1984年起,凡向政府批准的高科技项目进行投资的风险公司,如果发生亏损,可以从收益中抵免相当于投资额50%的所得税^[4]。所以,我国不仅应该赋予外资风险投资企业与其所投资的高新技术企业税收优惠,而且考虑到风险投资业的高风险性,应给予极高优惠。具体包括:所得税优惠税率调低与优惠期延长;调低资本利得税;投资于企业的股权出让收益免交所得税;对其所投资的高新技术企业增加增值税优惠并采取加速折旧等等。

另外,不具有法人资格的中外合作风险投资企业排除出企业所得税的纳税义务人范围与享受税收优惠之间的法律冲突问题也必须解决。按照现行税法,对不具有企业法人资格的中外合作经营企业,由合作各方分别计算纳税,合作中方按内资企业有关税收法规缴纳企业所得税;对合作外方应视为外国公司、企业和其他经营组织在中国境内设立机构、场所,按照《外商投资企业和外国企业所得税法》的规定缴纳企业所得税,但不得享受外商投资企业的税法优惠。这样,不具有法人资格的中外合作风险投资企业在享受有限合伙制的避免双重税收的好处时,却不得不以放弃享受国家对外商投资企业的税收优惠为代价,显然这与真正的风险投资资本运作最具效率性的“有限合伙制”颇有差距。这样外资风险资本进入中国的热情不免大减,从而必然制约国内风险投资业的发展与扩张。有鉴于此,笔者以为应对有关法律作出修改,不具有法人资格的中外合作风险投资企业排除出企业所得税的纳税义务人范围与享受税收优惠之间应是兼容的。

[参 考 文 献]

- [1] 王凌旭. 中国风险投资业大扫描[N]. 人民日报:海外版, 2001-09-22(8).
- [2] 李娜. 中国风险投资的旋律[N]. 人民日报:海外版, 2001-03-24(7).
- [3] 赵弘. 我国风险投资发展的最大瓶颈[N]. 中国经济时报, 2001-02-09(7).
- [4] 王亚平. 发展我国高科技产业风险投资的政策建议[J]. 财政问题研究, 1999, (2): 24-28.

[责任编辑:徐志京]