

创业投资引导基金管理问题探析 ——以《浙江省创业风险投资引导基金管理办法》为例

潘争艳

(厦门大学 法学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 创业投资引导基金是国家鼓励创业的一项政策性基金, 它的设立为创业企业的发展提供了有利的条件。各地在制定引导基金具体管理办法时要注重管理模式的选择。采用信托方式既可有效控制风险, 又能保证基金的市场化运作。同时为了引导更多的民间资本, 要注重保护民间资本投资者的利益, 放松对投资者退出时间以及引导基金退出时转让价格的限制。

关键词: 创业投资引导基金; 管理模式; 信托; 利益平衡

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-4768(2010)03-0048-07

创业投资引导基金(以下简称引导基金)是指由政府设立的, 并按照市场化方式运作的政策性基金。目的主要是通过扶持创业投资企业发展, 引导社会资金进入创业投资领域, 再通过创业投资企业的投资, 将资金引向创业企业从而推动创业企业的发展。

继2005年11月十部委联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》第22条规定:“国家与地方政府可以设立创业投资引导基金, 通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业的设立与发展”后, 各地开始创建引导基金。2008年10月, 国务院出台了《创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)。《指导意见》在基金的管理运作方面指出: 各地应结合本地实际情况制订和不断完善引导基金管理办法。

由于创业投资是一个风险比较大的领域, 而且创业引导基金在我国发展的还不够成熟, 引导基金在管理中存在着很大的风险。为了有效控制这些风险, 引导更好发挥基金的作用, 各地方在制定引导基金管理办法时应当注重两个方面的问题: 一是选择何种管理模式才能更好地控制风险? 二是如何在控制风险的同时兼顾到民间资本投资者的利益? 本文拟结合《浙江省创业风险投资引导基金管理办法》(以下简称《浙江省管理办法》)的规定来分析。

收稿日期: 2010-05-20

作者简介: 潘争艳(1988-), 女, 湖南永顺人, 厦门大学法学院民商法研究生, 研究方向为民商法学。

一、引导基金的运营风险及其控制

但是，引导基金作为新生制度还处于探索阶段，在管理方法以及运作模式上还不够成熟，容易出现风险。现阶段，引导基金的风险主要体现在：第一，引导基金管理人员的设租风险。^[2]获得引导基金的扶持对于创业投资企业来讲无疑是一件有益的事情，如果不采取有效的监管体制必然导致设租寻租活动的出现，进一步影响引导基金设立目的的实现。第二，管理者的决策风险。管理者的能力以及素质对基金的运行有很大的影响，也是风险的来源。一旦决策错误，很有可能导致基金的投资产生亏损。第三，创业投资企业偏离真正支持创投政策方向的风险。引导基金作为政府出资设立的一种政策性基金，其所扶持的创业投资企业的投资方向必须符合国家的产业政策。

结合风险的原因以及风险的总类，可以从以下几个方面对风险进行控制。首先，建立合理有效的引导基金内部管理机制。监管机构和评审机构相互独立。由专家来决定创业投资引导基金的投资项目，而政府的领导人员对其决策进行监督，两者相互制约。同时，可以建立责任追究制度以及对管理者的激励机制。其次，加强管理者的选任以及完善决策做出机制，提高管理者的专业化水平。第三，选择合适的运作方式，加强对所扶持的创业投资企业的监管，对其投资方向进行限制，以保证国家的产业政策得以实现。实现前两方面有赖于建立正确的管理模式，然而针对第三个方面，在对创业投资企业进行监管的同时需兼顾民间资本投资者利益。

二、风险控制与引导基金管理模式的选择

（一）现存引导基金管理模式分析

根据《指导意见》的规定，引导基金可以专设管理机构负责引导基金的日常管理与运作，也可将其委托符合资质条件的管理机构。同时引导基金应当设立专业评审委员会对引导基金支持方案进行独立评审。评审委员会成员由政府有关部门、创业投资行业自律组织的代表以及社会专家组成，成员人数应当为单数。其中，创业投资行业自律组织的代表和社会专家不得少于半数。引导基金理事会根据评审委员会的评审结果，对拟扶持项目进行决策。

由此可见，引导基金作为一事业单位，理事会是最高的权利机关，专业评审委员会负责对投资方案进行评审。因为专业评审委员会成员半数以上是由专家代表组成，看上去似乎能够保证决策的正确性。但是这样的决策程序也存在着一些问题：第一，专业委员会只是负责评审，并没有最终的决定权。因此，难保评审委员会的决定最终得到有效实施。第二，没有规定责任追究的方案。专业委员会只是负责对基金的支持方案进行独立的评审，最终决策者是基金理事会。如果在决策过程中出现差错，谁来承担责任？这就会出现权责不明确的情况。在没有明确责任制的情况下，管理人员在进行决策时就没有约束机制，其决策的正确性也难以保障。从而将会产生管理上的风险，留下了寻租设租的空间。第三，引导基金如果作为独立的事业单位来运行的话，聘请相关工作成员需要大量的财政开支，造成资金的浪费。

（二）新的管理模式——信托的合理性分析

信托是一种财产管理的制度设计，是指委托人将财产或财产权利转让给受托人，由受托人为受益人的利益经营管理信托财产。^[3]随着商品经济的发展和商业社会的繁荣，信托制度越来越强调财产的专业化管理，在资产的管理和分配方面发挥着不可替代的功用。这就决定了信托制度在对引导基金管理上有着不同寻常的优越性。

1. 信托能实现对引导基金的专业化管理。信托发展到现代，主要功能已演化为一种专业化的代人投资理财的工具。现代信托制度中的受托人已发展为公司化的营业组织并云集了众多的投资理财专家，其业务就是运用自己的专长，为受托人提供理财服务。^[4]专业人士在管理过程中能够运用自己的专业知识，制定出合理的投资计划。引导基金投资于风险比较大的创业投资企业，在确定投资对象时，一方面要贯彻国家的产业政策，另一方面要求选择合适的创业投资企业进行扶持以降低风险。同时，引导基金还需要对创业投资企业的投资方向进行后期的监管。这些工作的实施都需要专业人才。因此，采用信托方式来管理引导基金能够较好的满足引导基金在市场条件下的保值增值问题。

2. 信托能保证引导基金的市场化运作。《指导意见》将引导基金界定为是按照市场化方式运作的基金。所谓“市场化方式”则意味着引导基金在选择扶持对象时，不是由行政主管部门“带帽钦定”，而是由引导基金管理机构根据市场状况，综合考虑风险、收益和政策目标等多方面因素来确定。因此，在选择引导基金管理方式上要防止行政控制现象出现。信托制度的核心内容在于信托财产的独立性。信托一旦有效成立，信托财产即从委托人、受托人以及受益人的自由财产中分离出来，而成为一独立运作的财产，仅服从于信托的目的。委托人对受托人是否按照信托的目的来运行财产进行监督。对于引导基金，可以由政府的有关部门与信托公司或者是基金管理公司签订信托文件，将引导基金交给受托人来管理，受托人必须按照信托文件上信托目的来独立进行决策，履行管理职责。政府对委托人的行为进行监督，而不能过多干预其经营决策。这样就能有效的保障引导基金的市场化运作。

3. 信托能减少引导基金的运行风险。在信托制度中，受托人作为受信人，其只能按照信托文件的条款和法律的规定实现委托人的愿望和要求在信托文件授权的范围内运用信托财产进行投资。受托人不能利用信托为自己谋取私利，不能使自己处于受托人职责与个人利益相冲突的地位。^[5]受托人违背管理职责或者处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，受托人负有恢复信托财产的原状或者予以赔偿的责任；致使对第三人所负债务或者自己所受到的损失，以其固有财产承担。同时信托法也对信托报酬做了相应的规定。这就通过信托建立了相应的责任机制和奖励机制，能够督促受托人尽自己最大注意，忠实履行信托责任的作用。完善了现阶段引导基金管理方式下权责不明确的情况，同时也降低运营过程中寻租和设租的机会。另外，以信托的方式管理引导基金保证了基金的独立性，防止引导基金的流失风险。

4. 信托方式能够节约引导基金运营成本。采用信托的方式管理引导基金时，政府的有关部门作为委托人直接委托信托公司作为受托人对信托基金按照信托文件进行管理，每年按照管理的绩效支付给管理公司一定的报酬。这样，无须再将引导基金设立成一个独立的事业单位，从而减少引导基金的运营成本。

（三）信托制度的构建

信托的构造有五个要素：信托设立的依据、信托财产、受托人、受益人和信托目的。^[6]同时，设立信托有三个确定性的要求：设立信托意图的确定性、信托财产的确定性、以及信托受益人的确定性。其中受益人的确定性是指信托的受益人应当清楚明确，或者在信托中指明一种方法，使受托人能够运用这种方法确定谁是受益人。

结合引导基金来看，信托的委托人可以是政府的有关部门，其以扶持创业投资企业为目的，选择合适的受托人。创业投资企业所扶持的对象就是受益人。虽然在引导基金设立之时，其并没有明确的投资对象，但是政府部门可以根据国家的产业政策以及相关的法律法规在信托文件中确立一种选择受益人的标准，受托人能够按照这种标准确定谁是受益人。这也符合信托受益人确定性的要求。至于信托财产，则以引导基金所包括的资金为准。

在具体的制度上，主要体现在受托人的选任以及对受托人的监督上。在选任受托人时，应该考虑其资信情况、专业投资人员的数量、经营业绩，以信用良好、资产管理和运作能力强为受托人选任标准。同时建立一套完善的受托人选任制度，包括选任受托人的标准、程序、结果公示等方面。^[7]可以考虑采用招投标的方式来进行。在监督的方式上，完善监督体制，要求受托人定期将引导基金经营的业绩情况报告给委托人，由委托人来审查基金的运行是否符合信托文件中的要求。鉴于受益人一开始是不确定，无法有效的行使监督权，我们可以借鉴信托法第 64 条关于公益信托设置信托监察人^①的规定。通过监察人来加强对受托人的监督。

（四）对浙江省引导基金管理模式的分析

《浙江省管理办法》中规定基金由管委会管理，管委会下设办公室和监事会。但是由引导基金管理公司负责引导基金的日常管理与投资运作事务，实施阶段参股和跟进投资，并代表引导基金行使民事权力、承担民事义务与责任。第 10 条对引导基金管理公司的管理职责做了如下规定：“……（二）面向社会公开征集引导基金合作的创业投资机构；在尽职调查、审慎评估的基础上，按照规定程序确定投资的可行性方案；（三）决定阶段参股与跟进投资项目实施方案，并报管委会备案……”而管委会只对投资方向和投资原则以及引导基金管理公司的监管这些宏观方面进行决策。实际上管委会已经将引导基金主要的管理权交给了引导基金管理公司，自己只负责监督。这种管理模式外在的表现形式上与信托有很大的相似性，但它不是信托，而只是普通的委托关系。

两者虽然都是由受托人对财产进行管理，委托人只负责监督；由受托人以自己的名义对外行使权利，承担义务。但主要区别在于：第一，委托合同的当事人只有委托人和受托人两个，而在信托关系中，除了委托人和受托人外还有受益人。^[8]浙江省的引导基金管理方式中只涉及到委托人和受托人。第二，委托合同是一种契约关系，委托管理的财产还是属于委托人所有，而信托合同不仅是一项契约，而且还产生一项财产管理制度。信托一旦设立，信托财产就独立于委托人的财产。根据《指导意见》的规定，引导基金是一独立的事业法人，引导基金管理公司管理的财产实际上还是属于引导基金这一独立事业法人本身的，并没有独立出来。若采用信托的方式，政府的有关管理部门直接作为委托人，不再赋予引导基金独立的法

^①信托监察人是指在已设定的信托中受益人不特定或不存在时，为保护受益人的利益，有权在法庭内外进行与信托有关的一切行为的人。

人地位，政府将其委托给受托人管理，则该财产就从政府管理部门的其它财产中独立出来。从这些区别中我们可以清楚地看到浙江省引导基金的管理模式与信托的区别。

综上所述，我国现阶段引导基金的管理模式并不能有效降低基金运营中的风险，而信托以其独立性以及专业化管理等特点为引导基金的管理和风险控制提供了一种新的契机。

三、风险控制与民间资本投资者利益之间的平衡

为了进行风险控制，国家加强了对创业投资企业的监督，同时也对引导基金的退出方式进行了规定。《指导意见》将“引导基金”界定为“由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域。”这一定义包含几层含义：（1）引导基金的运作必须体现国家的政策导向；（2）引导基金不以营利为目的；（3）引导基金的作用在于引导社会基金进入创业投资领域。引导基金在两个层面发挥引导作用：一是引导社会资金设立创业投资子基金；二是引导所扶持创业投资子基金增加对创业早期企业的投资。^[9]选择这样的运作方式的目的是发挥资金的杠杆作用，吸引更多的民间资金进入创业投资领域，从而支持创业企业的发展。鉴于此，我们在制定引导基金的管理办法时也应该注重引导基金的风险控制与民间资本投资者利益的平衡，体现引导基金让利于民的思想。

（一）风险控制对民间投资者利益限制的表现

引导基金的运作方式主要有参股、融资担保以及跟进投资或其他方式。从我国国情来看，目前比较现实的选择是参股。《浙江省管理办法》第3条也规定引导基金主要通过阶段参股和跟进投资等方式实施投资运作。

1. 对创业投资企业投资方向的限制。在参股的运作模式中，引导基金引导民间资本进入创业投资企业后，民间资本的投资者成为创业投资企业的股东或者合伙人。作为创业企业的投资者，其投资的主要目的是获利。但相对于其他企业的投资者来说，其投资对象在企业的日常经营活动上有一定的限制。因为有了引导基金的投资，创业投资企业的运行具有一定的国家政策导向性。例如《指导意见》中规定引导基金所扶持的创业投资企业，应当在其公司章程或有限合伙协议等法律文件中，规定以一定比例资金投资于创业早期企业或需要政府重点扶持和鼓励的高新技术等产业领域的创业企业。同时《创业投资企业暂行管理办法》也对创业投资企业的投资范围也做了相应的限制。这样规定是为了控制创业投资企业偏离国家的政策方向的风险。

2. 对投资者退出时间的限制。《浙江省管理办法》中规定了引导基金采用阶段参股或者跟进投资的方式进行投资，其应该在5年内退出，同时规定了在引导基金退出之前，创业投资企业的其它投资者不得退出，这样就限制了民间资本投资者退出的时间。而在普通的公司或者是合伙企业中，股东或者是有限合伙人能够随时转让股份或者是投资份额，仅对股份有限公司的发起人有一定的限制。

3. 购买引导基金股权的价格限制。一般情况下，股东转让股权的价格是由市场价格或者是双方协商确定的。但为了实现引导基金保值的目，《浙江省管理办法》中规定参股创业投资企业其他股东自引导基金投入后3年内购买引导基金在参股创业投资企业中的股权，转让

价格按不低于引导基金原始投资额确定；超过 3 年的，转让价格按不低于引导基金原始投资额与按照转让时中国人民银行公布的同期贷款基准利率计算的收益之和确定。参股创业投资企业其他股东之外的投资者购买引导基金在参股创业投资企业中的股权，按上述确定转让价格的原则，以公开方式进行转让。从这一规定中我们可以得出这样的结论无论何时购买引导基金在创业投资企业的股权所需的价格均大于或者等于引导基金的初始投资。

但是这样的规定对民间资本投资者缺乏吸引力。以公司型的创业投资企业为例，该公司一旦开始运营，实际的资产与就已经与注册时的资本发生了分离，两者不再相等。因此，投资者的股权的实际价值也会发生变化。如果创业投资企业在运营过程中发生亏损的话，该股权也会发生贬值，其实际价值将会低于原始投资额。因此，在这种情况下要求以高于实际价值的价格来转让引导基金的股权有失合理性。

（二）寻求风险控制与民间资本投资者利益的平衡

从上面的论述中我们可以看出为了控制引导基金的风险，管理办法中的一些规定限制了民间资本投资者的利益。限制过大的话将会影响到引导基金杠杆作用的发挥。因此，必须在引导基金的风险控制以及民间资本投资者利益的保护中寻求一个最佳的平衡点。

首先，创业投资企业的投资方向与国家的产业政策相联系，一旦取消对其投资领域的限制将会导致国家设立引导基金的目的落空。同时，投资者作为理性的经济人，其在决定是否投资于创业投资企业之时已经对该企业所能投资的行业有了充分的了解。投资者选择投资，则说明其已经默认了对企业投资方向的限制。鉴于上述理由，该限制确有保留的必要。

其次，要求创业投资企业的其它股东不得在引导基金之前退出创业投资企业的限制是否合理有待进一步的思考。我国公司法和证券法对发起人持有的本公司的股份在公司成立后 1 年内不得转让的规定是因为发起人是公司的创办者，与公司有着特殊的利害关系，规定发起人不得在公司设立登记后的一段时间内转让自己持有的本公司股份，有助于增强发起人在公司创办阶段的责任感，从而促进公司的稳定发展。^[10]对创业投资企业来讲，并非所有的其它投资者都是发起人，若仅仅是为了维护创业投资企业稳定发展而限制投资者的退出实无必要。因为无论创业投资企业是采用公司制还是采用有限合伙企业形式，投资者的退出一般是通过将自己的出资份额转让给其他的投资者来实现的。这种转让并未对企业的资产产生重大的影响，不会引起企业自身财产的减少。因此，对民间资本投资者退出时间限制可以考虑取消。

第三，合理确认引导基金退出时的转让价格。引导基金的退出可以通过将其股权转让给内部的其它股东或者是外部的其它投资者两种方式来实现。如果按照《浙江省管理办法》来确认转让价格的话，这就会将创业投资企业经营产生亏损的风险交由其它投资者来承担。它虽然实现了引导基金的保值，但对民间资本投资者来讲不够合理。鉴于引导基金股权在转让时防止价值被低估这一要求与国有资产在转让时具有相似性，因此，我们一方面可以参照国有资产转让时价格的确定方法。可先对引导基金拟转让的股权价值进行评估，然后以不低于评估确定的价格进行转让。在美国根据司法判例确认股份价值的方法多种多样。包括市场价值的方法、财产价值的方法及收益价值的方法以及这些方法的综合运用。^[11]若该创业投资企业是上市企业，则可采用市场价值的方法，但市场价值严重偏离实际价值的除外。如果创业投资企业没有上市的话，则可采用财产价值的方法或者是收益价值法，当然也可以综合使用

几种方法。这不仅有效地防止贬低引导基金的股权价值，同时也兼顾了民间资本投资者的利益。

参考文献：

- [1] 刘建钧. 借鉴国际经验发展我国创业投资引导基金[J]. 中国金融, 2007, (21): 33.
- [2] 刘建钧. 创业投资引导基金靠制度防范风险[J]. 中国投资, 2009, (9): 97.
- [3] 方嘉麟. 信托法律之理论与实务[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2002: 231-231.
- [4] 周小明. 信托: 国有资产经营机制的另一种选择[J]. 金融研究, 1997, (8): 38.
- [5] 何宝玉. 英国信托法原理与判例[M]. 北京: 法律出版社, 2001: 22-23.
- [6] 余辉. 英国信托法: 起源、发展及其影响[M]. 北京: 清华大学出版社, 2007: 6.
- [7] 席月民. 国有资产信托的法律问题探究[J]. 经济法论坛, 2004, (25): 39.
- [8] 关德东. 委托合同、行纪合同?、居间合同[M]. 北京: 中国民主法制出版社, 2003: 12.
- [9] 刘健钧. 《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》解读[J/OL]. (2009-11-22). [2009-07-10].
<http://www.nmgfw.gov.cn/Content1.aspx?id=30940&columnid=210>.
- [10] 唐德华, 高圣平. 公司法及配套规定新解新释[M]. 北京: 人民法院出版社, 2008: 968.
- [11] 张民安. 公司法上的利益平衡[M]. 北京: 北京大学出版社, 2003: 219-220.

On Management of Venture Investment Guidance Fund

Pan Zheng-yan

Abstract: Venture investment guidance fund is state-funded, aimed at encouraging venture capital investment which benefits the enterprise's development. Local government should pay more attention on the management of the fund when they formulate administrative measures. The trust is a good choice for risk control and keeping the fund operate in marketization. In the same time, the administrative measures must take the interests of investors unofficial capital into consideration. Restrictions on the time for investors to withdraw funds and the transfer price can be released.

Key words: Venture investment guidance fund; Management; Trust; Equilibrium of interests

(责任编辑: 范 文)