


[\[科研成果首页\]](#) - [\[所有科研成果\]](#)

[项目类型] 专职人员科研成果

[成果题目] 美国风险资本运作过程中的治理结构及启示

[作者姓名] 吴昊

[成果类型] 论文

[出版单位] 长白学刊 2003年01期

[出版时间] 2000年01月

[成果摘要]

在美国风险资本运作过程中，“企业的融资人”通过特定的企业组织形态以及创造性的和约安排，对经营管理者形成了有效的约束与激励机制。通过对其剖析，可以得出如下结论：“知识型企业”的治理结构依然是资本雇佣劳动，而不是所谓的“劳动雇佣资本”；合理的治理结构是确保风险资本高效运作的基础；为风险资本运作提供可靠的制度环境是政府推动风险投资发展的最佳政策选择。

[成果全文]

关于公司治理结构的内涵，施莱弗和维什尼认为“就是公司的融资人确保其投资收益的各种方式”。(Shleifer&Vishny, 1998)本文所探讨的治理结构将沿此思路而展开。

风险资本的运作过程一般分为两个环节：一是由风险资本家筹集资金组建专业性的风险投资机构；二是专业性的风险投资机构对创业企业进行投资，并对其提供适当的管理服务。所以，风险资本运作过程中的治理结构，就包括风险投资机构的治理结构与接受风险资本注资的创业企业的治理结构两个方面。

一、美国风险投资机构的治理结构

由于风险投资机构的管理者和项目经理直接肩负着筛选、监督投资对象企业等责任，所以风险投资机构的治理结构是否具备有效的制约与激励机制，是决定风险资本能否有效运作的最基础性环节。

1. 有效的风险投资机构治理结构所应解决的主要问题。

正如现代委托代理理论所分析的那样，在所有权与经营权分离的情况下，如果没有适当的激励机制，管理者就会利用信息优势做出有利于自身却损害所有者利益的行为。就风险投资机构这种组织形式来讲，因信息不对称而使出资人面临的风险主要表现在以下两个方面：

第一，风险投资机构管理人员滥用资金的风险。在成功的创业投资项目中，产出往往数倍于甚至数十倍于投入。与一般工商企业不同，风险投资机构属于资金丰富而本身并不直接拥有能够带来高额回报投资项目的单位，并且现实中真正具有投资价值的项目又极为有限。这样，如果没有合理的激励机制，风险投资机构的项目管理人就有可能放松对投资项目的筛选和分析，不经过缜密的评估和判断就把资金投入并不具有可行性的创业投资项目中，从而造成资金的滥用问题。

第二，风险投资机构管理人员滥用权力为己牟利的风险。如果风险投资机构这种经营权与所有权相分离的组织形式的激励机制设计不当，造成所有者与经营者之间存在着严重的利益不一致问题，管理者就会利用自己的信息优势做出诸如过分追逐风险、为自己确定过高的报酬标准、进行关联交易、甚至违背机构本已确定的方针和投资策略等损害出资人利益的行为。甚至会发生项目管理人员为获得不正当的利益，而与投资企业串通合谋，在投资前隐匿真实信息、制作与报告虚假信息，在投资后不履行善意管理的义务。

所以，一个合理的风险投资机构治理结构，必须能够有效地控制管理人员滥用机构资金及为自己谋取不正当利益。

2. 美国风险投资机构的治理结构。

美国的风险投资机构绝大部分都实行有限合伙制(Limited Partnership)的组织形式。有限合伙机构的合伙人包括有限合伙人(Limited Partner)与普通合伙人(General Partner)两类。在每次投资中,有限合伙人的出资比例一般要占99%,其余1%左右由普通合伙人投入。实践表明,有限合伙制的组织模式具有合理的激励与约束机制,有效地降低了代理成本和机构的运营成本。这主要表现在以下几个方面:

第一,有限合伙制的组织结构较好地实现了责任与权力的统一。根据美国关于有限合伙制的法律规定,由于有限合伙人对合伙机构的负债仅承担以其出资额为限的有限责任,所以不得直接参与合伙机构的经营管理活动,只有承担无限责任的普通合伙人才享有全面的经营管理权。这种权力分配构架既保证了风险资本家在投资活动中的独立性和自主性,也明确了其经营管理不善需要承担的责任——如若投资失败且负债比例过高,作为管理专家的普通合伙人必须以自己的财产进行债务偿还。另外,在合伙合同约定的期限内,只要不存在严重的问题,普通合伙人的管理权很难被剥夺,这就有效地防止了管理专家在长期投资方面的短期行为。为了防止普通合伙人滥用自己的管理权,美国的许多风险投资机构在成立章程中都规定,诸如合伙的延期等重大问题必须征得作为主要投资人的有限合伙人的同意。

第二,有限合伙制的分配模式对管理专家是一种有效的激励机制。在美国,作为普通合伙人的管理专家的报酬分为两部分:一是作为固定部分由有限合伙人支付的管理费,一般每年管理费总额相当于承诺资本总额的1.5%-3%;二是作为浮动部分的资本利润提成(carried interest),该部分约占普通合伙人总收入的70%,甚至高达90%以上(庄心一、匡晓明,2001)。这种分配方式把管理专家的报酬与投资机构的收益直接联系起来,管理专家为了追求自身收益的最大化必须首先实现机构收益及有限合伙人利益的最大化。

二、美国风险资本投资对象企业的治理结构

美国的风险投资机构与被投资企业之间签定投资合同,都十分重视治理结构的设计。其基本思路是按照对人的激励与约束为主、量化的财物控制为辅的原则,尽可能地将风险转移至被投资方。具体说来,主要包括以下几个方面:

1. 投资工具与投资方式的选择。

美国风险投资机构基本上都以可转换优先股为投资工具。所谓可转换优先股,就是指根据股权持有人自身的意愿或在某些特定的情况下(例如,企业公开上市)可以转化为控制性股权的股份。在创业企业经营失败的境况下,由于可转换优先股拥有破产清算的优先清偿权,所以风险投资机构所承担的风险接近于债权的风险。但与债权不同的是,可转换优先股的拥有者不仅可以分享企业资本增值的收益,而且还保留了对企业经营管理中的一些根本性问题的控制权。另外,由于可转换优先股拥有优先的红利获取权,从而可以避免企业家以分红的方式使自己获得过高收入。当然,对于创业企业家来说,通过出售可转换优先股的方式进行融资,不仅可以获取低成本的资金,而且还可以保证自身拥有正常的经营管理权。所以,可转换优先股是一种符合风险投资机构与创业企业双方利益与地位的股权安排。

美国的风险投资机构一般都不把投资合同约定的投资额一次全部投入到被投资企业,而是采取分阶段投资方式,分期分批地注入资金。并且风险投资机构是否投入后续资金以及以何种条件投入后续资金,主要取决于其对企业前期工作成效的评价,以及自身在新的条件下关于市场需求与宏观经济动态环境等重要问题的预期。分阶段投资实质上是风险投资机构与被投资企业之间的多次博弈,上次博弈的结果直接影响着双方在下次博弈中所要采取的策略。通过这种投资策略,投资人实际上就获得了对项目进行不断的再评价,甚至拒绝进一步投资的权力。所以,分阶段投资也是降低投资初始阶段过高的不确定性而引发的风险,激励与约束创业企业的重要机制。

2. 激励创业企业家的股权性报酬制度设计。

为了更有效地激励创业企业家努力工作,降低其道德风险,美国的部分风险投资合同规定了浮动股权比例及股票期权条款。浮动股权比例条款的基本思路是,在初始投资阶段,首先由创业企业家确定未来一定时期企业的收益预测,并根据该预期收益的现值计算出各位投资人及企业原有股东的股权份额。后续投资则根据前期投资的实际收益确定股权分配比例,即如果实际收益高于预期收益,就要调低风险投资家的股权比例;反之则要调高风险投资家的股权比例。这种股权制度设计对于公司管理层存在着一种有效的激励机制:公司的实际收益越高,以创业企业家为核心的管理层的股权份额越大,从而其对公司的控制权越牢固。另外,由于风险投资合同都是长期和约,这种业绩考核方式还能够有效地避免创业企业家的短期行为。

股票期权是公司给予管理层的一种权利,该权利的拥有者在规定的时间内可按股票期权的行权价,购买一定数量的公司股权。这种制度设计为企业管理层更多地分享企业增值收益提供了机会,把企业主要投资人的利益与管理层的利益紧密地结合在一起,激励管理层审慎进行重大决策,尽力谋求公司的长远利益。

3. 限制性或保护性条款的设计。

从公司治理结构的角度来看,对企业管理层权利的适当限制就是对投资人权利的保护。为实现上述目的,美国风险投资机构与创业企业签订的投资合同都规定或有选择地规定下列条款:第一,选举权分配条款。与一般的优先股持有人不同,美国的风险资本家通常都拥有选举权,即拥有选举一定数量的公司董事的权力。风险投资家拥有了选举权以后,便可以通过自己的代理人及时了解公司的经营管理状况、直接参与重大事项的决策活动,从而更好地进行风险控制。

第二,股权转让条款。在出现特定情况时,股权转让条款能够为风险投资机构提供一种可以动用的保护手段。其具体形式包括以下四种:第一,回购条款。该条款赋予风险投资家可以按照事先约定的价格抽回资金的权利。第二,解锁(unlocking)条款。该条款一般都规定,如果管理层否决了投资人对外出售自己所持有的公司股份的动议,则必须按同等条件购入相应的股权。第三,逆收购条款。该条款规定

投资人可以按事先约定的价格买入管理层所持有的公司股权,并从而完全获得对公司的控制权。第四,共售条款。该条款是防冷落(anti-freeze out)条款的一种类型,即规定除非所有投资人都收到了相同的要约,否则公司管理层不得单独对外出售所持有的公司股权。

第三,限制企业家行为的条款。美国风险投资合同所要限制的企业家行为主要包括两种:第一,内部交易行为。包括管理层报酬的确定、股息的支付、内部人股权的回购、给内部人的贷款等。第二,直接或间接危害公司市场地位的行为。为获得风险资本注资,创业企业家必须承诺,在其工作期间以及退出公司两年之内不得从事与公司竞争的事务。在投资合同中做出如上规定的目的是防止企业家滥用商业秘密和知识产权。部分投资合同甚至对营销主管、财务主管、技术专家等公司核心雇员也提出了类似的要求。

第四,反股权稀释条款。所谓股权稀释就是指普通股或优先股转换权的贬值。反股权稀释条款的核心内容是,防止因公司低价发行新股而造成原有企业股东资产缩水。为防止股权稀释现象的发生,美国的风险投资合同一般都作出如下规定:第一,企业老股东拥有先占权。在企业发行新股时,包括优先股持有人在内的企业老股东,有权保持他们在企业股权总额当中原有的股权比例,即可以按与其他购买者相同的条件购买与其原有份额相同比例的新股权。第二,赋予优先股以调整转换价格的权利。给予老股东以先占权并不能完全保护其利益,因为老股东很可能无法支付购买新股权的资金。正是考虑到这一问题,部分投资和约规定,在发生股权稀释现象时,应该增加优先股所能够转换到的普通股的数量。

第五,信息披露条款。信息披露条款的主要内容是赋予投资人以更多的了解企业经营状况信息的权利。尽管信息披露本身并不会带来直接的实际利益,但却有助于投资人全面地评估企业家的经营管理能力、企业的实际运作情况等。风险投资家获得这些信息,就可以灵活地决定是否进行后续投资或惩处表现不佳的企业家,从而就增强了对企业家的威慑力,并在一定程度上降低监督成本。正是基于上述理由,风险投资合同所规定的信息披露条款比一般上市公司所遵循的信息披露规则都更严格,即时间间隔更短、内容更广泛、投资人的权力更大。

三、 几点结论及启示

通过对美国风险资本运作过程治理结构的分析,我们可以得出以下结论及启示:

第一,创业企业的治理结构是一种典型的“积极股东主义”的治理模式。在我国前一段时期出现的知识经济热中,部分学者沿着加尔布雷思提出的“权力归于最难获得或最难替代的要素”的思路,提出随着知识经济的发展将出现劳动雇佣资本的时代。(方竹兰,1997;洪志敏,1998年)美国风险资本的投资对象企业应该说是最典型的知识型企业。但通过本文的分析我们可以发现,投资人—风险资本家总是积极地、全方位地介入被投资企业的经营管理活动,而不是任由创业企业家自由地进行资金运用。所以,这些知识型企业的治理结构比股东通过“以脚投票”(一般认为,美国企业股东主要通过股权的买卖来约束企业的经营者)来制约企业经营者表现出了更高的积极影响力。进一步讲,劳动雇佣资本这种“新”的企业权力结构并没有因为知识经济的发展而出现,无论知识对企业的经营以及整个社会经济发展的重要性有多大。

第二,合理的治理结构是确保风险资本高效运作的基础。任何一项投资活动都存在着一一定的风险,投资于高科技创业企业的风险更大。然而美国的风险资本仍然热衷于对高科技创业企业进行投资,其根本原因既不是风险资本或风险资本家本身具有追逐风险的乐趣,也不单纯是风险资本家具有挑战风险的勇气,而是风险资本在运作过程中的风险可以在科学的管理思想的指导下,通过科学的管理手段和合理的制度安排加以有效控制。所以,在我国推动风险投资发展的最重要任务不是简单地介绍风险投资意识、国外风险投资发展的态势以及通过宣传鼓起人们挑战风险勇气,而是让风险投资活动的各种参与者掌握风险控制措施,明确自己在该项事业中的责任、义务和权力,建立起有效的约束与激励机制。

第三,为风险资本运作提供可靠的制度环境是政府推动风险投资发展的最佳政策选择。在目前我国法律框架中,还存在着诸多无法或不利于建立起美国式的风险投资体系的条款。例如,《中华人民共和国合伙企业法》第8条规定,所有合伙人“都是依法承担无限责任者”;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”;第32条规定,“合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者由部分合伙人承担全部亏损”。不对上述法律规定进行适当的修改,我国就无法建立起有限合伙制的风险投资机构。再如,美国的合伙制企业不是一种纳税主体,各合伙人分别为独立的纳税主体。这种法律规定有效地避免了合伙机构与合伙人的双重纳税问题。而《中华人民共和国合伙企业法》第37条则规定,“合伙企业应该依法纳税”。这就意味着合伙企业在我国也是一种独立的纳税主体。税赋负担的加重必然会影响到合伙制风险投资机构的建立和推广。另外,到目前为止,我国的《公司法》等法律尚没有关于优先股的法律规定,并且实行的是注册资本制度—有限责任公司或股份有限公司的股东必须全部一次性缴纳投入资本。这种法律规定就使得我国的风险投资机构无法像美国那样可以以优先股为投资工具,并进行分阶段的投资来进行风险控制。

总之,在目前的情况下,我国政府推动风险投资健康发展的最紧迫课题是修改和完善有关的法律规定,健全风险资本运作的制度环境,而不是用有限的财政资金直接或间接进行风险投资活动。

参考书目:

1. Shleifer, A. & R. W. Vishny (1998), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, p 737-787.
2. Bartlett, W. J. (1988) "Venture Capital—Law, Business Strategies, and Investment Planning," *John Wiley & Son*.
3. 李国麟, 吴若陶. 风险投资与科技企业 [M]. 中国经济出版社, 2000.
4. 吴庆. 有限合伙制风险投资基金的运作与法律环境 [J]. 社会经济体制比较, 2001, (5).
5. 庄心一, 匡晓明. 创业投资制度分析 [A]. 张育军主编. 深圳证券交易所交易所综合研究所研究

报告(2000)[C]. 经济科学出版社, 2001.

6. 方竹兰. 人力资本所有者拥有所有权是一个趋势[J]. 经济研究, 1997, (6).

吉林大学东北亚研究中心版权所有 您是第1191114位访问者

吉林大学东北亚研究中心

地址: 吉林省长春市林园路1788号

邮编: 130012

电话: 86-431-5166393

传真: 86-431-5166396

E-mail: yuxia@mail.jlu.edu.cn