

# 论构建风险投资运作中的有效治理机制

张 风 帆

(武汉大学 发展研究院,湖北 武汉 430072)

**摘 要:**风险投资机构与风险企业管理层之间的信息不对称会带来严重的委托—代理问题和“道德风险”。从这一问题出发,着重探讨了风险投资中的有效治理机制,进而阐明在我国建构这一机制的必要性及其思路选择。

**关键词:**风险投资;治理结构;道德风险

中图分类号:F830.59

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2004)12-0081-03

风险投资是向新创企业尤其是高科技企业提供资金支持以获取高资本收益的投资行为。在风险投资运作中,会产生突出的委托—代理问题和“道德风险”。在美国等发达国家,通过风险投资中金融工具选择、激励约束安排和分期投资机制等治理结构安排的运用,有效地缓解了这一问题,促进了风险投资业的发展。当前,我国也尤其需要建构风险投资运作中的有效治理机制,以强化风险投资机构介入风险投资运作的动力。

## 1 风险投资中的委托—代理问题

在风险投资运作中,当风险资本投入被投资企业即所谓的风险企业后,在风险投资家与风险企业经营管理者之间形成了一层委托—代理关系。与外部的委托人——风险投资家相比,作为代理人的风险企业经理层掌握有更多关于企业经营状况和发展前景的私人信息,其工作的努力程度也不能被风险投资家精确观测。而且,由于风险企业资产透明度低,且多为新创从而缺乏生产经营的历史记录和市场信息,委托代理双方的信息不对称性愈加显著(Sahlman, 1990)。这里便会产生突出的“道德风险”或“代理风险”,即风险企业经理层可能采取消极工作或滥用资本、过度投资等严重的机会主义行为,损害风险投资家的利益。

并且,这一“道德风险”的后果还会因为

风险企业本身显著的收益不确定性而进一步被放大。这种收益不确定性主要来源于以下的几个方面:其一,从技术角度来讲,风险企业往往处于技术创新的前沿,并无多少成熟的技术和产品可资利用,其创新前景的不确定性较大。其二,从市场角度来讲,一个新产品从研制、开发到试生产、批量生产,周期一般很长,其间这一新产品所面临的市场前景的不确定性也较大。其三,从管理决策的角度来讲,高科技项目的复杂性和可变性,给企业的决策带来了严峻的挑战,这进一步增加了风险企业的风险因素,强化了其收益的不确定性。显然,风险企业中的“道德风险”与其内在的收益不确定特征互相作用,就使得风险企业经理层的机会主义行为能在更大程度上威胁风险投资家的利益,增加其投资风险。

面对委托—代理关系中的“道德风险”,现代企业一般通过有效的治理结构安排来强化委托人对代理人行为的监控。对于风险企业而言,这种治理机制的设计显得尤其重要。

## 2 发达国家风险投资运作中的有效治理机制

在美国等发达国家,风险投资业已经获得了蓬勃的发展,其原因之一,就是在风险投资运作中形成了有效的治理机制,能够保

障风险投资家的利益,从而使原来高风险的领域不再令人望而却步。

这一治理机制的主要内容包括:

### 2.1 金融工具选择

风险投资在确定被投资企业后,首先要考虑金融工具的选择问题,即通过何种金融工具或金融工具的组合作来实施投资。在做出这一选择时,关键是要实现对投资的保护和企业的有效控制。

一般而言,风险投资家较少选择纯粹的股权或债权安排,而多采用可转换优先股、可转换债券和附购股权债券等复合型金融工具。

可转换优先股是最为普遍的一种形式。其好处在于:其一,持有优先股可优先获得固定的股息支付,并可在企业经营状况良好时,通过转换为普通股而分享企业利润增长的利益。其二,可转换优先股一般附有赎回条款,在出现对企业前景信心不足时,持有人可要求企业赎回股票,从而避免更大的损失,同时也对企业的经营管理强化了压力和约束。其三,可转换优先股通过转换为普通股,可加强持有人对企业经营管理的监督控制,并且,风险投资协议一般规定,风险投资家即使以优先股形式持有股份,仍享有一定的对企业决策的投票权。

另一种可转换金融工具——可转换债券也常被采用。可转换债券是持有人能以约

定期限和约定价格转换为企业股份的债券。选择可转换债券使风险投资家能够在取得稳定收益的基础上通过债权转股权的方式获得参与风险企业经营管理并分享成长潜力的机会。并且,可转换债券一般也附有赎回条款,可以加强对风险投资家的利益保证和对企业管理层的压力。

此外,附购股权债券指的是风险资本以债权形式进入被投资企业的同时,可获得一项认股权,即能够在未来按某一特定价格买进既定数量的股票。风险投资家选择这一金融工具,原因之一就是他们未来可能以较低的价格获得企业股份,从而加强对企业的监控地位。

## 2.2 激励约束机制

就风险企业而言,面对突出的信息不对称情形,还需要协调风险投资家与企业经理层之间的关系,对企业经理层形成有效的激励与约束,抑制“道德风险”。从理论上讲,这一激励约束机制的有效性,取决于企业控制权(rights of control)与剩余索取权(residual claim)配置的对称程度(Milgrom 和 Roberts, 1994)。在这里,企业控制权指的是对企业经营管理的决策权,而剩余索取权简单说来就是对企业剩余即利润的要求权。在美国的风险投资运作中,一般是通过以下两个方面来强化风险企业内部激励约束机制的有效性:

(1)通过赋予风险企业经理层更多的剩余索取权来强化激励机制。由于风险企业经理层自然地拥有一部分企业控制权,根据剩余索取权与企业控制权相匹配的原则,就需要给予其一定的剩余索取权。这主要体现在,在对风险企业经理层的报酬设计中,除了固定工资的部分之外,还通过给予其部分股权和期权的方式使其能够参与分享企业剩余。

一是对经理层的股权安排,在风险企业中,风险投资家持有股份的比例多在15%~20%之间,而往往会安排相当一部分股份给企业经理层持有。这可能是通过给予一部分企业股份来作为经理层的非现金收入,也可能是直接派发管理股。这样,风险企业经理层就能够分享企业利润增长带来的收益,同时承担企业亏损带来的损失,从而与企业的发展休戚相关,并与风险投资家的利益形成一致。

二是对经理层的期权安排。风险投资家

往往还会给予风险企业经理层一定的股份期权(stock option),它赋予每个高层经理人员在约定期限内以约定价格购买企业股份的权利。并且,风险投资家一般还要求,如果企业高层经理人员离开企业,其剩余的期权将会丧失,这也就是所谓的“金手铐”。

(2)通过赋予风险投资家更多的企业控制权来强化约束机制。风险投资家在风险企业中拥有相当一部分剩余索取权,自然也要配置相应的企业控制权。这主要体现在通过运用经理层雇佣条款和董、监事会席位条款等手段来强化风险投资家对风险企业经理层的监控与约束。

一是经理层雇佣条款。通过给予股权和期权激励风险企业经理层的做法也可能带来一定的负面后果,即持有较大比例股权和期权的风险企业经理层往往偏好从事收益很高但风险也很大的项目,这又可能背离风险投资家的利益。因而,在双方签定的风险投资协议中,一般规定有专门的经理层雇佣条款,即赋予风险投资家解雇、撤换经理层的权利,并使企业能以低价从离职经理那里购回股份。以此来惩罚那些业绩不佳的经理人员,限制其偏好风险的倾向。

二是董、监事会席位条款。在签定风险投资协议时,董、监事会席位通常是风险投资家所需要确保的。尤其是在多个风险投资家对一家风险企业进行“辛迪加投资”的情况下,领头的风险投资家更是努力确保拥有董、监事席位,以代表自己及其它风险投资家的发言权。而且,凭着良好的专业素养和为风险企业提供增值服务的能力,风险投资家往往在董事会中占据主导地位。由于董事会要对企业的经营业绩负责,并有权任命或解聘企业主要经理人员,指导、监督企业的运营情况,风险投资家就能够通过董事会的有利位置来实施对经理层的监控。

## 2.3 分期投资机制

分期注入资金是风险投资家所能运用的又一重要监控机制。风险投资一般有一个渐进式、多轮次的投资过程。这样,风险企业的前景可以进行周期性的重新评估,风险投资家则享有据此选择是否继续注入资金的自由。这一方面,能减少错误决策所导致的潜在损失,另一方面,也进一步强化了风险投资家对风险企业经理层的控制。尤其是当风险企业经理人员滥用资金时,通过拒绝继

续投资,风险投资家也向其它资金提供者发出了这家企业有投资风险的信号,这对风险企业来说是一种相当大的压力。而且,风险投资家单轮投资持续的时间越短,投资轮数越多,其对受资企业监控的频度和强度就越大。

## 2.4 其它协议保证

风险投资协议是风险投资家用以监控风险企业经理人员行为、维护自身利益的基本凭藉,除了上述涉及的一些内容外,肯定及否定契约条款也为风险投资家强化监控机制提供了又一方面的保证。

肯定契约(affirmative covenants)是指对企业家在风险投资期内应该从事的特定行为的约定,否定契约(negative covenants)则是对禁止企业从事的特定行为的约定。其中,肯定契约所包含的主要内容,有要求企业向风险投资家提供详细的财务信息和经营管理记录,要求企业维持其持续存在并正常经营所必须的各项条件,要求企业实现良好的财产保全以及按约定用途使用风险投资家提供的资金等。否定契约的主要内容则包括:禁止风险企业改变其经营本质;禁止主要经理人员大量转移股份给第三者;未经风险投资家许可,禁止与其他企业并购,因为并购是风险投资家“脱资”的重要出口,风险投资家必须保有其参与并购决策的权利;未经风险投资家许可,禁止增资扩股行为,以避免股权受到稀释,等等。

## 3 建构我国风险投资运作中有效治理机制的思考

在我国,风险投资业要想获得进一步的发展,必须克服若干制约因素。而这些制约因素中,很重要的一个方面就是缺乏有效的治理机制,使得风险投资机构(我国当前的风险投资主体一般为专业机构形式)难以充分保障自身利益,造成其介入风险投资运作的动力不足。

在我国的高科技企业尤其是民营科技企业中,产权界区不清和“原罪”(行为不规范)问题普遍存在,企业法人治理结构也远非完善。这样,风险投资机构往往难以有效地明晰其作为产权所有者对企业经营者的监控权利。在很多情况下,风险投资机构对企业管理权的授予和企业负责人的选拔,对企业财务状况的审计监督,对企业的

重大经营决策都没有太多的发言权甚至无从问津。这样,风险投资机构难以保证自己所投入的资金是否被滥用,企业是盈利还是亏损,也主要取决于企业管理层的宣布,这就很难避免出现虚假数字或其它“道德风险”行为。结果,风险投资机构承担了风险,却无法自主地控制风险和保障可分享的经济效益。

不可忽略的是,在我国风险投资运作中,事实上还存在一个风险投资主体自身治理动力缺乏的问题。我国当前的风险投资机构有很大一部分是以国家出资为主组建的,所有者缺位和软预算约束等“痼疾”远未克服。由于资金是国家以低成本供应的,资金损失的责任也由国家来承担,因而风险投资机构往往缺乏监控资金使用的强烈动机。而且,在资金投向上难以避免的行政干预也进一步弱化了这一动机。

现在看来,构建我国风险投资运作中的有效治理机制已是当务之急。我们认为,这需要从以下几个方面来着眼:

(1)改造和完善风险投资企业制度,增强风险投资机构健全风险企业治理机制的动力。要放宽对保险基金、信托投资机构、养老基金、捐赠基金等机构投资者介入风险资本运营的限制,多方面动员民间闲置资金,扩大风险投资的资金来源;在风险投资机构产权明晰化、多元化、市场化的基础上,塑造真正的自主经营、自负盈亏、自担风险的市场实体;聘用专门的风险投资专家,由其负责资金的运作和实施对风险企业的监控,并明确其相应的投资责任。

(2)加强风险企业产权制度的建设,促进风险企业的产权明晰。只有在风险企业产权明晰的基础上,风险投资机构才能明确其

对风险企业经营管理的监控权利,实现产权约束。风险企业在产权结构上具有一定的特殊性,要考虑创业股、风险股、技术股、管理股等产权安排,因此更需要明确风险资本所有者在产权结构中的地位,廓清不同产权成分的权责范围。一般而言,接受外部风险资本投入的风险企业应该加强现代企业制度的改造,建立有限责任公司或股份有限公司的组织形式。

(3)应注重风险投资方式的选择和金融工具结构的设计。在我国,首要的还是确定股权投资作为基本的投资方式,以在风险投资起步阶段凸显其与贷款、担保等形式的不同。普通股和优先股的形式都可以考虑。可以发展可转换优先股,增加风险投资机构获取收益和参与监督的灵活性;通过对现行的相关法律规定做出调整,可以允许风险投资机构在一定情况下要求风险企业赎回其持有的优先股或普通股股份,以强化对风险企业经理层经营努力的约束。此外,在一些发展前景良好的风险企业,可以进行发行可转换债券融资的试点。

(4)强化对风险企业经理层的激励与约束。在激励机制方面,完善对企业经理层的报酬设计,引入股权及期权安排等制度创新,通过给予企业经理层一定份额的企业股权和允许其在实现某一特定经营目标时享有股份期权,将企业中的关键人物与企业的发展前景紧紧绑在一起。在约束机制方面,风险投资机构应通过协议确保其代表进入风险企业董、监事会,并在其中占据重要地位。由此,风险投资机构有权参与制定企业战略及重大决策,并在筹集新的资金和联系上下游厂商、客户等方面发挥积极作用。尤为重要,风险投资机构应能够通过更

换、解雇高层管理人员来强化监督控制,甚至直接介入日常的管理。

(5)完善风险投资协议,充实一些保证和限制条款,引入分期投资机制。风险投资机构应高度重视协议机制,在制定协议时,对风险企业经理层的若干特定行为作出详细要求。例如,要求风险企业定期提供财务资料 and 经营管理记录,要求风险企业将流动比率、负债比率及资产净值等指标维持在一定水平,以及禁止风险企业在未经风险投资机构允许的情况下进行并购活动或改变其核心业务,等等。此外,应推广周期性评估、分阶段投资的做法。风险投资机构分阶段向风险企业注入资金,在每两轮融资之间,充分利用各方面的信息资源重新“考察”风险企业,发现风险企业经营状况不佳或企业经理层有“滥用资金”的行为,就可以拒绝继续投资或采取其它的惩罚性行为。

#### 参考文献:

- [1]张维迎.博弈论与信息经济学[M].上海:上海三联书店,1996.
- [2]李建良.风险投资操作指南[M].北京:中华工商联合出版社,1999.
- [3]Sahlman,W.,1990.The Structure and Governance of Venture-capital Organizations.Journal of Financial Economics 27, 473-524.
- [4]Milgrom,P., and Roberts, J., 1992, Economics, Organization and Management,New Jersey,Prentice-Hall International, Inc.
- [5]Lerner J.,1995.Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms.The Journal of Finance, Volume 1, Number 1, 301-317.

(责任编辑:赵贤瑶)

## On Constructing Efficient Administrative Mechanism of Venture Investment Operation

**Abstract:**The dissymmetry of information between venture investment organizations and venture enterprises' administrators will bring severe issues on entrust-surrogate and moral venture. In the developed countries such as USA, the operation of financial instrument, inspirational and restrict mechanism, investment by stages, and other administration structures, can effectively relax the problems and promote the development of venture investment. Currently, it is especially necessary to build efficiency administrative mechanism of venture investment operation so that to strengthen the operation power of venture investment organizations.

**Key words:**venture investment; administrative structure; moral venture