

国外关于创业企业融资契约的研究综述

黄福广, 李西文

(南开大学 商学院, 天津 300071)

摘要:对创业企业融资契约研究进行了梳理,分别从创业企业融资契约特征、控制权安排、融资工具选择、风险资本的作用等方面进行了阐述。这些研究基本上围绕解释现有融资契约条款展开,其核心问题是控制权的争夺。从不同视角为我国学者研究创业企业融资契约的特征和内容等相关问题提供了理论借鉴,并指出了进一步研究的思路。

关键词:创业企业; 风险资本; 企业融资; 融资契约; 综述

中图分类号: F276.3

文献标识码: A

文章编号: 1001-7348(2010)10-0157-04

0 引言

创业企业是在技术上或者经营方式上,存在革命性创新的新生企业,它需要较长时间的培育,才能实现稳定的经营。创业企业从创立到稳定经营,存在着较大的风险。当然,一旦成功,其收益也相当可观。创业企业的高收益来源于其经营的不易模仿性,具有一定的、较为持久的垄断性。通常,创业者掌握某一方面的新技术,例如拥有专利或专门技术,或者拥有经营的新创意;但是,他们缺乏创办企业的必要资金。创业企业具有高风险性,很难从一般企业融资渠道筹集到足够的资金,其重要资金来源是风险资本。风险投资企业从愿意承担风险的个人或者机构那里募集资金,形成风险投资基金,从而进行风险投资。这样,在创业者和风险资本家(风险资本企业的代理人)之间就会出现一个规范融资关系的契约,本文称之为创业企业融资契约。

由于创业者和创业企业的特殊性,创业企业融资契约不同于一般融资契约。据有关调查,创业者创业的目的,其一在于改善生活,其二在于获得经营管理企业的满足感。创业者通常重视他们在企业中的控制权和管理权,创业者通常是关键技术或者知识的拥有者,他们对企业的控制权和管理权又极大地影响着企业的成败和前景。但是,很多创业者缺乏成功经营企业的经验。尽管风险资本企业愿意承担风险,他们也总是尽量回避可以避免的风险,获取高收益。风险资本家将风险资本交给创业者管理和使用,在承担新技术产业化过程中不确定的风险之外,还要担心创业者是否拥有必备的经营能力。新技术与新创意带来的不

确定性,又在客观上加大了信息不对称的可能性。这些都是创业企业融资契约特殊性的影响因素。

因此,创业企业融资契约规定控制权安排、收益分配等重要事项,会影响创业企业的经营成果,也会影响风险资本的收益,对于创业企业的前景具有非常重要的作用。创业企业融资契约在创业投资实践中受到重视,也是学术界的一个研究焦点。

我国早就出现了创业投资,但目前仍然处于发展初期。国外对于创业企业契约的研究,主要集中在如下几个方面:控制权的安排、风险资本的作用、学习与信息内生、融资结构与工具等。

1 创业企业融资契约特征

假设创业者具有某种专业知识或者能力,但缺乏资金,而风险资本家拥有资本,但缺乏获取足够收益的投资项目。双方为了达到各自的目的,通过融资契约进行合作。融资契约的典型特征包括:

1.1 控制权分离

控制权分离,指控制权与现金流权、清算权、投票权等,可以不按一股一权的形式按比例分配,也就是风险资本家持股量可以与控制权大小分离开来。在创业企业融资契约中控制权分配的特征表现为: 风险资本家的控制权与持股量分离^[1-3]; 公司的控制权不是整体的,而是可以分割的,控制方可以拥有各种比例的控制权,而且控制权的大小可以随着某些变量的变化而变化^[4-5]; 创业企业的信息不对称程度越高,创业资本家拥有的控制权就越大^[2]。

收稿日期: 2009-07-31

基金项目: 国家自然科学基金重点项目(70732004); 国家软科学研究计划项目(2008GXSS5D106)

作者简介: 黄福广(1963-),男,河北唐山人,博士,南开大学商学院教授、博士生导师,研究方向为公司财务学、证券投资等;李西文(1978-),女,河北沧州人,南开大学商学院博士研究生,讲师,研究方向为公司财务学、风险投资等。

1.2 阶段性融资

阶段性融资(Staging),指风险资本家不是一次性将创业项目所需要的全部资金注入创业企业。现实中,创业企业融资契约将创业项目按照某种指标分为若干个阶段,判断指标可以是市场开拓状况,可以是利润,也可以是网站的点击率。对于每一个阶段,契约设定一个标准。Kaplan & Stromberg^[4]的统计表明,有17%的创业融资契约以财务业绩作为判断指标,9%以非财务业绩作为判断指标,11%以行为作为判断指标。当创业企业达到契约事先设定的标准时,风险资本家就投入下一阶段的资本。如果没有达到标准,则可能出现更换企业主管、企业改组、企业清算、再谈判等情况。

1.3 融资工具

在创业企业融资契约中,风险资本家投入资金到创业企业后,通常获得可转换优先股,而不是普通股或者债券。可转换优先股是指按照事先的约定,风险资本家可以根据自身的意愿将其转换成普通股票。Kaplan & Stromberg^[3]认为,可转换优先股是创业企业融资中最常用的融资工具。

2 控制权安排

关于控制权安排的研究思想主要源自不完全契约理论。Aghion、Bolton^[6]研究了企业家和资本家之间的契约,他们将控制权看成一个整体,要么资本家控制,要么企业家控制,并论述了不同控制权安排的条件。Hart^[7]以Aghion-Bolton模型为基础,假设干预存在成本,研究了不同控制权安排的条件,以及控制权安排对于资本结构的影响。

使用不完全契约理论框架,Berglof^[8]研究了创业企业如何在风险资本家与创业者之间分配收益和控制权。在Aghion、Bolton和Hart的研究中,他们仅仅讨论了使用权益或者债券作为融资工具。而Berglof将控制权分配和融资工具相结合,认为控制权安排与激励不可分割。企业家的私人控制利益是其个人激励的重要部分,契约中的资产很难得到保护。Berglof认为,使用可转换工具能够解决这些问题。

在Aghion-Bolton的模型中,企业家总是希望拥有控制权,也就是企业家不会自愿放弃控制权,而资本家对最低回报的要求迫使企业家放弃控制权。即使如此,资本家也只是在某种情况下才获得控制权。在Hellman^[9]的模型中,企业家可以在不放弃控制权的条件下,为资本家提供必要的回报。通过引入一个不可契约化的资本家行为,Hellman证明了,为了避免资本家担心被套牢,企业家会主动放弃控制权。

与上述几个模型均不同,Kirilenko^[10]将控制权看成是连续变量,也就是企业家和资本家都可以拥有创业企业一定比例的控制权。资本家之所以需要适度比例的控制权,目的在于从企业期望收益的信号中,分离出与企业家控制权价值相联系的噪声。Kirilenko认为,企业的信息不对称程度越高,越应该给资本家赋予更高的控制权。同时,Kirilenko提出了一系列实现控制权安排的机制。

Skeie^[11]从权益防护对于企业家激励的角度,研究了控制问题。权益防护(Vesting Equity),指为了使企业家受到激励,企业家应该拥有一部分权益。但在企业开始经营时,这样的权益往往是可以被企业收回的,只有在一定条件下,权益才受到保护,才真正属于企业家。很多实证研究表明,这种安排是为了克服企业中的信息不对称和代理问题。Skeie使用模型证明了,控制权(Contingent Control Rights)是短期防护的一个替代,能够使得企业家避免被套牢,由此受到激励。

与上述研究思想不同,Admati、Pfleiderer^[12]和Bergemann、Hege^[13]从动态视角研究了契约问题。

3 融资结构与工具

创业企业融资的一个明显特征是阶段性注资。由于风险资本家面临着创业企业可能较为严重的代理问题和不确定性,为保护自身利益,他们将全部投资分批投入创业企业。Wang、Zhou^[14]的模型研究表明,阶段注资是有效的,尤其是针对具有很好前景的公司。阶段注资除了可以降低风险外,作为合约的补充机制,在控制道德风险中还可以发挥非常重要的作用。

与注资多少密切相关的是注资方式,即选择权益和负债还是结构性融资工具。关于融资工具,很多研究表明,可转换优先股是最常见的融资工具。多数研究认为,可转换融资工具为投资者提供了便利,是对投资者的保护,也是限制代理成本的一种方式。Hellman^[15]使用了一个独特的视角,根据风险资本家退出的方式,研究了创业企业使用可转换融资工具的问题。Hellman建立了一个双向道德风险模型。如果退出时使用并购的方式而不是IPO,那么风险资本家会获得更多的现金流权。这一模型解释了为什么在IPO时会发生自动转换。

除了风险资本融资外,创业企业的融资渠道还包括银行。Winton、Yerramilli^[16]拓展了创业企业融资渠道的研究。Winton、Yerramilli认为,基于银行、风险资本和创业者各自的特点,风险资本融资并非总是最优的。只有当极其具有攻击性的连续经营战略盈利水平不够高,而连续经营战略的不确定性又较高,企业现金流的风险很大并右偏,清算价值较低时,才达到最优。如果成功,回报会很高,这时风险资本融资才是有效的。

大量研究表明,可转换融资工具在创业企业融资契约中最常见,也最有效。但是,Cumming^[17]的实证研究却并未支持这一结论。使用加拿大公司1991—2000年的数据,Cumming研究发现,公司确实使用了可转换优先股,但同时使用了多种其它融资工具,而且,可转换优先股并不是最常用的工具。该结论与以前的研究相矛盾。同时,Cumming研究认为多种融资工具混合使用,能够有效降低一系列的代理成本。

在对融资结构的研究中,Landier、Thesmar^[18]引入了企业家的乐观程度。通常,创业者是乐观的,甚至是过度乐观的。乐观的企业家会选择短期负债,而现实的企业家

会选择长期负债。现实的企业家选择长期负债, 是因为长期能够平滑收益。乐观的企业家出于两种原因选择短期负债: 企业家可以赌注项目的成功; 投资者可以调整在较差状态下投资决策。

4 风险资本家的作用

关于风险资本家对于创业企业的作用, 存在着大量的研究。有些研究认为, 风险资本家能够起到类似教练的作用, 对创业企业提供全方位的服务, 包括管理咨询、建立营销网络、招募员工等。本文重点从风险资本家解决代理成本的角度, 回顾分析相关文献。

Admati、Pfleiderer^[12]研究了在多阶段融资中风险资本家在降低代理成本方面的作用。他们将风险资本家视为内部人。研究表明, 如果没有类似于风险资本家的内部人, 证券的选择就不太容易揭示企业家的私人信息, 企业将会出现过度投资。如果内部人持有固定比例合约, 那么内部人总会作出最优选择, 这也会降低融资工具错误定价的可能性。

Casamatta 研究认为, 创业企业倾向于从风险资本中获得资本, 其原因在于希望在融得必要资金的同时, 获得风险资本提供的其它服务。Casamatta 的研究结果与 Amit 等^[20]不同。Amit 等认为, 创业企业未必愿意从风险资本家获得资金, 风险资本家也未必能够找到高质量的创业企业, 也就是双方存在逆向选择风险。传统理论认为外部融资带来代理成本, 而 Casamatta 则提出了通过外部融资降低代理风险, 认为双方代理人均需要付出努力, 努力程度对结果影响最大的一方代理人, 不愿意使用不投入资金的另一方代理人。

Dessi^[2]引入了除了企业家和资本家之外的第三方, 来研究风险资本家的作用问题。Dessi 认为, 最优的融资契约应该体现出 3 个方面的特点: 为了减轻企业家的道德风险问题, 其能够激励风险资本家起到监控作用; 能够激励创业企业参与各方持续经营和进行下一步融资; 在激励风险资本家发挥监督作用的同时, 避免风险资本家与企业家之间的勾结。

Bottazzi、Rin、Hellmann^[22]使用欧洲风险投资的数据, 检验了促使风险资本家发挥作用的因索。实证研究结果表明, 事前具有投资经验的风险资本家, 在招募员工、聘用经理以及从事各种咨询服务方面更为积极。Inderst、Mueller^[23]则研究了风险资本家的投入对于创业企业成长速度的影响。他们认为, 在不存在产品市场竞争的情况下, 由积极的风险资本家支持的创业企业在初期成长会快一些, 但是从长远来看, 其它企业会逐步赶上; 在有产品市场竞争的情况下, 结果会不同。积极风险资本家支持的创业企业会使用过度投资战略, 在初期消灭或者抑制竞争对手, 导致长期绩效的不同。积极风险资本家的作用, 在竞争性强的行业中尤其明显。

5 学习与信息内生

Chan、Siegel、Thakor^[24]同样研究了创业企业中的控制问题, 但是使用了动态研究模型。与 Hellman、Casamatta

的双向道德风险类似, Chan、Siegel、Thakor 同样认为, 企业家和资本家在创业企业的发展成长中都起着关键作用, 不同的是, Chan、Siegel、Thakor 假设其中一方的能力事前不可知。他们使用了两期模型, 当第一期结果出现后, 会补充关于能力的信息, 这个补充信息用以决定谁将作为第二期的控制人。他们的模型解释了创业企业融资契约中的或有控制问题。

Adrian、Westerfield^[25]研究了动态框架下的不同意见以及学习问题。在经济组织中, 代理人经常会出现对于将来看法的不一致。这些不一致的意见, 对于业绩激励的效果以及融资安排都会形成重要影响。他们建立了一个解决这一问题的模型, 并认为这种意见不一致, 使得代理人之间的交易有利可图。

6 结论

创业企业融资契约涉及到风险资本家和创业企业家。在一般研究中, 假设风险资本家是风险中性的。因为风险投资企业往往投资多个风险项目, 其结果往往是抵消部分风险, 而承担的是系统风险。对于创业企业家, 以往研究假设往往过于简单, 例如, 假设创业企业家风险中性, 或者风险规避等。实际上, 创业企业家具有相当高的风险倾向性, 这种风险倾向性来自于过度乐观。大量研究分析了创业企业家的特性, 作者认为, 结合这些特性, 开展创业企业融资契约研究是一个重要的方向。

参考文献:

- [1] SAHLMAN WILLIAM A. The structure and governance of venture capital organizations [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 473-521.
- [2] GOMPERS PAUL A. Venture capital and the creation of public companies: do venture capitalists really bring more than money? [J]. *Journal of Private Equity*, 1997, 1(3): 15-32.
- [3] BLACK BERNARD S, GILSON RONALD J. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets [J]. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 1998, 47(3): 243-277.
- [4] KAPLAN, STEVEN N, PER STROMBERG. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts [J]. *Review of Economics Studies*, 2003, 70(2): 281-315.
- [5] BARTLETT JOSEPH W. Fundamentals of venture capital [M]. New York: Madison Books, 1999: 11-17.
- [6] AGHION PHILIPPE, PATRICK BOLTON. An incomplete contracts approach to financial contracting [J]. *Review of Financial Studies*, 1992, 5(3): 473-494.
- [7] HART OLIVER. Firms, contracts and financial structure [M]. New York: Oxford University Press, 1995.
- [8] BERGLOF, ERIK. A control theory of venture capital finance [J]. *The Journal of Law, Economics & Organization*, 1994,

- 10(2) 247–267.
- [9] HELLMANN THOMAS. The allocation of control rights in venture capital contracts [J] . RAND Journal of Economics , 1998 , 29(1) 57–76.
- [10] KIRILENKO ANDREI A. Valuation and control in venture capital [J] . Journal of Finance , 2001 , 76(2) 565–587.
- [11] SKEIE DAVID R. Vesting and control in venture capital contracts [R] . Federal Reserve Bank of New York Staff Reports , 2007 297.
- [12] ADMATI , ANAT R , PAUL PFLEIDERER. Robust financial contracting and the role of venture capitalists [J] . Journal of Finance , 1994 49(2) 371–402.
- [13] BERGEMANN , DRIK AND ULRICH HEGE. Venture capital financing , learning , and moral hazard [J] . Journal of Banking and Finance , 1998 22(6–8) : 703–735.
- [14] WANG , SUSHENG , HAILAN ZHOU. Staged financing in venture capital : moral hazard and risks [J] . Journal of Corporate Finance 2004 , 10(1) :131–155.
- [15] HELLMANN THOMAS. IPOs , acquisitions , and the use of convertible securities in venture capital [J] . Journal of Financial Economics 2006 81(3) 649–679.
- [16] WINTON , ANDREW , VIJAY YERRAMILLI. Entrepreneurial finance banks versus venture capital [J] . Journal of Financial Economics 2008 88(1) 51–79.
- [17] CUMMING DOUGLAS. Capital structure in venture finance [J] . Journal of Corporate Finance 2005 , 11(3) 550–585.
- [18] LANDIER , AUGUSTIN , DAVID THESMAR. Financial contracting with optimistic entrepreneurs [J] . Review of Financial Studies 2009 22(1) :117–150.
- [19] CASAMATTA , C. Financing and advising : optimal financial contracts with venture capitalists [J] . Journal of Finance , 2003 , 58(5) 2059–2086.
- [20] AMIT , RAPHAEL L. GLOSTEN. Does venture capital foster the most promising entrepreneurial firms [J] . California Management Review , 1990 32(3) :102–112.
- [21] DESSI ROBERTA. Start-up finance , monitoring , and collusion [J] . RAND Journal of Economics , 2005 , 36(2) : 255–274.
- [22] BOTTAZZI , LAURA , MARCO DA RIN , THOMAS HELLMANN. Who are the active investors? Evidence from venture capital [J] . Journal of Financial Economics , 2008 , 89(3) : 488–512.
- [23] INDERST , ROMAN , HOLGER M. MUELLER. Early-stage financing and firm growth in new industries [J] . Journal of Financial Economics 2009 93(2) 276–291.
- [24] Y.S. CHAN , D. SIEGEL , A. THAKOR. Learning , corporate control and performance requirements in venture capital contracts [J] . International Economic Review , 1990 , 31(2) : 365–381.
- [25] ADRIAN , TOBIAS , MARK M. WESTERFIELD. Disagreement and learning in a dynamic contracting model [M] . Oxford University Press , 2009 22(10) 3873–3906.

(责任编辑：万贤贤)

The Review of the Research of Financing Contracts of Venture Enterprise at Abroad

Huang Fuguang, Li Xiwen

(Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The design of financing contract is a key factor which influences the success of venture enterprise for the particularity of venture enterprise. Based on the analysis of literatures, the article studies the characters of venture enterprise's financing contract, control arrangements, respectively, the choice of financing instruments, the role of venture capital, etc. These studies basically revolve in the interpretation of the terms of existing financing contract and their core issue is the fight of control right. The purpose of this article is to provide a theoretical reference for Chinese scholars to study the characteristics and contents of venture enterprise from a different perspective, and to point out the further research ideas.

Key Words: Venture Enterprise; Venture Capital; Corporate Financing; Financing Contracts; Review