

DOI 编码: 10.3969/j.issn.1672-884x.2013.09.004

# 创业者与投资方冲突模式和应对策略:多案例比较研究

孙继伟 阮俊凯  
(上海大学管理学院)

**摘要:** 在风险投资和股权投资实践中,创业者与投资方的冲突是长期存在的现实问题。从创业者与投资方2个维度,按照道德风险高低程度把创业者与投资方的冲突分为4种模式:均势冲突型、创业者主导型、投资方主导型和理念冲突型;由4种模式中分别筛选一个典型案例进行研究,并从投资方立场、创业者立场以及和谐共赢立场3个方面提出对策。

**关键词:** 风险投资;创业者与投资方冲突;道德风险

**中图分类号:** C93 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-884X(2013)09-1275-08

## The Conflicts between Entrepreneurs and Investors and Its Countermeasures

SUN Jiwei RUAN Junkai  
(Shanghai University, Shanghai, China)

**Abstract:** The conflicts between entrepreneurs and investors are the significant problems in the venture capital practice. Based on the double-sided moral hazard theory, the conflicts between entrepreneurs and investors are divided into four patterns by the level of their moral hazard: the equilibrium conflict; the conflict caused by entrepreneur, the conflict caused by investor and the conflict in opinion. Then we provide countermeasures in the entrepreneurs' position, in the investor's position and in the win-win position.

**Key words:** venture capital; conflicts between entrepreneurs and investors; moral hazard

在风险投资(也称为创业投资)和股权投资实践中,创业者与投资方的冲突是长期以来的突出问题,例如,新浪网创业者王志东与投资方的冲突、当当网创业者李国庆与老虎基金的冲突、阿里巴巴创业者马云与雅虎公司的冲突、俏江南创业者张兰与鼎晖基金的冲突、雷士照明创业者吴长江与软银赛富的冲突等。冲突的焦点包括是否积极争取上市规模优先或利润优先、关联交易和利益输送、是否遵守决策程序、业务发展方向等;冲突的结果包括双方都让步或妥协、创业者控制决策主导权、投资方控制决策主导权、第三方控制决策主导权、公司关闭等。

对于创业者与投资方冲突问题,一些学者根据道德风险理论和双边道德风险提出风险投资中最优契约和基金组织结构设计、激励约束机制等对策,也有学者利用博弈模型研究结果提出风险投资中双方的策略,但缺乏对真实冲突案例的专项研究,所提对策缺乏针对性。

## 1 相关理论述评

### 1.1 道德风险理论

经济学中的道德风险理论认为,由于从事经济活动的人是经济人,加之交易双方掌握的信息不对称,双方交易所签署的合同也不可能完备,所以各类交易(尤其是委托代理关系)中都会出现道德风险。签约前,代理人最容易出现道德风险是“隐藏信息”,签约后最容易出现道德风险是“隐藏行动”。郑君君<sup>[1]</sup>认为,相对于委托人,代理人不但知道自己的努力水平,而且更了解市场信息和企业的盈利机会,所以代理人出现道德风险的倾向更明显,具体行为包括:①进行过度投资;②出具虚假报表,利用假账或转移资产等手段处理、粉饰报表;③奢侈的在职消费;④降低工作努力程度。

在一些具体案例中,创业者和投资方都发生道德风险,称为双边道德风险。COOPER等<sup>[2]</sup>对双边道德风险进行了定义,后被广泛应

用。DEMSKI 等<sup>[3]</sup>提出产品担保契约, MATHEWSON 等<sup>[4]</sup>提出加盟连锁店契约, TSAY 等<sup>[5]</sup>提出供应链契约等。HOUBEN<sup>[6]</sup>、CASAMATTA<sup>[7]</sup>、REPULLO 等<sup>[8]</sup>分别从创业投资家的作用、双方信息披露等不同角度来阐明双边道德风险及其防范和契约设计。孙继伟<sup>[9]</sup>总结了风险投资中双边道德风险的具体表现,提出了风险投资中抑制双边制道德风险的措施。杨青等<sup>[10]</sup>研究了最优契约问题,构建了最优努力水平的普通股契约。李金龙等<sup>[11]</sup>分析了创业投资采取竞标赛投资方式的优缺点。殷林森等<sup>[12,13]</sup>对防范双边道德风险的最优设计进行了研究,将相机控制机制与契约安排结合起来,提出通过控制私人收益来间接激励双方的努力,降低双边道德风险。

## 1.2 控制权配置理论

控制权配置是研究所有权与经营权关系及公司治理的重要理论,在风险投资中也有应用。AGHION 等<sup>[14]</sup>将财富约束引入分析框架,研究缺乏资本的创业者与富有资本的投资方之间的最优控制权安排;认为创业者对项目货币收益和非货币报酬感兴趣,而投资方只关心货币收益,因此双方的目标有潜在的冲突。一旦某些重要的未来变量很难或不可能被初始契约描述而遗漏时,控制权的分配就至关重要。

BERGLOF<sup>[15]</sup>根据现金流量权的概念,提出一种风险投资签约理论,认为最优的投资契约就是采取可转换优先股的形式。企业情况好时,创业者获得控制权;企业情况坏时,投资方获得控制权。

HELLMANN<sup>[16]</sup>讨论了投资方在何种情况下可能愿意放弃对企业的控制权。其结论是,由于投资方面临财富约束,因此不得不在股权和控制权之间进行权衡。通常,为了获得相对较大的股权融资,创业者不得不放弃更多控制权,包括赋予投资方解聘自己的权力,因为这种控制权能够保证投资方不被创业者所要挟,必要时投资方可从外部寻找更好的职业经理人担任 CEO。

## 1.3 相机治理理论

相机治理是指公司控制权随公司绩效或经营状态变化而发生变动,是一种动态的公司治理。实现公司相机治理的重要手段是控制权转移,包括公司改组、收购兼并、代理权竞争、破产清算等。不管有效的公司治理采取何种模式,在公司绩效恶化或者公司的经营状态的变化直接或间接影响到了当事人利益的时候,都应有

一种有效的机制,将公司控制权在各个当事人(所有者、管理者、债权人和员工)之间做出重新安排,以便实现对公司治理结构的重新调整。

郭建鸾<sup>[17]</sup>认为,创业企业相机治理能够解决创业者与投资方信息不对称问题、减少创业者的道德风险,并把相机治理方式归纳为4类:分期注资、选择可转换证券等投资工具、创业企业管理层期权安排、投资方加强对创业企业的监控。

## 1.4 3个相关理论与本研究的匹配和选用

道德风险理论、控制权配置理论和相机治理理论对于分析创业者与投资方冲突以及提出对策都有帮助。控制权配置理论和相机治理理论都是适用于委托方与代理方显著分离的情况下股东与职业经理人的关系研究。在创业者与投资方冲突问题中,创业者并不是单纯的职业经理人,而是具有委托方(股东)和代理方(经营者)的双重身份。虽然一些学者认为具有信息优势的代理方出现道德风险的倾向更明显,但是投资方出现道德风险的案例也时有发生。这意味着,双边道德风险理论对创业者与投资方冲突焦点、冲突过程的解释更有适用性和说服力,所以,本研究主要运用双边道德风险理论对创业者与投资方冲突模式进行分类和界定,并借助问题管理<sup>[18]</sup>理论,分别挖掘各冲突模式的关键问题。控制权配置理论更有利于从投资方立场设计冲突的对策,相机治理理论对于双方建设和谐共赢关系具有建设性。由此,在提出对策部分,本研究综合运用上述3个理论,从创业者立场、投资方立场、和谐共赢立场3个方面有侧重地应用上述理论。

## 1.5 关于案例研究方法的文献述评

研究的方法应当与研究问题相适合, YIN<sup>[19]</sup>认为,当需要回答“怎么样”或“为什么”时,研究者几乎无法控制研究对象时,或关注的重点是当前现实生活中的实际问题时,案例研究法可以把复杂性、综合性的决策因素和过程具体而细致地呈现出来,是较好的研究方法。从2个或更多案例中总结出来的结论会比从一个案例中总结出来的结论更有说服力。EISENHARDT<sup>[20]</sup>指出,运用多案例研究构建的理论往往比单案例研究更坚实、更普遍和更可验证。

在案例选取上,本研究采用不同于统计抽样的理论抽样方法。理论抽样法为了拓展理论,可以选择较为极端的案例;为了复现理论,可以选择条件类似的案例;为了验证理论,可以

选择符合理论要件的案例<sup>[21]</sup>。

创业者与投资方冲突的案例很多,冲突主题和冲突程度不一而足,究竟选取几个案例为宜? EISENHARDT<sup>[20]</sup>认为,4~10个案例是归纳中使用原始案例的理想个数。本研究在初期对12个冲突实例进行了研究,限于论文篇幅,并考虑到图1中的4种冲突模式,本研究在12个冲突案例中为每一种冲突模式分别筛选了一个典型案例作为样本案例。



图1 创业者与投资方冲突的4种模式

## 2 基于双边道德风险理论的冲突模式及典型案例

### 2.1 基于双边道德风险理论的冲突模式的界定和分类

从委托代理关系来看,代理人更容易出现道德风险,但是根据双边道德风险理论,创业者与投资方的道德风险都不能忽视,所以,从创业者、投资方2个维度,分别按高、低2个等级,把创业者与投资者的冲突模式分为4种,根据这4种冲突的特征分别命名为:均势冲突型、创业者主导型、投资方主导型、理念冲突型(见图1)。

这里的“创业者(投资方)主导”是指创业者(投资方)违反双方投资合同约定或相关承诺的行为更明显,即道德风险程度更高;“均势冲突”是指双方都明显违反了投资合同约定或相关承诺,即双方道德风险程度都比较高;“理念冲突”是指双方都没有明显违反投资合同约定或相关承诺,只是决策理念不一致导致行为冲突,即双方道德风险程度都不高。

### 2.2 各冲突模式的典型案例

(1)均势冲突型:中轩生化创业者与投资方冲突案例 淄博中轩生化有限公司成立于1993年,是世界上最大的黄原胶生产企业。同华投资公司是复旦大学经济学院史正富教授2000年创办的创业投资及股权投资机构,到2012年累计投资额约45亿元。

2000年,同华投资通过股权投资持有了中

轩生化40%的股份。2003年、2005年同华投资曾2次推动中轩生化上市,但创业者周福禄以“只搞生产经营、不搞资本经营”为由拒绝。同华投资为了增强上市决策的话语权,通过增资和收购股权,到2006年持有了中轩生化98%的股份,但中轩生化生产所必须的供电、供气资源以及厂房却由周福禄控股的热电厂独家经营。2008年双方冲突升级,周福禄操纵供电、供气价格和厂房租金,使中轩生化出现亏损,同华投资的史正富代替周福禄担任董事长,撤换了原来的高管团队,并把扩建的产能转移到在内蒙古新设的公司,至此,双方的关系僵化。

这一案例初期的冲突焦点在于公司是否上市,后来扩展到供电、供气及厂房资源的配置,以及扩建选址。在冲突过程中,双方对立情绪明显,都有明显违反投资合同及相关承诺的行为,在控制权争夺中各占优势、势均力敌,冲突结果是同华投资获取了公司控制权,创业者周福禄获得了其他相关利益。

(2)创业者主导型:雷士照明创业者与投资方冲突案例 雷士照明控股有限公司成立于1998年,是商业照明和室内照明行业的领先企业,2010年在香港联交所主板上市。软银赛富基金成立于2001年,2009年更名为赛富亚洲基金,目前管理基金约40亿美元,是亚洲最大的风险投资和股权投资基金之一。

2005年,雷士照明的创始人吴长江为了解决与另2名共同创业者的矛盾,让他俩退股并带走7000万元现金。随后,软银赛富投入2200万美元,占雷士照明35.7%股权。此举既使雷士照明解决了资金缺乏问题,也使雷士照明的业绩又上了新台阶。软银赛富2008年追加投资1000万美元,并成为第1大股东,吴长江成为第2股东。

吴长江多次未经董事会批准,擅自作出决策。例如,吴长江未经董事会批准,把雷士照明总部从惠州迁到重庆,而且重庆市政府奖励的2000万元和优惠价购得土地都放到吴长江个人名下。投资方对吴长江的类似做法很不满意,2012年5月25日,雷士照明董事会宣布董事长兼CEO吴长江辞去一切职务,董事长由软银赛富代表阎焱接任,CEO由另一股东施耐德代表张开鹏接任。吴长江接受董事会决议,同时推荐吴长勇担任董事一职,但未被董事会接受。由此,吴长江认为自己被董事会排挤,于是通过多种方式争取重新获取公司控制权,包括

在二级市场增持雷士照明的股份,争取员工、经销商和供应商支持,提出另立品牌计划等。随后,雷士照明员工举行全国范围罢工、经销商停止下订单、供应商也停止向雷士照明供货。9月4日,投资方让步,吴长江重回雷士照明担任临时运营委员会负责人。11月25日,张开鹏辞去CEO,董事长名义上仍由阎焱担任,但实际权责已交给吴长江。

这一案例中包含了利益输送和关联交易的冲突,但冲突焦点是决策程序与决策结果。投资方认为,吴长江的多项决策违反了公司治理和董事会的议事规则,但吴长江认为,自己违反规则、快速决策的结果对所有股东有利。

**(3) 投资方主导型:智联招聘创业者与投资  
方冲突案例** 智联招聘网成立于1997年,是国内最早、最专业的人力资源服务商之一。它的前身是1994年创建的猎头公司智联公司。SEEK公司是澳大利亚与新西兰最大的网络招聘公司,在澳洲占有60%的市场份额。

2006年SEEK首次向智联招聘投资2000万美元,持股比例24%。此后,SEEK多次增持股份,至2009年已持股56.1%,成为控股股东。5轮融资后创业者团队的股权比例下降到不足15%。经过连续几年大规模宣传推广,智联招聘的营业收入持续增长,但仍无法改变多年连续亏损的局面。SEEK对此相当不满,2009年8月解除了CEO刘浩的职务。原COO赵鹏接任CEO后,亏损有所减少,但2010年半年报业绩仍亏损2080万元(半年营业收入1.79亿元),这时的公司高管分为2派,一派是CEO赵鹏为首的高管团队,另一派是投资方委派的CFO、CTO、副总裁等高管。2010年7月,赵鹏宣布解聘投资方委派的几名高管,投资方迅速推翻了这一解聘方案,并以“阻碍公司调整法律架构、妨碍公司上市计划、企图侵占公司财产”等理由解除了赵鹏为首的高管团队的职务。

SEEK投资智联招聘的合同中约定,不干涉公司的财务和运营政策,在2009年SEEK已经成为智联招聘控股股东的情况下,这一约定仍然在公司年报中再次重申。后来SEEK直接干预公司的运营,并2次撤换CEO。从大股东立场来说,由于公司长期亏损,作出这样的决策是可以理解的,但SEEK明显违反投资合同约定,鉴于此,本研究将这一案例作为投资方道德风险程度高的案例。

**(4) 理念冲突型:新浪网创业者与投资  
方冲突案例** 新浪网成立于1998年,名列中国四

大门户网站之首,2000年4月在美国纳斯达克上市。新浪网上市后第1大股东华登投资集团(成立于1987年,是亚太地区知名的创业投资机构之一)持股13.33%,第2大股东四通公司持股10%,第3大股东戴尔公司持股6.4%,第4大股东是创业者王志东,持股6.3%。

在2000年纳斯达克泡沫破灭之前,中国互联网行业流行着一句来自美国的名言“第一(指规模和速度)是赢家,第二是最大的输家”。新浪网的创业者兼CEO王志东与主要股东对这一名言都深信不疑,都认为新浪网应迅速扩大规模、扩大市场占有率,盈利与否不必在意。相应地,当时新浪网业务扩张迅速,亏损额也巨大。

2000年3月10日纳斯达克股票指数达到5048点最高点后,连续暴跌,一直跌到2002年10月10日1108点最低点,跌幅达78%。这也意味着互联网泡沫破灭,大批互联网公司倒闭。受行业形势和自身亏损不断累积两方面因素的影响,新浪网的股价连续暴跌,面临着被纳斯达克摘牌的危机。互联网行业投资理念也迅速由“不求盈利、只求规模”转变为“盈利第一、缩减规模”。新浪网的主要股东要求CEO王志东与时俱进、尽快盈利,至少是迅速减少亏损,而当时减少亏损最有效的措施就是裁减人员、裁减业务和服务品类。王志东对自己一手组建的团队、一手开发的业务和服务品种既有感情,又认为具有很高的价值,尤其是长期价值,所以不接受大规模裁员、裁减业务和服务品类的要求。双方都不愿意妥协、让步,于是,2001年6月3日,新浪网董事会逼迫CEO王志东辞职(对外宣布是因个人原因辞职),由时任COO茅道林接任CEO。

这一案例从结果看是投资方在冲突中占了优势,从冲突的焦点来看,双方都没有明显违反了投资合同约定或相关承诺,只是外部形势和投资理念变化引起双方行为的冲突,所以本研究把这一案例作为双方都没有明显道德风险行为的典型案例。

### 3 冲突形成机制与冲突中的关键问题比较

#### 3.1 冲突形成机制

从创业者角度来说,出现与投资方显性冲突至少要具备下列3个条件之一:①创业者持股比例较高;②创业者拥有某些独特资源,如技术、商标,或者企业不可或缺的其他生产资料或经营资源,像中轩生化创业者拥有的供电、供气

和厂房资源;③创业者在高管和员工中的威信高,并有稳定的客户资源。

从投资方角度来说,出现与创业者显性冲突至少要具备下列3个条件之一:①单一投资方或几家投资机构联合起来持股比例较高或董事会席位数较多,相应地有较强的话语权;②根据投资合同或相关约定,发生了创业者理亏、投资方有理的事件,例如,企业业绩计划未达成、上市目标未达成等;③投资方拟定了新的资本运作方案,例如,同行企业合并、更换上市地、出让股权等。

创业者与投资者冲突形成的必要条件是:

创业者至少具备上述3个条件之一,且投资方也至少具备上述3个条件之一。在这一前提下,如果创业者与投资方至少一方出现明显的道德风险行为,且另一方不愿意忍气吞声,那么冲突必然会形成。

### 3.2 典型案例和冲突模式中的关键问题比较

前文对4个典型案例的冲突内容作了概括和归纳性陈述,下面从案例内容中进一步挖掘关键问题,探寻4种冲突模式的规律。4家案例企业的关键问题见表1,这也从案例企业冲突内容和冲突过程印证了冲突形成的机制。

表1 案例企业关键问题比较

比较项目	中轩生化	雷士照明	智联招聘	新浪网
创业者角度的冲突必要条件	创业者条件之②	创业者条件之①③	创业者条件之③	创业者条件之①③
投资方角度的冲突必要条件	投资方条件之①②	投资方条件之①②	投资方条件之①②	投资方条件之①②
创业者道德风险	高	高	低	低
投资方道德风险	高	低	高	低
冲突焦点	公司是否上市,关联交易与利益输送。控制权之争加经营资源之争	创业者违反董事会议事规则。内部人控制与反控制之争	企业业绩不佳、投资方违反投资合同约定。内部人控制与反控制之争	投资方要求迅速减亏,创业者未做到。规模优先与效益优先之争
冲突结果	双方各占优势,互不相让,各自获得了可控资源	投资方让步,创业者重新获得公司控制权	投资方获得公司控制权,创业者离职	投资方获得公司控制权,创业者离职

根据案例中的关键问题,结合双边道德风险理论,下面提炼了4种冲突模式的关键问题和一般规律。

(1)均势冲突型 在这类冲突中,创业者和投资方都具备显性冲突的必要条件,更重要的是双方都出现了明显的道德风险行为。双方在冲突中针锋相对、各有优势,奋力争取自己的利益或主张,而且往往伴随着情绪化的表达或不理智的行为。这一模式中的“均势”不是指结果,而是指冲突条件和违约程度(道德风险程度),冲突条件是否“过硬”,对违约程度有或明或暗的助长作用。换言之,如果一方的冲突条件不“过硬”,那么这一方明目张胆违约的底气也不足。

均势冲突的结果既有可能各不相让、通过重新分配资源形成新的平衡,如中轩生化与同华投资的冲突,也有可能是双方各作妥协和让步,如俏江南与鼎晖投资基金的冲突。

(2)创业者主导型 在这类冲突中,创业者和投资方都具备显性冲突的必要条件,更重要的是创业者出现了明显的道德风险行为,而投资方没有明显的道德风险行为。这一模式中

的“主导”不是指结果一定会让创业者占上风,而是指创业者的道德风险行为引发了投资方“应战”,从而出现显性冲突,并且冲突中投资方按照法律和双方投资合同来主张自己的权利和利益,未采取以牙还牙式的违约行动。

创业者的违约行为(即道德风险行为)包括实体违约和程序违约2类,实体违约是指创业者的行为或决策损害了投资方的利益;程序违约是指创业者的行为或决策未经过董事会、股东会等必要程序。只要未经过必要程序,即使结果对投资方有利,性质上也属于违约。不少创业者对程序违约不以为然,例如,在雷士照明的冲突中,投资方认为,吴长江在业绩未经审计、决策未经董事会批准的情况下给高管发年度奖金属于违约;吴长江认为,公司业绩计划已超额完成,发奖金是应该的,赶在春节前发有利于鼓励士气,“先斩后奏”是为了提高效率,对公司和投资方都有利。吴长江还强调,如果董事会最后不批准,他会自己掏腰包承担责任。在企业中具有领袖地位、能力强、威信高的创业者往往与吴长江持类似的想法(阿里巴巴创业者马云与投资方雅虎的冲突中,马云也持类似的

看法),不认为程序违约属于违约。这也意味着,领袖型创业者与投资方发生的冲突大多数属于创业者主导型冲突。

**(3)投资方主导型** 在这种冲突中,创业者和投资方都具备显性冲突的必要条件,更重要的是投资方出现了明显的道德风险行为,而创业者没有明显的道德风险行为。

风险投资基金或私募股权投资基金在投资时并不想干涉企业经营管理,放权或授权让创业者自主经营,但后来创业者多次未完成业绩计划或迟迟未实现上市目标,于是投资方违反约定,干预经营,进而撤换创业者或高管团队。

也有些投资方在投资时就想控制公司,但不露声色、步步为营。在时机成熟时,违反约定,获取企业的控制权,创业者奋起反击,形成显性的冲突。投资方为产业投资或战略投资时这一情况较为常见,例如,一些著名外资企业控股国内同行企业后,开始不干涉经营,时机成熟后干预经营,把国内企业的品牌雪藏起来或撤换高管团队。

**(4)理念冲突型** 这类冲突中,创业者和投资方都具备显性冲突的必要条件,更重要的是双方并无明显的道德风险行为,只是由于对经营理念、战略方向、业绩计划等问题的不同认识才形成冲突。这类冲突往往是在外部形势或行业环境发生重大变化,或重大事项授权期限届满等需要重新调整决策时发生的。例如,新浪网王志东与投资方的冲突,就是在外部环境变化后,能否从“不求盈利、只求规模”向“盈利第一、缩减规模”迅速转变而引起。

## 4 创业者与投资方冲突的应对策略

根据问题管理<sup>[18]</sup>原理,对同一个问题,站在不同的立场,会有不同的对策。在同一组织或团队中,不同立场的对策差异较小,像创业者与投资方冲突这样的问题,双方是不同的法律主体和利益主体,不同立场的对策差异较大。双方和谐共赢是理想状态,双方分别从自己的立场采取对策是现实的常见状态。由此,本研究从创业者立场、投资方立场、双方和谐立场分别提出冲突的应对策略。

### 4.1 创业者立场的应对策略

从创业者单方有利的立场来说,要防范和应对投资方的道德风险行为,关键是要巩固对公司的控制权。如果创业者对公司的控制权稳固,投资方对创业者不满意时,会通过劝说、沟通的方式表达,或者说只是隐性冲突,不会出现

针锋相对的显性冲突;即使出现显性冲突,创业者也可在冲突中立于不败之地。创业者巩固对公司控制权的策略包括如下几种。

**(1)创业者保持较高的股权比例** 创业企业进行多轮股权融资后,创业者持股比例会明显下降,如果有上市、管理层持股和员工股权激励等因素,创业者持股比例下降幅度更大。创业者持股比例下降是失去控制权的首要原因,防止创业者持股比例下降的策略包括:①不要过早引入风险投资,引入时机越早,创业者持股比例下降越明显;②股权融资时尽量提高公司的估值;③减少股权融资额度,增加债权融资额度;④在对外股权融资的同时,创业者也通过现金增资、专利或商标等无形资产作价增资等方式增加投资;⑤创业者通过自有资金或融资来购买其他股东的股份。

**(2)创业者与其他股东一致行动** 一致行动是指投资者(股东)通过协议或其他安排,与其他投资者共同扩大其所能够支配的表决权数量。创业者自己的持股比例较低时,可以与其他股东(如创业团队成员)签订一致行动协议,共同构成公司的实际控制人,在重大决策中采取一致行动。创业者也可以争取一些不愿意参与公司决策的股东,使其把投票权委托给创业者,这也能起到一致行动的作用。

**(3)团结高管团队,增强对员工的凝聚力** 创业者把高管和员工团结起来、凝聚起来,既有利于经营管理,也有利于应对与投资方的冲突。实践中出现过多次这样的案例,在创业者与投资方冲突中,创业者处于不利地位时,他们带领高管团队和骨干员工另起炉灶,开展与原企业类似的业务。由此,高管和员工的凝聚力既是创业者应对投资方“夺权”的王牌,也是创业者应对与投资方冲突的“后路”。

**(4)增强对客户、技术和供应商的控制力** 投资方远离企业的客户(包括中间商客户和终端客户)、技术和供应商,而创业者在这几方面具有天然的优势,进一步巩固这些优势有利于巩固创业者的控制权。例如,在雷士照明冲突案例、娃哈哈创业者与投资方达能公司的冲突案例中,创业者都利用了经销商资源;而在中轩生化创业者与投资方冲突案例中,创业者利用的是供应商资源。

### 4.2 投资方立场的应对策略

从投资方单方有利的立场来说,要防范和应对创业者的道德风险行为,关键是设置有利的投资合同条款,促使创业者遵守公司治理的

程序和规则,在创业者出现道德风险行为时,设法纠偏。姚铮等<sup>[22]</sup>通过多案例研究发现,在管理参与、股权回购和估值调整、股权激励、优先权、反稀释和竞业禁止等常用条款中,管理参与条款最重要。本研究根据 BORS 等<sup>[23]</sup>、DYER 等<sup>[24]</sup>提出的增强混合安排稳定性的机制,提出投资方对创业企业增强控制力或影响力的 4 种策略,以减少创业者的道德风险行为。

**(1) 引导并促使创业者接受和遵守共同治理的规则** 很多成功的创业者在创业过程中形成了自主决策(即一人说了算)习惯,在引进投资机构后旧习难以在短期内改变。投资方不仅要在投资合同中写明股权多元化所要求的共同治理规则,要求创业者接受和遵守,在投资后的股东会、董事会以及平时的沟通中,都要强调共同治理规则,促使创业者改变以往的自主决策习惯,引导并促进创业者既避免实体违约,也避免程序违约。具体来说,共同治理措施包括股东会和董事会议事规则、投资方认可的审计机制定期进行审计、高管绩效考核与薪酬调整机制等。

**(2) 委派财务负责人** 为了既调动创业者的积极性,又防范创业者的道德风险行为,投资方在把经营管理权交给创业者的同时,应尽可能委派财务负责人,这是防范创业者关联交易、转移定价、挪用资金、职务消费偏高等道德风险的最有效措施。如果投资方持股比例较低,创业者一般不同意投资方委派财务负责人,但是,如果同时有几家投资方,他们就可以联合起来委派财务负责人。

**(3) 投资前细化投资合同条款** 投资方在投资前拟定的投资合同中,既写明对创业者的要求或约定,也写明创业者的违约责任,这样有助于防范创业者的道德风险行为。对于创业者在投资签约前的隐藏信息(包括夸大业绩预期、回避不利因素、过高估计发展前景等)做法,行之有效的对策是与创业者签署“对赌协议”或“对赌条款”,即达到创业者预期的业绩目标后,投资方给创业者现金奖励或送股奖励,如到期后达不到创业者预期的业绩目标,则由创业者给投资方一定的现金补偿或股权补偿。

**(4) 分期投资和债转股机制** 投资方可以与创业者约定投资总额,且分几期投入,在第二期投入前,就可以根据第一阶段对创业者的考察情况调整投资条款,如投资者出现道德风险行为,可以停止后续的投资。投资方还可以设计投融资工具的组合来约束创业者,研究和实

践表明,债转股机制或可转换债券对创业者的激励和约束,其作用优于单纯的债权和股权。

#### 4.3 双方和谐共赢的策略

尽管创业者和投资方从单方面有利的立场应对冲突是现实中的常态,但是,如果双方能够换位思考,兼顾各自的立场和利益,就会出现和谐共赢的局面。下列策略有利于双方和谐共赢。

**(1) 双方及时、充分地进行沟通** 在雷士照明的冲突中,双方都承认沟通不够。事实上,多数冲突中存在沟通不够的问题,如果双方能够放低姿态,诚恳地与对方沟通,在及时、充分沟通的基础上求同存异,那么很多显性冲突可以避免,即使发生冲突,也能减少冲突中由于情绪化和报复心理导致的道德风险行为。

**(2) 双方都信守承诺、尊重规则** 违背承诺、违反规则是道德风险的典型行为,不仅让对方失去信任,还可能引起报复心理、加剧冲突。由此,双方一旦约定了承诺和规则,即使事后发现自己不利,也应尽量争取对方同意修改承诺和规则,如对方不同意修改,应该有“愿赌服输”意识。

**(3) 投资方设置弹性预期,创业者感谢投资方宽容** 投资方对创业者和创业企业设置乐观预期、一般预期和保守预期 3 种预期。例如,投资方对创业企业的乐观预期是上市并增值数倍退出;一般预期是快速发展、上不了市但可高于净资产转让;保守预期是投资不亏损。如果有这 3 种预期,在创业企业发展遇到挫折或创业者行为令人失望时,投资方就可不急不躁,从容应对。在创业者角度,则应感谢投资方弹性预期对应的宽容和谅解,友好协商后续事宜。

**(4) 多方面协同合作、增进双方的友谊** 投资方应积极为创业者和创业企业提供增值服务,例如推荐新的投资方,推荐客户、合作伙伴和人才,帮助提高技术、改进管理。创业者应积极为投资方创造额外的价值,例如推荐潜在投资项目、提供行业数据、推荐人才等。双方如果能够在工作之外建立个人友谊,对双方和谐共赢将更为有利。

## 5 结语

根据双边道德风险理论,创业者与投资者冲突模式分为 4 种:均势冲突型、创业者主导型、投资方主导型、理念冲突型。创业者和投资方具备必要条件后,如果创业者与投资方至少一方出现明显的道德风险行为,且另一方不愿

意忍气吞声,显性的冲突就必然会形成。尽管创业者和投资方从单方面有利的立场应对冲突是现实中的常态,但是,如果双方能够换位思考,兼顾各自的立场和利益,就会出现和谐共赢的局面。

本研究选取案例的依据是体现双边道德风险理论的典型性,未作其他限制。在研究中意外地发现,这几家案例企业的投资方持股比例都比较高。如果投资方持股比例低,双方冲突具有什么特征?有那些典型模式?此外,本研究的冲突模式是以冲突原因和形成机制来界定的,同一种冲突模式也会有不同的冲突结果,不同的冲突模式也可能出现类似的冲突结果,冲突模式与冲突结果是什么关系,且是否有因果关系?这些问题都值得进一步研究。

#### 参 考 文 献

- [1] 郑君君. 风险投资中的道德风险与逆向选择[M]. 武汉:武汉大学出版社,2006
- [2] COOPER R, ROSS T W. Monopoly Provision of Product Quality with Uninformed Buyers [J]. International Journal of Industrial Organization, 1985, 3 (4):439~449
- [3] DEMSKI J S, SAPPINGTON D E M. Resolving Double Moral Hazard Problems with Buyout Agreements [J]. RAND Journal of Economics, 1991, 22 (2):232~240
- [4] MATHEWSON G F, WINTER R A. The Economics of Franchise Contracts [J]. Journal of Law and Economics, 1985, 28(3):503~526
- [5] TSAY A, NAHMIA S, GRAWL A. Modeling Supply Chain Contracts: A Review [M]// TAYUR S, GANESHAN R, MAGAZINE M. Quantitative Models for Supply Chain Management. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999:34~36
- [6] HOUBEN E. Venture Capital, Double-Sided Adverse Selection and Double-Sided Moral Hazard [R]. Kiel; University of Kiel, 2002
- [7] CASAMATTA C. Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists [J]. Journal of Finance, 2003, 58(5):2 059~2 068
- [8] REPULLO R, SUAREZ J. Venture Capital Finance: A Security Design Approach [J]. Review of Finance, 2004, 8(1):75~108
- [9] 孙继伟. 企业管理视野中的风险投资:模式与案例 [M]. 上海:上海财经大学出版社,2002
- [10] 杨青,李钰. 风险投资中双重道德风险与最优合约安排分析[J]. 系统工程,2004,22(11):71~73
- [11] 李金龙,费方域,谈毅. 不完全合同、创新与联合投资 [J]. 财经科学,2006(6):74~80
- [12] 殷林森,胡文伟. 创业投资双边道德风险研究述评 [J]. 经济学动态,2008(1):128~132
- [13] 殷林森. 双边道德风险、股权契约安排与相机谈判契约[J]. 管理评论,2010,22(8):10~18
- [14] AGHION P, BOLTON P. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting [J]. Review of Economic Studies, 1992,59(3): 473~494
- [15] BERGLOF E. A Control Theory of Venture Capital Finance [J]. The Journal of Law Economics and Organization, 1994, 10(2): 247~267
- [16] HELLMANN T. The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts [J]. Rand Journal of Economics, 1998, 29 (1): 57~76
- [17] 郭建鸾. 创业企业相机治理分析[J]. 中央财经大学学报,2004(5):51~52
- [18] 孙继伟. 问题管理的理论与实践[J]. 管理学报, 2010,7(11):1 615~1 620
- [19] YIN R K. Case Study Research: Design and Methods[M]. Thousand Oaks; Sage Publications, Inc., 2003
- [20] EISENHARDT K M. Building Theories from Case Study Research [J]. Academy of Management Review, 1989,14(4):532~550
- [21] 郑伯坝,黄敏萍. 实地研究中的案例研究[M]//陈晓萍,徐淑英,樊景立. 组织与管理研究的实证方法. 北京:北京大学出版社,2008:199~226
- [22] 姚铮,王笑雨,程越楷. 风险投资契约条款设置动因及其作用机理研究[J]. 管理世界, 2011(2):127~141
- [23] BORS B, JEMISON D B. Hybrid Arrangements as Strategic Alliances: The Oretical Issues in Organizational Combinations [J]. Academy of Management Review, 1989, 14(2):234~249
- [24] DYER J H, SINGH H. The Relational View: Cooperative Strategy and Sources of Interorganizational Competitive Advantage [J]. Academy of Management Review, 1998, 23(4):660~679

(编辑 丘斯迈)

通讯作者:孙继伟(1968~),男,山西临县人。上海大学(上海市 200444)管理学院教授,博士,危机与问题管理研究中心主任。研究方向为危机管理与问题管理。E-mail:sjw@staff.shu.edu.cn