

论风险投资委托代理问题 与激励约束机制

曹 兴,王福民

(中南大学 商学院,湖南 长沙 410083)

摘要:文章阐述了风险投资体系中的三个主体特征,提出风险投资运作过程中存在着由投资者到风险投资公司,再到风险企业的两层委托代理关系,运用委托—代理理论对风险投资中的委托代理链进行分析,结合中国风险投资业的具体情况,分别探讨和设计了投资者对风险资本家、风险资本家对风险企业家的激励与约束机制。

关键词:风险投资;委托代理;激励约束机制

中图分类号:F832.48

文献标识码:A

文章编号:1008-5831(2003)04-0048-04

On the Principal-Agent Problem and the Incentive-Monitor System of the Venture Capital

CAO Xing, WANG Fu-min

(College of Business, Zhongnan University, Changsha 410083, China)

Abstract: The paper explicates three main characteristics of the venture capital system, presents that there exist two principal agent relations: from investors to venture capital firms, and from venture capital firms to venture capital business in venture capital deals. It analyzes the chain of principal-agent of venture capital with the theory of principal-agent. In addition, it expounds and designs the incentive-monitor system that is for investor to venture capital investor and for venture capital investor to venture capital enterpriser, with of the analysis of the specific condition of China venture capital industry.

Key words: venture capital; principal-agent; incentive-monitor systems

风险投资是由投资者向新创的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业或产业投入权益资本,并以股权转让(或交易)的方式来收回投资,并获取超额收益的一种商业投资行为,它是以风险资本为载体包括风险资本家、风险投资公司对风险企业的市场策划、管理咨询、投资理财等多方面的集合投资,是金融创新和技术创新相结合的产物。由于风险投资运作过程中存在着高度的不确定性和信息不对称,如何有效控制委托代理风险,建立合理的激励约束机制,实现其高收益,值得我们深入研究。

一、风险投资运作的主体特征^[1]

在健全的风险投资体系中,有许多主体参与风险投资运作过程或在其中的某个环节充当特定的角色,概括起来可分为风险投资者、风险投资机构 and 风险企业等。

风险投资者 主要由国家、民间私有资本者、企业、科研单位和外国投资机构构成。投资者购买股票或联合投资向风险投资机构注入资金,并从风险投资机构获取已实现的收益,承担相应的风险。

风险投资机构 从西方发达国家的经验来看,风险投资机构包括独立的风险投资公司、风险投资基金以及一些大型企业、金融机构等设立的附属风险投资机构。风险投资公司是风险投资机构中的最主要也是最重要的组织形式,主要由一群有丰富专业经验和投资经验的风险资本家组成,风险资本家们从风险投资者那里筹集到大量可供长期使用的稳定的风险资本,对新创业的或现有的欲扩展的高新技术企业注入创业资本或扩展资本并参与经营管理,通过企业资本增值来实现高额回报。风险投资公司是风险投资体系主体结构

收稿日期:2003-03-12

作者简介:曹兴(1964-),男,四川大竹人,中南大学商学院投资经济系教授,主要从事中小企业风险投资研究。

中最为核心的部分,它是风险投资最直接的参与者和操作者,也最直接地承受风险,分享收益,它把创新行为主体与风险承担主体区分开来,对风险企业来说是降低管理经营风险,以及风险发生时能及时撤资阻止风险扩大,对投资者来说是分散已成为现实的企业发展失败或贬值的风险。

风险企业 风险企业是风险资本与创业项目相结合的新型企业,是高新技术向产业化发展的“温床”,是顺应市场需要,提供高新技术向产业化转化的场所,它通过配合风险投资机构,达到降低投资风险,实现资本增值的目的。

从风险投资的运作机制来看,首先是风险资本家以某种名义向风险资金的持有人募集资金,然后由风险投资公司实际运作,把风险企业培育壮大,直到实现正常的市场运作,然后撤回投资,再去寻找另外的新项目。因而,风险投资公司按市场运作规律,把风险企业置于市场竞争中,通过市场评价(股票市场状况),使风险企业不断向正确的方向靠近,同时使资金流向潜在收益最大的地方。在这里,风险投资公司是沟通风险企业与投资者的纽带(图1)。

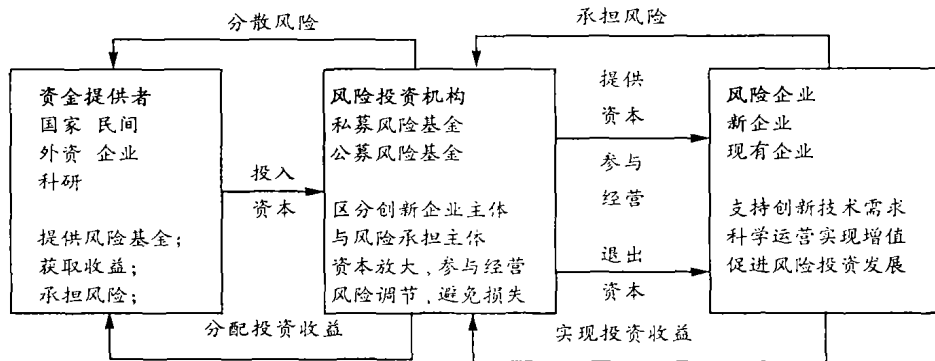


图1 风险投资运作机制运行图

二、风险投资委托代理问题分析

风险投资作为技术创新和金融创新的产物,其独特的运行机制主要针对新生高新技术企业高度的信息不对称和信息不完全而发展起来。最初,风险投资的参与者主要是一些富有的个人,由于风险投资是一种高风险,高度专业性的事业,现在85%以上的风险投资由风险投资公司来完成^[2]。

(一) 风险投资特殊的双重委托代理机制

由上可知,参与风险资本运作过程的三方主体:供给资本的风险投资者、使用资本的风险企业和管理资本的风险投资公司,它们之间关系如图2所示:

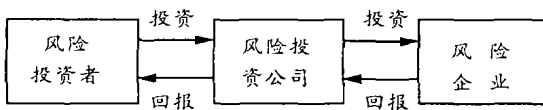


图2 双重委托代理链

从图2可以看出,风险资金由投资者交给风险投资公司,再由风险投资公司通过风险资本家投资到风险投资企业中,这就形成了一个特殊的双重委托代理链,即第一层委托代理链,从风险投资者到风险投资公司(风险资本家),风险投资者将资金交与风险投资公司(风险资本家)管理,委托人是风险投资者,代理人是风险投资公司(风险资本家);第二层委托代理链发生在风险投资公司(风险资本家)与风险企业(风险企业家)之间,此时委托人是风险投资公司(风险资本家),代理人是风险企业家。

风险投资公司作为风险投资资本投向高技术风险企业

的中介机构,具有比中小投资者将风险资本直接投入到风险企业更高的效率,主要体现在:

第一,风险企业在非公开权益资本市场募来资本不需要公开企业内部信息,风险资本如果直接投资到风险企业,必须在市场上寻找投资对象,这需要投入大量费用进行调研、甄别信息。通过风险投资公司可以节约选择和搜寻成本。因为风险投资公司在这方面具有专业的人才和信息甄别系统。

第二,风险投资公司通过提供专业人才对风险企业进行相机治理(指风险投资公司根据具体需要参与风险企业的日常活动,包括战略决策,财务管理,人员招聘,市场营销等)减少中小投资者监督搭便车行为,从而能够加强对风险企业的监督力度^[3]。而且,拥有庞大资金的风险投资公司,可以通过个别行业的高新技术企业的投资,来分散来自单个企业方面的高风险。这就保证了来自投资者的资金顺利流向最能创造社会财富的高新技术企业。

纵上所述,风险投资中的两层委托代理链紧密相连。对单个投资者来说,其投资行为主要表现在第一层委托代理,但投资者对风险投资的信心却来自下游风险投资公司从风险企业获得的回报,所以,第二层委托代理链,即风险投资公司与风险企业之间的委托代理的成功与否,决定了风险投资本身的发展。

(二) 信息不对称对风险投资运作的影响

研究委托——代理问题的基本出发点是委托人与代理之间的不对称信息情形,即代理人相对于委托人拥有较多的私人信息。在经济学上,不对称信息的后果通常有两种,即逆向选择和道德风险。其中,逆向选择一般是与事前(交易签约

前)的不对称信息相对应,指的是有信息劣势的交易方不能正确选择高质量的交易方。而道德风险则与事后(交易签约后)的不对称信息相对应,指的是有信息优势的交易方可能采取有利于自己而损害对方的行为。在风险资金运作过程中,就第一层代理关系而言,投资者作为委托代理人总是希望能够选择到能力强(指管理水平高而且道德品质优秀)的风险资本家管理风险资本。但是,由于存在信息不对称,投资者无法在事前准确地甄别作为代理人的风险资本家的真实经营能力,从而造成对风险资本家的“逆向选择”,即高能力的风险资本家没被投资者看中,低能力的风险资本家由于种种原因却为投资者看中。有人认为可以用投资收益来衡量风险资本家的本领,但投资收益属事后判别,仅凭事后的投资收益来辨别风险资本家的能力,并以此来遴选风险资本家并不一定是一种有效的安排^[4]。并且,即使低利润率真实地反映了风险资本家是一个“劣质”的管理者,但由它造成的损失可能已经无法挽救。就第二层代理关系而言,作为代理人的风险企业家,一方面,委托人(风险资本家)很难判断其工作努力程度;另一方面,由于其行业的特殊性,与委托人(风险资本家)相比较,具有信息优势,存在着严重的信息不对称。并且两者作为两个经济当事人出现,具有不同的效用函数,在追求各自效用最大化的过程中,两者就可能发生冲突,风险企业家有可能出现“道德风险”行动,即将自己的效用最大化放在首位,为实现之不惜牺牲对风险资本家效用最大化的追求。戈姆珀斯和勒约对风险投资公司代理问题的研究表现,投资于高科技风险企业这一“道德风险”的后果基于两方面的原因还会被进一步放大:其一,是风险企业本身收益的不确定性,这种收益不确定性来源于风险企业技术创新前景和市场前景的不确定性造成的,这种收益不确定性特征和“道德风险”相互作用,使得风险企业管理层的机会主义行为能在更大程度上威胁风险资本家的利益;其二,更重要的是,风险企业资产结构中无形资产比重较大,其资产专用性比较低,变现价值很低,一旦项目失败,投资可能血本无归^[5]。

四、我国风险投资中激励与约束机制的构建

在风险投资的运作和发展中,面对风险投资中的代理风险,对委托人而言,必须设计一套有效的激励与约束机制,以缩小投资者和风险资本家,风险资本家与风险企业家之间的目标距离,削弱代理人对委托人利益的侵害。只有这样,才能促进风险投资的正常运转,提高风险投资的成功率。现代管理学和激励理论基于“物质利益原则”,指出解决委托代理风险问题的一些方法。

动力激励 有形资产报酬激励,有非货币和货币报酬两大类:前者主要指在职消费,后者包括工资、资金、股权和股票期权等,其中股权和股票期权是一种风险收入,其价值取决于企业今后的盈利状况,所以有利于激励经营者克服短期行为和损害所有者利益的行为,而着眼于企业的长远发展和所有者权益最大化;无形资产报酬激励,包括对较高经营能力的肯定,也是其日后取得更高有形资产报酬的筹码。

行为约束 企业内部股东、董事会和监督机构的监督约束,企业外部力量的监督约束,如经理人市场竞争的压力,公司产品市场的压力,被兼并收购的威胁,政府宏观调控和公众利益约束等。

设计一套较为完善的激励和约束机制符合企业发展的现实需要,从宏观上能起到规范企业经营行为的作用,从而提高企业效率,促进社会资源有效配置和使用;从微观角度讲,则有利投资者控制经营者的道德风险,保证投资收益。

(一)风险投资者对风险资本家的激励与约束机制

风险资本家是风险投资三方当事人中最为活跃的一方,具有丰富专业经验和投资经验的风险资本家在管理风险资本上存在着信息优势,如何处理和解决投资者和风险资本家之间的信息不对称,控制道德风险和逆向选择,是风险投资公司能顺畅成功运作的重要条件。因此,为了使风险资本家的行为不偏离利润最大化目标,作为委托人的风险投资者就必须设计某种激励与约束机制。

在风险投资发展较早的美国和西欧等国,风险投资企业的资金主要来自于企业和民间资本等非政府资本,其主要组织形式是有限合伙制。其中,普通合伙人由风险资本家担当,管理整个合伙企业,对其债务负无限责任,这一机制可以对风险资本家轻率的冒险行为进行钳制;投资者作为有限合伙人,承担的债务清偿责任以其出资额为限,不参与风险投资公司的管理,故无法监控其具体运作。但他可以通过合同形式制订如下规则来避免风险资本家做出不利于自己利益的决策。

一是为合伙公司设置固定的存续期限,要在市场中生存下来,风险资本家必须不断筹集新资金,而对于有较高声誉的风险投资者而言,新资金的筹集成本较低。

二是风险资本家参与合伙公司利润分配(一般为15%—30%),这是一个强有力的刺激,促使风险资本家尽力去提高投资组合中风险企业的价值。

从我国目前风险投资机构的设立看,国资控股或国有企业参股已成为普遍现象。据有关调查数据表明,政府拥有股权的风险投资机构占90%,纯民营风险投资机构占2%^[6]。这些政府拥有股权的风险投资机构几乎采取了公司制的组织形式,国家委托风险投资机构代理资本经营,基本上仍沿用传统国有企业管理模式。这种委托代理关系存在很多弊端,首先是委托人“虚位”。作为国有股代表的政府官员,并非真正的资本所有者,他们有权力选择所带来的收益和风险投资,所以没有足够的动力对风险资本家加以监督和激励;其次,委托人“虚位”使信息不对称更加严重,更容易导致风险资本家“道德风险”和“逆向选择”现象的产生,导致国有资产使用效率低下,甚至造成国有资产的大量流失。所以,要解决风险资本家的道德问题,一方面,我们要全面提高国民收入水平,增加其承担风险的能力和意识,使政府资本逐步退出风险投资领域,让位于企业和民间资本,克服政府资本风险和收益具有外部性的缺点,加强对风险资本家的激励和约束,并通过立法确立有限合伙企业的法律地位,建立起风险资本家责权利统一的

激励约束机制;另一方面,在现实条件下,采取切实措施兼顾风险资本家的利益与投资者的利益,实现自身利益最大化的同时使投资者的利益最优。

首先,要求风险资本家对所投资项目以投资额的一定比例注入个人资本,并使其报酬与其经营业绩相联系。这样,使得风险资本家既为要素收入者又是剩余索取者,一定程度上限制风险资本家的短期行为和过度投机,另外,风险投资公司的收益与风险资本家的能力相关性较大,为克服风险投资高度的信息不对称,更好地激励风险资本家,可对风险资本家实行业绩报酬相关机制并允许其持有风险投资公司一定比例的股票期权。

其次,发挥市场对风险资本家的声誉约束职能。在经理市场上,风险资本家的能力和努力程度是基于他长期工作业绩建立的职业声誉,风险资本家之间的竞争,很大程度上动态地显示了他们的能力和努力程度。因此,市场能使风险资本家始终保持深层危机感,从而自觉地约束自己的机会主义行为。(1)在风险投资公司存续期间,定期清盘;(2)投资者定期对风险投资公司的业绩进行评估,与同行业或相类似公司进行业绩比较,制定新的决策方案。

其三,加强对风险资本家的监督。投资者可以通过董事会或监事会对风险资本家的行为进行监督,但是,在我国风险投资公司国家控股较多的情况下,要注意正确界定干预程度。由于投资者和经营管理者之间的控制权很难完全划分清楚,所以在实际运作中,很可能会出现过度行政干预或内部人控制的情况,应该加以注意。

(二)风险资本家对风险企业家的激励与约束机制

在风险资本家和风险企业家的委托代理关系中,风险企业家和风险资本家之间也存在着信息不对称,包括风险企业家能力信息的不对称,投资项目质量、市场前景信息的不对称和有关风险企业家行为选择的不对称。一般说来,风险企业家占有信息优势,如果没有同等的约束,风险资本家要承担大部分的风险,因而,风险资本家也必须建立一套有效的激励约束机制来激励和约束风险企业家的行为。

分段投资 目前,国内风险投资机构一般都参照国际风险投资和惯例进行分段投资,风险资本家只提供企业发展到约定期限所需的资金,但保留放弃追加投资的权力,也保留优先购买企业追加融资时所发行的证券的权力,分段投资使企业家面临风险资本家中止投资的压力,他若不努力工作或采取隐蔽行为,损害投资人利益,那么到期末便很可能被风险资本家发现而失去后续资金的机会。因此,分段投资是风险投资中激励和约束企业家的一种较为有效的机制,每次分段投资都是对企业家的一次审查和监督。

选择合适的投资工具 目前,国内风险资本家采用的投资方式主要有贷款、购买企业债券、股权投资等,对于风险投

资的各个阶段应采取何种投资方式并无一致看法。在企业发展不太稳定和不对称程度较高的成长期、扩张期,采用可转换优先股有其优势:第一,风险投资基金在被投资企业未上市时,能优先取得较好的股利,被投资企业上市后,将可转换股换成普通股,可以享受资本利润的好处。若企业经营失败,进行清算,又可先获得清偿,避免更大的损失,这样大大降低了投资风险。第二,可转换优先股要求企业定期支付本息,不会诱使风险投资企业家在企业发展遇到困难时,利用自身的信息优势和权力,采取隐蔽行为,侵占企业财产,转移利润,损害投资者利益。第三,可转换优先股,通过转换成普通股,可以加强持有人对企业经营管理的监督控制,并且,协议一般规定风险资本家即使以优先股方式持有股份,仍可享有的一定的对企业决策的投票权。

确定适当的股权比例 现代企业理论认为,公司的剩余索取权与控制权应尽可能匹配。所以,风险资本家要给予风险企业家较高的股份比例,使其收益与企业的经营业绩相联系,以此来激励风险企业家努力工作。当然,风险资本家应综合考虑投资额、预期收益率、风险企业发展前景及其无形资产价值等因素,确定一个合理的股份比例,以免所占股份比例太小而无所收益。

参与管理,加强监督 风险投资的对象往往是那些拥有高新技术却没有任何业绩的新创企业,因而,风险资本家注入到风险企业中的不单单是资金问题,更重要的是注入人力资本,对风险企业实行现代管理,扶助其成长和发展。因此,风险资本家应当直接参与风险企业的管理,取得对风险企业的控制权,即使是在风险资本家投资份额较小的企业中,也应该在其董事会中至少拥有一个席位,以便有效参与风险企业管理,并及时获得相关信息。同时,风险资本家适应当充分发挥自己的专家特长,帮助企业经营,为风险企业提供全方向的管理支持,并定期对风险投资企业的发展方向、企业财务状况进行有效监督。

参考文献:

- [1] 曹兴,周耀辉,张兴奎.风险投资运作机制及其特征分析[J].中南工业大学学报(社科版),2002,(4):345-349.
- [2] 王小勇.美国风险投资保护机制的产权分析和对我国的启示[J].世界经济研究,2000,(4):64-70.
- [3] 王若平.风险投资公司的治理分析[J].改革,2001,(2):97-102.
- [4] 盛立军.风险投资操作、机制与策略[M].上海:上海远东出版社,1999.
- [5] 谈毅,冯宪.风险资本家报酬机制的研究[J].西安交通大学学报(社科版),2000,(1):37-43.
- [6] 莫玉芹,王金桃.激励与约束:风险投资中的道德风险防范[J].投资与证券,2001,(5):99-102.