

文章编号:1005-9679(2018)03-0063-04

知识经济发展下针对创业投资企业的 公司治理创新研究

陈 虎

(紫江集团,上海 201100)

摘 要: 当代公司治理研究认为,公司治理的研究重点不应仅限于股东和经理层之间的代理问题,而应更多地关注大小股东之间的利益冲突和代理问题,可以说现代主流的企业契约理论无法揭示当代经济生活中企业规模的扩张与市场规模的拓展并存的内在根源,无法科学地解释当代创业企业的经济性质。本研究认为,首先,创业投资家和创业企业家之间不是纯代理关系,在一些方面,他们更像合伙关系,在创业投资家与创业企业家之间存在着控制权的分配与转移。具体包括:第一,控制权在创业投资家与创业企业家之间的分配与转移,是随“状态”而变化的,也就是说,控制权是一种“状态依存权”;第二,剩余控制权与剩余索取权是可以分离的,不必完全对应;第三,剩余控制权的转移为创业企业家提供了一种隐性激励机制;第四,剩余控制权的分配影响社会资源的配置效率。其次,创业投资治理的有效性,在于能够通过控制权的合理分配实现社会资源的合理配置。

关键词: 知识经济;创业投资;创业企业;公司治理

中图分类号: F 27 **文献标志码:** A

Research on Corporate Governance Innovation of Venture Capital Enterprises Under the Development of Knowledge Economy

CHEN Hu

(Zi Jiang Holdings, Shanghai 201100)

Abstract: The research of contemporary corporate governance believes that the focus of corporate governance should not be limited to the agency problem between shareholders and managers, but more attention should be paid to the conflict of interests and agency problems between the large and small shareholders. It can be said that the modern mainstream enterprise contract theory cannot reveal the inherent source of the coexistence of the expansion of the enterprise scale and the expansion of the market scale in the contemporary economic life, and cannot explain the economic nature of the contemporary entrepreneurial enterprises. First, there is no pure agency relationship between venture capitalists and start-ups entrepreneurs. In some respects, they are more like partnership, and there is a distribution and transfer between them. The specific include: first, the distribution and transfer of the right of control between the venture capitalists and start-ups entrepreneurs is changed with the state, that is to say, the right of control is a "right of state dependence"; second, the residual control right and the surplus claim right are separate and need not be completely corresponding. Third, the transfer of residual control rights provides a recessive incentive mechanism for start-ups entrepreneurs. Fourth, the distribution of residual control rights affects the allocation efficiency of social resources. Secondly, the effectiveness of governance of venture capital lies in the

收稿日期:2018-04-10

作者简介:陈虎(1974—),男,江苏海门人,经济师,特许金融分析师,紫江集团董事,研究方向:创新与创业、私募股权投资。E-mail: tigris@21cn.com。

rational allocation of social resources through rational allocation of control rights.

Key words: knowledge economy; venture capital; start-ups; corporate governance

0 引言

关于公司治理的研究,分为理论与实证两大方向。理论层面的研究,缘起于经济学家对企业理论的研究,如 Coase(1937), Williamson(1975,1985), Alchian(1978)等基于交易成本理论所做的研究,以及 Grossman 和 Hart(1986)、Hart 和 Moore(1990)等基于不完全合同理论进行的研究。这些研究主要关注企业所有权和组织结构的形成、企业所有权和控制权的分配等问题。

公司治理实证层面的研究则主要由金融学者进行,基于委托—代理理论研究公司治理和股东价值的关系,往往被列入公司金融(Corporate Finance)研究的范畴。传统的公司治理研究以美国公司(主要为上市公司)为对象,以委托—代理为理论基础,致力于解决股权分散化下的“弱股东、强管理层”问题。但大量研究表明,除美国、英国、加拿大等少数国家外,大部分国家的公司都具有集中的所有权结构和控股股东,这一发现动摇了股权分散这一传统公司治理研究的基础;以 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny(简称 LLSV 范式,1998)为代表的经济学家和法学家将法律引入了公司治理研究领域,指出不同国家的《公司法》或《商法》对外部投资者特别是小股东的保护程度有所差异,从而使不同国家形成了各异的融资模式和所有权结构,进而产生了不同的公司治理模式,而不同的公司治理模式又对企业行为和绩效产生了不同影响,最终影响到一国的经济增长。

1 在创业投资家与创业企业家之间存在的控制权分配与转移:“状态依存”治理

上述问题的解决,便是“基于知识的企业理论”的进一步发展(陈志斌,2002):基于知识的企业理论与隐形权利;同时,也是公司控制权理论的拓展,推广到创业投资企业和创业企业,便为创业投资中的“状态依存”治理理论,要点如下:

其一,控制权在创业投资家与创业企业家之间的分配与转移,是随“状态”而变化的。也就是说,控制权是一种“状态依存权”(state-contingent control

right)。创业企业的“状态”既可以是财务指标(如未来现金流量、利润、净资产等),也可以是非财务指标(如专利、新产品投放市场等企业发展过程中的一些重要成果或业绩),在创业初期,非财务指标可能更显重要。如果创业企业处于逆境或“状态”不佳,创业投资家就应该拥有剩余控制权,随着企业经营业绩的改善,创业企业家则拥有更多的剩余控制权,同时剩余索取权也会有所增加。因为随着时间的推移(一般 3~7 年)和业绩的改善,创业企业家的股权将逐步得以实现;如果企业的业绩具备公开上市的条件,创业投资家只保留剩余索取权,而放弃绝大多数控制权(即转移至创业企业家)。这与 Aghion 和 Bolton 模型中的预测和实际情况相符合(Kaplan Steven, Per Stromberg,2000)。

其二,剩余控制权与剩余索取权是可以分离的,不必完全对应。只要企业的经营业绩满足创业投资家价值最大化条件,他就愿意放弃大多数的剩余控制权,只保留剩余索取权,这表明创业投资合同中剩余控制权与剩余索取权是可分离的。与其他融资方式不同的是,创业投资中的创业投资家不仅提供创业资本,而且有动力和能力参与企业的管理监控。创业投资家主要是通过影响或控制企业董事会的方式在企业经营中的重大问题的决策上行使控制权的。但拥有控制权并不是目的,通过适当的退出渠道(如 IPO 等)获得理想回报才是根本目的。放弃剩余控制权,意味着创业企业的经营状况良好,这样创业投资家就可以将更多的精力与时间放到其他投资组合企业中去。这说明剩余控制权固然重要,但只有在影响剩余索取权(也称现金流权)时才是重要的。此外,上市公司普遍实行的“一股一票”制,而在创业投资中,创业投资家不仅拥有所占股份应有的投票权或董事会席位(创业投资家拥有的可转换优先股具有普通股一样的投票权),还拥有合同中规定的其他控制权,如超级投票权、一票否决权、未来融资权及退出方式决策权等(Gompers P,1995)。也就是说,如果创业投资家不能通过多数投票权或董事席位来行使控制权,也可以通过合同赋予的特别权利来行使控制权(Sahlman W,1990)。因此,创业投资家拥有的剩余控制权与剩余索取权是不完全对应的,创业企业获得相对较多的股权,VC 获得相对于其股权比例而言更大的控制权,这是双方博弈

的结果。

其三, 剩余控制权的转移, 为创业企业家提供了一种隐性激励机制。创业企业家在创业过程中时刻可能面临着中断投资、清算企业甚至被解雇而丧失私人利益和未来股份收益的威胁, 而创业企业家对自己亲手创办的企业赋予了很高的私人价值, 在这种激励与约束机制下, 创业企业家通常会努力工作。如果能将企业培育和公开上市, 创业投资家所拥有的可转换优先股会自动转换成普通股票并变现退出, 进入下一轮融资, 同时失去了优先股合同规定的控制权。即使不退出, 由于公开发行股份也使其股份大大稀释, 剩余控制权将被大大削弱, 相应地创业企业家就获得了多数剩余控制权, 尤其是在以市场监控为主导的美国治理模式下, 股权分散, CEO 实际拥有的控制权更大。因此, 这种潜在的退出渠道(在事前是不确定的)就为创业企业家提供了一种隐性激励机制(梁能, 2000), 同时也是双方所愿意看到的结果。

其四, 剩余控制权的分配影响社会资源的配置效率。现实中, 创业企业家的人力资本等投入是一种“沉没资本”(sunk cost), 在其未来预期收益不确定的情况下, 对剩余控制权赋予了很高的价值。理论上, 在创业企业处于逆境时仍然选择继续投资并管理该企业, 这必然会造成社会资源的浪费。企业由于技术、产品等原因而处于逆境时, 创业投资家行使剩余控制权(如中断投资、清算企业等)才可能避免社会资源配置无效。如果原因出在创业企业家的管理能力上, 则可以通过 CEO 的替换达到社会有效率。实际上, 创业投资家非常关心创业企业管理层的职业化, 当发现创业企业原有的 CEO 或其他高层管理人员不适应企业发展时, 他们通常会利用广泛的社会网络和行业经验寻找适合的管理层, 并通过行使控制权达到这种目的(Hellman T. 1998)。据调查, 美国硅谷创业公司中的头 20 个月, CEO 被替换的可能性是 10%, 40 个月时为 40%, 而 80 个月内为 80%(Hannan M, Burton D, Baron J, 1996)。

2 创业投资治理的有效性, 在于能够通过控制权的合理分配实现社会资源的合理配置

控制权在创业投资家与创业企业家之间的分配与转移, 是创业投资独特治理机制的核心内容之一。创业投资的重要特征之一就是, 创业投资家通过阶

段性投资, 可转换优先股合同及管理监控等手段来减少信息不对称性和代理风险。这些手段从本质上讲都是控制权的分配, 而控制权的分配往往是谈判的结果, 能否达成有约束力的最优激励约束合约, 取决于双方的谈判力量或地位。由于社会、经济、文化等方面的差异, 目前我国创业投资的资金来源、组织形式、投资运行等方式与美国有限合伙制创业投资模式大不相同, 经验表明, 我国 VC 体系有效的治理机制目前尚未形成。控制权理论的另外一个视角——不完全合同理论, 也可以得出与上述相似的结论。

不完全合同理论认为, 由于未来是不确定的并且存在交易费用, 这使得签约双方无法对未来出现的各种情况进行准确的预测和描述, 因而不能在一个初始合同中对这些状态的出现及由此带来的行动做出详细的规定。即使能预测和描述这些状态, 也由于存在第三方(如法庭)的不可证实性, 使合同的执行变得困难。不完全合同意味着在初始合同未写明的未来情况出现时如何安排剩余索取权与剩余控制权。特别是控制权的分配, 是关注的焦点。例如, 在股权融资中, 股东往往有投票权, 能在企业未来出现不同状态时拥有特定的决策权, 而债务融资的债权人虽然没有投票权, 但在企业不能偿还债务时, 债权人也有决策权甚至可以接管企业。

将不完全合同理论用于创业型企业融资结构的最重要文献, 是 Aghion 和 Bolton 于 1992 发表的《融资合约的不完全合同方法》一文。在他们的模型中, 签约双方一个是受财富约束的企业家和投资者, 企业家拥有不可证实且不能转移的私人利益, 单纯追求货币利益最大化的投资者与同时追求货币利益与私人利益最大化的企业家之间存在着利益冲突。最佳的控制权结构是: (1) 单边控制, 即如果货币利益与总收入是单调递增关系, 那么投资者控制最有效, 而如果企业家私人利益与总收益是单调递增关系, 则企业家的控制是有效的。前一种情况是企业以发行有投票权的股权融资, 而后者是企业以发行没有投票权的股权融资。(2) 相机(Contingent)控制, 上述货币和私人利益与总收益间不存在单调递增关系, 那么谁拥有控制权取决于未来随机变量(信号)的实现与否。上述这个模型被称为控制权转移模型(control transfer model, 即 CTM 模型)。该模型认为, 只有债务融资能够实现这种最优控制权安排, 企业家在企业经营状况好的时候获得控制权, 而在状况不好时将控制权转移给投资者。Dewatripont 和 Tirole(1994)在 CTM 模型的基础上, 研

究控制权与现金流权之间的关联性,认为仅有以业绩为基础的货币激励是不够的,还必须在必要的情况下给予投资者控制权。当企业经营不好时,拥有控制权的一方更像是债权人;当企业经营好时,控制权应该转移给企业家。此外, Hart 和 Moore (1998)、Myers 和 Fluck(1998)及 Bolton 和 Scharfstein(1990)的模型中,现金流权既不能观察也不能证实,最优的融资工具应具有类似债务索求权的性质,即(1)企业家承诺给投资者固定支付;(2)如果支付不能履行,则投资者得到控制权并清算资产。因此,清算权在上述模型中至关重要(在 Myers 和 Fluck 模型中,用解雇企业管理层的权力代替了清算权)。CTM 模型,实际上是在代理理论的框架下,研究现金流权与控制权的分配,而且两者的分配是可以独立进行的,这两者之间的分配是不对称分布的。假如,一个企业家拥有企业中较多的股份,如果不努力或无能,他也应该将控制权交给投资者,决定控制权的转移一方面来自所持股份对应的投票权,另一方面来自合同规定的特别权力(取决于双方谈判力量的对比),尤其是在处于创业阶段的所有权与控制权部分重叠的企业中。Kaplan 和 Stromberg(2003)所做的实证研究,可以说是迄今为止对控制权与现金流权的分配所做的最为详细的研究。他们对 14 个有限合伙创业投资基金在 119 个科技型创业企业所做的 213 项创业投资合同进行了详细的调查研究,得出的主要结论如下:

1. 创业投资的显著特征之一,就是创业投资家通过合约将现金流权、投票权、董事会权、清算权及其他控制权的分配分开进行。

2. 上述这些权力的分配,取决于企业在某一个阶段的可观察或度量的财务或非财务指标。例如,如果企业的税前利益、净资产值低于事前规定的水平,那么创业投资家有更多的投票权或董事会权力;如果企业家的产品通过法定部门的批准(如 FDA)或专利权获得批准,则企业家得到更多的控制权。

3. 如果企业经营不善,创业投资家获得全部的权力(相当于 CMT 模型中的债务违约或破产)。随着经营的改善,企业家保留或获得更多的控制权,如果企业经营得非常好,则创业投资家只保留现金流权,而放弃大多数的控制权,创业企业家的现金流权

也随之提高,但多数情况是双方共同拥有投票权和董事会权力。

4. 实践中,可转换优先股是创业投资中使用最多的融资工具。关于这一点,资本结构理论也得出同样的理论推论(郭文新,曾勇,2005)。

参考文献:

- [1] 谈毅. 创业投资过程中的团队生产、监控与激励[J]. 科研管理, 2004.
- [2] ALCHIAN A A, DEMSETZ H. Production, information costs and economic organization[J]. American Economic Review, 1972(62): 777-795.
- [3] SPENDER J C, GRANT R M. Knowledge and the firm: overview [J]. Strategic Management Journal, 1996, 17(Winter Special Issue): 5-9.
- [4] 陈志斌. 基于隐性知识层面的企业理论之问题研究[J]. 生产力研究, 2002(6).
- [5] KAPLAN S, STROMBERG P. Financial-contracting Theory Meets the Real World: an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts[B/OL]. <http://www.NBER.Org/Papers/w7660>.
- [6] 一票否决权是 VC 保护自身投资利益的最重要手段;目前,用得比较多的是“对赌协议”,即:基于业绩承诺下的权利调整约定,这是对创业者的激励,同时也是在保护投资人的利益;对赌协议的执行结果是:创业投资家与创业企业家双赢或双赢,符合这个行业的逻辑。
- [7] GOMPERS P. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital[J]. Journal of Finance, 1995(50): 1461-1490.
- [8] SAHLMAN W. The structure and governance of venture capital organizations[J]. Journal of Finance, 1990(57): 473-521.
- [9] 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2000.
- [10] HELLMAN T. The allocation of control rights in venture contracts[J]. Rand Journal of Economics, 1998(29): 57-76.
- [11] HANNAN M, BURTON D, BARON J. Inertia and change in the early years: employment relations in young, high technology firms[J]. Industrial and Corporate change, 1996(5): 503-535.