

投资者与风险投资家的契约关系

胡石明, 黄利红

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 在信息不对称和目前不完全竞争的风险投资市场中, 投资者与风险投资家之间存在一种契约关系, 这种契约关系在风险投资市场中不可避免地产生了委托—代理问题, 从而产生了“逆向选择”和“道德风险”难题。这将使整个风险投资市场的运行效率下降, 风险放大。因此, 如何设计一套激励与约束机制来协调两者的关系对于风险投资的成败至关重要。

关键词: 风险投资家; 契约关系; 激励与约束

中图分类号: F830.591

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2003)02-0219-04

现代市场经济中, 契约理论被广泛用来分析市场参与者之间的关系——契约关系(也称委托—代理关系), 这种关系大量存在于企业资本所有者与经营者之间^[1]。风险投资是在二战后才兴起的一种结合资金、技术、管理与企业家精神等力量, 为支持创新活动与高新技术产业发展而形成的新型投融资模式。在这种模式中, 明显存在两重契约关系: 一是投资者与风险投资家之间的关系; 二是风险投资家与风险企业家之间的关系。这两重关系如图1所示。

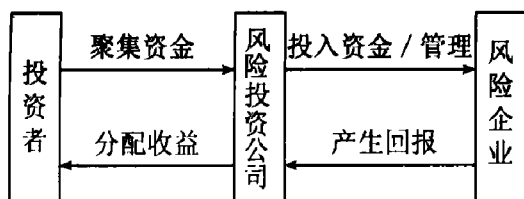


图1 风险投资运作图

从图1中我们可清楚地看到一个资金循环过程: 资金从投资者流向风险投资公司(风险投资家运作), 经过风险投资公司的决策筛选, 再流向被选定的风险企业(风险企业家运作), 通过风险企业的生产经营活动, 资本得到增值, 再流至风险投资公司, 风险投资公司再将收益回馈给投资者。在这个循环中, 风险投资公司起到中介作用, 而在实践运作中决定整个风险投资活动成败的关键是风险投资家。

一、投资者与风险投资家之间的委托—代理问题

现代契约理论从信息不对称的角度来分析风险投资市场中投资者与风险投资家之间的委托—代理问题。在风险投资市场中, 往往是风险投资家处于信息优势一方, 而投资者处于信息弱势一方, 因此, 双方在交易中就不可避免会出现“逆向选择”和“道德风险”问题。

(一) “逆向选择”问题

投资者总是倾向于选择真正具有专业管理水平和诚实信用品德的风险投资家来运作风险资本, 但是, 因为信息的不对称, 投资者在事前无法判断风险投资家是否具有这些能力, 因为风险投资家往往会夸大自己的经营能力, 或隐瞒自己的不足, 使投资者在选择中犯错误, 使真正具有高能力的风险投资家没有被选中, 低能力的风险投资家却由于以上原因被投资者选中, 从而出现“逆向选择”问题。

要克服在选择风险投资家时可能出现的“逆向选择”问题, 现代信息经济学认为可以寻求一些具有信号传递或信号甄别功能的外部信息来对风险投资家进行客观评价。可是, 哪些信息才能够真正传递风险投资家的真实能力呢? 有人认为, 风险投资家在相关领域接受专业教育的程度和其既往业绩可以反映其管理水平和道德水平的高低, 传递其真实经

营能力^[2]。信号传递理论的开创者 Spence 通过模型证明:教育程度之所以能够传递有关能力信号,在于接受教育的成本与能力成反比,高能力的人就容易完成有关学业,故接受教育的成本低,能力低的人则反之^[3]。这是各国均将教育程度作为衡量风险投资家管理水平重要参数的原因。而既往相对业绩则可以排除社会客观经济条件等外部因素的影响,更充分的提供风险投资家管理能力、主观努力水平等内在信息,故在一个高效、公正、客观的风险投资家市场评估体系中,既往相对业绩能综合地反映风险投资家的真实能力。也有人认为这两个参数也未必能取得满意的效果,因为其一,对新进入风险投资业的风险投资家而言,其业绩是一片空白,其能力谁都无法衡量;其二,教育程度可以反映某个人的相关能力,但风险投资家的能力常伴有先天性^[4]。总之,采用信息传递理论只能从理论上给予一些指导,关键问题还在于针对风险投资的特点设计出一套切实可行的运行机制。

(二) “道德风险”问题

风险投资家在被选择之后,即使高能力者也不一定就按照投资者的要求工作。他们往往利用对资本的实际控制权,架空投资者的控制监督,产生“内部人控制”,从而出现“道德风险”问题,使得投资者的利益受到侵害^[1]。出现这种问题的原因是:①风险投资家(代理人)与投资者(委托人)的目标函数是不一致的,因为二者对剩余权益的拥有不一致。②存在着“内部人控制”的内在条件——资本所有权和控制权的分离,投资者拥有所有权,风险投资家拥有控制权。③风险投资家和投资者之间的合同不完全。因为在合同的缔结过程中存在三种不可忽略的交易成本,即 a. 在一个复杂、不可完全预测的世界中,人们很难作出周密的应对计划;b. 即使做到 a, 缔约各方也仍然很难就这些计划达成协议,因为他们很难找到一种共同的语言来描述各种情况和行为;c. 即使能做到 a、b, 他们也很难在出现纠纷的时候,能够使外部权威(比如法院)明确理解并强制执行合同。这就使得协调缔约各方目标无法低成本运行,故“道德风险”问题的发生也就不可避免。戈姆珀斯和勒纳的研究表明,投资于高科技风险企业比一般企业增加了风险投资家采取机会主义行为的可能性,因为这些企业的不可控制因素更多、信息不对称程度更深了^[5]。

不管是“逆向选择”还是“道德风险”,都会降低市场运行效率,增加投资风险。“逆向选择”的发生

使资金流向经营能力差的风险投资家,使资金配置发生错位,而这些能力差的风险投资家控制了资金后,更容易导致“内部人控制”,产生“道德风险”,从而使整个风险投资市场的运作效率下降,风险放大。

二、投资者控制委托—代理风险的制度安排

由于“逆向选择”和“道德风险”问题的出现导致了委托—代理风险的发生,使投资者的利益受损,从投资者的角度来说,就必须设计一种契约(或制度)来激励和约束风险投资家,使其选择对投资者最有利的行动。但是,契约必须得到风险投资家的接受,通常签订契约的过程是一个双方讨价还价的过程,即博弈过程,但最终可以达成一个双方都满意的结果,即达到博弈中的“纳什均衡”,在这个均衡点上,双方都不愿单独改变契约的内容。达成一个“均衡契约”还受到两个条件的约束,第一个是参与约束(participation constraint),即代理人接受契约得到的期望效用不小于拒绝契约得到的最大期望效用,只有这样,风险投资家才有参与的积极性;第二个是激励相容约束(incentive compatibility constraint),即只有当代理人选择投资者所希望的行动得到的期望效用不小于他选择其他行动时得到的期望效用。简而言之,代理人只有在接受契约时才可以获得最大的期望效用,惟有如此,才会有参与契约关系的可能。

(一) 利用报酬机制激励风险投资家

报酬是决定风险投资家效用的一个重要变量。从理论上讲,最佳的报酬机制是使风险投资家只有在实现了投资者效用最大的条件下才能实现其自身的效用最大化。然而在实际的操作上,由于市场的不完全竞争和信息的不对称,投资者的效用常常不仅决定于风险投资家的努力程度,而是许多无法观测的客观因素共同作用的结果,如运气的好坏等。因此,风险投资家的报酬常由两部分组成:①基于已实现投资额或风险企业净资产值一定比例给付的固定收入(如管理费用);②基于项目所实现当期利润的一定比例给付的可变收入。这可由下式表示^[3]:

$$I = M + A \quad (1)$$

其中: $M = \alpha[P + P^* - \gamma]$

$$A = \max[\beta^* P^* - \gamma, 0] \quad (2)$$

式中 I 为是风险投资家的收入, M 为管理费, α

为管理费($0 < \alpha < 1$), A 为可变收入, β 为收益分成比率($0 < \beta < 1$), P 为风险资本金, γ 为利润率。式中各参数的设计是十分重要的, 为了给予风险投资家足够的激励, 通常 $A > M$, 即风险投资家的主要收入来源于风险资本的利润分配, 而不是固定收入。在现代风险投资机构的治理结构中, 占主导地位的有限合伙制对其风险投资家的报酬机制就是按这一原理设计的。风险投资家(普通合伙人) 除可以得到固定的管理费收入外, 其投入 1% 的资金却常可得到 20% 的收益。

以上的分析中, 风险投资家的报酬结构中仅含有与即期收益有关的报酬, 这种设计就容易引导风险投资家的行为着眼于短期效益, 因为提高风险投资公司的即期收益, 他就可以立即获得相应的报酬。现代激励理论中, 股权与股票期权是一种克服企业经营短期行为的有效工具, 因为它是一种远期风险收入, 其价值取决于企业今后的盈利状况, 故有利于激励经营者着眼于企业的长远发展。如果在风险投资家的报酬结构中也引入这种远期的风险收入, 使其可变收入由两部分组成: 一部分是上文提到的当期实现利润的一定比例分得的收入, 另一部分则是远期的风险收入, 即是股权与股票期权的预期收入。设后一部分的收入为 V , 则式(2)可以扩展为:

$$A = \max[\beta * P * \gamma + V, 0] \quad (3)$$

(二) 利用契约条款设计约束风险投资家的行为

为了防止道德风险, 投资者往往在契约中设置一些约束条款, 以使风险投资家的工作更加符合投资者的利益。这些条款通常包括: ① 投资规模限制, 这主要是限制风险投资家在单项投资中的投资额, 以确保风险投资家不会试图挽救一个理应放弃的项目而向其投入过多的资金。② 投资类型的限制, 这包括对投资资产种类的限制和对投资所涉及的行业的限制, 前者在于防止风险投资家为了稳定获得高额管理费而将资金投入安全性很高的资产上, 后者在于防止风险投资家利用信息优势而采取机会主义行为和防止其投资于不熟悉的领域以期获得相关经验。③ 对风险投资家行为限制的其他条款, 如风险资本的分期投入, 风险公司的有限续存期, 投资收益的强制分配等。④ 对风险投资家进行监督, 一般来说, 契约还允许投资者对风险投资家实施某种程序的监视, 大多数有限合伙公司往往建立有由技术专家、财务专家和管理专家等组成的咨询委员会或咨询小组为项目筛选提供技术指导和专家

管理。

尽管通过契约条款设计可以对风险投资家的行为进行约束, 但契约条款的谈判和执行是有成本的, 要缔结完备的契约几乎是不可能的, 因此, 约束条款的设计也只能在一定的程度上降低委托-代理风险。

(三) 利用“声誉效应”激励和约束风险投资家

克瑞普斯等人提出的声誉模型(reputation model)理论表明^[5]: 市场参与人对其他参与人支付函数或战略空间的不完全信息, 对均衡结果有积极的影响。只要博弈重复的次数足够多, 参与人就倾向于选择合作行为。把这一模型运用在风险资本的运作中, 我们知道, 如果当代理人行为可被观测, 委托人是风险中性型, 而代理人是风险回避型, 那么帕累托最优不可能实现。在风险资本市场上, 委托-代理关系并不只有一次, 双方处于不断的博弈中。风险投资家在下一阶段的收入依赖于市场对风险投资家的预期, 而前一时期的努力水平通过对绩效的作用影响这种预期。因此, 在一个有效的风险投资家市场中, 风险投资家总是倾向于选择对投资者效用最大的行动, 以获得市场的信任, 提高他在风险资本市场上的声誉。所以, “声誉效应”对风险投资家具有激励和约束作用。在实际操作中, 通常采用“内部收益率”(IRR)来测量风险投资家的业绩, 业绩好的风险投资家往往能形成较好的声誉。Gompers 还通过实证研究指出, 风险投资家在风险投资初期, 往往基于建立声誉的目的, 愿意忍受较低的报酬, 尤其对于市场上年轻的风险投资家, 他们愿意努力工作, 以期建立良好的声誉, 为未来投资期间内报酬的提高和筹资机会的便利暂时牺牲起初的一些效用^[5]。

三、建立我国投资者与风险投资家之间契约机制的设想

我国的风险投资业尚处于起步阶段, 建立一套适合我国国情, 能较好协调投资者与风险投资家关系的契约机制对我国风险投资业的发展至关重要。

(一) 扩大企业与民间资本在风险资本中的比例

我国目前风险投资机构普遍由国资控股或国有企业参股。科技部前不久对 25 个省市 47 家风险投资机构的调查表明, 这些风险投资机构大多具有政府背景, 政府拥有股权的风险投资机构占 90%, 纯民

营风险投资机构仅占2%。以政府资本作为风险资本的主要来源,这将很难发挥投资者对风险投资家的监督与激励机制,因为作为国有股代表的政府官员并非真正的资本所有者,他们有权选择风险投资家,但并不完全享有和承担其选择所带来的收益与风险。企业与民间资本,其投资者是真正的资本所有者,他们才有动力行使所有者的职权。所以,我国应扩大企业与民间资本的投入,使政府资本逐步退出风险投资领域。

(二) 引入有限合伙制的风险投资主体形式

目前,我国风险投资机构一般采用公司制的组织形式。这一组织形式虽然有利于投资者通过设立相应的公司董事会等机构对风险投资家的行为加以必要的监督,但并不能有效地防范风险投资家的道德风险,阻止其做出不利于投资者的决策。这是因为当他们努力工作使公司获得巨额收益时,并不能因此而得到相应的激励性的报酬;而公司经营不善出现亏损时,他们也可以领取固定的工资报酬。若采用有限合伙制的组织形式,风险投资家作为普通合伙人,承担无限责任,其他投资者作为有限合伙人,只对其投入的资本承担有限责任,这将使风险投资家的收入与其风险直接相关,业绩好时可以获得相应的高收益,业绩差或亏损时,就要承担无限的责任,这种报酬结构将大大加强对风险投资家的激励与约束作用。由于我国现行的《公司法》只规定了普通合伙制,而没有规定有限合伙制这种组织形式,因此,应逐步完善我国的法律,为引入有限合伙制的组

织形式提供法律保障。

(三) 发挥市场对风险投资家声誉的约束职能

我们已知道声誉对风险投资家的激励与约束作用均非常有效,可以在某种程度上弥补合同不完备的缺陷。由于我国的风险投资业尚处于起步阶段,真正的风险投资家市场尚未形成,社会对风险投资家的声誉尚未形成一套有效的作用机制,从目前来看,我们可以采取以下办法:①使风险投资公司仅存续有限的期间,到期即予以清盘;②投资者应定期对风险投资公司的业绩进行评估,如将其业绩与同行业相类似的其它公司的业绩进行比较,以决定是否继续投入资金。这样,业绩不佳或在风险投资公司续存期间进行有损投资者行为的风险投资家将难以再次筹得资金。

参考文献:

- [1] 张维迎. 企业的企业家——契约理论[M]. 上海: 上海三联书店, 1996.
- [2] 张东生, 刘健均. 创业投资基金运作机制的制度经济学分析[J]. 经济研究, 2000, (4): 35-40.
- [3] 谈毅. 风险投资家的代理风险表现与控制机制[J]. 科研管理, 2000, (6): 33-39.
- [4] 王云平. 风险投资公司治理结构研究[J]. 改革, 2001, (2): 97-102.
- [5] Amit Raphael, Brander James, Amit Christoph Raphael. Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence[J]. Journal of Business Venturing 13: 441-466.

Contractual relationship between the investor and the venture capitalist

HU Shi-ming, HUANG Li-hong

(College of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: On the market with incomplete competition and information asymmetry, there is a contractual relationship between the investor and the venture capitalist which will unavoidably bring the principal-agent problem: adverse selection and moral hazard. It will decrease the operating efficiency of the whole venture investment market and add to its risk. Therefore, designing an effective prompting and restricting mechanism to harmonize the relationship is vital to the success of the venture investment.

Key words: venture capitalist; contractual relationship; prompting and restricting