

不同阶段的创业企业家代理风险及管理机制*

付玉秀,张洪石

(浙江大学 管理学院,浙江 杭州 310027)

摘要:本文根据创业企业家在不同阶段的代理风险表现分析了代理风险的成因与相关影响因素,并在此基础上提出了包括项目筛选机制、投资工具选择、契约限制与条款约束、动态评估和分阶段投资、控制权激励、风险报酬激励、风险跟踪管理、退出投资等一系列相辅相成的创业企业家代理风险管理机制。

关键词:创业投资;代理风险;风险管理

中图分类号:F830.59 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)10-0020-06

一、创业企业家代理风险的成因分析

在以分工和专业化为基础的社会中,委托代理关系是普遍存在的。这种关系本质上是一种合约,“在这种合约下,一个人或更多人(即委托人)委托其他人(即代理人)代表他们来从事某些活动,并相应地把若干决策权托付给代理人”(詹森、梅克林,1976)。在这种合约关系中双方当事人都是自身效用最大化者,如果没有适当的合约协调机制,有着独立利益的代理人在追求自身利益最大化的过程中并不会自动实现委托人利益的最大化,甚至会基于机会主义动机,在最大限度增进自身利益的同时对委托人的利益造成损害。这就是所谓的代理风险问题。

信息经济学认为,代理风险的产生主要源于委托人与代理人之间的信息不对称。代理人对自身能力、努力程度和经营状态的信息较委托人掌握得充分,因而处于相对信息优势地位上,而委托人则处于相对信息劣势。因此就可能存在代理人利用相对信息优势采取机会主义行为,信息不对称下代理风险之所以产生,还有以下两个方面的原因:一是高昂的信息成本、监督成本的存在;二是合约的不可能完全性,使得委托人和代理人间的关系处于天然的信息不对称状态,代理风险的发生就有了现实的可能。信息经济学还进一步区分了信息不对称的两种后果,逆向选择和道德风险。逆向选择与合约前的信息不对称有关,指由于代理人相对信息优势的存在使得代理人在合约后可能采取有利于自己而损害委托人的行为。一般认为,逆向选择是由隐蔽信息引起的,而道德风险主要是由隐蔽行为引起的。在现实生活中,逆向选择和道德风险往往揉和在一起,两者共同构成了代理风险的内容。在创业投资中,当创业投资家把资金投入创业企业,创业投资家与创业企业家之间形成了委托—代理关系,而信息不对称是最重要的特征。因为与外部的创业投资家相比,创业企业家显然拥有更多的私人信息。而且,由于创业企业多为新创,资产透明度低,从而缺乏生产经营的历史记录和市场上可观测的信息,这种不对称性愈加显著。创业投资家在投资一个创业企业时由于信息不对称通常会产生两个问题,即分类问题和激励问题,在搜寻企业的时候会发生分类问题,由于创业企业家比创业投资家更了解企业,他们往

收稿日期:2003-06-30

作者简介:付玉秀(1975—),女,山东菏泽人,浙江大学管理学院博士生;

张洪石(1972—),男,山东平度人,浙江大学管理学院博士生。

往往会夸大企业的优势而掩盖潜在的问题,影响了投资家的抉择。激励问题则产生于企业的经营过程,创业企业家在吸收融资获得了企业发展所需资金的同时,也失去了对企业的完整控制权,丧失了对企业的全部剩余索取权。这样创业企业家有很多机会以创业投资家的受损为代价,可能产生滥用资本、过度投资等严重的代理风险行为,威胁创业投资家的利益,使自己获益。

在创业投资参与的高技术创业企业中,由于创业企业本身的收益不确定性比较突出,外部投资者面临的分类和激励问题进一步被放大。这种收益不确定性主要来源于以下几个方面:其一,从技术角度来讲,创业企业往往处于技术创新的前沿,并无多少成熟的技术和产品可资利用,其创新前景的不确定性较大。其二,从市场角度来讲,一个新产品从研制、开发到试生产、批量生产,周期一般很长,其间新产品所面临的市场前景的不确定性也比较大。其三,从管理决策的角度来讲,高科技项目的复杂性和可变性,给企业的决策带来了严峻的挑战,这进一步增加了创业企业的风险因素,强化了其收益的不确定性。显然,创业企业家的代理风险与创业企业内在的收益不确定特征互相作用,使得创业企业家的机会主义行为在更大程度上威胁创业投资家的利益,增加其投资风险。除了创业企业的收益不确定性因素外,缺乏一个像股票市场那样使企业信息公开化的渠道,这会加剧创业投资中的分类问题和激励问题,使创业企业家代理风险更为严重。

二、不同阶段的创业企业家代理风险的表现

创业投资的整个运作过程可分为四个阶段:筹资阶段、筛选阶段、投资后管理阶段与退出阶段。除筹资阶段与创业企业家无关外,其余三个阶段都有创业企业家的参与,相应存在的不同的代理风险表现,见图1。

1. 在创业投资筛选阶段,创业企业家由于在创业初期资金缺乏和融资渠道的限制,不得不寻找创业投资公司的帮助,以便将创业企业从困境中拯救出来。由于期望创业投资公司资助的创业项目较大,而创业资金规模有限,形成“僧多粥少”抢资金的局面。因此,创业企业家为了取得风险资金的扶持,往往会编造虚假信息,以骗取创业投资资金。该阶段创业企业家的代理风险主要表现为故意隐瞒企业财务状况,出具虚假的财务数据或会计报表,夸大技术项目的可行性和市场需求容量,尽可能夸大创业企业的未来前景,以图获得创业投资公司的资金。

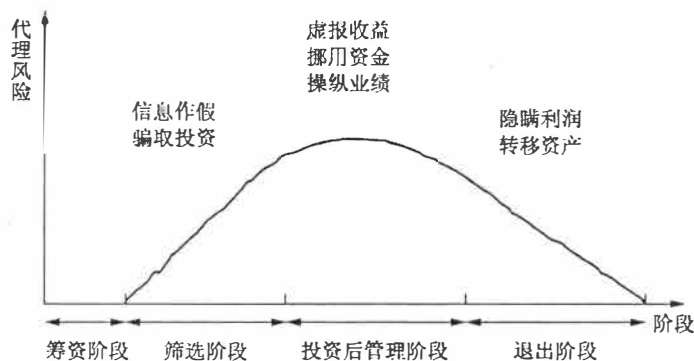


图1 不同阶段创业企业家代理风险的表现

2. 创业资本注入创业企业之后,进入创业管理阶段。在创业企业发展运作的初期,公司尚无能力盈利,创业企业家出于个人利益的考虑,不按合同约定进行投资,侵吞、私分、挪用企业资金,虚报投资收益,尤其在创业企业发展不顺和创业企业家决策失误引起投资损失的情况下,创业企业家的这种代理风险表现得更为显著;即使创业企业运作正常,为了更大可能地获得创业投资公司下一个阶段的资金注入,创业企业家也有动力操纵短期业绩信号,产生代理风险。

3. 创业投资退出阶段,创业企业家按照创业投资约定投资,科技成果转化顺利,公司的盈利能力大幅度增长,创业企业成长壮大,创业资本准备退出。创业企业家不再满足最初的10%~35%的股权和分红,希望取得更多的回报,并获得创业企业绝大部分的控制权。由于各种法律文件协议和退出渠道的限制,创业企业家的要求很难通过正常法律途径解决,只能利用自己对创业企业的控制或管理权,采取不正当手段满足自身需求,代理风险表现为取得收益后不及时向创业

投资公司分配利润或隐瞒企业利润,或人为调节利润而获得高额报酬,或私下转移资产。在 Berglof(1994)的不完全合同模型中,当企业可能以收购方式退出时,收购者与创业企业家的谈判可能损害投资者的利益。

三、影响创业企业家代理风险的关键因素

1. 创业企业家的创业动机:动机是引发人类行为的源头,而人类的所有行为,都是为了满足自己的各种需求目标。创业过程中遭遇的困难与风险极大,因此有必要了解创业者的创业动机,以利于判断他愿意为创业活动付出代价的程度。Ghosh & Kwan(1996)发现引发创业的心理动机有下述7项:希望得到个人发展;喜欢挑战;希望拥有更多自由;发挥个人专业知识与经验;不喜欢为他人工作;受家庭或朋友影响;家庭传统的承袭。而创业企业家的需求目标归根结底可以分为两大类:一类是金钱目标;另一类是非金钱目标(包括闲暇、良好的社会关系、权力、积极的目标、归属感、成就感等)。一般来说,创业企业家与创业投资家的目标契合程度越高,则创业者的投入意愿与风险承受意愿也会越大,创业成功的可能性也相对较高。而创业企业家与创业投资家的目标差异越大,对创业投资家实现投资目标的潜在威胁就越大。

2. 创业企业家的机会成本:一个有才华的人并非只能做或只愿做企业家,这往往是他在多种可能的职业中比较选择的结果。影响一个人职业选择的因素有很多,其中一个重要的判断依据就是他的机会成本。如果从事其他职业所能获得的报酬比做企业家来得多,在其他条件相近的情况下,他就不愿做企业家,即使从事了这一职业,其工作热情也会受到影响。通过对创业企业家机会成本的客观判断,可以得出其经营创业企业的投入意愿和代理风险倾向。

3. 创业企业家的风险态度:对风险的态度,直接决定了创业企业家的代理风险倾向。风险态度是一个人对风险的心理感受,并且长时间不会改变,是相对稳定的因素,对人的行为影响很大。在创业投资家与创业企业家的委托代理关系中,委托人创业投资家一般是风险中性的,如果创业企业家是风险厌恶的,由于决策过于保守,产生代理风险倾向的可能性较小,但相对拥有的市场机会也会比较少;如果创业企业家是风险偏好的,则会出于个人事业成功和权力扩张冲动的追求而产生孤注一掷的举动,而让企业陷入困境;只有风险中性的创业企业家才能理性分析并面对风险,正确管理控制风险,能理智领导创业企业的成长,并且产生代理风险的冲动也较弱。

4. 创业企业家诚信正直的人格:创业企业家的人格也是一项影响创业企业成败的关键因素,尤其是创业企业家的人品与道德观。创业企业家比创业投资家更了解项目的有关技术、产品、财务等信息,创业企业家越不诚实,在签订合同之前和之后隐瞒甚至伪造信息的可能性越大,而这些信息对创业投资家可能是至关重要的。

5. 创业企业家的管理能力:创业资本注入创业企业后,一般是由创业企业家负责创业企业的日常经营管理,其管理能力的强弱直接影响创业企业的经营和创业企业成功的概率。如果创业企业家明显缺乏相关产业经验与企业管理能力,则创业的尝试期必然很长,创业的风险一定很高,自觉不自觉地就会产生对创业投资家的代理风险。

6. 创业企业家对声誉的重视程度:声誉因素是影响代理风险的重要因素,创业企业家越重视自己的声誉,其自我激励和约束的倾向和效果就越强,从而产生“行差踏错”的代理风险的可能性也越小。在业界具有良好的声誉,重视诚信、正直、无私、公平等基本做人处事原则的创业企业家,对评价创业企业投资价值通常都具有显著加分的效果。

四、创业企业家代理风险管理和控制的对策

1. 严格筛选过程。在创业投资家选择要投资的创业企业时,为了最大限度地减少投资双方的信息不对称,克服分类问题,必须运用一套严格的评估过程。

2. 选择适当的投资工具:创业投资在确定投资企业后,首先要考虑投资工具的选择问题,即通过何种投资工具或投资工具的组合来实施投资。创业投资家力求取得一种风险较小而又有利于其控制的投资工具,这是控制和防范创业企业家代理风险的首要措施。一般而言,创业资本进入创业企业的形式有:普通股、优先股、借贷等。Green(1984)认为,将债务和普通股融资结合起来(类似于可转换债券)与单纯债务融资相比能够有效地减少创业企业家的过分冒险行为。Compers(1993)的研究表明,可转换债券不仅能激励创业企业家努力工作,而且还有筛选不合格企业家的作用。Max(1998)认为,将债务融资与股权融资结合起来或者通过一个可转换优先股能使创业投资家达到有效的干预:即在企业经营不佳时实施控制权(如清算权)进行干预;而当企业发展顺利时,放弃干涉则更有利。同样在 Bergemann 和 Hege(1997)的动态道德风险模型中,创业资本家与企业家随着时间推移,对项目的质量了解越多,认为将普通股与债务混合或者通过可转换优先股,可以在每个时期做出最优的清算或继续融资的决策。在创业资本家与企业家之间存在双重道德风险的情况下,使用可转换优先股,创业资本家在预期收益低时得到应有的回报;在收益高时,则可得到更高的回报,而可转换优先股正是适应了这种收益规则(Repullo & Suarez, 1998)。Cornelli 和 Yosha 认为创业企业家为获得下一阶段的进一步融资,有动力操纵短期项目信号(window dressing),这显然对项目的长期发展不利。使用可转换债券能够减少这种信号操纵现象。因为如果企业经营不好时,尽管信号操纵能避免清算,但企业业绩好时,转换成普通股时风险企业家的收益将减少。Schmidt(1999)的模型表明,在序贯投入的情况下,可转换债券能够起到激励风险企业家努力工作的作用。

3. 运用契约限制与条款约束。通过运用肯定契约、否定契约、经理层雇佣条款和董、监事会席位条款等手段强化创业投资家对创业企业经理层的监控与约束。首先是肯定契约(affirmative covenants),肯定契约是指对企业家在创业投资期内应该从事的特定行为的约定,要求企业向创业投资家提供详细的财务信息和经营管理记录,要求企业维持其持续存在并正常经营所必须的各项条件,要求企业实现良好的财产保全以及按约定用途使用创业投资家提供的资金等。其次是否定契约(negative covenants),否定契约则是对禁止企业从事的特定行为的约定,主要内容则包括:禁止创业企业改变其经营本质;禁止主要经理人员大量转移股份给第三者;未经创业投资家许可,禁止与其他企业并购,因为并购是创业投资家“脱资”的重要出口,创业投资家必须保有其参与并购决策的权利;未经创业投资家许可,禁止增资扩股行为,以避免股权受到稀释,等等。第三是经理层雇佣条款,在双方签订的创业投资协议中,一般规定有专门的经理层雇佣条款,即赋予创业投资家解雇、撤换经理层的权利,并使企业能以低价从离职经理那里购回股份,以此来惩罚那些业绩不佳的经理人员,限制其偏好风险的倾向。美国学者 Josh Lerner 的分析表明:创业企业首席执行官(CEO)的更换与创业投资家的介入密切相关(Lerner, 1995)。第四是董、监事会席位条款。在签订创业投资协议时,创业投资家需要确保董、监事会席位。尤其是在多个创业投资家对一家创业企业进行“辛迪加投资”的情况下,领头的创业投资家更是要努力确保拥有董、监事席位。董事会对企业的经营业绩负责,有权任命或解聘企业主要经理人员,指导、监督企业的运营情况,创业投资家通过董事会的有利位置实施对经理层的监控。根据 Barry 等人 1990 年的统计,在美国有创业资本投入上市的公司,每家公司在上市前平均有 2.8 个创业投资家介入。在这 2.8 个创业投资家中,平均有 1.6 位代表成为该公司的董、监事,约占被投资公司董、监事席位的 1/3(Barry et al., 1990)。此外,一种所谓的“固定比例合约”(fixed fraction contract)是有关创业投资协议的一个新的发展(Admati and Pfleiderer, 1994)。在这种合约中,创业投资家在创业企业资产净值和报酬分配中始终维持固定的份额。在分期投资的情况下,有助于创业投资家做出最优化的投资持续期决策和对融资证券进行正确定价,并使创业企业经理层的报酬与其工作努力状况相挂钩,从而能为创业企业经理层提供适当的激励。这些契约和条

款为创业投资家强化监控机制提供了凭据和保证。

4. 周期评估与分段投资。创业投资家一般在投资后实施周期性的动态评估,并利用分阶段注资机制控制创业企业家的代理风险。投资后的动态评估可通过设定一定的目标进行,在不同阶段有不同目标,根据企业实际情况对照此目标,确定下一步策略。创业投资机构不是一次性提供项目所需的全部资金,而是根据企业的经营及财务状况分阶段注资,借此向企业施加影响并规避融资风险。这种短期性融资契约是创业投资机构和创业企业间信息不对称的结果,它有助于减少筛选创业企业及与之签订投资协议过程中的交易成本,因为由此具有的放弃权使创业投资机构能及时退出前景黯淡的项目,同时又可以在融资周期中加深了解,降低信息不对称程度。每一次的阶段投资时间间隔越短,创业投资机构对受资企业的评估次数越多,所获得的信息也越多,有利于其作出更好的投资决策。

分期注入资金是创业投资家所能运用的又一重要监控机制,一般是根据投资项目的进展分批介入,以免造成资金的浪费,同时保持撤资的权利。创业投资有一个渐进式、多轮次的投资过程。这样,对创业企业的前景可以进行周期性的评估,创业投资家则可据此选择是否继续注入资金。一方面能减少错误决策所导致的潜在损失,另一方面也进一步强化了创业投资家对创业企业经理层的控制。尤其是当创业企业经理人员滥用资金时,创业投资家拒绝继续投资的同时也向其他资金提供者发出了投资风险的信号,这对创业企业来说是一种相当大的压力。创业投资家在两轮资金注入之间,会周期性地“考察”创业企业。据统计,在各轮融资之间,领头的创业投资家平均每月拜访一次创业企业,并且在每次拜访中,要到企业或相关的研究基地呆上4~5个小时。非领头的创业投资家一般平均每季度参观一次创业企业,每次参观的时间约为2~3个小时。创业投资家还会每月收到财务报告。总之,创业投资家会利用尽可能丰富的信息资源。创业投资家单轮投资持续的时间越短,投资轮数越多,其对受资企业监控的频度和强度就越大。研究表明,随着企业无形资产比例和资产专用性程度的提高,企业面临清盘时资产出售的难度和预期损失增加,“道德风险”的后果更加突出,其相应要求的监控强度增大,从而融资周期缩短。

5. 控制权激励与约束。所谓控制权激励,指的是有关企业控制权在股东、董事会、经理层等主体之间进行配置的制度性安排。有效的控制权分配,能对企业经理层形成合理的激励与约束机制,从而有助于解决委托—代理问题,消除“道德风险”。就创业企业而言,面对突出的信息不对称情形,尤其需要通过有效的控制权激励安排来协调创业投资家与企业经理层之间的关系,抑制“道德风险”。控制权激励的有效性,取决于企业控制权(rights of control)与剩余索取权(residual claim)配置的对称程度(Milgrom and Roberts, 1994)。在这里,企业控制权指的是对企业经营管理的决策权,而剩余索取权简单说来就是对企业剩余即利润的要求权。一般而言,创业企业失败率很高,如果没有足够大的剩余控制价值,创业企业家也不可能放弃安稳工作而去冒很大风险创业。控制权是指能够对企业经营重大事项作出决策的权利,一般包括董事会权利、选举权以及清算权利,且这些权利可以分割(Kaplan, 2002)。在创业投资过程中,创业投资家为了减少企业运作风险、防止企业家为追求私人价值而损害投资者利益,他们往往在投资起始阶段保证绝对控制权(Lerner, 1997),而企业家一般通过获取更多融资额和增值服务作为补偿。一旦企业运作很成功,情形就完全不同了。企业家证明了他的管理技巧和能力以及信用,此时创业投资家把控制权返还给企业家,更能实现公司价值最大化或者公司损失价值小于创业企业家获取的私人价值。因此,控制权转移构成了企业家努力工作的非现金激励方式。

6. 风险报酬激励与约束。风险报酬激励约束机制的实质是设计激励相容的风险共担契约问题,如创业投资基金有限合伙人在投资合同中制订有限存续期、激励性薪酬结构以及强制性收益分配等条款,以减少代理风险;相应地,创业投资家在对企业投资合同中签订股票购买优先权、高层管理人员股份授予计划(vesting schedules)、股份回购等系列条款以保护自身利益(Sahl-

man, 1990)。股票期权计划是为了加大对创业企业管理层的激励所设立的股票期权。即公司给予管理层或员工可以按某一固定价格购买本公司普通股的权力,这些股票可在一定时期后在市场上出售,但期权不可转让,优先购买权是指投资者有权在一定时期内优先购买所投资公司新发行的股票。再融资的具体条款一般并不一定预先在协议中就已确定,主要根据当时的资本市场状况、公司运行状况及前景而定。

7. 风险跟踪管理与监督。伯格曼和赫兹认为,创业投资家对企业的监控有助于其获得有关企业的正确信息,以对其投资决策作出相应调整,其观点可以在数理上得到证明。为了实现对创业企业的监控,创业投资机构应在合作过程中明确监督约束制度:(1)进入董事会参与企业经营管理活动,任命非执行董事对受投资企业的发展加以比较客观的评价和有效监控;(2)制定管理层雇佣合同,规定企业在什么情况下可以撤换管理层,并购回其股份;(3)明确其他的监督权限,包括:创业投资机构有权查看企业的产品、设备及其他固定资产、会计统计账簿,要求及时获得有关财务报表,规定未经同意不得出售股权或签订重要合同等;(4)走访创业企业。

8. 退出投资。在对创业企业的投资之初,就创业资本日后的退出方式、时机等做出限定是很有必要的,毕竟创业投资并不是对企业的长期控制。一般来说,成熟的退出投资方式主要有4种,包括公开上市(IPO)、兼并与收购、执行偿付协议以及在投资失败情况下的破产清算。前文提出对创业企业家代理风险的控制权激励与约束,IPO退出机制为控制权的顺利转移提供了保证。首先,在有限合伙人眼中,创业投资家能够带领企业上市是其成功的重要标志;而从创业投资家与创业企业关系来看,实现IPO则又是评估企业成功的最优途径。所以,IPO解决了“成功”的评估问题。其次,创业企业IPO后,企业融资不再依赖于创业投资家的分期投资,他可以通过公共资本市场融资,这也削弱了创业投资家的控制力;同时IPO后创业投资家所持股份流通性增加,这也减少了创业投资家监管的激励力,创业投资家的监管职能由股市分析家代替。所以,IPO退出使控制权转移成为可能。

* 本文是上海财经大学信用研究中心“企业信用系统结构研究”的阶段性成果。

参考文献:

- [1] Gompers P, Lerner J. An analysis of compensation in the US venture capital partnership[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51: 3~44.
- [2] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海:上海三联书店, 1996.
- [3] 丁栋虹. 论企业分析的四维理论模式[J]. *财经研究*, 2002, (1).

Entrepreneur Agency Risk at Different Stage and Risk Management Mechanism

FU Yu-xiu, ZHANG Hong-shi

(School of Management, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: According to the entrepreneur agency risk performance at different venture capital stage, the paper analyzes deeply the cause of formation and related affecting factors and on this basis, it puts forward a series of supplementary entrepreneur agency risk management mechanism, which include item selecting mechanism, investment tools selecting, contract and clause restriction, dynamic evaluation and investment in the light of development stage, controlling rights motivation, risk return motivation, risk tracking management and capital exits.

Key words: venture capital; agency risk; risk management