

风险投资中的投资者自我保护机制

王满四, 和不禅

(浙江大学 管理学院, 浙江 杭州 310029)

摘 要: 由于风险投资的高风险性, 特别是因委托代理问题而导致的逆向选择风险和道德风险, 尤其需要投资者加强自我保护, 建立有效的投资者自我保护机制。风险投资中的投资者自我保护机制主要包括: 对投资组织人及投资组织形式的选择; 多阶段决策程序; 专业投资、组合投资、联合投资与分期投资; 复合投资工具的使用; 对创业企业管理的监督与干预; 灵活的退出机制等内容。

关键词: 风险投资; 委托代理; 投资者; 自我保护机制

中图分类号: F830 593

文献标识码: A

文章编号: 1009- 9107(2002)04- 0036- 05

风险投资对于吸引社会资金发展高新技术产业, 推动科技进步和产业升级具有非常重要的意义。风险投资是适应高新技术产业发展而兴起的一种高风险、高回报的投资活动。其风险主要由创业企业高新技术的不成熟性、技术转化的复杂性、市场前景的不确定性以及委托—代理成本的大小所引起。高风险孕育着高回报, 一旦投资成功, 投资者将会因高新技术创业企业的成功发展而获得超额利润, 因而如何有效地控制风险投资的高风险, 最终实现对投资者的高回报, 是风险投资运作的关键所在。这就需要在风险投资中建立有效的控制风险的机制, 保护投资者的利益。由于风险投资中投资者与创业者之间委托—代理问题会因高新技术创业企业自身的创业风险问题(由高新技术的不成熟性、技术转化的复杂性、市场前景的不确定性所导致的高风险)而导致更为严重的逆向选择和道德风险问题, 投资者必须首先加强自我保护意识, 建立有效的自我保护机制, 这样才能有效地控制投资风险。

本文的投资者包括两层含义: 一是最终投资者, 即普通投资者; 二是中介投资者, 即风险投资家及其创办的风险投资公司。普通投资者往往并不直接投

资于创业企业, 而是通过风险投资家及其创办的风险投资公司投资于创业企业, 因而风险投资中投资者的自我保护机制对于普通投资者来说主要是投资组织人与投资组织形式的选择, 普通投资者通过它而把自己的资金委托给风险投资家, 由风险投资家及其创办的风险投资公司来履行保护投资者利益的职责, 而对于风险投资家来说, 投资者的自我保护机制主要包括: 多阶段决策程序, 专业投资、组合投资、联合投资与分期投资, 复合投资工具的使用, 对创业企业管理的监督和干预, 灵活的退出机制等, 它们共同组成风险投资的投资者自我保护机制。

一、对投资组织人及投资组织形式的选择

风险投资的组织人是指把分散在普通投资者(银行持股公司、保险公司、投资银行、非金融机构或公司、富有的家庭和个人、外国投资者等)手中的资金(包括公共和私人养老金、捐赠基金)募集起来, 组成风险投资公司, 然后再把公司所募集的资金投向创业企业的中介人, 即风险投资家。普通投资者之所以将自己的资金委托给风险投资家, 是因为风险投

资家能比普通投资者更好地进行投资,同时通过风险投资家这一中介可以比单个普通投资者直接投资节省更多信息搜寻成本及项目的选择和监督成本,并且避免中小投资者在监督方面的搭便车行为。由此可知,风险投资家的投资才能是风险投资成功的决定因素之一,同时由于普通投资者与风险投资家之间委托—代理关系的存在,需要一个有效的投资组织形式来提供有效的激励约束机制,使风险投资家把他所拥有的投资充分发挥出来,并为普通投资者创造最大化的投资回报。因此,普通投资者一方面要选择最有投资才能的投资组织人,另一方面又要选择最优的投资组织形式,才能保护自身的投资利益。

对投资组织人即风险投资家的选择,可依据相关的参数对要选择的的风险投资家进行客观评价^[1],然后选择最优者。这些参数包括:(1)风险投资家在相关领域接受专业教育的程度。受教育程度往往同一个人的能力正相关,而且接受足够的教育也是获得专业知识和技能的重要途径。(2)风险投资家的既往业绩,尤其是相对业绩。一个有着若干失败纪录的风险投资家是难以说服广大投资者,筹集到大量资金的。

对风险投资家的激励约束机制是由投资组织形式给定的,选择了一定的投资组织形式,就相应赋予了一定激励约束机制。当前国际上流行的可供选择的组织形式主要有三种:有限合伙制、公司制、信托基金制。这三种形式中,有限合伙制的激励约束机制相对来说最为有效,因而为绝大多数投资者所选择,其激励约束机制主要包括如下几方面的内容^[2,3]:

(1)风险投资家成为小股东。作为风险投资公司的经营管理者,风险投资家需要对公司投入少额的资本,并且承担无限责任。(2)利益捆绑。即风险投资家除了可以获得基础性报偿如固定的管理费用外,还可以根据企业的业绩按照较高的利润百分比进行分成,即风险投资家的收益与公司绩效挂钩。(3)合同的可修改性。普通投资者作为有限合伙人与作为无限合伙人的风险投资家的关系存在一定的合同期限,每一个期限到期后,都要进行最后的财务清算,清算后普通投资者可根据自己的利益需要决定是否继续与风险投资家签订下一轮合同。风险投资家只有努力工作,为公司创造良好业绩才能与普通投资

者维持长期合同关系,同时吸纳更多普通投资者进入,进行下一轮合伙。此外,合同可以规定普通投资者的资金可以根据风险投资家的要求分阶段投入公司,这既可减少不必要的资金占用,又为普通投资者在公司经营不理想的情况下提供更改对自己不利的合同的机会,从而激励风险投资家努力工作。

二、多阶段决策程序

能否正确有效地对创业企业进行评价,挑选出最具发展潜力的企业,对风险投资公司来说是影响风险投资成败的首要环节。在此,风险投资家的主要任务就是对收到的大量商业计划进行选择。只有技术创新性强、市场前景良好而又有精干的管理队伍的项目才能被选中,一般只占全部申请项目的1%。风险投资家的选项活动可以描述为多阶段决策程序。风险投资公司成立后,风险投资家利用其广泛的业务网络(包括投资银行、经纪商、律师、会计师、投资顾问等)来为其提供有关项目的信息。为了从各种渠道提供的成千上万个项目中筛选出符合自己标准的项目,风险投资家必须对其进行深入的分析、论证。他们首先根据自己公司在人才、资金等方面的特点和实力,结合对外部投资环境的评测,制定出本公司的投资政策,包括投资规模、投资产业、融资阶段及地点偏好等,再对投资项目进行初步的筛选,然后在对创业企业进行深入的责任审查后,作出项目决策。

三、专业投资、组合投资、联合投资与分期投资

专业投资是指风险投资家投资于一个自己具有专长的特定产业或企业的某一发展阶段,这样可以发挥自己的专长,降低风险。实际上,很多风险投资家以前就是其投资领域成功的技术人员或企业家。即使这样,风险投资的失败率仍然很高,为了分散风险,保护投资利益,风险投资家可以采取组合投资的方法,即投资于一个包含多个项目的项目组合,利用成功项目退出后所取得的高回报来抵偿失败项目的损失并取得收益。风险投资家还可以与业内人士进行联合投资。创业企业首轮融资时,经验丰富的主导风险投资公司与经历相似的业内人士联合进行投资。随着企业的发展,还可引入经验较为欠缺的风险

投资公司。这样不仅可以进行较大规模的交易活动,还可发挥在投资决策和项目监控方面的合力,也有助于风险投资家建立投资网络,使自己能在将来参与其他公司的投资,分散投资风险,分享投资收益。

分期投资指风险投资公司对创业企业的投资是分期进行的,周期性地提供投资,每期投资只确保创业企业发展到一个阶段,当这一阶段结束后,风险投资公司重新评估创业企业的经营状况和发展潜力,根据评估情况决定后续阶段投资的时机与额度。若企业运行良好,风险比前一阶段降低,风险投资股东会乐于追加投资,优先购买企业后续融资时发行的股票,以保持尽可能多的投资增值;若运行情况不佳,公司可能减少甚至停止后续投资,或对企业进行清算,以最大限度减少投资损失。因而分期投资方式不仅可以直接保护投资者利益,而且还通过对企业的评估监督和融资激励促使创业企业家努力经营,创造良好业绩以增加投资回报,间接地保护投资者利益。

四、复合投资工具的使用

复合投资工具是指在同一时点下同时具备两个或两个以上不同的资本特性,或在不同时期下具有单一的资本特性,在投资者整个持有过程中随契约规定在一定条件下可转换资本特性的投资工具。前者如优先股,它同时具备权益资本和债务资本特性,后者如可转换债券,其资本特性可随契约规定在不同时间由一种特性转换为另一种特性。投资工具所具有的不同的资本特性,赋予了投资者不同的权益。风险投资中,风险投资家为最大限度地获得高回报和保护自身投资收益,最常用的投资工具包括可转换优先股、可转换债券或认股权证等。

可转换优先股是附有可转换条款的优先股,投资者可以在企业盈利无望时保有优先股的权益,而在企业成长增值时转换成普通股,这样,一方面拥有优先股在取得固定收益和在企业清算时享有仅次于债权人而优于普通股股东的清偿权方面的优点,使投资者得到较为稳定的回报,并避免初期投资失误带来的损失;另一方面又克服了优先股在由于收益率受到固定股利额的限制和创业企业增值或盈利时对剩余收益索取权的限制,而使优先股股东无法分享企业成长所带来的收益等方面的缺点,股东可以在

满足可转换条款的情况下,以契约规定的转换价格把优先股转换成普通股,从而分享创业企业成长带来的收益。对于与可转换优先股同样广泛使用的可转换债券,它具有与可转换优先股相似的功用,只不过它是债券转换为优先股或普通股而已。而认股权证则是指在指定期间以指定的执行价格购买普通股的期权,它常与企业的债券结合在一起发行(在上市公司中可以分开流通),由于它本身含有的期权条款规定了其持有人能以执行价格购买一定数额的普通股股票,因此风险投资者利用附有认股权证的债券进行投资既能享受债权的收益和债权人在企业清算时的权利,又能在创业企业成功时行使认股权,获得成功后的回报。

对于创业企业家而言,上述投资工具在带来资金的同时,引起资本结构的变化并不会影响其后续融资,也能确保企业家的经营管理。从代理理论的角度进行分析,上述复合投资工具最重要的作用是使风险投资家和创业企业家的激励相一致。在早期投资阶段,可转换优先证券是最主要的投资工具,而债券和普通股极少使用,仅当企业处于后期发展阶段或信息不对称程度较小时,投融资契约双方才予以考虑。风险投资契约与风险投资运行过程的关键特征是风险从风险投资公司转移给了创业企业,企业家对契约条款的反映使得投资家能够获得更多的信息,作出评估和判断,如果企业经营业绩较差,可转换证券把部分成本转移给了企业家^[4]。因此,复合投资工具的使用降低了风险投资的风险,保护了投资者的利益。

五、对创业企业管理的监督和干预

风险投资是一种关系型投资。所谓关系型投资就是进行长期投资,并监督企业的经营管理,在企业治理中发挥积极作用,以获得长远的回报^[5]。这主要体现在:(1)加入企业董事会,参与企业财务、人事、发展战略等方面的重大决策。通过这种方式监督企业,风险投资公司既能发挥比较优势,又无需耗费太多的时间和精力。(2)密切监督企业的财务状况,充任企业的财务顾问。风险投资公司根据企业财务状况分阶段投入资金,就是要借此向企业施加影响并规避风险。为了全面掌握企业的情况,风险投资公司一方面严格要求企业对其进行信息披露,另一方面又亲自(或委托会计师事务所)检查企业的会计制

度,选择和敦促审计事务所,使其认真履行职责,及时发现企业可能存在的问题。(3)参与企业的人事管理。如帮助企业物色合格的管理人员,与企业就管理人员的报酬问题展开谈判,既要促使管理人员努力工作,又要对其不合理的高收入有所限制。此外,还可在特殊情况下更换企业的管理层。(4)参与企业日常的生产经营管理。如走访企业,进行现场监督,帮助企业密切与客户、供货商的联系,制订市场开发计划或进行事后评估,帮助企业完善生产和服务流程等。(5)帮助企业引进资金及合作伙伴。风险投资公司除了提供自身的那部分投资外,还利用自己的业务网络和声誉积极帮助企业从其他渠道获得更多的股权或债权融资。并且风险投资公司还帮助企业寻找合作伙伴,使企业的利益相关者在企业的生产、营销、技术转让及融资等方面展开合作,拓宽企业的发展空间,增加其市场价值。(6)当内外部环境发生重大变化,或企业发展到了关键阶段时,风险投资公司便会加大对企业监督干预的力度。如增派董事代表,调整管理层,对陷入困境的企业实施救助或进行转让和并购等。总之,风险投资公司对创业企业的监督和干预主要集中在财务、人事、发展战略等大的方面,并没有过多介入企业日常事务,带有明显的相机治理特点,即干预的程度视企业财务状况、发展前景等情况而定。在创业企业的发展过程中,风险投资公司越早进入,干预就越频繁;当企业跨入成熟期后,监督和干预便会少得多。

风险投资公司对创业企业管理的监督和干预,对风险投资公司来说,有利于其控制风险,保护投资者利益。对创业企业来说,风险投资公司作为顾问和监督者,恰当的干预,能使企业正确决策,同时能激励企业管理者努力工作,提高绩效。

六、灵活的退出机制

健全的风险投资退出机制是风险投资收回投资、获取回报并重新投资,从而使风险投资得以良性

循环,推动科技与经济不断向前发展的必要条件。风险投资的退出渠道和方式具有灵活性和多样性,主要有:(1)在股票市场公开上市。这是风险投资最理想的追求目标,被称为黄金收获方式。(2)企业兼并收购。当受资创业企业被大公司收购兼并以后,原投资的风险资本的股权可以转化成大公司的股票,并可以出售转让。(3)股权回购。风险投资公司将所持创业企业的股份出售给接受投资的企业及其职工,让股权回归,从中使风险资本退出。(4)清算。风险投资公司把资本投入企业后,如发现所投资企业前景不好,发展缓慢,为避免更大损失,需果断采取清算方式退出,但一般也只能收回原投资的60%左右。此外,风险投资者在选择上市退出时会受到对投资者退出时间和股份比例方面的严格限制,鉴于此,风险投资者在投入资金时可以要求得到一定数量的卖方期权,卖方期权可以使拥有期权的投资者以一定价格把一定数量的股票卖给期权的发行者即创业企业,卖方期权不但在创业企业公开上市时适用,在其进行后期融资时也同样适用。由于风险投资者所偏好的投资阶段不同,前期的投资者也可直接同后期的投资者进行谈判转让股权来完成投资的回收。

以上所分析的投资者自我保护机制,主要是在借鉴美国等发达市场经济国家经验的基础上提出的,这些国家风险投资比较发达,投资者自我保护意识强,拥有丰富的投资经验和自我保护技术,而且法制比较健全,市场机制比较完善,这也为投资者有效地保护自身投资利益创造了必要的前提条件。我国在市场机制、法律环境等方面还很欠缺的条件下,投资者自我保护意识、保护经验和手段也十分薄弱,这使投资者利益常常遭到严重损害,挫伤了投资者的积极性,也不能给创业者以激励,降低了投资效率。因而,我国在宏观上不断完善市场机制和法制环境的同时,投资者自身更是迫切需要借鉴发达国家的经验,增强投资自我保护意识,完善投资者自我保护机制,推动我国风险投资事业的健康发展。

参考文献:

- [1] 张东生,刘建军 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
- [2] 王云平 风险投资公司的治理分析[J]. 改革, 2001, (2): 97~ 102
- [3] 劳剑东,李 湛 论创业投资的治理结构与风险控制机制[J]. 当代经济科学, 2001, (3): 13~ 18
- [4] Sahman W. Structure and Governance of Venture Capital Organizations[J]. Journal of Financial Economics,

1990, 27: 473~ 521.

- [5] Blair Margaret M. Ownership and Control, Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century[M]. the Brookings Institution, 1995.

On the Investor's Self-protection Mechanism in Venture Investment

WANG Man-si, HE Pi-chan

(College of Management, Zhejiang University, Hangzhou, Zhejiang 310029, China)

Abstract: Because of the high risks in venture investment, especially the risks called adverse selection and moral hazard which are caused by the problem of principal-agent relationship, it is very necessary for the investors to strengthen the self-protection mechanism. Based on the practices in countries with developed market-oriented economy, such as America, the contents of the investor's self-protection in venture investment, which include the investment initiators selecting, the multiphase policy deciding, the investing by specialization, portfolio, joint-investment and stage investment, the using of compound instruments of investment, the management involving in the enterprises, and the flexible exit strategy, is expounded and analyzed in this paper.

Key words: venture investment; the problem of principal-agent relationship; the investor's self-protection mechanism

(上接第 35 页)

Review on the Progress for Modeling Financial Market Volatility

DU Zi-ping, SU Wei-dong, ZHANG Shi-ying

(College of Management, Tianjin University, Tianjin 300072, China)

Abstract: The prevention and avoidance of financial risks is the key subject for investment theories and practices. In this paper, we introduce the main characters of financial market volatility, such as time-varying, leptokurtosis and fat tail, clustering, leverage effect, persistence and transmission, and present the progress of their modeling from viewpoint of ARCH-type models and SV models. We also point out the new areas of future research along these lines.

Key words: financial market; ARCH model; SV model