

风险投资中的

委托代理问题研究

王君萍 著

FENGXIAN TOUZI
ZHONG DE
WEITUO DAILI WENTI YANJIU

中国社会科学出版社

风险投资中的

委托代理问题研究

王君萍 著

FENGXIAN TOUZI
ZHONG DE
WEITUO DAILI WENTI YANJIU

图书在版编目(CIP)数据

风险投资中的委托代理问题研究/王君萍著. —北京:
中国社会科学出版社, 2009. 5
ISBN 978-7-5004-7778-5

I. 风… II. 王… III. 风险投资—风险管理—研究—中国
IV. F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 076334 号

策划编辑 罗 莉
责任编辑 丁玉灵
责任校对 韩天炜
封面设计 王 华
技术编辑 李 建

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029450(邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂 装 订 丰华装订厂

版 次 2009 年 5 月第 1 版 印 次 2009 年 5 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 1/32

印 张 8.5 插 页 2

字 数 204 千字

定 价 21.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 问题提出和研究意义	(1)
第二节 国内外研究综述	(7)
第三节 基本思路与结构安排	(39)
第四节 研究的基本方法	(40)
第二章 风险投资中的双重委托代理关系及其问题	(42)
第一节 风险投资中委托代理问题的理论基础	(42)
第二节 风险投资中的双重委托代理关系	(60)
第三节 风险投资双重委托代理关系中的问题	(79)
第四节 小结	(85)
第三章 投资者与风险投资家之间的委托代理	
问题研究	(87)
第一节 投资者与风险投资家之间的道德风险	
问题	(87)
第二节 投资者与风险投资家之间的逆向选择	
问题	(110)
第三节 战略投资者与多任务风险投资家之间的	

2 / 风险投资中的委托代理问题研究

委托代理问题	(118)
--------------	-------

第四章 风险投资家与风险企业家之间的委托代理

问题研究	(126)
------------	-------

第一节 风险投资家与风险企业家之间的道德风险 问题	(126)
------------------------------------	-------

第二节 风险投资家与风险企业家之间的逆向选择 问题	(149)
------------------------------------	-------

第五章 风险投资中的双重委托综合模型研究

第一节 基于持股比例的风险投资三方委托代理 模型	(168)
-----------------------------------	-------

第二节 三方委托代理中风险投资家与风险企业家 之间的双边激励模型	(180)
---	-------

第三节 风险投资中的双重委托代理整合模型	(188)
----------------------------	-------

第六章 我国风险投资中委托代理存在的主要问题

第一节 我国风险投资的发展现状	(196)
-----------------------	-------

第二节 我国投资者与风险投资家之间委托代理的 问题	(199)
------------------------------------	-------

第三节 我国风险投资家与风险企业家之间委托 代理的问题	(207)
--------------------------------------	-------

第四节 我国风险投资中委托代理的宏观体系问题	(210)
------------------------------	-------

第七章 解决我国风险投资中委托代理问题的

有效途径	(215)
------------	-------

第一节 拓宽风险资本筹资渠道, 设计合理的产权	
-------------------------	--

结构和公司治理结构	(215)
第二节 建立有限合伙制风险投资组织形式	(219)
第三节 控制风险投资家与风险企业家之间逆向 选择的对策	(224)
第四节 控制风险投资家与风险企业家之间道德 风险的对策	(226)
第五节 启迪与思考：成功案例分析	(229)
 第八章 解决我国风险投资中委托代理问题的宏观 对策建议	(239)
第一节 营造社会文化环境	(240)
第二节 实施相应的扶持政策	(242)
第三节 建立健全法律法规体系	(250)
第四节 大力培养风险投资人才	(255)
第五节 加快建立中介服务体系	(259)
 后记	(264)

第一章

绪 论

第一节 问题提出和研究意义

一 问题的提出

面对 21 世纪知识经济及全球经济一体化的挑战，发展高新技术产业，提高企业的自主创新能力，增强企业在国际市场上的竞争力，提高国家的综合国力已成为我国政府的当务之急。国外实践经验表明，风险投资对于促进高新技术的产业化，全面增强企业的自主创新能力具有十分重要的作用。风险投资通过加速科技成果向生产力的转化，推动高新技术企业从小到大、从弱到强的长足发展，进而带动整个国家产业结构的升级与经济的蓬勃发展，被人们称为“经济增长的发动机”。近年来，美国高科技之所以能够迅猛发展，其中原因固然很多，但有一个主要推动力，就是风险投资。

国内风险投资的理论与实践，始于 20 世纪 80 年代中期，以中国高技术创业投资公司成立（简称中创）为标志。1998 年 3 月政协九届一次会议上民建中央的一号提案“关于尽快发展我国风险投资事业的提案”之后，国内风险投资的理论研究迅速形成一个热潮，实践活动也正不断扩大和深化。但总体来看，国内的风险投资业还很不发达，尚处于起步阶段，远未发挥出其支

持技术创新和发展中小企业的应有作用,对于经济增长及其结构调整升级的贡献率远远小于发达国家,据调查统计,我国已转化的科技成果中,转化资金自筹比例占56%,风险投资仅占2.3%,而在美国后者高达90%。^①高新技术产业化的中试资金严重不足,科技成果转化率低,严重制约了高新技术的发展和国家的自主创新能力。

由于国内开展风险投资的时间较短,加上各种条件的制约,如宏观条件方面的风险资金来源单一、规模较小,资本及产权市场不完善、退出渠道不畅,政府的扶持力度、相关政策法规、人才制约等问题;微观运作机制方面的问题,如缺乏真正的风险投资公司和风险企业,风险投资公司的内部组织与管理及投资运作不规范,包括风险投资项目的评估、监控与退出等。风险投资效果并不理想,非常成功的案例并不多,因此有必要借鉴国外成功的经验为我所用,国内已在这方面进行了许多卓有成效的工作。但当前理论研究,主要集中于风险投资的基础理论和宏观运行方面,如风险投资的概念、特征、功能及发展风险投资的必要性与意义,风险投资的宏观运行机制及其所需要的各种宏观条件,包括环境、政府扶持措施、退出机制等。对于风险投资的微观运行机理方面,如风险投资项目的选择、风险投资协议结构、风险投资的动态监控和管理帮助、风险投资的专业化和联合投资及风险投资网络等则研究较少,也不够系统深入。因此,探索风险投资的微观运作机理,对于我国风险投资业的健康发展,促进高新技术产业产业化以及提高风险投资效率无疑具有十分重要的意义。

风险投资的微观运作过程中存在着高度的不确定性和信息的

^① 谈毅:《风险投资制度安排对企业融资效率的作用机理研究》,西安交通大学博士论文,2002年。

不对称性，如何有效地控制由于信息不对称而导致的委托代理问题，以及如何促进风险投资机制高效运转等问题变得日益突出。本书拟通过对风险投资过程中的委托代理问题进行较深入系统的研究，顺应我国风险投资当前及未来发展的需要，提高风险投资绩效。

二 研究的必要性

由于风险投资各参与主体的效用衡量标准及信息占用状况存在一定差异，其各自的相关行为可能在总体上对风险投资的总体利益目标产生消极影响，因此有必要对风险投资过程中的双重委托代理问题进行研究，通过设计有效合理的委托代理机制来规范各利益主体的行为。具体而言，研究风险投资中委托代理问题的必要性主要表现在以下几个方面。

（一）由风险投资基本特征所决定

其一，在风险投资过程中，由于存在双重委托代理关系，相对于投资者直接向风险企业投资的委托代理链增加了，并且由于信息不对称，投资者面临的代理人的机会主义行为倾向进一步加强了。因此，风险投资业成败的关键就在于风险投资机制是否科学，而这则主要取决于是否有一套有效、健全的风险投资委托代理机制来约束代理人的行为。其二，风险投资与一般投资的不同之处还在于其投资对象的特殊性。一般认为，风险投资是高收益与高风险并存的投资。一方面，是企业具有高度成长性，其产品一旦为市场所接受就具有高度的市场垄断能力。另一方面，又具有未来不确定性带来的高风险：一是技术风险，即高技术能否转化为现实产品具有不确定性；二是市场风险，新产品能否为消费者所接受，是否有市场竞争能力具有不确定性；三是财务风险，由于技术和市场的高度不确定性，导致其投资回收期和投资收益

率的高度不确定性。根据收益与风险对称的原则,风险投资家在选择投资项目时,追求高收益率是其必然,一般来说要求在35%以上,^①这将导致风险企业严重的“逆向选择”问题。风险投资家要求的高收益率使一部分优秀的项目寻求其他资金来源而离开风险资本市场,而风险投资家得到的是风险更高、更加具有未来不确定性的投资项目,从而承担更大的投资风险。所以,投资者、风险投资家和风险企业家如何进行博弈,确定三方的最优收益和风险地位,达成一种均衡,最后都体现为三方相互之间的激励约束机制安排,这正是委托代理理论在风险投资领域的应用。

(二) 由风险投资中的信息不对称决定

从信息地位来说,代理人较委托人具有更多的信息优势,如:风险投资家和风险企业家是信息不对称中掌握风险投资机构 and 风险企业信息的一方,这种事后的信息不对称引起风险投资家和风险企业家的机会主义行为,造成经济学上的“道德风险”问题,如果没有合理的委托代理机制来界定双方之间的风险和利益关系,那么投资者和风险投资家几乎承担投资机构和风险企业的所有风险。所以,在双方之间必须有一个委托代理机制,将风险部分地从投资者和风险投资家转移到风险投资家和风险企业家身上,让风险投资家和风险企业家感知风险并作出回应,其结果是使风险投资家和风险企业家努力工作,让投资者和风险投资家得到准确信息以便对其投资作出合理的判断。^②著名的“莫里斯—霍姆斯特姆条件”证明:由于存在非对称信息,为了使代理人

① 张宁、郭磊:《美国风险投资的制度分析》,《青岛职业技术学院学报》,总第16期,2003年第3期,第13—17页。

② 盛军峰:《风险投资中双重委托代理风险的治理》,《投资论坛》2002年第1期,第20—23页。

有足够的刺激去选择有利于委托人的行动，就必须在机制设计中让代理人也承担一部分结果不确定性的风险，并从这种不确定性风险中得到补偿。^①

（三）由风险企业的成长阶段性要求决定

风险企业成长的特点决定了委托代理机制的安排也是阶段性的，特别是对高科技企业，在发展的早期阶段，由于技术的独创性，只有专利的所有者或项目的发明者能够评估风险企业的价值，这时存在严重的信息不对称，随着风险企业的发展和进一步产业化，内部信息也就会越来越容易被外部观察和掌握。杰弗里·J. 特瑞斯特（Jeffrey J. Trester）的统计数据表明，风险投资早期投资中大量使用优先股，而随着企业的发展，后期投资中债权的使用比例上升，这与风险企业不对称信息可能性的不断降低相符合。风险投资的阶段性及要求权的多样性只有通过委托代理理论才能得到合理的解释。^②

三 研究的意义

（一）丰富我国的风险投资理论研究，促进风险投资业的健康发展

风险投资业成败的关键在于风险投资机制是否科学，而这则主要取决于是否有一套行之有效的、健全的风险投资委托代理机制安排，来约束代理人的行为，降低代理风险。目前我国对风险投资过程中委托代理问题的分层、系统化研究很少涉及，这使得风险投资在操作上不可避免地具有一定的盲目性，

① Mull. R. H. Venture Capital, Private Firms, and the Capital Acquisition Process. *Journal of Business Finance*. 1994, 3 (3): 229 - 248.

② Trester. J. J. Venture Capital Contracting Under Asymmetric Information. *Journal of Economics*. 1998, 22: 675 - 699.

中国第一家风险投资公司——中国高技术创业投资公司的倒闭，就是一个典型的例子。因此，对风险投资委托代理机制安排的研究，是我国风险投资业发展的必然要求，也是我国风险投资理论研究的需要。

（二）促进我国金融工具和企业制度的创新

在投资者和风险投资家之间的委托代理机制安排中，欧美等国家大多数采用了有限合伙制的组织形式，有限合伙制作为一种新的企业组织形式，是风险投资业发展过程中的一种企业制度的创新，是针对风险投资中的代理风险而设计的一种先进的企业组织形式，而我国目前风险投资公司普遍采用公司制，这就为我国企业制度指出一条创新之路。同样，可转换优先股作为一种金融工具的创新，被国外一些风险投资公司所采用，可在一定程度上降低风险投资家与风险企业家之间的代理风险，也是我国发展风险投资业值得借鉴之处。因此，风险投资的发展必将促进我国金融工具和企业制度的创新。

（三）促进我国资本市场、法律环境的建设

风险投资的顺利运作，需要通畅的风险投资退出渠道，风险投资的退出方式有公开上市、并购和破产清算，而我国中小企业板市场推出时间不长，尚无全国性的产权交易中心，产权交易市场还很不发达，这将成为影响我国风险投资退出的“瓶颈”因素。因此，风险投资业的发展急需资本市场的进一步开放，风险投资业的发展必将促进我国资本市场的进一步发展。同时，风险投资委托代理机制的有效运行离不开健全的法律环境，创建风险投资的法律体系这一当务之急也必将促进我国法律环境的建设。

（四）提高风险投资成功率

合理的风险投资委托代理机制安排，能够有效地降低代理风险；合理的风险投资委托代理机制设计，可以在一定程度上约束

代理人的行为，有效地解决风险投资运作过程中的逆向选择和道德风险问题，从而规范风险投资运作，减少风险投资操作上的盲目性，提高风险投资成功率。

第二节 国内外研究综述

在过去几十年间，国内外理论界对风险投资过程中的委托代理问题进行了大量的理论和实证研究，取得了一系列的研究成果。

一 投资者与风险投资家之间委托代理关系的研究现状

(一) 国外研究现状

在国外，关于投资者与风险投资家之间的委托代理问题的研究主要集中在风险投资公司的资金来源及组织形式、投资者与风险投资家之间的信息不对称与道德风险及风险投资家的报酬机制等方面。

1. 关于风险资本的筹集

波特巴（Poterba）认为，风险资本筹集的许多变化源于风险资本的供给或需求的变动。资本的供给是指机构投资者对该部门提供资本的相对意愿，有很好的设想并需要资本的风险企业家人数决定对风险资本的需求。^①波特巴还认为即使大部分资本来自于免税投资人，但资本利得税率的下降也很有可能会增加风险投资基金的承付资本，通过一个正式的模型，他指出税率的下降对公司雇员想成为企业家的愿望有重要的影响，因而增加了对风

^① Poterba. S., James. M. How Burdensome are Capital Gains Taxes? Evidence from the United States. *Journal of Public Economics*. 1987, 33: 157 - 172.

险资本的需求,这种由于创业活动引起的对风险资本需求的增加会进一步导致更多的风险资本筹集。^①

戈姆珀斯 (Gompers) 和勒纳 (Lerner) 通过实证研究找到了支持资本利得税观点的证据。认为,越低的资本利得税似乎对免税投资者提供的风险资本额的作用越强。这表明资本利得税的削减影响风险资本筹资的基本机制是通过增加风险企业家对资本的需求来实现的,要是基金的供给造成了影响,税率的变化就会对应纳税实体的投资额产生更显著的影响。^②勒纳在研究政府政策对风险资本筹资的影响时,同样证实了资本利得税的下降将引起资本供给的增加。^③

哈伯德 (Hubbard)、格伦 (Glenn)、罗伯特 (Robert) 及萨尔蒙 (Sahlman)、威廉 (William)、霍华德 (Howard) 讨论了风险投资基金筹资明显的周期性。他们认为投机市场如风险资本市场中的机构投资者倾向于过度投资或投资不足,他们指出这种明确的非理性的投资方式可以用来解释基金募集中的剧烈变化。此外,这些研究文献还认为这种剧烈的波动很有可能会阻碍美国经济的创新。^④

姜 (Jeng) 和威尔斯 (Wells) 观察了 21 个国家中影响风险资本募集的因素。他们发现首次公开发行市场的强弱是决定承付

① Poterba. S., James. M. Venture Capital and Capital Gains Taxation in Tax Policy and the Economy, Edited by Lawrence Summers, 1989: 524 - 578.

② Gompers. P. A., Lerner. J. What Drives Venture Fundraising? Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics. 1998: 149 - 192.

③ Lerner. J. Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation. *Economic Review* - Federal Reserve Bank of Atlanta. 2002, 87 (4): 25 - 40.

④ Hubbard. B., Glenn. R., Robert. and Weiner. J. Efficient Contracting and Market Power: Evidence from the U. S Natural Gas Industry. *Journal of Law and Economics*. 1991, 34: 25 - 67. Sahlman. W. A., William. A., and Howard. Stebensson. Capital Market Myopia. *Journal of Business Venturing*. 1986, (1): 7 - 30.

资本的重要因素。然而,姜和威尔斯还发现首次公开发行市场似乎对专门投资于早期阶段企业的基金的影响不及对专门投资于晚期阶段企业的基金大。姜和威尔斯的分析中得到的一个发现是政府政策对风险投资部门当前和长期变动有着显著的影响。许多国家,尤其是欧洲大陆国家的政策制定面临着一种两难处境。相对较少的创业活动受到繁多的令人沮丧的法规限制;极少量的基金集中投资于高成长性企业;投资者拒绝接受没有长期正收益的初创企业的首次公开发行股票,原因在于其市场流动性不强。^①

2. 关于风险投资基金协议及组织形式

萨尔曼和赫尔曼(Hellmann)对有限合伙制在美国迅速发展的原因进行了分析,认为资本所得税的降低、养老基金等免税实体的参与促进了有限合伙制的发展;同时,对代理风险的有效防范也促使有限合伙制成为美国风险投资公司的主流形式。

萨尔曼的研究表明,20世纪80年代后期,美国风险投资公司的典型组织形式之所以主要采用有限合伙制,这在很大程度上是因为养老基金、大学和慈善机构等投资者为免税实体,这一组织形式保证了他们的免税地位,这类机构的数量在1978年资本所得税改革和《雇员退休收入保障法》即《ERISA法案》修改后,有了极大的增加,在20世纪80年代后期已经占美国风险投资来源的80%左右,关于投资者和风险投资家之间的关系,萨尔曼发现,投资者和风险投资家签订的合伙契约中,通常包括一些限制风险投资家某些行为的内容,同时规定风险投资家要承诺向投资者提供特定的信息,以保护投资者的利益不受损害,风

^① Jeng, Leslie. A., and Philippe. C. Wells. The Determinants of Venture Capital Funding: An Empirical Analysis. Unpublished Working Paper. Harvard University. 1991: 184-223.

险投资家的报酬一般是采用管理费加利润分成的办法。^①

赫尔曼指出,由于信息不对称,风险投资家和投资者之间存在一个学习的过程。成功的公开上市成为反映风险投资家能力的一个信号,公开上市机制也成为风险投资家与投资者之间的信号传递机制。在这个意义上,也可以较好地理解有限合伙这种组织形式为什么成为主流的合同形式。^②

克莱茵(Klein)、克劳福德(Crawford)、艾智仁(Alchian)和威廉姆森(Williamson)及莱文(Levin)对契约的重要性进行了研究。认为,受反复讨价还价问题困扰的交易应当签订长期合同。例如,如果一个公用事业部门在一个煤矿附近建了一个工厂,那么煤矿主就会趁机漫天要价。合同的条款对于限制订约双方的机会主义行为和保证分配的效率至关重要,风险投资合伙基金也面临同样的问题:一旦基金筹集完毕,有限合伙人对资金的追索权就受到限制。一个补救措施就是可以利用合同的条款来限制普通合伙人的机会主义行为。^③

莱文认为,风险投资基金协议之所以重要,因为它是约束风险投资家行为的关键机制,在许多公司中常用的监控机制——例如权力极大的董事会以及公司控制在这里都不存在。尽管有限合伙人可以进入顾问委员会,可以对某些政策性问题进行评论,但如果他们参与基金的日常经营管理活动,那么他们就面临丧失有

① Sahlman, W. A. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*. 1990, 27: 473 - 521.

② Hellmann, T. Venture Capitalist: the Coaches of Silicon Valley. Mimeo, Stanford University. 1998: 276 - 287.

③ Klein, B., Crawford, J., and Alchian, A. A. Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *Journal of Law and Economics*. 1978, 21: 297 - 326. Williamson, O. Transaction - cost Economics: The Governance of Contractual Relation. *Journal of Law and Economics*. 1979, 22: 233 - 261.

限责任身份的危險，由于不存在合伙股份的流通市场，有限合伙人合伙股份的转让常常受到限制，所以有限合伙人所能采用的主要补救措施就是一旦合同被违反便诉诸法律。^①

詹森 (Jensen)、麦克林 (Meckling)、威廉姆森 (Williamson)、拉孔尼索克 (Lakonishok)、施莱弗 (Shleifer)、维希尼 (Vishny) 及戈姆珀斯 (Gompers)、勒纳对影响限制性条款增减的因素进行了分析，认为风险投资家的报酬对投资业绩的敏感性、制定契约的成本以及声誉效应都将影响限制性条款的数目。詹森和麦克林指出当把经理人的报酬同企业前途紧密联系在一起的时候，代理成本就会降低。提高风险投资家的报酬对业绩的敏感性将会减少不利于有限合伙人收益的最大化的投资行为。因此，限制性条款的必要性就会降低。^②

威廉姆森在研究合同完全性的影响因素时认为，由于谈判和强制执行合同明确规定的条款的成本很高，因此只有当限制行为的利益大于成本时，限制性条款才会被包括在合同中。因为不同合同监控的难易程度和机会主义行为的诱因不同，因此最佳的限制性条款也不同。^③

拉孔尼索克、施莱弗和维希尼认为，限制性条款较直接的资本利得分配变更是一种不太直观的价格调整方式。改变二八开的利润分配方式会引起机构投资者的广泛关注，而限制性条款的增删则不太可能引起注意。负责选择风险资本投资的投资管理人会

① Levin. W. , Jack. S. Venture, Capital, and Entrepreneurial Transactions. Boston: Little, Brown. *Journal of Law and Economics*. 1998, 35: 254 - 387.

② Jensen, C. Meckling. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review papers and Proceedings*. 1986, 76: 323 - 329.

③ Williamson. O. , Oliver. E. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms Markets, Relational Contracting*. New York. Free Press. 1985: 245 - 289.