

风险投资合约中融资工具和控制权配置研究综述

□李善民¹ 李文捷¹ 万自强¹ 叶会²

(1. 中山大学 管理学院 广东 广州 510275;

2. 浙江工商大学 财务与会计学院 浙江 杭州 310018)

风险投资合约的设计是风险投融资成功的关键因素。本文围绕以风险投资合约中融资工具的选择和控制权配置两个问题,介绍了国内外关于融资工具与激励机制关系的研究成果,并介绍了融资工具的选择在控制权配置中的作用,尤其是考虑风险资本的退出问题时。最后本文针对国内的研究现状指出了可供研究的方向。

关键词: 风险投资合约; 融资工具; 控制权配置

中图分类号: F830.59 文献标识码: A 文章编号: 1003—5656(2013)03—0085—09

一、引言

控制权的配置和融资工具的选择是风险投资合约研究的重要领域。詹森和麦克林(Jensen and Meckling)对资本结构的契约理论的研究开创了关于资本结构的公司控制权理论研究的先河。他们认为,股东、债权人和经理人之间存在着股权代理成本或债权代理成本。^[1]合理的风险投资合约设计尤其是融资工具的选择成为解决代理问题的关键。赫尔曼(Hellmann)研究结果表明,如果创业企业的控制权在董事会,那么创业投资家与企业家之间的契约可能直接决定董事会的结构。如果控制权取决于有选举权的股票,那么选举权直接与金融工具的结构有关。^[2]目前国内外对风险投资合约中融资工具的研究主要集中于两个部分,一部分研究关注风险投资合约设计中融资工具对风险企业家和风险投资家代理问题的约束和激励机制,另一些文献则研究了风险投资合约中控制权配置与融资工具的选择问题。同时,国内外很多学者对风险投资合约的研究进行了综述。封思贤关注了创业资本中的融资工具的选择和融资策略的选择的文献,^[3]曾勇、郭文新和李典蔚则综述了风险投资合约及治理机制方面的实证研究成果,^[4]徐细雄、刘星和杨卓将综述的焦点放在风险投资合约中的控制权配置的研究上,梳理了基于不完全合约理论的控制权配置的经典模型发展和实证成果,^[5]而瑞尹、赫尔曼和布里(Rin, Hellmann and Puri)的文章是一篇全面的关于近几十年来主要风险投资研究成果的综述。^[6]

鉴于融资工具的选择在风险投资合约中的重要性,本文将关注的焦点放在融资工具的选择上,以风险投资合约中控制权的配置和融资工具的选择为对象,介绍相关的经典理论研究和实证成果,为我国学者研究相关领域提供一定参考。

二、融资工具与激励机制

科学的风险投资合约是克服企业家的道德风险的主要途径。风险投资家和风险企业家双方可以通过融资工具的选择来实现激励机制和约束机制的有效结合。格林 (Green) 和马克斯 (Marx) 研究发现简单的融资工具 (股权融资和债务融资) 的组合比单纯的股权融资或债务融资更有激励效果,^{[7][8]} 这一结论与资本结构理论不谋而合。但在现实世界里更多的情况是使用可转换证券作为融资工具,^{[9][10][11]} 因为在一定条件下可转换证券的激励效果比债务或股权更好。卡普兰和斯特龙伯格对美国的风险投资行业 14 个有限合伙创业投资机构在创业企业中所做的 213 轮风险资本投资样本,尤其是创业投资中的财务合同进行了详细地统计分析发现,其中 170 轮投资是以可转换优先股为融资工具。^[10] 贝纳通 (Bengtsson) 对美国风险投资行业的经验研究显示 29% 的企业使用了不参与的可转换优先股,25% 的企业使用了有限制参与优先股,无限制优先股则占了 46%。^[12] 风险投资合约的激励研究一般建立在不完全合约理论的基础上,主要考虑两个融资阶段和激励对象两个主要因素。一个是融资的阶段假设,即从一次性融资假设发展到分几段融资假设;另一个是激励对象假设,从对创业企业家建立单边道德风险模型到将研究对象扩展到投融资的双方,建立双边道德风险模型来研究风险投资中的激励问题。下文将以融资阶段划分研究成果。

(一) 一次性融资

格林对一次性融资下的企业家的过度冒险行为进行了研究,他认为债权和普通股权的组合比单独使用其中一种融资工具更有激励效果。^[7] 卡萨玛塔 (Casamatta) 构造了一次性融资条件下的双边道德风险模型,认为风险企业家的努力与否和企业价值增加有关,而风险投资家的努力更多地和占有的股权份额有关系,当投资家得到的股权更多时,他的努力激励也更大。卡萨玛塔认为,要解决双方道德风险问题必须从契约设计上入手,使得双方因勤勉尽职经营企业成功所得到的报酬至少高于所投资资金数额。作者通过模型的分析发现,有风险投资支持的企业的经营业绩明显比没有风险投资支持的企业的业绩要好,风险资本的支持与否成为影响企业创新能否成功的重要因素。此外在风险资本契约安排中,最佳证券设计取决于投资数量的大小。为了促使风险企业家投入更多的努力使项目获得成功,最优的办法是设计一个可以提高风险企业家收益的权力激励安排,这种激励安排是与投资数量的大小相匹配的。最优证券设计应该设计不同种类的证券,从契约的诱因设计着手解决双方道德风险问题。对于投资少的一方 (风险企业家或风险投资家),所得到的股份是普通股;投资多的另一方,其股份是可转换债券或可转换优先股。^[13]

施密特 (Schmidt) 构建了分阶段融资下的双边道德风险模型分析风险投资者和风险企业家的决策效率问题。作者证明了可转换证券能够保证双方都有效地提供努力,并且该分阶段均衡对于当事人重新谈判和投资时序的改变具有稳定性。施密特认为可转换证券能减弱在风险企业家和风险投资家之间产生的道德风险,并在一定条件下执行一级最优解。债务契约和股权契约均不能在项目中间状态中保证双方投入足够的努力,只有选定适当转换比例的可转换证券,才能达到最佳状态。可转换证券的特殊性在于能够产生一个有力的激励机制,使得创业家与风险投资家能够同时有效率地投入适当的努力,以解决双向道德风险的问题。风险投资家只有在能够最终执行转换的权利时才有投资的意愿,而创业企业最终是否具有转换的价值则决定于创业家是否足够努力。如果创业家投入的努力越高,则公司的价

值也越高,风险投资家转换的意愿也就越强,因此其投入的资金与努力程度也就会越高,当公司的价值提高之后,风险投资家与创业家都能获得最大的利益。施密特证明了在双边道德风险情况下,可转换债券或可转换优先股契约优于一般的债权和股权契约。^[14]

(二) 分阶段融资

冈帕斯(Gompers)研究发现分阶段注入资本可使风险投资有效收集信息,并保持退出低值投资项目的选择权。作者抽取了794家企业1961年到1992年各轮融资的日期和金额,通过分析样本的摘要信息,发现风险投资倾向于投资于重视监控和信息评估的高科技企业。通过对企业特征、产业特征、成长机会和R&D密集度等数据的截面回归分析,结果表明当企业的风险越大风险投资越需要更密切地监督企业。冈帕斯的研究检验了代理理论下分阶段投资的假设,同时揭示了风险投资是怎样通过分阶段投资来获得企业的内外部信息,以及做出投资决策的过程。早期阶段的企业代理成本较高,监控程度较高,因此投资于早期阶段的企业风险投资显著影响着存续期的长短。同时,存续期和市盈率、R&D密集度负相关,市盈率越高,企业的成长期权的价值越大,但是潜在的代理成本也增加。而R&D投入越大,企业的专有资产和无形资产越大,该企业的不对称信息越大,由此需要更多的监督。^[15]研究发现可转换优先股可以有效地筛选低水平的创业者,并为创业企业家提供一个合适的激励,实现代理冲突最小化。^[14]

瑞普罗和苏亚雷斯(Repullo and Suarez)最早将双边道德风险模型应用到分阶段融资研究中,从理论上解释了可转换优先股在实践中广泛应用。由于可转换证券既能保护风险投资家在期初经营不善的情况下避免损失的风险又能满足风险企业家维持期初控制权的诉求,因此它是现有融资工具中最能解决风险投资家和风险企业家的利益冲突的工具。^[16]

伯格曼和海格(Bergemann and Hege)认为分阶段注资可以防止创业家挪用资金用于个人消费。风险投资最大的特点是在投资过程中企业家与风险投资家之间存在严重的信息不对称,企业家存在采取各种机会主义行为的动机。因此风险投资家在选择阶段性投入和适当的投资工具时,更多考虑的是如何减少企业家机会主义行为的概率以保障自己的投资安全。在分析了学习与道德风险相互作用时的最优融资模型及股权比例的最优演化基础上,他们证明最优风险投资契约应是当且仅当企业成功时创业企业家才可以获得报酬。他们建立动态道德风险模型,假定风险投资是一个随机过程,在投资项目启动前项目的真实价值以及它所需要的总投资量都是不确定的。在项目投资的初始阶段,契约双方对项目具有相同的预期,但由于创业者负责资金的分配和使用,他们能够比风险投资家更早地获取信息;如果创业者不能有效地分配和使用资金来增加企业的价值,他们对企业未来价值的预期就会低于风险投资家。作者还考虑了风险资本的供给问题,投资家逐渐了解项目的性质并决定何时退出,他们认为通过将普通股与债权混合或者通过可转换优先股,风险投资家可以做出继续融资还是清算的最优决策。^[17]

索萨(Souza)的研究发现可转换证券的使用激励风险企业家主动向风险投资者报告企业的真实情况。索萨从信息揭示的角度构建模型,假设在契约到期时创业者和风险投资者均不知晓企业的自然状态如何。企业的状态可被分成三种类型(差、普通和好),并且只有创业者可以知道企业是否达到普通的或良好的状态。在索萨的模型中,只有风险投资者付出努力创业者才能获益,努力的程度取决于企业的状态,所以创业者必须如实报告企业的真实情况。同时作者证明了信息的真实披露和高程度的努力投入可以通过可转换证券达到。这表明可转换证券作为一种合约机制,可以引诱创业企业家真实地向风险投资者揭示自己的私有信息及所处的状态,从而激励创业企业家的努力。^[18]

康奈利和由萨 (Cornelli and Yosha) 认为分阶段投资中可转换证券的使用是一种有效激励方式。由于融资的阶段性特征, 风险企业家为了减少项目被清算的可能性并获得二期投资, 常常会在下一次融资前操纵项目短期信号, 努力粉饰项目业绩, 这就是著名的窗饰效应 (Window dressing)。在窗饰效应的影响下, 风险投资家将减少投资使得盈利项目的再融资变得艰难。在以债权或股权为融资工具的条件下, 风险企业家常有窗饰行为。作者认为恰当地设计可转换证券融资合约可以避免企业家操纵信号, 降低窗饰效应的影响。因为窗饰效应尽管会使低质量的项目更难被发现, 但另一方面也提高了高质量项目被发现的概率。而由于证券的可转换性质, 投资者拥有在任何阶段放弃投资并进行清算的权利, 高的业绩信号令风险投资家将可转换证券转换成股权, 这就稀释了企业家对企业的控制权, 企业家基于这一点的考虑将减少窗饰行为。这既对风险企业管理层形成压力, 又对管理层产生激励。因此, 可转换证券在分段投资合约中的使用是风险企业的一种激励手段。^[19]

郭文新和曾勇认为创业者依据业绩获得普通股, 风险投资家将获得可转换优先股。^[20]郭文新、苏云和曾勇构建双边道德风险下的三阶段线性融资模型, 他们假设风险企业家是风险厌恶者而风险投资家则是风险中性, 通过数值方法求解发现仅使用可转换证券作为融资工具时, 风险企业家的效用损失较小。^[21]吴斌、徐小新和何建敏的结论也认为双边道德风险问题可以通过可转换证券的使用与相机控制权的结合得到解决, 可转换证券的激励效果比普通股好。^[22]

三、融资工具与控制权配置

(一) 融资工具与控制权获取

关于控制权安排的研究思想主要源自不完全契约理论。格罗斯曼和哈特 (Grossman and Hart)、哈特和摩尔 (Hart and Moore) 率先开始了控制权理论 (即 GHM 理论) 研究。GHM 理论认为所有的契约都是不完全的, 不明确的契约需要随着时间的推移进行修正或重新协商。契约的不完全性主要体现在契约不可能包罗无遗, 即哈特所指的不完备契约定义: 双方缔结的契约是不完全的, 也就是说契约中包含缺口和遗漏条款。具体来讲, 契约可能会提及某些情况发生时各方的责任, 而对另一些情况下的责任只做出粗略或模棱两可的规定。^{[23][24][25]}

哈特认为三种因素导致契约的不完全性: (1) 人们不能预知将来会发生怎样的或然事件; (2) 即使人们能够预测到或然事件, 也很难找到一种语言在契约里加以清晰地描述; (3) 即使双方能将自己的意思在契约里写明白, 在契约出现纠纷的时候, 外部权威, 比如说法院, 即使能够观察到双方的状况, 也很难对双方的实际状况加以证实, 从而强制执行。由于契约不完全性的存在, 使得一部分资产的权利在契约中不能够明确界定, 这样就形成了剩余控制权。不同的剩余控制权安排会影响资产所有者各方的投资决策, 而且达成契约后也会对各方产生不同的激励, 从而影响效率。因此哈特认为, 在不完全契约的框架下, 将剩余控制权分配给投资更重要的一方更为有效。^[25]

阿洪和博尔顿研究了在考虑交易成本的契约不完全性质的条件下资本结构的设计问题。作者将焦点放在两个问题上: (1) 初始合约的设计是否能有效解决风险投资合约双方的利益冲突? 如何解决? (2) 如果初始合约无法解决利益冲突问题时, 如何有效配置控制权来实现这一目标? 为了回答上述问题, 作者对 GHM 模型的约束条件进行一定的突破。

作者首先突破了之前 GHM 模型中无财富约束的假设。这样一来, 创业企业家成为了有项目有技术

却无初始资本的企业家,而资本家充当了一个资金供给的角色。资金的注入随之而来的是资本家分享企业的权利。这种权利通常包括了现金流权、对项目投资的控制权等等。他们先是比较了有投票权的股权融资、债务融资和无投票权的股权融资三种情况下投资者和企业家的利益冲突问题,从而引出融资工具的选择和设计是企业治理结构优化的关键。阿洪和博尔顿建立了一个两期模型来研究这个问题。

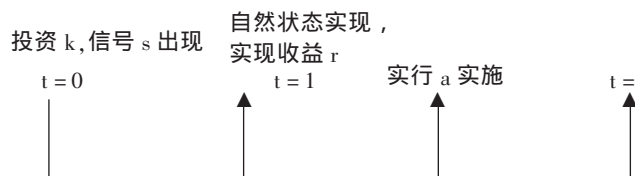


图1 项目投资回报时间结构图

在模型的设计过程中,阿洪和博尔顿认为如下假设是值得关注的。首先他们认为投资者只关心项目的货币收益,而企业家则不仅关心货币收益,还关心一些诸如声誉、特定人力资本等实在的收益,我们称之为企业家的私有收益

(这种收益对第三方来讲是不可观测的)。其次假设项目的投资回报是随机的并取决于自然状态实现后企业家的行动策略,同时假设投资者和企业家都是风险中性的。更为关键的假设是,在阿洪和博尔顿看来,控制权应该是一种不可分割的权利^①。它通常是一个取值为0或1的变量,要么完全属于企业家,要么完全属于投资者,并且控制权分配与转移是相互依存的。最后,作者得出的研究结论是,控制权的有效配置可以解决风险投资家和风险企业家的利益冲突,而这些冲突在事前的合约里并不能得到有效地解决。如果控制权给投资者是有效的,那么企业就应该发行有投票权的股票给投资者;如果控制权给企业家是有效的,那么企业就应该发行无投票权的股票给投资者。^[26]相机控制的情况下,投资者在前一阶段(低效益)有控制权,而企业家在后一阶段(高收益)有控制权。控制权的转移大多依靠金融工具实现,该模型认为债务融资不是唯一能够实现这种最优控制权的安排,可转换证券的使用也可以实现。

然而,控制权简单的取值0或1并不符合实际情况^②。后来的学者在阿洪和博尔顿的基础上进行了更为深入地研究。伯格洛夫(Berglöf)讨论了收益和控制权的分配,认为控制权安排与激励不可分割,企业家的私人控制利益是个人激励的重要部分。伯格洛夫认为,使用可转换工具能够解决这些问题。^[27]赫尔曼修改了阿洪和博尔顿的假设,认为企业家可以在不放弃控制权的条件下给投资者需要的回报,并在伯格洛夫模型的基础上强调风险投资者和企业家谈判中控制权的重要性。当控制权完全掌握在创业企业家手中时,创业投资家往往没有足够动力去寻找新的管理者。另一方面,创业企业家由于其面临财富约束,不得不在股权和控制权之间进行权衡。通常为了获得相对较大的股权,创业企业家不得不放弃许多控制权,包括赋予创业投资家解聘自己的权力,这种权力不是相机状态,而取决于融资结构。^[28]哈特也指出,在动态的风险投资过程中,随着投资风险成本降低,经营者将获得较多的控制权,当现金流足以支付无风险的债券时,经营者获得所有的控制权是最有效率的。^[29]

德沃特里庞和泰勒尔(Dewatripont and Tirole)研究控制权与剩余索取权(现金流权)之间的关联性,认为最优资本结构应该给予不同索取权要求者不同的相应控制权。具体建议是:当企业经营不好时,债权人拥有者获得控制权;当企业经营好时,股权拥有者获得控制权,即控制权应该转移给企业家和控股方。他们认为创业企业的控制权与剩余索取权之间的配置是一种动态的可调整性。^[30]冈帕斯和赫尔曼都认为可转换证券可以帮助现金流权的配置从控制权的配置中分离出来。^{[9][28]}冈帕斯指出风险投资家在获取董事会控制权、批准重大项目、清算企业甚至任免企业家等方面,频繁地使用这些契约,而这一切

①伯格洛夫和赫尔曼的研究也认为控制权是不可分割的整体。^{[27][28]}

②卡普兰和斯特龙伯格的统计分析也支持这一结论。^[10]

都与公司的资本结构无关。基于上述理由,他认为可转换证券最大的作用就是分配现金流权。同时,控制权的分配通过契约来实现。^[9]切斯托内(Cestone)进一步发展了风险资本交易中的现金流权和控制权配置理论,他认为对两权的合理设计既能使企业家得到资本支持又避免风险资本家的过度干预。在风险投资家的支持很重要的条件下给予其优先股和控制权;在风险投资家的支持不重要或其支持成本较低时仅给予其无控制权的优先股。^[31]

可以看到,随着创业企业经营的改善,控制权归属于经营者或者创业企业家、股权持有者,这种安排在很多学者看来都是较为适宜而有效率的。这些研究很好地回答了卡普兰和斯特龙伯格提出的创业企业的一个特点,即控制权随着企业业绩或创业家技能水平的提升而相机配置,但是却很难解释“创业企业信息不对称程度越高,创业投资家被分配到的控制权越多”的事实。控制权的配置包含很多内容。风险企业的现金流权、控制权以及退出等方面都需要在事前合约里面规定。

国内学者对风险投资合约中控制权的配置进行了大量的研究。安实、王健和何琳是国内最先研究风险投资合约中控制权分配问题的文献,他们使用博弈论的方法分析双方事前和事中博弈过程,并认为事前风险投资家总是有控制权企业的欲望,愿意获得更多的控制权,而风险企业家为获得融资也愿意牺牲部分控制权;事中控制权的分配与代理成本有关,如果控制企业导致代理成本的增加,即使收益增加风险资本家也不会执行控制权。^[32]安实、王健和何琳通过构造创业企业家和创业投资家的效用函数,建立了一个典型的多目标决策分析模型控制权分配模型,并对控制权分配模型进行求解。他们认为“创业投资家和创业企业家控制权分配的决策原则是极大化效用均值”,他们的模型认为创业企业控制权的分配过程,与企业的价值最大化是一致的。^[33]燕志雄和费方域认为阿洪和博尔顿仅考察风险企业家的事后有效率并忽略了现金流的优先权,并认为现金流与风险企业家的事前努力相关,他们引入现金流的优先权对风险企业控制权分配进行了研究。^[34]

李建军、费方域和郑忠良研究发现,风险投资中存在风险投资家现金索取权和对项目的控制权分别规定的现象,并普遍使用可转换优先股作为权利分配的工具。融资工具分配给投资者的现金索取权则充当对风险投资家实施控制的机制。在债权融资下,风险投资家事后会过度实施对项目的控制;股权融资则会使得风险投资家对项目的控制不足;而可转换优先股则能保证风险投资家获得有效地控制强度。这表明在风险投资中,事前给予风险投资家的控制权和以可转换优先股作为融资工具是两种互补机制,前者保证风险投资家在项目情况不佳时具有控制局面的能力,后者保证风险投资家事后能自动地对项目实施有效地控制。这与以往的融资工具隐含的现金索取权是控制权的分配机制的观点不同。作者从现金索取权是控制权的有效实施机制的角度很好地解释了大部分的风险投资项目中对于风险投资家的控制权和现金索取权分别规定并普遍给予风险投资家可转换优先股的典型事实。^[35]从理论上证明了可转换证券的使用可以帮助清算权和替换权进行合理配置实现两权一致,而单独以债权或普通股为融资工具时则不能实现两权一致。^[36]他们认为当风险企业业绩较好时,风险企业家将获得更多的控制权和资金,而当企业前景黯淡时,风险企业家面临丧失部分控制权甚至面临风险资本退出的风险,这就佐证了卡普兰和斯特龙伯格的经验证据。^{[36][37]}

(二) 融资工具与退出机制

风险投资主要的退出方式有首次公开发行、股权转让、股权回购和清算。风险投资的有效退出是风险资本实现投资回报和风险资本循环的必要途径。大量学者在这个风险资本的退出问题上进行了深入

的理论研究。

巴舍和沃尔兹(Bascha and Walz)认为可转换证券可以实现最优退出。创业企业控制权安排是创业投资合约的核心。^[38]Schwienbacher 实证检验了欧美风险投资退出问题,研究发现欧洲企业在退出时使用可转换证券明显少于美国企业,他认为使用可转换证券可以增加企业上市的概率降低清算的概率。^[39]赫尔曼则通过构建双边道德风险模型研究发现,相比较 IPO 退出,最优合约给予风险投资者在股权转让退出时更多的现金流权。他认为当外部融资需求较低时控制权的分配无关紧要,外部融资需求较高时简单可转换优先股适用于稍低的融资需求,而参与式可转换优先股在融资需求高时最优。创业投资家的控制权越大,收购发生的频率越大,而 IPO 发生的频率越小。^[40]卡明(Cumming)对 1996—2005 年欧洲 11 国 223 起风险投资的经验证据显示,187 起在 2005 年前退出,其中 74 家股权转让,32 起 IPO,17 起回购以及 64 起清算注销。风险投资退出时由于其对企业的强力控制,股权转让退出比 IPO 退出或者清算的可能性更大。作者在 2005 年的文献发现在非美国市场可转换证券的使用较少,更多的是一系列证券的组合,因此作者分析了合约中风险投资拥有的诸如强制要求风险企业家将股份转让给第三方的强卖权等权利对风险投资退出方式的影响。^{[41][42]}安德烈(Andrieu)进一步发展了两阶段模型,研究了风险投资合约中清算时的最优控制权配置问题,他证明只有企业持续存续时投资者才能做出最优决策,面临清算时,将产生无效的问题;而企业家在一定条件下可以做出最优的决策。^[43]

我国学者在风险投资退出机制方面的研究也取得了丰硕成果。姚佐文、陈晓剑和崔浩认为可转换证券的使用使得风险投资家可以有效把握转换时机和合理分配控制权,从而实现最优退出。在一定条件下,股权转让和 IPO 退出同样有效,IPO 时双方得到的高额回报常常淡化了更为普遍的股权转让退出的意义。^[44]王亚民和朱荣林研究了非对称信息下创业投资 IPO 退出激励机制,他们认为创业投资 IPO 的意义在于对创业企业家的激励和企业控制权的转移。^[45]

四、结 语

我国风险资本市场发展越来越成熟,市场参与者众多。随着金融创新的不断深入,可选择的融资工具更加丰富。如何选取融资工具来配置现金流权和控制权使得投资双方的利益最大化始终是一个挑战。从基础的债务与股权的组合,到不断衍生的新的融资工具,风险投资融资工具的选择愈加丰富,通过融资工具的选择来配置控制权也成为风险投资融资的核心问题。在研究领域,融资工具与控制权配置的研究成为风险投资合约研究的重点内容。本文选取风险投资合约中融资工具的部分研究成果进行了综述,并将该领域的研究归为两部分,一部分是研究在风险投资合约的设计过程中融资工具对风险企业家和风险投资家的代理问题的约束行为和激励机制,另一部分是研究风险投资合约中控制权配置问题,并介绍了风险资本退出时融资工具选择的问题。希望通过本文能对风险投资合约中融资工具研究的结构做一个相对完整的描述。目前,针对风险投资合约中融资工具的选择和控制权配置的研究大多集中于理论模型的研究,对当前市场上观测到的融资工具使用现象进行解释,选取的是债权、股权及可转换证券比较其在风险投资合约中的作用,对其他融资工具的考虑较少。融资工具的创新对发展风险企业有重要的意义,通过理论研究,创造一些更复杂的融资工具并引入现实投资中也许能进一步推动风险投资行业的发展。同时由于现有的局限性,对风险投资合约退出机制的效率很难进行实证检验。通过研究 IPO 定价甚至上市不久的公司经营表现成为为数不多的途径,这方面国外已经有一些比较有影响

的经验证据,而我国的经验研究还较少。因此,未来有必要在以下两方面进行一些研究,一个是通过融资工具的创新来设计最优合约的理论研究,另一个是对我国风险投资企业开展一些深入的经验研究。

参考文献:

- [1] M. JENSEN, W. MECKLING. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 4(3).
- [2] T. HELLMANN. Going Public and the Option Value of Convertible Securities in Venture Capital[Z/OL]. <https://gs-bapps.stanford.edu/researchpapers/library/RP1703.pdf>, 2012-10-11.
- [3] 封思贤. 创业资本中的融资工具选择与融资策略选择: 国外研究综述[J]. 财贸研究, 2005, (3).
- [4] 曾 勇, 郭文新, 李典蔚. 风险投资合约及治理机制实证研究综述[J]. 管理科学学报, 2008, (1).
- [5] 徐细雄, 刘 星, 杨 卓. 风险投资合约中控制权配置理论综述[J]. 科研管理, 2011, (4).
- [6] M. RIN, T. HELLMANN, M. PURI. A Survey of Venture Capital Research[Z/OL]. http://www.nber.org/papers/w17523.pdf?new_window=1, 2012-10-11.
- [7] R. GREEN. Investment Incentives, Debt and Warrants[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(1).
- [8] L. MARX. Efficient Venture Capital Financing Combining Debt and Equity[J]. Review of Economic Design, 1998, 3(4).
- [9] P. GOMPERS. Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments[Z/OL]. <http://www.people.hbs.edu/pgompers/Convert.PDF>. 1997.
- [10] S. KAPLAN, P. Strömberg. Financial Contracting Theory Meets The Real World An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts[J]. Review of Economic Studies, 2003, 70(2).
- [11] A. BASCHA, U. WALZ. Financing Practices in the German Venture Capital Industry – an Empirical Assessment[Z/OL]. <http://www.google.com.hk/url?> 2012-10-11.
- [12] O. BENGTTSSON, B. SENSOY. Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital[J]. Journal of Financial Intermediation, 2011, 20(4).
- [13] C. CASAMATTA. Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists[J]. Journal of Finance, 2003, 58(5).
- [14] K. SCHMIDT. Convertible Securities and Venture Capital Finance[J]. Journal of Finance, 2003, 58(3).
- [15] P. GOMPERS. Optimal Investment, Monitoring, And The Staging of Venture Capital[J]. Journal of Finance, 1995, 50(5).
- [16] R. REPULLO, J. SUAREZ. Venture Capital Finance: A Security Design Approach[J]. Europe Finance Review, 1998, 8(01).
- [17] D. BERGEMANN, U. HEGE. Venture Capital Financing, Moral Hazard and Learning[J]. Journal of Banking and Finance, 1998, 22(6-8).
- [18] D' SOUZA PATRICK. Convertible Securities as a Revelation Mechanism and Incentive Scheme in Venture Capital[R]. Working paper, University Of Munich. 2001.
- [19] F. CORNELLI, O. YOSHA. Stage Financing and the Role of Convertible Debt[J]. Review of Economic Studies, 2003, (70).
- [20] 郭文新, 曾 勇. 双边道德风险与风险投资的资本结构[J]. 管理科学学报, 2009, 12(3).
- [21] 郭文新, 苏 云, 曾 勇. 风险规避、双边道德风险与风险投资的融资结构[J]. 系统工程理论与实践, 2010, 30(3).

- [22] 吴 斌, 徐小新, 何建敏. 双边道德风险与风险投资企业可转换债券设计[J]. 管理科学学报, 2012, (1).
- [23] S. GROSSMAN, O. HART. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(4).
- [24] O. HART, J. MOORE. Property Rights and Nature of the Firm[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(6).
- [25] O. HART. Firm's Contracts and Financial Structure[M]. Oxford University Press. 1995.
- [26] P. AGHION, P. BOLTON. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. Review Of Economic Studies 1992, 59(3).
- [27] E. BERGLÖF. A Control Theory of Venture Capital Finance[J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1994, 10(2).
- [28] T. HELLMANN. The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts[J]. The Rand Journal of Economics, 1998, 29(1).
- [29] O. HART. Financial Contracting[J]. Journal of Economic Literature, 2001, 39(4).
- [30] M. DEWATRIPONT, J. TIROLE. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager Shareholder Congruence[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4).
- [31] G. CESTONE. Venture Capital Meets Contract Theory: Risky Claims Or Formal Control?[Z/OL]. http://ddd.uab.cat/pub/worpaper/2006/hdl_2072_1967/48001.pdf, 2012-10-11.
- [32] 安 实, 王 健, 何 琳. 风险企业控制权分配的博弈过程分析[J]. 系统工程理论与实践, 2002, (12).
- [33] 安 实, 王 健, 何 琳. 风险企业控制权分配模型研究[J]. 系统工程学报, 2004, (1).
- [34] 燕志雄, 费方域. 企业融资中的控制权安排与企业家的激励[J]. 经济研究, 2007, (2).
- [35] 李建军, 费方域, 郑忠良. 基于风险资本控制权实施的融资工具选择研究[J]. 管理科学学报, 2010, (2).
- [36] 王声凑, 曾 勇. 风险企业中的控制权与可转换证券研究[J]. 系统工程学报, 2010, (2).
- [37] 王声凑, 曾 勇. 现金流权不一致、利益冲突与控制权阶段转移[J]. 管理科学学报, 2010, (9).
- [38] A. BACHA, U. WALZ. Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance[J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7(3).
- [39] A. SCHWIENBACHER. An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States[R/OL]. Working Paper, Ssrn - Id302001. 2005.
- [40] T. HELLMANN. IPOs, Acquisitions, and the Use of Convertible Securities in Venture Capital[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(3).
- [41] D. CUMMING. Contracts and Exits in Venture Capital Finance[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21(5).
- [42] D. CUMMING. Capital Structure in Venture Finance[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11(3).
- [43] G. ANDRIEU. Optimal Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts[Z/OL]. SSRN - Id1833417. 2012.
- [44] 姚佐文, 陈晓剑, 崔 浩. 可转换优先股与风险资本的有效退出[J]. 管理科学学报, 2003, (1).
- [45] 王亚民, 朱荣林. 非对称信息下的创业投资 IPO 退出激励机制研究[J]. 管理观察, 2003, (1).

(收稿日期: 2013—01—09 责任编辑: 赵爱清)