

高科技企业的融资结构、 治理结构与风险投资

张 珉 陈晓静

摘 要:高科技企业中无形资产特别是人力资本占有很重要的地位,这使高科技企业代理问题突出。传统的融资方式不能适应高科技企业治理结构,要求融资方式的创新。风险投资提供了一整套激励约束机制,有效地缓解了高科技企业的代理问题。本文认为阻碍我国高科技企业发展的主要因素是融资来源单一且主要源于政府造成的治理结构不合理,提出相应的政策建议。

关键词:治理结构;融资结构;风险投资;高科技企业

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2003)01-0053-05

高科技企业具有与传统企业不同的特征即无形资产在企业资产中占有很重要的地位,这使高科技企业代理问题突出,要求有能够缓解其代理问题的治理结构。现代融资理论表明融资结构的选择实际上就是治理结构的选择。反之,为了实现一定的治理结构也就要求选择相应的融资结构。本文关注的就是选择什么样的融资结构以适应高科技企业的治理结构。

企业的融资结构又称资本结构,指企业各项资金来源的组合状况,即企业资产负债表右边各组成部分的构成。企业的资金来源按大类可分为负债和股本两类,其中股本的持有者又有内外之别。融资结构不仅影响企业的融资成本和市场价值,而且还通过现金流权和控制权的分配对企业的相关利益者的行动产生影响进而影响企业的治理结构。已有文献的研究成果表明,融资结构主要通过 3 个渠道影响企业的治理结构:一是“激励效应”,即融资结构会影响经营者的努力水平和其他行为选择;二是“信息传递效应”,即不同的融资结构会传递有关企业真实价值的不同信号,内部人选择合适的融资结构以增强正面的信号,减少负面的信号;三是“控制权效应”,即融资结构会影响企业控制权的分配。

一、传统的融资方式不能缓解高科技企业的代理问题

与传统企业相比,高科技企业具有高风险、高投入、高成长、高回报的特点,更重要的是无形资产在高科技企业中占有非常重要的地位。

一般而言,高科技企业发展要经过种子阶段、创建阶段、成长阶段和成熟阶段。其中以研发为主的种子阶段和已进入产业化能很快收回投资的成熟阶段,资金缺口不是很大,但在创建阶段和成长阶段则需要大量资金的长期投入。而在高科技企业创业之初,企业家往往

只拥有人力资本和新技术。人力资本由于难以显示、难以度量,只具部分可抵押性等原因而在谈判中处于不利地位,不得不放弃对企业所有权的要求。而新技术是否能转化为产品、产品是否可生产、是否拥有市场、能否获得利润、获得多大的利润等等都存在着很大的不确定性,清算价值很低。人力资本的特性使得企业家道德风险问题严重,而高科技企业的高风险性又加剧了道德风险可能造成的危害。

在这种情况下,向商业银行融资行不通。首先,高科技企业若采取债务融资的方式,风险企业家将有强烈的动机投资于高风险的项目;高科技企业创业时期固定资产少,一旦企业经营不佳,以人力资本和新技术为主的无形资产将大为贬值,清算价值很低;高科技企业有利可图的项目,缺的是资金,而债务融资却可能使“自由”资金枯竭。这些都表明债务融资不适合创业时期的高科技企业。第二,银行融资强调的是安全性、流动性和盈利性,而处于创业初期的高科技企业在技术上不成熟,也没有足够的信誉和担保物作抵押,即使资金回报率高的项目也往往因为风险过高而得不到银行贷款。可见由于缺乏可行性,债务融资缓解股东和经理冲突的功能无法发挥。

再看股权融资。普通股股东拥有剩余索取权,与风险企业家分享控制权。由于风险企业家和股东目标函数不完全一致,后者缺乏关于投资项目的专业知识,这就给前者提供了以侵害股东利益为代价最大化自己目标函数的行为空间。而股东通常采取的“用手投票”和“用脚投票”监督方式对风险企业家作用不大。由股东组成的董事会对企业重大投资事项有决策权,但由于其信息的匮乏,有两种可能:一种是决策被风险企业家左右;另一种是董事会独立作出决策,但投资效率较低(这意味着对风险企业家的监督是以投资效率为代价的,监督成本很高)。一旦企业经营状况不佳,股东能够选择“用脚投票”的前提是股票上市流通,而这对于刚成立、没有盈利记录的高科技企业几乎是不可能的。也就是说,投资者一旦入股就会被“套牢”。再加上高科技企业创立之初,企业现金流不稳定对投资者吸引力不大,股权融资也有难度。

随着高科技企业的发展,企业家的人力资本有效地显示出来,增强了与投资者的谈判能力要求分享企业所有权。同时,企业发展的逐步成熟,创业初存在的风险大大降低,有较好的信誉和足够的担保物作抵押,企业的现金流也趋于稳定,企业家在选择债权融资或是股权融资上有了更大的自由度。

以上分析表明,高科技企业本身的特点使其在创业阶段的代理问题突出,债权融资或普通股融资难以解决从投资管理到退出过程的代理问题,需要进行金融工具的创新。这种新的适应高科技企业的发展需要的融资工具就是风险投资。

二、风险投资为高科技企业提供了新的治理机制

风险投资(Venture Capital)是指投资人将资金投向刚成立或快速成长的新兴公司(主要是高科技公司),被投资的公司具有高度的不确定性,投资者在承担很大的风险的基础上为新兴公司提供长期股权资本和增值服务,培育企业快速成长,通过使企业实现高成长率,特别是通过协助公司顺利实现上市交易、或者通过并购和其他股权转让等方式,最终使投资撤出并取得高额投资回报。风险投资不只是为高科技企业提供资金支持,更重要的是它通过区别于现有融资方式的有效的资金配置、使用和监管,建立了一套激励约束机制,把投资者

和企业家的利益调和起来,大大减少了融资过程中的信息不对称,缓解了代理问题。

风险投资的显著特征之一就是风险资本家通过合约将现金流权、投票权、董事会权、清算权以及其他控制权的分配分开进行。这些权利的分配取决于企业在某一个阶段的可观察、可度量的财务或非财务指标。例如,如果企业的税前收益、净资产值低于事前规定的水平,那么风险资本家有更多的投票权或董事会权利;如果企业家的产品通过法定部门的批准或专利权批准,则企业家得到更多的权利。如果企业经营不善,风险资本家获得全部的权利(相当于债务违约或破产);如果企业经营得非常好,风险资本家只保留现金流权,放弃大多数控制权和清算权,风险企业家的现金流权也随着提高。但多数情况下是双方共同拥有投票权和董事会权。风险资本家是分阶段地投入而不是一次性投入项目所需全部资金,并且拥有退出权即在企业经营状况不好时可以选择放弃以后阶段的投资,以减少进一步的损失。这不仅强化了对风险企业家的监督,激励其高效率地使用资金,有效地减少企业家的道德风险,而且可以使投资者的退出成本大为降低。风险资本家与企业家之间通常采用一种特殊的可转换优先股协议,它不仅具有一般可转换优先股的特点,还赋予风险资本家较大的投票权,使其在企业经营不佳时可以强制企业回购优先股,从而在激励企业家努力工作的同时,又有效地保护了风险资本家的利益。

风险投资能使风险资本家达到有效的干预,即对企业经营进行干预,当企业发展顺利时逐渐放弃干预。除了具备债权融资的长处外,风险投资还具有债权融资所不具备的优点:(1)风险投资者对企业的了解比银行深入。大多数风险资本家只投资于自己比较熟悉的领域,对企业发展能作出更准确的判断。而银行发放贷款却是面对各行各业,没有很大的行业偏好。(2)风险投资对企业的干预是事先的,从企业经营之初就拥有控制权直接参与被投资企业的具体运作,可降低信息不对称,减少风险企业家的机会主义行为,防患于未然。而债权对企业的干预是事后的,只要企业能够按合同规定向投资者履行支付义务,控制权就归企业经营者,出资者不直接干预企业经营。只有当企业不能向投资者履行支付义务时,控制权才转到投资者手中,后者才能直接干预企业,而这时损失已经造成。风险投资和普通股权融资相比,其优点不仅在于具有优先获偿权,而且在于其特有的退出权。退出权表现在(1)企业经营状况差时停止继续投资并清算企业;(2)企业发展成熟后,风险投资者通过股票上市、创业者回购等方式撤出资金。这可以使投资者分享企业收益的同时把损失降到最小。

以上分析表明,风险投资实现了人力资本、新技术与资金的整合,协调了风险投资者和企业家的利益关系,建立起一套激励约束机制,大大减少了融资过程中的信息对称和代理成本,推动了高科技产业的迅速发展。

三、我国高科技企业的发展和风险投资

1. 阻碍我国高科技企业发展的主要因素 高科技企业在我国发展的主要障碍有二:一是资金匮乏,融资结构不合理。我国高科技企业主要的资金来源包括各科委系统出资、向商业银行贷款和自有资金(包括向亲朋好友借款)。据统计,在我国科技成果转化资金中银行贷款和自有资金比重合计超过82%,而风险投资仅占2.3%(国研网)。各科委系统能投入的资金有限,往往仅限于投入启动资金,不能满足高科技企业对资金大量的长期的需要。商业银行首要关心的是资金的安全性,对高科技企业投入资金一般是在企业发展的中

后期(成熟期),高科技企业在最需要资金的创业期和成长期却不能获得商业银行的资金支持。创业者拥有的资产以无形资产为主,自有资金数量很有限,需要投资者的资金支持。可见,上述资金来源不能满足高科技企业创业、成长的需要,严重地阻碍了我国高科技企业的发展。

二是融资结构不合理导致的企业治理结构不合理。如果投资者是各科委系统,多重委托代理使其监督风险企业家的动力不足,投资者和风险企业家之间存在严重的信息不对称又使投资者监督企业家的能力有限。这很可能导致“内部人控制”。投资者为了减轻“内部人控制”就把重要人员任免权、重要项目审批权掌握在手中,并通过外派财务总监、定期和不定期审计等方式从外部加强对企业家的监督约束。因投资者行为能力有限,其对企业的直接干预往往不利于企业的健康发展。如果投资者是商业银行,债权融资对高科技企业治理结构的影响前文已有阐述。如果创业者靠自有资金(包括向亲朋好友借款)创建高科技企业,往往形成家族主导型治理结构,即在以血缘为纽带的家庭成员内进行权利分配和制衡。由于家族成员目标的一致性,这种治理结构可以较好地解决高科技企业中存在的代理问题。但正如上文分析,创业者往往只拥有人力资本和新技术,即使有资金也很有限,一般并不足以促成高科技企业壮大。可见,我国的高科技企业要迅速发展必须消除上述两个障碍,这就需要借鉴国际经验进行金融工具的创新,大力发展我国的风险投资。

2. 推动我国风险投资的迅速发展 国际经验表明,风险投资的兴起不但解决了高科技企业资金匮乏的问题,更重要的是它发展一整套行之有效的资金配置、使用、监管的机制,很好地缓解了投资者和风险企业家之间的代理问题,优化了企业的治理结构,成为高科技企业发展的“助推器”。以1985年9月中国新技术创业投资公司的成立为标志,我国的风险投资开始发展。特别是1998年以来更是掀起了一股风险投资的热潮。但总体而言,我国的风险投资还处在幼年时期,存在不少亟待解决的问题。

风险投资风险大、专业性强,需要一套激励约束机制来协调风险投资内部投资者和经理人之间关系。国际经验表明,有限合伙制是适应风险投资的有效治理模式。然而,由于体制和观念上的原因,中国的风险投资一开始就采用了“官办官营”的模式,即由各级政府出资组建投资公司,按照国有企业的模式运作。这种模式限制了我国风险投资的资金来源,也不可能有效解决激励问题和经营者选择问题,这已为实践所证明。风险投资的特点又使“官办官营”模式的缺陷暴露得更加明显。

我国风险投资发展的相关制度很不完善,包括正式制度和非正式制度两个方面。正式制度包括(1)法律、法规不健全。《投资基金法》、《风险投资法》尚未出台,现行经济法律法规

(下转第62页)

参考文献:

- [1] Harris, M. and Raviv, A., 1990, "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, 45 (June): 321-349.
- [2] Diamond, D. W., 1989, "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy*, 97: 828-862.
- [3] 青木昌彦. 比较制度分析[M]. 上海:上海远东出版社,2001.
- [4] 张维迎. 企业理论与中国国有企业改革[M]. 北京:北京大学出版社,1999.
- [5] 郑红亮,王凤彬. 中国公司治理结构改革研究:一个理论综述[J]. 管理世界,2000(3).
- [6] 周其仁. 市场里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约[J]. 经济研究,1996(6).
- [7] 方竹兰. 人力资本所有者拥有企业所有权是一个趋势——兼与张维迎博士商榷[J]. 经济研究,1997(6).
- [8] 陆维杰. 企业组织中的人力资本和非人力资本——也谈企业所有权的发展趋势问题[J]. 经济研究,1998(5).
- [9] 刘长庚,卓越. 中国民营高科技企业产权制度变迁研究[J]. 中国人民大学学报,2002(1).