

风投运作变异的本土分析与治理对策

——基于“对赌协议”的研究

邱国栋,汪玖明

(东北财经大学 工商管理学院,辽宁 大连 116025)

摘要:风险投资是促进科技创新最有效的投资模式,风投机制对科技创新的优势作用依赖于风投运作的合规性。在对风投契约治理机制、本土的对赌协议和风投运作相关制度性研究进行梳理的基础上,对硅谷风投运作模式及契约机制的分析和归纳,比较分析 30 家本土企业的风投运作案例,研究发现对赌协议是本土情境下风投运作的变异现象,其在平衡性、时段性和公平性三个层面的双边激励作用效果有限,削弱风投机制对科技创新的促进作用。通过理论推演分析发现文化差异与风投模式弱化是变异的根性原因,在此基础上提出以正式制度安排,即风投规制化为对策手段,以权利的分时性与分离性配置为规制取向,通过针对性的规制设计放大“体制效应”,提出以制度驱动科技创新,进而实现创新驱动发展战略的目标。

关键词:对赌协议;风投运作变异;政策取向

中图分类号:F276 文献标识码:A 文章编号:1005-0566(2020)11-0026-16

Local Analysis and Governance Countermeasures of The Variation of Venture Capital Operation: Research based on “Valuation Adjustment Mechanism”

QIU Guo-dong, WANG Jiu-ming

(Business School of Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

Abstract: Venture capital is the most effective investment model to promote science and technology innovation, and the advantageous role of venture capital mechanisms for science and technology innovation depends on the compliance of venture capital operations. On the basis of combing through the governance mechanism of venture capital contracts, local wagering agreements and institutional research on the operation of venture capital, we analyze and summarize the operation mode and contract mechanism of venture capital in Silicon Valley, and compare and analyze the cases of venture capital operation of 30 local enterprises, and find that VAM is a variant of venture capital operation in the local context, and its bilateral incentive effects at the three levels of balance, timing and fairness are limited, weakening the role of the venture capital mechanism in promoting science and technology innovation. On the basis of this, we propose to use the formal institutional arrangement, i. e. the regularization of venture capital, as a countermeasure, and the temporal and separate configuration of rights as a regulatory orientation, so as to amplify the "Institutional Effect" through targeted regulatory design and to drive science and technology innovation through institutional arrangements,

收稿日期:2020-06-07 修回日期:2020-10-20

基金项目:国家社科重大项目“创新驱动战略背景下风投规制化与系统环境构建研究”(19ZDA099)。

作者简介:邱国栋(1960—),男,山东潍坊人,东北财经大学工商管理学院教授、博士生导师。研究方向:科技创新管理。

thereby achieving the objectives of the innovation-driven development strategy.

Key words: VAM; variation of venture capital operation; countermeasure orientation

一、引言

风险投资(以下简称“风投”)与常规投资不同,其特征是“机制重于投资”,即风投能够通过融资方式、股权安排等一系列契约设计达成双边的激励和约束,规避双边道德风险,最大化风险资本对科技创新的促进作用,硅谷风投对科技创新催生作用也印证了这一事实。风投进入科技企业不仅能够缓解融资约束,还能带来新的知识和技术,有效地促进科技创新^[1]。股权融资的模式让风投资方参与到科技企业的管理中,在一定程度上避免了“柠檬市场”和信息不对称^[2]。而在各国的风投实践中,实质上是对风投成功的经验模式进行模仿,即风投模式作为一种“移植物种”在本土发挥作用。在理论上可分为移植性模仿和创造性模仿两种情况,但如果在契约过程或运行过程发生了一定程度的变异,而且从效果上判断不属于创造性模仿,这种现象不利于科技投资驱动科技发展。

风投运作不合规现象,导致风投机制的创新性与有效性无法完全发挥出来。2018年我国风投交易总额已达到705亿美元,创下纪录新高。然而我国风投行业在高额的交易总量和活跃的市场背后仍存在问题。张俊芳(2018)^[3]根据国际通用指标测量风险投资行业的投资能力和效率,得出2016年我国的风投效率为0.068%,远低于美国的0.37%。国内创投业热衷于共享经济、金融保险等行业,而对新能源和环保、生物医药等高新技术产业领域内的投资步伐却有所放缓。Luan(2014)^[4]指出中国的风投者更愿意在IPO前阶段(而不是种子阶段)投资一家公司,因此风投很难为有潜力的小型企业提供帮助。此外,本土情境下对赌协议盛行也体现出风投契约层面的不合规问题。硅谷的风投项目在契约层面中极少使用对赌协议^[5]。陈一新(2017)^[6]指出对赌协议是earnout协议本土化进程中的中国式异变。在对赌协议应用实践中,猎云网(周丽梅:“对赌花样多,

那些豪言签过的对赌协议都完成了吗?”^①)曾对国内较为熟知的对赌项目及其运作情况进行分析,结果表明:对赌协议成功的比例仅为23%,失败和中止合计占63%,另有14%还处于运行之中。虽统计不完全,但在一定程度上可以看出对赌失败现象经常发生,甚至有企业因此失去控制权,如雷士照明、海富等^②。上述风险投资运行效率低、“保险化”倾向严重以及对赌盛行等现实问题是本土风投不合规运作的结果,弱化了风投机制的优势作用。

政策层面“轻机制重投资”。上述是在企业或企业间行为层面,主题是风投契约的规范性和风投运作的合规性问题。在地方政府的政策层面,也存在“轻机制重投资”现象,即表现为只注重风投系统智力资本和风险资本的积极引入,而忽视激发风投机制发挥作用的机制体制建设。如目前我国地方风投中的税收优惠、政府采购、政府补助、政府担保等政策均是重视对科技企业或风投资方提供进入或退出便利,或是对积极进入风投系统的主体进行各种类型的奖励,而对与具体风投资项目本身,包括风投契约安排和风投运作模式等方面缺乏政策性支持。在创新驱动发展战略背景下,最大化激发风投对科技创新的催生作用意义重大,因此下面问题值得思考:与风投经验模式相比本土风投资项目运作是否合规?若不合规,本土风投运作变异有何负面影响?本土情境下风投运作变异的原因是什么以及采用何种方式规避其不利影响?通过对本土风投变异问题的深入分析,能够弥补风投“短板”,充分发挥风投机制对科技创新的促进作用,有利于实现科技创新涌现。

二、相关研究综述

风险投资方和风险企业之间的信息不对称不可避免,已有研究表明有效的风投契约设计能够实现风投方与科技方的双边激励,规避双边道德

① www.lieyunwang.com/archives/214551. 2016. 9

② 目前我国只有雷士照明、海富等对赌失败案例被披露出来,大多数含有对赌条款的风投资项目未被披露(包含对赌成功的项目)。

风险。另外风投运作模式层面,制度性机制可以有效约束风投主体行为,提高风投运作的合规性,围护风投机制的有效性。下面本文从传统风投契约治理、对赌协议研究和制度性研究三方面对风投治理^①相关研究进行综述。

(一) 风投契约治理

通过正式契约来治理风投双方交易行为是现有风投治理机制研究的主流。下面从四个角度对契约视角下的风投治理进行综述:一是融资工具的选择。早期学者指出可转换优先证券是创业公司最佳的融资工具,尤其是在风投的分阶段融资框架下^[7]。后期有学者提出可转换证券不是唯一最优的融资工具,要根据风险投融资双方努力程度互补性、资本成本、风投运作阶段等因素权变考虑融资工具的选择^[8]。目前在分阶段融资及双边激励的框架下,融资工具的选择以可转换证券为主,结合控制权的相机安排,能够降低双边道德风险。二是分阶段融资。隐含套牢问题的理论模型证明了分阶段投资如何提高风险企业表现。首先,随着企业家逐渐建立公司特定的资本,资本退出的可能性变得不太可能^[9]。其次,分阶段包括随着不确定性自行解决而终止投资的增值实物期权^[10]。最后,分阶段是一种补充机制,可以降低代理成本(在企业家努力无法核实的情况下)和投资风险。Wang 等(2004)^[11]还揭示了分阶段的潜在缺点,它可能导致风投公司投资有前途的项目或过早放弃非有希望的项目。同样有学者指出分阶段融资机制会造成“短视行为”和“敲竹杠”问题^[12-13]。三是控制权分配。控制权有效配置可以缓解风投合作双方利益(收益)冲突,实现良好的激励效果。Drover 等(2017)^[14]指出通过融资工具和(控制相关)契约的结合,风投能够将现金流的分配和控制权分开。对于控制权具体如何配置,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^[15]。控制权相机配置实质上是一种双边激励机制,通过控制权动态调整实现风投方和风险企业利益均衡。四是退出权利。退出战

略的选择是风险投资家和风险企业家减少冲突的办法。首次公开发行(IPO)通常被认为风投是最佳的退出方式。但研究发现风投会倾向于较早公开上市,这可能是为了“声誉效应”^[16]。此外,其他退出渠道方面,企业家获得私人利益的动机可能会促使其抵制退出决策^[17]。与企业家相比,VC 通常都有对出售的兴趣更大,因为他们必须将现金流返还给投资者^[18]。这些动机和目标的差异引起了可能的利益冲突,并使文献区分预先计划的退出和实际退出^[19]。

(二) 对赌协议研究

对赌协议是一种估值调整机制(Valuation Adjustment Mechanism),是本土风投契约治理的一项特例,其作为防范双边道德风险一种契约设计,广泛应用于我国的风投项目中。目前国内对其研究主要分为以下几个角度:一是对赌协议的概念、要素、类型和应用等相关定性研究。程继爽等(2007)^[20]探讨了对赌协议的涵义和要素,指出其本质上是一种财务工具,是带有附加条件的价值评估方式,并对对赌的主体、评判标准及对象进行了分析;刘浩等(2011)^[21]指出解决信息不对称是对赌协议产生的经济学原因,其经济学作用是风险激励机制。二是定量研究我国对赌协议的风险因素。王茵田等(2016)^[22]采用量化工具从风险因素角度分析对赌协议的价值及其公平性。三是对赌协议的法理分析。胡晓珂(2011)^[23]指出基于企业估值调整所进行的条款安排并不违背法律所追求的公平和效率目标;赵昭(2015)^[24]认为对赌协议对投融资双方起着激励作用和约束作用,应该将其纳入合同法或对其司法解释加以规范和调整,以更好地发挥其在资本市场中的作用。四是对赌协议对科技创新的影响。研究表面这种影响是双面的。许竹(2016)^[25]指出对赌协议帮助风险企业获得资金支持的同时,还能享受增值服务帮助企业快速增长。刘忠等(2015)^[26]指出签订对赌协议使企业过度乐观而忽视了企业内部存

① Sahlman 曾提出风投领域存在两种委托代理关系,即基金投资人与风险投资家之间和风险投资家与创业企业之间两种委托代理关系,相应的也存在两种契约关系。本文综述的风投契约治理针对后者。

在的问题以及缺乏对于外部环境的预判,并且可能会采取一些短期行为而非正规发展;徐光远(2011)指出初创企业可能会业绩未达标失去控股权^[27]。综上,已有研究虽表明对赌协议在风投实践中具有一定程度的适用性和有效性,但与规范的风投运作经验模式相比,对赌协议本身是否对风投机制有效性存在负面影响,以及这种特有的风投契约(对赌协议)在本土情境下盛行的原因值得分析。一方面可以为双边激励相关研究以及本土风投契约治理提供参考,另一方面能够强化本土风投运作的合规性确保风投机制有效发挥。

(三)制度性研究

金融与科技创新深度融合离不开制度的创新与安排。Grilli 等(2018)^[28]指出非正式和结构性正式制度确实代表了风险投资最重要的驱动因素,决策者必须将这些制度视为事实上,至少在短期内应当如此。制度中隐含的机制属性能够规范风投运作模式,保证风投机制的有效性。现有风投制度效应的研究区分非正式制度和正式制度两方面。非正式制度方面,学者指出创新文化和意识推动了风险投资发展,接受风险意愿的文化与风投机制的融合是硅谷创新经济发展的催化剂^[29];Grilli 等^[28](2018)的研究发现社会资本作为一种非正式制度对风险投资的影响是显著的。正式制度方面的研究多是以政府规制(政策或法律)作用为研究对象,Gompers 等(1998)^[40]指出政府政策既能够通过影响机构投资者投入风投基金的程度去调节风险投资的供给总量,也可以通过影响经济中创新创业的活跃程度去改变对风险投资的需求总量;Cumming 等(2018)^[31]指出政府(法律)也可能通过影响公司治理结构和创业活动模式来影响风投双方的进入热情。风险投资的“保险化”倾向被认为主要是新兴市场国家正式制度缺陷导致的^[32]。而在我国建立起创业板、有限合伙制和政府引导基金等正式制度后,这种倾向并未得以改变^[33]。综上所述,风投的“机制效应”有效发挥会依赖于非正式制度和正式制度协同发挥作用,然而目前我国的非正式制度(本土强势文

化)对风投机制效应的减弱或者扭曲,以及规制性正式制度缺乏导致风投机制优势作用无法充分发挥,科技创新领域存在风投“短板”问题。制度具有互补性,甚至通过合理的设计,正式制度可以有效规避非正式制度带来的负面影响^[27]。因此探讨如何通过强化或完善正式制度来弱化非正式制度对风投的负面影响,进而促进科技创新具有可行性和现实意义。

三、风投运作的变异:本土案例与硅谷模式的比较

风投运作实质上是一种经验模式,情境因素会深刻影响其规范性。本文下面对硅谷成功风投运作模式进行归纳并提炼成功经验的规律性,基于硅谷范式对比分析本土风投案例,发现并分析国内和硅谷风投运作的差异(变异现象)及其对风投机制产生的影响。

(一)硅谷风投运作方式:一种经验模式

美国硅谷曾是世界的风投中心,其风投运作模式是世界公认的典范,硅谷的创新神话也正是得益于风险投资兴起。风投要素在硅谷创新生态圈中发挥至关重要的作用,在高不确定的情形下,它为新技术、新想法的商业化提供资金及管理方面的支持,并在实践经验中形成了规范高效的风投运作模式促使科技创新野蛮生长。在硅谷地区,风投进入常常是在小试或二试阶段。风投随着一个科技项目,从进入到退出要经历小试或二试阶段(种子期和导入期),扩展期,成熟期或上市期。硅谷风投运作模式中,隐含着一些特有的风投契约机制,机制很好地解决了风投方与风险企业双边激励的问题,使硅谷形成风投方和科技方均积极投入的创新局面。

本文归纳硅谷风投运作模式中的契约机制如下:(1)分时段股权安排。硅谷风投运作初期(研发期)创始人只会出让少部分股权(一般不会超过20%),风投方也不会索求过高的股权份额,风险资本以更多的金钱投入换取少部分股权(多数为可转换债券),其中部分是因为早期风险企业估值较低,而更多的原因是给予创始人更多的权利,以激发风险企业智力投入最大化,风投方则是看重

企业的未来。华尔街日报曾指出在 20 世纪 90 年代的互联网繁荣时期,硅谷的初创公司要融资并不困难,这也使得它们的创始人在公司发展初期掌握着更多的控制权。在风投运作中后期(转化期和上市期),风投方的股权比例总额超过创始人,成功 IPO 或被收购后可以获得巨额收益。其一方面是由于企业中期后所需资金量剧增,创始人不得不稀释股权获得融资;另一方面则是早期风投方与风险企业存在增资约定,放大风投方后期收益。硅谷“权利分时”安排是依附于风投分阶段融资机制上的,风投方不是在一开始就提供所有需要的资金,而是分阶段的投资来控制项目。这种做法早期对企业创始人形成了激励,也规避其机会主义行为的产生^[34]。然而此阶段创始人存在失去企业控制权风险,如谷歌、Facebook 和苹果等硅谷大部分企业均是此种模式,但苹果创始人之一乔布斯因为同股同权导致股权被稀释而失去控制权^[35]。(2)分离性契约安排。这种契约机制的特征具体可归纳为:风投方在前期“风险锁定”和后期“收益放大”,即风投方在前期(小试)投入比科技方多但股权比例比科技方小,在后期(中试)风投方股权比例上升超过科技方,但通过协议约定的控制权仍在科技方,但其实质也是投资与收益的分离性安排,以及现金流量权与控制权的分离性安排。分离性契约安排在风投运作前期以控制权和收益权配比较大激励科技方,中后期以收益权配比放大激励投资方的同时,保留企业控制权能够激励科技方,实现整个风投运作周期对科技方的持续激励,最大化智力对科技创新的贡献。中后期创始人控制权不旁落得益于纳斯达克允许多重股权制,即过发行具有不同投票权的股票,使创始股东掌握具有更高投票权的 A 类股票,对外发行低等投票权的其他类股票以同时获得权益筹资并保留住控制权,即以更小的现金流掌控大部分投票权。硅谷中的互联网科技公司(如谷歌、脸谱网等)上市前大多采用多重股权结构。此外风投项目中还存在表决权代理协议、签订一致

行动人协议等约定确保科技方掌握企业控制权。(3)无对赌条款。通过对硅谷风投运作案例的梳理及对《美国风险投资示范合同》等资料的分析,发现硅谷风投项目的契约安排并未存在对赌条款。即使硅谷风投运作中存在与国内的对赌协议类似的回赎条款和业绩调整条款等,也是极少使用。硅谷不对赌一方面是因为风投方乐于承担社会责任的心态,即与科技方博弈的过程中敢于冒险,对科技方充分信任,因此无需通过对赌协议降低投资风险;另一方面原因就是硅谷已形成的分时性分离性的契约机制能够更有效避免产生双边道德风险,且已形成一种经验模式的商业规则,进而能够有效地实现科技与投资的双边激励。这种契约机制是一种风投运作中针对双边到的风险的过程控制,相比之下对赌协议则是一种结果控制,因此前者更容易被风投双方接受,是一种更有效的契约安排。

硅谷风投运作模式是特定环境下市场运作的经验结果。基于适者生存的逻辑,一种经验模式是环境因素的作用结果,因而适应环境就具有可行性,科技方与投资方对风投如何运作在认识上有共性,在此基础上产生运作有效性,因此该种模式就有持续性和扩散性。硅谷风投运作模式是特定环境下产生与运作的,其环境因素主要包括文化环境、市场环境和政策环境三个方面。文化环境方面,风投相关契约设置是保证风投微观机制有效运行的重要手段,而勇于冒险、鼓励失败、信任个人等文化环境能够促进了科技与风投融合,同时契约精神还保证了风投运行机制有效性的发挥^[36-37]。IDG 美国董事总经理帕特里克(2016)曾指出,在硅谷地区投资者判断一个创业项目看重的是才干,即创业家具有的创业精神和智慧^①。市场环境方面,大学或科研机构为科技企业提供了人才和技术资源,且衍生公司推动的产业集聚使硅谷地区汇集了众多高科技企业,为风投运作提供了充足的项目,这使得硅谷每年能够获得全美国近一半的风投额,并聚集了超过 1000 家风投

① 参见:罗洁琳:《风投更看重企业“创业精神”》,2016 年 5 月 13 日《深圳商报》,第 A12 版。

机构和超过 2000 家的风投中介机构。此外政府政策引导(包括知识产权制度和纳斯达克市场制度等)也对硅谷风投运作模式产生深刻影响。硅谷的风投运作模式也孕育了众多大型科技企业,在纳斯达克前 100 的公司之中,硅谷拥有前 40 家,包括惠普、英特尔、苹果、甲骨文、太阳、思科、谷歌等^[37]。硅谷的风投实践运作模式在《美国风险投资示范合同》中有所反映,宣岷等(2011)^[38]指出“(美国)实践中,风险投资合同大多以示范合同为蓝本,根据具体交易情况修改而形成”。这也说明上述的风投运作方式在硅谷甚至整个美国具有一定的标准性和普适性。

(二)与范式比较的本土风投案例分析

基于对硅谷风投运作规范经验模式的分析归纳,本文通过本土企业风投运作经验模式进行对比,对本土风投运作变异现象进行分析。本文选取阿里巴巴、腾讯、百度、大族激光等 30 家企业(见表 1)为分析对象,通过对相关文献、新闻报道以及招股书等公开资料进行搜集,重点分析每个企业风投进入的时间段、运作方式、股权结构安排、风投退出情况以及是否签订对赌协议等内容。根据案例选择“数一数二”原则,本文所选 30 个企业的市值、规模、市场份额等指标在各自行业均排在前列,具有一定代表性。另外已有研究或新闻资料对这些企业的风投运作进行过相关介绍,风投运作对这些企业的成功或失败起到了至关重要的作用,因此分析这些案例反映出来的问题也具有一定代表性。最后本文所选的 30 个案例企业包含了在 A 股主板、创业板、港股主板、港股创业板、美股主板、纳斯达克上市、被收购以及未上市的企业,涵盖了国内风投退出的主要途径。

此外根据刘希宋、白凌等人的研究^[39-40],我们归纳总结出四项标准,以判断是否属于风投案例,具备四项之一,就可以成为备选风投案例。A、投资方在科技企业创业阶段进入企业(高风险低收益时期,看中的是企业未来的潜在价值);B、企业在 IPO 前,风险投资公司以股权投资的方式分阶段进入企业;C、投资方追求高额的退出收益(而不是经营利润分红);D、投资方是专门的风险投资

机构,提供资金的同时还能提供管理经营方面的支持。

最后在比较题项中,本文分析提炼出硅谷风投模式的实质:①不同时段双方股权比例不同(风险企业科技方与风投方的契约性安排)。②投资与收益,现金流量权与控制权的分离性(契约性安排)。③二级市场(纳斯达克)退出。分析所选 30 个本土案例并与对硅谷风投模式所归纳的以上三点以及“视美乐”(国内首例完全按照硅谷风投方式运作的科技风险企业)的风投运作方式进行对比,但案例比较分析所把握的关键:第(Ⅱ)题项,若不属于分离性的契约性安排的是“否”,换句话说“不同时段双方股权比例不同”必须是属于契约性与分离性安排才是“是”。第(Ⅲ)题项的投资与收益分离,现金流量权与控制权的分离,应是契约性安排。第(Ⅳ)题项“是否二板退出”是指风投退出而非指该案例企业的其它股东投资退出。第(Ⅴ)题项(风投方是否前期“风险锁定”和后期“收益放大”)判断标准:案例企业的风投方与科技方通过约定,是否第一时段投入的比科技方多,但股权比例比科技方低,第二时段风投方继续增加投入现金投入量,股权比例超过科技方,但控制权仍委托给科技方(见表 1)。

(三)案例分析的结论与启示

通过对上述案例的提炼与归纳分析,发现现实中本土企业风投运作方式与硅谷规范经验模式差异性较大。在题项(Ⅱ)和(Ⅲ)上,均 2/3 以上案例企业不符合硅谷风投模式的标准,绝对多数的案例企业权利结构配置(股权比例)实质上并非是投资与收益分离性安排,以及现金流量权与控制权也并非分离性安排。在第(Ⅴ)题项上,5/6 的案例企业不存在风投方前期“风险锁定”与后期“收益放大”的约定。在第(Ⅰ)题项上,超过一半的案例企业行使了“对赌协议”的期权约定,其他案例未使用对赌协议还是未披露就不得而知。这种契约安排在平衡性、时段性和公平性指标上,与分时性分离性权变的契约安排比较有明显的不同(见表 2)。因此,本文据此推断这是本土情境下风投运作方式的一种变异现象。

表 1 本土风投运作案例分析:与硅谷风投运作的比较

比较题项 案例企业		符合风 投案例 备选标准	对赌 协议 (I)	不同时段 双方股权 比例不同 (Ⅱ)	投资与 收益及 现金 流量权 与控制 权分离 (Ⅲ)	是否 二板 退出 (Ⅳ)	风投方前 期“风险 锁定”与 后期“收益 放大” (Ⅴ)
1	阿里巴巴	A、B、C、D	1	1	1	1	1
2	腾讯	A、B、C、D	1	0	1	0	1
3	百度	A、B、C、D		1	1	1	0
4	大族激光	A、B、C、D	1	0	0	0	0
5	科大讯飞	A、B、C、D		0	0	0	0
6	优酷	A、B、C、D		0	0	0	0
7	雷士照明	B、C、D	1	0	0	0	0
8	58 同城	A、B、C、D		0	0	0	0
9	同州电子	B、C、D	1	0	0	0	0
10	奇虎 360	A、B、C、D	1	0	1	0	0
11	美团点评	B、C	1	0	0	0	0
12	京东	A、B、C、D	1	0	1	1	1
13	陌陌	A、B、C、D		0	1	1	0
14	土豆网	A、B、C、D	1	0	0	1	0
15	深圳金蝶	B、C、D	1	0	0	1	0
16	携程网	A、B、C、D		0	0	1	0
17	盛大网络	A、B、C、D		0	0	1	0
18	小米	A、B、C、D	1	1	0	0	0
19	蔚来汽车	A、B、C、D	1	1	1	1	1
20	数码视讯	A、B、C、D		0	0	1	0
21	无锡尚德	A、B、C、D	1	0	0	0	0
22	蓉胜超微	B、C、D		0	0	0	0
23	美图公司	A、B、C、D		0	0	0	0
24	滴滴	B、D		0	0	未上市	0
25	搜狐	A、B、C、D		0	1	1	1
26	永乐电器	B、C、D	1	0	0	0	0
27	中芯国际	B、C、D		0	0	0	0
28	PPTV	B、C、D	1	1	0	被收购	0
29	分众传媒	B、C、D	1	0	0	1	0
30	字节跳动	A、B、C、D	1	0	0	未上市	0
注			是为 1, 否为 0 或空		分离为 1,没有 分离为 0	是为 1,否为 0	

资料来源:本文依据案例企业实际情况的分析结果

对赌协议与其他的风投契约设计不同,它并不是强制性实施的,在完整而规范的风投契约框架中,对赌协议类似一个补充条款,而恰恰是这个补充条款,却在我国很多风投项目中有着很强的必要性,很多情况下是风险企业获得融资的必要条件。作为一项关键的风投契约安排,有必要分析其双边激励的效果如何,本文从平衡性、时段性和公平性三个角度,将对赌协议的契约安排与分时性分离性权变的契约安排进行对比分析。

表 2 对赌协议与分离性分时性的契约权变安排比较

契约 指标	对赌协议的契约安排	分时性分离性 权变的契约安排
平衡性	权利分配方面,科技方与投资方之间的权利义务不平等,对赌协议中的股息分配优先权、超比例表决权等条款过于保障风投方的权益,导致科技方风险性较高,不利于智力资本的积极性。	权利在风投运作不同阶段的倾向性不同。前期的企业控制权在科技方,中后期基于股权比例的收益权在风投方,另外通过契约安排将企业控制权保留给科技方,达成双边激励的效果。
时段性	风投方签订“对赌协议”是追求短期收益,迫使企业在短期达成一定的经营目标,增加企业经营风险的同时,科技方也面临失去控制权的风险。	科技方与风投方按照契约性安排在不同阶段的股权比例不同,投资与收益、现金流量权与控制权实现了分离。
公平性	对于科技方,“对赌协议”是一种负向强化,即一旦不能达成协议目标,就会受到现金或是股权的损失,不利于科技方的积极性。	风投运作整个期间,由于股权安排及契约规定,科技方的控制权和风投方的收益权均得到了保障,有利于科技创新涌现。

资料来源:本文根据表 1 中 16 家对赌协议的归纳与整理

1. 平衡性。在权利分配方面,科技方签订对赌协议获得融资保证的同时,除企业管理层面的权利外,并未获得额外权益;而代表资本的风投方追求的是利益最大化,对赌协议中的股息分配优先权、超比例表决权等条款倾向于保障风投方的权益。义务分配方面,对赌要求科技方有义务合理利用风险资本,且需要投入巨大努力完成对赌目标;而对赌条款并未规定风投方除出资金提供外其他方面相关义务,而仅仅赋予了相关利益保障的权利。可见在对赌的情况下,科技方与投资方之间的权利义务平衡性差。而硅谷的分时性分离性权变的契约安排实现了风投方与科技方权利分配平衡,即风投运作前期企业控制权倾向科技方,而后期收益权倾向风投方的同时,通过契约安排将企业控制权保留给科技方,在整个风投运作周期内保证达成双边激励效果。

2. 时段性。目前我国的风投运作中,对赌协议考核的期限通常不会超过三年,风投方签订“对赌协议”的目的是激励科技方,迫使其在短期内达成一定的经营目标,进而获取短期收益。在风投运作前期(种子期和导入期),对赌协议带来的压力效应强于激励效应,而后期(扩展期和成熟期)可能因为对赌失败,失去企业控制权,因此不利于

科技方的积极性。对赌协议的设置没有考虑到在风投运作不同时段,针对科技方的不同需求进行有效激励,难以在整个风投周期有效实现双边激励效应。而硅谷分时性的契约安排通过分阶段投资机制,使科技方与风投方按照契约性安排在不同阶段的股权比例不同,分离性契约安排使投资与收益、现金流量权与控制权实现了分离,提升了双边激励的效果。

3. 公平性。对赌协议虽然是在合法性框架中达成的风投契约,但由于对赌双方地位不平等(契约的不平衡性),即缔约双方中的一方处于不利地位(通常表现为科技方被迫签订契约),因此对赌协议的公平性较弱。对赌协议对科技方的激励方式为负强化,即若完成对赌目标,可免除控制威胁等风险,而负强化提前设置惩罚措施会给科技方造成心理压力,不利于初创企业的技术创新和经营管理。在对赌结果的角度,对赌失败虽然对风投方与科技方都有一样的不利后果,但是程度不同:风投方拥有增加持股比例、强制回购等权力来降低损失,对赌失败对其仅仅意味着一次失败的投资经历;而对科技方而言,企业创始人可能会失去控制权,是整个创业生涯的失败。在签订契约的意愿上,风投方与科技方心理地位不平等:签订对赌协议对科技方而言表面上是对未来业绩自信的表现,而实际上很多情况下是为了获得风险资本不得已而为之;而风投方为了降低投资风险、保障自身权益,通常会主导对赌协议的签订。而硅谷的分时性分离性权变的契约安排是建立在科技方与风投方心理地位平等的基础上的,科技方的控制权和风投方的收益权均得到了保障,有利于科技创新涌现。

综上所述,与分时性分离性权变的契约安排相比,对赌协议在平衡性、时段性和公平性方面契约效果较差,不利于科技方与风投方积极合作,因此阻碍了风投机制有效发挥。对赌协议的签订是为了降低了风投方的风险,这个角度看,风险资本会更容易进入科技企业,进而有利于风投系统的运作,然而实际上对赌协议更多促进的是“短期逐

利”的风投资本进入风投系统,使得风投运作“轻机制重投资”,这种资本的进入目的与运作方式均背离了风投资本的“机制效应”,不利于智力资本的积极性,无法有效促进科技创新。

四、文化差异与模式弱化:基于本土情境的因果推演

风投作为一种“移植品”,其作用机制及效果必然受到本土情境的调节,因此找到情境差异对风投运作变异的因果关系,才能通过完善情境来提高风投的本土适应性,进而实现风投机制助力科技创新这一目标。因此本土情境下风投运作发生变异的根本原因值得我们思考,本文认为本土情境中文化差异与制度模式弱化是风投变异主要原因。

(一)文化差异:对赌背后的思维定式

风投高回报、高风险的特点决定了其需要勇于冒险、包容失败的创新文化,正如硅谷的多元型文化支持人们接受不同的想法和观点,敢于冒险接受新鲜事物,新的想法和技术经常出现,并且容易得到风投方肯定和支持,风投机制与硅谷的创新文化相匹配,因而出现风投催生科技创新繁荣的景象。

根据已有研究,在我国的企业家精神形态上有一些比较显著的特征,如比追求风险收益更追求风险最小化或确定性,因而冒险精神严重不足;另如比投资未来更注重短期收益,或者比愿意投入科学研究更愿意投入技术开发,因而社会责任感不强。这种高度安全倾向性,是推行风投模式的不利因素,因为这种倾向性影响对科技方研发的信任程度,进而影响投资信心。在这种情况下,风投契约会受到投资安全性的禁锢。正如段治文和吴荣耕(2006)^[41]指出“中国传统儒家文化中,故步自封的保守主义也对中国科技发展造成了不利影响。这种文化观念影响深远,它不鼓励创新,不鼓励个性。”

安全性心智禁锢的压力引致灵活变通,因而会在契约层面出现风投模式的“变形”。在受“中

庸之道”传统影响的情境中,“三分法”思维^①习惯比较盛行。基于个性化问题研究,西方学者也提出“灰度思维”概念^②,其内涵与“三分法”思维略同,但在西方社会只是一种个性的思维风格而已。这种思维的灵活性显著,因而会影响风投模式模仿运用的规范性与合规性,不利于风投模式的机制效应发挥作用。不利的结果,一方面会因科技方会更多关注技术创新的商业前景,而忽视技术的基础研究,有价值的创意相对缺乏;另一方面风投方为了追求投资成功率而过度谨慎,使科技方获得风投的难度提高,甚至出现不符合风投精神的契约安排(对赌协议)。在如上所述的文化情境下,智力和资本进入风投系统的积极性都不高,因此我国创新文化与风投机制维护并不匹配,在这种情况下强行“移植”风投机制,显然会出现不适应进而出现变异现象。

“二分法”思维宜于一种投资模式或制度模式的规范性模仿,进而有利于模式或制度优势的有效发挥。在西方,“二分法”思维具有普遍性且占主导地位,其虽然缺乏一定的灵活性,甚至在管理活动中出现“刻板现象”,但因追求有章可循,偏重规则,即刚性显著,而使权力制衡以及权利义务相对平衡等,得以规范地实现。在“二分法”思维文化环境影响下,人们认为不遵守规则是绝对错误的,因此风投契约的规范性明确,风投运作高度合规,也正是因此而使风投模式得以兴起与传承。如硅谷风投运作契约层面大都符合“权利分时性与分离性”的安排,以及无不符合风投精神的契约条款等,都是风投运作高度合规的体现。

西方人是二分法思维习惯逞强,中国人是三分法思维习惯逞强,特别是中国人的三分法

思维已经成为一种传统文化。中国人擅长把二看成三,以“二合一”代替“二选一”^③。基于这种思维的行为特点是善于绕开规则,在是与否之间寻求第三条道路。当本土文化与风投经验模式产生冲突时,受三分法思维影响,人们会找到折中的解决办法,即通过对赌协议等契约安排降低风投运作的风险性,进而使风投运作模式适应高安全倾向的本土文化。如本文分析的 30 个本土案例中,超过半数的案例企业的风投运作过程中使用对赌协议,其中个别企业创始人因与风投方对赌而失去控制权(雷士照明、永乐电器等企业)。

本土情境下对赌协议盛行实质上是受“中观思维”影响的结果。“中观思维”是三分法文化的一种外在形态,即是一种三分法文化的思维定式。对赌协议把信息不对称性和未来不确定性转换成条件的对赌行为,是“积极与科技方合作”与“不合作”之间的“三分法”行为契约化,虽然不符合原本的风投精神,但却具有很高的灵活性,使风投模式适宜本土情境或本土情境所滋生。另外,文化背景差异导致风投经验模式与本土情境存在矛盾,对于两个矛盾的事物,人们习惯于找到一种平衡方式,使其在短期内形成相对统一,对赌协议的作用亦期平衡二者之间的矛盾,以便于在短期内使风投经验模式适用于本土情境。而二分法思维模式下制度观念和契约精神都相对较强,在风投运作周期内任何时段都存在相应的利益制衡机制,约束双方的行为,因此风投运作的合规性较高,分时性分离性权变的契约安排可以有效制衡科技方与风投方的权利与义务,进而达成有效的双边激励,确保风投机制的优势作用发挥(见表 3)。

① 参见:柯树林,“三分法”管理思维[J]. 企业管理,2012(6):18-20。柯树林指出三分法管理思维以中国人为代表,凡事不一定分明,并没有强力制衡,给人缺乏原则、标准的感受,但是又灵活变通。

② Badaracco, Joseph L. Managing in the Gray: Five Timeless Questions for Resolving Your Toughest Problems at Work. Harvard Business Review Press, 2016. Joseph L 提出了管理决策中灰度思维应用,指出面对棘手复杂且重要的问题时,一些常规方法不再奏效,应以人文主义为基础,在理性分析与人性之间寻找平衡。

③ 参见:曾仕强. 中国式管理[J]. 企业文化, 2005(8): 74-77。他指出三分法思维是中国式管理的观念支柱之一,这种“把二看成三”的思维方式可以规避“二分法必要的罪恶”。

表 3 对赌协议与有效风投契约对比

指标 契约	思维模式差异	合规性	本土适应性	契约效果	支持性逻辑
对赌协议	三分法思维:介于“积极与科技方合作”与“不合作”之间,行为标准模糊,激励困难且激励效果差	差	强	激励效果差,不利于科技创新	中观思维 ^① 矛盾暂时相对统一 ^②
有效风投契约(分时性分离性权变的契约安排)	二分法思维:“积极与科技方合作”或“不合作”,能够实施有效的激励	强	弱	有效的双边激励,有利于科技创新	利益制衡机制 ^③ 分时权变 ^④

资料来源:本文依据上述分析归纳整理

(二)风投模式弱化:一种思维定式的桎梏

硅谷的风投机制能够有效发挥得益于其制度模式的有效性,即通过正式的分时性分离性权变的契约安排来治理风投双方交易行为,防范双边道德风险。虽然硅谷的风投契约安排并非全部以正式法律制度形式呈现,但在“二分法”思维模式下,不同时期的股权比例安排、多重股权安排、投票权委托制度等非正式制度被行业接受并遵守,起到与正式制度同样的作用。North(1990)^[42]认为一个社会的制度框架提供了一个规范经济活动的正式规则框架。在有效的风投制度规则框架下,硅谷的风投模式合规高效,强化了风投模式对科技创新的优势作用。而我国“三分法”的治理文化虽有利于制度的灵活性与多变性(本性),但制度模式发挥优势的关键在于西方文化形态中的二分法思维,形成风投运作高度规范化的经验模式。相对于二分法,因三分法思维具有灵活性而不利一种制度模式的照搬。当这种情况发生在风投项目上,风投机制的经验优势难以发挥或不完全发挥作用。如我国部分企业(阿里、腾讯、同洲电子等)风投项目中的对赌协议的使用就是对规范

风投模式的一种本土化“加工”,是三分法思维定式在风投运作中的体现,致使风投运作灵活但合规性差,削弱了风投机制对科技创新的激发作用。

在风投运作过程中,风投方和科技方之间进行利益博弈,如果双方为追求自身利益而进入非有机性“游戏规则”中,对风投模式的模仿性和双方合作机制的有效性都会减弱。模式弱化现象多发生在非规制领域,即在该领域的契约层面和契约下的运行层面。在三分法思维根深蒂固的情境中,并在风投规制化程度低或零规制的情况下,模式弱化现象就容易产生,表现在风投项目上,就会产生其运作的变异。本土风投运作案例中对赌协议盛行,如阿里、腾讯和小米等众多企业的风投运作过程中都涉及到对赌条款,其中还包括部分企业为了顺利上市,对外隐瞒与风投方的对赌协议。多数企业的投资与收益及现金流量权与控制权没有分离,风投运作方式不符合前期“风险锁定”与后期“收益放大”的基本规则,其后果通常会引起企业创始人和风投方的控制权之争,如俏江南、永乐电器企业,均是由于对赌失败而失掉企业控制权,部分企业(雷士照明、中芯国际等)的创始

① 参见:胡伟希. 中国哲学的中观思维[J]. 中国人民大学学报, 2008(3):25-32。他认为“中观思维”是中国哲学非二分法思维的具体形态,具有玄有性、人间性、践履性和机用性四个特点。对赌协议是风投领域中观思维的产物,其机用性特点调高了风投经验模式在本土情境下的灵活性。

② 毛泽东(《关于正确处理人民内部矛盾的问题》1957)指出平衡是矛盾双方暂时的相对的统一。对赌协议是对立风投方与科技方“积极合作”与“不合作”斗争的同时,矛盾双方相互统一,表现出的稳定状态和协调方式。而这种统一又是暂时的和相对的,一旦矛盾双方发生改变(变为风投机制有效性发挥不充分与科技创新需求之间的矛盾)时,对赌协议带来的平衡就会被打破,这种平衡的负面作用就凸显出来。

③ 陈卫平. 企业价值最大化目标与利益制衡机制研究[J]. 中南民族大学学报:人文社会科学版, 2004(3)。陈卫平指出利益制衡是指利益主体关注与追求自身利益的同时,自我约束不利于其需求动机和目标实现的行为。有效风投契约明确了风投运作不同阶段的收益主体,形成了控制权和收益权相关的制约和平衡的制度,利益制衡机制能够确保风投运作的合规性,进而提高了双边激励的有效性。

④ 参见:邱国栋,黄睿. 分时权变:蕴藏在管理实践中的组织治理与创新机制[J]. 财经问题研究, 2015(07):5-14。邱国栋等首先引入“分时权变”视角研究双边激励问题。分时权变是科技方与风投方之间有效双边激励的新理论视角,即通过权利(控制权与收益权)的分期权变配置方式,实现风投方与科技方的双边激励。

人团队经数轮融资后,股权份额被稀释至低于风投方,因缺乏分离性契约设计而企业控制权。失去上述风投运作种种变异现象实际上就是风投模式弱化结果,而强化风投模式优势作用则是消除变异现象的有效途径。

(三)差异性因素:基于比较的相关分析

对赌现象在本土风投领域盛行,除文化差异导致风投模式弱化原因外,风投运作的“变异”现象也涉及其它相关因素的差异。

风投市场发展阶段不同。在风投市场发展初级阶段,资本市场及金融市场等不够成熟,风投方对风险企业及市场的信心不高,风投运作模式会异于成熟风投市场,如风投进入项目多选择选择中后期、风投契约中设置过多安全性条款等。与美国(硅谷)相比,虽然我国风投发展起步较晚,但近年来发展迅速,投资市场不断扩大,2019 年风投交易总额已居全球首位。然而我国作为新兴市场国家,资本市场仍不成熟,风险企业的管理运营经验与硅谷仍有一定差距。因此我国风投市场发展不及硅谷成熟,但市场发展阶段性在本文被做为控制变量,即比较分析本土应用硅谷风投模式时,将两者放置于同一市场发展阶段。

风投项目质量。风投项目质量水平会影响风投运作模式。这里的风投项目质量是一个较广泛的范围,包括项目技术水平、项目发展潜力(市场潜力)、创始人能力等与项目质量相关的因素。对于高质量水平的风投项目,风投对科技方的信任程度较高,风投双方出现机会主义行为的概率较低,风投运作模式则会相对规范,即倾向于通过契约设置最大化双边激励性的实现,进而有效实现风投的“机制效应”,反之则会因风投方对项目的不信任而出现不规范契约条款(对赌协议),以及风投进入项目期滞后等风投“变异”现象。风投项目通常兼具高潜力和高风险,早期本土风投项目受到科技发展水平的制约,整体质量上与硅谷存在差距,然而随着我国科技水平及市场经济的不断发展,目前本土风投项目的质量与硅谷的差距已缩小。而项目质量对本土风投模式的影响在本文提出假设的科技项目中可忽略,因为本文假设

风投项目都是 0-1 阶段的项目研发或 1-2、2-3 阶段的项目开发,即对风投进入时相同发展阶段的风投项目进行分析。

市场环境。风投市场环境差异也会对风投运作模式产生影响。这种影响体现在宏观的政治经济环境、技术环境、文化环境等因素对风险企业以及风投企业行为及决策。如技术创新水平不足或是创新文化缺失导致风投模式复制应用过程发生“变异”现象。我国与硅谷的市场环境方面存在很大不同,首先国内的经济环境受政策影响较大,而硅谷的经济环境受政府干预较少,因此相比于硅谷,国内的投资者更容易把握政策方向,降低投资的外部环境风险,这种情况下仍热衷对赌,更说明这是风投运作的一种变异现象;其次,美国的技术创新领先世界,硅谷更是聚集了众多高科技企业,其持续不断的科技创新为规范高效风投模式的出现提供了基础,而我国的科技创新起步较晚,虽近年来得到飞速发展,然仍与发达国家存在一定差距,使得风投经验模式的本土应用缺乏实践基础,导致风投运作出现变异问题;最后,本土的文化环境与硅谷有着明显差异,硅谷的创新文化鼓励冒险,包容失败,有利于科技创新,而本土传统文化中的三分法思维导致风投运作不合规,保守倾向型文化不利于科技创新行为产生。

投资人心态。投资人对待风投项目的心态也是影响风投运作模式的重要因素之一。一般来讲,投资人的心态是追求多个投资项目的整体收益最大化,因此个别投资项目的失败被看做是可接受范围内的投资成本。有些投资人是追求单个项目的短期高额收益,其主导的风投项目运作则会在存在过多投资风险保护性条款,进而产生风投运作“变异”现象。国内和美国(硅谷)投资人心态普遍都是发现有潜力的投资项目,追求资本的增值,但由于文化背及风投市场发展不成熟等原因,国内的投资人出现投资短视行为的可能性比较高。关于“投资人心态”本文强调一般性(基于研究需要而假设),即本土投资人与硅谷同样是追求资本增值的动机性。

综上所述,市场发展阶段性、项目质量、市场

环境以及投资人心态等因素对风投经验模式在本土复制应用存在一定的影响,但本文在将市场发展阶段、项目质量以及投资人心态等要素控制住的前提下,发现文化要素的差异是风投经验模式本土应用不合规现象出现的主要原因,即传统文化观念的一种本土性思维定式(“三分法思维”)导致了风投模式弱化。

(四)克服风投模式弱化:一种治理取向

解决风投模式弱化问题的途径分两种:缩小文化背景差异程度和加强风投规制。前者涉及到文化创新和培育,是一个漫长及复杂的过程,后者则是解决这一问题短期可行的途径。加强规制意味着在同样存在文化背景差异的情境中,通过合理的设计,强化正式制度来规避模式规范性弱化带来的负面影响,即从正式制度着手以保障风投机制的“模式效应”作用。其机理在于:一方面,正式制度能够通过替代非正式制度抑制其对模式的破坏性,规制的长期运行有利于塑造适宜风投运作的社会环境;另一方面,在短期内,对于可重组风投制度的改变能够调节一些结构性制度对于模式的影响。风投模式弱化现象及其治理取向的概念模型如图1所示。

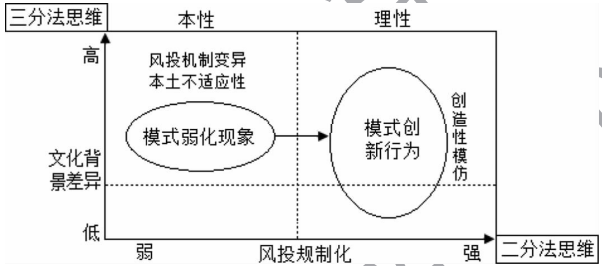


图1 风投模式弱化与治理的概念模型

制度弱化(规制弱)导致风投运作变异,提醒我们该如何看待风投机制的经验模式。本文在图1中,提出了以基于二分法思维的规制化克服三分法思维弱化模式优势的观点。前提是认为风投运作方式的变异是破坏了模式或制度优势的作用,手段是通过规制,目的是有利于导向适宜本土的风投机制重构与创新。这种重构是一种理性思考

的结果,不是模式或制度弱化的结果,或者说不是文化本性行为。这也为我们的完善风投治理策略指出了方向——创造性模仿风投机制经验模式,即寻求硅谷经验模式与中国本土情境相结合的风投机制创新,并以规制化为实现手段,而风投规制化本身也是一种创新探索。

五、风投运作治理对策:规制化与放大“体制效应”

针对本土风投运作的变异问题,治理对策既要考虑如何提高风投运作合规性以发挥风投的模式优势,又要考虑本土情境下的适应性和实践可行性。本文提出以规制化为对策取向,即通过强化制度优势以解决本土风投变异问题。

(一)提出对策取向——规制化

基于上,本文提出对策取向——规制化,其逻辑是提出以制度克服文化差异的观点,以求发挥风投机制这种模式的优势,进而有利于吸引投资进入科技研发领域。文化差异是本土风投实践中存在契约不规范(特别是“对赌协议”)和运作不合规等变异现象的根本原因,而文化差异短期内难以完全消除,因而想在本土文化强势的情境下发挥风投机制的模式优势,需要将西方风投运作经验模式与本土情境相结合。但风投运作方式是一种规则(实践中经验模仿),其机制作用并非一种正式的制度安排,若想消除三分法思维定式对风投运作规范模式的扭曲,则必须结合本土情境进行规制化,即通过正式的制度安排调节风投模式的本土适应性,强化风投机制对科技创新的优势作用。规制具有持久性,合法性和强制性的特征,可以有效约束风投项目参与者的行为,以强制力保证风投运作的合规性。规制(地方政府的制度性行为)可以实现风投的“体制效应”^①,即以制度设计对风投双方进行有效双边激励,进而促进风险资本与智力积极进入风投系统,激发风险投资“机制重于投资”的模式效应,在本土情境下发挥风投经验模式的优势作用。

① “体制效应”是相对于风投的“输血效应”和风投机制作用而提出的(参见:崔国红. 风险投资在科技成果转化中的作用与发展模式——以山西风险投资发展为例的研究[J]. 科学技术哲学研究, 2003, 20(6):58-63)。

(二) 规制化的基本思路

本文认为以规制化为政策手段,能够强化风投机制的优势作用。在此基础上,对本土风投运作变异问题进行归纳,并提出相应规制化思路。本文归纳出下述五个本土风投运作变异问题:

1. 不同时段权变约定意识与行为弱化。问题根本原因是风投运作合规性差,使得风投运作与一般投资相比的差异不明显,风投分时段权变的激励作用无法发挥,不利于发挥风投的制度性优势,因而整体投资力度不足,导致风投进入与退出不充分。针对这一问题的规制思路一方面是设定契约性的分时性规则,即在风投契约层面,科技方与风投方按照契约性安排在不同阶段的股权比例不同。如出台风险企业的双方契约条例,规定在种子期、导入期、扩展期、成熟期的双方股权比例(高低管制),保证风投运作不同阶段,权利(股权比例)能够在科技方与风投方之间相机转移,另一方面则是放大“体制效应”,即通过一系列正式制度安排而形成的制度体系,强化风投运作合规性,设定适应性、有效性和合法性的风投机制,确保有效激励科技方和风投方的进入和退出,使风投运作主体之间产生协同效应,畅通风投机制有效促进科技创新这一路径。

2. 分离性的约定意识与行为弱化。本土情境下的风投运作缺乏分离性约定意识,投资与收益、现金流量权与控制权未完全实现分离,这种风投运作的不合规现象破坏了风投机制的模式优势,风投机制的优势作用发挥不出来,导致风投进入不充分。另外,目前科创板允许企业在上市前设置差异化表决安排,因此缺乏分离性约定意识在某种程度上也不利于风投的退出。而针对这一问题本文提出以设定契约性的分离性规则为规制化思路,即通过规制实现投资与收益、现金流量权与控制权的分离,以提高风投运作的合规性。具体规制如出台规定允许扩展期和成熟期的时段上通过双重股权制保护科技方的收益权与控制权。或是出台相应条例,规定风投运作种子期和导入期的企业控制权在科技方,中后期基于股权比例的收益权在风投方。同时也通过规制放大“体制效

应”,激励科技方和风投方的进入和退出,促进风投的“机制效应”有效发挥。

3. 风投方后期“收益放大”后委托科技方的意识与行为弱化。当后期风投方股权比例超过科技方,科技方股权被稀释,失去企业控制权,不利于智力的积极性,而最大化科技创新的前提假设是最大化智力(科技方)的积极性。针对这一问题,设定契约性的委托性规则,如风投方在后期“收益放大”(股权比例大于科技方)后,继续委托科技方,即科技方仍有控制权。通过特殊约定(契约安排),通过强制手段保证后期企业控制权“委托”给科技方,这样企业在后期投资者大规模进入,科技方在股权被稀释的情况下,仍享有企业控制权,有利于智力资本的积极性,进而能够促进科技创新。同时也要放大“体制效应”,设置有效的风投机制保证对代表智力的科技方予以持续激励,以促进智力进入风投系统。

4. “投资未来”的社会责任特征不明显。本土高安全倾向性文化,与追求冒险精神和长期回报的科学创新研究行为不相匹配,企业在技术创新方面缺乏接受失败、不断试错的勇气,缺乏“投资未来”的社会责任。企业家“投资未来”的社会责任不仅仅是企业能否实现创新型发展的前提,也是风投机制能否吸引风投方积极进入科技创新领域的前提。针对此问题,规制化思路是设定企业家精神培养机制,如出台相应规则鼓励企业家的创新行为,并设置相关信誉机制约束企业家行为。或者出台创新文化导向为目的的企业家精神继续教育工程的规定。通过相应的规制设计培育包容失败,鼓励冒险的创新环境,以促进本土企业在科学创新研究的投入。

5. “对赌协议”的意愿明显。对赌协议破坏了风投模式的合规性,进而对风投机制的有效性产生不利影响。一方面对赌协议作为一项契约安排,在平衡性、时段性和公平性三个方面双边激励效果有限,导致智力的进入、风投的进入和退出都不充分;另一方面目前科创板原则上要求发行人在申报前清理对赌协议,所以其对风投的退出也有一定的阻碍作用。针对我国的对赌协议盛行问

题,规制思路应该是一方面优化契约设计,即通过设定契约性的分时性、分离性和委托性规则,规范风投运作方式,促进智力和风投充分进入和退出,进而实现风投促进科技创新的“机制效应”;另一方面仍是要放大“体制效应”,通过正式制度安排,形成有利于风投积极进入与有效运作的创新体制,强化风投机制的优势作用,进而减少风投项目中对赌协议的使用。

(三)规制化与放大“体制效应”

1. “规制化”:一个制度体系,即从网络平台到二板市场形成一种有利于风投积极进入与有效运作的创新体制,或者说是构成风投运作的良性系统环境。

规制化是解决风投本土后变异问题的有效手段,因为规制能够控制个性因素对风投机制的破坏,维护风投对科技的特殊机制作用。风投运作规则的规制化建设实践需要注意两方面问题:一方面,规制设计必须追求有效性目标,应以权变理论为指导,针对风投运作不同时段及主体予以差异性规制,以实现具体规制的有效性作用;另一方面,风投从进入到退出整个过程是在一个系统环境中运作的,规制应该强化风投各环节的协同性,否则无法有效激励智力和风投积极进入,所以需要系统思考的关联机制(如整合机制、风投机制、孵化机制和退出机制相互之间存在关联性作用)规制化。综上,本文提出的规制化不只是针对风投本土具体变异问题的简单的制度供给,而是通过制度创新与制度优化形成完整的风投制度体系,即从网络平台到二板市场形成一种有利于风投积极进入与有效运作的创新体制,也是一种有利于风投运作的良性系统环境。

2. 规制化:制度体系的体制效应

由于规制本身具有很强的针对性,并且本文提出的规制化是基于系统思考打造吸引智力和资本积极进入风投系统的创新体制,因此风投相关规制而形成的制度体系具有很强的“体制效应”。制度体系的“体制效应”是通过风投运作相关规则与制度创新安排,使风投对高科技产业的促进作用不仅体现在资金支持上,还能够在整个风投运

作周期内有效实施双边激励,吸引智力资本和风险资本积极进入科技创新领域。具体而言,“体制效应”是指风投运作系统要素之间的协同效应,包括“共享效应”、“输血效应”以及“通风效应”。“共享效应”克服了信息不对称问题,包括技术信息也包括制度信息,进而因信息的确定性与充分性而实现资源由市场机制的最佳配置;“输血效应”是由于随着科技成果转化逐渐向工业化生产阶段过渡之时,需要大量的后续资金来源不断地投入,同时风险投资的撤出机制也充分体现了它对高科技企业后续性融资能力的培养;“通风效应”是按照“通风原理”,有退出才有进入,有更多的退出,才有更多的进入,因而“大出大进”的资本流动,这将会在科技创新领域保持一定规模的资本存量,包括创新投资与智力资本。

规制化能够放大风投“体制效应”,弥补创新系统中“风投”短板,有效发挥风投“机制重于投资”的优势作用,其原因是通过规制化能够形成有利于风投有效运作的创新体制,以正式制度安排实现风投运作的高度合规,使风投运作各环节都符合规范风投运作的经验模式,实现整个风投运作周期的有效双边激励,提高智力和风投进入或退出的积极性,增加科技创新领域智力资本和风险资本的存量,进而增加科技创新领域创新资本存量,必然会有利于科技创新。此外,风投制度体系实现了风投运作系统中各机制之间的协同,进而产生的协同效应,也能够减少风投运作过程中的信息不对称,促进“大出大进”的资本(智力资本和风险资本)流动,也能够促进科技创新的发展。

六、研究结论:制度驱动创新

本文以“对赌协议”现象的本土风投模式变异为主题,分析现状,并推演其原因和提出治理对策取向。基于上能归纳与提升出三点结论,其核心是制度驱动创新,即以链式思维针对“创新驱动战略”,在其上游构筑驱动力。

(一)风投领域的制度短板

本土风投变异产生的根性原因是因文化差异导致风投运作模式不合规,使风投机制的模式优势无法发挥,而更直接的原因则是缺乏规制,即风

投相关制度不足,包括正式制度欠缺或不健全以及非正式制度对风投“机制效应”的扭曲或减弱。一方面是风投在“移植”初期,政策制定者忽视风投有效发挥机制效应所需要的制度模式建设,忽视风投机制本土适应性问题,即缺乏以规制克服文化差异的思想,导致在本土文化影响下形成的非正式制度弱化了风投的模式优势;另一方面则是后续正式制度设置强调风投“输血效应”的投资引入,忽视了激发“体制效应”的制度体系建设,即在政策层面存在“重投资轻机制”的问题。另外我国风投运作系统内部关联机制协同性不强,也是由于我国当前的规制设计缺乏协同性和激励协同的意识。可见“制度短板”是我国风投进入科技创新领域积极性不高,导致风投机制对科技创新促进作用无法充分发挥的关键原因。

(二) 制度驱动创新的逻辑

当前国策,即提倡经济发展的“创新驱动发展战略”,而本文研究的是如何“驱动创新”的问题,进而锁定上游问题,把“创新驱动”提到链式思维层面。由于风投特殊的机制效应能够最大化激励智力资本的积极性,进而能够有效促进科技创新,但在本土情境下出现风投运作变异现象,风投机制优势作用遭到破坏,因此本文提出以制度性机制驱动科技创新的思路。本文坚信的逻辑为:风投机制优势作用发挥必然会促进科技创新涌现,而针对文化差异对风投机制有效性的破坏的问题,最可行且有效的解决途径就是规制化。因此本文提出以规制化为手段,以风投机制为中介,以充分发挥风投机制对科技创新的促进作用为目的,实现制度驱动科技创新,进而实现国家创新驱动发展战略的目标。

(三) 从规制驱动风投进入到投资驱动科技发展的系统思考

在创新驱动发展战略的背景下,发展创新型经济已成为共识。以投资驱动科技创新的有效性已经实践证明,科技创新的高投入、高风险、高收益的特点与风投的风险偏好和逐利性特点完美契合,硅谷科技创新繁荣景象也印证了风投“机制效应”对科技创新的促进作用。通过规制建设可以

服本土文化对风投模式的弱化作用,提高本土风投运作合规性,放大风投的“体制效应”,进而发挥风投机制对科技创新的优势作用。本文提出的规制化,即风投相关制度设置而形成的制度体系,能够实现风投系统关联机制的协同效应,也能够最大化风险资本在科技领域的进入和退出。总而言之,结合本土情境的风投规制化,有利于风投系统高效运作,确保风投机制发挥作用,可达到风投驱动科技研发的更高效率,进而促进科技发展。

参考文献:

- [1] TEECE D J. Reflections on “profiting from innovation” [J]. Research Policy, 2006, 35(8): 1131-1146.
- [2] STIGLITZ J E, WEISS A. Credit rationing in markets with imperfect information [J]. The American economic review, 1981, 71(3): 393-410.
- [3] 张俊芳. 中美两国风险投资行业比较分析及启示[J]. 世界科技研究与发展, 2018(1): 104-112.
- [4] NI H, LUAN T, CAO Y, et al. Can venture capital trigger innovation? New evidence from China [J]. International Journal of Technology Management, 2014, 65: 189-214.
- [5] 张巍. 资本的规则[M]. 北京: 中国法制出版社, 2017.
- [6] 陈一新. 探微 earnout 本土化进阶: 机理解构、中国式异化与展望[J]. 上海金融, 2017(11): 37-45.
- [7] CASAMATTA C. Financing and advising: Optimal financial contracts with venture capitalists [J]. The journal of finance, 2003, 58(5): 2059-2085.
- [8] BETTIGNIES D, JEAN-ETIENNE. Financing the Entrepreneurial Venture [J]. Management Science, 2008, 54(1): 151-166.
- [9] NEHER D V. Staged financing: An agency perspective [J]. The Review of Economic Studies, 1999, 66(2): 255-274.
- [10] BIGUS J. Staging of venture financing, investor opportunism and patent law [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2006, 33(7-8): 939-960.
- [11] WANG S, ZHOU H. Staged financing in venture capital: Moral hazard and risks [J]. Journal of corporate finance, 2004, 10(1): 131-155.
- [12] WAIT S A. Hold-up and sequential specific investments [J]. Rand Journal of Economics, 2004, 35(2): 386-400.
- [13] CHAN Y S, SIEGEL D, THAKOR A V. Learning, corporate control and performance requirements in venture capital contracts [J]. International Economic Review, 1990:

365-381.

- [14] DROVER W, BUSENITZ L, MATUSIK S, et al. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators[J]. Journal of management, 2017, 43(6): 1820-1853.
- [15] DEWATRIPONT M, TIROLE J. A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence[J]. ULB Institutional Repository, 1994.
- [16] BERGLOF E. A control theory of venture capital finance[J]. Journal of Law Economics & Organization, 1994, 10(2): 247-267.
- [17] HELLMANN T. The allocation of control rights in venture capital contracts[J]. The Rand Journal of Economics, 1998: 57-76.
- [18] GOMPERS P, LERNER J. Venture capital distributions: Short-run and long-run reactions[J]. The Journal of Finance, 1998, 53(6): 2161-2183.
- [19] CUMMING D. Contracts and exits in venture capital finance[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21(5): 1947-1982.
- [20] 程继爽, 程锋. “对赌协议”在我国企业中的应用[J]. 中国管理信息化, 2007, 10(5): 49-50.
- [21] 刘浩, 汪芹. 初创型民营企业融资问题新解——对赌协议[J]. 中国集体经济, 2011(15): 103-104.
- [22] 王茵田, 黄张凯, 陈梦. “不平等条约”: 我国对赌协议的风险因素分析[J]. 金融研究, 2017(8): 121-132.
- [23] 胡晓珂. 风险投资领域“对赌协议”的可执行性研究[J]. 证券市场导报, 2011(9): 68-73.
- [24] 赵昭. 对赌协议的合法性出路[J]. 学术界, 2015(2): 88-96.
- [25] 许竹. 对赌协议在企业融资中的作用及对策研究[J]. 金融经济(理论版), 2016(10): 160-161.
- [26] 刘忠, 王会芳. 关于完善对赌协议监管措施的建议[J]. 证券市场导报, 2015(5): 68-71.
- [27] 徐光远. 创业企业签订“对赌协议”的风险控制[J]. 科技资讯, 2011(1): 153, 155.
- [28] GRILLI L, MRKAJIC B, LATIFI G. Venture capital in Europe: Social capital, formal institutions and mediation effects[J]. Small Business Economics, 2018, 51: 393-410.
- [29] JARUNEE, WONGLIMPIYARAT. Commercialization strategies of technology: Lessons from Silicon Valley[J]. The Journal of Technology Transfer, 2009.
- [30] GOMPERS P, LERNER J. Venture capital distributions: Short-run and long-run reactions[J]. Journal of Finance, 1998, 53(6): 2161-2183.
- [31] CUMMING D J, SCHWIENBACHER A. Fintech venture capital[J]. Corporate Governance: An International Review, 2018, 26(5): 373-389.
- [32] LERNER J, TÅG J. Institutions and venture capital[J]. Industrial & Corporate Change, 2013, 22(1): 153-182.
- [33] 汪洋. 产业结构、文化因素与我国风险投资“保险化”[J]. 上海财经大学学报: 哲学社会科学版, 2013, 15(4): 49-56.
- [34] WANG S, ZHOU H. Staged financing in venture capital: Moral hazard and risks[J]. Journal of corporate finance, 2004, 10(1): 131-155.
- [35] 董金鹏. 硅谷巨头们如何分配股权? [J]. 中外管理, 2014(5): 84-85.
- [36] 毛蕴诗, 周燕. 硅谷机制与企业高速增长——再论企业与市场之间的关系[J]. 管理世界, 2002(6): 102-108.
- [37] 吴军. 硅谷之谜:《浪潮之巅》续集[M]. 北京: 人民邮电出版社, 2016.
- [38] 宣岷, 赵美珍. 美国风险投资优先股制度的演进与运用[J]. 经济导刊, 2011(10): 7-8.
- [39] 刘希宋, 曹霞, 李大震. 风险投资及投资风险评价[J]. 中国软科学, 2000(3): 42-46.
- [40] 白凌. 对风险投资的认识与思考[J]. 理论探索, 2002(1): 56-57.
- [41] 段治文, 吴荣耕. 中国科技创新需要冲破传统文化观念的制约[J]. 中国青年研究, 2006(4): 28-30.
- [42] NORTH, DOUGLASS C. Institutions, institutional change and economic performance[M]. Cambridge University Press, Cambridge; New York and Melbourne, 1990.

(本文责编: 王延芳)