

议价能力

Bargaining Power

有效创业投资合同有多种形式

介绍 Steven N. Kaplan 教授和 Per Strömberg 教授的研究成果

当投资不成功时，创投资本家能在多大程度上避免损失？创业者应准备放弃多少对企业的控制权？一家新企业的成功会给投资双方带来些什么？如果想成功把握新企业的成功、失败以及介于成功与失败之间的各个阶段，制订适当的财务合同是问题的关键。

从 1996 年到 1999 年，随着越来越多的人开始知道网站公司的启动资本来自哪里，创投资本家(VCs) 的知名度也延伸到工商业界以外的其它领域。创投资本家和创业者因为一个具有成功潜质的商业概念和一套可信的商业计划走到一起。创投资本家如果决定投资，他们会给创业者一份合同细则，列明投资的条件，然后经过一连串的谈判最终敲定合同。这个过程短则几天，长则一年。

最近几年诞生了一系列关于创业投资的经济理论。但在财务合同中哪些方面最为重要以及合同可能采用的类型等问题上，大多数理论的看法都相互抵触。在题为《财务合同理论的实际应用——对创业投资合同的经验式分析》的文章中，芝加哥大学商学院两位教授 Steven N. Kaplan 和 Per Strömberg 从全方位的角度对创业投资合同进行了研究。他们不象以前有的学者那样仅仅依据市场传闻和逸事进行研究。通过分析大量的创业投资合同实例，他们发现实际的创业投资合同远比现有理论所预计的复杂，不同合同之间有天壤之别。

Kaplan 和 Strömberg 教授发现，利用创业资本融资的形式，创投资本家可以根据企业的经营状况，对资金支配权、董事会权利、投票权、清算权及其它一些对企业的控制权进行不同的分配。通常情况下，对董事会权利、投票权和清算权的分配须保证创投资本家在被投资企业经营不佳的时候拥有全部控制权。随着企业经营逐渐改善，企业家将获得越来越多的控制权。如果企业经营得非常出色，创投资本家会放弃绝大部分的控制和清算权，而只保留对资金的控制权。

Kaplan 教授表示，“企业家必须懂得，许多合同尽管看上去非常苛刻，好象创投资本家享有过多的控制权，但实际上并非如此。如果不以某种规范来制订合同，创投资本家就不会给你钱，但有些创业者始终不理解这一点。”

对新企业家来说，最重要的是抓住创投合同的要点，尤其是关于创投资本家权利的部分。两位教授从与创投资本家的跟踪谈话中发现，即使是经验丰富的创投资本家也能通过了解其他创投资本家如何组织其投资合同而获益菲浅。两位教授的这项研究唤起人们对创投合同复杂性的关注，也为投资双方进行有效谈判和最佳决策打开了方便之门。

分配控制权

Strömberg 教授认为，“合同谈判的实质是保证投资各方所投入的资金都能达到预期的回报率。同时还必须制定激励机制，促使所有人都为同样的目标而努力。此外，还需要分配控制权以确保在公司业绩未达到目标时能做出相应的调整。”

Kaplan 和 Strömberg 教授的研究基于 14 家创投公司在 119 家企业的 213 项投资。所有创投公司都提供了其所参与的每一轮融资的投资合同。如有可能，创投公司还提供被投资企业的商业计划书，投资项目的内部评估，以及关于未来经营状况的信息。

Kaplan 说，“这些合同都是根据实际情况而量身定制，这里面创投公司有许多文章可做。”

合同谈判中第一个要解决的问题是，企业将向创投资本家发行何种形式的证券。为保证创投资本家享有与创业者不同的权利，创投资本家和创业者应该持有不同类型的证券。例如，将董事会权和清算权与创投资本家的股票挂钩。Kaplan 和 Strömberg 教授发现可转换的优先股是使用最多的证券种类。在他们调查的 213 轮融资中有 204 轮使用了可转换优先股。这种证券允许创投资本家在被投资企业业绩良好时将其所持有的优先股转换成普通股，而在业绩不佳事则把优先股当作债券来处理。即便企业给创投资本家发行的也是普通股，创投资本家所获得的普通股也与创业者持有的普通股在类别与权利上有所不同。

同样，合同允许创投资本家和创业者拥有不同的资金分配权。Strömberg 教授表示，“资金分配权决定在企业上市时创投公司和创业者如何分成，而具体的分配通常取决于对经营业绩的衡量。”在所抽样的合同中，创投资本家平均控制 50% 的现金支配权，创业者控制 30%，其它方控制 20%。这表明创业者放弃了很大一部分的所有权。

当被投资企业被出售或经营状况不佳时，清算现金权和偿还权可以起到共同保护创投资本家投资的作用。在几乎所有的被调查案例中，创投资本家的清算要求权都优先于创业者对普通股的要求权。同时，98% 的例子表明，创投资本家的索偿要求都不低于其投资额。

Strömberg 说：“如果公司经营失败，清算权并不是十分重要的，因为届时公司一般已不会剩下什么能被清算的了。只有当公司经营得不算很成功，但至少还过得去的时候，清算权才显得重要。把清算权和偿还权结合起来意味着，如果投资在五年内都没有回报，创投资本家就有权要求还款。这是从成长性不高的企业取回投资的一种方式。”

董事会权和投票权允许创投资本家参与决定公司管理层、制定公司战略及其它未在原合同中列明的事项。在 18% 的被调查案例中，合同条款规定如果企业经营不善，创投资本家有权完全董事会。在所有第一轮的融资中，有 41% 的案例允许创投资本家拥有多数投票表决权。

对企业家的激励机制

Kaplan 和 Strömberg 教授发现，创业投资合同中除了一些基本的权利外，还包括了许多附加的条款。例如，创业投资合同经常包含自动转换条款。根据该条款，在某些条件下，如当公

司达到了特定的财务目标,尤其是当公司首次公开发行的股价超过了某个预先设定的价格的时候,创投资本家所持有的证券可以自动转换成普通股。如果公司溢价上市,创投资本家通常只保留资金支配权,而放弃对创业者占多数的控制权。在此后的某个时刻,创投资本家会出售所持有的股票并把资金转向新的投资项目。

95%的融资协议中都有自动转换条款。通常该条款还要求首次公开发行的平均股价高于融资股价三倍。所以除非能得到三倍以上的投资回报,否则创投资本家不愿放弃其控制权。

许多合同还利用授让和无竞争条款以限制创业者退出。在公司的主要价值来自创业者的专有技能的情况下,更需要对创业者离开公司做出限制。此外,利用授让条款,创投资本家也有权开除表现不佳的管理者,并剥夺其作为公司小股东的身份。

授让(vesting)条款要求创业者在一定时期内授让其股份,这样如果创业者在授让期结束前离开公司,他们将丧失所有的股份。大约有 41%的融资协议都使用了该条款。创投资本家还可以要求创业者签一份无竞争合同,规定创业者在离开公司后的一段时间内不得到同一行业的其它公司工作。大约有 70%的融资协议含有无竞争条款。

不同的权利拥有众多的附加条件,有 73%的融资合同至少使用了其中的一种附加条件。在大约 15%的融资合同中,创投资本家在签约时只承诺提供部分资金,额外的资金取决于公司今后的经营业绩和决策行为。除财务业绩外,创投资本家还可能参考其它一些指标,如产品性能、FDA 认证和专利许可等。Kaplan 和 Strömberg 教授的发现推翻了以前的理论,那些理论认为不能把基于业绩的附加条件写进合同里,因为无法对这些附加条件进行衡量。事实上,创投合同中的确包含各种各样的附加条件,以帮助创投资本家框定其所支持或反对的管理行为。

今后进一步的研究

这份研究报告是 Kaplan 和 Strömberg 教授正在着手的一系列关于创业投资程序的学术论文中的第一篇。他们的第二篇论文探讨了关于投资的筛选过程以及创投资本家在签订合同后如何监控和支持其投资。目前两位教授正在研究美国之外的创投基金。直到最近,创投基金在美国以外的国家和地区尚不活跃,成功率也不是很高,他们正在研究这一现象的起因。

关于首次对投资合同所做的这份研究, Kaplan 教授表示,“的确有出于公共政策的考虑在里面。如果这些创投合同在美国被证明了是行之有效的,同时其它国家也想知道怎样才能吸引更多的创投资本家前来投资,那么我们的研究成果就是他们在制订相关法律的时候应该借鉴的东西。”

Steven N. Kaplan 是芝加哥大学商学院企业家精神和金融学教授。Per Strömberg 是芝加哥大学商学院金融学副教授。