

分阶段投资对企业创新绩效的影响——从失败容忍的角度出发

王雨竹

上海大学

DOI:10.12238/ej.v8i4.2508

[摘要] 分阶段投资作为风险投资的一种方式,从失败宽容度的角度出发,能够通过缓解被投资企业被套牢的风险,减少道德风险的发生,及时修正逆向选择,具有对企业的监督治理的替代作用,对企业创新绩效产生激励效果,但也面临着增加风投机构的谈判和缔约成本、延误成本,导致企业家的短视行为的困境,对企业创新绩效产生不良影响。分阶段投资在提升企业创新绩效方面的作用值得进一步研究讨论。

[关键词] 分阶段投资; 企业创新绩效; 失败宽容度

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A

The impact of phased investment on corporate innovation performance: from the perspective of failure tolerance

Yuzhu Wang

Shanghai University

[Abstract] Staged investment, as a form of venture capital, can alleviate the risk of being trapped by invested enterprises, reduce the occurrence of moral hazard, and timely correct adverse selection from the perspective of failure tolerance. It has a substitute effect on the supervision and governance of enterprises, and has an incentive effect on the innovation performance of enterprises. However, it also faces the dilemma of increasing the negotiation and contracting costs and delay costs of venture capital institutions, leading to the short-sighted behavior of entrepreneurs, and has a negative impact on the innovation performance of enterprises. The role of phased investment in enhancing corporate innovation performance deserves further research and discussion.

[Key words] staged investment; corporate innovation performance; tolerance for failure

风险投资是指向企业进行股权投资,在所投资创业企业发展成熟或相对成熟之后股权转让,进而获利。企业发展阶段分为初创期、发展期、成熟期、衰退期,对于风投机构来说,其选择投资阶段的主要目的并不是促进企业创新,而是更好地获利,而分阶段风险投资是指为了降低高失败风险的创业企业家的道德风险,投资机构往往依据项目进展情况分次投入资金,代替传统的一次性投入全部资金的注资方式。

创新对于企业长期可持续发展具有重要意义。对于企业创新有投入和产出两种度量,风投机构往往更加看重产出绩效,因此本文着重探讨创新产出。创新产出当前有两类度量指标,企业创新数量和企业创新质量。分别以企业的专利产出数量和专利的被引用次数与总专利数的比值进行度量。

创新由于其长期性和投入产出之间具有滞后性,市场会受到各方的阻碍,在研发方面的投入是否有回报,未来也未可知。创新的失败意味着成本的增加,同时也可能给企业家带来心理创伤,因此,企业对于创新的投入往往与其对于失败的宽容度有很大的相关性。

失败容忍度(Failure Tolerance)指的是对失败的忍受程度。创新是决定一个企业是否能够凭借自身的独特性实现长期的发展,在市场中立足的重要因素。但是由于结果的不可预测性,创新往往伴随着很高的失败可能性。文中提到的失败宽容度主要包含两个方面,第一是风投机构对企业的失败宽容,第二是企业对于创新产品研发的失败宽容,二者都会影响到企业最终的创新绩效产出。高失败容忍度意味着在创新成果出现前对其预期较低,而低失败容忍度则说明对创新活动开始的门槛要求要更高。

本文将引入失败宽容度,从不同角度说明分阶段投资对企业创新绩效的影响。Manso(2011)提出,代理人会根据自身的失败容忍度设立一个阈值,当企业创新后能够获得的绩效水平高于这个阈值,则代理人也会鼓励创新,反之则会阻碍创新,即失败容忍度主要反映在代理人对于什么时候终止项目上。

1 分阶段投资对企业创新绩效有促进作用

1.1 分阶段投资能够缓解被投资企业被套牢的风险。分阶段注资意味着企业家的人力资本将逐步与初创企业的实物资本融合,

减少了企业家为寻求更好发展机会离开初创企业的风险,避免风投机构被企业家套牢,能够缓解初创企业通过人力资本作为要挟,对风险投资的“敲竹杠”问题。分阶段投资作为一种有效的控制机制,通过定期评估和决策来降低这种代理成本,提高风投机构对企业失败容忍度。分阶段投资阶段数越多,投资间隔时间越短,则VC机构对企业的监督和审查越频繁,套牢发生的可能性降低,企业代理问题或企业家的自利动机减弱,风投机构对于企业的失败容忍度越高,从而促进企业创新绩效的提升。

1.2分阶段投资能够减少道德风险的发生。代理成本,源于企业管理层(代理人)与投资者(委托人)之间的利益差异,导致了额外的经济负担。从风投的角度来看,若一次性向受资企业注入全部资金,一旦资金到位,这些资金对于风投而言即转化为沉没成本,难以灵活调整。相反,若采取分阶段、多次的投资方式,风投能够持续监督受资企业,实施动态的激励与约束措施,削弱受资企业的议价优势,确保每笔资金投入都能最大限度地服务于企业的运营与研发活动,防止企业家将风投资金挪作私用。此外,分阶段投资不仅有助于风投更深入地了解受资企业,及时提供精准且高质量的增值服务,还能通过逐步建立信任关系,缓解双方之间的信息不对称问题,从而有效降低代理成本(参考Tian, 2011; 董静、汪立和吴友, 2017的研究)。随着代理成本的降低,风投的投资成本也随之减少,进而降低了因代理问题而需在回报上获取的额外补偿。这种正面效应提升了风投对受资企业失败的容忍度,为企业的创新活动提供了更为宽松的环境,促进了创新绩效的提升。

1.3分阶段投资及时修正逆向选择。分阶段投资相当于为风险投资家提供了一个是否继续投资的决策期权。在这个框架下,只有展现出良好发展前景的企业才能获得后续的资金支持,而发展前景黯淡的企业则无法继续获得所需的资金。这种机制使得风投机构能够筛选出那些具备可持续发展潜力的企业,从而优化其投资组合,提高整体投资效益。分阶段投资策略不仅增强了风险投资家对项目进程的掌控力,降低了投资风险,还通过有效的激励机制促进了风险企业的健康发展,确保了资金能够流向最具潜力的创新项目。风险投资普遍都同时拥有多个投资项目,采取分阶段投资的策略使项目之间为了能获得下轮融资的机会,会进行竞争。因此,企业对于研发的失败容忍度随着可持续发展对企业创新的要求提升,企业本身有动力在当期进行技术创新,以获得下一轮的融资。风投机构和被投资企业之间存在一种双向选择的关系,分阶段注资的长期性要求企业的发展可持续,这种发展的要求使得企业的失败容忍度提升,进而提升企业创新绩效。

1.4分阶段投资具有对企业的监督治理的替代作用。相较于一次性全额投资,企业的当前表现,涵盖了财务业绩和创新成果等多个维度,是其在后续融资轮次中能否获得资金以及估值高低的关键因素。因此,通过分阶段投资策略对企业的整体表现产生了积极影响,在需要维持长期发展的压力下,企业需要对于业绩表现和创新表现进行平衡,对企业内部不同项目之间的逆向

选择及时修正,风投机构监督成本的下降提升了风投机构的失败容忍度,进而达到促进企业创新绩效的效果。

2 分阶段投资对企业创新绩效抑制作用

风险投资企业的分阶段投资会由于过度介入企业的经营管理而给企业戴上镣铐,导致企业的创新能力萎缩。陈艳(2014)研究证明风险投资采用不同的投资策略是由于在投资前企业的技术创新能力相比其他企业更弱,风险投资出于规避风险的考虑采用分阶段投资或者联合投资。在投资后,分阶段投资抑制企业创新,联合投资无相关抑制效果,与Mao, Tian等结论(2016)一致。

2.1分阶段投资会增加风投机构的谈判和缔约成本。风投机构对于被投机构的监管强度取决于代理成本和监管成本之间的权衡,甚至风投机构与被投资企业之间的地理距离也会影响分阶段投资的进行。由于实践中监管的成本很高,因此往往代理成本越高,风投机构才会增加其对于被投企业的监管强度,即监管频率。第一,根据不完全契约理论,企业与风投机构在缔约过程中,由于分阶段投资的阶段性,再谈判的可能性提升,谈判成本和缔约成本都增加;第二,分阶段投资也意味着风投机构需要向被投资企业派驻管理人员或阶段性对被投企业的绩效进行监督和考察,增加了企业的监督成本。此时风投机构越有可能缩短注资的期限,风投机构对于企业的失败宽容度下降。投资成本的增加会降低风投机构的投资意愿,在投资中对于回报的要求会提升,失败宽容度降低,对于企业创新绩效有抑制作用。但在以企业专利产出数量作为下一阶段注资指标的条件下,这种抑制作用可能体现在企业的创新质量上。

2.2针对国有企业,投资决策的延误成本也会由于分阶段的阶段数增加而增加。国有投资机构往往决策时间较市场化更强的企业长,分阶段投资时每一阶段的注资都需要一轮新的决策流程和审批,大大增加了投资的延误成本,也导致国有机构相对来说更少采取分阶段投资的方式。投资决策时的延误成本导致国有风投机构的投资成本增加,要求被投资企业更短时间内给出更高的回报,对风投机构的失败容忍度下降,对被投资企业创新绩效有抑制作用。

2.3分阶段投资可能会导致企业家的短视行为。分阶段投资往往会给企业是否能够获得下一阶段的注资规定经营目标,企业家有为了实现这一短期目标而放弃长期规划,降低自身对于创新研发的失败宽容度,从而导致企业创新绩效的降低。Jia 等(2019)进一步提出代理风险不仅会导致管理层偷懒与风险规避,还会造成创新活动中资源的低效配置,管理层以牺牲新颖性为代价追求创新的数量。

3 对分阶段投资的优化建议

3.1对于风投机构,分阶段投资策略在合约缔结初期就对风投机构介入企业经营活动的程度进行规定,避免由于镣铐的存在导致企业失败宽容度下降,影响企业创新绩效。在初次缔约时对于后续可能的结果进行尽可能的预测和完善,能够有效降低后续谈判成本的降低和缔约成本。如风投机构分阶段注资的目

标需综合考量包含企业创新质量在内的企业创新绩效,确保该企业能够实现长期的发展,避免企业家的短视现象。首先,风投机构分阶段投资的目标对被投资企业是具有一定的引导作用的,通过对企业创新相关目标的设定,可以对企业家的表现进行监督和激励,推动企业不断向前发展。这些指标能够反映企业在创新方面的投入情况,从而评估企业的创新潜力。除了创新投入外,风投机构还会关注企业的创新产出,如新产品销售额、新产品占比、新产品的市场份额等。

3.2风投机构应当对于被投资企业进行全方位的支持,借助投资机构在产业链上的布局资源支持被投资企业的发展,提升企业的经营水平和技术水平。风投机构投资的大多数企业都是初创企业,相应的扶持可以很好地避免企业家短视的发生。投资机构可以利用自身的资源和经验,为企业提供增值服务,如战略规划、市场研究、人才引进等。这些增值服务有助于提升企业的创新能力和市场竞争力。投资机构可以加强与企业的沟通和合作,建立信任关系,并充分利用第三方机构的信息资源。

3.3国家完善知识产权保护相应的法律法规,激发企业自身的创新活力,针对创新方面出台相应的政策措施确保创新活动的可持续性,同时对其滞后性导致的融资困难进行相应的补贴。我国在分阶段投资这种投资方式上的运用还远不如外国,同时由于制度体制的原因,资本市场也无法像其他国家一样完全活跃,这就需要政府和相关制度方面进行填补,创新活动需要高素质的人才支持,但人才流失和培养困难是制约企业创新的重要因素。投资机构可以协助企业制定人才发展战略,提供人才引进和培养的支持,同时建立激励机制,激发人才的创新活力。

3.4充分发挥三方机构的作用,加强行业内信息交流。降低投资过程中由于信息不对称、投资成本过高导致的风投机构不敢采取一些有风险的投资措施,加强与企业的沟通和合作,建立信任关系,并充分利用第三方机构的信息资源。通过搭建行业信息共享平台,可以实现行业内信息的快速传递和共享。这些平台可以包括在线数据库、行业论坛、社交媒体群组等,方便机构能够及时获取和分享市场趋势、政策动态、技术创新等信息。

4 结语

与国外发达国家相比,我国风险投资市场的发展起步较晚,目前整体发展状况尚未成熟。分阶段投资是风险投资的显著特征之一,不仅可以控制风险投资过程中的风险,减少风险投资机构的投机行为,而且还可减少创业企业的财务风险,促进创业企业人员努力工作,从而提高企业绩效。分阶段投资作为一种风险投资的注资方式,其出现对于企业创新绩效的影响有优势有劣势,作为一种工具,我们应当在实践中不断完善这种注资方式,使其能够发挥出最大的作用,实现风投机构和企业的双赢。

[参考文献]

[1]Manso, Gustavo. "Motivating Innovation." The Journal of Finance (New York)66.5(2011):1823-1860.Print.

[2]Tian X.The causes and consequences of venture capital stage financing[J].Journal of Financial Economics,2011,101(1):132-159.

[3]吴友,董静.风险投资与企业创新:效果评估与机制验证[J].上海经济研究,2022,(04):112-128.

[4]Gompers P.A.,1995, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital" Journal of Finance, 50, pp.1461-1489.

[5]陈艳.我国风险投资对企业技术创新影响的机理研究[D].苏州大学,2014.

[6]YIFEI MAO,Xuan Tian and Xiaoyun Yu.Unleashing innovation.2016.Workingpaper.

[7]Jia N,Huang K G,Man Zhang C.Public governance, corporate governance, and firm innovation: An examination of state-owned enterprises[J].Academy of Management Journal,2019, 62(1):220-247.

作者简介:

王雨竹(2001--),女,汉族,安徽省芜湖市人,硕士研究生,研究方向:分阶段投资对企业创新的影响——从失败容忍的角度出发。