

天使投资人的投资行为研究:一个理论综述

史建梁

内容提要 在我国,越来越多的天使投资人涌现出来,他们与来自创业资本基金的创业资本家一起,共同促进了创业企业的发展。我国理论研究者对创业投资基金的关注程度越来越高,展开了一系列研究,与此形成对比,研究者在天使投资相关的理论研究显得比较薄弱。本文对国外天使投资行为相关研究做了一个比较全面的综述,从实践角度,这可能有助于国内的实践者和研究者更深入地了解天使投资人投资行为机理,进而提升参与天使投资的决策能力。

关键词 天使投资人 创业投资行为 创业投资过程

中图分类号:F275.1

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2011)08-0050-06

一、研究动机

处于发展早期的创业企业难以通过内部积累获得满足高速增长需求的资金,他们常常不得不寻求外部融资。主要由三个来源:(1)来自朋友/家人,他们常常会出于情谊向创业企业提供“爱心资金”;(2)天使投资人,主要指富有个人,尤其是已形成一定规模资本积累的企业家;(3)创业资本基金,由职业化投资经理人管理的基金,这些基金的来源主要是私募基金以及机构。从事该类投资的人员被称为创业资本家。在上述三类外部资金来源中,爱心资金的规模非常有限,大多难以向创业企业提供资金之外的支持,如参与经营管理、帮助进一步融资等。创业资本基金更偏好于已有一定规模的创业企业,同时,它们的投资规模大多超出了早期创业企业的资金需求。因此,天使投资人常常是早期创业企业最愿意、也是最有可能获得资金以及其他支持的来源。国外的实践已表明,天使投资人填补了爱心资金与创业资本基金之间的空缺,是创业企业在早期发展阶段的助力器^[1]。

根据创业企业所处的发展阶段,完整的创业投资产业链是从种子期、早期的天使投资人、到早中期投资的创业资本基金、成熟期及后期投资的私募股权基金,然后到投资银行、收购基金,最终由比较完善的证券及并购市场接手。在我国,天使投资一直是创业投资产业链中最弱的一环。邓超等人对这一现象的成因做了阐释^[2],他们归纳了四点:(1)法律体系相对不完善,难以为天使投资提供健全的法律依托;(2)产权交易市场发展不成熟,天使投资退出机制不健全;(3)了解早期创业项目的途径不充分;(4)创业企业家本身的诚信方面存在问题。上述四点中,第(1)、(2)点属于法律、政策等宏观层面,本文不做深入探讨。第(3)、(4)点有相关之处,它们都说明,我国的天使投资人用以做出投资决策的信息基础存在着系统层面的缺陷,比如信息在社会层面的扭曲、失真^[3],尤其

收稿日期:2011-03-07

作者简介:金陵科技学院商学院院长助理,副教授,南京市,211169。

是各种信用信息。长期以来,我国在信用信息资源供给与可使用方面一直存在着低效率,这种低效率是银行在中小企业贷款方面“惜贷”的重要原因^[4]。现在,对于信息需求更强的创业投资决策来说,这种低效率的影响更加明显——在创业投资中,对企业家的信任是促使投资者做出投资决策的关键因素^[5]。面向早期创业企业的投资决策是非常具有挑战性的事情,早期创业企业创立年限短,它们处于高成长、高风险期,投资者必须具备较强的决策能力,才能在高度不确定、信息高度缺乏的情况下做出较佳的投资决策^[5]。

在信用信息高度不充分的情境下,我国天使投资人在决策能力方面存在的不足,可能是我国天使投资比较薄弱的微观成因。社会层面的信息结构完善是个长期而复杂的过程,短时间内难以实现。比较可行的是,提升潜在天使投资人的投资决策能力。要想实现上述任务,首先需要天使投资人的投资行为进行深入了解,这是本文的第一个研究动机,也是本文可能的实践价值所在。

近年来,我国理论研究者对创业投资基金的关注程度越来越高,展开了一系列研究,与此形成对比,研究者在天使投资相关的理论研究显得比较薄弱。检索我国最大的学术论文库 CNKI(中国知网),可以看到,关于天使投资的研究论文十分零散,关于天使投资人投资决策相关主题的探讨更未看到。本文聚焦在“天使投资人的投资行为”这一主题上,对近年来国外相关研究做了一个比较全面的综述,这可能直接帮助国内的研究者更深入地了解天使投资人的投资决策机理。这是本文的第二个研究动机,也是本文可能的理论价值所在。

二、天使投资人的特征、动机与交易结构

所谓天使投资,指的是比较富有的个人,使用自己的资金,通过债务或股权投资的形式向其他人经营的私人企业提供金融资本。这里的其他人,不包括资本拥有者的朋友或者家人。从事天使投资的个人,就被称为天使投资人。天使投资人的实际情况很不相同,尤其是他们的个性和知识很不同,这使得他们的投资对象、投资标准、投资行为、投资阶段也存在着很大的差异^[5]。有的天使投资人比较激进,他们对准备投资的企业做很少的尽职调查,在投资发生后,也很少涉入到所投资企业的经营中,与之形成对比,有些投资人会做详尽的尽职调查,并在投资发生后积极地参与所投资企业的经营。有的天使投资人有着丰富的投资私人公司的经验和知识,有些却对创业企业缺乏了解,甚至显得比较“天真”。在风险与回报上,有些天使投资人追逐“高风险、高回报”,有些却宁肯选择“低风险、低回报”。有些天使投资人喜欢做“独行侠”,有些喜欢通过参与有组织的群体来进行投资。有些天使投资人喜欢参与早期的投资,有些却要等到创业企业有了正现金流之后才愿意对其投资。

天使投资人与创业资本家之间有着诸多差异,这些差异表现在创业投资的全过程,如表1所示。需要说明的是,该表来自国外的研究,所以其中的一些数字只表明存在的相对差异,并不能作为我国本土研究的对照。我国目前尚未看到有关天使投资人的详细统计数字和相关系统研究。与创业资本家相比,天使投资人的投资动机也有着显著的不同之处——创业资本家主要是为了追逐财务收益而几乎不考虑其他方面,而天使投资人在财务动机之外,常常还有着强烈的非财务动机^[6]。一个就是给自己增加乐趣,可以称之为“享乐型投资人”。这类投资者常常是从经验丰富的企业家转型而来,他们喜欢参与创业企业的经营并从中获得乐趣,对投资回报率的要求比较灵活,甚至比较低。还有一种天使投资人比较愿意支持初生的创业者,他们希望体现出更多的社会价值,可以称之为“利他型投资人”。这类投资者比较有耐心,他们会将投资持有比较长的时间。他们的单笔投资额度比较少,要求的投资回报率也比较灵活。需要指出的是,对于天使投资人来说,投资回报仍然是主要投资动机之一,国外数据显示,天使投资人所期望的投资回报率在30%左右,持有期间在5年甚至更长时间内。与创业资本家相区别的是,天使投资人也有着强烈的非财务动机,并常常因此适当放松财务方面的要求。

表1 天使投资人与创业资本家之间的差异

	天使投资人	创业资本家
资金来源	投资人自己的钱	从其他投资者处募集而来
每年的交易数目	每两年1个 ^a	每年5~10个 ^a
每个企业的投资额度	2.5~25万美元,平均5~7万美元 ^a	100~1000万美元,平均400万美元 ^a
所投资企业的所处阶段	小的,初创期,早期	大的,扩张期
关注的地理位置	一般位于家庭附近	一般是国家范围内,有些是区域范围内
关注的产业	不限,一般来说倾向于他们熟悉的产业	一般聚焦在1~2个产业 ^b
交易的来源	别的天使投资人、朋友或者商业合约	别的创业资本家,或者是创业企业主动提交融资需求
决策者的类型	个人单独决策,可能是有经验的企业家	专业人员、工商管理硕士(MBA)、或者投资委员会
尽职调查	较少、非正式的、主观性比较高,较多地依赖于投资人的判断	广泛的、正式的、分析主导
采用的金融工具	比较简单,多采用普通股	比较复杂,多采用可转换优先股 ^c
参与企业经营的程度	经常是亲自深度参与	较少参与,主要是战略决策、董事会席位
投资期间	比较长,5年甚至更长 ^a	比较短,3~5年 ^a
退出策略	不太重要,着眼于长期投资回报	十分重要,首次公开募集(IPO)或者出售股权
投资的预期回报	20~30%,经常没有特定的ROI(投资回报率)需求 ^a	一般来说,30~50%的ROI ^a

来源:根据文献^[8]整理而得,作者自行翻译。

以下注释由本文作者添加:

- ^a 数据反映了国外的统计结果,我国目前尚缺乏权威的详细统计数据;
- ^b 在我国,大量创业投资机构由政府出资成立,以促进地方经济发展,故没有严格的产业限制;
- ^c 在我国现行法律框架内,优先股、可转换优先股并未得到强制支持,我国创业投资机构通过交易条款及法律支持的金融工具来间接实现。

上述种种差异,直接反映在天使投资人的交易结构上,下面,本文对天使投资的交易结构做个简要的总结。首先,天使投资的规模都比较有限,从表1中可以看出这一点。原因比较简单,从企业家的角度,早期阶段对资金的需求量有限,从投资人的角度,一方面,天使投资人的资本量都比较有限,另一方面,由于早期阶段的创业企业所内含的不确定性过大、风险过高,他们不愿意投入过多资金以避免难以承受的损失;第二,天使投资人和企业家难以精确地对创业企业进行估价,签约所依据的估价有着高度的主观性^[7],原因在于,早期创业企业还处于比较原型的阶段,它的价值本身就难以说清;第三,天使投资人一般会以普通股的形式投资,而不是像创业资本那样更倾向于可转换优先股。同时,他们一般不会分阶段投资。在天使投资人进行完第一轮投资后,创业资本家可能会进行后续轮投资,此时,天使投资人大多不会再参与^[9];第四,天使投资人较少地在投资合约中设置比较负面的协议条款,如排他性竞争、对读等,同时,与创业资本家相比,天使投资人较少地采用专门的退出权作为自我保护的措施。有经验的天使投资人更关注那些提升财务回报的要素以及退出的时机;最后,早期创业企业投资合约有着高度的不完全性。由于早期创业企业内含高度的不确定,难以清晰界定的情况太多,所以双方难以对可能出现情况做出估计并据此签订正式合约,他们常常不得不依赖于非正式合约来弥补正式合约的不完全^[9]。

三、天使投资人的投资过程

天使投资人的投资过程与来自创业资本基金的VCs十分类似^{[10][11]},但没有后者那么复杂。一般来说,天使投资人的投资过程划分为五个阶段:交易来源、交易评估、谈判与签约、投资后管理、收获,如表2所示。

表 2 天使投资人投资过程的五个阶段

1. 交易来源	投资人捕获可能的投资机会,通常通过以下渠道:项目推介会,来自行业协会、其他个人或组织的推荐,个人搜寻。
2. 交易评估	此阶段可以细分为 2 个步骤: (1)初步的筛选/第一印象:与个人投资准则相匹配,拥有的关于所处产业的知识,对投资提议的整体印象以及来自推荐人的影响; (2)详尽的评估:检查商业计划的细节、进一步研究投资提议、咨询合作伙伴、拜访企业家。最终评估决策受产业发展潜力、商业主意、对企业家的印象、可能的财务回报等因素的影响。
3. 谈判与签约	与企业家就估价、交易结构、投资条款及投资的前提条件等展开谈判,如果达成一致,则签约。主要因素是投资价格。
4. 投资后管理	天使投资人会亲自参与企业的经营,包括建议、督导、帮助提升管理能力、列席董事会等各方面,参与程度会随着企业发展阶段和企业绩效的不同而有较大的差异。
5. 收获	从企业中退出,方式常常是将持有的股份卖给其他的投资者。

来源:作者根据文献^[7]自行翻译。

聚焦于不同的阶段,学者们已进行了众多研究,下面,本文对其中的一些研究略作介绍。在投资评估和筛选阶段,有研究者代理风险对天使投资人的重要性——对代理风险的规避直接影响着投资人的决策,他们会非常谨慎地选择投资对象,以避免在投资后不得不投入较大的经历来防范代理风险^[12]。有研究者关注天使投资人在投资过程中所使用的决策准则,他们发现,天使投资人将较高的权重给予企业家能力以及可追溯的纪录,换言之,企业家是否值得信任?^[13]在谈判与签约阶段,有研究者探讨了天使投资人与企业家双方就企业估价与合约条款进行谈判的过程^[14],以及情境对天使投资合约条款的影响^[15]。在投资后管理阶段,证据表明天使投资人主要通过亲自参与企业的经营管理来监督企业家,与此同时,他们对创业企业做出了资金之外的贡献^[16]。早期创业企业有着较高的死亡率,在这个阶段,天使投资人还需要及时判断自己是否应该退出。有一种情况是,创业企业不能算失败,但它的成功也不大,此时天使投资人尤其需要谨慎地判断是否需要退出,这种情况被称为“活死人”投资^[17]。有研究者总结说,对天使投资过程的分阶段研究固然推进了对天使投资行为的了解,但也有缺陷,它们没有能从一个全局的视角来考察天使投资过程^[18]。基于此观点,研究者提出了基于迭代评估的天使投资过程模型,这个模型强调天使投资人对可能的投资机会进行评价的过程是个循环过程,在这个过程中,天使投资人会根据自己的投资目标以及实际情况(如拥有的资源、来自其他投资人的支持)来审查备选项目。

在天使投资人的投资过程中,投资人的时间和精力主要用于投资后管理阶段,他对创业企业的非财务贡献也集中体现在这个阶段。天使投资人发挥自己的知识和经验,动员自己的资源,亲自参与所投资企业的经营管理,已成为他们有别于创业资本家的显著特征。考虑到投资后管理的重要性,本文在下一节对此做专门的阐述和分析。

四、天使投资人的投资后管理

在投资后管理中,天使投资人主要关心两点:(1)监督企业家,尽力减少源自企业家的代理人风险;(2)提供金钱之外的增值服务。通过亲自参与企业的经营管理,天使投资人同时兼顾了这两点^{[7][16]}。比较极端的情况是,天使投资人和企业家之间的界限已经模糊,天使投资人几乎就是创业团队的一员,他们扮演着全职雇员或者兼职雇员的角色,相当于“用投资给自己买了一份工作”;还有另外一种极端情况,有的天使投资人不愿意过于频繁地

参与到企业经营管理中,他们更愿意定期来与企业家交流,观察企业的运转情况,并在企业家的要求下提供自己力所能及的帮助。大多数天使投资人处于这两个极端之间。

在投资后管理中,天使投资人参与创业企业经营的程度受三个方面的影响,借助图1,本文:

(1)天使投资人实现自己的非财务目标。通过参与经营管理,天使投资人从中获得乐趣,或者他从帮助企业家的过程中获得实现自己的社会价值;(2)为了实现较高的财务收益,天使投资人需要参与经营管理。当他们觉得自己的参与能帮助企业获得更多的成功,从而为自己赢得更高的财务回报时,他们会倾向于更多地参与企业的经营管理^[7];(3)创业企业内含的不确定过高,天使

投资人不得不通过深度参与以获得充分的信息来做出进一步的决策。早期创业企业投资的难点就在于投资人与企业家存在着高度的信息不对称,天使投资人只能通过深度参与企业经营,才能获得充分的信息。

需要特别指出的,与创业资本家在投资后管理阶段对代理人风险的高度关注有所不同,天使投资人在投资后管理阶段中对代理人风险的关注可能并不是很强烈^[15]。在评估阶段,天使投资人常常将企业家是否可以信赖作为关键的决策标准^[5]。普遍的情况是,天使投资人只会投资自己信任的企业家。天使投资人更多地将自己视为向企业家提供帮助的合作者,而不是定期来检查企业家工作的监工。如果天使投资人觉得企业家不可信任,则他更倾向于选择退出,而不是进行严格的监控。

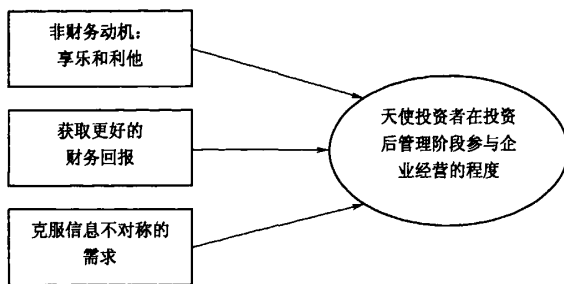


图1 影响天使投资者参与企业经营的因素

五、天使投资人的投资行为研究的展望

在上文中,本文已对天使投资人的特征、动机、交易结构、投资过程做了比较全面的回顾。随着对天使投资的研究逐步加深,一些新的研究主题已经逐步浮现。下面,本文对两个可能的方面做个展望。

第一,天使投资人的专业化。天使投资发展到现在,已经形成了一个比较完整的体系。从国外的趋势来看,天使投资人表现得越来越专业化,如天使投资人开始逐步形成合作团队,合作进行投资,其中有一些天使投资人团队已经具备了与创业资本基金同样,甚至更强的实力,他们逐步进入中后期的创业企业投资。同时,在融资合约上,传统的天使投资大多选择普通股,而现在的趋势是越来越多地选择可转换优先股。我国的天使投资行业从2000年左右的网络浪潮开始兴起,一直都是跟随着美国创业投资行业的发展步伐。那么,可以预期,美国正在发生的天使投资人的专业化浪潮,也将影响到中国的天使投资人群体。

第二,天使投资中的风险规避与共享机制。从国外学者对天使投资回报率的统计研究来看,天使投资的整体回报率并不是很高,34%完全失败退出,13%有部分损失或者持平,只有23%的天使投资会产生50%甚至更高的内部回报率^[19]。研究还表明,较大规模的投资或多方合作投资,可能会取得更好的投资绩效。在实践中,越来越多的天使投资人开始偏向于天使投资人之间联合投资,或者与大规模的创业资本基金达成合作协议,从而构建风险规避和共享机制。进一步探讨这个主题,可能有助于促进更多人加入到天使投资人行列。

在我国,从政府到实践者,越来越意识到天使投资对创业企业的支持作用,以及对区域、国家经济的推动作用,并开始积极行动起来。与之形成对比的是,我国研究者对天使投资者投资行为的关注还显得不够。

参考文献:

- [1] Madili, Judith J., Haines JR, George H., Riding, Allan L. The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital[J]. Venture Capital, 2005, 7(2): 107 - 129.
- [2] 邓超, 郑元婷, 王昌东. 政府促进天使投资发展的国际比较及启示[J]. 经济问题探索, 2010(1): 129 - 133.
- [3] 高洪明. 转轨经济中的信息、不确定性与贷款决策机制: 一个将制度性信息内生化的贷款决策模型[J]. 财经研究, 2005(5): 40 - 52.
- [4] 王一兵. 信用信息资源供给与可使用的有效性研究: 对银行信贷登记咨询系统的实证分析[J]. 金融研究, 2005(4): 122 - 132.
- [5] Sudek, Richard. Investigating the Angel Funding Process: How Entrepreneur Enthusiasm, Trustworthiness and Venture Attributes Affect Angel Investment Decision Processes[Z]. Clarendon Graduate University in American, 2007, Unpublished doctoral dissertation from PQDD(ProQuest Digital Dissertation)
- [6] Sullivan M. K., A. Miller. Segmenting the Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic and Altruistic Investors[J]. Journal of Business Research, 1996(36): 25 - 35.
- [7] Mason, Colin M. Informal Sources of Venture Capital. The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures[J]. Springer Science & Business Media, Inc. 2006: 259 - 299.
- [8] Morrisette, Stephen G. A Profile of Angel Investors[J]. Journal of Private Equity, 2007, Summer: 52 - 66.
- [9] Ibrahim, Darian M. The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors[J]. Vanderbilt Law Review, 2008(61): 1405 - 1452.
- [10] Tyebjee T., Bruno A. A Model Of Venture Capitalist Investment Activity[J]. Management Science, 1984(30): 1051 - 1066.
- [11] Fried V. H., Hisrich R. D. Toward A Model Of Venture Capital Investment Decision Making[J]. Financial Management, 1994, 23(3): 28 - 37.
- [12] Fiet J. O. Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets[J]. Journal of Management Studies, 1995(32): 551 - 574.
- [13] Mason C. M., Harrison R. T. Why Business Angels Say No: a Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate[J]. International Small Business Journal, 1996(14): 35 - 51.
- [14] Bartlett, Joseph W. Negotiating the Best Valuation and Terms for Early - Stage Investment[J]. Journal of Private Equity, 1999, 2(3): 7 - 14.
- [15] Kelly, Peter., Hay, Michael. Business Angel Contracts: the Influence of Context. Venture Capital[J]. 2003, 5(4): 287 - 312.
- [16] Harrison R. T., Mason C. M. International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital[J]. Journal of Business Venturing, 1992(7): 459 - 475.
- [17] Ruhnka J. C., Feldman H. D., Dean T. J. The 'Living Dead' Phenomenon in Venture Capital Investments[J]. Journal of Business Venturing, 1992(7): 137 - 155.
- [18] Paul, Stuart., Whittam, Geoff., Wyper, Janette. Towards a Model of the Business Angel Investment Process[J]. Venture Capital, 2007, 19(2): 107 - 125.
- [19] Mason, Colin M., Harrison, Richard T. Is It Worth It? The Rates of Return From Informal Venture Capital Investments[J]. Journal of Business Venturing, 2002(17): 211 - 236.

A Theoretical Review on the Investment Behaviors of Angel Investors

SHI Jian - liang

(Nanjing Science and technology college, Nanjing 210001)

Abstract: Together with venture capitalists from venture capital funds, angel investors have boosted new ventures emergence within the last years in China. The domestic researchers have provided lots of concerns on venture investment funds, compared with this, the researches on angel investors are still weak. This paper operated a comprehensive review on the oversea angel investors' investment behaviors. The practice application is that it maybe improves our understandings on angel investors' investment behavior processes, which then promotes individual decision capability that is needed to participate in the angel investment activities.

Key words: Angel Investors; New Venture Investment Behaviors; New Venture Investment Process

责任编辑: 齐晓飞