

天使投资与风险投资基金的比较分析

刘丁己,周 纯,何国全

(北京大学,北京 100871)

摘 要: 随着风险投资基金已经逐渐远离新创事业的投资轨道,取而代之的是非正式(无形的私人风险投资(天使投资))。相较于传统融资渠道,天使投资的特色是门槛低、决策简单迅速、对回报率和期限要求较低,因此天使投资机制在中国的新创事业融资市场有着巨大的发展潜力。

关键词: 新创事业;天使投资;风险投资基金

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-2154(2005)05-0066-05

一、引言

一般认为,在以信息技术、生物、网络为特征的“新经济”发展中,风险投资基金扮演了重要角色,科学技术成果的商业化和市场化与风险投资资本市场日臻成熟形成了良性互动。在美国,众多高科技公司的成长催生了数以千计的亿万富翁,刺激了数以千亿美元的资金融入各种风险投资行业。然而,随着风险投资资本市场的成长,非正式(无形)的私人风险投资,大有取代正式组织结构的风险资本—风险投资基金之势,在推动科技新创事业的发展中发挥更重要的作用。

二、天使投资—新创事业新融资渠道的中流砥柱

非正式的私人风险投资市场(Informal Business Angel)是一个没有中介的风险资本市场,它由富裕的家庭和个人直接对企业进行股份投资;投资项目从投资前选择、投资过程中的管理到投资后的监控和收获等都由投资者自行完成。由于个别投资人的资本金

规模一般都比较小并且多来自私人财产,因而也就不像风险投资基金那样有迫切的时间、规模和回报的压力,它已成为企业最初创立的主要融资方式。由于其“雪中送炭”色彩更为浓厚,许多人也称其为“天使投资”。据估计,美国市场上天使投资的投资金额是正式风险资本的5倍。另据保守估计,20世纪90年代每年大约有25万个天使投资者向约为3万家企业投资大约100亿美元,按照平均六年的投资期计算,在非正式的私人风险资本市场上的资金规模大约应在600亿美元左右。而同期据估计,有形的风险资本市场是由500家以上的风险投资基金组成,管理着大约350亿美元的资金(有关参与MBO、MBI、LBO以及IPO的其它来源的投资将更多)。尽管私人风险投资在绝对数额上并不小,然而学术界、投资同行及公众却对其探讨甚少,公众可获得的可靠的统计分析,特别是关于收益率和投资趋势等方面只能集中在有形的正式的风险资本市场上。

由于美国有着繁荣的私人风险投资市场在“幕后”持续的支持,所以它的持续创新过程的资金链条并没有因为风险资本的“背叛”而受到制约,反而是

收稿日期:2004-12-28

作者简介:刘丁己(1977-),男,台湾人,北京大学光华管理学院博士研究生。

得到了优化。风险投资并非是无国界的,相反其有着非常明显的地域性,这是因为风险投资给被投资企业带来的不仅仅是无担保的资金,更有密切的监督甚至直接参与管理。这可能是为什么同样是建立发达的风险资本市场体系,仅仅美国才取得科技持续创新的繁荣,而其它国家或者仅有发达的风险资本却偏废了私人风险投资,或者重视了私人风险投资但却在风险资本市场架构上有欠缺,因而科技持续创新的资金链条实际上被阻滞了。

三、天使投资的运营模式

天使投资者一般是指那些所谓高净资产的个人:他们一般个人净资产过百万,通常都具有丰富的商业和管理经验。天使投资被称为资本与经验的天然结合。在美国,由天使投资者构成的无形的风险投资市场是整个美国风险投资市场的最古老和最大的组成部分,它由超过 200 万以上的个人构成,每年的投资额据保守估计约 100 亿美元。

典型的天使投资是通过两种渠道来实现的:一是通过熟人介绍来促使投资人与创业者见面。其中有些是通过亲戚、朋友、同事或者大学的教授来牵线,有些则是通过律师、会计师或银行来介绍;二是通过所谓天使网络来撮合。往往找到一位天使投资人,就可能触动 5 到 10 个天使甚至更多,从而可以有更灵活的方式来进行选择配对。

四、天使投资与风险投资基金的比较

New Hampshire 大学的 Freear 教授于 1995 年对美国新英格兰地区的 284 个新生的高科技企业作了融资过程方面的调查。这项研究较好地比较了天使投资与风险投资基金融资的区别,并较全面的分析了创业者与投资人之间的合作过程,因而得到广泛的引用。主要的发现包括:

(一)融资规模

天使投资在较小型的交易中起到了主导地位。研究发现,50 万美元是天使和风险投资基金投资偏好的分界点。在低于 25 万美元的各轮投资中,天使们的资金占到了 93%,在 25 万美元到 50 万美元之间天使们的资金则占 75%。当融资超过 50 万美元时天使们的作用就迅速减弱。在 50 万美元到 100 万美元的投资中天使们只占到了 26%。更大规模

的投资则由风险投资基金占据了主导地位(参见表 1)。

表 1 新生科技企业中私人风险投资与风险资本的投资规模比较

投资额 分组(万)	私人风险投资			风险投资		总计
	项目数	占百分比	本阶段 百分比	项目数	占百分比	
<25	102	58	93	8	5	110
25 - 50	43	24	75	14	8	57
50 - 100	15	8	26	31	18	46
>100	17	10	12	120	69	137
合计	177	100		173	100	350

(二)融资阶段

按照比较一致的划分,典型的风险投资过程包括种子期、创立期、第一、二、三轮、过渡性融资等。研究表明,天使投资是种子期融资的最大的单一来源,其资金占种子期的 48%,在创立期,天使们提供了 20%的资金,第一、第二轮融资天使们只占 8%,而第三轮之后天使们仅占 2%(参见表 2)。当以投资的项目轮数而不是数量来比较时,天使们在早期融资中的中心地位就更明显了。天使们在种子期投入了 52 轮资金,占此阶段的 83%;在创立期天使们的融资轮数也比风险投资基金多,55 轮占该阶段的 59%(参见表 3)。

表 2 新生科技企业中私人风险投资与风险资本的投资比重比较 (%)

企业阶段	私人风 险投资	风险投资	其他来源	合 计
种子期	48	44	8	100
创业期	20	45	35	100
第一轮	8	69	23	100
第二轮	8	58	34	100
第三轮	2	52	46	100

很显然,天使投资在种子期和创立期都要比风险投资基金(风险资本)更为活跃。天使们 54% 的资金和 60% 的交易出现在种子期和创立期,相比之下,风险投资基金只投入了 20% 的资金,占交易的 28%。需要特别说明的是,由于样本时间即 284 家公司的创立时间大约在 20 世纪 80 年代中期或更早(这样才有近十年的可考查资料),所以这里对风险投资基金(其 80 年代中后期占据主导地位)在种子

期和创立期的贡献实属最乐观的估计。20 世纪 90 年代之后相信风险投资基金的这一早期贡献将会更少。

表 3 新兴科技企业中私人风险投资与风险资本的投资项目轮数比较

企业阶段	私人风险投资			风险投资		总计
	项目数	占百分比	本阶段百分比	项目数	占百分比	
种子期	52	29	83	11	6	63
创业期	55	31	59	38	22	93
第一轮	29	16	34	56	32	85
第二轮	26	15	36	46	27	72
第三轮	10	6	34	19	11	29
过渡性融资	5	3	63	3	2	8
合计	177	100		173	100	350

(三) 天使投资的过程决策快, 程序相对简单

尽管寻找天使的过程好象要比寻找风险资本困难, 但是通常找到并实际与天使见面的时间是一个月, 而找到并与风险投资基金方面见面要 1.75 个月。进一步, 从第一次见面到获得资金, 天使投资者通常要花 2.5 个月, 而风险投资基金则需要 4.5 个月。分析其原因可能是天使们在数量上占绝对优势, 且多在自己非常熟悉的专业领域投资; 对比的是风险投资基金的“高效率”, 每 1000 - 1500 万美元对应一个普通合伙人, 外加 2 - 3 个初级助理, 而且随基金规模扩大每个普通合伙人对应管理的资金规模更大, 从而相对人手更少, 这样只会使门槛越来越高, 金融专业人士越来越难以花时间考虑其它不熟悉的专业问题。^①

(四) 天使投资的预期收益低, 成本也低

天使投资不像风险投资基金那样存在外在苛求的高收益率的压力, 因为天使们多是用自己的资金在投资。研究表明, 美国的高收入家庭比一般家庭对风险与流动性表现出特别的偏好, 他们愿意冒高于一般风险以获得高于一般的回报, 同时, 他们为了获得这样的回报愿意接受长期的固定的资金投入。由此, 天使们表现出比风险资本同行们较小的规避风险的倾向和较大的耐心。

更独特的是天使们通常有一种人格化的魅力, 即看重精神收入。研究表明, 当天使们预计其投资将有助于增进社区就业、有助于社会福利技术的商业化(如医药、节能、环保), 有助于帮助女性和少数

民族时, 他们中 50% 以上表示愿意冒较高的风险而接受较低的回报。^② 不仅如此, 许多天使们均看重成就感的满足, 如他们帮助创业者建立一个成功的企业, 实现自己的某种的未竟的(或具有想象力的)意愿。相比之下, 风险资本可以说是非常冷酷的和缺乏想象力的。天使们期望每年 32.5% 的回报, 而风险投资基金则期望每年是 40%。^③

收获机制上天使们也明显不同于风险投资基金。天使们更多通过在私人市场上出售股份来退出, 而风险资本则渴望 IPO, 或者是大金额的并购。这使得二者对资金收益率或成本的期望是相当不同的。

(五) 天使投资是资金加经验的良好结合

天使投资者一般具有丰富的商业和创业经验, 他们投资的过程积极主动, 除了在公司董事会设置代表这种普遍形式外, 大部分天使投资者也在公司里担任顾问, 而且天使们还有一些参与方式是风险投资基金难以做到的。如几乎有 1/4 左右的天使投资人在所投资的公司里全职或半职工作, 甚至是直接投入经营, 这对于缺乏经验的初创科技公司是尤为有意义的。当然这一参与并不是干涉公司的自主权。天使们的这一特点还决定了他们一般只在一定的有限地域内投资, 比如一小时的车程范围。相比之下, 风险资本一般只参与管理, 且与被投资公司的关系较为疏远。

五、中国的天使投资发展现状与建议

纵观国外成熟的资本市场, 天使投资以其特有的优势成为资金供给链上最基础、最重要的一个环节。天使投资对处于创业阶段的中小企业的孵化作用被市场充分肯定。我国众多的中小企业在成长过程中都会遇到不同的困难, 其中资金短缺、融资困难是中小企业共同存在的难题, 很多有前景的企业因此而流产。如何借鉴国外成熟资本市场的发展经验, 孕育天使投资群体, 改善资本市场结构, 是我国资本市场发展目前急需解决的问题。

中国天使投资人的来源主要可分为三类: 一是

① 倪正东, 风险投资浪潮[M], 上海: 光明出版社, 1999. 183; 290.

② 王益, 徐小松, 风险资本市场理论与实践[M]. 北京: 中国工业出版社, 2000. 33 - 34.

③ 倪正东, 风险投资浪潮[M]. 上海: 光明出版社, 1999. 292.

海外归国的高学历的新富阶层和外企中的中方高级管理阶层。这类人群的特点是学历高,具有复合型的知识结构,掌握和了解世界科技和管理发展的最新动态;二是国内的一些个体经营者包括个体公司老板、一些行业的高收入个人等群体。这类人群资金实力较为雄厚,头脑灵活,而且很多人具有创业经验;第三类是一些手上拥有家族几代积累的大笔财富,在目前增值乏力的市场情况下需要有所投资,但又缺乏好的投资方式的群体。中国在经过20多年的改革开放之后,民营企业已成为中国经济发展的不可缺少的一部分。在20世纪80年代和90年代诞生了一批百万富翁和千万富翁,且在过去的四年中中国的民营企业以年平均20%的速度增长,如果中国继续保持低储蓄利率的政策,一部分民营企业家将会进行天使投资的尝试,特别是在浙江、江苏和广东等富有省份。因此,成功的民营企业家和一些富有人群有可能成为未来中国天使投资人的主力军。

从我国天使投资根据成员之间的联系程度来说,天使投资俱乐部分为两种形式:松散型和紧密型。松散型投资俱乐部成员每个月开一次会,彼此交换新发现的投资项目、投资过程中的相关法律工作等。紧密型投资俱乐部的成员将自己的资金集合为一个整体,他们共同研究并通过一个财务人员对外统一投资。以深圳为例子,由于深圳地区高科技企业星火燎原般的崛起,有越来越多的人投身于天使行列。为减少投资风险,天使投资人往往结成一个团体,通过组成投资俱乐部的形式,有时每个人只需投资1万元即可。

对于建立天使投资俱乐部的关键成功因素(Key Success Factor),一般至少有三个:一是选择有优势的地点。在技术、人才密集的区域,面临的机会更大。二是合格的成员。为了保护投资人的利益,投资对象应该是具有一定经济基础和抗风险能力的人。三是聘请优秀的管理人。根据经验,仅仅有资金和热情并不能保证获利,需职业经理对诸多投资项目进行筛选,提高投资的成功率,只要能选中“黑马”,所得就很可观,这也有利于将投资者与管理者利益结合起来。

然而尽管我国创业投资中政府出资比例已经降到42.9%,但是却仍然高居内资创业投资之首,民

间投资所占比例连10%都不到。对于我国创业投资现状而言,这一比例实在太低。我国并不是缺乏私人资本,为何涌现不出一批天使投资人?从当前的国内形式来看,主要有以下几个原因:首先,一部分人可能由于自身的素质和观念的缘故,规避风险的意识太强,难以勉为其难。其次,一部分群体对创业投资比较陌生,不敢贸然进入这个领域,但又渴望有好的投资回报。再次,我国目前的创业投资机制和投资环境尚未完全成熟健全。此外,我国创业投资还存在着三大约束:一是法律约束。截止目前《基金法》尚未出台,《企业合伙法》也未修改成熟,现有法律对个人投资的保护也有待加强。二是资本市场不成熟,融资渠道不畅。创业投资的最大障碍就是其退出机制不健全,这部分原因也大大限制了天使投资者的意愿。三是我国目前这方面的专业人才相当匮乏,相应的创业投资家更是奇缺。这三方面的约束使得我国的新创事业中天使投资步履蹒跚,也使得很多天使资本望而却步。此外,还与前一时期的互联网低潮影响有关,所谓“一朝被蛇咬,十年怕草绳”的投资心理,使得一部分天使资本不敢再涉足创业投资。

与美国的天使投资相比,中国的天使投资还需要逐步建立相应的机制。笔者建议可从以下几个方面加强这方面的建设:

(一)加强天使投资的教育和宣传

很多的民营企业家或者私企业主有资金,但缺乏投资高科技的意识,他们不愿意投资于“高风险、高收益”的行业。因此,专业机构,比如投资机构或者投资公司,可针对此问题举办这方面的培训或者研讨会。

(二)建立比较紧密的天使投资人团体

比如投资人俱乐部或者天使投资俱乐部等。如果民间资本能够以集体的形式出现,则易于建立相对稳定的管理机制和投资机制,有益于整个天使投资行业的成长。

(三)建立校友投资人网络

亲戚和朋友虽是很好的天使投资人选,但如果他们没有资金,则只好找其他具有相同特征的群体了。由于校友之间有很多相同特征而且都接受过良好的高等教育,因此也很容易建立彼此之间的信任关系。以清华大学为例,一方面,清华每年都有很多

校友出国留学,这些人将来在国内外发展都会有较好的薪水待遇,相对比较富裕,如果有很好的投资机会,他们也会参与投资;另一方面,清华校友中有很多的企业家,他们一般都有较好的知识结构和投资能力。

六、结语

综上所述,天使投资作为专门投向种子期和创立期的风险资金来源,其内在的种种特点确定了天使投资的一个不可替代的重要功能——即科技创新的催化剂。正因为天使投资的存在,所以众多刚刚处于萌发阶段的创新点子得以获得资助,可以有机会和有资金继续探讨其可行性,并进一步发展直到采取实际行动,以实践其创新观念,最终投入应用和产业化。在中国,持续增长的个人储蓄喻示着丰富的民间资金,新型高素质的富有群体的形成也为中国天使风险投资的发展创造了巨大潜力。目前天使投资在中国虽然还没有形成有效的群体,但随着资本市场的完善和发展、政府对天使投资业的支持和引导力度的加大以及良好的天使投资氛围的形成,

必将催生一个有效的天使投资群体。相信在中国经济的未来改革和资本市场的发展中,天使投资将发挥更大的作用,这对促进中国中小企业的快速发展,完善中国的资本市场,并改善资本市场结构有着积极的现实意义。

参考文献:

- [1]王益,徐小松.风险资本市场理论与实践[M].北京:中国经济出版社,2000.
- [2]倪正东.风险投资浪潮[M].上海:光明日报出版社,1999.
- [3]洪银兴.高科技与风险投资机制[M].经济理论与经济管理,2001,(11).
- [4]胡海峰,陈闯.创业资本运营[M].北京:中信出版社,1999.
- [5]Ordover, J. A., and Willing, R. D.. Antitrust for High - Technology Industries: Assessing Research Joint Venture and Mergers[J]. Journal of Law & Economics.1985.
- [6]Poyogo - Theotoky, Joanna.Equilibrium and Optimal Size of A Research Joint Venture in An Oligopoly with Spillover [J]. Journal of Industrial Economics,1985.
- [7]Kamien,M.I., and Zang,I.Competitive Research Joint Venture [J].Journal of Economics & Management Strategy,1993.

Cumparative Analysis of Angel Investment and Risk Investment Fund

LIU Ding-yi, ZHOU Chun, HE Guo-quan

(Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: As the risk investment fund has gradually been away from the investment track of the new undertaking, it is replaced by the informal (ishapeless) personal risk investment (Angel Investment). Compared with the traditional way of funding, Angel Investment boasts the Characteristic of low requirement, simple and fast decision making and low expectation on repay and time limit and therefore Angel Investment system is very potential in the funding market of new undertakings in China.

Key words: new undertaking; angel investment; risk investment fund

(责任编辑 毕升风)