

创业投资融资模式优选： 以私人权益资本为主

张文强

(中央财经大学金融学院 北京 100081)

【摘要】 本文基于信息产权模型分析了以公开权益资本和私人权益资本进入项目的创业投资者搜寻信息的行为,发现以公开权益资本进入项目的创业投资者会在信息市场上遭遇“囚徒困境”现象,而私人权益资本融资是创业投资者较佳的融资制度安排。

【关键词】 创业投资 公开权益资本 私人权益资本 信息产权

创业投资是新古典经济增长过程中出现的一种金融中介和投资方式。自其产生以来,创业投资就在推动科技进步、创造就业机会、促进经济增长等方面日益显示出巨大的影响,从而受到世界各国尤其是发达国家的普遍重视。

私人权益资本是指不经过证券监督管理机构登记,在私人之间、机构之间或私人与机构之间交易的权益资本。这种资本主要是投资于没有资格在公开市场上发行证券的筹资者,或者是虽然有资格但却不愿意在公开市场上发行证券的筹资者。私人权益资本投资者主要为那些高风险且具有高预期收益的项目提供资金,在投资决策前执行审慎调查,在投资后通过保留强有力的影响来保护自己的权益价值。20世纪70年代末以来创业投资得到了快速的发展,究其原因,很重要的一点就是其采用了私人权益资本融资模式。

一、现有研究简述

对创业投资的融资活动进行研究的现有文献主要是基于投资者能力差异和创业投资的治理结构。基于投资者能力差异的文献认为创业投资之所以采取私人权益资本融资模式是因为创业投资者的投资能力强于公开权益资本市场上的普通投资者的投资能力。在公开权益资本市场上,一般投资者缺乏创业投资知识,难以客观地评估投资项目的风险和收益,往往偏好常规性投资,投资收益较低。而以私人权益资本进入投资项目的投资者往往有着较强的投资能力。这些投资者远较一般投资者更有能力客观地评价投资项目的风险和收益,往往对风险有着特殊的偏好,愿意进行长期的权益投资,鼓励经营者选择那些在未来确实具有高成长性、高风险的项目进行投资。基于创业投资治理结构的文献较多关注于投资者利益的保护。创业投资的高风险特点决定了其投资合约必然是不完备合约,且其不完备性要高于一般合约的不完备性。理论分析和经验研究都表明,有限合伙制是一种有效的创业投资治理结构,能够有效地化解经营者道德风险问题。有限合伙制通过特定的融资契约安排,使得控制取向型投资者——普通合伙人作为中心签约人既拥有剩余控制权又拥有剩余索取权。他

们基于自身利益会积极选择那些具有高投资价值的项目,这也必然维护了保持距离型投资者——有限合伙人的利益。由于这一治理模式符合激励相容原则,合约自我实施性强,因此能够有效克服经营者道德风险问题。

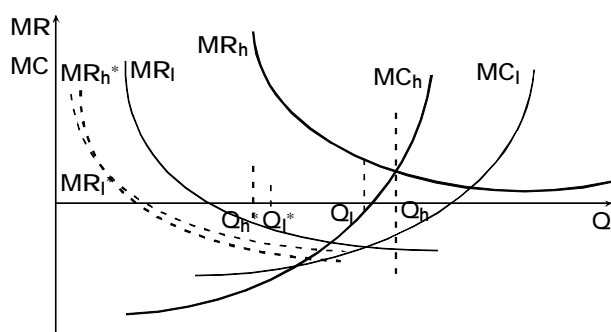
二、创业投资者的信息搜寻决策:信息产权模型

对于创业投资者来说,对高质量投资机会的挖掘、分析和利用至关重要,而其前提是占有足够多高质量的创业投资信息。私人权益资本市场相对封闭,信息流缓慢,竞争者之间很难以低成本获得被对方隐藏起来的敏感信息,这有利于维持信息的垄断性、维护信息产权,有利于信息的有效搜寻。创业投资采取私人权益资本融资模式可以减少信息的外部性,通过私人信息产权来降低市场的竞争程度,增强对投资项目的控制能力,获得垄断利润。如果采取公开权益资本融资模式,信息的披露就会使一些重要的信息被竞争者获取,导致竞争更加激烈。这会降低创业投资者对投资项目的强垄断性,削弱了其讨价还价的能力,项目经营者可能会利用这一机会要求创业投资者减少控制,以降低融资成本。

1. 模型假定。创业投资是对新兴项目或企业的投资,在创业投资者之间、创业投资者与项目经营者之间信息是高度不对称的。提高投资成功概率的前提条件就是要搜寻投资项目的最优信息量。这里的“最优”应满足两个条件:①满足创业投资者搜寻信息的预期边际收益等于边际成本的条件;②满足决策所需的最小信息量要求。

下面通过建立一个创业投资信息产权模型来说明这一问题。在模型中作以下假定:①信息的搜寻是有成本的;②所有的创业投资者是同质的,他们的人力资本和风险偏好没有差别,其经营业绩只取决于占有的信息量和占有这些信息的边际收益和边际成本;③创业投资者对机会的把握能力同占有的信息量正相关,即占有的创业投资信息越完备,对投资机会的把握能力就越强;④高价值投资机会的发现以高质量的信息占有为基础,且质量越高的信息搜寻成本越高;⑤信息的搜寻成本在以公开权益资本融资和以私人权益资本融资的创业

投资者之间没有差别。创业投资信息产权模型如下图所示：



信息产权模型

下角标为“l”表示与创业投资者在低质量信息市场上的行为对应,下角标为“h”表示与创业投资者在高质量信息市场上的行为对应。 MR_I 、 MC_I 分别表示以私人权益资本进行投资的创业投资者在低质量信息市场上搜寻信息的预期边际收益和边际成本; MR_I^* 、 MC_I^* 分别表示以公开权益资本进行投资的创业投资者在低质量信息市场上搜寻信息的预期边际收益和边际成本; MR_h 、 MC_h 、 MR_h^* 、 MC_h^* 的含义类同。

2. 模型分析。

(1)在以私人权益资本融资的创业投资低质量信息市场上,由最大收益原则可知,创业投资者有动力搜寻的最优信息量为 Q_I 。

(2)根据假定④,如果以私人权益资本融资的创业投资者想要获得更好的投资机会,就必须进入高质量信息市场,拥有更多高质量的信息,这会增加占有这些信息的边际成本。但这些更好的投资机会可以带来更高的预期边际收益,且预期边际收益的增长大于边际成本的增长,这时高质量信息的最优搜寻量是 Q_h ,且 $Q_h > Q_I$,说明以私人权益资本进行投资的创业投资者有积极性去搜寻更多高质量的信息。

(3)在以公开权益资本融资的创业投资信息市场上,由于信息披露的约束使得信息的外部性增强,信息产权弱化。一些有关创业投资的有价值的信息以很快的速度传播并被众多创业投资者发现和利用,并随之展开投资竞争。激烈的竞争降低了这些信息潜在的预期经济价值以及拥有这些信息的预期边际收益,在信息产权模型中,这种情况表现为预期边际收益 MR_I^* 曲线低于预期边际收益 MR_I 曲线。根据假定⑤可推出 $MC_I = MC_I^*$,这时的最优信息搜寻量为 Q_I^* ,且 $Q_I > Q_I^*$,即成为信息占有者的个人越多,相对于无信息者的预期效用来说,信息占有者的预期效用越低。

(4)根据模型假定③、④,以公开权益资本进行投资的创业投资者要想在市场上取得优势地位,就必须寻找更有价值的投资机会,而这会增加信息搜寻的边际成本,使得边际成本增加到 MC_h^* 。根据假定⑤可推出 $MC_h = MC_h^*$ 。而被发现的机会由于具有更高的价值很快又被其他创业投资者利用,从而使得这些高质量信息的预期边际收益降低到 MR_h^* 。如果高质量的信息带来的预期边际收益明显高于 MR_I^* ,那么以低成本得到信息的竞争者就会进入,激烈的竞争使信息的预期边际收益降低,这个过程一直持续到预期边际收益降到

MR_h^* 的水平为止。其之所以没有降低到 MR_I^* ,是因为这种高质量信息通常意味着更大的风险,只有得到比 MR_I^* 相对更高的边际收益,创业投资者才愿意搜寻它,其他创业投资者也才有“搭便车”的动力。在这种情况下,以公开权益资本进行投资的创业投资者对高质量信息的搜寻量只能保持在一个较低的水平 Q_h^* 上,且 $Q_I^* > Q_h^*$ 。这说明在以公开权益资本融资的创业投资市场上,由于信息产权的弱化,搜寻信息的创业投资者不能获得比其他等待“搭便车”的创业投资者更好的市场机会,导致任何创业投资者都没有积极性去搜寻更多高质量的信息。即只有信息搜寻者利用信息获得了比无信息者更好的市场机会时,他们才能通过搜寻信息的行动获得回报。

可以看出:以公开权益资本进行投资的创业投资者在搜寻同质量信息的最优量上要明显低于以私人权益资本进行投资的创业投资者搜寻信息的最优量,表现在模型中就是 $Q_I > Q_I^*$, $Q_h > Q_h^*$;质量越高的信息,它们在最优搜寻量上的差别越大,即 $Q_h - Q_h^* > Q_I - Q_I^*$;质量越高的信息以私人权益资本进行投资的创业投资者越有积极性去搜寻,而以公开权益资本进行投资的创业投资者越缺乏搜寻的动力,即 $Q_h > Q_I$, $Q_h^* < Q_I^*$ 。同时,由假定③可知,占有信息数量和质量降低制约了创业投资者对投资机会的把握能力,使得以公开权益资本进入项目的投资者很难获得有价值的投资机会。

三、评述

世界各国创业投资发展的实践表明,私人权益资本是创业投资的主要资金来源,这是因为:在以公开权益资本融资的创业投资市场上,由于信息的搜寻成本很高,但弱化的信息产权无法为搜寻信息的投资者提供足够的预期收益,任何创业投资者都不可能通过搜寻信息获得更好的市场地位,从而都没有动力去搜寻创业投资信息,都想搭其他创业投资者的“便车”,出现了博弈论中典型的“囚徒困境”现象。在这一市场上,创业投资者一方面不可能占有足够的高质量信息,不可能发现有价值的投资机会;另一方面,信息垄断性丧失引起的激烈竞争削弱了投资者对项目经营者的控制力和讨价还价的能力,导致投资风险增加,投资收益降低,这种创业投资市场只能均衡于低效率之中。如果投资回报率低到一般产业投资的回报率水平,创业资本就会退出高风险的创业投资市场而蜕变为一般产业投资。以私人权益资本投资的创业投资者由于对信息的强垄断,使其有动力按照最优原则去搜寻更多高质量的信息,从而能够发现更多有价值的投资机会。信息的强垄断可以增强投资者与项目经营者讨价还价的能力,这对降低创业投资风险、增加投资收益从而促进创业投资的健康发展是有利的。

主要参考文献

1. Josh Lerner, Felda Hardyman. Venture Capital and Private Equity. New York: John Wiley & son, Inc, 2002
2. 俞自由,李松涛,赵荣信. 风险投资理论与实践. 上海:上海财经大学出版社, 2001
3. 杰克·赫什莱佛,约翰·G·赖利著. 刘广灵,李绍荣主译. 不确定性与信息分析. 北京:中国社会科学出版社, 2000