

我国风险投资公司再融资问题探讨

杜 沔

(汕头大学 商学院, 广东 汕头 515063)

摘 要:提出了我国风险投资公司再融资困难的问题,对风险投资再融资困难进行了理论分析,认为有效合伙制能有效解决再融资问题,并提出了解决我国公司制风险投资公司再融资问题的对策。

关键词:风险投资公司;融资;再融资公司制;有效合伙制

中图分类号:F830.39

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2005)05-0115-02

1 我国风险投资公司再融资现状

自1985年9月我国第一家风险投资公司成立,到2003年,我国风险投资公司已有233家,风险资本500亿元,累计投资金额超过42亿美元(大约相当于人民币327亿元),投资企业数量近1700家,相对于我国800万中小企业所需要的资金仅仅是个零

头。原国家科委的调查资料显示,我国在已转化的科技成果中,成果转化资金靠自筹的占56.8%,国家科技计划的拨贷款占26.8%,风险投资仅占2.3%。大力发展风险投资支持科技成果产业化、支持中小企业发展仍然任重道远。但是从最近国家科技部等部门共同发布的《中国创业投资发展报告2004》的一些数据中发现,2003年起我国风险投资发

展反而开始滑坡(见表1)。

(1)由表1可知,2000年以前我国风险投资机构处于高速发展阶段,2001年以来发展减缓,2003年风险投资机构呈现负增长,即比2002年同期减少21.3%,从296家减少到233家,减少了63家,已有一些机构退出风险投资领域。

(2)由表2可知,风险资本总量在2000

证明:

$$\sigma^2 = \text{Var} \left(\frac{d(R_1/R_2)}{(R_1/R_2)} \right) = \text{Var} \left(d \ln \frac{R_1}{R_2} \right)$$

$$= \text{Var} \left(\ln \frac{R_{1t}}{R_{2t}} - \ln \frac{R_{10}}{R_{20}} \right)$$

$$\therefore \text{Var} \left(\ln \frac{R_{10}}{R_{20}} \right) = 0$$

$$\therefore \sigma^2 = \text{Var} \left(\ln \frac{R_{1t}}{R_{2t}} \right) = \text{Var} (\ln R_{1t} - \ln R_{2t}) = \sigma_1^2$$

$$+ \sigma_2^2 - 2\rho_{12}\sigma_1\sigma_2$$

2 算例分析

S企业的经理获得一份4年期的欧式信用激励期权,通过协商,激励系数 $\alpha=0.3$,约定融资额 $K=5000$ 万。S企业原来的信用评级为B级,其信用价差的波动率 $\sigma_1=0.524$,在此期间内S企业的信用评级升为A级,其信用价差的波动率 $\sigma_2=0.301$ 。到期时,信用价差分别为 $R_1=0.0685$, $R_2=0.0479$ 。 R_1 与 R_2 的相关系数 $\rho_{12}=0.8$ 。由模型计算可知,通过

信用升级可节约融资成本 $K(R_1N(d_1)-R_2N(d_2))=138.07$ 万,企业经理若执行期权则可获得 $L=\alpha K(R_1N(d_1)-R_2N(d_2))=41.421$ 万。由此可见,提高信用评级不仅可为企业节约大量融资成本,而且企业经理可获得可观的收入,因此设计这样一种信用激励期权可以达到激励企业经理努力提高企业信用的目的,为企业带来了包括降低融资成本在内的大量收益。

企业欧式信用激励期权,提供了一种期权激励方法,达到激励企业经理努力提高企业信用的目的。这符合企业的长远发展目标,有利于企业在激烈的竞争中生存下去。

参考文献:

- [1] Fisher S. Call option pricing when the exercise price is uncertain and the valuation of index bonds [J]. Journal of Finance 33, 1978:169-176.
- [2] Margrabe W. The value of an option to exchange one asset for another [J]. Journal of Finance 33, 1978: 177-186.
- [3] ShaUbelhart M.A new look at executive compensation plans[J]. Cash Flow 2,1981: 20-24.
- [4] A. Johnson, Tian, Index executive stock options [J]Journal of Financial Economics,2000,57:35-64.
- [5] John Hull, Alan White. The valuation of credit default swap options[J].The journal of derivatives, (10(3)): 40-50, Spring 2003.

(责任编辑:董小玉)

3 结论

现代社会是“匿名社会”,市场中普遍存在着信息不对称现象,这导致企业的信用在企业融资时尤为重要:企业信用作为企业的无形资产,它的提高可为企业带来多方面的收益。由于金融市场上企业信用的变化主要体现为可度量的企业信用价差变化,本文从融资成本角度对信用带来的收益进行了研究,说明提高信用的重要作用,并通过设计

收稿日期:2004-10-08

基金项目:广东省哲学社会科学规划项目(02C103)、汕头大学研究与发展基金项目(2001)

作者简介:杜沔(1959-),女,汕头大学商学院副教授,主要研究方向为证券投资、风险投资与企业制度。

表1 1994-2003年我国风险投资机构数量变化表

年份(年)	总量(家)	增量(家)	比上年增长(%)
1994	20	5	33.3
1995	21	1	5
1996	24	3	14.3
1997	38	14	58.3
1998	60	22	57.9
1999	96	36	60
2000	206	110	114.6
2001	266	60	29.1
2002	296	30	11.3
2003	233	-63	-21.3

资料来源:参考文献[1]。

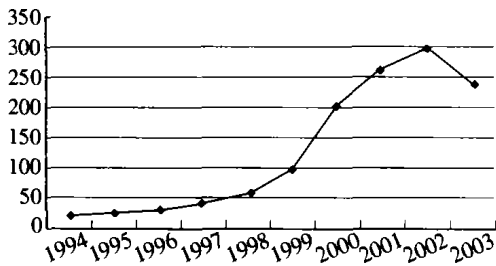


图1 1994-2003年我国风险投资机构数量的变化图(单位:家)

表2 1995-2003年我国风险资本总量/增量变化表

年份(年)	总量(亿元)	增量(亿元)	比上年增长(%)
1995	43.8	—	—
1996	47.1	3.3	7.5
1997	83.6	36.5	77.5
1998	147.3	63.7	76.2
1999	256.7	109.4	74.3
2000	436.7	180.0	70.1
2001	532	95.3	21.8
2002	581.5	49.5	9.3
2003	500.5	-81	-13.9

资料来源:参考文献[1]。

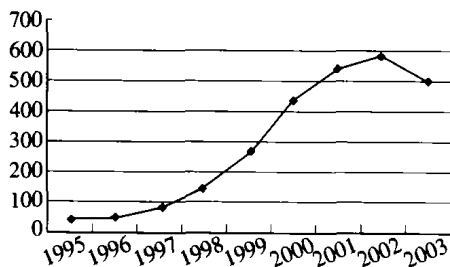


图2 1995-2003年我国风险资本总量变化图(单位:亿元)

年以前也呈现高速发展阶段,2000年之后增长缓慢,2003年出现了下降趋势,下降了13.9%,减少了81亿元。

(3)由表3可知,我国风险资本总量的增加主要是由于新设立的风险投资公司的增加,每家公司平均资本2.3亿元左右不变。到了2003年,公司减少了63家,风险资本

表3 1995-2003年平均每家风险投资公司资本变化表

年份(年)	总量(亿元)	数量(家)	平均每家资本(%)
1995	43.8	21	2.09
1996	47.1	24	1.96
1997	83.6	38	2.2
1998	147.3	60	2.46
1999	256.7	96	2.67
2000	436.7	206	2.12
2001	532	266	2.00
2002	581.5	296	1.96
2003	500.5	233	2.15

资料来源:参考文献[1]。

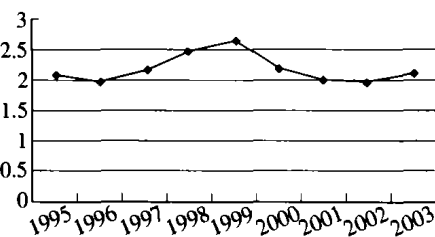


图3 1995-2003年平均每家风险投资公司资本变化图(单位:亿元)

也相应减少了81亿元。

由此可见,我国风险投资公司十几年来来的发展,主要靠不断增设风险投资公司,而公司的再融资功能一直没有发挥。

2 关于风险投资公司再融资的理论分析

在风险投资公司中存在着两对委托代理关系,第一对是委托人投资者与代理人风险投资公司的管理者,第二对是风险投资家与风险企业家,两者存在着非对称信息。

在第一对委托代理关系中,签约之前,签约一方风险投资公司的筹资者对他本人的知识(个人特征)与经营能力知道得很清楚,而投资者不知道或知之甚少,或者可能影响契约的自然状态的知识筹资者知道而投资者不知道,存在着隐藏信息或隐藏知识。在第二对关系中,签约一方风险企业家对其本人的经营能力知道得很清楚,而风险资本家并不知道或知之甚少。

在委托—代理双方订立合同之前,对于风险投资者而言,由于信息不对称,不知道哪一家公司的筹资者专业水平高,只知道他们专业水平的概率分布,只愿意支付那些平均价格以下的产品。这造成了很多有能力的筹资者只能退出市场,市场存在逆向选择。这就解释了风险投资初期筹集资金极大的

困难;因为信息不对称,互利的交易几乎成为不可能,这也解释了为什么每个国家的风险投资的初期都是由政府启动的。

在签约之后,非对称信息的发生可能是由于筹资者的行动只被他自己知道,或只被一个契约中所有的签约人知道,而投资者不能观察到。在投资之后,投资者无法观测到筹资者的努力程度,投资效益不好可能是风险资本家努力不够,也可能是由于自然不可抗拒的力量所造成的,存在着隐含行为或隐藏行动(hidden actions)。

在委托—代理双方订立合同之后,代理人以相对于委托人具有的私人信息的比较优势,从个人私利出发,采取不利于对方的行为,从而存在使对方利益受损的可能性。就是说交易双方在订立合同之后,由于信息不对称而引发的任一交易方所作出的不道德行为的可能性。这种可能性导致风险投资公司的总体效益不佳。

对于上市公司来说,如何减少道德风险所带来的高的交易费用呢?公司控制市场(曼尼 Manna, 1965)强制解除契约关系的威胁将会对经理提供一种按照股东利益的调整他们行为的激励。一方面通过公司内部有效的治理来解决,另一方面通过公开资本市场的外部治理如公开信息披露、收购兼并、经理市场的竞争等来制约代理人的自私行为。

而私人市场上的风险投资公司,一方面由于风险投资本身的高风险与专业性,另一方面由于没有公开市场上的外部治理的制约,使得信息不对称程度更高,风险公司制度亦即委托者与代理者之间的契约关系能否有效解决由于信息不对称造成的逆向选择与道德风险成为风险投资公司能否融到资金的关键环节。

3 有限合伙制能有效解决风险投资再融资的问题

有限合伙制已被证明是一种有效的风险投资公司制度,有限合伙制能通过投资者、风险资本家和风险企业家之间责、权、利的基础制度安排和它们之间一系列激励与约束的契约连接有效地降低代理风险。

首先,有限合伙制是利用重复对策中的信誉来解决逆向选择与道德风险造成的高交易成本问题。有限合伙制的“无过错离婚”条款保证了在有限合伙人丧失信心时,可以

停止追加投资,另外有限合伙制通常也是有期限的,风险资本家必须每隔几年(3~5年)重新募集资金,只有在前一个合伙期内投资获得好的效益的风险资本家才有可能在后续融资中获得成功。在重复博弈的情况下,风险资本家必然要在第一个基金中努力工作以建立声誉。由于有限合伙组织结构的特点,使得声誉成为决定风险资本家能否顺利地低成本筹集到资金的关键,当声誉能够准确地通过市场反映出来时,投资者就可以据此作出投资哪家的选择。这些条款都尽可能避免由于隐藏行为和隐藏信息造成的风险。

其次,有限合伙制的风险投资公司要求风险资本家出资1%,虽然对于公司资本来说比例不大,但对于有限合伙人个人来说,是一笔不小的投入,这一条款实际上是要求代理人与委托人共同分担风险。

再次,有限合伙制风险投资公司中,除了有限合伙法的制约(合伙人的法律职责、基金的固定期限等)和投资者通过合约对风险资本家的一些投资制约(投资范围、投资规模和投资行为等)以外,风险资本家的薪酬制度的激励作用十分重要。有限合伙制给予风险资本家以1%的投资获得20%的投资回报的报酬设计,给予风险资本家足够的激励,因为投资者对风险资本家的努力水平没有控制权,只有让风险资本家的努力水平与自己的报酬相对应,现实中的最优合约是对产出定价而不是对努力水平定价,因为对代理者的努力水平定价是不可能的。

4 公司制风险投资公司再融资困难的原因分析

公司制的风险投资一般采用有限责任公司形式。作为出资方的股东享有《公司法》所赋予的权利:选举董事会,决定公司的大政方针,按出资比例分红等。董事会成员大部分由股东出任,管理层由董事会聘任并对董事会负责。涉及金额较少的投资决策,管理层有权决定;涉及金额较大的投资决策,要由管理层与董事会组成的投资决策委员会来作出。股东与董事会、董事会与管理层之间是完全意义上的代理关系。

风险投资公司采用公司制再融资必须按照公司法的要求进行运作。股份公司再融资一般可以通过银行贷款、发行公司债券、增发新股、利润或公积金转增资本与配股等方式进行。对于风险投资公司来说,一般很

难通过银行贷款与发行公司债券,利润转增资本必须要有足够的剩余收益,公积金转增资本一般是对有大量资本公积金的上市公司,配股是针对原有股东,故风险投资一般再融资的途径就是增发新股。

增发新股可以让新股东认购,这需要原有的风险投资公司投资具有收益吸引力,而风险投资公司的财务报表不是公开的,新的投资者要了解公司的业绩情况有一定困难;另一方面,风险投资公司增资扩股碰到的难题是收益的核算问题:原有股东的投资收益要在几年之后才可能实现,新股份进入时,按照《公司法》规定,公司股东作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产收益,新股东一旦进入公司,就有权按照投资所形成的股份比例取得收益,而不论这种收益产生的时间。新股东若要分享前期投资的收益,老股东怎能答应?这是公司制风险投资在再融资过程中碰到的一个主要问题。

风险投资是一种买方金融,买方金融的典型特征是首先要筹集一笔以权益资本的形式存在的资金,然后以所筹资金购买刚刚经营或已经经营的企业的资产。买方金融的利润主要来自资产买卖的差价。在融资时,风险投资家购买的是资本,出售的则是自己的信誉、吸引人的投资计划和对未来收益的预期。投资时,他们购买的是企业的股份,出售的是资本金;退出时,他们出售企业的股份,买入资本,外加丰厚的利润,以及光辉的业绩。有限合伙制具有资合性质和人合性质,其信用主要是依靠其一般合伙人风险资本家的信誉。风险投资公司所融得的资金,很大程度上取决于风险投资家个人的魅力。投资人是本着对风险投资家个人的信赖投出资金的。股份公司是一种资合性质的公司,公司的信用情况主要是依靠其资本的情况,公司是通过董事会作出投资决策的,很难体现买方金融的特性与满足风险资本的要求。

风险投资是一种私人权益市场,没有公开资本市场的信息披露,创业企业的风险极大,一般的投资者并不具有专业的知识去辨别企业的风险。公司制风险投资公司的内部治理结构不足以有效解决风险投资市场严重的信息不对称带来的高代理成本。

5 关于我国风险投资公司再融资的对策探讨

我国风险投资公司如果没办法解决再

融资问题,风险投资的发展是难于想象的。目前很多文章把风险投资问题归于没有退出渠道,其实风险投资公司再融资问题如果不解决,不用等到风险企业能够上市退出,就已经没办法生存了。

我国目前的风险投资公司主要有以下几种类型:①政府主导型:政府主导型是由地方政府出资建立风险投资公司,公司所需全部资金均来自于政府。②股份公司型:股份公司型是由国内多家单位共同出资组建风险投资公司,从事科技风险投资活动。③中外合资型:中外合资型是由国内单位与国外公司共同组建风险投资公司,然后由公司在国内选择项目,进行风险投资。④投资基金型:投资基金型的风险投资目前处于探讨准备阶段,还没有进行过尝试,是汇集各种国内外资金进行风险投资的方式。以上4种类型基本都是采用股份公司的形式组建,造成我国风险投资公司再融资困难的原因除了以上分析的共同原因之外,主要原因是我国目前几乎没有一部适应风险投资的全国性法规。我国1994年实施的《公司法》、1997年实施的《合伙企业法》和2004年实施的《证券投资基金法》与《担保法》都不是针对风险投资。如《合伙企业法》的关于共同出资、合伙经营、共享收益、共担风险,并对合伙企业债务承担无限连带责任的条款就不适合风险投资。

为了解决目前我国风险投资公司融资困难的尴尬局面,必须首先制订《有限合伙制法》与《风险投资基金法》,然后对《公司法》做相应的修改,以规范现有的公司制风险投资公司的治理,为我国风险投资公司制度的创新提供一个法律框架。在制定《有限合伙制法》与《风险投资基金法》时,一定要考虑到有效解决信息不对称造成的逆向选择与道德风险,通过制定风险与收益相匹配的激励条款,通过建立投资人与管理者多次博弈信誉机制,解决风险分担和管理者的报酬与其经营业绩挂钩和声誉机制问题。

参考文献:

- [1]王松奇.中国创业投资发展报告[M].北京:经济管理出版社,2004.
- [2]陈德棉.风险投资国际比较与借鉴[M].北京:经济科学出版社,2003.
- [3]杜沔.从新制度经济学看我国风险投资问题[J].生产力研究,2004,(9).
- [4]杜沔.关于风险投资公司制度问题探讨[J].经济前沿,2002,(12). (责任编辑:慧超)