

对产业投资基金项目投资风险管理的几点思考

铜陵学院 张权中 铜陵市政府研究发展中心 翟德兰

[摘要] 本文从阐述产业投资基金投资的特征入手,提出了对产业基金投资项目进行管理的关键:要正确处理风险,实行风险管理。重点阐述了风险管理中旨在防范风险、减少损失与搞好经营、扩大盈利相结合的风险约束机制。

[关键词] 金融创新、项目风险、风险约束机制

从当今世界产业投资基金发展的实践来看,产业投资基金作为金融创新,从严格的意义上说是这样一种经济活动,它是由金融家组成专门从事资本经营的产业投资基金机构,通过向社会筹集非固定财源,组成创业资本,以股权形式将它投向具有高成长性、高潜在商业价值,并蕴藏着失败风险的未上市的中小型科技企业,提供管理服务,待企业成长,股本增值,通过上市、股权转让等途径实行蜕资,并进行新一轮投资。因此,它是一个包括筹资、投资、监管、退出并进行再投资这样周而复始的资本循环过程。产业投资基金公司是产业投资基金的主体,连接庞大投资者和风险企业的中介,是创业资本的筹集者、管理者、经营者。风险企业是产业投资基金的对象和客体,是创业资本的具体运用者。

一、产业投资基金投资的重要特征

产业投资基金投资区别于常规投资的最重要特征,就是它的高投入、高风险、高收益。高投入,高新技术是“吞金产业”,其产业化的过程是由技术开发研究、成果转化、批量生产三个阶段组成,需要投入的总体资金是很大的。高风险,在高新技术产业化的过程中具有很高的不确定性,不仅技术和市场的可行性前景难以准确预测,而且竞争激烈,因此,成功率低,失败率甚高,不可能从常规的金融渠道获得融资。高收益,高新技术是一个潜在的市场,其产品具有高附加值,能在短期内实现自身价值的迅速膨胀,而传统产业则由于经过了长期发展,市场相对饱和,产品附加值不高,因此,产业投资基金一旦成功,就能获得高额的利润。正是高收益的驱动,使得产业投资基金在当今世界对于敢冒风险的投资家有着巨大的吸引力,成为他们极力追逐的场所。

项目在产业投资基金中处于核心的地位。产业投资基金是按项目进行的,风险企业是以项目为单位申请和接受投资的,一个风险企业可能是一个或多个项目,项目是创业资本的载体,它承载着创业资本的进入、监管和退出,项目的价值决定了投资收益,产业投资基金的成功就是项目的成功,产业投资基金的失败也正是基于项目的失败,离开了项目也就根本谈不上收益。因此,没有项目也就没有产业投资基金,对产业投资基金的管理,核心就是要管好产业投资基金的项目。

二、产业投资基金项目风险管理的特点

产业投资基金项目充满了各种各样的风险,这是一个由多层面相互联结的诸多风险因素构成的风险体系,它贯穿项目的整个生命期,因此,正确处理风险,实行风险管理,就成为搞好对产业投资基金项目管理的

关键。但是,产业投资基金项目的风险管理与一般意义上的风险管理不尽相同,这主要是由产业投资基金中风险的特定性决定的。两者的不同主要有以下几点。

1、应对风险的态度和措施不同。一般的风险管理主要是针对纯粹风险,风险一旦发生只能造成损失,因此通常以规避、转移风险为主要方法,主动放弃或拒绝承担含有风险的行动方案,从而避免风险的发生而造成损失。产业投资基金项目的风险管理,由于其主要是针对投机风险,高收益就潜存于高风险之中,因此采取策略的原则不是消极地防范和规避风险,而是积极地挑战风险。现代意义上的产业投资基金发源于美国的创业投资,其原文“Venture Capital”的寓意就是迎难而上、积极主动地去挑战风险,体现着一种奋斗、创业、开拓、创新精神,即人们对冒险创新事业予以资本支持。

2、风险估测的方法不同。对风险的认知估测是风险管理的前提,一般的风险管理十分讲究在以往损失资料分析的基础上,运用概率论和数理统计方法,对事物的损失概率和损失幅度时行估量,以此作为应对风险的依据,这主要是因为纯粹风险属静态风险,是一种经济条件没有变化的情况下,一些自然行为和人们的不当行为造成的损失的可能性,它的发生有一定的规律性。而产业投资基金的风险属动态风险,它是在经济和社会条件变化的情况下造成损失的可能性,有着一次性出现的特点,尤其对早期发展阶段,很难利用历史记录和统计资料去准确地把握事物的质和量,往往是依靠产业基金投资家的经验和学识,运用定性和定量相结合的方法对风险进行识别和估量,并十分重视非财务信息和对模糊原理的应用。

3、风险管理的决策目标不同。一般的风险管理把对损失的防范放在主要地位,以避免损失或损失最小作为风险决策的目标。产业投资基金项目风险管理的目标,则是追求风险与收益的动态平衡,在可承担风险范围内寻求动态平衡,在可承担风险范围内寻求满意的投资收益。必须认识到,产业投资基金虽然不规避风险,但投资者的抗风险能力也是有限度的,也不是风险越大越好,风险过大会破坏整个产业投资基金系统的稳定性,理性投资就会变成非理性的投机行为。寻求满意的而非理性的投资收益,则是基于产业投资基金作为一个开放的资本运营体系,它最终能实现怎样的经营结果,受到体系内外诸多因素的影响和制约,满意的投资收益的最低标准是必须取得风险净收益。为此,在决定是否对某一项目进行投资时,必须对风险成本和风险收

益进行比较。因此,产业投资基金项目的风险管理就是通过对高风险的认知、估测、分析和控制,重视风险成本与风险收益之间的综合平衡,力求实现投资项目风险相对较低,预期回报相对较高,从而以最低的风险成本实现最大的风险收益的一整套系统而科学的方法。产业投资基金项目的风险管理的目标就是追求风险收益的最大化。

三、产业投资基金项目风险约束机制

风险与收益具有对称性,但高风险不一定就能获得高收益,如何实现产业投资基金收益的最大化,各国在对产业投资基金项目的风险管理中,形成了一套旨在促进高风险与高收益综合平衡的风险约束机制。其核心是以人为中心,在充分发挥各种有形无形资源的基础上,把风险防范、减少损失和搞好经营管理、扩大盈利相结合,从而达到高风险与高收益的统一。

1、即个案优选。首先是项目初选,产业投资基金公司依据自身条件所内定的投资策略进行项目入围,通常只选择自己熟悉的行业,以便于沟通和监督,在此基础上,再对具有投资意向的入围项目依据商业计划书,对其内外环境进行信息收集、访谈和论证,进行详细评估,做深入的投资可行性研究。

产业投资基金对项目的切入,总是处于风险企业的一定发展阶段,所处阶段不同,其事业特性与风险特性均有着极大的差异,因此,不同的发展阶段项目评估的侧重点各不相同。

初创期是风险企业尚未建立或建立不久。评估主要是针对具有商业价值的创新目标和灵感。一般而言,早期项目的评估比较困难,许多决策都是基于知识和经验进行判断,这就要求产业基金投资家对行业的技术发展和市场潜力具有深入的了解和敏感度。一般来说,除非十分看好并有充分的把握,否则他业投资很少选择在这一阶段切入。

成长期是风险企业进入成长扩张阶段。一般而言,对成长扩张阶段的投资项目的评估,主要带理性决策,主要信赖理性决策通过充分的信息收集与科学的评估,通常都通达到降低投资风险的效果。产业投资基金通常都在此阶段介入。

成熟期是风险企业进入项目生产经营稳定发展阶段。此时无论技术和市场风险都较低,管理团队的能力也可从过去的经营业绩和财力资料中得到证明,评估的重点主要是财务状况、市场竞争态势,以及资金回收年限、方式、股票上市时机和市场价值等。一般而言,成熟期投资项目回收年限较短,回收风险较低,评估工作比较简单,较多的时间是放在双方对投资协议的谈判上。

因此,进行产业投资基金项目评估时,绝不能照搬对一般项目评估的标准和方法,而且,它是在信息极不对称的情况下进行的,在项目筛选中应刻意解决信息不对称导致的逆向选择。

2、即对优选个案进行投资组合,实行风险分散、风险分担。产业投资基金是按项目群进行的,项目评估属非确定型决策,优选个案仍难免失败,这样,成功项目不仅能够弥补失败项目的损失,而且达到总体的上高收益。主要包括:

(1)产业投资基金公司依据自身的资本实力和动作优势,在行业发展阶段上做出最优的选择,通常的做法是同时分别投资于几个行业、多个发展阶段,而不是只投资于某一行业或发展阶段。这样不仅可以平衡风险,还可以使资金回收间隔交替,避免因资本市场不景气而无法蛻资。通常只有那些资本实力雄厚、投资经验丰富、享有盛名的产业投资基金公司才能做到。

(2)产业投资基金公司将投资集中于某一狭窄的独特领域、某一地域、某一行业或项目的某一个发展阶段上。目前除少数实力强大的产业投资基金公司外,大部分都实行专业化投资,它十分有利于采集相关领域专业化信息,能极大地提高投资决策的准确性,能有效地降低风险,它使得较小规模的产业投资基金公司能获得相对的竞争优势。

(3)多家产业投资基金公司联合起来共同对某一需资巨大,风险较大的项目进行投资。联合投资不仅是对投资风险的分担,更重要的是实行信息共享,实现产业投资基金公司在专业化分工基础上的合作,从而充分发挥不同产业投资基金公司的独特优势。通常牵头的产业投资基金公司持控股股份,其他公司则以股份制形式进行合作投资,这实质上是多笔资金外部组合的原则。

3、产业基金投资通过开展谈判、签订协议将投资决策付诸实施。协议的主要内容包括投资安排、投资工具、资金撤出的时间与方式,以及企业无法以达到预期目标双方的责任和权利。产业投资基金公司在资金投入安排和融资工具的选择上,通常采取分段投资和选择可转换优先股、可转换公司债券,巧妙地将控制风险和增加回报结合在一起。

产业投资基金公司依据项目在发展进程中的资金需要和预期收益,实行分阶段多次投入,每次投入的资金量正好满足项目发展到下一阶段。通常除首批投入在投资协议中确认,后续追加投资的金额和时间都不都具体规定,要视所投资项目发展的实际情况,通过对其运作进行评价,决定是否继续投资,这就为产业投资基金公司保留了放弃继续投资和中止项目的权力。分段投资对被投资企业无疑是一种压力和动力,风险企业融资不易,一旦被中止投资就意味着这个企业面临极大风险,很难再从其他渠道获得资金支持,这就促使企业家搞好企业经营。

可转换优先股或可转换公司债券,则可为产业基金投资提供收益保障。可转换优先股规定了转换的比例和价格,可在公司上市时换成普通股分享项目成功带来的高收益;在转换之前,则可分得固定的股息,若公司经营不善,则可在清盘时获得优先取得公司剩余财产的权力。可转换债券一般包括可转换价格、反稀释保护

条款、自动转换条件等。协议还通过明确规定创业资本的退出条款,避免退出时资金被销注。上述所有这些都是由合同规定的,用以制约风险企业可能产生的不当行为失误,以确保投资方的利益。

4、产业投资基金公司所投入的创业资本为纽带,强化产权约束,实施出资者对企业经营管理进行监控,切实解决代理人问题。这主要是通过组建和主导风险企业董事会实现的,产业投资基金公司委派在行业中经验丰富的经营管理专家或项目经理参加企业董事会,如属多家公司联合投资,则由主导的产业投资基金公司出任董事长,掌握经营管理的控制权。

为了确保投资者的利益,产业投资家始终从公司大局出发,有时不得不通过董事会撤换不称职的创业家。

产业投资基金公司参与风险企业的监督管理,提供增值服务,比单纯提供资金更为重要。由于绝大多数的创新企业家缺乏企业管理知识和实践,风险企业亟需产业投资基金公司的帮助。产业投资基金公司对风险企业的帮助是全方位的,它们不仅可以为风险企业提供各种咨询服务,帮助建立起科学的管理体系,还可以帮助物色,甚至直接提供所需要的优秀管理人才。

5、产业基金投资要取得成功,不但要依靠产业投资基金公司对项目的科学筛选和培育,还需要风险企业创业者、风险企业家的充分信任与合作。实证证明,产业投资基金中的双方多层次、全方位的合作是确保产业投资基金系统有效运转的重要条件。

在产业投资基金中,产业基金投资家与风险企业家是共同创业,从产业投资基金公司与风险企业成达投资协议开始,双方就构成了一种合作关系,决定这种合作的基础是双方追求利润的共同目标和在知识专业化分工及在各自领域所拥有的优势互补,这是双方能够合作的深厚基础。

但是,也应该看到,产业基金投资家与风险企业家的合作实际上是一个动态的博弈过程,在产业投资基金的运作中,产业基金投资家与风险企业家存在着不合作的现象,这主要是由于投资项目的高度不确定性,双方对创业预期存在着差异,而造成这种合作的最主要原因是信息不对称。产业基金投资家和风险企业家发生的不合作行为,其实质都是为了各自的眼前利益,若这种行为频繁发生,就会使产业投资基金项目的整体失败,为此,在产业投资基金项目的风险管理中应大力加强双方的合作。

借鉴国外经验,促进产业基金投资家与风险企业家之间的合作,一是必须建立和健全信誉激励和约束机制,产业投资基金应是依靠有效的信用保证支撑起来的,从微观的角度说,企业和个人都要重视自己的信誉度,按法律规定履行自己所承诺的保证责任;从宏观即国家和社会方面说,则应从制度上建立起完备的信誉体系。二是必须加强双方的沟通,这种沟通,不应仅限于业务会谈,还应注重多开展非正式场合的私人会晤。风险企业家必须用好的技术、好的产品、好的经营计划去赢得的资本和增值服务加速企业的发展。产业基金投资家则应懂得运用产业投资基金的游戏规则,立于不败之地与风险企业家合作。

四、结语

实践证明,产业基金投资家与风险企业家随时间的推移和接触的加深,信息不对称的现象会呈减弱趋势,而且,风险企业从初创成到熟的发展过程,也是一个不确定因素逐步减少的过程。这一切都会有助于双方理性地采取相互合作的行为策略,实现风雨可共创辉煌。

【参考文献】

- [1][美]弗兰克 J·法博齐,弗朗哥·莫迪利亚尼,资本市场:机构与工具[M].北京:经济科学出版社,1998
- [2]周清杰.我国产业投资基金研究的现状与问题[J].管理现代化,2003,(1)
- [3]王湘东.浅议产业投资基金作用及其实施[J].上海金融,2004,(3)
- [4]韦蔚,王瑞兰.我国设立产业投资基金的瓶颈因素——基于风险投资过程的理性分析[J].市场周刊,2004,(7)
- [5]张权中.也谈发展我国产业投资基金的必要性及途径[J].铜陵财经专科学校学报,1999,(1)

(上接第85页)

1、企业的转移支付不能算在国内生产总值之中。因为企业的转移支付只能来源于企业的利润:企业在经营活动中所得到的总收益首先必须扣除间接税与生产成本,剩下来的就是企业利润。企业利润已经被包含在国内生产总值中,因此,企业的转移支付就不能计算在国内生产总值之中。否则会重复计算。

2、政府给企业的补助金不能算在狭义国民收入(NI)之中。企业利润可以定义为在经营活动中所得到的总收益扣除总成本与间接税以后的剩余部分。政府对企业的补助金是企业总收益的一个组成部分,包含在企业利润之中。而利润已经被计入狭义国民收入(NI)之内,因此,政府给企业的补助金就不能计算在狭义国民收入(NI)之中。否则也会重复计算。

3、能够增加个人收入的公债利息,应该算在个人收入之中,而没有计算进去。

【参考文献】

- [1]刘涤源,谭崇台.当代西方经济学说[M].武汉:武汉大学出版社,1990.
- [2]尹伯成.现代西方经济学习题指南(宏观经济学)第一版[M].上海:复旦大学出版社,1996.
- [3]高鸿业.西方经济学第三版(宏观部分)[M].北京:中国人民大学出版社,2004.

本文为安徽财经大学非资助教学研究项目“西方经济学教学疑难问题解释”(ACJ Y200624)研究成果之一。