

私募股权投资的风险特征 及其控制策略研究

张瑞君 刘雯婧

建立完善的风险控制体系是风险投资基金成功退出并获取预期收益的重要保障。风险投资基金对于风险的控制必须遵守全面、严格的原则,不仅要源头将风险控制在可承受范围内,还应从投资过程出发,控制各阶段、各流程可能出现的风险。

一、私募股权投资风险特征分析

(一) 外部风险

1. 国家政策环境风险。指国家有关机构发布或调整的经济政策、法律法规给创新型公司带来的风险。新的经济政策、税收政策、金融监管政策等相关政策的制定或调整都会对创新型公司造成影响,并成为决定创新型公司生存和发展的关键因素。

2. 经济环境风险。主要指由利率、通货膨胀、通货紧缩、金融市场的变化以及全球经济的发展与变化等引发的风险。

3. 社会环境风险。指由于生活习惯、宗教信仰、消费观念、人口流动等社会因素引发的风险。

(二) 内部风险

1. 企业战略风险。此类风险主要指面对激烈的市场竞争,企业能否把握时机采用不同的战略以缓解企业所面临的竞争压力、能否正确做出适合不同生命周期的战略选择。

2. 公司管理风险。主要包括管理团

队的组织结构风险、管理者素质风险、公司治理结构风险等。

3. 核心竞争力风险。包括技术人员的素质、经验以及研发能力对创新型企业的影响,技术的独特性和创新周期等。

4. 财务风险。包括公司是否具有健全的财务制度及内部控制制度,财务的内部控制与全面预算是否有效,公司是否严格按照会计准则的规定进行账务处理等。

(三) 投资人员素质风险

风险投资从业人员的年龄、知识背景以及工作经验是投资过程中风险控制的重要因素。目前我国私募股权投资人员素质参差不齐,很多从业人员不具备专业投资能力。创投圈曾向超过1 500位创投机构投资人发放了投资人背景调查问卷。调查结果显示,超过40%的投资人进入创投行业只有1~2年,约30%进入3~4年,进入行业5年以上的不足30%。此外,《中国创业风险投资发展报告 2015》对我国创业投资人员专业知识相关的情况进行了分析,发现技术评估能力与资本运作能力是创业投资人最缺乏的两类专业知识,其次是企业管理能力。大部分创业投资人都出自金融专业,缺乏实际的企业管理经验。

(四) 退出风险

目前常见的风险投资退出方式主要有三种:首次公开上市(IPO)、股权回购(包括回购)及企业清算,其中IPO是

退出的最佳方式。

《中国创业风险投资发展报告 2015》指出,我国创业风险投资机构投资效果不理想的主要原因集中在“退出渠道不畅”、“政策环境变化”、“市场竞争”、“内部管理水平有限”、“后续融资不利”、“技术不成熟”、“缺乏诚信”等方面。

笔者经分析认为,目前我国风险投资退出通道不畅主要源于IPO政策的不确定性。虽然2016年年底证监会放开了IPO申请,但由于2013年年底以来IPO市场“暂停”,积累了一大批等待上市的企业,影响了我国创业投资的业绩。由于我国对创业投资业的体制改革和政策制定尚不完善,市场竞争却逐年加剧,加上我国正在大力实施的创新驱动发展战略使得每年新增创业企业数呈递增趋势,诸多因素的叠加导致现存的退出障碍对我国私募股权投资影响甚大。

二、风险控制策略

近年来,随着构建多层次资本市场利好政策的不断出台,我国私募股权基金市场和创业风险投资蓬勃发展。在面临机遇的同时,也暗含着各种各样的风险。为保证价值投资,创业风险投资应建立一套科学完整有效的风险控制体系,对目标公司的投资风险控制分别从投前、投中、投后,三个方面进行严格分析评估(如表1所示)。

(一) 投前阶段

表1 投前、投中、投后三个阶段的风控控制要素

阶段	投前	投中	投后
指标	(1) 严格的项目筛查 (2) 创业团队分析 (3) 企业内部管理分析 (4) 市场分析 (5) 核心竞争力分析 (6) 财务分析 (7) 政策环境分析	(1) 业务尽职调查 (2) 财务尽职调查 (3) 法律尽职调查 (4) 专家、顾问验证 (5) 投资管理委员会商议 (6) 投资协议约束	(1) 监督公司财务 (2) 战略指导 (3) 资源整合 (4) 人才引进 (5) 协助公司治理 (6) 融资上市/并购

项目的筛查工作至关重要,关键因素包括目标企业的内部管理、技术、市场、财务等方面,这些风险中对投资效果影响最大的是项目创业团队和企业内部管理风险。

1.创始人及创业团队的能力,这关乎一家创业企业的生死存亡。没有好的领导者,公司犹如失去精神支柱,缺乏创造力;没有合理的组织架构,公司内部管理结构往往比较混乱,影响公司运营。

2.企业内部管理分析,是从目标公司的内部管理制度、管理体系进行的分析。主要指目标公司管理体系不健全导致的经营管理过程中的一系列管理风险。

3.市场情况分析。通过目标企业上下游产业链及同行之间的竞争全面分析目标企业市场发展状况及未来的增长空间。

4.核心竞争力分析。包括企业技术实力的优先性和不可复制性,以及是否具有持续不断的创新能力。

5.财务分析。从公司财务报告出发深入研究各会计科目,分析资产与负债项目的风险特性;通过计算企业偿债能力比率评估和分析企业所面临的财务风险。

6.政策环境分析。主要是分析当前与创新型公司有关的各项经济政策、法律法规给被投资主体所带来的风险。

(二) 投中阶段

投资过程中实施有效的风险控制可从尽职调查、专家顾问团验证分析、投资协议约束等方面进行。

1.尽职调查是投资者对目标企业的经营状况进行的现场调查与资料分析,以帮助投资者进行投资分析与决策。通过到目标公司的实地考察,调研公司的业务经营情况、财务状况以及法律等相关文件资料,以进一步验证企业的真实情况。

2.对于判断不准的项目,创业风险机构可在内部建立由多领域专家组成的技术评审团或企业智囊顾问团,以他们给出的专业意见作为参考,对目标公司开展投资可行性分析。

3.投资管理委员会商议。在充分预见风险的前提下,考虑充足的退出周期,确定合理的折现率和最终估值。

4.投资协议约束。风险投资机构与目标企业谈判的核心成果是签订《股权投资协议》。创业风险投资机构可在协议中设定相应条款保障自身合法利益,提前控制风险发生后造成的利益损失。

(三) 投后阶段

创业风险投资机构对目标公司的投后管理工作可使其大大降低投资风险、减少损失。

1.定期对目标公司财务进行监管,重视目标企业财务监督工作。为避免目标公司出现资金使用不规范的情况,要定期了解受资企业的财务状况,对其上报的财务信息进行定期核查和分析。

2.战略指导。结合外部政策因素、经济因素、市场因素等宏观环境与内部发展计划、竞争对手情况等因素,协助

目标公司制定相应的发展战略规划。

3.资源整合。创业风险投资基金可利用自身资源优势,帮助企业寻找合作伙伴,开展有效的资源对接。

4.人才引进。目标公司在市场竞争中最需要的是有竞争力的人才,因此创业风险投资机构可借助自身优势针对目标公司进行人才推荐,以满足其快速发展的需要。

5.协助公司治理。大部分创业公司缺乏完善的公司治理方案,制定健全的管理制度与流程规范可大大降低目标公司因企业内部管理造成的损失。

6.融资上市/并购,选择适当的时机协助目标公司完成上市或并购,实现利益最大化,保证最优退出。

对目标公司的投资风险控制,除了从投前、投中、投后三个阶段进行严格的分析评估外,还可采取联合投资、分阶段投资策略等方式来进行风险控制。

联合投资,指当一个创业投资机构投资它不熟悉领域的项目时,可以采取联合投资的方式,即找到一家对该领域熟悉且投过很多案例的投资机构了解相关的行业背景、技术优劣等,并与其共同投资目标公司,从而达到分散风险的目的。采取联合投资策略还可以使目标企业拥有来自不同机构的投资附加值,在彼此接力的基础上实现互相监督管理,达到资源整合的效果。

分段式投资,指对一个目标公司进行两个或多个阶段的投资。具体方法为,第一阶段先投资一部分金额,待目标公司发展至投资协议约定的规模或达成约定业绩目标后再进行第二阶段的投资,以此类推。这种投资策略一般在对目标公司的增长性及盈利性有质疑的情况下使用。分阶段投资可以缓解投资资金被套牢的风险,激励目标企业创造更大的价值。

(作者单位:中国人民大学商学院)

责任编辑 张璐怡