

论风险投资中的尽职调查

张新立^{1,2}, 杨德礼¹

(1.大连理工大学 管理学院, 辽宁 大连 116024; 2.辽宁师范大学 教学学院, 辽宁 大连 116021)

摘 要:通过对 20 多位风险投资家的调研, 对他们尽职调查所必备的条件、策略及过程进行了系统分析, 总结出其内在规律, 以期对我国风险投资项目的筛选有所启示。

关键词: 风险投资; 筛选尽职调查; 商业尽职调查; 过程

中图分类号: F830.59

文献标识码: A

文章编号: 1001-7348(2005)09-0076-03

0 前言

一些著名的风险投资公司每年都会从创业者那里收到上千个商业计划书^[1]。因此, 风险投资公司如何从这繁多的商业计划书中有效而准确地筛选出高质量、有发展潜力的项目, 是衡量一个风险投资公司实力水平的重要标志, 而尽职调查则是完成这项任务的一种有效手段。尽职调查是一个行业术语, 主要指风险投资公司对项目进行筛选评估的一切活动。由于风险投资公司与创业者存在严重的信息非对称性, 风险投资公司的尽职调查就为减少信息非对称, 为风险投资家作出正确的投资判断提供了充分的科学依据。本文通过对 20 多位风险投资家的调研, 对他们尽职调查的过程及其基本原理进行了研究, 以期对我国风险投资的项目筛选有所帮助。

1 尽职调查的必备条件

风险投资的投资关键在于人力资本的投入, 尽职调查也不例外。尽职调查起关键作用的因素是风险投资家的经验, 而不是公司本身。很多著名的风险投资家在早期都是以学徒身份出现的, 通过不断地在实践中学习, 及时总结经验教训, 为今后事业的成功打下了坚实的基础。因此, 许多资深的风险

投资家都强调经验在项目筛选中的重要性, 他们对风险项目的筛选之所以显示出较高的水准, 是因为他们对甄别有发展潜力的项目有一套“诀窍”。这套“诀窍”是很难通过书本知识直接学到的, 而必须不断地在亲身实践中慢慢顿悟。很多风险投资公司一直在为项目的筛选而不竭努力, 但就因为运作效率低, 甄别项目质量好坏的能力不强, 致使与很多有发展潜力的项目失之交臂, 错失了投资的最佳时机, 这显然与风险投资公司缺乏具有丰富经验的风险投资家有关。诚然, 有丰富经验的成功风险投资家并不是一朝一夕就能培养出来的, 这就要从其他方面, 尤其是筛选方法上有所突破。要不断地改进尽职调查方法, 从大量成功的案例中及时总结出先进的尽职调查方法, 这对一个风险投资公司能否及时有效地筛选项目是必备的条件。有理由相信, 一个能充分利用先进的科学规范操作程序进行尽职调查的风险投资公司, 必将有利于对高质量项目的筛选与评价, 有助于风险投资公司的发展。

2 尽职调查的策略

风险投资公司对筛选和评估项目都有一套标准, 而尽职调查就是把投资项目的类型与公司投资的理念统一起来。诚然, 风险投资公司首先要确定与之相符合的投资类

型, 但不同风险投资公司所要求的投资标准可能有所不同。不过, 风险投资公司一般都包括企业的发展阶段、地理位置、投资规模、投资行业这四个方面。一旦投资标准确定, 风险投资公司将围绕投资标准制定一套适合自己的具体可行的筛选方案。

据统计, 大约 10%~15% 的商业计划书通过初步筛选, 即筛选尽职调查^[2]。通过初步筛选阶段的项目要想最终被选中, 还需要接受更详细的尽职调查, 即商业尽职调查。此时尽职调查扮演着对项目进行详尽审查和评估的角色, 目的是为了充分了解项目中存在的问题和面临的挑战, 尽量规避投资者的风险。事实上, 商业尽职调查主要是回答风险投资家提出的一系列问题, 与筛选尽职调查类似, 但比筛选尽职调查更深入、更具体。

此外, 每个风险投资公司都必须事先决定它们将如何完成尽职调查。每个风险投资公司的能力水平不同, 其尽职调查的策略也可能不同。有的公司可能以“特殊的”方式进行; 而有的公司可能以一种科学规范的方式来进行; 有的风险投资公司可以允许每个人根据自己的特长发表其对问题的看法, 然后再汇总, 总结出一般规律。总而言之, 一种尽职调查模式不可能适合所有风险投资公司的需要, 尤其是对特殊行业进行投资的情况更是如此。同样, 对于项目是否盈利也没有

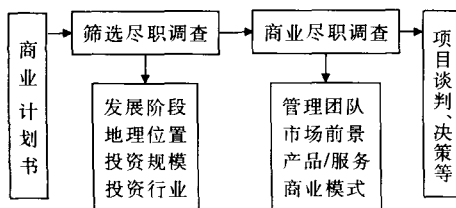
收稿日期: 2004-10-04

作者简介: 张新立(1970-), 男, 山东莘县人, 副教授, 博士生, 主要从事博弈论与风险投资理论研究。

任何一个简单的方法就能给出回答的。尽管如此,风险投资公司对如何通过尽职调查筛选项目还是有一般规律可循的。

3 尽职调查的过程

尽职调查主要包括对项目的初次筛选和对项目的进一步详尽评估,大体分为筛选尽职调查和商业尽职调查两个阶段(见附图)。



附图 风险企业的尽职调查过程

3.1 筛选尽职调查

筛选尽职调查就是风险投资公司尽快地把不适合投资标准或不被认为符合成功标准的项目过滤掉,以便为剩余项目进一步进行详尽审查做铺垫。风险投资公司经常充满着投资玄机,它们经常会根据投资标准筛选出他们比较感兴趣的项目。由于每个风险投资公司的情况不同,所要求的投资项目标准也就不同,但基本上都把是否与公司的投资理念相一致作为一个“航标”。一般而言,风险投资公司在筛选项目时都从以下四个方面考虑:项目的发展阶段、地理位置、投资规模与投资行业。

(1)发展阶段。是指投资时受资公司所处的阶段。发展阶段一般分为种子期,开发期,成长期,成熟期(扩张期)和衰退期投资等。因为每个发展阶段对资金、技术的要求有所不同,其运营管理也不一样。只有定位在某一阶段,风险投资公司才能熟悉该阶段的投资策略和操作技巧,才能积蓄自己的核心竞争能力,提高竞争优势。一般而言,种子期时项目处于构思状态,主要是支持创业者产生新思想;开发期是项目处于研发、试制和新产品推广阶段;成长期是新产品得到市场认可,销售快速增加、盈利稳步增长的阶段;成熟期是产品已大规模生产,总体生产能力达到高峰,产品的质量和价格在行业中处于较强的竞争力阶段;衰退期是产品竞争力和利润率逐步下降,老产品逐步被新产品代替阶段。对进入阶段的选择与风险投资公司的风险偏好和承担风险的能力有关。一

般来说,风险投资往往会集中于其中的某一个阶段进行重点投资,其他阶段出于分散风险的目的而做辅助性投资。

(2)地理位置。风险投资公司一般倾向于在公司所在区域附近进行投资,主要便于对投资企业进行全面的管理,可以定期考察、调查企业的发展状况,及时地掌握企业的发展动态。此外,由于还有公司的其他组合投资,如果投资能集中于某一区域,可以对参加会议、监管和考察管理团队等活动节省大量时间和成本。地理位置的聚集效应也能做到很多公共资源共享。另外,由于风险企业的快速发展需要市场、人才、资本、信息等的有力支撑,因此,处于市场发达、科研院所集中、基础工业完备、自然环境优美及交通便利的风险企业更容易得到风险投资的支持。

(3)投资规模。是指规定投资项目的数量,最高与最低限额。如果投资规模过小,风险投资的管理费用就会提高,出现规模不经济问题。但如果投资规模过大,则单项投资的成败会影响整个风险投资公司的总体效益,从而出现投资风险过高问题。因此,考虑到风险投资的管理费用和投资风险权衡问题,任何一家风险投资公司都不会把所有资本都投入到一个或极少数几个投资项目中,也不会投资于太多的小项目,而是选择一个适合自己的投资规模。一般风险投资公司都把对单个被投资企业的投资限制在可供投资资本总额的10%左右。

(4)投资产业。指投资时受资公司所处的行业。每个风险投资公司一般都有自己选定或偏好的投资行业,投资行业的选定取决于政府产业的发展方向、市场需求以及风险投资公司本身的特征。但出于风险投资本身所具有的独特特征,其行业一般选定在具有高成长性、高收益性的高新技术产业领域。此外,越来越多的风险投资公司一般不轻易涉足不熟悉的行业,他们认为这样带来的风险不仅难以预测,而且由于知识能力的限制更加不易把握。他们一般倾向于涉及一二个相关的熟悉产业,呈现一种专业化、集中化投资趋势。这是因为,只有定位在某一相关熟悉技术行业,才能在短时间内作出可靠的决策。也只有涉足自己熟悉的行业进行投资,才能凭借自己已有的专业知识、社会关系资源、市场营销网络和在该领域日积月累

形成的特有经验优势来抵御风险,取得收益。

3.2 商业尽职调查

风险投资在经过筛选尽职调查后,一般还会剩下10%~15%的项目可供选择,这些剩下的项目可能还很多,所以还必须作进一步的精选,进行商业尽职调查,对最初筛选的项目进行进一步过滤。其主要目的就是甄选出哪些项目更具有广阔的发展潜力和市场前景,力求做到好中选优,优中选优。商业尽职调查与筛选尽职调查的标准不太相同,它一般以关心管理团队、市场前景、产品/服务和商业模式等为考察重点^[3]。其具体形式主要以问题集的形式出现,约见创业者,询问有关问题,并让创业者就一些关键问题作口头介绍,用以说服风险投资家,风险投资家可以从中考察创业者的信心和对项目的把握,以便作出正确的投资决策。因此,如何以恰当正确的方式提出风险投资家最为关心的问题成为商业尽职调查的关键。当然,不同的风险投资公司和不同的风险投资家有不同的投资理念,其对项目的关注焦点也各不相同,每个风险投资公司有一套自己独特的商业尽职调查的方式。但是,风险投资家在做商业尽职调查时,仍有一些共同点值得关注。一般而言,风险投资家提出的每个问题要言简意赅,能以点带面,提出的问题既能揭示项目的本质,又能代表风险投资家的投资主旨思想。

(1)管理团队。一般地讲,商业尽职调查最重要的考核指标之一就是管理团队。在房地产市场中,人们经常会说的3个重要词汇是“位置、位置、位置”,在商业尽职调查中,人们经常会说3个最重要的词汇则是“人、人、人”,人力资本质量的好坏是风险投资取得增值大小的关键因素,“宁投一流团队加二流技术,也不投二流团队加一流技术”,这是风险投资的金科玉律。为此,风险投资公司首先要寻找一个精力充沛的、有事业进取心的创业者,他能认清建立一流团队的潜在价值。其次,风险投资家不会支持仅由一个创业者控制的企业。一方面是因一个人不可能具有全面的经营才能,而且过分强调个人的作用,会导致个人独裁,使得风险投资家对其不能进行有效的控制,另一方面当这个创业者离开企业时,会导致企业的解体,加大投资的风险。再次,风险投资家希望管理

队伍的年龄范围在 35~50 岁之间。因为这个年龄范围的人,既拥有丰富的实际经验,思想又很活跃,能较快吸收新知识和新信息。最后,风险投资家对管理队伍的个人素质要求是极高的,理想的管理队伍应包括精通每个主要部门业务的、能力很强的个人,一般考察管理队伍中每个人的学历和职业生活履历。风险投资家之所以对管理团队如此看重,是因为他们知道,外部环境将要不断变化,企业时刻面临着激烈竞争,客户需求也不断变化,新规则也不断涌现。因此,企业能否制定正确的战略战术对其成功是至关重要的。风险投资公司很想寻找那些能够从容面对挑战,并且面对挑战而知难而上的管理团队。由于风险投资公司与企业的管理团队之间经常是信息非对称的,为此,风险投资家通常利用下列问题来了解管理团队的情况:①创业者的背景怎样?②他们有相关行业的经历吗?③管理团队中每个人的行使职责怎样?④他们有成功的业绩记录吗?⑤他们目前已拥有什么样的资源?⑥他们是如何评价风险的?⑦他们能详细阐述项目发展方向吗?⑧他们的技能能否立刻展示出来?

(2)市场前景。对于风险投资公司而言,如果技术转化不成商品、转化不成销售收入和利润,再好的项目也是没有价值的。因此,风险投资公司投资的项目必须具有广阔的市场发展前景,对没有市场前景项目的投资就意味着决策的失败。为此,在投资之前,风险投资家通常要详细了解项目市场的发展潜力和规模,知道进入市场的难易程度,清楚市场环境竞争的程度,知道如何抢占市场份额,能制定适当的战略吸引目标客户。事实上,对竞争程度的认识理解就是对市场发展前景的认识理解。在现实中,很多企业搞不好,往往不是技术不行,而是市场开发跟不上。因此,在一定意义上可以说是市场第

一,技术第二。一般地,风险投资家常常提出以下问题来质问项目的市场发展前景:①客户是谁?有多少?②促使产品市场份额增加的动力是什么?③风险企业如何应对竞争者的威胁?④目前市场的竞争状况怎样?⑤客户、供应商与竞争者的聚集度怎样?⑥市场上有特别吸引力的替代品吗?⑦对产品限制的条件及其自由度是什么?⑧进入市场的壁垒是什么?⑨销售渠道是什么?⑩对竞争者进入市场的防护又是什么?等等。

(3)产品/服务。衡量产品或服务质量的好坏就是质问。市场消费者最需要什么样的产品?生产这种产品能盈利吗?这样的产品/服务如何被消费者接受,而又不容易被竞争者模仿。因此,对风险企业而言,对激烈竞争的市场建立一个预警机制是必要的,而建立一个预测模型对风险企业的成功也是必不可少的。通常情况下,风险投资家对产品/服务的调查常以下列问题的形式出现:①风险企业的核心技术是什么?②客户能从企业产品中获得什么样的好处?③产品/服务比其他竞争者的优势何在?④战略上与其他竞争者有联系吗?⑤产品进入市场的障碍是什么,有没有专利保护?⑥产品的新颖性与先进性如何?⑦对客户的服务质量和水平如何等等。

(4)商业模式。商业模式是一个综合概念,包括企业经营战略、主营业务和收入来源、目标客户和市场定位、产品营销方式和企业经营管理等诸多内容。如果商业模式不清晰、不合理,如果企业缺乏长远的经营战略,或主营业务不突出,或主营业务收入不稳定,或目标客户和市场定位不准确等等,这些都是潜在的风险隐患。因此,风险企业制定什么样的商业运营盈利模式,是吸引风险投资家是否进行投资的内在驱动力。风险投资家最为看重的就是风险企业有没有能

促使其利润增长的关键因素,怎样把其转变为现实的生产力,而不是花费大量时间去看对项目未来的规划预测。虽然预测能代表一种目标,但毕竟是预测,而不是现实。风险投资家最关注企业的现实焦点是在利润方面是否有巨大的增长空间,在税收方面是否有一定的优惠政策。因为拥有这两方面优势的风险企业可以快速地成长起来,并能够适应市场的激烈竞争。就风险投资家在这方面的关注通常以下列问题的形式来出现。①企业如何销售其产品或服务?②消费者喜欢其产品的原因何在?③有类似的知名企业吗?④影响企业进入市场的关键因素是什么?⑤投资企业应具备的必要条件是什么?⑥商业运营模式可以进一步改进吗?⑦税收方面最不利因素是什么?⑧预期利润有多少?⑨退出方式是什么?可行吗?

4 结语

尽职调查的核心就是通过调查分析来评估投资项目的收益和风险。对每个要投资项目,必须深入细致地做好尽职调查,科学地评估各种潜在风险及其可能发生概率,并对每一种风险对投资收益的影响做出客观评价。它犹如婚姻前的恋爱,需要相互充分的调查、沟通,才能真正地把握彼此。不过,待结婚后,婚姻是否美满仍需要双方共同的不懈努力,这是风险投资的另外一个重要环节了。

参考文献:

- [1] 戚思危.风险投资论丛[M].北京:民主与建设出版社,2003.
- [2] 刘曼红.风险投资:创新与金融[M].北京:中国人民大学出版社,1998.
- [3] 司春林,方曙红,田增瑞.创业投资[M].上海:上海财经大学出版社,2003.

(责任编辑:赵贤瑶)

Debate on the Due Diligence in Venture Capital

Abstract: By surveying 20 venture capitalists, it is analysed that basic condition, strategy and process in venture capital. Some rules are summarized to help the screening items of venture capital in China.

Key words: venture capital; screening due diligence; business due diligence; process