

私募股权资本风险管理的一般经济原则

庄文韬¹

[摘要]在经济从商品生产主导型经济进入到金融资本主导型经济时，就蕴含着金融风险的产生，金融风险管理也因此成为经济金融政策的重要部分。私募股权资本（PE）是金融市场的一个创新，在帮助科技和企业发展的同时，也由于其“冒险”的本性而充满风险。显然，PE 风险管理的一般经济原则就是要在“实体经济”与“虚拟经济”中取得均衡。作为金融创新工具，PE 要为“实体经济”输入血液，提升创业、创新和创造财富的效率。中国在进行金融创新发展 PE 时，也应遵循这一般经济原则进行风险管理，概括为“创业-创新-创富”管理范式。

[关键词]私募股权资本；风险管理；经济原则

在经济从商品生产主导型经济进入到金融资本主导型经济时，就蕴含着金融风险的产生，金融风险管理也因此成为经济金融政策的重要部分。在经济的这一转变中，金融的创新经历了从“为新产品或服务提供资本的工具”到“有问题的创新”²的过程，金融创新的目的随之从为“实体经济”服务到为“虚拟经济”服务、从“为企业家精神和生产输入血液”到“通过操纵账面财富从经济中吸取血液”³的演变。

私募股权投资基金（PE），与对冲基金等金融衍生品一道是金融市场上他类投资的重要组成部分，历史上 PE 的规模和增长速度可与对冲基金媲美。PE 是金融市场的创新，它确实能帮助科技和企业的发展。然而，犹如作为风险管理工具的对冲基金会带来新的风险一样，PE 在填补“市场缺失”的同时，依然保持着其“冒险”的本性而充满风险：一方面是私募股权资本的激烈募集，另一方面是私募股权资本偏离“实体经济”的市场风险、财务风险、道德与操作风险随之而来。

因此，如何对私募股权资本进行风险管理显然是一项重要的金融政策。美国政府 2009 年 3 月 2 6 日公布金融体系全面改革方案，旨在对诸如对冲基金之类的金融市场主要参与者实行更严格的监管。根据这一方案，超过一定规模的对冲基金、包括私募股权投资基金和风险投资基金在内的其他私募基金都必须在美国证券交易委员会注册登记；同时，政府建议设立一个系统性风险监控部门，对规模最大的那些金融机构进行风险监控。英国金融服务局、德国上议院等也纷纷采取行动，加强 PE 的风险监管。

显然，私募股权资本作为从商品生产主导型经济到金融资本主导型经济转变中，其风险管理的最一般经济原则就是要在“实体经济”与“虚拟经济”中取得均衡。私募股权资本作为金融的一种创新工具，要为“实体经济”输入血液，具体表现在三个方面：提升创业的效率、提高创新的效率和创造财富的效率。中国在进行金融创新和发展 PE 时，也应遵循这三个最为一般的经济原则进行风险管理，概括为“创业-创新-创富”管理范式。

一、私募股权资本的风险根源及风险管理原则

在美国次级债危机前，全球低利率环境和股市的持续上涨，再加上高油价创造的大量财富，全球资金过剩，助长了私募基金募集热，带动了国际私募基金规模。不断增长的高

¹ 庄文韬，博士，上海财经大学、泉州师院创业发展研究中心执行主任，厦门隆纱投资公司执行董事。

² 卡萝塔·佩蕾丝（Carlota Perez）著，田方萌等译，《技术革命与金融资本——泡沫与黄金时代的动力学》，中国人民大学出版社 2007 年版。

³ 同上。

流动性和不断增加的资本需求，已成为孕育私募基金成长的最肥沃的土壤，国际私募基金引发了全球投资热潮，也造成了私募股权基金在全球的迅速发展。

然而，在当前金融海啸的冲击下，经济减速、股市下跌、信用与信贷紧缩、政策与立法调整，PE 在全球范围内的流动性而引发的泡沫风险开始呈现。金融市场的大幅向下波动，再加上投资者采用相似的投资策略导致风险集中，PE 的各种风险骤然而至。

首先是市场与财务风险。退出变现是 PE 的重要前提，因此，PE 与全球资本市场有着千丝万缕的联系。然而，当市场低迷、全球资本市场下跌时，私募基金的高杠杆率操作、VC 的高市盈率 IPO 等面临严重考验，由此带来资金风险和不确定性的市场风险。VC 是 PE 的一个重要部分，占有相当比例，VC 曾推动过 IT 辉煌和泡沫，将甚至没有利润的公司以百倍甚至更高的市盈率上市；IT 带来了全球性的生产力提高，但随之而来的泡沫却使 VC 至今没有从这次低潮中恢复过来。PE 业的焦点是杠杆收购。有超过 60% 的 PE 介入了杠杆收购，过高杠杆率带来巨大风险，在整体经济出现波动的情况下，这种做法具有很大的破坏性。

其次是道德与操作风险。PE 创造价值的功能正在受到怀疑，部分私募基金入主收购企业后，企业情况较收购前还要糟糕，这种拙劣的私募股权基金做的是“财务工程”，对收购公司没有实质改善。因此，在金融风暴下，市场出现了这样的境况，即受创最深的是以金融为主体的经济体，尤其以依赖“财务工程”为多的经济体。

因此，金融的创新应该回归最为基本的经济原则，“财务工程”应回归以实体经济为基础的经济价值与财富创造。私募基金应该明确操作的基本经济依据，以此来消除不必要的风险。

强调私募股权资本“实体经济”原则的回归，可以从微观经济和宏观经济的视野观察和分析私募股权资本在促进经济增长、提升经济竞争力和创造国民财富的意义。

从微观经济角度分析，立足于实体经济的私募股权资本，通过对所有权和经营权的制度安排，有效解决各种契约代理问题，实施对所投资企业的注资并加速企业成长、提升其竞争力并最终实现投资资本的增值和退出，然后开始投入新一轮的资本增值运动。

从宏观经济角度分析，立足于实体经济的私募股权资本市场显然是企业从创业成长、创新发展到创造企业价值和财富全过程所必需的资本要素。这样一种从创业、创新到创造财富的过程，其经济意义在于：私募股权资本市场的制度安排适应了创业经济、创新经济和资本经济各种经济形态的变迁和需求，促进了创业经济的发展、提升了创新经济的竞争力、并在资本经济中实现了财富的创造。因此被概括为私募股权资本的“创业-创新-创富”范式。

在这一范式下，私募股权资本也因此分别表现为创业资本形态、创新资本形态和创富资本形态。创业资本和创新资本具有产业资本的属性，创富资本却更直接表现出金融资本的属性，私募股权资本在“创业-创新-创富”范式中具有了产业资本和金融资本的双重属性，实现了从产业资本到金融资本的转化，并完成了其价值增值和财富创造的循环运动过程，最终实现“经济增长、竞争力提升和财富创造”的目标。这一范式也正是 PE 风险管理的最一般经济原则。

二、私募股权资本风险管理的“创业经济效率”原则

企业的发展，尤其是中小企业的发展，是全球经济关注的问题。中小企业对一国经济的发展、对国家经济安全与稳定增长、对一国经济竞争力提升以及解决就业问题等都具有重要的作用。联合国贸易与发展组织（UNCTAD）曾在全球范围内对各国尤其是新兴的亚洲地区各国中小企业发展对国家和地区经济增长的意义、作用方式、趋势以及政策问题加以研究，提出了著名的“创业引擎”理论⁴。

⁴ UNCTAD: *Handbook on Foreign Direct Investment by Small and Medium-sized Enterprises: Lessons from Asia*, published by United Nations Publication, 1998.

“创业引擎”可以从传统需求供给增长模型来理解。普遍认为，中小企业创业活动对经济的增长作用遵循传统经济增长模式：一方面，创业投资活动本身就增加了资本、劳动力、各种有形无形资产等生产要素的投入，同时创业活动往往伴随着科技创新，无疑促进了技术进步和生产率提高，实现了其对经济增长的供给式的推动；另一方面，在国民经济中众多中小企业雇佣了大部分的劳动力，这些劳动者的劳动所得转化为现实的消费购买力，成为需求拉动经济的主要动力；再者，中小企业的外向型经济可通过增加出口来促进经济的增长。

同时，“创业引擎”理论的贡献更在于其从效率提升的角度总结出中小企业的创业活动通过如下独特的方式实现对经济增长的促进作用：首先，大量的中小企业成为培育高速增长企业的“摇篮”，一部分中小企业在竞争中快速成长，并成为经济增长的主要贡献者；其次，大量中小企业具有较短的生命周期（大约 3-5 年），企业诞生和关闭更替频繁，这样一种更替建立了一种不断寻求市场机会的机制，提高了市场运行效率；再者，中小企业生产率总体上虽然相对于大企业来说可能较低，但提高速度较快，对经济增长贡献更为显著；这些企业通过科技创新、生产适销对路产品和服务、挖掘未开发市场机遇迅速成为市场的骄骄者，甚至形成了新兴产业。

从企业发展阶段理论上讲，企业总是要经历初创、成长、成熟的历程。企业在发展的每个阶段，都承受着外界变化的冲击压力。每个企业生命期的长短不同，各发展阶段的持续时间不同，从一个阶段向另一个阶段的过渡难易也不同。具有永续经营能力的企业和能顺利从小企业向大企业过渡并快速成长的企业成功的核心就是不断创业。

以创业为特征的这一经济成分可以概括为创业经济，这一经济特质蕴含着对传统管理型经济结构的补充，有利于整体经济效率的提高。在全球金融与经济动荡中，人们特别关注以中小企业为主体的创业经济的发展，认为创业型经济对抵御、防范、消除金融风暴引起的经济衰退和经济危机将起很大作用。在全球宏观经济前景仍不明朗的背景下，全球中小企业集群将是一个核心要素，“中小企业要素”的成长路径和健康度，将会对全球经济渡过严冬提供一个极大的可能。

私募股权资本作为创业经济发展模式的一个内在支撑，是创业企业与资本市场联系的渠道，专注投资于成长性企业，企业不管规模大小，源于不断创业而喷发出的成长性必然是私募股权投资可以贡献价值增值的地方。如果说创业企业的成长是经济增长的“引擎”，那么，在“创业-创新-创富”范式中，私募股权资本首先表现为创业资本并作用于创业效率的提高而成为使这一“引擎”发挥效率的燃料。创业资本通过在微观上改善创业资本与创业者的关系，建立有利于企业创业发展的治理结构，提升创业成功概率和成长的速度；同时，创业资本的存在构筑了一条高效的企业创业与发展所需的“资金连”，形成了创业经济赖以发展的资本市场环境。这是私募股权资本与实体经济结合最为紧密的环节，也是避免私募股权资本脱离实体经济而引发风险的经济原则。

三、私募股权资本风险管理的“经济创新能力”原则

研究和实践证实了这样一个观点，企业的活力在于不断创业，而再创业的灵魂在于不断创新。对各种发展阶段的企业通过创新实现再创业的研究也表明，创新投资机制是企业焕发活力的最有效手段。

世纪之交的二十年是全世界范围内科技创新、科技成果转化带动经济发展作用最为明显的时期。统计数据表明，科技型中小企业从创业到拓展销售市场实现盈利，一般都要经历 5 至 7 年时间。在这样一个长期的发展过程中，传统银行信贷资金定期还本付息的特性与创新企业成长过程中的高风险和现金流短缺形成明显的冲突；同时，股票市场的传统定位也不适于众多创新中小企业的进入。在经济与金融的创新中，市场化科技创新和市场化创新资本在

创新经济中应运而生，在“创业-创新-创富”范式下，私募股权资本作为创新经济的资本要素表现为创新资本形式，从微观上培育企业的核心资源，提升企业在全球技术进步和扩散加速及全球经济一体化为特征的“超竞争”格局中的竞争优势。

著名经济学家约瑟夫·熊皮特（J. A. Schumpeter）在《经济发展理论》⁵中首次提出了创新理论，认为“所谓创新，就是建立一种新的生产函素，也就是说，把一种从来没有过的关于生产要素和生产条件的‘新组合’引入生产体系。这种新组合包括以下内容：引入新产品；引入新技术，即新的生产方式；开辟新的市场；开拓并应用原材料新的供应来源；实现工业的新组织。”

创新一直以来与技术发明相关联，在更多的时候创新被狭隘地限定在技术创造和发明的范畴。然而，从熊皮特提出的创新内容来分析，强调了创新的产业经济特征，新的技术只有被引入产业过程并创造出新的生产“组合”才具有经济创新的意义。因此，熊皮特认为，企业家和创新是经济发展的“本体”，创新活动和经济创新能力是推动经济发展最主要的力量。

向创新型经济转变需要金融资本市场的支持和创新。从熊皮特创新发展理论强调创新的经济意义来看，历次技术革命在经济进程中扮演着“创造性毁灭”和“黄金时代”的缔造者；而同时，在这一过程中创新资本从“幕后”逐步走向“台前”，金融因素成为被重点关注的一个要素。在全球范围内，在向创新经济成功转型中，决定经济周期波动的是不同经济增长模式的转换速度。通过金融创新，金融不断满足不同的经济增长模式对资本配置的要求，如果这一资本要素所产生的溢出效应超过了“毁灭”掉的经济，那么，私募股权资本就实实在在地创造了经济的总体增长并提升了经济竞争力。

以创新为特征的这一经济成分可以概括为创新经济。从制度安排的视野来理解私募股权资本的经济意义，私募股权资本在效率与均衡、创造与毁灭、财富与泡沫这些经济学范畴中具有其独特的意义、作用和机制。在“创业-创新-创富”范式中，私募股权资本风险管理的重点是使创新资本作用于创新机制，在“创造性毁灭”过程中不断提升经济创新能力和经济竞争能力，而不是相反。

四、私募股权资本风险管理的“积极财富效应”原则

从国际上主要工业化国家经济发展史看，其强大的全球竞争力源于其在历次技术革命中处于核心国地位，垄断了超额利润并建立其财富帝国。以股份制为基础形成和发展起来的证券交易所在这一经济奇迹的创造过程中发挥了重要的作用。正是股票的出现，使原本财富仅仅局限于黄金白银等金属货币形式拓展到了以股票、债券、期权、期货等金融证券形式，这些纸质的财富形式的价值体现为未来收入的折现，财富的时间价值从原来的过去积累到了未来的贴现，这一质的飞跃被学界概括为“证券化”。“证券化”带来了财富的迅速扩张和浮动，向上浮动即溢价意味着财富的升值和创造，向下浮动即折价意味着财富的贬值和损失。

伴随着社会经济不同阶段的发展，在社会经济价值增值运动中占统治地位的资本形态也不断演变，从商人资本到工业资本再到金融资本的演化与商品经济向资本经济的发展相适应，资本的所有制形式也因此经历了商人资本、工业资本等私人所有制形式到私人垄断、再到产业资本和银行资本融合和垄断的社会化所有制形式，即“金融资本”⁶形态。私募股权基金此时表现为金融资本的形态，金融风险也随之而来。

⁵（美）约瑟夫·阿洛伊斯·熊彼特著，叶华译，《经济发展理论：对利润、资本、信贷、利息和经济周期的探究》，九州出版社2007年版。

⁶（德）鲁道夫·希法亭著，曾令先、胡天寿译，《金融资本》，重庆出版社2008年版。

金融资本作为现代西方资本经济中占统治地位的垄断资本形式，既支配着工业又控制着银行业，同时还主宰着国家经济命脉，是资本存在的一种高级形式和阶段。这一阶段商业银行、证券公司、保险公司、投资银行和投资机构、资产管理公司及基金等金融资本的载体及其所衍生出来的虚拟资本在整个资本运动中的作用显著增强。资产和财富以证券化金融资本方式呈现并参与资源在全社会的优化配置是资本经济时代的重要特征。大规模投资资本的证券化意味着经济形态开始由产业经济时代向资本经济时代的转变。

用资本经济理论分析资本市场的聚变，证券市场以其高效的价值发现与优化配置功能，在为实体经济创造成长与效益的同时，也为金融资本投资带来资本增值与财富。然而，私募股权资本作为创新的金融资本而具有的“财富效应”在资本经济中却也同时具有促进或抑制经济增长的双重性。促进作用即为“积极财富效应”从而创造价值，抑制作用即为“消极财富效应”从而毁灭价值。

以“证券化金融资产”为核心的经济是资本经济形态的重要特征。私募股权资本恰恰很好地利用和发挥了资本经济中的财富扩张与浮动机制而表现为一种创富资本。在“创业-创新-创富”范式下，私募股权投资成为实现从产业资本向金融资本转化和融合的制度安排，使产业经济领域的创业和创新在资本经济中得到资源的配置。在资本经济中，私募股权投资以创富资本的形态完成了从创业经济、创新经济到资本经济的转变。这种转变过程中的协调与均衡，显然是金融风险管理的重要内容。

五、“创业-创新-创富”范式与中国私募股权资本风险管理

中国正以前所未有的发展态势融入到瞬息万变的世界经济一体化进程中，国际金融市场正从人民币升值、全球最大市值排名、中国的全球资产收购等角度全面重估中国的资产价值。中国经济的腾飞使资本市场走向繁荣和沸腾，资本化资产在全社会范围内全面升值，中国已然成为亚太区最为活跃的私募股权资本市场之一⁷。

然而，从经济意义上来讲，私募股权投资如何提升资本市场在资源配置上的效率和财富的创造，尤其是在 PE 的发展过程中，如何遵循风险管理的经济原则，是中国实施私募股权资本等金融创新与改革的立足点。中国的公开资本市场容量还很小，迫切需要 PE 为企业提供融资和扶持。中国需要的是立足实体产业经济的 PE，在工业化、城市化和全球化这三大推动中国经济发展的动力引擎中，寻求符合“经济换挡”需要的金融创新产品，是私募股权资本风险管理一般经济原则的具体体现。

为此，应对私募股权资本的供给和需求、私募股权资本的退出和多层次资本市场体系的构建等涉及产业经济和金融改革的问题进一步研究和探索：

首先是创新产业对私募股权资本需求产生机制的研究。目的在于了解在创新产业中对私募股权投资资金需求的市场机制和特点，这保证了私募股权资本发展的创业创新经济原则。

其次是在特定金融体系中私募股权资本的来源和供给机制研究。目的在于把握私募股权资本的主要来源渠道和构成，这是确立私募股权资本市场政策的主要依据；因为私募股权资本的过渡供给是泡沫风险的根源。

再者是在现有法律和市场体系下投资管理与退出机制研究。如何构建与私募股权投资互动的多层次资本市场体系是一个值得关注的问题。高效、透明的多层次资本市场可以有效地对抗过多“财务工程”的风险。

最后是政府在私募股权资本市场体系建设中的角色与定位研究。在政策导向下的私募股权资本市场发展过程中，政府显然发挥着重要的扶持引导和风险监管作用。借鉴国内外

⁷ 中国风险投资研究院、香港理工大学公共政策研究所著，《2008 中国风险投资年鉴》，民主与建设出版社 2008 年版。

成功经验是提供正确的政策建议并有效实施的前提和保证。

因此，在走向世界经济强国的复兴之路中，中国私募股权资本作为资本市场中的一个重要组成部分，构建基于实体经济的风险管理原则，在“创业与发展”中发挥创业经济的“引擎效应”、在“创造与毁灭”中发挥技术创新的“溢出效应”、在“财富和泡沫”冲撞中发挥着资本的“积极财富效应”，从而在“创业-创新-创富”风险管理范式中实现经济意义上的成长、价值和财富的创造。