

文化产业 CVC 发展模式及路径分析

彭 玻

(湖南出版投资控股集团有限公司, 湖南 长沙 410004)

摘要:目前的文化产业呈现传统文化产业头部企业融资需求弱、新赛道文化企业融资难的投融资态势,面临着投资主体单一、金融供给不足等问题,尤以内容端企业融资障碍最为明显。这一局面的形成主要与文化产业产品的输出不确定性大、技术迭代速度快、标的物流动性较差等相关,导致投资机构对文化产业不能快速作出判断。文章以文化企业融资障碍为切入点,通过比较分析世界范围内成熟的文化企业融资模式,探索文化产业头部企业发展转型的现实意义和实现路径,以期为我国文化产业发展提供相关借鉴经验。

关键词:文化产业;企业风险投资;股权投资;交易结构;风险分配;发展模式

[中图分类号]G124;F832.48 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2022)02-0001-07

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2022.02.001

On the Mode and Path of CVC Development in Culture Industry

Peng Bo

(Hunan Publishing Investment Holding Group Co., Ltd., Changsha, Hunan 410004, China)

Abstract: Currently, culture industry presents an investment-and-financing trend that the traditional leading enterprises show weak needs for financing while newly-tracked ones demonstrate difficulties in financing, and it experiences such obstacles as unitary investors and insufficient financial supply especially for those content-making enterprises. Such a complexion results from the investors' inability in fast judging culture industry mainly due to the uncertainty of products output, fast iteration of technology, low mobility of underlying assets and so on. Starting with the financing obstacles of culture enterprises and through comparing the financing modes among mature culture enterprises in the world, the practical significance and achieving paths for transformation in the development of leading culture enterprises have been explored, aiming to offer related reference experience for the development of China's culture enterprises.

Key words: culture industry; corporate venture capital (CVC); equity investment; transaction structure; risk distribution; development mode

一、引言

企业风险投资(Corporate Venture Cap-

ital, CVC),从广义上可以定义为母公司基于战略发展和财务回报诉求,利用自有资金进行投资。与独立风险投资(Independent Venture

收稿日期:2021-11-20

作者简介:彭 玻(1964—),男,土家族,高级会计师,湖南出版投资控股集团有限公司党委书记、董事长,中南传媒董事长。

Capital, IVC)相比, CVC 更侧重于战略方面的考量, 与并购、联营公司、战略联盟等其他模式相比具有更高的灵活性和更低的风险^[1]。在信息科技领域, 谷歌、英特尔、百度、腾讯等头部企业, 均通过 CVC 的方式, 布局技术颠覆性企业, 通过这些企业来调整自身的业务结构^[2], 以便更快适应市场变化。

文化产业是以创意为核心的知识密集型产业, 近年来党中央和国务院高度重视并提倡大力发展这一产业。“十三五”规划强调着力发展的文化产业^[3], 同时也成为“十四五”规划中发展服务性消费的重要一环。从经济发展阶段来看, 世界范围内经济发展模式正从工业经济时代转向创意经济时代^[4], 文化产业输出的产品或服务均以创意为核心, 可以预见文化产业将成为创意经济时代的核心增长点。据统计数据显示, 2016 年, 文化产业增长值占国内生产总值比重首次超过 4%^[5], 文化产业正悄然成为我国支柱型产业。

文化产业投融资日趋活跃, 具有代表性的文化企业通过 CVC 的方式布局初创企业, 如贝塔斯曼集团、赫斯特集团等。但文化产业投融资市场热度远低于信息技术、新能源等其他产业, 主要存在金融供给不足、供给结构不合理且效率和质量不高等问题^[6]。渠道和技术方面的文化企业相对较热门, 而内容领域的文化企业则融资困难。内容领域的文化企业是创意经济的价值来源和产业基础, 其融资难的问题在一定程度上限制了文化产业的繁荣。

笔者认为, 当前文化产业投融资主要存在三大障碍: 一是产品输出不确定性大, 如何评价产品质量的优劣和发展的可持续性缺乏量化标准。二是技术迭代速度快, 导致文化企业形态快速迭代, 难以确定其长期稳定的需求。三是标的物流动性较差, 导致机构投资者在投资时需要考虑流动性不足形成的退出压力。这些直接导致文化产业投资模式缺乏统一标准和投资

框架, 从而阻碍文化产业初创企业的良性循环与健康发展。

二、基于文化产业特征的融资障碍分析

在当前经济环境下, 文化产业融资相对更为困难^[1], 导致这一现状的因素众多, 包括机构偏好、市场、产品等, 但起决定性作用的因素还是文化产业所提供的产品或服务特性。文化产业的产品或服务与传统企业的产品或服务的区别主要体现在产品输出的不确定性大、迭代速度快而需求难以确定以及流动性风险较高三个方面。

(一) 产品输出的不确定性大

文化产业产品的生产流程如图 1 所示, 其源头是技术、资金和创意的耦合, 以创意为核心, 在技术和资金支持下, 形成市场所需的产品或服务, 具备可替代性高、展现形式多元的特征。

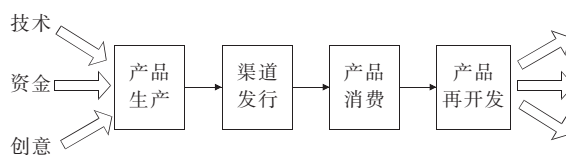


图 1 文化产业产品的生产流程

从资产角度分析, 文化企业属于轻资产企业, 固定资产较少, 主要资产是商标、著作权等无形资产, 难以用标准化的方式评估其价值。

从受众角度分析, 文化消费需求的满足与一般物质需求的满足有极大差别, 难以采用统一的标准与方法进行分析, 并作出长期合理的预期。一是文化产品的受众群体不稳定。以电影为例, 传统理论认为电影塑造了不同类型的受众群体^[7], 随着电影产业的高度发展, 受众群体趋于固定, 不同类型的电影通常在立项时就确定好了受众群体, 但区别受众的界限并非是不可突破的, 部分特别优秀的产品可以形成“破圈”效应, 突破原有题材吸引目标受众, 例如《流浪地球》《战狼 2》等电影。同时, 在针对特定受众的产品中, 有的也会因为诸多因素而导致失

败,如最近几年的“游戏改编”电影几乎折戟沉沙等。二是文化产品的受众对其使用目的是不确定的,部分受众会借此标榜自己的独特性^[8]。三是文化产品难以精准定位。传统制造业的目标群体往往较为单一,如定位高端用户的产品和定位低端用户的产品,它们的用户群体难以互相转化,而文化产品的消费群体广泛,因为文化产品重点是满足精神需求,而精神需求的多样性,难以像满足功能需求的一般产品一样标准化。

从价值评估角度分析,文化产品由于精神和物质的双重属性,不适合采用评估一般产品的市场法、成本法、收益等方法评估价值。一是文化产品推向市场的流程复杂,审核严格,整体产品成型的不确定性远大于一般产品。二是文化产品作为融资标的,旗下主要包括版权、著作权等,对于后续能否成功推向市场难以确定。目前,对这一不确定性问题的研究,主要集中在如何将文化产品资产证券化方面^[9],但还处于探索阶段。

鉴于上述因素,一般投资机构面对文化产业渠道、品牌等方面的缺失,难以准确快速判断内容领域的文化企业的发展前景,从而对内容领域的文化企业投资保持着高度谨慎的态度。

(二)迭代速度快导致需求难以确定

随着信息技术的开发和通信基础建设的完善,文化产业的展示形态也变得多样化、复杂化。但机构投资者的估值模型迭代速度往往慢于技术迭代速度,使其无法快速识别项目的风险回报率。加之,部分文化产业的商业逻辑很难与市场成熟的商业逻辑横向对比,导致投资机构判断存在障碍。另外,文化产业生产模式正受到数字化冲击,生产者与消费者相融合、专业化生产者与非专业化生产者相融合等新商业模式的出现,使得文化产业的新业态机制、产品品质、用户转化率、持续爆发力等主要企业价值点未受到市场检验之前很难确认。

(三)流动性风险较高

文化产品的生产要历经多个阶段,一般需在早期完成资金募集。文化产品通常在筹备阶段和制作阶段进行融资,但产品的市场价值要在正式推进到市场流通阶段才能显现,在制作阶段和市场流通阶段之间缺乏标的流通的主流通渠道。虽然有多种知识产权估值理论^[10]可以在一定程度上预测产品市场价值,但这些并未形成行业共识。同时,国内的文创产品交易市场虽已成型,但还未成熟,这加大了后续投资机构的投资风险,不利于持续融资,从而将加剧文化产业融资难度,拉长投资回报周期,使得早期投资者要担负较高的流动性压力。

综上所述,文化产品或服务主要满足精神需求,具有独特属性,这也导致内容型初创文化企业融资难,不利于文化市场的繁荣发展,因此需在投资模式上进行一定调整,平衡投资风险和投资回报,促进机构投资者踊跃加入,拓宽融资渠道。

三、现阶段文化产业投资模式分析

文化产业主流投融资模式是在传统投融资模式的基础上,基于文化产品或服务的特点,进行风险分散。美国文化产业的投融资模式较为完善,一方面得益于以好莱坞电影产业为代表的文化产业发达,用户群体稳定且消费能力强;另一方面得益于资本市场的高度发展。结合国内市场特点,以美国文化产业中具有代表性的电影产业投融资模式为例展开分析,对于国内文化产业 CVC 设计交易结构具有较强的借鉴意义。

(一)直接投资

直接投资是指投资者直接购买标的物的部分所有权(股权),其方式主要有项目投资和企业投资。

对于内容生产型的文化公司,项目投资是常见的投资方式。例如在电影行业,起源于美

国好莱坞与华尔街的合作,投资标的采取组合投资的方式,又称为“拼盘投资”,由一家金融公司牵头投资一家或几家制片商的 20—25 部电影。据实证研究表明,2004—2014 年主要的拼盘投资回报率不及预期^[11],但这一融资方式已

经成为电影融资的主流方式之一,并拓展到电子游戏和电视剧投资领域。投资公司通过拼盘投资进入行业,后续转型成为电影制作公司,例如沙丘娱乐和传奇影业^[12]等业界知名的电影制作公司。具体流程如图 2 所示。

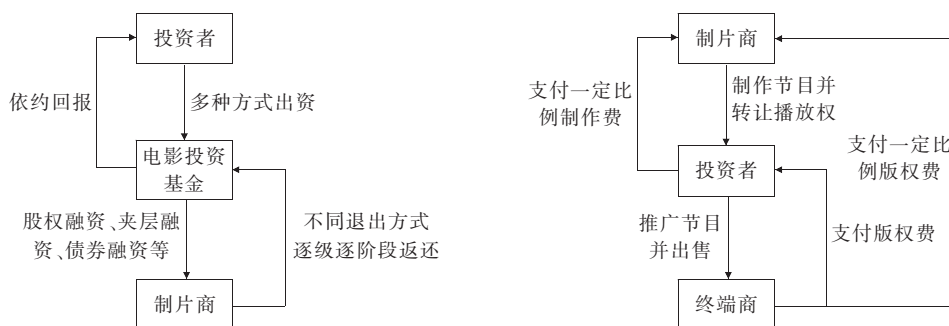


图 2 拼盘投资流程

除此之外,还有“赤字模式”融资,私募基金参与程度较高,采取这种方式旨在强化财务回报,弱化战略协同。

企业投资,指的是直接投资文化企业,以一定对价换取标的企业的股权。仍以电影为例,国内主流私募基金对内容生产文化企业的投资倾向于有独特价值的公司。在 2020 年影视领域仅有 22 起融资事件,具有代表性的是芒果超媒面向阿里创投协议转让 5.26% 的股份,以及欢喜传媒获得哔哩哔哩 5.13 亿港元的投资。可以注意到,即使影视行业遇冷,但资本对于有价值的影视文化公司仍有较高的兴趣。基于技术导向和平台导向的文化企业对资本具有很高的吸引力,特别是面向新群体或新形态的文化企业在近年来更受热捧。例如前者有哔哩哔哩等主要面向 Z 世代的视频网站,后者有斗鱼直播、虎牙直播等新文化企业形态。

(二)间接投资

间接投资是指投资者通过购买标的公司有价值证券且预期收获一定收益的投资方式,常见方式主要有两种:夹层融资和资产证券化融资。如电影行业,标的项目可通过发行附有优先权

益认购权的无担保债券、可转债或资产证券化(ABS)的份额的方式实现融资。标的项目将正在制作的电影或者拥有的电影版权打包成资产包,并以此抵押发行债券。与直接投资的区别主要在于标的物为债权而非股权,这对标的企业限制少,投资者也有明确的退出路径。将标的企业甚至个人已完成的项目或拥有的知识产权等无形资产一起打包,为正在制作或预期制作的项目融资。该方式通常需要设立特殊目的机构(Special Purpose Vehicle, SPV)做资产隔离,解决无形资产高风险的问题。具体流程如图 3 所示。

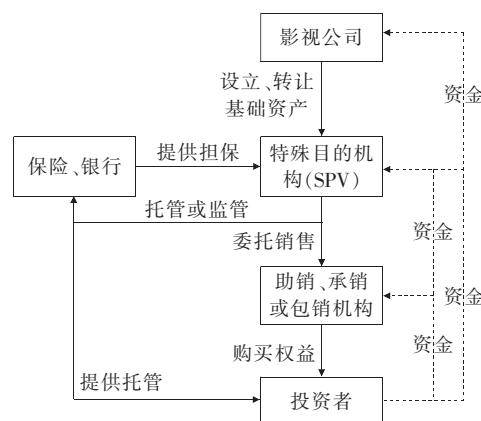


图 3 间接投资流程

文化行业首起资产证券化融资案例：1997 年，摇滚明星大卫·鲍伊将已有的 25 张音乐专辑的全部预期收入进行证券化，由铂尔曼公司（Pullman）作为 SPV 构架，百代 EMI 唱片公司提供 3 000 万美元的担保，发行共计 5 000 万美元债券。2005 年，漫威以知识产权作为抵押，推出价值 4.65 亿美元的电影债券，筹措资金进行《钢铁侠》等电影的开发。基于漫威资产的公允价值和交易预期，穆迪公司对其评级为 AAA 级债券。

（三）其他投资方式

在直接投资和间接投资的基础上，CVC 还有两种投资方式：一是委托投资。委托其他 PE/VC 进行投资，主要指 CVC 与行业内公司或专业 PE/VC 共同出资设立的产业基金，常见方式是成立母基金或者成立产业引导基金。二是以孵化器或加速器的方式投资实体。

综合来看，现阶段上述投资方式均大量存在于资本市场，其区别主要体现在 CVC 主体对具体项目投资的决策把控、风险识别以及资源嫁接能力等方面的差异。

四、文化产业投资路径探索

通过以上对投资模式的介绍分析，不难看出，因投资方、融资方需求的多样性而产生了多种投资方式。制定符合当前文化产业实际的投资战略，需要对 CVC、IVC 主体结构和投资方式进行深度探究。

（一）投资主体结构选择

CVC 与 IVC 的主要区别集中在组织结构、战略目标上。CVC 的重心是明确战略目标，并确保在投资关系、投资活动、管理方法上一致支持战略目标的实现^[13]，以确保投资活动能够促进公司战略目标实现，同时兼顾财务回报。而 IVC 一般更倾向于财务回报。笔者认为，文化头部企业在自身行业深耕多年，有稳定的现金

流和产品矩阵，财务压力较小，而在快速感知市场变化、识别消费群体变化、接触商业模式变化上有更高的需求。另外，CVC 相较于 IVC 更能鼓励创新型企业的成长^[14]，有利于文化市场的长期繁荣。文化头部企业在投资主体结构选择上应更倾向于突出战略需求的 CVC 投资模式而非突出财务回报的 IVC 模式。

（二）投资模式选择

文化头部企业拥有大量 IP 资源、丰富渠道以及产业链强议价能力等核心优势。以出版龙头企业中南出版传媒集团股份有限公司（以下简称“中南传媒”）为例，中南传媒是全国首家全产业链上市的出版企业，旗下有 11 家出版社、4 家发行企业、3 家内容策划机构、1 家印刷企业等，覆盖了出版发行全产业链，产业链议价能力强。基于此，中南传媒通过投资实现战略目标主要有两条途径：一是进一步加强原产业链的市场地位；二是开拓新的业务增长点。在具体运作上可以选择传统的 CVC 投资模式，直接组建投资主体在市场上寻找投资机会，或设立母基金的方式，自身充当核心决策者，吸收优质社会资本，或设立单一基金的方式。而 IVC 的方式是间接投资，也可以设立母基金和单一基金。两种方式的区别主要体现在投资风险、投资回报、战略协同、项目管理能力以及资金投入等方面，具体对比如表 1 所示。

表 1 文化头部企业直接投资与间接投资的主要区别

	直接投资		间接投资		
	(参与项目管理)		(不参与项目管理)		
	母基金+子基金	单一基金	母基金	单一基金	
投资风险	中	高	高	中	高
投资回报	中	高	高	中	高
战略协同	高	中	高	中	低
项目管理	中	高	高	/	/
资金投入	高	中	低	高	中

通过比较分析发现,在加强原产业链的市场地位这一目的下,更适合采用母公司直投的单一投资方式。主要原因如下:一是母公司通过多年的市场实践对于自身产业链的理解程度高,对母公司设立的战略投资主体进行直接投资,从资金方面看,有利于提高投资规模和投资效率。二是对母公司而言,通过战略投资主体与初创企业的高频接触有利于公司之间相互学习,触发新的商业模式和商业机会。三是对被投企业而言,可以为其提供母公司良好的商业运作经验和相关产业资源。

而在开拓新的业务增长点这一目的下,更适合采用母基金+子基金的投资方式。主要是因为文化企业的不确定性因素要远高于其他类型企业,且文化企业资金需求量较少、资本效率较高,在孵化具体项目上不宜采取大金额投资少量项目,而适宜采取大规模孵化多个项目,通过摊派的方式降低风险,通过少数项目的高回报覆盖项目整体收益。

(三)市场案例分析

文化企业 CVC 的发展驱动力在于大型的文化企业深耕行业多年,对产业链、市场、渠道、消费者等有成熟的判断体系,同时能够通过股权投资反哺母公司的战略发展需求。从股权投资历史看,文化领域 CVC 具有代表性的有贝塔斯曼亚洲投资基金(BAI)、华人文化产业投资基金、赫斯特资本(中国)。贝塔斯曼亚洲投资基金在中国布局行业众多,投资的大文化行业项目有 22 个,占总投资项目的 22%。华人文化产业投资基金更加专注于大文化行业,投资项目 86 个,行业矩阵较为集中,占总投资项目的 84%,代表项目如哔哩哔哩、快手等。赫斯特资本(中国)投资两个特赞(Tezign)和东南亚流媒体公司(Iflix),占总投资项目的 13%。

笔者认为,此类基金分为两类:一类是母公司对新行业的布局,并且偏好布局一些高增长、高迭代的领域,如新消费、新社交等,旨在拓展母公司的业务边界,如贝塔斯曼亚洲投资基金和赫斯特资本(中国)属于此类。另一类通过利用公司既有渠道优势,准确判断文化市场并大量布局文化初创企业和项目,基于母公司的行业认知,获得合理业绩回报,如华人文化产业投资基金属于此类。综上,从现有市场发展来看,后者的模式会更适合本土文化龙头企业,文化行业初创企业市场还有大量潜力可以挖掘。

五、结论

在股权投资高度专业化和市场竞争日益激烈的情况下,CVC 依托母企业对产业链和高市场熟悉度的优势进行股权投资,是兼顾战略协同、投资回报和风险控制三个方面的投资模式。同时,引入一定社会资本来构造 CVC 投资模式可以更好地适应专业化和市场化。在当前环境下,母基金加子基金是兼顾战略、风险和回报的基金构造。在综合管控的母基金下,通过专业化的子基金快速布局文化行业细分领域的新业态、新模式,是一条较为明朗的发展路径。当前相关研究和实践对于如何量化整体配置风险还需进一步探索,但可以明确的是在融媒体的发展大势下,传媒企业、出版企业、电影企业等将趋于整合化,通过 CVC 提前布局、提早卡位、超前谋划是传统文化头部企业适应市场变化的可行路径之一。

[参考文献]

- [1] Lee S U, Kan J. Technological Diversification Through Corporate Venture Capital Investments: Creating Various Options to Strengthen Dynamic Capabilities[J]. Industry and Innovation, 2015, 22(5): 349-374.

- [2] Matteo Rossiab, Giuseppe Festac, Alain Devallied, et al. When Corporations Get Disruptive, the Disruptive Get Corporate; Financing Disruptive Technologies Through Corporate Venture Capital[J]. Journal of Business Research, 2020(118):378-388.
- [3] 中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要[J]. 中华人民共和国全国人民代表大会常委会公报, 2016(2):243-322.
- [4] [美]理查德·佛罗里达. 创意阶层的崛起[M]. 司徒爱勤, 译. 北京: 中信出版社, 2010:49-50.
- [5] 国家统计局社会科技和文化产业统计司. 中国文化和相关产业统计年鉴 2017[M]. 北京: 中国统计出版社, 2017:32-33.
- [6] 徐鹏程. 文化产业与金融供给侧改革[J]. 管理世界, 2016(8):16-22.
- [7] [英]丹尼斯·麦奎尔. 受众分析[M]. 刘燕南, 李颖, 杨振荣, 译. 北京: 中国人民大学出版社, 2006:6-7.
- [8] Garnham N. Capitalism and Communication: Global Culture and Information Economics[M]. London: Sage Publications, 1990:161-162.
- [9] 曹宏铎, 李昊, 张晓云. 面向文化资产证券化定价的 G-Bass 随机扩散预测模型研究[J]. 管理工程学报, 2017(1):192-200.
- [10] King K. The Value and Management of Intellectual Property, Intangible Assets and Goodwill[J]. Journal of Intellectual Property Rights, 2002(7):245-248.
- [11] Opitz C, Hofmann K H. Adverse Selection and Moral Hazard in Equity Partnerships: Evidence from Hollywood's Slate Financing Agreements[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2014, 23(4):811-838.
- [12] 王欣. 中国影视投资基金的投资策略研究——借鉴美国私募基金的好莱坞投资案例[D]. 上海: 上海交通大学.
- [13] Birkinshaw J, Hill S A. Strategy-Organization Configurations in Corporate Venture Units: Impact on Performance and Survival[J]. Journal of Business Venturing, 2008, 23(4):423-444.
- [14] 薛超凯, 任宗强, 党兴华. CVC 与 IVC 谁更能促进初创企业创新?[J]. 管理工程学报, 2019(4):38-48.