

中国风险投资退出机制研究

任赫达

(南京大学 国际商学院, 江苏南京 210093)

摘要:风险投资业在 20 世纪末中国的兴起是中国金融体系面临国内产业结构变动趋势加快和以全球化为背景的信息经济浪潮的双重挑战所作出的必然选择。当前中国风险投资业发展缓慢的重要原因是缺乏有效的退出机制。本文提出了一个以多层次、互补性为特点并具有可操作性的风险投资退出机制。

关键词:风险资本;退出;高科技板块

中图分类号:F069.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)02-0029-05

一、中国风险投资发展受制于不完善的退出机制

知识经济的蓬勃兴起是当今世界发展的一个重要趋势,高科技产业也因此成为全球经济的热点。其产业本身具有的高技术含量、高市场潜力、高风险及高收益的特性需要一种不同于其他产业的融资渠道。风险投资作为一种新型投资方式应运而生。来自拥有全球最大规模、管理机制最完善的风险投资基金的美国的数据表明,在高科技产业的发展过程中,风险投资充当着极为关键的“孵化器”作用。据估计,1970—1979 年期间,美国靠风险投资支持成立的高技术公司达 1.3 万家以上,从 1979 年到 1985 年美国风险投资从 25 亿美元增加到 115 亿美元,1990 年为 330 亿美元,1995 年达 400 亿美元,其中 70% 投向了诸如信息产业、生物工程产业、新材料等高科技产业,成为高技术企业发展的强大动力(《美国风险杂志》)。

面对 21 世纪以高科技产业为主的综合国力竞争,中国政府适时地把经济发展的重心转移到以推动高新技术产业发展的“科教兴国”战略上来。风险投资在中国市场潜力的吸引下也有了实质性的进展。搜狐、四通利方等中国互联网的著名公司接受了境外数额不小的风险投资。据美国 Bruton 教授对亚洲风险投资业的统计,中国(包括香港)1997 年有风险投资基金 107 家,比上一年的 101 家增长了 5.9%;管理的资本由 1996 年的 87.29 亿美元增长为 106.70 亿美元(增幅为 22.2%);风险投资从业人员由 1996 年的 370 人增加为 1997 年的 481 人(增幅为 30.0%)。

这些看好中国市场前景的风险投资机构可以大致地分为两类,一是外资风险资本公司,其操作模式以资本增值为纯商业动机,在评估、谈判、运作等方面采用美国式运作方式,但也根据中国特有的投资环境、法规政策,作了一些调整,形成了一套特有的运作方法;二是地方政府的

收稿日期:1999-10-22

作者简介:任赫达(1974—),男,重庆人,南京大学国际商学院硕士研究生。

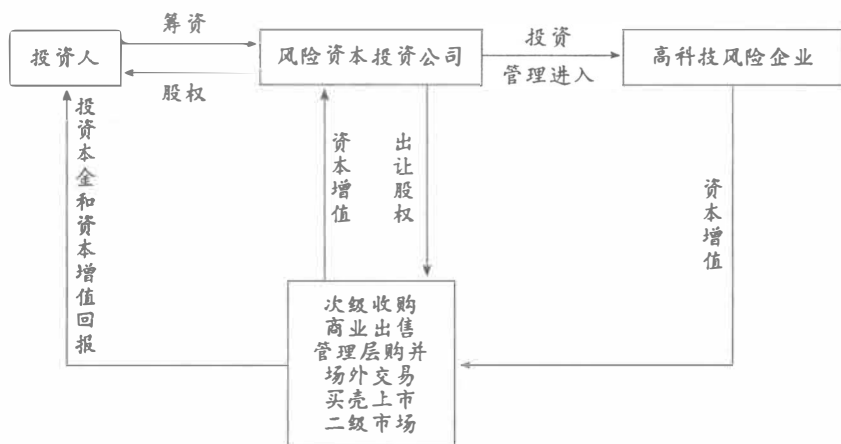
风险投资公司,其动机不是纯粹商业性的,而主要为了发展地方性高科技企业、加快科技成果转化等。它们借鉴了很多国际运作方式,在项目筛选、机制运作上借鉴国际通用做法。从风险投资的投入对象上看,外商主要针对民营高科技企业,而政府风险投资主要投向国有或高校所属公司。从实际操作的情况看,中国有很多好的投资项目,初创期的高科技企业也能自觉或有意地按照国外风险投资公司的要求建立企业运作机制,但中国风险投资产业的发展目前却受制于缺乏有效的退出机制。

据国际经合组织的定义,风险投资是一种由职业金融家向新兴的、极具发展潜力的中小企业提供权益资本的投资行为。作为世界经济转型期金融体制创新这一内在动力作用的结果,风险投资有其独具的特点:

1. 高风险与高收益的对等与平衡。高科技行业是典型的高投入、高风险行业,传统的金融机构和融资方式在巨额资金需求和蕴含的高风险前无能为力,于是将风险投资主体让位于风险投资。根据风险与收益对等的原则,为抵消投资的高风险和长期的资金占用对投资者造成的机会成本损失,就必须从获得比其他传统工具更高的收益率中得到补偿。

2. 风险投资是培育性投资而不是产业化投资。其获得的利润来源于对高新技术企业投资股权的转让所得到的资本收益而不是某个产品规模化生产阶段的固定投资和流动资金的投入,其资金退出的方式及时机选择,取决于投资公司整个投资组合收益的最大化,而不追求个别项目的现金流入最大化,那么健全的退出机制也就成了风险资本家顺利地把资金撤出的必备条件。

美国哈佛商学院学者 Lerner 和 Gompers 提出“风险投资循环模型”,将风险投资过程分为筹资、投资和撤资三个阶段,其中撤资尤为重要,因为能否顺利的撤资,不仅关系到前期投入的资金是否能收回,而且还关系到资本循环能否顺利进行下去。



美国与风险投资息息相关的 NASDAQ 市场的持续走高就为前期的风险投资提供了退出的渠道,加速了风险资本市场的流动性和循环性,而且股票的高收益还吸引了越来越多的资金不断进入风险投资领域。因此,能有一个有效的退出机制使资本不断循环下去,是风险资本的生命力所在。但目前与风险投资加快发展所对应的不完善的股权交易市场已经成为风险资本退出的严重障碍,因此,建立一个有效的、多层次的风险资本退出机制有重要的现实意义。

二、构建中国风险投资退出机制

从国外几十年来运作的经验来看,有如下6种有效的撤资渠道:

1. 次级收购:将投资股权出售给另一个风险投资公司。
2. 商业出售:将风险投资企业出售给竞争对手。
3. 偿付协议:帮助投资人把对风险企业的投资变现为一项合约保证,通常包括回购(Repurchase)条款。
4. 场外交易:利用已有的几十家证券交易中心,进行非公开上市,使部分风险投资公司的股票具有流动性。
5. 买壳上市:投资者先控股一家上市公司,然后通过置换或用所配股资金收购,将高科技企业并入上市公司名下。
6. 二板市场:是与主板市场相对应的概念,在服务对象、上市标准、交易制度及费用等方面不同于主板市场,主要面向中小型高科技企业融资。

美国在17年中,有风险资本背景并在NASDAQ上市的“IPO上市收益率”高于非风险资本及在其他市场(NYSE/AMEX)上市的收益率,可以说在二板市场上市是风险投资退出的最佳途径。但由于中国尚不具备完善的资本市场体系,国外的经验就不能简单照搬。在构造这样的体系中,既要吸收国外成熟运作机制的合理内核,更要从我国现实的制度架构、法制状况和资本市场的发展现状出发。据此提出以完善的多层次的产权交易市场为基础、在现有证券市场开辟高科技板块作为风险投资退出的主渠道、以香港已经建立的二板市场为辅助出口、以内地二板市场作为中期目标的中国风险投资退出机制的总框架。

1. 在现有证券市场开辟高科技板块

内地沪深两市的主要职能是为国企的改革和重组筹资。但却形成了两种不对称:一是国有企业上市公司所存在的低技术结构、低创新能力与高筹资能力的不对称;另一种是中小企业尤其是中小高科技企业所存在的高科技含量、高增长潜力与低融资能力的不对称。这两种不对称一方面使大量的高科技成果无法实现商品化与产业化,造成技术资源的浪费,另一方面国有企业上市公司对长期资本市场的长期资本的低效率的使用,造成资金的浪费。技术与资金两种资源的浪费与配置错位是我们面对的经济现实之一。

近两年来,以“高科技概念”股的兴起为标志,逐渐形成了一个以高新技术为背景的独立板块。在帮助国有科技企业筹措资金的基础上也以分配额度给相对具有发展潜力和规模优势的民营高科技企业的措施关照了民营科技企业的发展。

但这远远不能满足目前已有风险投资企业的要求,因此可考虑在现有市场的基础上设立高科技板块。利用两市为高科技产业有效筹资的已有优势,并完善正规股票市场的股权交易服务功能。

另一方面,鉴于在证券交易所上市必须遵循的复杂的审批条件、严格的上市手续、额度控制等限制性规定,高科技企业可考虑运用我国资本市场上目前较常见的“买壳上市”方式间接上市。先收购股权并取得绝对控股或相对控股地位,再实施对被控股方的资产结构调整,最后以控股者核心资产的注入为借壳上市的标志。在这种风险投资退出战略实施过程中,风险资本投资公司须与有实力的投资银行保持密切的合作关系:风险资本公司培育具有成长性的高科技企业,投资银行控制条件较好的“壳”公司。高科技企业“买壳”间接上市并注入自己的优良

资产,使股票价值也即风险企业市场价值上升,为风险投资公司实施退出战略并获得高额回报创造前提条件。但目前存在的问题是法人股(风险资本公司以法人股形式进行股权投资)的市场流动性,以及非公开上市股票(股权)交易市场发育的不完善,这些都导致资金退出存在障碍,或者退出成本过高。

沪深两市服务的对象主要集中在发展较为成熟的、在现有企业的基础上高科技化的大型国有企业,新生高科技企业由于存在注册资本、获利水平、资本结构、偿债能力、开业年限等方面的“先天不足”,处于与国有大型企业无法分庭抗礼的弱势地位。但鉴于新生高科技中小企业在我国国民经济发展中的重要性,有必要寻求对策来使这些企业获得风险资本的融资机会,并保证资本的有效退出。从我国股票市场发展现状分析,可设想在两市现有功能基础上增加为具有多种经济成分特征的高成长性中小企业服务的功能,即进行小盘股或设立二板市场的试点探索。

2. 适时建立内地二板市场

对“二板市场”的争论主要集中在是否在近期就开始着手。观点可据此划分为“已具备了设立二板市场的基本条件”(阎新华,1999);“没有二板市场就不能搞风险投资的说法其实是一种误解,中国目前还不具备开设二板市场的条件,二板市场的建立大约还需要5—10年的时间”(成思危,1999);“中国一板上市公司标准充其量是发达国家二板的水平,所以与其说创建大陆二板市场,不如重建大陆一板市场”(朱斌,1998);或是没有明确的偏向,提出三点原则(刘曼红,1999)等。

以二板市场的核心制度为参照,我们可以发现:

(1)上市标准:在比主板市场更低标准下,由于高科技企业的技术风险、市场风险、经营风险较大,发展极具不确定性,使二板市场本身具有较高的系统风险,而宽松的上市要求会给一些投机者以可乘之机参与市场,加大市场的逆向选择,损害市场的健康发展。

(2)交易制度:通行的做法是做市商制度。但目前我国还不允许股票场外市场的存在,券商的融资虽有突破,但审批制导致券商无法有效发挥增强市场流动性的功能。

(3)监管机制:对上市公司采取注册制是强调信息披露基础上的投资者自我保护;审批制则是强调监管机构发行者质量的要求及对投资者保护的责任。我国目前采用的审批制对高科技企业上市带来很大后患,也排斥了投资银行和会计师的作用。但注册制也不符合当前国情。

(4)市场环境:我国虽已出台一系列对高科技企业的税收优惠的政策,但风险投资的法律框架还未建立,现有的《公司法》也不适合高科技企业上市的要求,专利和知识产权保护的执法状况并不理想。

这些问题不及时妥善解决,二板市场的建立就要从长计议。作者认为近期内在沪深市场建立高科技板块为最佳选择,在借鉴香港二板市场运作的经验之后,再把内地的二板市场问题提上日程。

3. 非上市企业产权交易市场的完善

前文提到的撤资渠道中前四种都是在产权市场中完成的,它们构成了风险资本退出的另一种途径。从风险投资的运作来看,产权市场上产权的迅速流动性和转让是风险投资运作的重要基础,风险投资者与所投资公司分享利润,拥有所投资公司的股份以及获得该公司某项许可证的转让权与使用权等都要以产权能够流动为前提。在我国选择这种方式需要解决的问题很多,其中首要的问题是产权问题。新生的高科技企业,尽管是典型意义上的风险企业,但由于没

有其适宜的法律和社会基础,被迫套用当时实行的划分企业类型的传统模式,而无法在法律的基础上用合同的形式来界定创业者之间、创业者与投资者之间的权利和义务。这是民营高科技企业产权问题的根本原因所在。所以,虽然目前迫切要做的是尽快建立现代企业制度,但建立完善的产权交易市场才能让市场的信息得到迅速、准确的传递。

4. 清理公司

相当一部分的风险资本难以成功,许多投资甚至血本无归,且越是处于早期阶段的风险投资失败率越高。据统计,美国风险投资企业,20%—30%完全失败,约60%受到挫折,只有5%—10%的风险投资可获得成功。因此,对于风险资本家来说,一旦确认风险投资企业失去了发展的可能或者成长太慢,不能给予预期的高回报,就要果断地撤出,将能收回的资金用于下一个投资循环。根据研究,清算方式退出的投资大约占风险总投资的32%。这种方式一般仅能收回原投资额的64%。

以清算方式的退出是痛苦的,但在很多情况下必须果断采取。因为风险投资的风险很大,同时投资收益又必须予以保证,不能及时抽身而出,只能带来更大的损失。对我国的风险企业而言要利用清理公司的方式来实现风险投资的退出,首先要做的是制定相关的法律。目前我国已经制定有《公司破产法》,但这部法律仅使用于全民所有制企业的破产,对于全民所有制以外的其他企业法人适用《民事诉讼法》中的破产程序。所以,要进一步完善有关企业破产清算方面的法律、法规。

参考文献:

- [1]Garry D. Bruton, *Venture Capital in Asia*[J]. Texas christian University's working paper.
- [2]陆瑾. 论风险资本释放退出机制的有效构筑[J]. 中央财经大学学报, 1998, (4).
- [3]刘曼红, 郑自强. 风险投资的出口途径问题研究[J]. 证券市场导报, 1999, (4).
- [4]王海峰. 关于我国构建二板市场的思考[J]. 江苏金融, 1999, (4).
- [5]Alon Brav and Paul A. Gompers "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of IPO: Evidence from Venture and Nonventure Capital-backed Companies"[J]. *The Journal of Finance* 1997 Vol 52.

Research On the Exit Ways of Venture Capital In China

Ren He-da

(Business College of Nanjing University, Jiangsu Nanjing, China, 210093)

Abstract: Venture Capital's emerging in China is the best choice when China's finance system faces two challenges: one is the faster change of domestic industrial structure; the other is the evolution of the global information economies. The main reason why the development of Venture Capital in China is too slow is due to the lack of an effective exit way. The author tries to establish an operative system with multi levels and mutual-benefits.

Key Words: venture capital; exit ways; hi-tech industry