

国外风险投资退出机制的借鉴

曲芳芳 康莉莉 王 峥

(石家庄经济学院 石家庄 050031)

【摘要】 建立顺畅的退出机制是风险投资取得成功的基础。本文在借鉴国外风险投资退出机制成功经验的同时结合我国现实情况,对我国如何建立风险投资退出机制作一分析。

【关键词】 风险投资 退出机制 公开上市

一、国外的风险投资退出机制

1. 以银行为中心的德国风险投资体系及其退出机制。德国的风险投资远远落后于美国,截至 20 世纪 90 年代末,德国的风险投资机构不足百家,累计募集风险资金不到 100 亿马克(约 60 亿美元),年均风险投资额低于 4 亿美元,约占 GDP 的 0.01%。德国的风险投资多采用股份回购与并购,其中回购又呈逐年上升的趋势,在 1995 年的 264 起退出中,并购占总数的 31.06%,回购占 62.88%,而公开上市(IPO)仅占 4.55%。

德国的风险投资体系以银行为中心,风险企业习惯于从隶属于集团的投资公司和银行寻求资金来源。一般认为,企业公开发行股票是风险资本的最佳获取方式。因为企业发行股票的退出机制在资本的供给者和使用者之间确定了一种对未来企业控制权结构的隐性合同。这种隐性合同对处理高风险条件下委托人与代理人之间的利益冲突是有效的。只有在存在一个具有一定规模的小盘股市场的前提下,把企业股票发行作为潜在的主要退出机制才得以实现。但有人认为在德国这种以大企业、大银行为投资主体的模式下,风险投资企业要达到 OTC 市场的标准是相当困难的。由于缺乏一个比较具有规模的活跃的小盘股市场,风险资本的退出主要是以企业并购和股份回购为主,缺乏一个对企业家进行激励的机制,从而在一定程度上制约了风险资本市场的发展。

2. 以色列的风险投资业及其退出机制。

(1) 政府出资启动风险投资基金。以色列通过政府拨款设立风险投资基金,并采用合伙人的模式组建和运作,政府持股 40%,私人持股 60%。风险投资基金由私人投资者运作,政府不干预具体事务。如果运作成功,六年后政府将基金中的原价出让给其他基金投资者,撤出政府资金;如果运作失败,政府与投资者共同承担损失。

(2) 政府出资建立高技术孵化器。以色列政府在两年的孵化期内,除对项目给予预算 85%(最高限额为 32 万美元)的奖金支持外,还协助孵化企业针对技术和市场进行可行性研究,为企业提供实验室和实验设备,提供管理方面的指导,提供各种法律和后勤服务,帮助企业寻找投资伙伴等。

(3) 对风险投资活动提供政策支持。根据《投资促进法》,

以色列政府对满足下列条件的项目给予政策倾斜:①项目具有高技术含量和高附加值,在国际市场具有竞争力。②政府资助的项目投资中有一定比例用于固定投资,投资者必须具有一定的自有奖金。③项目从政府批准之日起必须在三年之内完成,第一年至少要完成整个项目工作量的 25%。

(4) 政府鼓励企业推行职工持股和股票期权制度。对于在孵化器中成长的企业,政府规定,企业 50%的股份由发明者和创业者持有,20%分配给配套资金(项目投资额的 15%)的提供者,10%分配给关键人员,而仅有 20%由孵化器持有,并允许孵化器的管理人员持有其中一部分股份。

(5) 充分利用资本市场实现风险资本的退出。途径有:①在美国股市上公开发行股票;②利用并购方式出售风险企业。此外,收购也是以色列风险企业普遍采用的退出方式。

3. 以证券市场为中心的美国风险投资体系及其退出机制。美国风险投资业的市场规模很大,到 1994 年年末,已有 591 家风险投资企业,总投资额达 340 亿美元,1998 年风险投资额达 650 亿美元。近几年来,风险投资所扶持的企业主要是通过首次 IPO 退出,平均每年可获收益几十亿美元,1996 年总收益达 120 亿美元。这些企业是 IPO 市场的重要组成部分,在 1992~1998 年间,有 1 059 家风险投资企业通过 IPO 方式上市,平均每年超过 175 家。此外,有 466 家风险投资企业通过收购而退出。美国风险投资主要是通过 IPO 方式退出的。

美国风险投资成功的主要经验之一就在于其发达的多层次资本市场,产权交易市场为风险资本提供了多渠道的退出变现方式。美国的退出方式主要有以下三大类。

(1) IPO。IPO 通常是风险投资最佳的退出方式。在美国约 30%的风险资本采取了这种退出方式,但是公开发行上市需要市场环境的配合和较高的进入条件,退出费用也比较昂贵。由于企业投资基金被认为是内幕人,其所持的股份受美国证监会 144A 条款的严格限制,基金在 IPO 后仅可转让少量股份,直到一定年限后才可逐步转让其他份额,因此在主板市场上通常比较困难。因而不少国家都成立有专为高科技企业和风险投资服务的二板市场。

(2) 出售。出售包含售出和股份回购两种形式。售出又分

为一般收购和第二期收购两种。事实上,在美国风险投资的历史上一直占据着绝对重要地位的是出售方式,尤其在股市行情不好时更是如此。

(3)清算或破产。这是在风险企业未来收益前景堪忧时的退出方式。在美国,大约有32%的风险投资采用这种方式退出。这种方式通常只能收回原来投资的64%,但在必要的情况下必须果断实施,否则只会带来更大的损失。

二、对我国的启示

1. 政府职能的转变。我国的风险资本市场是以政府为中心的国家风险资本模式,即国家为风险投资的主体。采用该模式是由于我国还处于风险投资的发展初期,政府投资通常是早期风险投资重要的资金来源。但是在市场经济体制下,风险投资以社会资本或民间资本为主这一显著特点,决定了政府投资难以成为风险投资的主要资金来源,以政府投资为主的模式难以培育出发达的风险资本市场。

通过对美国和德国风险投资退出机制的比较可以发现,美国以证券市场为中心的风险投资模式更有利于风险投资的退出。因此,我国政府应逐步转变风险资本的投资模式,调动民间资本和社会资本参与风险投资,减少对资本市场的直接干预,转向规范和完善法律环境,采取政策扶持风险投资的发展,由此促进风险投资主体的多元化。

2. 风险资本市场的建设。IPO作为风险投资回报最高的退出渠道,在风险投资退出机制中有重要地位。当前,加快完善我国中小企业板市场的建设很有必要。中小企业板市场是为新兴高科技企业上市服务的小盘股市场,其主要特点是在上市条件方面对企业经营历史和经营规模要求较低,注重企业的经营活跃性和发展潜力。

适时恢复场外交易。场外交易市场是与主板市场、中小企业板市场相分立的独立市场,它由各省、市、自治区分别设立场外交易中心(或自动报价系统),经全国联网后形成一个无形的交易网络。设立场外交易市场可以使新兴高科技企业在进入中小企业板之前,先在场外交易系统中上市,规范企业的相关运作。

3. 并购是我国风险投资的最好退出渠道。美国风险投资企业的成功离不开健全、发达的并购市场。IPO虽说是风险资本退出的最佳方式,但在市场经济体制尚未健全的国家,在证券市场尚未成熟以前,并购仍是一种具有吸引力且可行的退出方式。与IPO相比,并购具有费用低、撤资快等优点,对资本市场没有太高要求。与场外交易相比,并购的市场风险较小,对企业的适用阶段也较广。因此,并购虽说是以丧失企业的管理权为代价,但在我国目前的风险资本市场条件下,却是一种较好的风险投资退出渠道。并购后,风险企业可以利用大企业的技术资源、人力资源、品牌资源、管理方法和融资平台,加快自身的发展。

4. 海外上市。可以将风险投资退出的渠道选择为在海外创业板市场上市。对风险投资者而言,重要的是能够有效地实现资本退出,至于退出的市场设在哪里并不重要。而且许多国

外市场对其他国家公司的上市持积极态度。在国外公开上市的成本并不比在国外投资而花费的监控成本高,通过国外IPO市场退出具有固定的成本。因此,在国内二板市场尚未建立之时,我们可以利用香港的创业板和国外的二板市场实现IPO退出。

香港特区作为国际金融中心,其创业板市场主要是针对香港及邻近地区需要集资扩张并具备增长潜力的中小高科技企业和新兴企业,没有对上市企业作区域限制,这就为内地中小高科技企业实现海外融资开辟了渠道。因此我们可利用在香港开辟创业板市场的机会,输出以高科技企业为主的中小企业,实现IPO退出,开辟风险投资的资金渠道。

5. 通过“买壳”方式实现IPO退出。对于直接上市较为困难的高科技企业,可以通过“买壳”的方式间接上市。先预先取得对某些“壳”上市公司的控制权,一旦接受风险资本的企业孵化成熟,即可将所投入的风险资本以至更多的资本注入或转入“壳”的上市公司,从而完成风险投资的回报与增值过程,即买壳上市。在这种风险投资的退出机制中,风险投资公司需与有实力的投资银行保持密切的合作关系,风险投资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,两者通力合作,促使高科技企业上市,实现IPO退出。此外,还有很多高科技企业通过与上市公司股权互换,或直接向上市公司注入资产和项目以获得上市公司的股份,达到借壳上市的目的,并通过对上市公司的重组和二级市场运作以及扩股融资,实现资本的变现和增值。这种方式在我国当前“壳”资源相对稀缺的状况下,可以作为风险资本寻求变现退出的一种选择。

三、小结

可以看到,在现行条件下缺乏有效的风险投资退出机制是我国发展风险投资的一大障碍。在我国风险投资退出渠道中,并购和回购占有绝对优势,同时可利用“买壳”及海外上市等方式实现风险投资的退出,但我们更要清醒地看到我国在风险投资内在运行机制和外部环境方面的缺陷和与发达国家的差距。我国政府应转变职能,促进我国证券市场的完善及发展。并购是现阶段风险投资最可行的退出渠道,我国应建立健全股份流通和转让方面的法律,保证并购的顺利进行,促进企业的成长和发展。一旦各方面条件成熟,就应该不失时机地建立多层次、多渠道的风险投资退出机制,使风险资本能够通过更加宽阔、畅通的渠道获得投资收益,实现与资本市场、科学技术的共同发展。历史经验告诉我们,任何事物在其产生初期都会经历一定的曲折。我国风险投资业所面临的问题在发达国家也同样经历过。相信在不久的将来,我国风险投资业一定会走上更加健康、快速的发展轨道。

主要参考文献

1. 吴晓求.中国资本市场:创新与可持续发展.北京:中国人民大学出版社,2001
2. 俞自由,李松涛,赵荣信.风险投资理论与实践.上海:上海财经大学出版社,2001