

● 经济理论与实践

我国风险投资企业退出环境和机制分析^{*}

陈 国 平

(武汉证券公司 研究所,湖北 武汉 430014)

[作者简介] 陈国平(1968-),男,湖北汉川人,武汉证券公司研究所副所长,高级经济师,主要从事金融证券理论与实务研究。

[摘 要] 在过去 20 年中,全球风险投资业蓬勃发展。与之相比,我国风险投资业发展缓慢落后,风险投资机制不健全问题明显暴露出来。其中的退出机制问题尤为突出,正成为我国高技术产业发展和新经济成长的巨大障碍。要改变我国风险投资事业的落后面貌,就必须解决风险投资企业的退出问题,其中重点是要解决退出环境问题和退出决策问题。

[关键词] 风险投资;退出环境;退出决策

[中图分类号] F830.593 [文献标识码] A [文章编号] 1008-2999(2002)01-0056-08

一般地说,风险投资(venture capital)是指风险投资机构或个人出资协助具有专门技术或独特概念而无自有资金的创业家进行创业,并承担创业中的高风险和享受创业成功后的高收益。风险投资企业是专门管理风险投资基金并把所掌管的资金有效地投入到富有盈利潜力的高新技术企业的投资公司。从其组织形式来看,有独立的风险投资有限合伙公司、政府扶持的创业投资公司、金融机构附属的创业投资公司、企业附属的风险投资机构、天使投资团(Angels)等多种类型。风险投资退出(Venture Capital Withdrawal)是指风险投资机构或风险投资者在其所投资的风险企业或项目发展相对成熟后,将所投资资金由股权形态以某种形式转化为资金形态予以撤回的行为。风险资本成功退出一般都伴随着巨大的资本增值。就单个的风险投资机构或个人而言,退出表现为一种投资决策行为;就整个风险投资业和一般意义上的风险资本而言,退出表现为一种撤出路径,或称撤出渠道(常简称为“出口”)。对于风险投资业整体而言或一般意义的风险资本而言,退出是其最后的、最重要的、必不可少的环节;但对于一个具体的风险投资企业而言,针对其不同的投资对象的不同情况,决定是否退出,或什么时候退出,以及采取什么方式退出,却要根据具体的环境和条件而定。

—

毫无疑问,风险投资企业的退出行为与退出决策必然受到退出环境的影响与制约。因此,我们有必要对我国目前妨碍风险投资退出的种种不利因素进行剖析。

(一) 市场机制与产权制度环境

成功的风险投资活动是建立在比较发达的市场经济体制和比较完善的市场机制基础上的。虽然我国社会主义市场经济的框架已基本确立,但目前仍然存在着市场体系不完善、市场发育不平衡、市场机

制不健全等种种弊端,这在一定程度上阻碍了风险资本的退出,阻碍了风险投资事业的发展。从市场体系来看,我国技术市场、人才市场、产权市场、资本市场等只是初具雏形,尚不能充分发挥促进各种要素自由流动的主要功能,造成风险投资退出操作上的困难。从市场发育不平衡来看,首先是产权交易市场发育的滞后,产权不能交易或交易成本过高,使得产权转让这种风险资本退出的主要方式之一难以实现;其次是我国东西部市场发育落差较大,西部落后的市场经济状况使得风险投资退出时只能寻求东部地区的买主,这势必会造成西部地区的项目外流,与希望利用新兴技术促进当地经济发展的初衷相违背,因此西部的风险投资不愿退出。从风险投资的运作机制看,由于我国风险投资业发展初期,资金主要来源于政府,很多采用计划式的运作方式,不能吸引市场上非政府的其他资金来源,因而出现了投资形式单一、投资总量严重不足的状况。这种单一的资金投入状况,使目前的风险投资企业竞争压力不大,造成风险投资的退与不退似乎关系不大,风险投资成为改头换面的实业投资或注资。

产权制度不完善是影响我国风险投资退出的另一重要因素。现代产权理论认为,产权制度主要包括四个方面的内容:一是产权清晰,即产权关系中的责权利是内在统一的。二是产权合理化,即产权不是一元化而是多元化。三是产权可以流动,即产权能进入资本市场进行交易。四是产权设置有利于调动各种生产要素的积极性。首先,产权清晰是风险资本退出的内在要求,只有创业企业内部产权清晰,才能明确界定创业者和投资者之间的利益分配。在我国,创业企业的创业模式是多种多样的,其具体情况主要视创新技术的来源而定,有的是脱胎于科研机构,有的则纯粹属于私人投资性质,不管怎样,其最初的产权设置是基本清晰的。但是,在引进风险投资的过程中,由于传统计划经济惯性思维的影响,风险投资没有按市场化的方式运作,而是体现了一定的行政意志,有些企业就宁愿模糊已经清晰的产权以获得体现行政意愿的资金。但是,当创业企业成功后这种产权模糊的危害性就体现出来,表现为许多戴了“红帽子”的公司要求摘帽,利益分配的纠纷不断。其次,产权多元化在风险投资中的重要性首先是体现在完善了创业企业的内部治理结构,在创业企业内部形成完善的决策机制和监督机制。风险资本的退出不仅仅是投资者考虑的事情,对创业企业来讲也会影响其今后的发展。因此,在风险资本退出时,其退出的方式和时机的决定应是投融资双方共同商议的结果,多元化的产权结构为这种民主的决策提供了制度基础。第三,产权的流动性是产权资本化的必然前提,不能流动的产权还称不上资本权,风险投资追逐的是资本通过产权运作产生的增值而不是产权凝结带来的红利,因此产权能否交易直接影响风险投资进入和退出,我国目前产权交易的主要形式只有两种,即主板市场和部分区域性的产权交易市场,在这方面与风险投资业发达国家相比存在明显差距。第四,产权设置问题对创业企业来说,主要是要解决创业者的知识价值问题,这里既牵涉到风险投资进入时原有企业价值的评估,又涉及到风险投资退出时创业企业家自己的切身利益。除此之外,还要考虑到公司需要吸引的未来投资者,以及公司的未来管理队伍的利益。而我国目前对知识产权的认识、保护和评估等方面都处在比较落后的状况,因而风险投资的产权设置就成为一个现实的问题。

(二) 资本市场环境

资本市场是风险投资变现的场所。从风险投资退出的几种重要方式来看,除了破产清算,其它的几种退出都是在资本市场上实现的,其实现的重要手段就是股权或股份(实质上是资本化的产权)的转让。因此,建立一个完善的多层次的资本市场对风险投资的退出至关重要。

从理论上讲,一个完善的资本市场应该是多层次多功能的市场,各个市场由于风险程度、交易条件不同,监管要求也有所差别。不同类型的投资者、融资者、中介机构相对分开,各得其所。而各层次市场之间又是连通的,相互衔接的,经营业绩好的企业可以从下一级市场进到上一级市场上市,以获得更好的融资机会,最终形成一个“无缝”的市场。以市场机制比较发达的美国为例。美国的资本市场主要分为五个层次:主板市场(包括纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所)、二板市场(NASDAQ)、第三市场(OTC,场外交易市场)。其中,第三层次下实际上还包含有第四层次(Pink sheet粉单市场)和第五层次(如券商之间约定的不定期的交易市场),从而形成一个无缝隙的市场体系。企业在这五个层次上股份

或股权转让的条件是逐渐降低的。因此,每个市场主要是针对不同类型的企业,其中 NASDAQ 市场最初只是专门为那些不能满足主板上市的中小型公司的股票交易专门设立的。后来,因为造就了一批像微软、英特尔、雅虎和亚马逊这样的高增长型的高科技企业而声名雀起,成为全球风险投资退出市场的典范。步美国后尘,欧洲及亚洲的一些国家与地区也建立了二板市场,扩大了 OTC 市场的规模,从而有效地促进了风险投资业的发展。

目前,我国主要的股份交易市场只有深、沪两个证券交易所,即主板市场。能够提供场外产权交易的产权交易市场目前仍处于恢复和重建阶段,尚没有形成一个全国性的大市场,这主要是和前一阶段国家对资本市场的清理整顿有关。由于认识上的不足,在亚洲金融危机之后,全国正在蓬勃发展的证券交易中心、产权交易中心以及少数地区开办的柜台交易市场纷纷遭到清理,这在当时金融形势下对于控制金融风险有其积极性,却在另一方面限制了资本市场的发展。

从我国风险投资退出的渠道与方式的选择来看,由于我国目前尚未设立二板市场,风险资本退出最成功的方式 IPO(首次公开发股上市),只能借助主板上市、香港创业板上市和海外上市。这极大地提高了风险资本的退出成本,同时由于企业信息的传达受到地域性限制,企业的价值也难以得到充分体现,IPO 的价格也大打折扣;另外主板市场上仍然存在的法人股不能流通的问题,造成那些通过重组在主板上市的创业企业中的风险投资是退而难出。而风险投资退出的另一重要方式股权的购并或回购,也由于产权市场本身的问题陷入了僵局。首先,我国产权交易成本过高,目前在产权交易市场进行产权交易的成本远远高于股票市场的成本。过高的税和费,使风险资本在投资不理想或失败后退出较为困难。退出成本高,加大了投资的风险。其次,尽管产权交易形式开始趋于多样化,但是非证券化的实物型产权交易仍占主导地位,产权市场并不允许进行非上市公司的股权交易。再次,产权交易缺乏全国性的指引和监管,不利于统一的产权交易市场的形成,使得跨行业跨地区的产权交易困难重重。最后,产权交易一般都通过契约方式完成,过程漫长,风险资本通过产权交易成功退出的例子在我国仍嫌太少。

(三)政策法规环境

我国风险投资业还处在起步阶段,适当的政策扶持非常必要。应该说,近年来我国各级政府已经出台了不少扶持高科技企业的政策措施,其中包括税收、人才、信贷等方面的优惠,但对于投资高科技企业的风险投资者和风险投资企业的扶持政策却很少,在市场进入、税收优惠、投融资管理、资本退出等方面没有对风险投资的扶持性政策法规。政策资源配置失衡使民间资本进入风险投资受阻,造成政府风险资本不易退出,投资比例长期过高,违背了风险资本市场的基本原则。在财政政策方面,政策失衡突出表现在税收上。由于没有专门的税收政策,风险投资公司要执行一般实业投资公司的税收规定,对投资公司的收入征一次税,对投资人分得的红利又征一次税,这种重复征税的做法显然不符合国际惯例。另一方面,虽然风险投资企业多数专业投资于高新技术企业,但又不能享受高新技术企业的税收优惠。

国际风险投资发展的历史表明,立法与监督是促进风险投资企业健康发展的保证。风险投资在中国是一个新事物,现有的《公司法》等各种经济法律法规都没有对风险投资相关机构的行为和操作作出规定;另外,没有专门针对风险投资的法律法规,如《投资基金法》《信托法》等。相反,在我国现行的有关法律法规中,存在着不少不适应风险资本市场特点的地方。其一,风险投资公司的组织形式受到法律的严格限制。有限合伙制被证明是适应风险资本市场发展的一项制度创新,有利于风险资本的自由进出。但在目前,我国法律并不承认有限合伙。1992年通过的《合伙企业法》已明确地把有限合伙这种合伙形式排除在外。其二,在风险投资的退出环节也存在着不少法规障碍,这一点突出地表现在现行《公司法》的有关条款上。《公司法》第 22 条、第 35 条关于有限责任公司的股东不能自由转让出资的条款对风险投资的退出形成障碍;《公司法》第 147 条关于发起人持有股份有限公司的股份,自公司成立之日起三年内不得转让之条款对风险投资公司的投资退出形成障碍;《公司法》第 149 条关于公司不得收购本公司的股票,对风险投资企业希望创业企业采取管理层回购方式退出风险资本产生障碍。此外,《公司法》对上市公司在净资产、资本结构、利润率、连续盈利记录等方面的要求,极不符合我国目前中小创业企业发展的

特点。一位美国风险投资专家指出,如果按照目前中国的上市标准,美国 70% 的高科技企业都无法上市。同时,现行法律还规定股票上市后法人股不得流通。这些规定极大地阻碍了我国风险投资的成功退出,修改《公司法》势在必行。

(四)中介服务环境

风险投资的运作过程是一个极其复杂的资本运作过程,需要风险投资协会、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、信息中介、代理人、投资银行、风险投资保险公司等行业服务机构的配套服务。总的来说,中介机构在风险资本退出中的作用主要有三个方面:一是提供研究和评估服务。二是提供谈判服务。三是投资银行根据创业企业的条件对企业进行股份制改造和包装,然后根据市场情况决定企业何时、以何种价格上市。此外,投资银行还可以帮助创业企业发行公司债券、进行合并或者收购行为,或者抵御敌意收购行为。

在风险投资业成熟的国家,一般都有着比较完善的中介服务体系。尽管现阶段我国经济运行中的中介服务机构有了较大发展,但为风险投资服务的中介环境仍不完善,主要表现在如下几个方面:1. 中介机构体系不完善。目前,我国还没有全国性的风险投资行业协会和风险投资代理顾问机构,更不用说风险投资的保险机构。2. 风险资本市场所需要的特殊中介服务机构如标准认证机构、知识产权评估机构、行业协会等的数量较少,专业人才缺乏。3. 提供服务的质量有待提高。风险投资领域的中介业务对我国原来从事其它领域中介服务的机构来讲属于新业务,无论是理论上还是实践上都存在许多新问题需要学习和摸索。从资产评估来讲,由于创业企业尚没有形成一种明确的盈利模式,对其评估主要依据的是对未来前景的良好预期,这和我国传统的资产定价模式不同,因此在评估中容易产生较大偏差。资产评估不准确的直接后果是在风险投资退出中给投资人造成损失。4. 职业道德仍需规范。某些律师事务所和会计师事务所为了获得业务,违规为创业企业上市提供虚假文件和报告,欺骗广大投资者的行为时有发生。这样一种中介服务环境,在我国风险投资的退出实践中是很难发挥其应有的作用的。

二

风险投资企业的退出环境为其退出行为和退出决策提供了外部的机会和威胁。而在具体制定和实施其退出决策之前,风险投资企业还必须充分评估自身的优势和劣势,从而抓住机会,发挥优势,克服外部的威胁和自身的不足,使企业整体战略利益最大化。

(一)风险投资企业退出决策原理

我们知道,对于风险投资业整体和一般意义的风险资本而言,退出是最后的、最重要的、必不可少的环节。但是,对于具体的风险投资企业而言,其退出决策体现在与所投对象即风险企业的关系上,一是决定是否退出,二是决定退出时,确定什么时候退出和采取什么方式退出。这里最重要的是时间和方式。狭义的退出决策就是确定投资盈利应在什么时候,以什么方式首先是在风险投资企业与风险企业之间,然后是有限合伙人与一般合伙人之间分配。最佳时间和方式可以使风险投资收益达到最大化。但在现实中,由于退出政策直接牵扯到各方的经济利益,执行起来困难得多,在利益分配有争议时,要涉及各种法律问题。

IPO 往往能大大提高所投风险企业的市场价值,这是为什么风险投资家把 IPO 称为风险投资的“收获期”。这里,投资后何时上市是一个颇有意义的学术问题。风险投资收获后何时上市才能达到最佳收益率一直是学者们和风险投资家们感兴趣的问题。从风险企业的角度看,条件不成熟时上市的长期效果并不一定好。美国学者柏格林研究发现,在一期投资后 34 个月内就实现 IPO 的公司在 IPO 当时的收益率最高,可达 287%,但两年以后很快下降到 69%。而投资 34 个月后才实现 IPO 的公司,情况正好相反。他们最初的收益率为 158%,后来为 97%。从长期来看,后者的状况要好些。从风险投资企业角度看,他们自然是竭力推动风险企业在股票市场价格最好时上市。

(二)影响风险投资企业退出决策的微观因素

从微观的角度看,风险投资企业的退出行为决策首先是从企业的自身因素出发的,同时与创业企业的行为因素密切相关。

1. 风险投资企业自身因素

(1)企业类型与退出决策。不同类型的风险投资机构,由于其组织形式、自身规模、投资战略等方面的不同,在退出决策上是有差异的,甚至是完全不同的。作为美国典型的风险投资有限合伙公司,如硅谷有名的克莱纳培金斯投资公司(Kleiner Perkins),由于在契约中规定了有限合伙人与一般合伙人之间的权利和义务,以及投资方向、基金期限、盈利要求等,使得风险投资家在退出决策上的自由度相对较大,使他们能最大限度地寻求风险资本的最佳退出方式,以获得整体利益的最大化。我国目前以有限责任的风险投资管理公司为主,由于董事会的干预和年度利润目标的压力,使得他们在投资项目上有更多短期行为,企业的经营管理者有时为了个人的年度经营业绩而提前将一些很优秀且正在成长中的投资项目卖掉,从而过早地退出了风险资本,这就带有明显的中国企业管理体制的特色。

(2)投资战略与退出决策。风险投资企业的退出行为决策虽然是退出阶段才做出的,但其退出思想是早在投资阶段就孕育甚至形成了的。首先,风险投资企业的投资方向直接影响自身的退出行为。不同的风险投资企业(指专业的,而非综合型的)一般带有一定的行业特征,这与其所投资的行业有关。比如,专门从事互联网行业投资的风险投资公司,如软银,一般选择IPO方式退出,这是与互联网企业的价值评估困难和上市后的巨大增值前景相关的。其次,风险投资企业的自身战略利益不同,也会影响其退出行为。作为大型企业附属的风险投资机构,如Internet下属的风险投资公司,其投资项目主要围绕与自身业务相关的技术、产品和市场,投资目的除了获取创业企业成长利润外,还有为公司培育在相关技术、产品方面的战略合作伙伴的考虑,其退出一般采取多期次,退出周期也相应较长,且一般不采取一次退出方式。第三,风险投资机构的商业理念也会影响其退出行为。对于小型的风险投资商,一般追求短而快的商业周期,在退出行业上更注重退出的时机和周期长短,而对退出方式的选择及所带来的增值利益看得相对较轻。

(3)经营状况与退出决策。当企业自身经营状况不佳,急需现金流入时,首要考虑的是尽快退出,收回现金,而对退出方式的选择上顾虑就相对较少;而当企业自身经营状况良好时,其退出的压力相对较小。当软银1999年负债30亿美元进军互联网时,雅虎的及时上市就是雪中送炭。目前,我国多数风险投资企业的经营状况欠佳,其退出愿望非常迫切。

2. 创业企业行为因素

(1)创业企业成功的关键因素。这些因素包括创业企业的人才、市场、资金链、商业模式、营销渠道和合作伙伴,其中人才和市场是两个最为关键的因素。关键因素的变化将直接影响创业企业未来发展与成功可能性,从而影响风险投资企业的退出行为决策。

(2)创业企业所处的阶段和经营状况。创业企业在接受几轮风险投资后,一般要经历高速增长期、后高速增长期、成熟期、后成熟期和衰退期五个发展阶段,风险投资企业在从创业企业退出的时机选择上,自然与风险企业所处阶段有关。

根据发达国家的经验,风险投资公司通常选择在风险企业处于后高速增长期退出风险资本,而根据我国国内有关调查问卷的研究显示,我国风险投资公司将退出时机选择在风险企业处于成熟期的占43%,后成熟期的占17%,高速增长期的占10%,后高速增长期的占23%,衰退期的占7%。此外,风险企业目前所处的经营状况,直接地影响到风险投资企业的退出行为决策。

3. 创业企业与风险投资企业的关系

创业企业与风险投资企业的关系是一种矛盾合作关系,他们之间既相互合作又相互利用。他们在战略上的差异或矛盾都会影响风险投资企业与创业企业的合作进程,进而影响风险投资企业的退出行为决策。风险投资企业与创业企业之间的关系是逐渐变化的,这种变化也直接体现在其退出行为决策上。

当风险投资企业与创业企业合作关系较好时,风险投资企业一般不倾向于立即退出,有时还会不断向创业企业投资;当双方关系由于战略、目标、利益等方面的差异加大而矛盾加深时,风险投资企业一般考虑尽快撤资,有时甚至将创业者赶走。我国瀛海威公司失败的案例,对风险投资者中国兴发集团公司来说无疑是一枚苦涩的青橄榄。

三

在对我国风险投资企业退出的外部环境问题和内部决策问题深入探讨的基础上,我们有针对性地提出下面一些解决这些问题的思考或建议。

(一) 改造外部环境,完善退出机制

通过前面的分析,我们已经充分认识到我国风险投资业的外部环境较差,尤其是退出环境问题突出,亟须进行改造。我们认为,目前可以从以下几个方面着手。

1. 进一步强化我国市场化的经济环境,逐步建立起有利于风险投资业发展和风险资本进出的自由资本制度和自由企业制度。当前需要从以下三方面改进:(1)进一步完善市场体系,建立比较成熟的生产资料市场、金融市场、人才市场、技术交易市场、产权交易市场等,从而为高科技发展和风险投资创造一个资源配置合理、竞争相对有序的市场环境。(2)通过市场化配置风险投资资源:以民为主,官民结合。在我国现阶段,有鉴于风险投资业尚处于初始阶段,民间私人的大量资金不敢轻易涉足这片领域,因此政府可以先期拿出一部分资金,设立风险投资基金,然后以这部分政府资金为担保,吸引社会上的或者海外的资金参与。随着风险投资业的日渐成熟,应该逐渐减少政府资金,增加民间及私人资金的比重,向最终以私人资金为主的风险投资基金过渡。(3)逐步改变我国风险投资企业目前的组织形式。作为美国风险投资公司的重要组织形式,有限合伙制能够很好地解决资产所有权虚置、预算约束软化、“内部人控制”等问题。而我国现有的风险投资机构许多是由政府或国有企业出资兴建的,实行以国有独资、有限责任公司为主的组织形式。这些具有政府色彩的风险投资机构的成员在进行投资和退出决策时并没有受到明显的约束机制的约束,当出现人为的投资失误时不会受到相应的惩罚,当投资项目收到明显效益时,项目经手人也不会得到相应的报酬。这大大削弱了风险投资退出的动力,降低了退出决策的优化性。因此,我们应逐步改变我国风险投资企业现行的组织形式,探索和完善比较适合我国国情的管理公司模式,即将有限合伙制与投资基金运作模式有机结合,一家风险投资公司受托管理多家投资基金,从而强化风险资本投资和退出的硬约束。

2. 加强风险投资的产权制度建设,建立风险资本运作中的利益驱动和监督制约机制。一是强化风险投资企业与创业企业在产权方面的明晰性,特别是创业企业产权的明晰性。二是在创业企业产权设置上尽量多样化,既要充分保障目前创业者和投资者的利益,又要考虑到企业需要吸引的未来投资者和未来管理队伍的利益,并为其预留一定数量的股份。三是加强创业企业产权的流动性,保障风险投资企业的退出利益。

3. 有步骤地培育有利于我国风险投资退出的资本市场体系,完善我国的证券市场结构,拓宽退出渠道。(1)尽快设立我国的二板市场,使其成为我国风险投资退出的主渠道。虽然这一工作酝酿已久而几经推迟,但目前已是箭在弦上。如果在这个问题上不能尽快地迈出实质性的一步,整个风险投资业都将停滞不前,目前很多有良好发展前景的创业企业或项目正在经受痛苦的煎熬。尽管目前困难和风险同样很大,但我们相信我国二板市场终将设立,且为期不远。(2)规范发展目前的各类产权交易市场。目前我国上海、深圳、西安、武汉等地都先后建立了自己的技术产权交易市场,但规模普遍偏小,运作也有待规范,需要国家有关部门进行统一的指导和部署。在明确试点的基础上,逐步建立几家区域性的、规模较大的、在全国有一定影响的大型产权交易所。(3)适当时机开辟柜台交易市场,适应更多的小企业创业融资的需要和增加风险资本退出的可选择途径。尽管中央在 1997 年为了防范金融风险而宣布对各地开办

的柜台交易市场实施清理关闭,但随着我国市场经济的发展、金融秩序的整顿和金融业日新月异的发展形势,我们认为,重开我国柜台交易市场的条件已日渐成熟,因此建议在有条件的地方率先进行试点,比如武汉。(4)稳步推进主板市场国有股法人股的流通,进一步完善我国证券市场的结构和功能,为我国风险投资退出拓宽路径。(5)大力开展金融创新研究,探讨运用多种类、多功能的金融工具,如可转换证券、各种期权,为风险资本退出提供解决方案。

4. 逐渐创造有利于我国风险投资退出的政策法规环境。(1)当务之急是要尽快出台正在酝酿的有关创业板的管理办法和《创业投资基金管理暂行办法》,以及全国人大正在审议的《信托法》和《投资基金法》。(2)要尽快修正与风险投资发展不相适应的法律法规,尤其是修改现行《公司法》和《合伙企业法》;在未来创业板规则上,在发起人股权流通方面和管理层期权兑现方面不宜过于严格,以免妨碍风险投资退出的积极性。(3)围绕风险投资的需要,有重点地制定包括税收优惠政策在内的鼓励性政策,尤其是在风险投资退出收益征税上,目前应尽量制定优惠税率,这是对风险投资活动高风险性的一种保护。(4)政府也应考虑加强风险投资退出中的风险防范和监管问题,以保证整个风险投资业的健康持久发展。

5. 完善风险投资的中介服务机构体系和价值评估方法。当务之急,一是成立中国创业投资协会(在各地创业投资协会基础上),制定行业规范和服务标准,普及法律和金融知识,逐步开展对会员执业资格的评定,规范其行为,以避免因信息不对称而出现的道德风险;二是使目前的中介服务机构专业配套;三是提高他们在咨询、监督、评估方面的执业水准;四是探寻适用我国目前资本市场的科学合理的价值评估方法,提高风险投资企业退出中的交易效率。五是通过中国创业投资协会,逐步建立起全国性的风险投资信息网络体系,加强会员间的信息交流,为企业购并活动疏通渠道。

(二) 明确自身定位,灵活运用多种退出方式

目前,尽管我国风险投资退出的外部环境较差,但并不意味着就无所作为。我国风险投资企业应在努力适应和改善外部环境的基础上,慎审自身的优势和弱点,明确自身定位,灵活运用多种退出方式,谋得生存和发展。具体说来,有以下几条原则性思路。

1. 客观面对我国目前的准风险资本退出路径,灵活选择多种退出方式。在没有创业板的情况下,以公开上市为最优退出选择的风险投资企业无法在中国找到最佳的出路。因此,企业应从我国资本市场发展的实际出发,积极探寻和利用我国的主板市场、香港及国外的二板市场,在培育企业时有意识瞄准这些市场,一旦时机成熟,就通过一定的途径让这些企业到海外上市。其次,一些被投资企业也可以瞄准国内外大型企业,特别是一些战略相关的企业,寻求被收购的可能性。寻找战略投资者收购企业的方法虽然不一定有在二板市场上市那样高的回报,但风险投资企业的资金能够迅速套现。此外,让创业企业回购和通过技术产权交易市场实施技术转让,也不失为可行的退出方式。

2. 在是否退出的决策问题上,风险投资企业应服从于自身整体战略的要求,辩证地处理与创业企业的矛盾合作关系,既不能目光短浅,也不能被动长期投资。尽管风险投资退出的前提是价值增值,但我们认为增值价值应立足于创业企业或项目整体价值的提高。

3. 我国风险投资企业成立的时间普遍不长,规模一般不大,投资经验也不够丰富,退出策略要充分考虑企业的自身因素,发挥自身的优势,克服不利的劣势。首先要从企业的投资战略出发,依据投资战略决定采取一次退出还是分次退出,是短期持有还是长期投资。其次要考虑本企业一贯的投资方向,因本企业不同的行业投资特征而采取相应的退出方式。第三,退出策略要符合企业自身的商业理念。当前我国风险投资企业规模和实力普遍偏小,首要解决的是生存问题,因此宜追求短而快的商业周期,注重把握退出时机,缩短退出周期。

4. 我国风险投资企业的退出策略也应充分考虑所投对象的行为因素,着重分析影响创业企业成功的关键因素:人才、市场、资金链、商业模式、营销渠道等,重点抓住人才和市场两个因素。

5. 在退出时机的把握方面,要切实认清自身的经营状况、风险企业所处的阶段和经营状况,同时考虑退出渠道目前所处的状态,如购并市场目前状况和股票市场目前状况,及时果断,切不可优柔寡断。

6. 在退出渠道与方式的选配上, 应审时度势, 多种方式灵活运用, 切不可在二板市场这一棵树上吊死, 以免贻误战机, 危及生存。

[参 考 文 献]

- [1] 王 益, 许小松. 风险资本市场理论与实践 [M]. 北京: 中国经济出版社, 2000.
- [2] 张景安. 风险投资与操作实务 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2000.
- [3] [美] 茹茜安·琨德林. 一个风险投资家的自白: 高风险企业创始融资纪实 [M]. 姚 坚, 徐 扬译. 北京: 中国社会科学出版社, 2001.
- [4] 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.
- [5] 郭立红. 我国风险投资的退出机制研究 [J]. 财经理论与实践, 2000, (5).
- [6] 范柏乃, 沈荣芳, 陈德棉. 中国风险投资退出机制及相关法律制度研究 [DB/OL]. www. drcnet. com, 国务院发展研究中心信息网, 2000-09-15.

(责任编辑 邹惠卿)

On Withdrawal of China's Venture Capital Investment Enterprises

CHEN Guo-ping

(Research Institute, Wuhan Securities Company, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography CHEN Guo-ping (1968-), male. MBA. Senior economic engineer. Chief of Research Institute, Wuhan Securities Company, majoring in theory and practice in finance and securities.

Abstract During the past 20 years, the development of China's venture capital investment industry is slow and falls behind, and the venture capital investment mechanism is not sound as well. However, the most critical problem among them is the withdrawal mechanism, which had been the biggest obstacle in the development of the high-tech industry and the new economy in China. Starting from the analysis of the withdrawal environment of China's venture capital investment enterprises (VCIE), this article focuses on the withdrawal environment and policy-making after making a comparison with the western countries, and then makes some thinking and suggestions.

Key words venture capital investment; withdrawal environment; withdrawal policy-making