

文章编号:1002-980X(2007)03-0045-04

创业投资退出方式的选择及影响因素研究综述

陈玉罡, 王苏生, 孙晓辉

(哈尔滨工业大学 深圳研究生院, 广东 深圳 518055)

摘要:创业投资的成功退出有利于实现创业资本的循环发展。对与国外创业投资退出方式的选择相关的研究进行了回顾,内容涉及各种退出方式的比较与选择、不同国家退出方式选择受制度体系的影响以及同一国家退出方式选择受契约安排的影响。最后结合目前国内对创业资本退出的研究现状,对今后的研究方向进行了展望。

关键词:管理经济学;创业投资;综述;退出方式;影响因素

中图分类号: F270.3 **文献标志码:** A

自 20 世纪 90 年代起,创业投资在我国已发展数年,并取得显著的成效,推动了技术创新及企业的发展壮大。然而,由于我国资本市场不完善,创业投资以 IPO(首次公开发行, Initial Public Offerings)退出投资的机会有限,这影响了创业投资的进一步发展。20 世纪 90 年代大部分的创业投资资金经过十多年的发展正面临着退出的问题。我国 2002—2003 年创业投资陷入低谷就是因为创业板没能及时推出,导致之前大量创业企业的资金沉淀无法退出,使得创业投资裹足不前。没有畅通的退出渠道和合适的退出方式,不仅会使现有的创业投资资金不能循环发展,也难以吸引新的资金加入创业投资行业。国外对创业投资退出方式的选择及影响因素的研究为我们提供了一些很好的值得借鉴的思路,有助于推动国内研究向更深层次发展,为我国创业投资的发展提供理论指导。

1 创业投资退出方式概述

1.1 创业投资的退出方式

关于创业投资的退出方式,国外主要分为四种:首次公开发行(Initial Public Offering)、并购(M & A)、回购(buy-back)、清算(liquidation)。

首次公开发行(IPO): 创业企业成长到一定程

度时通过在证券市场挂牌上市从而使创业资金退出。IPO 通常是创业投资最佳的退出方式,该方式收益较高,创业投资者可以获得高额回报,而通过这一方式,企业也得以摆脱投资者的控制,获得独立的决策权。同时由于 IPO 是金融市场对公司的一种认可,有助于树立企业形象及保持持续的融资渠道等。IPO 可分为主板上市和二板上市。主板上市的门槛较高,一般的创业企业很难达到其上市条件;二板市场又称创业板市场,是专为中小高科技企业和创业企业公开上市而设立的证券交易市场,如美国纳斯达克(NASDAQ)市场、欧盟伊士达克(EASDAQ)市场、温哥华创业板市场(CDNX)、中国香港创业板市场等。总体而言,公开上市难度较大,需要有良好的资本市场条件。

并购: 创业投资者通过另一家企业来兼并或收购创业企业,从而使创业投资退出。以并购方式退出的创业投资主要有现金并购、股票并购、现金和股票混合并购三种形式,其主要并购方式有:整体并购、投资控股并购、资产置换并购、股权有偿协议转让、二级市场并购等。相对其他几种退出方式,并购有明显的优势:消除竞争对手,取得协同效应;避免破产,同时增加创业企业竞争力;一次性全部退出,加速创业投资的循环;成本低,手续简洁等。20 世

收稿日期:2006-11-17

作者简介:陈玉罡(1976—),男,湖南湘潭人,哈尔滨工业大学深圳研究生院管理科学与工程流动站博士后,管理学博士,主要从事创业投资、兼并与收购研究;王苏生(1969—),男,湖北洪湖人,哈尔滨工业大学深圳研究生院教授,博导,法学博士,研究方向为创业金融、金融工程;孙晓辉(1981—),女,山东烟台人,哈尔滨工业大学深圳研究生院经济管理学部硕士研究生,研究方向为私人股权。

纪90年代以来,并购市场迅速发展,并购成为很有吸引力的退出方式。

回购:创业企业管理层或员工以现金票据等其他有价证券购回创业投资家持有的创业企业股份,从而使创业资本退出创业企业。总体而言,回购对创业企业的经营状况有相当高的要求,而且投资收益相对较低。

股份转让:一般指将投资转让给目标公司经理层或其它公司。包括股份回购和并购。由于股份转让具有简单、灵活、费用少,成交速度快等优点,所以股份转让在总量上比公开上市多得多,虽然收益率仅为IPO的1/5,但仍不失为创业投资退出的良好渠道。

清算:创业企业由于某种原因需要终止时,对其财产、债权、债务进行清理与处置,创业资金退出。以这种方式退出,创业资本除了清算时的损失外,还有巨大的机会成本,但清算也是企业经营状况恶化且形势难以扭转时减少损失的最好办法。

1.2 创业投资退出方式的现况

在实际的资本市场运行中,IPO并不是创业投资退出的最主要方式。美国IDG的一份统计报告表明,在各种退出方式中,IPO仅占20%,并购占25%,企业回购占25%,转售占10%,清算占20%。中国创业投资研究院出具的《2003年中国创业投资行业调查分析报告》显示,创业投资退出方式以股权转让为主,占82%,同时《2004年中国创业投资行业调查报告》中指出国内企业收购是创业资本退出的主要方式,占40%。从国外和国内的创业投资退出方式来看,并购占据了重要的地位,成为现阶段较现实的退出方式。

2 国外研究综述

国外关于创业投资退出方式的研究主要着眼于创业投资各种退出方式的比较、退出方式选择的影响因素两个方面。

2.1 各退出方式的比较研究

对于创业投资各种退出方式的比较,Bygrave和Timmons证明,同等条件下,IPO是利润最高的退出方式,研究指出在创业投资各退出方式中,各投资回报倍数(即投资回报的倍数=(返回额-投资额)/投资额)差距显著,IPO为1.95,并购为0.40左右,回购为0.37,清算为-0.34^[1]。Relander和Syrjänen认为,由于在很多情况下,被投资企业无法达到上市所需条件,所以并购成了主要的退出方

式^[2]。Jeng和Wells则指出,IPO是推动创业投资的动力。尽管IPO具有很大的吸引力,但实际上并购才是最常见的退出方式^[3]。

2.2 退出方式选择的影响因素研究

2.2.1 不同国家退出方式选择的影响因素

不同国家的创业投资退出方式并不相同,影响其退出方式不同选择的因素引起了研究者的兴趣。MacIntosh分析了影响创业投资退出方式选择的因素,包括创业投资的质量、资产的种类以及创业投资的持久期,这些因素影响了退出的效果。同时指出创业投资的退出机制能够不同程度地减少创业投资者和企业新的拥有者之间的信息不对称和代理成本,而不同的退出机制也影响了创业企业新资本的数量^[4]。在此基础上,Cumming和MacIntosh搜集了美国和加拿大的248个创业投资数据,经实证研究发现,美国和加拿大的退出行为及创业资本家的创业—收益间存在明显的不同。特别是,研究发现较美国而言,加拿大的创业投资存在着较低的创业—收益。这种差别可能是因为两国间关于退出的法律及制度因素的不同造成的^[5]。Kaplan和Stromberg则以1998—2001年23个国家的70家创业投资公司的145项投资为基础进行实证研究,也发现现实中各国创业投资退出方式选择存在差异,产生这种差异的主要原因在于各国金融体系的不同^[6]。Bruton和Ahlstrom试图通过中国创业投资业的制度观念来解释中国与西方的差异,他们指出在中国各个环节的“关系”渠道对于投资成功要比在西方国家显得更重要,如果创业投资者拥有适当的关系或者其雇员拥有那些关系,他们会更容易成功地实现退出^[7]。

2.2.2 同一国家退出方式选择中契约安排的影响

就同一国家而言,不同创业投资对退出方式的选择也有所不同,影响这种不同选择的主要因素可能在于创业投资的契约安排。

1)控制权问题。Black和Gilson指出要理清股票市场与创业资本市场之间的联系需要理解创业企业家与创业投资家之间的契约安排,特别是其中有关控制的隐性契约很重要,隐性契约保证了成功的创业企业家通过首次公开发行(IPO)从创业投资家那里重新获得控制权,而创业投资家也通过这种方式从联合投资中退出^[8]。Smith采用了367家创业投资公司的原始数据,对创业投资家和企业家采取的减少关于退出决策冲突的方法进行分析,指出控制退出的能力对创业投资家最初的短期融资的商业

模式至关重要,而且创业投资家可靠的退出减少了创业企业家自我行为 (self-dealing) 的诱惑^[9]。Cumming 对 17 个欧洲创业投资基金所投资的 132 个创业企业进行的 179 个投资轮次的契约和退出进行分析,数据显示关于现金流和控制权的契约性质差异很大,为保证有效控制权的契约条款允许使用的可转换优先证券或混合的债券会导致较低的内部收益率 (IRR),控制权的分配取决于各种证券使用中的现金流权的分配。据有关退出的实证分析表明退出的方式选择和投资收益不仅取决于公司特征,也取决于现金流与控制权的分配^[10]。

2) 优先权问题。Bascha 和 Walz 研究了创业投资过程中退出决策与契约安排的相互关系,由于创业资本家和企业家对不同的退出选择意见相左,他们指出可以在退出中使用可转换证券和预期的达成一致 (ex-ante agreed) 最优退出策略。可转换证券的使用有利于选择有效的退出方式,实施最优的退出计划^[11]。Cumming 通过对加拿大各种创业投资基金和创业企业的创业资本证券进行分析比较,指出网络泡沫化后市场中普通股大量减少优先股明显增多以保证在公司清算中投资者能够拥有优先权^[12]。Litvak 从创业投资契约中失误惩罚和优先待遇权 (walkaway options) 的角度来研究有关退出的控制。他提出投资者的优先待遇权的强度跟监控、流动性、信息成本、投资者声誉的预期代理成本呈明显的正相关。并指出创业投资基金使得资本退出更加困难,越大的创业投资基金给予投资者的优先待遇权越小^[13]。

2.2.3 其他影响因素

除上述因素外,对投资公司的评估以及创业投资机构本身的特点等也是影响创业投资退出方式选择的因素。Cumming 和 MacIntosh 通过研究指出公司评估与 IPO 的可能性成正相关^[14]。Schwienbacher 认为投资项目的创新水平和被市场的接受度决定了退出方式的选择,这反映出对投资项目的评估在创业投资退出方式选择中起很重要的作用^[15]。Yohanes 和 Schwienbacher 通过对 1991—1997 年美国创业企业的多轮次的融资进行回归分析,指出由于各个创业投资机构的投资项目的不同及在投资联合中的地位差异,决定了创业投资家可能会选择对自己最为有利的退出方式。如以战略投资为目标的公司制创业投资对其所投资企业选择 IPO 的频率明显高于并购、清算等方式^[16]。

3 国内研究进展及展望

国内对创业投资退出方式的研究中,一些学者以国外的资料或数据为依据对创业投资的退出进行了研究:俞自由考察了 1982—1995 年的德国与美国创业投资退出方式,发现德国创业投资退出路径较少选择公开上市而较多选择兼并收购,而美国则主要选择 IPO 方式退出^[17]。王晓东、赵昌文和李昆则从退出收益、退出价格、退出成本、内部控制权激励效应、退出时效性和退出市场容量六个方面建立了创业投资的退出绩效评价模型,并以美国的数据进行了实证研究,发现以并购方式退出比以 IPO 方式退出能获得更好的绩效^[18]。

此外,曹欣通过对创业投资退出形式的分析和效率评价以及各指标体系的分析,指出首次公开发行和企业并购因其退出收益较高而成为创业投资最主要的两种退出方式,破产清算方式因其退出收益最低所以导致退出绩效也最低,往往是一种不得已而为之的方式^[19]。程静分析了影响创业投资项目退出的微观因素,包括创业投资基金存续期、创业投资协议、创业企业股权增值状况、创业资本家的偏好与创业企业家的偏好,并指出对退出方式的选择要遵循全过程规划和动态选择以及创业资本增值最大化的一般原则^[20]。

由于国内对创业投资还没有进行专门统计,以海外上市的国内创业投资企业数据或者国内上市的国内创业投资企业数据为研究对象,建立专门的国内创业投资企业数据库,并结合中国的制度背景对中国创业投资退出方式进行实证研究将是值得研究的课题。另外,私人股权基金中的收购基金主要以较成熟企业为投资对象,利用收购基金来退出创业投资,将是一个值得关注的发展方向。

参考文献

- [1] Bygrave W D, Timmons J A. Venture Capital at the Cross Road [M]. Boston: Harvard Business School Press, 1992: 167 - 168.
- [2] Relander K, Syrjänen A. Realizing Investment Value [M]. London: Pittman Publishing, 1994.
- [3] Jeng L A, Wells P C. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries [J]. Journal of Corporate Finance, 2000(6): 241 - 289.
- [4] MacIntosh, J G. Venture Capital Exits in Canada and the United States [M]. Canada: University of Calgary Press, 1997: 279 - 356.
- [5] Cumming D J, MacIntosh J G. A Cross - country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits [J]. Journal of

- Banking & Finance, 2003(27) : 511 - 548.
- [6] Kaplan S N, Stromberg P. Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring [R]. NBER working paper, 2003:8202.
- [7] Bruton G D, Ahlstrom D. An Institutional View of China's Venture Capital Industry Explaining the Differences between China and the West [J]. Journal of Business Venturing, 2003(18) : 233 - 259.
- [8] Bergloof E. A Control Theory of Venture Capital Finance [J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1994 (10) : 247 - 267.
- [9] Smith D G. Control over Exit in Venture Capitalist Relationships [R]. Mimeo., Lewis and Clark Law School, 2001.
- [10] Cumming D J. Contracts and Exits in Venture Capital Financing [R]. Economics & Law University of Alberta School of Business Edmonton Working Paper, 2002.
- [11] Bascha A, Walz U. Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance [J]. Journal of Corporate Finance, 2001 (7) : 285—306.
- [12] Cumming D J. Agency Costs, Institutions, Learning, and Taxation in Venture Capital Contracting [J]. Journal of Business Venturing, 2005 (20) : 573 - 622.
- [13] Litvak K. Governance Through Exit: Default Penalties and Walkaway Options in Venture Capital Partnership Agreements [R]. Law and Economics Research Paper, 2004: 34.
- [14] Cumming D, MacIntosh J. Venture Capital Exits in Canada and the United States [R]. Mimeo, University of Alberta and University of Toronto, 2000.
- [15] Gompers P A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital [J]. Journal of Finance, 1995 (50) :1461 - 1490.
- [16] Yohanes E R, Schwiendbacher A. The Strategic Use of Corporate Venture Financing for Securing Demand [C]. EFA Berlin Meetings Presented Paper, 2002.
- [17] 俞自由, 李松涛, 等. 风险投资理论与实践 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2001.
- [18] 汪晓东, 赵昌文, 李昆. 风险投资的退出绩效研究: IPO 与 M & A 的比较 [J]. 经济学家, 2004(1) :102—111.
- [19] 徐加, 徐祥柱. 论美国、德国风险投资的退出机制 [J]. 商业研究, 2002 (22) :142—145.
- [20] 程静. 风险投资项目退出决策研究 [J]. 科技进步与对策, 2004 (6) :83—85.

The Summary of Research on Venture Capital's Exit Choices and Influencing Factors

CHEN Yu-gang, WANG Su-sheng, SUN Xiao-hui

(Harbin Institute of Technology Shenzhen Graduate School, Shenzhen Guangdong 518055, China)

Abstract : Successful exit of venture investment benefits circular development of venture capital. This paper reviews the interrelated literatures about venture capital exit ways which, includes comparison of all possible exit ways, the effects of institution system in different countries and the effects of contract arrangement in the same country. At last, further research aspects of venture capital exit choices are forecasted based on current internal research situation.

Key words : management economics; venture capital; summarize; exit way; influencing factors

(上接第 13 页)

- [6] 中国社会科学院工业经济研究所课题组. 先进制造业基地建设 与外源性技术援助 [R]. 2004—08. (6) : 78 - 82.
- [7] 王子君. 对外直接投资与国家自主创新 [J]. 财经科学, 2004 [8] 徐冠华. 科技创新与经济发展 [Z]. 中央电视台中国经济大 讲堂, 2005—11—25.

Analysis of Construction Technology Source of Zhejiang Advanced Manufacturing Base

J IANG Zhi-hua^{1,2}, GONG Jian-li², L V Hair-ping²

(Public Administration College, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract : The advanced technology is an important base of Advanced Manufacturing Base of Zhejiang Province. This paper uses statistics data to analyze the status and problems of market trade and independent innovations applied in acquiring advanced technologies of Zhejiang Province. The analysis shows that the market trade could not meet the requirement of constructing Advanced Manufacturing Base. And among the independent innovation modes, Zhejiang Province has weak capabilities in original innovation and integrated innovation. Therefore assimilating advanced foreign technology will be the best choice.

Key words : independent Innovation; advanced manufacturing base; technology source; technology introduction