

## 投资银行在创业投资退出中的有关问题探讨

文/徐玉萍

在创业风险投资体系中,投资银行作为中介服务机构,从筹集创业资本,设立创业风险投资基金,筛选风险企业,到创业风险投资的成功退出,投资银行发挥着重要作用。在美国,投资银行有两个来源:一是由商业银行分解而来,二是由证券经纪商发展而来。但是在欧洲,投资银行业务一般都是由商业银行来完成,形成了许多的“全能银行”。在日本和中国,具备投资银行职能的金融机构被称为“证券公司”。投资银行的发育水平是影响创业投资发展的微观因素之一。经过10多年发展,我国已经初步形成了三个层次的投资银行,即全国性投资银行,地方性投资银行和兼营投资银行业务的其他金融中介机构。

### 一、投资银行与创业投资的有效对接

投资银行的生存在很大程度上依赖于金融市场的繁荣。随着投资银行竞争的逐渐加大,仅靠证券发行与承销、证券交易经纪、证券私募发行等传统业务已经很难维持投资银行迅猛发展的需要,此时首要解决的问题是如何让投资银行与创业企业的有效对接问题。在发达的市场经济国家,投资银行是资本市场的核心。在美国,企业在更大程度上依赖投资银行解决长期资金问题,纽约的投资银行被喻为“华尔街的发条”。投资银行在推动创业投资中具有先天的优势。投资银行可以充当创业投资市场上供求双方的中介,沟通资金所有者与企业所有者,提供“资金接口”,既是资金所有者的投资顾问,又是企业所有者的财务顾问;投资银行也可以采取一系列资本运作的策划,提供“投行接口”,通过改造、辅导、组建、推荐创业公司在证券市场上市,为创业公司提供并购服务,直接促进资本的成功退出。

投资银行和创业投资之间的合作将更加密切。创业企业的兼并与重组活动为我国的投资银行提供了新的利润来源。我国数以万计的高科技风险企业的购并活动必然给投资银行带来新的业务,购并的双方都需要投资银行为其进行投资咨询、资产管理、项目融资等工作。从国外成熟的经验来看,投资银行家扮演着创业投资的策划者、组织者的角色,在资本退出过程中,投资银行进入交易市场,发挥其重组与组合的专长,帮助创业企业上市,协助兼并收购,加速资本的流动。

### 二、投资银行参与创业投资的运作模式

投资银行涉足创业投资的不同层次。其一,设立“风险基金”或“创业基金”,向创业投资公司(或基金)提供资金来源。投资银行将找到的创业企业推荐给创业投资公司,参与创业资本的发起,为创业资本提供资金;参与对创业投资公司的联合投资,为创业资本提供投资项目、管理投资项目。其二,进行“直接投资”,成为创业企业的股东。全球经济的强劲增长,使得投资银行的利润要求也明显增长。投资银行已不满足于仅仅从承销业务中赚取利润,而热衷于通过直接投资来更深层次地挖掘创业企业的价值,更大范围地拓展利润来源。直接投资为投资银行生产更高的利润,其他业务为直接投资创造品牌效应。例如硅谷银行有7亿美元的资金直接投资于创业企业,有3亿美元投资于创业风险基金,有3亿多美元投资于债权基金。硅谷银行与创业风险投资公司共同组织了一个庞大的关系网络,共享信息、开展更深层的合作,共同支持创业企业的发展。

投资银行参与创业投资的盈利模式。由于投资银行业务一般是场外交易且交易金额巨大、结算分散、没有保证金制度和结算头寸制度,因而,交易风险比传统的商业银行的信贷风险大得多。投资银行的传统盈利主要来自股票发行、债券发行和兼并重组与破产清算等业务。而直接投资的利润率往往以几何级数高于投资银行的传统业务,另外直接投资业务使得投资银行的产品线得以延长,直接投资业务带动融资顾问业务,融资顾问业务又带动兼并收购业务,这三位一体的直接投资具有极大的战略价值,已经成为拉动投资银行业务发展的火车头。在中国,投资银行介入直接投资的趋势也日渐明显。2006年高盛投行入股中国工商银行以及美林投行入股中国银行,至2006年底,高盛在账面上已通过入股工行净赚76亿美元,而整个2006年,所有投资银行在中国并购咨询和证券承销业务的收入总和不过13亿美元。

### 三、投资银行是创业企业IPO成功的关键

在创业企业首次公开上市(IPO)过程中,投资银行职能的产生是为了解决发行人与投资者之间的信息不对称问题,这意味着IPO质量的好坏与投资银行的功能发挥具有极其紧密的联系。投资银行通过对项目质量的审查、上市地点的选择、上市时机的确定、股票价格的确定、股票价格的维护等,与创业投资公司和创业企业通力合作,促使创业企业实现IPO退出。

上市地点的选择上应当权衡上市地点的成本和收益。许多企业海外上市的主要动因是海外上市的时间预期明朗,也希望通过海外上市改善公司治理,提升公司竞争力。然而海外上市的成本并

不低。国内上市的相关费用是在上市后支付，而国外中介机构一般都事先收取佣金，这对于那些中小企业来说，这无疑是一笔不小的数目。在不同的市场有不同的交易主题，几大海外交易所特性不同，投资者也呈现明显的偏好差异。随着中国内地股市的崛起，上海和深圳股市的高估值水平，以及海外上市程序趋于繁琐，使得创业企业留在国内上市成为有吸引力的选择。一些跨国企业纷纷从海外资本市场撤退，主要原因是成交量太低，与维持上市的高成本不相匹配。

上市时机的确定，有以下几种策略可供选择：根据行业成长特点选择退出时机，根据创业企业生命周期选择退出时机；根据退出效率选择退出时机；根据企业的现实业绩选择退出时机；根据创业投资资金来源选择退出时机等。投资银行家需要灵活地把握退出时机，这对其实现投资收益或减少投资损失有着重要的意义。

#### 四、创业企业兼并重组与投资银行成长的良性循环

新《证券法》实施后对公司收购条件的放松和资本市场牛市格局的出现，为创业投资基金出售其资产提供了新场所，有助于缓解投资者一直以来对退出渠道的担忧，投资银行的活动舞台将越来越大。就并购业务来说，投资银行除了作为中介为购并交易的双方提供策划、顾问及相应的融资服务外，还可以利用投资银行作为购并交易的主体，加入竞购，推动其它潜在的收购者。投资银行的角色应逐步由单纯的承销商向金融工程师、资本运营专家，甚至向企业合伙人、战略投资者等多重角色过渡。投资银行作为产权投资商开展公司买卖业务，常常会带来高额回报，越来越受到实力雄厚的投资银行的重视。并购业务在国外早已成投资银行的核心业务，也是最能体现投资银行实力和身价的业务。2004年联想控股与高盛一起参与重组海南证券，成立合资投资银行，高盛在中国建立第一家外资控股的合资投资银行，它就可以承销发行国内股票和债券业务，从而使高盛在获取我国市场份额方面抢得先机。2005年高盛公司在亚洲地区并购排名榜上名列榜首。

#### 五、投资银行可能带来的风险防范

投资银行要同时为投资者和创业企业服务，并且也经营自己的股票、债券，角色的多重性就可能牺牲客户的利益。在成熟的发行市场中，投资银行依靠对各企业发展潜力的准确估价，把投资者的资金引导到最有效率的企业，新股发行定价也主要是由投资银行结合投资者的购买预期确定下来的。但是投资银行如果采取抑价发行，是为了更好地迎合投资者的需求，并有利于以后项目的承销。在缺乏有效监督的情况下，投资银行会站在一个包装者、市场推广者的角度，夸大一些项目的价值，掩盖潜在问题或已经出现的不利因素。一些投资银行已尝到了不注重风险控制的教训，如股票承销中出现的巨额包销风险和虚假包装风险，为此付出了惨重的代价。最快的退出绝不是完成创业过程的最佳选择。对创业者来说，IPO并不意味着恒久的成功，因为IPO并不代表企业持续地高成长。当面对上市的巨大诱惑时，一些投资银行存在投资冲动，在投资节奏上没有实行必要的控制，投资冲动的直接结果导致恶性竞争和价格竞争，而投资又很难做到增值后全身而退，陷入进退两难的境地。

提高创业企业质量是保证创业投资有效退出的基础，无论创业板推出与否，也无论是IPO退出，还是股权转让或者并购退出，都应该坚持提高质量。投资银行选择创业企业，应该看创业企业是否具有可持续发展性，要看企业的高速成长是长期现象、还是短期的繁荣。尽管中国投资银行业已经具备了竞争性的市场形态，其业务竞争中提高服务水准等非价格竞争因素并没有显著地显现出来，投资银行要发挥创业投资与创业企业联系纽带的作用，还有很长的路要走（本文系2007年度江西省高校人文社会科学研究项目jj0726的阶段研究成果。作者系华东交通大学管理工程系主任，市场营销讲师）

#### 相关链接

[浅议我国社会基本保险与商业保险的优势和不足](#)  
[浅谈利率对工程经济的影响](#)  
[浅论银行信息化难点和关键点](#)  
[关于我国融资租赁业务的思考](#)  
[我国金融监管的现状与对策分析](#)  
[试论我国企业融资方式与资本结构](#)  
[论保险公司竞争力提升中的保险服务创新](#)  
[投资银行在创业投资退出中的有关问题探讨](#)  
[我国存款保险制度设计中应着重把握的几个方面](#)

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心