

我国体育产业风险投资的运行过程及退出渠道

任保国¹, 刘凤婷², 苏振南¹

(1. 滨州学院 体育科学研究所, 山东 滨州 256603; 2. 商丘师范学院 体育部, 河南 商丘 476000)

摘 要: 体育产业风险投资的运营始于资金的筹集和投放, 终止于投资的收回和获得投资收益。运作过程分为筹资、投资和撤资 3 个阶段的循环模型。体育产业的风险投资是以资本增殖为目的, 体育产业风险投资不是一次性投资行为, 而是时间和空间上的循环过程。体育产业风险退出是该循环过程的关键环节, 最佳的途径是体育企业购并或股份回购。

关 键 词: 体育产业; 风险投资; 企业购并; 股份回购

中图分类号: G80-05 文献标识码: A 文章编号: 1006-7116(2008)01-0056-06

Study of the operating process and exit channels of risk investment in the sports industry in China

REN Bao-guo¹, LIU Feng-ting², SU Zhen-nan¹

(1. Institute of Sport Science, Binzhou College, Binzhou 256603, China;

2. Department of Physical Education, Shangqiu Teacher College, Shangqiu 476000, China)

Abstract: The operation of risk investment in the sports industry starts at fund raising and launching, and ends at investment recovery and the gain of investment earning. The operating process is a model of circulation divided into 3 stages, namely, fund raising, investing, and fund withdrawing. Risk investment in the sports industry aims at capital increment. It is not a behavior of one time investment, but a circulative process in terms of time and space. The risk exit in the sports industry is the critical link in this circulative process, and the best channel is sports enterprise merger or share buyback.

Key words: sports industry; risk investment; enterprise merger; share buyback

体育产业风险投资是指由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的风险体育企业或职业体育俱乐部中的一种股权资本。体育产业风险投资作为一种新型的资产处理方式和融资工具, 目前已成为全球体育产业资本市场最主要的融资方式, 并迅速成为全球体育产业资本市场上发展的重要推动力量。体育产业风险投资作为体育事业最重要的基础, 起着其他方式难以替代的关键性作用, 成为体育事业的“孵化器”与“培养皿”^[1]。国外体育产业发展的一个重要趋向是体育产业与风险投资的关联性越来越强。发达国家体育产业的资本运营主要有风险投资和证券市场 2 种渠道。当体育产业发展水平较低时, 主要依赖体育产业风险投资; 而当其进入较高水

平的发展阶段时, 则主要由体育证券市场来提供必要的资本支持。欧洲的大多数国家和美国, 为体育产业提供资金支持的大都是体育产业风险投资, 而且多数是一些国际和国内著名的大公司(如美国冠军娱乐公司和英国曼联集团等)^[2]。深入研究体育产业风险投资的运行方式及其退出方式, 探寻一条既符合中国国情又与国际惯例接轨的体育产业风险投资发展道路, 发挥体育产业资本市场的要素配置, 实现体育产业资本市场功效重构的合理目标, 对推动中国体育产业的发展, 提升中国的综合国力, 具有重要的理论和现实意义。

1 我国体育产业风险投资的运作过程

体育产业风险投资的运营起始于资金的募集和

投放，终止于投资的收回和获得投资收益，但由于体育产业风险投资具有的高风险和高收益等特征，必须按照体育产业风险投资科学的运行程序进行。

1.1 我国体育产业风险投资运作的循环模型

我们可以将我国体育产业风险投资的运作过程

分为筹资、投资和撤资 3 个阶段的循环模型(见图 1)。其中撤资尤为重要。能否顺利不仅关系到前期的投入资金能否回收，而且关系到资本循环能否实现后期的顺利进行。

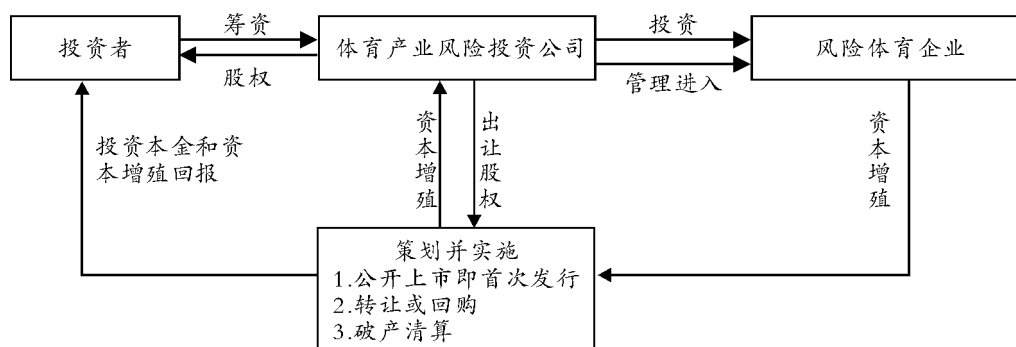


图 1 我国体育产业风险投资运作循环模型

从体育产业风险投资流程可以清晰地看到，退出是体育产业风险投资资金流动的关键，它既是过去体育产业风险投资行为的终点，又是新的体育产业风险投资行为的起点，体育产业风险资本随着风险体育企业（职业体育俱乐部）的成长而获得增殖。建立一个有效的、多层次的体育产业风险投资退出机制有着重要的现实意义。

1.2 我国体育产业风险投资运作应注意的问题

1) 强化资金募集

在有限合伙制体育企业中，由于投资组合相互分离的原则和合伙公司有限的生命力，体育产业风险投资家每隔 3~5 年就要进行新的筹资，从这个角度讲，资金募集的过程是连续的。资金募集有 2 种形式：一种是基金制，即大家将资金集中到一起，形成一个有限合伙制的基金；另一种是承诺制，即有限合伙人承

诺将提供一定数量的资金，但起初并不注入全部资金，只提供必要的机构运营经费，待有了合适的项目再按普通合伙人的要求提供必要资金。以有限合伙制体育产业风险投资机构为例，现代体育企业理论认为，组织的剩余索取权要与组织的控制权尽可能地匹配，而有限合伙制体育企业比其他企业组织形式更能把两者有效结合起来。如普通合伙人对体育企业投入 1% 的资本，负责体育企业的日常经营管理活动，如果体育企业赢利，可获得 20% 的赢利分配额，但如果体育企业亏损清算，须以自己的全部资产对体育企业债务承担无限责任；有限合伙人对体育企业投入 99% 的资本，不得参与体育企业的日常事务，如果体育企业赢利，可获得体育企业 80% 的赢利分配额，即使体育企业亏损清算，有限合伙人也只需以自己的出资比例有限承担有限责任。有限合伙制体育企业强化资金募集治理结构模式见图 2。

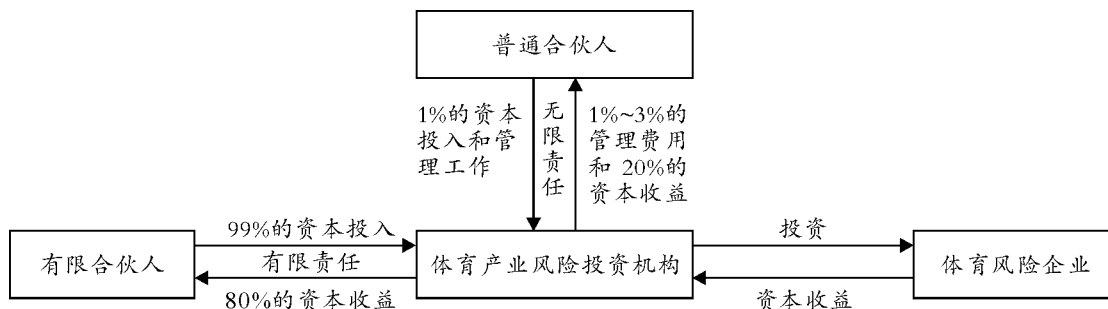


图 2 有限合伙制体育企业强化资金募集治理结构模式

从图 2 中我们可以看出有限合伙制激励约束机制

的设计是：有限合伙制将体育产业风险投资的经营业

绩变成有限合伙人和普通合伙人各自收入函数的一个共同变量,从而作为一种长期的激励机制使得普通合伙人全身心地投入工作,实现投资价值的最大化。1%的投资对应于20%的剩余索取权,相对地是以无限责任为代价的,这种高强度的“内置化”激励方案为普通合伙人从事能增加其利润的价值活动提供了显著动力,努力工作成了普通合伙人获取更高报酬和避免自身财产损失的主要选择,从而有助于抑制道德风险。

2)科学选择项目。

选择项目是体育产业风险投资运作的起点。项目的选择不是去看体育风险企业或职业体育俱乐部本身的业绩和担保能力,而是看体育风险企业或职业体育俱乐部通过制定必要的发展战略和获得必要的人力和物力资源后的潜在发展能力。在项目选择上,体育产业风险投资公司要做大量的、深入的调查研究。体育产业风险投资审查的重点一般是人、市场、技术、管理。项目选择过程是体育产业风险投资家和体育风险企业之间的双向选择。在体育产业风险投资家对体育风险企业进行一系列筛选和评价的同时,被投资的体育风险企业对资金提供者也开始了资金状况、价格状况、知识结构和“兼容性”的同步考察。

3)审慎进行评估谈判。

体育产业风险投资公司在完成项目选择后,就要与被投资的体育风险企业进行一系列的协商谈判。谈判是在项目评估的基础上进行的,体育产业风险投资者应着重考虑如下因素:(1)体育风险企业资本增殖的能力。对体育产业风险投资家来说,无论投资规模大小,最终的资本获利必须要达到投资费用的几倍才行。(2)体育风险企业资本流动的潜力。体育产业风险投资家决定投资前必须设计退出的途径,因为风险投资家的最终目的并不是为了拥有公司,而是为了取得投资回报。(3)体育风险企业未来的资本需要。对体育风险企业未来资本需求的预测,可以帮助投资者估计出保持主要投资者地位所需的资本量和股份。(4)体育风险企业家能力。体育风险企业家的能力对企业经营好坏起到关键的作用。体育产业风险投资家在对体育风险企业进行了肯定后,便进入正式的谈判阶段,在此期间,双方共同协商投资方式、投资条件等有关权利和义务,最后形成有法律效力的合资协议。为了实现高回报,体育产业风险投资公司一般选择参股的形式进行投资,参股的形式可以是普通股、优先股、可转换债券及认股等;体育产业风险投资公司通常还在协议中明确股权的保障方式,如技术折股价值的确定等。

4)积极投入和参与管理。

体育产业风险投资是一种集金融、创新、科技管理与体育市场于一体的资金运作模式^[3],是智力与资金的结合,体育产业风险投资是一种向具有发展潜力的体育风险企业或职业体育俱乐部提供股权资本的投资行为,面临的是高风险、高收益的投资领域,具有外部和内部风险:(1)外部风险有政策风险、法律风险、经营风险、利率风险、通货膨胀风险、环境风险及市场风险等;(2)内部风险主要有技术风险、管理风险、意识风险、决策风险、财务风险、评估风险和道德风险等。为了促使体育产业风险投资经营成功,体育产业风险投资家一般通过以下几种方式:制定发展战略、建立董事会和公司治理结构、监督和控制等对投资企业进行扶持和培育。体育产业风险投资对企业提供的专业管理是风险投资有别于其他投资的一个最主要的特点。体育产业风险投资公司利用管理经验和资金优势与风险体育企业的技术优势加以结合,不仅是一个价值发现的过程,更是一个价值创造的过程。

5)适时选择退出。

如果说风险的进入是为了取得收益,那么退出则是为了实现收益。体育产业风险投资一般在起步阶段介入,占有股份;在公司利润不断上升和产品市场占有率不断扩大之时,将所占股份增值转让。只有在此时果断退出,体育产业风险投资才能真正实现收益并将资金投向新的项目。退出方式一般有:(1)公开上市即首次发行(IPO)。(2)出售。出售包含2种形式:售出和股票回购(MBO)。(3)清算或破产。清算方式退出是痛苦的,但很多情况下是必须采取的方案,如不能及时抽身,只能带来更大的损失。

2 我国体育产业风险投资退出渠道的选择

2.1 国外体育产业风险投资3种退出渠道比较

根据法律条款限制、交易市场环境及体育风险企业或职业体育俱乐部发展阶段的不同,国外体育产业风险投资退出渠道一般分为3种类型:竞价式转让——股份公开上市、契约式转让——股份转让或回购、强迫式转让——破产清算。(1)竞价式转让。股份公开上市(Initial Public Offering, IPO)。股份公开上市即首次公开发行,又叫主板市场,是指体育产业风险投资者通过风险体育企业股份公开上市,将拥有的私人权益资本转换为公共股权资本,在交易市场取得认可而转手以实现资本增殖的方式。股份公开上市认为是体育产业风险投资最理想的退出渠道,主要原因在于公开上市可以让体育产业风险投资家获取高

额报酬。(2)契约式转让——股份转让或回购。体育产业风险投资以契约方式退出具有 2 种方式, 股份转让和股份回购。股份转让是体育产业风险投资公司依照协议价格将所持股份转让给另一家风险投资公司或其他投资者, 或是风险体育企业被其他大体育企业兼并的一种渠道, 也称体育企业购并。股份回购一般是体育风险企业发展到一定阶段, 资金规模、市场前景都相当看好, 但风险体育企业创业者可能基于多方面原因(比如不愿意继续服务于风险投资者、不愿意看到本企业股份被转让给第三者等), 以现金形式向体育产业风险投资者购买本企业股权。股权回购只涉及体育风险企业与风险投资方, 产权关系明晰, 操作简便易行, 是主要的退出方式。(3)强迫式转让——清算或破产。并非每次体育产业风险投资都会成功, 根据美国的有关数据显示, 体育产业风险投资约 20%~30% 是完全失败的, 60% 是受挫的, 只有 5%~10% 是可能成功的。对于完全失败的体育产业风险投资, 退出只能采取破产清算方式。风险资本家一旦确认风险体育

企业失去迅速发展的可能, 不能取得预期的高额报酬, 就会果断撤出, 将尽可能回收的资金用于下一个投资循环。

2.2 我国体育产业风险投资退出的过程设计

一个典型的体育产业风险投资过程包括风险资本的筹集、运作和退出三部分。从体育产业风险投资的筹集、运作和退出三个阶段对体育产业风险投资进行全过程退出设计, 可以减少风险投资公司退出风险, 顺利实施退出目标, 是一种有效的决策和方法。从接手项目的第一天起就应考虑退出问题, 在以后的投资过程中, 逐步完善退出思路, 最后形成一个清晰的退出计划, 到退出阶段实施退出操作。基本的过程是: 从体育产业风险投资的筹资阶段要根据风险资本的退出偏好进行基金的筹集。在投资阶段签订协议时要考虑保障退出的条款, 投资后管理时要保证体育风险企业顺利经营, 为退出做好准备。在最后的撤资阶段, 要根据体育风险企业分类明晰退出路线, 选定方案并实施(见图 3)。

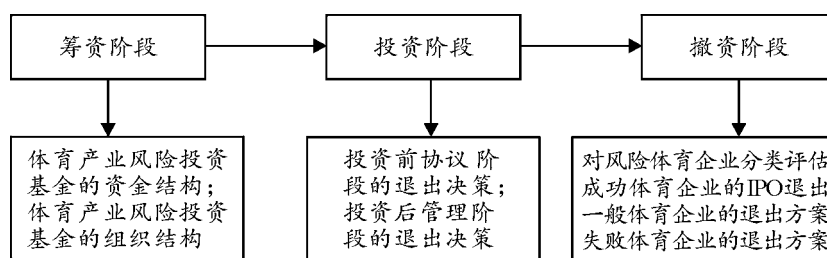


图 3 我国体育产业风险投资退出全过程设计

体育产业风险投资的退出途径是实现资本收益的途径, 一个便捷畅通的退出渠道将有助于风险资本在最大程度上避免损失, 退出方式的合理性可为体育产业风险投资提供一种客观的评价标准。因此, 对体育产业风险投资进行全过程退出设计, 有利于解决现存的一些问题, 优点在于: 1) 能使体育产业风险投资公司设计最佳的退出路线; 2) 有利于选择最佳退出时机; 3) 有利于体育产业风险投资公司、体育风险企业或职业体育俱乐部内部利益的协调; 4) 有利于降低退出成本, 提高风险资本收益。在进行“体育产业风险投资全过程退出设计”中, 风险投资公司的工作量增加不多, 但会得到很好的效应。

2.3 我国体育产业风险投资退出途径的现实选择

体育产业风险投资是投资者利用他的知识、经验、管理能力和社会关系, 来帮助创新者创业, 实际上是和创新者共同创业的一种专业投资^[4]。由于我国体育产业风险投资仍处于起步阶段, 每年 2 万多项的

省、部级以上高新技术成果中, 只有不足 15% 能够实现成果转化。已经转化的科技成果中, 自筹资金占 56%, 国家贷款占 26.8%, 体育产业风险投资只占 2.3%。这表明目前的体育产业风险投资基金运作并不成功, 对科技成果转化为现实生产力未起到催化剂的作用, 根本原因就是退出机制不健全, 退出渠道不畅通。在国外体育产业风险投资发达的国家, 风险资本有 4 种基本的退出方式: 股份公开上市、出售、回购和清理公司。在借鉴国外风险体育企业和职业体育俱乐部成功经验时, 必须立足于我国的基本国情, 探索并建立适合中国体育产业风险投资退出模式。考虑到我国经济尚处于由计划经济体制向市场经济体制过渡的时期, 研究认为现阶段我国体育产业风险投资的最佳渠道应为体育企业购并或股份回购。这一观点基于以下理论和现实依据。

1) 理论依据

体育产业风险投资的退出是以风险资本能否如

期实现增殖以及增殖的程度为基准的。任何投资都追求资本增殖,而体育产业风险投资的特殊之处就在于它追求超常的高额资本增殖,并且这种高额增殖是通过体育风险企业或职业体育俱乐部的股权转让的退出。另一个特殊性在于体育产业风险投资在时序和空间上的不断循环;无论成功与否,体育产业风险投资必须如期变现,变现亦即退出。简而言之,体育产业风险投资必须考虑退出,而退出必须考虑退出绩效。在这个角度上,体育企业购并或回购优于首次公开发行。该结论的合理性可从退出收益、退出价格、退出成本及退出市场容量等方面加以分析。

(1)退出收益。退出收益是指体育产业风险投资退出时,风险投资家通过转让体育风险企业股份所获得的现金收入、股份收入或债权收入。它是衡量风险投资回报率最基本的指标,通常以变现回报作为评价标准。计算公式为:

变现回报(首次公开发行) = 风险投资者持有的风险体育企业股份在首次公开发行时或以后某时刻的市价——初始投资额;

变现回报(体育企业购并) = 风险资本家转让风险体育企业股份所获得的一次性转让收入——初始投资额。从国内外体育产业风险投资项目的个案分析表明,首次公开发行有较高的变现回报水平。例如,英国的曼联俱乐部,当其股票于1991年开始在伦敦股票交易所挂牌上市时,其资产一夜间增值了100多倍。曼联队的股东、现任老板埃德华兹发现,他当时花60万英镑购买的曼联队的股票在上市后变成了6400万英镑,回报高达100倍^[6]。但从风险项目的投资组合来看,由于退出绩效会受到一系列因素的影响,这些因素在不同的外部市场条件下所体现的权重不同,致使首次公开发行的整体退出收益低于体育企业购并。

(2)退出价格。退出价格指体育产业风险投资退出时所持有的体育风险企业股份的转让价格。退出方式不同,则定价模式不同,退出价格也不尽相同。首次公开发行的定价通常基于相对价值的比较定价机制,将本体育企业股票与同一行业股票进行比较,运用大量的财务指标如市盈率、每股收益、每股净资产额等进行估算,在此基础上对历史数据和外部市场条件进行综合判断后制定退出价格。由于该方式缺乏灵活性,退出时面临的价格风险大。体育企业购并的定价则基于市场均衡的定价模型,如收益-资产定价模型、折现现金流模型等。购并的真实价值是买方和卖方达成一致的价值,退出价格会依据经济周期、股市预期、盈利状况、行业壁垒的变化,以及买方收购动机和卖方需要而变化。因而具有很强的弹性和灵活性,这意

味着较小的退出价格风险。

(3)退出成本。退出成本是体育产业风险投资实施退出战略时产生的费用和成本,通常由中介费用、交易时间成本等因素反映。采用首次公开发行退出时,从体育风险企业或职业体育俱乐部上市到正式上市通常需要6个月甚至更长时间。而采用体育企业购并方式退出时,由于购并双方的快速协议,交易所需时间较短,一般不会超过6个月。

(4)退出市场容量。退出市场容量是体育产业风险投资退出时,资本市场或产权交易市场对风险资本家拟发行或转让的体育风险企业股份的吸纳能力。体育产业风险投资的退出同时意味着后续投资者的进入,退出市场容量就是潜在的后续资本供应量,它是衡量各种退出市场规模和退出市场质量的指标。从退出市场规模看,如果通过股份公开上市实现体育产业风险投资的退出,资本市场对采用首次公开发行的退出方式往往具有数量方面的限制。由于产权交易市场通过体育企业购并或股份回购来实现体育产业风险投资的退出,它对采用体育企业购并的退出方式没有数量限制。从退出市场质量看,首次公开发行退出方式对资本的质量要求也远远高于体育企业购并退出方式对产权交易市场的质量要求。

综上所述,体育企业购并的整体退出绩效要高于首次公开发行的整体退出绩效。

2)现实依据。

从国外发达国家体育产业风险投资的成功经验看,对于体育产业风险投资家来说,实现投资回报有2个关键的办法:并购和上市。从实际出发,体育企业购并作为体育产业风险投资的主要退出方式,则更具有现实可行性。尽管与IPO方式相比,它要以风险体育企业管理权的丧失为代价,但在目前我国以银行为中心的资本市场环境中,在大量跨国公司进军中国市场且国内众多上市公司和发展较快的民营体育风险企业急需扩大规模、提升竞争力的形势下,体育企业购并无疑是一条成本低、速度快的有效途径。

同时,由于不存在二板市场^[8],我国体育风险企业只能选择主板市场上市,但实施难度很大。具体表现为:(1)上市标准太高。主板市场对上市公司的股本总额、发起人认购的股本数额、体育风险企业经营业绩、无形资产比例等都有较高的要求,体育风险企业难以逾越。(2)上市指标太少。我国体育股票发行实行“计划控制指标”,因而使上市指标成为一种稀缺资源,体育风险企业或职业体育俱乐部很难获得。(3)现有制度规定法人股、国有股不能流通和交易,只能进行场外协议收购,与体育产业风险投资通过股权转让

获取本利的特性相背离。(4)上市成本太高,大多数体育风险企业或职业体育俱乐部难以承受。相比而言,体育企业购并的操作简单,所需费用低,可以实现一次性全部撤出,所涉及的谈判对手通常较少,企业可以进行股份的全部转让而无后顾之忧。对于大量创业初期、规模小、风险大的体育企业或职业体育俱乐部,它可能是惟一可行的退出渠道。

此外,体育企业购并或回购还可作为体育产业风险投资企业或职业体育俱乐部回避风险的手段。比如在与国外体育风险企业合作时,可结合本体育企业的具体实际拟定管理层回购条约,待企业发展到一定阶段后,管理层则以合适的价格回购体育产业风险投资公司的股份。这一条约最大限度地控制了体育产业投资风险,且保证了体育风险企业投资者获得更为优先的套现权利。

我国体育产业的发展和科技成果的产业化需要体育产业风险投资,而体育产业风险投资的发展前景,则依赖于完善的退出渠道。由于目前国内的体育产业资本市场、体育产业风险投资体系、法律和制度条件尚不成熟,致使一些在国外运行十分成功的体育产业风险投资退出方式暂时难以实现,建立健全我国的体育产业风险投资退出机制迫在眉睫。可以在借鉴国外先进的体育产业风险投资成功经验的基础上,选择我国体育产业风险投资的退出渠道,但必须结合我国的基本国情,分析我国体育产业风险投资内在机制及外部环境的缺陷与差距,逐步创造人才、科技、法律及社会经济等条件,扫除障碍,以促进我国体育产业风险投资退出机制的建立和完善。

3 结论与建议

体育产业风险投资是近年从国外引进来的一个新事物。体育产业风险投资的引入,是一项全新的、具有开创性的投融资事业,将为我国体育产业发展提供一种全新的融资途径,它的成功运作将极大地推动我国体育产业的发展,并可能对我国整个体育产业的投融资工具提供借鉴和参照作用^[6]。通过对体育产业风险投资运行方式及其退出渠道的研究,不难看到体育产业风险投资之所以能够吸引全球的各类资本和经济主体的积极参与,迅速获得蓬勃的发展,其重要的动力源泉在于完善的体育产业风险投资组织、运行和退出机制能够有效地控制风险、分散风险,最终实现风险与收益的统一。体育产业风险投资是以资本增殖为目的,体育产业风险投资不是一次性投资行为,而是时间和空间上的循环投资过程,体育产业风险退

出是该循环过程能否持续的关键环节,一轮风险投资的成功退出,是为了下一轮更好地进入,退出是进入的先决条件。因此,体育产业风险退出环节的重要性是不容置疑的,可行的退出机制是取得体育产业风险投资成功的关键。建议为了建立规范的体育产业风险退出机制,政府应尽快出台《中华人民共和国风险投资法》。《中华人民共和国风险投资法》是调整我国风险投资法律关系的法律规范的总和,在体育产业风险投资法律体系中处于主导地位,对于体育产业风险投资公司及其受托银行和高新技术体育企业的定义、分类、设立、关联人、规模与职能、投资原则、资本结构、公司财务、税收、风险资本的退出及其方式等作出具体规定。在制定相关体育产业风险投资优惠政策方面^[7],应鼓励大型公司对小型体育风险企业进行兼并收回。对进行收购的大公司实行贷款优惠政策,应根据收购规模和收购行业给予相应的低息或无息贷款。如果能够采用有效的手段刺激大型公司或体育风险企业对小型体育风险企业的购买,体育产业风险投资就有了最便利、最迅速的投资渠道。

参考文献:

- [1] 钟霖,付强,任保国.我国体育产业风险投资研究[J].体育科学,2003,23(5):21-26,32.
- [2] 李绩伟,谢林海,任保国.关于风险投资、体育产业风险投资与我国学校体育产业风险投资发展问题的思考[J].体育与科学,2004,25(2):24-27.
- [3] 任保国,李淑芳,杜春龙.我国体育产业风险投资和风险控制初探[J].体育学刊,2005,12(3):28-30.
- [4] 吴美丽,任保国.我国体育产业风险投资基金的投资与管理[J].体育与科学,2004,26(2):35-37.
- [5] 李平.论我国体育产业风险投资的发展及存在的问题与对策[J].体育与科学,2004,25(6):25-28.
- [6] 任保国,张建超,李建臣.我国体育产业风险投资的法律思考[J].武汉体育学院学报,2006,40(6):41-44.
- [7] 彭小澍.我国体育产业风险投资支持环境研究[J].体育与科学,2004,25(1):24-27.
- [8] 李建臣,任保国.我国体育产业资本市场投融资研究[J].北京体育大学学报,30(11):1569-1571

[编辑:李寿荣]