

# 风险投资项目退出决策研究

程 静

(暨南大学 经济学院, 广东 广州 510632)

**摘 要:**退出时机与退出方式选择是风险投资项目退出决策的两个基本问题。在对影响风险投资项目退出时机选择的微观因素与风险投资项目退出的方式及其特点进行深入分析的基础上,归纳和分析了风险投资项目退出时机与退出方式选择的一般性原则。适宜的退出时机和退出方式对风险投资项目实现投资收益或锁定投资损失有着重要的意义。

**关键词:**风险投资;退出决策;退出时机;退出方式

中图分类号:F830.59

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2004)06-0083-03

风险投资项目退出是指风险资本家依据所持有的风险企业股权增值状况,选择适当的时机和方式将其所持有的风险企业股权套现或转换为可流通证券的行为。风险投资项目退出是风险投资周期中必不可少的环节。任何一个风险投资项目,无论成功或失败,最终都必须退出。退出时机和退出方式选择是风险投资项目决策的两个基本问题。

## 1 影响风险投资项目退出时机选择的微观因素

风险投资项目退出时机选择是风险投资项目退出决策的关键性选择,它不仅反映了风险资本家对风险企业股权增值状况的主观评价,还直接影响风险投资项目退出方式的选择,进而影响风险投资项目损益的实现。影响风险投资项目退出时机选择的宏观因素包括经济周期、证券市场活跃程度、产权交易市场成熟程度以及相关的政策法规。影响风险投资项目退出时机选择的微观因素有:风险投资基金存续期、风险投资协议、风险企业股权增值状况、风险资本家的偏好与风险企

业家的偏好等。以下对微观因素展开分析。

### 1.1 风险投资基金存续期

有限合伙制是现代风险投资基金的主流形式。有限合伙制风险投资基金的存续期通常为10年,最常见的延长期为1年,最多为3年。存续期末,所有的现金和证券都必须在有限合伙人(风险投资者)和普通合伙人(风险资本家)之间分配,风险投资基金清盘。任何一个风险投资项目都必须在风险投资基金存续期结束之前退出。

### 1.2 风险投资协议

风险投资协议,也称股票购买协议,是在风险资本家和风险企业家之间签定的规范二者关系的最基本的法律文件。风险投资协议中包含许多具体的条款,其中,直接影响风险投资退出时机选择的条款有:退股权和购回权条款、上市登记权条款。

(1)退股权和购回权条款。退股权是指风险资本家在风险企业的业绩达不到预期的水平时,有权要求风险企业退股,收回初始的投资并加上一定水平的利润。购回权是指风险企业管理层有权在某一时间从风险

资本家手中购回风险企业股票。退股权的实质是一种卖出期权(*put option*),退股权的设置在于风险资本家希望能在一定程度上保全投入到风险企业中的风险资本。购回权的实质是一种买入期权(*call option*),购回权的设置是风险企业管理层通过增强对风险企业的控制权来保障自身的权益。退股权和购回权条款的具体安排对风险投资项目退出时机选择有直接的影响

(2)上市登记权条款。上市登记权分为要求登记权和附属登记权。要求登记权允许风险资本家随时要求风险企业为其所持有的股票申请上市而不受其他股东意愿的影响。附属登记权是指当风险企业登记出售新股或旧股时,风险资本家有权在同样的时机将其持有的旧股或新股一并出售。美国证券法律规定,公司股份必须向证券管理委员会(SEC)申请注册后才能上市。对于要在NASDAQ上市的风险企业,上市登记权条款的具体安排是风险投资项目退出时机选择必需的因素。

### 1.3 风险企业股权增值状况

收稿日期:2003-11-05

基金项目:广东省自然科学基金项目(20000744)

作者简介:程静(1963-),1984年毕业于上海交通大学应用数学系,获理学学士;1992年毕业于上海交通大学船舶与海洋工程系,获工学博士。现为暨南大学金融系副教授,主持国家自然科学基金青年项目“我国风险投资中的人力资本定价与收益分配问题研究”(项目号:02CJY14),主持广东省自然科学基金项目“高新技术产业风险投资的管理及量化模型研究”(项目号:20000744),主要研究方向为风险投资,金融工程。



评价与预测

中国科学评价研究中心合办

风险企业生命周期由种子期、创立期、成长期、扩张期、成熟期 5 个阶段构成。当风险企业由小到大顺利地成长时,风险企业所面临的研发风险、制造风险、市场风险、财务风险、管理风险依次被排除,风险企业的股权大幅度增值;而当风险企业的成长在其生命周期的某一阶段遭遇不可克服的障碍时,风险企业的股权增值就陷入停滞甚至出现股权贬值。风险资本家将风险资本投入到风险企业后,通过向风险企业提供增值服务和对风险企业实施运营监控来促进风险企业的成长,动态地掌握风险企业的股权增值状况。风险资本家监控风险企业的常规做法是,参加风险企业的董事会议,每月定期检查风险企业的财务报表,将风险企业运营状况与商业计划进行对比。一旦确认继续持有风险企业股权的边际成本大于预期的边际收益,风险资本家将着手实施风险投资项目退出。风险企业股权增值状况是影响风险投资项目退出时机选择的最重要的因素。

#### 1.4 风险资本的偏好和风险企业家的偏好

风险资本家是风险投资项目退出的实施者,其偏好对风险投资项目退出时机选择有直接的影响。美国学者 GomperS(1996)的一项实证研究结果表明,新设立的风险投资公司把风险企业推向公开上市的时间要早于老的风险投资公司,其目的是要在风险资本市场上树立声誉,为新基金融资制造好的业绩记录。风险资本家对风险投资项目退出方式的偏好,也会影响风险投资项目退出时机的选择。对于成功的风险企业,如果风险资本家将首次公开发行作为首选的退出方式,其退出时机选择就必然受证券市场走势的制约。

风险企业家是风险投资项目退出的另一方当事人。出于自身利益的考虑,风险企业家对风险投资项目退出方式的偏好与风险资本家的偏好并非完全一致。一般地说,风险企业家对首次公开发行普遍持欢迎的态度;而对于并购,尤其是一般并购,出于对风险企业控制权的考虑,其反应是比较消极的;对于回购,则要视风险企业的发展状态以及风险企业家对风险企业发展前景的预期,其反应可能是消极的,也可能是积极的;对于清算,风险企业家的态度普遍是消极的,因为清算是对其创业活动的完全否定。风险企业家对于风险投资项目退出方式的

偏好通过其对风险投资项目退出的配合程度来影响风险投资项目退出时机的选择。

## 2 风险投资项目退出的方式及其特点分析

风险投资项目退出方式选择受风险项目退出时机、风险资本家的偏好和风险企业家的偏好的影响,是风险投资项目退出决策的重要选择。风险投资项目退出的方式有 4 种:风险企业首次公开发行、风险企业并购、风险企业回购、风险企业清算。每种退出方式都有其自身的特点及必要的条件。

### 2.1 风险企业首次公开发行

风险企业首次公开发行是指风险企业成长到一定程度时,在投资银行的协助下,在证券市场(通常是二板市场)首次公开发行股票。借助于风险企业首次公开发行,风险资本家所持有的风险企业股份成为可流通的股票;风险资本家或者直接向风险投资者分配风险企业股票,或者在禁售期后将所持有的风险企业股票在证券市场上套现,从而实现风险资本从风险企业的退出。

风险企业首次公开发行具有以下优点:  
①在风险投资项目退出的 4 种方式中,风险企业首次公开发行取得的收益往是最高的,因而是风险资本家和风险企业最愿意采取的退出方式。  
②风险企业首次公开发行不但使风险企业家获得巨额的财富,而且更为重要的是,风险企业家可由此增强对风险企业的控制权。  
③风险企业首次公开发行使风险企业在证券市场上获得持续的融资渠道。  
④风险企业首次公开发行不但使风险资本家获得较多的利润分成,而且更重要的是,有助于风险资本家在风险资本市场上树立声誉。

风险企业首次公开发行也有其条件和局限:  
①风险企业必须具备首次公开发行的必要条件。尽管二板市场的上市标准比主板市场的上市标准低,但实践中仍然有许多风险企业达不到上市条件而无法实施首次公开上市。  
②首次公开发行的发行成本高昂。一般地讲,当发行规模超过 2 500 万美元时,发行成本约为发行市值的 15%,而当发行规模低于 1 000 万美元时,发行成本将大大超过 15%的水平。  
③风险企业要面临一定的发行风险。风险企业首次公开发行成功与否,不仅取决于风险企业自身的状况,而且还在很大程度上受股票市场活跃程度的影

响。  
④首次公开发行后,风险企业要承受很高的信息披露压力和防御敌意收购的压力。  
⑤风险企业首次公开发行不能使风险资本立即从风险企业中退出。各国证券监管当局出于稳定股票价值的考虑,都规定了一定时间的股票禁售期,证券承销商在承销协议中也会限制风险资本家出售风险企业的股票。

### 2.2 风险企业并购

风险企业并购是指风险资本家通过另外的企业对风险企业实施整体的兼并或收购,或将所持有的风险企业股份由另外的风险投资机构收购,从而实现风险资本从风险企业中退出。通常人们将风险企业被另外的企业兼并或收购称为一般并购;将风险资本家所持有的风险企业股份被另外的风险投资机构收购称为二期并购。

风险企业并购具有以下特点:  
①一般地讲,风险企业并购的平均收益率不高,仅为风险企业首次公开发行的 1/5。  
②风险企业并购,尤其是一般并购,会影响风险企业的独立性,容易遭到风险企业和风险企业管理层的反对,因此,在实施并购的过程中,常采取一些激励风险企业家和风险企业管理层的措施。  
③风险资本家可通过风险企业并购将所持有的风险企业股权转为现金或可流通证券,从而将风险资本从风险企业中迅速退出。

成熟的企业并购市场是风险企业并购得以有效实施的必要条件。近年来,随着第五次兼并与收购浪潮,风险条件并购在风险投资项目退出中的比例越来越大,作用日益重大。在风险投资项目退出的 4 种方式中,风险企业并购是很常见的退出方式,尤其是在股票市场行情低迷的时候。

### 2.3 风险企业回购

风险企业回购是指风险企业管理层或员工以现金、票据等有价证券购回风险资本家持有的风险企业股份,从而使风险资本从风险企业中退出的行为。风险企业管理层回购和风险企业员工回购是风险企业回购的两种基本形式。期权被广泛运用于风险企业回购。

风险企业回购具有以下特点:  
①风险企业和风险企业管理层对风险企业回购的态度可能是积极的,也可能是消极的,取决于风险企业的发展状况和前景。  
②风险资本可通过风险企业回购获取现金或可流通证券,使风险资本及时从风险企业中退出。

风险企业回购资金的融资渠道畅通是

风险企业回购得以有效实施的必要条件。风险企业回购是风险资本家保证投资收益的重要手段。

## 2.4 风险企业清算

清算是指企业由于某种原因需要终止时,对其财产、债权、债务进行清理与处分的行为。通常,风险资本家会在以下情况出现时清算风险企业:①风险企业财务状况恶化,无法偿还到期债务,同时又无法得到新的融资;②风险企业计算经营期内的经营状况与预计目标相差较大;风险资本无法通过首次公开发行、并购或回购从风险企业退出;③风险企业发展方向背离了商业计划及投资协议中约定的目标,风险企业家决定放弃风险企业。风险企业清算有3种方式:解散清算、自然清算和破产清算。一般地讲,清算平均仅能收回投资的64%。

良好的信用环境和健全的企业清算法则是风险企业清算得以有效实施的必要条件。高风险是风险投资的一大特点,在风险投资项目组合中,失败的风险投资项目总是存在的。对失败的风险投资项目进行清算,是风险资本家控制投资风险、锁定投资损失的重要手段。风险企业清算能有效地防止投资损失或风险资本低效运行。在风险投资项目退出方式中,风险企业清算有着不可替代的作用。

## 3 风险投资项目退出时机与退出方式选择的一般性原则

### 3.1 风险投资项目退出时机和退出方式选择的操作原则——全过程规划与动态选择原则

风险投资项目退出是风险投资微观运作过程必不可少的环节。在风险资本家将风险资本投资到风险企业时,风险资本家就对风险投资项目的退出时机与退出方式有一个初步的规划。风险企业的成长过程充满了

不确定性,风险企业的成长是跳跃性的,风险资本家不可能对风险企业的中长期发展状况有一个确定性的把握。在实践中,风险资本家必须依据其在投资后的运营监控中所获取的风险企业成长信息,适时调整风险投资项目退出规划;风险投资项目的退出时机与退出方式不是事先就能够准确地确定的,必须依据投资后的风险企业成长状况适时确定。风险投资项目退出时机与退出方式选择在操作上遵循全过程规划与动态选择的原则。

### 3.2 风险投资项目退出时机与退出方式选择的财务原则——风险资本增值最大化

风险投资项目退出是风险资本家实现投资收益、锁定投资损失的重要手段。风险资本家将风险资本投资到风险企业的根本目的在于,通过促进风险企业的发展,使风险资本增值最大化。风险资本增值最大化也是风险资本家选择风险投资项目退出时机与退出方式应遵循的财务原则。从操作层面上讲,风险投资项目退出时机与退出方式选择的财务原则可具体表述为以下两点:

(1)持有期成本小于预期的持有期风险资本增值。对于风险投资项目退出时机与退出方式选择来说,是选择在当前时点以某种方式退出或是继续持有一个时段后再行退出,会涉及持有成本和预期的持有期风险资本增值。需要指出的是,这里的持有期成本是经济成本的概念,它包括持有期直接的成本费用和机会成本两部分内容。

(2)内部收益率(IRR)或净现值(NPV)最大。内部收益率(IRR)和净现值(NPV)是评价投资项目盈利能力的常用指标,也被用来评价风险投资项目的盈利水平。风险资本增值最大化可以通过内部收益率(IRR)或净现值(NPV)的方式度量。内部收益率(IRR)以一种相对的方式来度量风险资本增值最大化;净现值(NPV)以一种直接的方式来度

量风险资本增值最大化。对于风险投资项目来说,这两种度量方式所得到的风险资本增值最大化结果并不总是一致的,有时会有一些差异。具体采用内部收益率(IRR)最大或是净现值(NPV)最大作为标准来选择风险投资项目退出时机与退出方式,依赖于风险资本家的偏好。

## 4 结束语

风险投资项目退出是风险投资周期中必不可少的环节,是风险资本家实现投资收益、锁定投资损失的重要手段。风险投资项目退出时机与退出方式选择受宏观和微观多种因素影响,遵循全过程规划与动态选择的操作原则和风险资本增值最大化的财务原则,是风险投资项目退出决策的两个基本问题。任何一个风险投资项目,无论成功与失败,最终都是要退出的,选择适宜的退出时机与退出方式对风险投资项目实现投资收益锁定投资损失有着重要的意义。本文的研究目的就是为风险资本家实施风险投资项目退出提供理论支持,为设计和开发风险投资项目退出决策的定量化分析工具打下定性分析基础。

### 参考文献:

- [1] Gompers PA, Lerner J. The Venture Capital Cycle [M]. The MIT Press, 1999.
- [2] 李姚矿, 陈德棉, 张玉臣. 创业资本的退出: 综述[J]. 科学学研究, 2002, 20(2): 193.
- [3] Gompers P A. Grandstanding in the Venture Capital Industry [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 42: 133-156.
- [4] 程静. 风险投资项目退出的方式及其在我国的应用性分析[J]. 南京经济, 2003, (4): 71-73.
- [5] 戴国强, 王国松. 信息不对称和风险资本退出[J]. 财经研究, 2002, (2): 30-35.
- [6] 刘志强, 方云安. 我国风险投资退出渠道研究[J]. 科学管理研究, 2001, (2): 53-56.

(责任编辑: 高建平)

## Study on Decision-making of Venture Capital Project Exit

**Abstract:** On the basis of analyzing the micro-factors influencing the exit timing and the exit approaches as well as their characteristics deeply, this paper draws and analyzes the general principles of the determination of venture capital project exit timing and exit approach. Appropriate exit timing and approach are of great significance to the venture capital project to realize profits of lock up losses.

**Key words:** venture capital; venture capital project; exit decision-making; exit timing; exit approach

