

# 风险投资退出方式比较及我国的现实退出策略

高 朕

**摘 要 :**风险投资作为高风险、高收益的投资活动,需要可靠的投资退出机制提供安全的保障。如果没有灵活、有效的退出机制,风险投资将难以维系并获得长足发展。而影响我国风险投资业健康发展的的问题之一是退出体制不健全。在对比国内外的风险投资退出方式的基础上,结合我国的现实情况,探讨了几种具有中国特色的退出方案。

**关键词 :**风险投资;退出方式;IPO;股权转让

**中图分类号 :**F830.59

**文献标识码 :**A

回顾中国风险投资的兴起与发展历程,在潮起潮落的不同时期,风险投资的退出一直是投资机构、高科技企业、政府、学者关注和争论的焦点。退出是风险投资正常运转的关键环节,风险投资的成功与否最终取决于资本退出的成功与否。如果缺乏退出机制,已经成功的风险资本便无法撤出,投资机构也无法获得相应的收益,长此以往,风险投资活动将趋于萎缩,难以维持发展。

据《2003 年风险投资行业调查报告》,2003 年国内 323 家风险投资机构中有 133 家近 1~3 年内没有进行与风险投资有关的业务,有不少正在逐步把业务转向证券、房地产或其他业务。造成上述问题的原因是多方面的,其中缺乏通畅的退出机制是最关键的因素之一。

## 1 国外风险投资退出方式的优劣比较

由于美国是风险投资的发源地,而且又是风险投资业发展最成熟的国家,故本文将着重介绍美国的风险投资退出方式。

美国的风险投资业发达的主要原因之一就在于其发达的多层次的资本市场和产权交易市场为风险资本提供了多渠道的退出变现方式。美国的退出方式主要分为 3 种,即公开上市、出售和清算。

合作中做出贡献的能力。随着合作的推进,西部地区经济自我积累、自我发展的能力有了提高,中央政府要及时退出,以防止西部地区依赖心理的产生并避免东部地区消极情绪的可能滋生,给参与方充分的自主,以达成真正意义上的合作(自主性合作)。在启动时强化,在演进中退出,这就是中央政府在地区间合作中的行动轨迹。

(3)角色转换。由倾斜到调控,由强化到退出,其核心是中央政府(也包括地方政府)角色的转换。归根到底企业才是东西部合作的真正主体,因而政府的角色在一开始应定位于培育企业,逐步转变为制定游戏规则,实施宏观调控。随着政府引导角色的逐渐退出,政府捆绑式合作将转

### 1.1 公开上市

公开上市,即首次公开招股(IPO,即 Initial Public Offering)。首次公开招股的实质是推动所投资的企业从一个私人持股公司变为一个公众持股公司,从而实现股权可流通,以便能够通过公开市场出售其所持股份,以实现资本增值。IPO 是风险投资的最佳退出方式,它具有以下优势:第一,将风险投资机构手中的不可流通的股份转变成上市股票,实现盈利性和流动性。第二,上市后转让的价格较高,并可使风险投资机构获得丰厚的退出收益。第三,有利于风险投资机构在资本市场的知名度,打造自己的品牌。

IPO 也具有以下缺点:第一,退出手续比较繁琐,涉及到法律、会计、中介等问题。退出费用比较昂贵,所投资企业上市所需时间周期相对较长。第二,投资机构在 IPO 后仅可转让少量股份,直到一定年限后才可逐步转让其他股份。因此,即使实现了 IPO,也不能立即获得现金收益。第三,较易受整个资本市场行情的影响。

IPO 虽然是风险投资推出的最佳渠道,但由于市场容量有限以及 IPO 本身也存在上述的种种弊端,所以,在实践中 IPO 并不是采用最多的退出方式。

向以企业为主体的自主式合作。

### 参考文献

[1] 罗勇. 制度创新就是关键[N]. 南方日报,2000-12-21(1).

(责任编辑:白尚平)

第一作者简介:解红晖,女,1972 年 5 月生,江苏省兴化市人,2001 年毕业于东南大学(硕士研究生),讲师,宁波大学法学院社科系,浙江省宁波大学法学院社科系(53 号信箱),315211.

## Constructing Excellent Environment for the Co-operation between West China and East China ——Probe into the Coordinated Development of West China and East China from the Angle of the Co-operative Environment

XIE Hong-hui

**ABSTRACT** Constructing excellent co-operative environment is an important condition for the co-operative development of West China and East China. Constructing excellent internal environment relies on renewing the concepts, unifying the game rules and making multi-level exchanges. And the protection of the ecological environment and the correct role positioning of the government in regional co-operation promote the construction of the co-operative external environment.

**KEY WORDS** West China and East China; co-operative environment; internal environment; external environment

## 1.2 出售(Trade-sale)

出售是企业产权交易的一种主要方式。在美国风险投资的历史上,出售方式一直占据着绝对重要的地位,尤其在股市行情不好时更是如此。按照出售的对象不同,可分为一般出售、二次出售和企业回购。

一般出售,是指风险投资机构将风险企业的股份转卖给另一个公司,从而完成退出。即公司之间的收购与兼并。

二次出售,是指风险投资机构将所持股份转售给另一家风险投资机构,由其接手第二期投资,并完成资本退出。

企业回购,是指风险企业以现金方式向风险投资机构回购本公司股权。

与 IPO 相比,出售具有以下优势:第一,操作手续简便,费用低廉,同时还可以立即回收资本,大大降低剩余风险。第二,具有较大的灵活性,适用于规模、性质不同的各种风险企业。其缺点为:第一,由于买方太少,经常造成企业价值被低估,且收益率与 IPO 相比明显偏低。第二,企业被收购之后,管理层有可能失去对风险企业的控制权。

## 1.3 清算(Write-off)

清算是指当风险企业由于经营不善或所在行业的发展不景气时,风险投资者把风险企业的资产卖掉,然后提取属于自己部分的现金以抵消其在风险企业中的投资的一种退出方式。通常这种情况发生,也就意味着风险投资家的彻底失败。

根据美国 422 项风险投资的调查,在这些风险投资的退出方式中,30% 的风险投资通过 IPO 退出,23% 通过一次出售,6% 通过二次出售,9% 通过股权回购,还有 32% 是采用清算方式退出的。

# 2 我国风险投资退出方式的现实策略

由于我国的创业板迟迟未能推出,风险投资以 IPO 退出的方式所占比例很小,股权转让退出方式已经成为我国风险投资退出的主要方式,占有退出方式的 82%。根据运作方式的不同,我国的风险投资退出方式有以下 5 种。

## 2.1 股权转让

股权转让是目前我国风险投资业退出方式中采用最多的一种方式。股权转让可以通过投资机构自有的渠道完成。如,促成不同投资机构之间的股权转让,也可以借助专业机构如投资银行、证券公司的收购和兼并完成。比如:集富亚洲 2004 年 3 月在新加坡宣布,雅虎(香港)公司与内地首家提供互联网中文关键词搜索服务的机构 3721 公司达成收购协议,3721 公司以 1.5 亿美元身价被雅虎公司收购。集富亚洲作为 3721 的第二大股东,在卖出所持有的股份后,便完全退出 3721 的业务,实现了风险资本的退出。

## 2.2 管理层回购(MBO)

在接受风险投资之后的企业成长到一定规模之后,管理层回购将是早期风险投资退出的一种选择,同时,由于目前国内管理层通过信托等方式融资渠道的拓展,在不涉及国有资产前提基础上的管理层回购将越来越盛行。

## 2.3 境内 IPO

(1)境内设立股份制公司在境内主板上市。对于国内的风险投资机构而言,由于大多具有政府、国有公司或上市公司的背景,同时,其资金也受到对外投资的限制和国家外汇的管制。因此,将风险企业培育到国内 A 股上市,也是一种可行的选择模式。上市后,也可以上市公司的股权进行抵押从而获得商业贷款这种形式来变现。

(2)境内公司境内 A 股借壳间接上市。此种方案是指风险企业通过先收购某一境内 A 股上市公司一定数量的股权,并取得控制权后,再将自己的资产通过反向收购的方式注入到上市公司内,实现非上市公司的控股公司间接上市的目的。清华大学校长助理、力合股份董事长冯冠平在 4 月 2 日的“第六届风险投资论坛”上介绍说,深圳市清华创业投资有限公司收购了粤华电,收购的目的就是把孵化的高科技项目卖给上市公司。2004 年 3 月 24 日,力合股份通过了受让深圳华冠电容器有限公司 30% 股权的议案,深圳清华力合创业投资公司顺利实现了在该项目的风险资本的退出。

## 2.4 境外 IPO

(1)境外设立离岸控股公司境外直接上市。此种方案为大多数风险投资公司普遍推崇的在中国做风险投资最好的退出方式。比较成功的上市案例如:新浪、搜狐、网易、UT 思达康、金蝶等。境外可选择的资本市场有:香港主板、创业板、新加坡主板、创业板、美国 NASDAQ 等。

采用此种方案,有以下优点:第一,上市后全部股份经过锁定期后,可以实现全流通。而在境内 A 股市场上,公司发起人股在 3 年内不能转让,3 年之后也只能协议转让,无法实现市价的全流通。第二,上市周期较短,创业板市场可以对盈利记录进行豁免。这对于具有高成长潜力的高科技企业来说,无疑是最具吸引力的。而在我国主板市场,公司成立时间须在 3 年以上,最近 3 年连续盈利。第三,境外资本市场估值方式有利于高成长型高科技企业。它一般对企业是以上市当期的预测盈利为基础,而不像境内 A 股通常以过去一年的实际盈利为基础计算。

当然,采用此种方法也存在一些弊端,如:离岸公司的设立、上市审批过程具有较多的不可控因素;对于电信、传媒、零售等行业有外资准入限制;对于风险企业的管理团队的国际化背景要求高;境外上市的操作经验和技巧要求较高等。

(2)境内股份制公司境外直接上市。很多企业由于政策上的限制,采用了境内股份制公司去境外发行 H 股的形式实现海外上市,从而大大降低了审批过程中的潜在风险。股份制公司按照股权性质的不同,可分为两类:一类是纯内资的股份制公司,即接受国内风险投资的企业;另一类是中外合资的股份制公司,即接受国外风险投资的企业。

(3)境内公司境外借壳间接上市。此种方式主要集中在美国的 OTCBB 市场和香港主板。但风险投资机构一般不会采用这种方式,主要是因为:对于境外的壳公司,由于不同地区市场、经济、文化的差异较大,因此其内部潜在的问题可能带来法律、财务、经营等方面的风险;境外资本市场的监管和披露要求非常严格;收购壳公司并完成风险资本的有效退出,需要耗费大量的人力、物力和财力。

## 2.5 清算

当风险投资机构意识到风险企业已无发展前途或无法达到预期的收益时,唯一能够做的就是抽身而退。否则,让一个无前途的项目占用大量的资金是很不划算的,还不如让退出的资金进入下一个投资循环,以谋取高回报。清算方式虽然是痛苦的,但这却是避免了更大损失的权宜之计。

# 3 结语

中国的风险投资历时 6 年的探索,已经重新走上了健康和积极的发展道路,在这特殊的转轨时期,我们应该客观地分析、改善中国的资本市场、产权交易市场、风险投资体系、法律和制度条件,逐步扫清障碍,建立一个多层次、多渠道的风险投资退出机制,促进我国风险投资业的健康发展。任何事物都有其产生、发展和完善的过程,不可能一步到位。在此过程中,我们一定要切忌操之过急。

笔者认为,在我国目前这种特殊形势下,要想实现风险投资的成功退出,一定要明确自己的目标,借鉴美国等发达国家风险投资机构的先进经验,并结合中国实际的政策和法律环境,在专业机构的帮助下设计并创造出适合自身的相应的退出方案,才是万全之策。

## 参考文献

- [1] 刘健钧. 创业原理与方略[M]. 北京:中国经济出版社,2003.
- [2] 高正平. 政府在风险投资中作用的研究[M]. 北京:中国金融出版社,2003.
- [3] 张元萍. 风险投资运行机制与模式[M]. 北京:中国金融出版社,2003.
- [4] 何兴刚. 创业板上市指引[M]. 北京:中国时代经济出版社,2002.

(责任编辑 薛培荣)

第一作者简介:高 朕,男,1976 年 9 月生,安徽省合肥市人,现为天津财经大学工商管理硕士研究生,天津市河西区天津财经大学新世纪大学生公寓 9 号楼 1 门 18 单元,300222.

# 基于客户知识的业务流程重组

张素霞

**摘 要 :**知识经济时代 ,知识是企业形成持续竞争优势的关键 ,客户知识是企业最重要的资源之一。在分析传统业务流程的基础上 ,提出了以客户知识流重组企业业务流程 ,以达到企业业务流程的不断改善和优化。

**关键词 :**客户知识 ;客户知识流 ;业务流程 ;重组

**中图分类号 :**F273.7      **文献标识码 :**A

随着经济全球化和高新技术的快速发展 ,世界进入了一个崭新的知识经济时代 ,知识无疑是企业获得持续竞争优势的源泉。在原有的市场开始衰落、新技术突飞猛进、竞争对手成倍增长、产品淘汰加速的情况下 ,客户的消费心理也日趋成熟 ,出现了理性化、个性化的消费趋势 ,这时 ,只有那些“以客户为中心” ,持续创新客户知识 ,将客户知识传遍整个组织 ,并对企业业务流程中无序的客户知识进行系统管理 ,以优化传统业务流程 ,达到客户知识的传播、应用与共享的企业才能成功。因此 ,建立以客户知识流重组企业业务流程是未来企业提高核心竞争力 ,谋求生存发展的必由之路。

## 1 业务流程重组的含义

业务流程重组( Business Process Reengineering )是 20 世纪 90 年代初发展起来的企业管理的又一新理论。在 1993 年出版的《再造工业——工业管理革命宣言》一书中 ,麻省理工学院教授迈克尔·哈默博士和管理咨询专家杰姆斯·钱皮先生将企业流程重组定义为 :业务流程重组就是对企业的业务流程进行根本性的再思考和彻底性的再设计 ,从而获得可以用诸如成本、质量、服务、速度等方面的业绩来衡量的戏剧性的成就 ,使得企业能最大限度地适应以顾客、竞争、变化为特征的现代企业经营环境。它强调以业务流程为改造对象和中心、以关心客户的需求和满意度为目标 ,对现有的业务流程进行根本的再思考和彻底的再设计 ,利用现代信息技术及现代化的管理手段打破传统的层级组织结构 ,实行扁平化管理 ,最大限度地实现技术上的功能集成和管理上的职能集成。

## 2 传统业务流程的分析

在传统的层级组织模式下 ,企业的组织结构是根据职能来划分的 ,这不可避免地使组织的成员受到垂直组织方式的约束 ,使得员工只熟悉自身所在部门的业务 ,而不熟悉整体的业务流程 ,使得处理特定业务流程的各部门之间缺乏有效的沟通 ,从而人为地将流程割裂开来 ,出现信息阻塞、断流现象。企业传统业务流程见图 1。

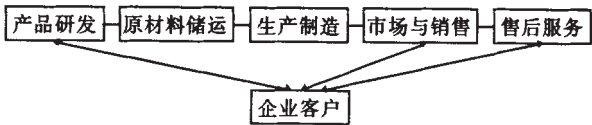


图 1 传统业务流程图

由上述传统的业务流程可以看出 ,企业内部的各业务部门只是分别独立地与客户进行接触 ,相互间缺乏良好的沟通渠道 ,给企业经营带来了诸多不便 ,造成了以下问题 :部门间、员工间的信息屏蔽 ,使得企业各部门难以获得所需的客户互动信息 ;对于来自企业外部的客户信息分散在不同的部门内部或被每个员工孤立地拥有 ,这些零散的信息使得企业无法对客户有全面的了解 ,员工难以在统一的信息平台上开展“以客户为中心”的客户服务工作 ;由于企业内部客户信息得不到共享 ,造成了在客户信息的收集与开发工作上存在大量的重复劳动 ,严重影响了工作效率 ;在业务流程中 ,有许多环节和步骤与最终的目标根本无关 ,这些不必要的步骤加大了企业成本 ,而且不能为客户提供快捷服务 ;企业业务流程的分割 ,使得部门、员工缺乏面向客户协同作战的整体意识 ,致使客户的问题迟迟得不到解决 ,客户难以得到满意的服务。

## 3 以客户知识流重组企业业务流程

由以上分析可见 ,传统的层级组织结构的业务流程存在着诸多缺陷 ,与此同时 ,在客户需求日益多样化、个性化和竞争日益激烈的市场环境中 ,客户信息无疑已经成为企业最重要的战略资源之一。拥有客户就意味着企业拥有了在市场中继续生存的理由 ,而拥有并想办法保留住客户是企业获得可持续发展的动力源泉。为此 ,企业在改变传统的市场营销观念和利用现代信息技术的基础上 ,以客户知识流对企业业务流程进行重组 ,通过整合多渠道的客户信息 ,建立起一种以客户为中心 ,以智能化的客户知识库为支持和桥梁 ,与客户开展广泛交流、学习与合作 ,从而达到与客户共赢的业务流程模式 ,如图 2 所示。

# Comparison of Withdrawal Ways of Venture Capital and the Actual Withdrawal Tactics in China

GAO Zhen

**ABSTRACT :** As an investment activity of high risk and return , venture capital needs reliable investment withdrawal mechanism to provide safety guarantee. Without flexible and effective withdrawal mechanism , venture capital will be difficult to maintain and develop. However , one of the problems that influence the healthy development of venture capital industry in our country is the imperfect withdrawal mechanism. This paper probes into several withdrawal schemes with Chinese characteristics based on the comparison of the domestic and foreign venture capital withdrawal methods and connecting with the actual situation of our country.

**KEY WORDS :** venture capital ; withdrawal way ; IPO ; stock transfer