

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 12020051300471

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国风险投资退出法律机制研究

Study on Legal System of Exit Mechanism of Venture Capital in China

申
志
远

申志远

指导教师姓名: 林秀芹 教授

专业名称: 经济法 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

指
导
教
师
:
林
秀
芹
教
授

答辩委员会主席:_____

评 阅 人:_____

2008 年 4 月

厦
门
大
学

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

内容摘要

风险投资^①是始于上个世纪二三十年代一种区别于传统债权投融资方式的新兴股权投融资方式，在其近一个世纪的发展中，推动了全球高科技经济的发展，造就了一批世界级科技企业，对促进各国经济增长、产业结构调整及技术进步发挥了巨大的作用。

作为一种权益资本，风险投资的根本目的是为了获得高额投资收益，而非控制或拥有高科技中小企业。在企业发展到一定时期，任何形式的风险资本都会考虑退出，收回投资并获得收益，然后再进行新一轮的投资。因此，风险投资的退出是风险投资存在和发展必不可少的条件，顺畅的退出渠道是实现风险投资高额收益的安全保障，是风险投资制度实现其目的的重要前提。建立一套高效完善的退出机制，不仅是风险投资活动本身不可缺少的重要环节，而且对于当前我国风险投资行业的发展和经济建设也具有深远的意义。

我国目前关于风险投资的退出机制还不健全，影响风险投资的正常发展。本文从法律制度本身出发对风险投资退出机制进行研究，然后针对我国风险投资退出机制的建立提出若干建议。第一部分介绍了风险投资的基本原理和风险投资退出机制的重要性，同时对风险投资的四种主要退出方式即创业板上市、并购、股权回购、破产清算进行分析和比较，得出结论是高科技中小企业在选择退出方式时应该根据自身的特点，适时退出；第二部分分析了我国风险投资退出方式的现有制度及不足；第三部分借鉴美国的风险投资退出机制，提出了对我国风险投资退出机制的完善措施，如创建创业板市场，发展并购市场，完善股权回购和破产清算制度等。

关键词：风险投资；退出机制

^① 本文将风险投资定义为投资者以权益资本的形式投资于拥有高科技的中小企业，并通过提供管理服务参加企业管理，期望在高科技中小企业成功后通过权益资本转让实现高资本增值收益的一种投资方式，其实质是科学技术和金融的有机结合。

ABSTRACT

The venture capital (hereafter “VC”) ^① industry, which started from the 1920s and 1930s, is different from the traditional debt and equity financing. In its history of almost a century development, VC has promoted development of the global high-tech industry dramatically, and has created a large number of world-class science and technology enterprises. It has played a tremendous role in promoting national economic growth, economic restructuring and technological advances.

As a kind of equity capital, the primary aim of venture capital is to gain maximum profit, rather than control or own the enterprises. When the venture-backed enterprises develop into maturity, venture capitalists will consider to exit the venture-backed enterprises and gain return so as to carry on a new round of investment. Therefore venture capital exit is a prerequisite to the existence and development of venture capital. Smooth exit channel ensures that high return will be attained and determines whether venture capital will succeed or not. To establish an efficient VC system, the exit mechanism of venture capital is an indispensable and important segment of venture capital activities. It also has a far-reaching realistic significance to the development of venture capital industry and present economic construction of China.

Therefore, from the point of legal system, the article attempts to analyze venture capital exit mechanism. The first chapter introduces the basic principles of investment and the importance of venture capital exit mechanism, as well as compares and evaluates the major exit channels such as IPO, merger and acquisition, stock buy-back and bankruptcy liquidation. At last it concludes that based on its own characteristics high-tech SMEs enterprises should choose appropriate way to withdraw venture capital. The second chapter analyzes the status quo, problems and shortage of venture capital exit system in China. The third chapter, using the reference of exit mechanism of venture capital in America, propose to establish and consummate the exit

^① The thesis defines the venture capital as an investment mode that venture capitalists invest high-growth enterprises by means of equity or quasiequity and provide management services in order to participate in the management in the hope to get high capital gain from the equity transfer after the venture being successful. Its essence is the integration of science and technology and finance.

mechanism of venture capital in China, such as establishing the second security market in China to serve venture enterprises, developing merger & acquisition market, consummating stock buy-back and bankruptcy system.

Key Words: Venture Capital; Exit Mechanism

厦门大学博硕士论文摘要库

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 引 言..... | 1 |
| 第一章 风险投资退出方式 | 2 |
| 第一节 风险投资的基本原理 | 2 |
| 一、风险投资的定义..... | 2 |
| 二、风险投资的特点..... | 3 |
| 第二节 退出机制的基本原理 | 4 |
| 一、风险投资退出机制的概念和意义..... | 4 |
| 二、风险投资退出机制的重要作用..... | 5 |
| 三、风险投资的主要退出方式..... | 7 |
| 四、风险投资退出方式的比较分析..... | 9 |
| 五、小结..... | 13 |
| 第二章 我国风险投资退出方式的现状及存在的问题..... | 15 |
| 第一节 我国创业板上市存在的问题 | 15 |
| 一、发行条件不明确..... | 16 |
| 二、信息披露不严谨..... | 16 |
| 三、保荐人责任不明确..... | 17 |
| 四、对发起人持有股份的限制..... | 17 |
| 第二节 我国并购退出的现状及存在的问题 | 17 |
| 一、场外产权交易市场不完善..... | 18 |
| 二、对股权转让的限制..... | 21 |
| 第三章 完善我国风险投资退出方式的立法建议..... | 22 |
| 第一节 建立适合我国的创业板市场 | 22 |
| 一、上市标准..... | 22 |
| 二、信息披露制度..... | 25 |
| 三、做市商制度..... | 28 |
| 四、保荐人制度..... | 31 |

| | |
|------------------------------|-----------|
| 五、禁售期的修改..... | 34 |
| 第二节 完善我国的场外交易市场 | 34 |
| 一、美国的产权交易市场之借鉴..... | 34 |
| 二、我国的场外交易市场的完善..... | 36 |
| 三、修改外资股权并购的规定..... | 37 |
| 四、借壳上市的新发展..... | 37 |
| 结 语..... | 40 |
| 参考文献..... | 41 |
| 后 记..... | 43 |

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

| | |
|--|-----------|
| Preface | 1 |
| Chapter 1 Withdrawal modes of venture capital | 2 |
| Subchapter 1 Basic principles of venture capital | 2 |
| Section 1 Definition of venture capital..... | 2 |
| Section 2 Characteristics of venture capital..... | 3 |
| Subchapter 2 Basic principles of the withdrawal mechanism | 4 |
| Section 1 Concept and significance of withdrawal mechanism of venture capital | 4 |
| Section 2 Importance of withdrawal mechanism of venture capital..... | 5 |
| Section 3 The main withdrawal mechanisms of venture capital | 7 |
| Section 4 Comparative analysis of withdrawal mechanism of venture Capital modes..... | 9 |
| Section 5 Summary | 12 |
| Chapter 2 Status quo and problems of China's venture Capital withdrawal mechanism | 14 |
| Subchapter 1 Status quo and problems of the second security board market | 14 |
| Section 1 Issue qualification is not clear | 15 |
| Section 2 Disclosure of information is not precise..... | 15 |
| Section 3 Responsibilities of the sponsors are not definite | 16 |
| Section 4 Limitation of the promoters' shareholding | 16 |
| Subchapter 2 Status quo and problems of mergers and acquisitions withdrawal pattern | 16 |
| Section 1 The property rights market is imperfect | 17 |
| Section 2 The restriction on sharehold transfer | 20 |
| Chapter 3 Legislative proposals for improving modes of China's venture Capital withdrawal mechanism | 21 |
| Subchapter 1 Establish suitable second security board market in China ... | 21 |
| Section 1 Listing standards..... | 21 |

| | | |
|---------------------|--|-----------|
| Section 2 | Disclosure of information system..... | 24 |
| Section 3 | Market-maker system | 27 |
| Section 4 | Sponsors system | 30 |
| Section 5 | Amendments of locked-in period | 33 |
| Subchapter 2 | The improvement of property rights market | 33 |
| Section 1 | Reference of United States' property rights market..... | 33 |
| Section 2 | Improvement of China's property rights market..... | 35 |
| Section 3 | Amended provision on the foreign capital Mergers and Acquisitions | 36 |
| Section 4 | New development of back-door listing..... | 36 |
| Conclusion | | 39 |
| Bibliography | | 40 |
| Postscript | | 42 |

引 言

现代的风险投资起源于美国，在风险投资的刺激下，美国创造了一个又一个科技神话，确保了其在 21 世纪经济霸主的地位，英国前首相撒切尔夫人指出“欧洲在高新技术方面落后于美国并非由于欧洲技术水平低下，而是由于欧洲在风险投资方面落后于美国 10 年。”^①可见，风险投资在促进一国高新技术发展的作用是巨大的。

风险投资主要涉及到风险资本的筹集、投资项目的评估、风险投资组织机构的设立模式、高科技中小企业（本文所提及的高科技中小企业是指接受了风险资金注入的中小企业）的管理、风险资本的退出几个方面，其中风险资本的退出在整个风险投资项目的运作过程中起着关键的作用——直接关系到风险投资机构收益的实现以及风险资金的流动性，因此，风险投资退出机制的完善程度决定着该国风险投资的发展好坏。

自 1998 年 3 月民建中央在全国政协九届一次会议上提出了《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》以来，风险投资在我国已发展 20 多年，取得了相当的发展。但是目前我国风险投资机制还很不完善，并不能承担起发展我国高新技术、实现产业升级的重任，尤其是风险投资退出机制的缺陷，致使我国风险资金流通性不强，并且已经成为了制约我国风险投资发展的瓶颈。

因此，本文想从法律的角度出发，结合美国的风险投资退出方式，对我国目前的退出机制进行分析，同时提出完善意见。

^① 祁斌. 资本市场与大国崛起——中国资本市场发展机遇与挑战[EB/OL].
<http://hi.baidu.com/pillar/blog/item/490a20a4c8b7b8f79052eeb1.html>, 2007-4-23.

第一章 风险投资退出方式

第一节 风险投资的基本原理

一、风险投资的定义

风险投资译自英文“Venture Capital”，这个概念最早起源于 15 世纪的西欧，当时西欧流行航海和探险，但航海家和探险家往往缺乏资金，所以西欧一些国家的商人向远洋运输和探险提供资助，希望在航海探险成功后获得暴利，从而出现了“Venture Capital”这个词。^①但一般认为现代意义上的风险投资起源于美国，在上个世纪二三十年代，作为一种投资工具，一些富有的家庭和个人向他们认为具有极大发展潜力的企业提供启动资金，投资的对象主要是油田开发、军工企业等项目，期望这些新兴的项目给他们带来高额的收益。到 1946 年美国国会参议员、波士顿储备银行行长福兰德斯（Ralph Flanders）成立了美国研究与开发公司（American Research & Development Corporation, ARD），从此风险投资进入了专业化和制度化的阶段。^②

对于风险投资的定义而言，各方面都没有形成一个统一的概念。美国创业投资协会（NVCA, National Venture Capital Association）把风险投资定义为：将资金投入新兴的、高成长性的产业，同时和资金一起注入的还有新的经营管理方式，这种风险投资收益可能巨大，但同时又具有较大的风险。^③我国有学者认为风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。^④我国《关于建立风险投资机制的若干意见》对风险投资的定义是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。^⑤美国研究与开发公司认为风险投资应该具有以下条件：一是具有新技术、新的营销观和新产品的推广潜力；二是有重大影响的，但不是必需的出资方对企业管理的控制；三是拥有杰出才能和诚实可靠的管理层；四是产品或方法

① W.KEITH Schilit, Dream Makers and Deal Breakers[M]: Inside the Venture Capital Industry, 1991, 26.

② 蒲祖河, 主编. 风险投资学[M]. 浙江: 浙江大学出版社, 2004. 1.

③ 美国风险投资协会[EB/OL]. www.nvca.com.

④ 曹红辉, 彭作刚. 创业投资——知识经济时代的创业新概念[M]. 中国城市出版社, 1999. 3.

⑤ 参见:《中共中央、国务院关于加强技术创新, 发展高科技, 实现产业化的决定》(中发[1999] 14 号)。

已经过原型阶段（prototype stage）并采取适当的知识产权保护措施；五是风险投资家除了投入风险资本，还提供增值服务（value-added strategy）。^①本文认为风险投资是指投资者以权益资本的形式投资于拥有高新技术的中小企业，并通过提供管理服务参与企业管理，期望在高科技中小企业获得成功后通过权益资本转让实现高额收益的一种投资方式，其实质是科学技术和金融的有机结合。

二、风险投资的特点

（一）高风险、高投入、高收益

风险投资，顾名思义，具有风险大、市场前景不明等特点，但是在英语中关于风险投资用的是“Venture Capital”，而不是“Risk Capital”，“Venture”在字典的含义是指商业性的、具有一定风险的投资。^②说明风险投资不仅仅是纯粹的冒险，而是一种人为的可控制、可预期的风险，需要投资家的决策和勇气来决定投资。据统计，由风险投资公司支持的风险投资企业 20%~30%完全失败，60%受挫，只有 5%到 20%获得成功，^③和风险系数相对应的就是，风险资本承诺了高额回报，一旦风险资本支持的项目获得成功，投资者往往能赚取远高于一般产业投资的利润，回报率可高达几十甚至上百倍。目前看来，创造风险投资最高回报率纪录的是网上销售商店易趣（eBay），种子期易趣接受了本马克基金公司（Benchmark Capital）的 670 万美元投资。1998 年 9 月易趣上市时，本马克基金公司手中所持的股票市值已达 4 亿美元，1 年之后，本马克基金公司所拥有的股票已经价值 42 亿美元，投资回报率高达 600: 1，真正做到了一本万利。^④

（二）风险投资以高新技术产业为主要投资领域

和一般的产业投资相比较，风险投资的领域不是一些基础性的项目，而是高新技术前沿领域，主要集中在信息产业和生命科学领域。原因是传统的产业无论是劳动密集型的轻纺工业还是资金密集型的重化工业，由于其技术、工艺已经成熟和市场具有确定性，所以其风险相对较小，一般的产业资本都投向这些领域，收益也就相对稳定和平均。风险投资与之相反，其青睐于一些高新技术产业，希望从高科技企业的快速发展中获取高额回报。

① JOSEPH W. BRTLETT. Venture Capital[M]. Law, Business Strategies and Investment Planning, 1989, 3.

② Venture, a course of action, esp. in business, of which the result is uncertain and there is a risk of loss or failure as well as a chance of gain or success. 当代美国英语辞典[Z]. 北京: 商务印书馆国际有限公司, 2004. 567.

③ 蒲祖河, 主编. 风险投资学[M]. 浙江: 浙江大学出版社, 2004. 3.

④ 投资之王的慧眼[EB/OL]. <http://tech.163.com/06/0223/14/2ALE9JF200091P0L.html>, 2006-11-18.

（三）运行的阶段性

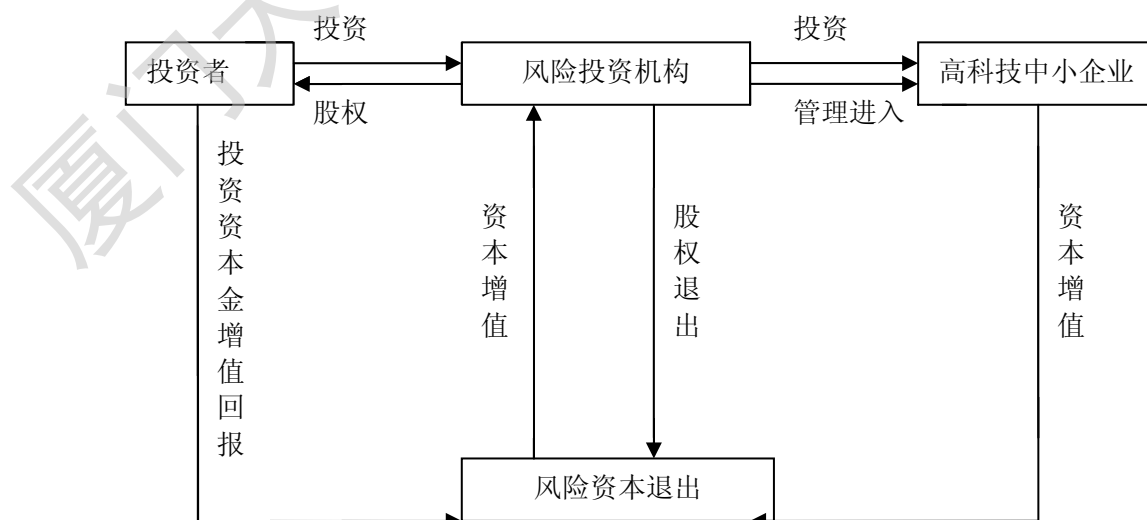
根据风险投资的发展阶段，风险投资可以分为种子期（Seed Capital）、导入期（Startup Capital）、发展期（Expansion Stage）、成熟期（Mature Capital）。

种子期是风险投资的初始时期，此时风险投资的筹集资金极为困难，获得资金的方式主要是民间投资等私人投资方式。在这个阶段风险投资家所做的主要是产品发展、市场调查、建立一个管理团队和制定一个详细的商业计划。在导入期高新技术产品已经小批量生产，并且进行了一系列小范围的市场测试和得到初步的认可，风险投资机构应该考虑高科技企业的长远发展目标，制定投资的长期规划。到了发展期，高科技中小企业的生产已经完全市场化，生产规模和市场占有率已趋向顶峰，资金需求量达到最大。而在最后的成熟期，也就是风险投资的尾声，高科技中小企业经过对市场的长期占领，加之随着其他同类产品的进入，风险投资的利润渐渐趋向平均化，不再是高额利润。所以在这个时期风险投资机构考虑的是如何退出，如通过首次公开发行上市、并购、股份回购等方式收回投资。

第二节 退出机制的基本原理

一、风险投资退出机制的概念和意义

图 1：风险投资循环模型



风险投资的退出机制就是指在风险投资进入成熟期，高科技中小企业的发展

日趋稳定，风险投资家为了实现自己当初投资的目的，通过各种退出方式来使原有股权转化现金或者有价证券的机制。

也有学者将风险投资退出机制定义如下：即风险投资机构在所投资的高科技中小企业发展相对成熟之后，将所投的资金由股权形态转化为资金形态即变现的机制和与其相关的配套制度安排。^①美国哈佛商学院学者莱尔纳（Lerner）和冈珀斯（Gompers）提出了“风险投资循环模型”（见图 1）将风险投资过程分为筹资、投资和撤资三个阶段，其中撤资尤为重要，涉及到投资者、风险投资公司、高科技风险企业三方面的利益实现，同时能否顺利地撤资，不仅关系到前期投入的资金是否能收回，而且还关系到资本循环能否顺利进行下去。风险投资 and 传统投资不同，不是依靠股权分红来获取产品的利润，而是依赖风险资本不断的进出高科技企业，通过筹资、投资和撤资来实现自身价值的增值，在整个资本的循环流动的过程中，退出机制就成为通道的关键环节，退出机制的合理完善与否将对资本的运行效率和风险投资的发展起到非常重要的作用。

二、风险投资退出机制的重要作用

（一）体现投资价值

风险投资家之所以愿意承受投资高科技企业带来的巨大风险，主要是看好高科技中小企业将来的发展前景，和一般的产业投资者不同，他们最终的目的不是想成为高科技中小企业的长期股东，通过获取股息而获取收益，而是想在高科技中小企业快速发展并且具有一定的规模后，在股权实现了增值的时候通过各种方式将其转化为现金或者有价证券，实现当初的投资收益，从而再寻找新的项目，进入下一轮风险投资，在不断的投资——退出——再投资的过程中实现资本的持续增值。^②而对于高科技中小企业本身而言，除去破产清算这种失败的情况发生，其余退出方式如 IPO (Initial Public Offerings, 首次公开发行上市)、回购、并购方式都可以使得高科技中小企业注入新的资金，获得新的发展动力，同时由于 IPO、并购方式还可以使高科技中小企业进入证券市场，成为公众公司，此时无论是内部管理还是社会影响力，高科技中小企业都可以获得全新的发展。此外，和一般的产业投资的对象不同，风险投资的对象是拥有高新技术的中小企业，高科技中

^① 潘焕学, 钱军, 秦涛. 风险投资运行原理与操作事务[M]. 北京: 经济科学出版社, 2006. 314.

^② 杜兰英, 余道先. 发展产权交易完善风险投资退出通道[J]. 商业研究, 2005, (9): 44-46.

小企业是新技术、新思想、新管理机制下的产物，其无形资产的含量很高，加上成功的风险投资项目均具有良好的发展前景和巨大的市场潜力，其企业的价值（具体而言就是风险投资家原来投入的股权）不能简单的通过财务审核等一些传统的方式来确定，而需要一个良好的价值评估体系，所以风险投资的退出机制为风险资本的价值评估提供了很好的平台。

（二）促进资本良性循环

一个完整的风险投资项目运作包括筹得资金、投资运作、股权退出几个步骤，如果没有资本退出机制，那么风险投资家的资金等于“只进不出”，那么不但会打击风险投资家的投资积极性，而且会使得风险投资成为一潭死水，资本增值的速度将极为缓慢（仅仅依靠高科技中小企业每年的分红来获取回报），如同产业投资一样缺乏活力，随之而来的是风险投资整个资金链断裂，无法继续维持。所以，无论是高科技中小企业盈利还是亏损，风险投资家最不愿意看到的就是风险资金被牢牢套在高科技中小企业上而不能脱身，投资成功的企业需要退出，投资失败的企业更需要及时撤出，因为投资失败后利用股权转让或清算退出可以将损失降至最低。同时还要注意另外一个问题，就是风险投资公司在投入资金时和投资人签订了信托合同，在信托合同中一般都约定了在一定时间以一定方式退出，受合同的约束风险资本也应当一定期限内退出。因此，无论是从高科技中小企业和风险投资机构的关系来看，还是从风险投资机构与风险资本供给者即投资者来看，风险资本的退出对风险投资项目的良性循环有着重要作用，因此，退出机制是风险资本的资产变现通道，是风险投资成功的必要条件。

（三）对风险投资基金的优化作用

由于风险资金提供者和风险投资机构之间存在委托代理关系，因此投资者需要对风险投资机构进行评价，而风险投资机构的过往业绩无疑是吸引投资者的最重要因素，投资者则依据对风险投资的收益和风险的评估来决定是否参与风险投资。回报高、周期短的风险投资基金自然会受到投资者的追捧，获得更多的投资，反之，回报低、周期长的风险投资基金则不能获得投资者的青睐，从而缺乏充足的资金，最终将被淘汰。

（四）吸引社会资本

风险投资是由筹资—投资—撤资三个环节构成的连续的商业投资活动。如果没有可行的风险投资退出机制，投资者就不会将资金投入，风险投资活动将难以

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库