

# 信息不对称和风险资本退出

戴国强, 王国松

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:** 本文探讨了信息不对称与风险资本退出之间的关系。分析表明:(1)高新技术企业在其启动阶段需要股权资本融资和独立的风险投资商;(2)对于投资于高新技术企业的风险资本而言,高效的风险资本退出方式是IPO退出方式,其次是收购退出方式;(3)IPO退出方式需要活跃的股票市场;(4)美国高新技术产业快速发展的关键所在是其拥有独立的风险投资商与活跃的股票市场。

**关键词:** 信息不对称; 高新技术企业; 风险资本; 风险资本退出方式

**中图分类号:** F83.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)02-0030-06

## 一、信息不对称与启动阶段的高新技术企业融资方式的选择

启动阶段的高新技术企业的特性决定了其在启动阶段的融资方式是股权资本融资而非常规性的债务融资。这是因为:(1)启动阶段的高新技术企业多为现金饥渴型,迫切需要大量的现金支持,而债务融资则会严重束缚其现金流量,妨碍其进一步发展,因此债务融资并不适合此阶段的融资需要;(2)启动阶段的高新技术企业的资产主要是无形资产,没有能力提供足够的有形资产作为银行信贷的必要担保;故而也难以获得银行信用;(3)启动阶段的高新技术企业,相当一部分投资价值是浓缩于人力资本之中,其价值评估非常困难,因此,企业家的行为难以控制,信息不对称普遍存在,道德风险十分明显;(4)高新技术企业的未来收益又具有高度不确定性,因此,此阶段的债务融资具有显著的高风险性,这与银行传统的稳健经营作风相悖。正因如此,债务融资并非适用于高新技术企业启动阶段的融资需要。

启动阶段的高新技术企业所面临的是全新的、完全陌生的市场,其最大的价值在于它的潜在的高成长性。因此,不仅需要资金支持,同时也迫切需要创业监管者和创业指导者。独立的风险投资商的出现,比较完美地填补了其启动阶段的融资中介、创业监管及创业指导之空缺。独立的风险投资商所提供的融资结构,为高新技术企业偿还计划提供了必要的活动空间;而可转换债券、股票期权等融资方式也对创业家经营行为产生必要的约束,在一定程度上抑制了其道德风险与逆向选择产生的可能性。同时,独立的风险投资商通过常规性的访问与对话、以及在企业中担任要职等方式与企业保持密切的关系,不仅在一定程度上减轻了创业家的道德风险与逆向选择,而且凭借其专业技能与经验为早期阶段的企业提供了管理方面的增加值。因此,这类可以有效解决企业启动阶段的治理与监控问题的独立投资商通常被称为“活跃的风险投资者”。而附属于银行、大企业及政府的风险投资商由于缺乏必要的专业技能、激励机制以及产权参与者方面的缺

收稿日期: 2001-12-18

作者简介: 戴国强(1952—),男,天津人,上海财经大学金融学院教授,博士生导师,经济学博士。

王国松(1968—),男,安徽滁州人,副教授,上海财经大学金融学院博士生。

陷等原因,难以成为“活跃的投资者的”(Sahlman,1990)。

综上所述,信息不对称问题的普遍存在和高新技术企业启动阶段的特点决定了其启动阶段的融资方式为股权资本融资而非非常规性的债务融资,同时也决定了高新技术企业的快速启动需要独立的风险投资者。

## 二、信息不对称与风险资本退出方式的选择

随着时间的推移与企业的日趋成熟,企业管理者的经验将会变得日趋丰富,企业最为迫切的产品开发与市场营销等问题也已经解决,企业的各种合约(包括法律、会计、投资银行、营销渠道、供货者和客户)都已到位,风险投资商在高新技术企业早期阶段最有可能给企业带来的管理、财务、产品开发战略、法律以及营销等方面的非融资服务的增加值在企业正常经营过程中将会降到等于或小于维持其投资的边际成本;其次,随着时间的推移或企业的日趋成熟,风险资本的增加值也会因为企业现有的技术已经证明是不可行或是由于外部技术的发展而变得陈旧、企业产品在市场为竞争对手的产品所替代、企业产品需求因经济的衰退而萎缩等系统性或非系统性的冲击作用而减少甚至消失;因此,风险资本伴随着时间的推移或高新技术企业的日趋成熟必将从其风险投资中退出。同时,风险资本的退具有两方面的功能:一是可以使得风险投资商将其非融资性的管理价值从已经取得成功的企业中转移出来,转向尚处在创业早期阶段的其它高新技术企业;二是也可以使得风险资本的供给者重新评估风险投资商的能力,如果需要的话,可以将其风险资本从原来欠成功的风风险投资商抽出而转向更为成功的风风险投资商,从而对风险投资商产生一种有效的约束机制,抑制了风险投资商可能存在的道德风险与逆向选择。

### (一)风险资本退出的方式

(1)首次公开发行(Initial Public Offering,IPO)退出,即指风险投资商通过 IPO 方式向社会公众投资者公开出售其持有的部分或全部股份而从原有投资中退出。其中最为典型的 IPO 退出方式是风险投资商在 IPO 之日只出售很少一部分或保留其持有的股份不出售,而是在 IPO 之后数月或数年,将其股份在公开市场上全部售出,由此可以也将 IPO 退出方式分为部分退出和全部退出两种形式。从理论上说,部分退出是企业质量可信托的信号,因为通常而言,风险投资商维持其投资所有权益的时间在高质量的公司总是长于在低质量的公司,因此,部分退出可以降低公众购买者对信息不对称问题的顾虑,刺激公众购买者的积极性,从而可以提高退出价格。同时,为了保护公众投资者,许多国家证券法规的强制性规定了内部人出售其持有股份的法定锁定期限。所以,部分退出是 IPO 退出最通用的退出方式。

(2)收购(Acquisition)退出,是指将风险投资商所投资的企业整体出售给第三者,典型意义上的收购退出是指收购者为战略收购者(即与被收购企业具有相同或相似业务,希望将被收购企业的产品或技术与自己企业的产品或技术相融合的大企业)。战略收购通常包括由于事前合约关系而发生的兼并,如因特殊技术输入的供应或许可。在收购退出中,部分退出是十分少见的,这种退出是指风险投资商以战略收购者企业的股份(通常为非流通股份)或资产作为其风险资本退出的报酬。典型的收购退出为全部退出,即整个企业被战略收购者以现金方式收购。这是因为战略收购的根本动机就在于收购者公司需要发展特殊产品或技术以提高其核心竞争力;尤其在技术行业领域,由于收购者已经投入大量资金发展与目标公司相关的或互补的产品或技术,或者由于收购者企图独享目标公司的技术以免落入竞争对手之中,因此,战略收购者通常比较看重目标公司,高价、全部收购也就成为必然。通过战略收购,可以实现收购交易的协同作用(Transaction Synergy),即在风险资本退出之后,由于收购交易的双方在产品或技术上的互补性而导致公司价值增加的现象。由此可知,如果存在交易的协同作用,收购退出可以提高风险资本的退出价格,这正是收购退出优势所在,是其它退出方式无可比拟的。

(3)二次出售(Second Sale)退出,是指风险投资商将其所持有的股份全部出售给第三者,典

型意义上的二次出售退出是指购买者为战略收购者或其他风险投资商。二次出售退出与收购退出的主要区别在于,二次出售退出所出售的股份仅为风险投资商所持有的股份,创业家和企业的其他投资者仍然保留他们所持有的股份。战略收购者之所以购买风险投资商持有的股份,其目的在于寻找机会,以便在将来某个时间对其目标企业实施全部收购。而风险投资商之所以选择二次出售方式出售,其中一个重要原因,就是由于风险投资基金的生命周期所决定。虽然在风险投资之前,风险投资商都会根据基金的性质寻找有效的投资组合,但是从投资到产出需要多年,预测也不能面面俱到,当基金接近终止日时,基金退出的压力随之而来,即使其预期净增价值超过其维持投资成本,从而产生“火灾品贱买”(Fire Sale)问题,迫使风险投资采用相对较为不利的退出方式退出投资,从而使得本来可以采用 IPO 退出方式或收购退出方式只好选择二次出售退出方式。而二次出售通常显示的信号为风险投资商与创业家之间良好的成功关系的破裂或终止,因此,人们总是相信 IPO 方式和收购方式为高质量公司偏好的退出方式,而低质量公司总是通过二次出售方式和回购方式退出,故而二次出售方式是一种劣势的退出方式。但是,二次出售方式也有其优势,就是二次出售为私下收购,不易引起媒体的关注,不会影响风险投资商的声誉。当然,如果二次出售退出存在潜在的未来交易的协同作用,也可以提高风险资本的退出价格。

(4) 回购(Buyback)退出,是指风险投资商按照既定的合约将其持有的股份出售给其所投资的企业或该企业的创业家。这种退出方案早在风险投资协议书签署时就已经决定,它可以使得创业家拥有 100% 的公司股权。但是,对于具有高质量、高成长型的企业而言,回购退出则是一种较为劣势的风险资本退出方式。

(5) 注销(Write-off)退出,是指在创业企业破产或即将破产时,风险投资商不愿再花费精力来维持其投资而从其所投资的企业中收回其风险资本。因此,注销退出应为全部退出。注销退出主要包括公司的破产重组和破产清算两种形式。破产重组是将破产的公司重新组建为新的公司,通常是将原公司的投资者股权所拥有的股权解除或摊薄为零,而原公司的债权人则变为新公司的股东,因此,重组对风险投资商来说是不利的。而破产清算也同样不是一种理想的退出方式。破产清算通常是因为公司经营不善或行业发展不景气时而其他方式又难以解决问题时所发生的一种退出方式。如果公司积累的不动产较多,通过破产清算方式退出则有可能部分弥补、甚至完全弥补或超出其初始投资时的价值。

## (二) 购买者信息不对称问题的解决能力与风险资本退出方式的选择

虽然在风险资本退出时,高新技术企业已经拥有成形的产品、稳定的市场、相对富有经验的管理以及更加完善的内控机制,故而在此阶段内部投资者(风险投资商、企业家与管理者)和外部投资者(风险资本退出的购买者)之间的信息不对称问题可能小于风险资本初始投资时期。但是,与具有强制而规范的信息披露制度的上市公司相比,其信息不对称问题依然十分严重。由于信息不对称问题的解决能力、企业股权集中程度都与对企业管理者的监控能力是紧密相联的,而对企业管理者的监控能力如何又将会反映在购买者的意愿支付价格上,因此,购买者的信息不对称问题的解决能力是决定风险资本退出方式选择的一个重要因素。通常情况下,公众投资者因为不熟悉企业的产品与市场而必然低估企业的价值,而知识渊博的、有见识的机构购买者可以从管理者处获得企业的信息并作出正确评价,较好地评判管理者的道德风险问题的能力,具有克服或解决信息不对称问题的能力,故而这类投资者通常为企业价值评估较高的购买者。

在 IPO 退出方式中,由于公众购买者缺乏必要的专业知识,在投资评价、管理者监控等方面将面临严重的技术与信息方面的不足,内部人与外部人之间存在着严重的信息不对称问题,公众购买者必将会遇到由于股权分散使得每个投资者具有寄希望于其他投资者对企业管理者实时监控的动机的集体行动问题(Collective Action Problem)。如果试图通过集中财力而将监控成本分摊,则又会出现免费搭车问题。但在 IPO 退出中如果存在机构购买者或专业购买者的参与,由于其拥有大量股权利益而具有强烈的监控动机,这些专业人员将会利用其专业知识与技术保

证了企业的质量和发行价格,较好地解决了公众购买者在风险资本退出之后的技术与信息方面的匮乏以及免费搭车等问题,因而保护了公众投资者。故可以说,投资银行的声誉愈高,则表明企业的质量愈有潜力。然而,投资银行并非在任何技术领域都是专家,在决定承销时,通常过分依赖于技术分析,而这些技术分析不可能完全复制战略投资者或企业内部人的知识与阅历,因此,即使专业市场中介的存在,与其它退出方式相比,IPO退出方式仍然存在一定程度上的信息不对称问题。此外,在IPO退出方式中还存在着股权分散的问题。尽管机构承销者可以通过建立激励与约束相结合的治理机制(如独立董事会的多数议事原则、交易生效须经股东大会正式批准的约束机制以及激励补偿安排等)以降低经营中的代理成本、或通过IPO方式退出时仅出售少量股份给公众投资者的方法以保持适度的控股权或股权联合以解决风险资本退出时的股权分散问题,以期对企业管理者产生有效约束。但国外实证研究表明,独立董事会的多数议事原则与企业价值之间的经验联系十分微弱(Bhagat and Black, 2000);而管理者行为的特许约束则可能导致企业价值减少,控股权联合则又容易出现集体背信问题(Collective Defection Problems);并且管理者自身所持有的股权通常也构成企业控股权的一部分,因此这种约束作用也是十分有限的。由此可见,IPO退出方式不可能完全解决信息不对称问题。

但是,IPO退出方式可以为购买者提供较高的流动性,而流动性可以提高风险资本退出的价格,因此,流动性对于购买者来说就是价值。因为在新股发行过程中通常存在着系统性的价格高估,从而使得风险资本退出时可能价格暴涨,所以,流动性具有附有定价的特征。由于收购退出、二次出售退出以及回购退出都是典型的维持私营所有权投资,这种私营所有权投资因为证券法规对出售其投资的限制性规定而使其流动性降低,难以为购买者提供必要的流动性。因此,从购买者的流动性要求角度来看,IPO退出方式对购买者是最为有利的。

在收购退出中,企业是将全部资产出售给第三者,而第三者又通常为被收购方的同行或相近行业的战略购买者,战略收购者将会凭借其特有的专业知识可以较为准确地评价被收购企业的产品、技术与管理,正确评判目标企业的发展潜力,同时在其收购之后可以提供有益的监控和战略指导。再加之战略收购者具有较强的交易能力,因而能够比其他收购者较好地获取企业的内部信息。伴随着最终收购的成功,战略收购者将拥有100%的企业所有权,可以对企业管理者实施最为理想的制度约束。可见,收购退出方式可以有效地解决信息不对称问题。

在二次出售退出中,购买者通常也为战略购买者,因而具有克服信息不对称问题的能力。但是,二次出售退出后的企业股权结构与收购退出后的企业股权结构是不相同的。在二次出售退出中,由于风险投资商所出售股权为其自身所支持的那部分股权,仅为企业股权的一部分,购买者故而只能获得企业的部分股权,难以对企业管理者实施有效的监控,信息不对称问题因此也就难以很好地解决。此外,由于购买者与企业家及其他股东的关系也是影响其对企业管理者的监控与约束能力,而二次出售退出中的购买者事前与未出售股份的企业其他股东不存在任何关系,所以,购买者在短期内难以具备如风险投资商那样利用其与企业家及其他股东之间的良好关系而采取非正式说服的方式对企业实施监控的影响。正因如此,战略收购者购买风险投资商所持有的股份,通常比较偏好于战略收购方式而不是二次出售方式。

在回购退出中,无论是企业作为风险投资商所持股份的收购者,还是内部团体作为收购者,皆是企业的内部人,而内部人总是比外部人熟知企业及其各种信息,因此,信息不对称问题因此而消失。同时由于企业通常是通过借款方式购回风险投资商所持有的股份,由此而增加的债务负担将会在一定程度上对企业的经营管理产生一种约束。但回购退出方式也存在一定的明显劣势,其中之一就是由于风险投资的退出而导致企业缺乏替代风险投资商的外部专业监管者。事实上,企业回购的目的之一可能就是排除外部监控者,使创业家能够以某种放纵自己的非金钱的闲暇偏好,而这种闲暇偏好有外部监管者存在时是难以进行的。

### (三)管理激励与风险资本退出方式的选择

由于购买者对企业管理者的监控能力不仅取决于风险资本退出之后企业股东的自身特性和解决信息不对称问题的能力,同时还取决于风险资本退出之后企业的管理激励制度和股权集中程度。而管理激励通常又是与管理报酬紧密相联,因此,运用适度比例的股票期权或股份作为管理报酬的管理激励方法可以有效地抑制企业管理者的道德风险与逆向风险产生的可能性,增强管理者与股东利益相一致的管理结盟。在 IPO 退出方式中,企业可以有效地利用股份期权方式部分或全部支付管理者报酬,或与市场价格相联结的其它方式支付管理者报酬,因此可以实现管理结盟效应(Managerial Alignment Effect)。在收购退出方式中,在某些情形下,通过股份期权报酬方式也可以实现管理结盟效应。例如,收购者自己的企业若为上市公司,收购者可以用其公司的股票激励管理者。但是,当目标企业被收购后仅作为一个子公司或与收购者自己的企业合为一体,且其业务仅为收购者业务的一部分或极小一部分时,收购者股票期权激励效果则不如 IPO 退出方式的股票期权激励效果理想,此时的战略收购则会削弱风险资本退出后的管理激励。在二次出售退出方式中,由于所出售的仅为风险投资商所持有的权益,所以一般不会对管理股权产生影响。在回购退出方式中,一方面会由于内部人或管理者拥有企业的大部分甚至全部所有权,伴随着管理股权的增加与集中,以及因收购风险投资商所持有的股份而引至债务负担的增加,都将强化管理结盟效应;但在另一方面,由于风险投资商的退出而使企业缺乏必要的外部监控者,从而导致管理者抵挡恶意收购者出价收购而强化管理者那种放纵自己非金钱的闲暇偏好的“堑壕效应”(Entrenchment Effect)。因此,回购退出方式能否导致较好的管理激励,在理论上还难以定论。综上所述,仅就管理激励而言,IPO 退出方式具有其它退出方式无可比拟的优势。

### 三、结论与分析

由上分析可知,高新技术企业离不开独立的风险投资机构所经营的风险资本支持,而风险投资业的快速发展则需要高效的风险资本退出方式。对于高质量、高成长型的高新技术企业而言,虽然 IPO 退出方式容易产生股权分散和免费搭车等问题,但是从管理激励、风险分散、流动性和收益率等众多因素来看,IPO 退出方式显然还是最为理想的风险资本退出方式。因为高新技术企业可以通过公开市场有效地分散风险,风险投资商则可以通过 IPO 退出方式获得较高的风险资本退出价格,购买者也可以通过 IPO 获得附有定价特征的流动性。国外实证研究已经表明,一国的风险投资业发展水平、高新技术企业发展的早期阶段的风险投资水平与该国的 IPO 水平呈正向关系。由此可见,IPO 退出方式对于一国高新技术产业和风险投资业的快速启动与发展、以及创业企业早期阶段的融资能力都发挥着关键性的作用。

当然,收购退出方式也是比较适用于那些投资于高成长型高新技术企业的风险资本退出,因为战略收购者不仅能够比 IPO 方式更好地解决信息不对称问题、投资评价以及管理者的监控等问题,而且由于整个企业归内部人所拥有,从而使得收购者可以有效地处理管理者的监控与约束等问题。因此,对于企业内部人与外部人之间存在较高水平的信息不对称问题的企业而言,收购退出方式是一种非常具有吸引力的退出方式。但是,当目标企业的技术与战略收购者企业所拥有的技术具有高度互补性或特别先进而市场又较为沉闷时,收购退出方式或许比 IPO 退出方式更为有利。

由于只有股票市场才可以提供 IPO 退出方式,因此,IPO 退出方式能否启动成功的前提条件是必须拥有活跃的股票市场和发达的风险投资市场。此外,由于 IPO 退出方式的交易量与交易价格皆具有周期性,而这种周期性可以显著地影响风险资本退出的交易量及交易价格。由此可见,IPO 市场状态是决定采取 IPO 方式退出,还是保留其投资或采取退出方式的一个重要的关键性决定变量。

在美国,对高质量的高新技术企业而言,IPO 退出方式是更具有吸引力的退出方式。由于美国二级交易市场机制赋予小企业的投资者更大的流动性,故而有大量的战略投资者乐意将中小

企业带入公开市场,美国的承销商在中小企业上市中发挥着十分积极的作用,行使做市商的职责,提高了二级市场的流动性。而二级市场的流动性的预期又是决定一级市场销售的重要因素,战略投资者自愿充当中小企业接近一级市场的双重角色,使得美国市场是以那些服务于高新技术市场的承销商的存在为特点。尽管欧洲也具有类似于美国 NASDAQ 市场的 IPO 市场,如英国的 Unlisted Securities Market、美国的 Geregelter Market、荷兰的 Parallel market 等,但是都因为上市条件较高、交易量过少而导致这些市场日趋萎缩、甚至关闭。因为在美国之外的国家,风险投资商的风险主要为银行附属型或准政府附属型,回避意识较强,在二级市场上不愿意购买小企业的 IPOs,导致其战略收购者相对匮乏和市场流动性相对低下,收购退出方式是最为常见的风险资本退出方式,因而抑制了其高新技术企业的快速启动与发展。如在加拿大以及英国、德国、法国等欧洲国家,IPO 退出方式就远不如在美国那么具有吸引力。

由此可见,美国高新技术业的成功启动和快速发展,主要得益于其发达的风险投资业。而其风险投资业的成功,则又取决于美国拥有大量的独立的风险投资机构和活跃的股票市场以及高效而灵活的风险资本退出方式——IPO 退出方式。这就是美国之外国家的风险投资业没有能够成功地刺激其高新技术业的快速启动与发展的关键所在。

#### 参考文献:

- [1]邓乐平,孙从海.技术创新与资本市场[J].金融研究,2001,(9).
- [2]黄汉权.风险投资与创业[M].北京:中国人民大学出版社,2000.
- [3]中国人民银行货币政策分析小组.低物价水平的货币政策运行的结构变化[J].金融研究,2001,(9).
- [4]Bhagat, S. and Black, B. Board Independence and Long Term Firm Performance[J]. Http://papers. ssrn. Com/, 2000.
- [5]Cumming, D. J. and MaIntosh, J. G.. The Extent of Venture Capital Exits; Evidence From Canada and the United States [J]. Http://papers. ssrn. Com/,2001.
- [6]Gilson, R. J. and Black, B. Does Venture Capital Require an Active Stock Market? [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1999, (Winter);36-48.

## Information Asymmetry and Exits of Venture Capital

DAI Guo-qiang, WANG Guo-song

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** This paper studies the relationship between information asymmetry and exits of venture capital. It turns out that: (1) the high-tech firm needs equity financing other than debt financing at its start-up stage; (2) for the venture capital invested in the high-tech firm, the most efficient exit pattern is the IPO exit, the acquisition one is secondary; (3) the IPO exit needs active stock market; (4) the key for rapid growth of the high-tech industry in the United States is that there are independent venture capitalists and active stock market.

**Key words:** information asymmetry; high-tech firm; venture capital; exits of venture capital