

我国私募股权投资退出机制研究

邵政洪

(吉林财经大学法学院 130117)

关键词：私募股权；投资；退出机制

我国金融体系的不断完善，使我国金融模式发生了深刻的变化，除了银行信贷融资市场和股票市场以外，私募股权基金是中国第三大融资市场，而科学的退出机制是私募股权投资的重要内容，但目前我国私募股权投资退出机制还存在诸多不足之处，有必要对此进行分析。本文着眼于优化私募股权投资退出机制，首先对其内涵、特征进行了简要分析，在此基础上对上市、并购、回购、清算四种退出机制现状及存在的问题进行了梳理，最后提出相关策略。

在我国私募股权基金快速发展的历史背景下，研究退出机制问题，不仅有利于进一步拓展我国私募股权基金退出渠道，同时也有利于促进我国资本市场的科学发展。自1985年以来，我国私募股权投资开始起步，1992年出现了第一次浪潮，1995年抱起了第二次浪费，2004年出现了第三次浪费。进入21世纪以来，我国私募股权投资基金的发展更是取得了重要成效，据中央财经大学的调查显示：截止到2018年12月底，中国私募基金占投资者交易资金的比重达到30%—35%，资金总规模在8000到10000亿元之间，整体规模超过公募基金一倍。从2018年的投资情况来看，2018共发生1022起投资案例，涉及投资额1164.07亿美元，比2017年增长24.8%，呈现逐步上升的态势。从2018年的退出环节来看，共退出854例，比2017年增长32.8%，同样呈现持续增长的态势。

对于非上市公司来说，要想通过上市退出，上市成功后的股份出售有锁定期限制。对于上市退出来讲，不仅私募股权基金可以获取巨额的利润，有的私募股权基金的利润可以达到投资的20倍以上，因而很多都选择上市退出，这也使得上市退出的数量较多，因而上市退出也是当前我国私募股权投资基金最为重要的退出方式，占比高达40%左右，可见我国私募股权投资上市退出受到方方面面的青睐。上市退出是其最为主要的退出方式，因而在上市退出方面，无论是投资方还是融资方，对此都给予了高度重视，特别是在协议的过程中，80%以上都认为要通过上市退出，但由于在运作的过程中，可能会出现这样的问题，因而上市退出尽管是主要的退出方式，但上市退出的比较也只有40%左右。比如百度、新浪、搜狐、携程、如家等普遍都是通过上市退出。

私募股权投资基金作为企业的股东，可以通过出让所持股份给收购方以谋求资本增值以退出企业。对于并购退出来讲，对于各个方面都具有十分重大的利益，其优势特别是显著，最为就是信息披露少、交易成本低、快速回收资金、保密性好等等，这就使得并购退出同样成为我国私募股权投资比较重要的退出方式^[7]。从总体上来看，并购退出越来越成为当前我国私募股权投资退出的方式之一，特别是由于并购退出与上市退出最大的优势就是不需要向社会公众披露会计信息，只要有收购

意向的企业进行收购就可以完成退出，特别是由于其退出具有很强的优势，因而这种退出方式在我国私募股权投资退出方面同样具有很高的比例，其比例在20%左右。硅谷天堂、博盈投资、斯太尔动力等，都属于并购退出的典型案例。

管理层回购主要是企业的管理层收购企业的股权，这种方式也是IPO和并购无望后的一种可选方式，这种方式更多意义是为了管理层重新获得企业的所有权和控制权。回购退出的最大优势就是能够使企业具有较强的优势和连续性，特别是能够使企业的发展保持控制能力，同时在交易的过程中，要比并购退出方式更加简易，但管理层回购仍然有很大的阻力，最为重要的就是企业管理层的回购能力普遍不强，因而这也制约了这种方式的发展，其比例在10%左右^[8]。尽管回购退出也是私募股权投资退出的方式之下，但通常都是在上市退出、并购退出无法实现之后，才能采取的一种方式，因而其发展受到一定限制。比如长沙泽创业投资公司对英达钢构进行投资之后，就是由公司的经理人进行了回购。

清算私募股权投资基金在迫不得已的情况下选择的最不成功的一种退出方式，尽管清算退出是最后选择的一种方式，但清算退出就已经意味着私募股权投资的失败。由于我国私募股权投资起步晚、发展迅猛、规模巨大，在激发社会资金方面发挥了十分重要的作用，但我国在私募股权投资的管理方面与发达国家相比还比较薄弱，因而我国清算退出的比例在25%左右，就是说我国每100个私募股权投资案例就有25个是失败的，这与国外失败率5%左右的比例相比很高，这也是我国私募股权投资未来发展过程中必须认真思考的重大问题。对于清算退出来讲，由于其基本上是在不得已的情况下做出的选择，但清算退出也是股权投资的重要退出方式之后，尽管应用的相对较少，但对于如何更好的应用，仍然需要投资方和融资方进行深入的研究，特别是在清算退出方面极易出现一些问题和矛盾，因而要加强这方面的研究工作，使清算退出更具有系统性以及有效性。比如长航凤凰股份有限公司就是于2016年5月16日通过清算退出。

私募股权投资的快速发展，要想进一步健全和完善退出机制，必须有相应的法律体系作保障，要从我国私募股权投资发展特点出发，进一步加大法律法规建设。国家在这方面应当给予高度重视，比如国家应当出台专门的法律法规，立法机关应当从私募股权投资发展的大趋势以及对我国经济发展的支撑作用出现，尽快颁布和实施《中国私募股权投资退出监管条例》，通过这样的法律体系建设，能够更有效的开展监管工作。在健全和完善法律法规的过程中，我国还要从当前私募股权投资快速发展的大形势出发，对现有的法律法规进行修改和完善，比如对于《公司法》、《证券法》等等，要对与私募股权投资退出

机制建设相关的内容进行拓展,如果不能对这些法律法规进行修改,可以采取“司法解释”的方式,对相关的法律条件进行细化,这样能够使我国私募股权投资退出机制建设拥有良好的法律基础,在进行退出的时候就会有法可依、有章可循^[10]。还要尽快颁布对外基金管理人参与设立的人民币基金的相关法律法规条例,解决因法律法规不完善造成的投资管理缺失问题。

对于私募股权投资基金来说,在进行投资之前,就要对企业进行深入的调查,并且掌握真实情况,做出科学的投资决策,决策之前就应当明确采取哪种方式退出,特别是要选择最有利于企业发展的方式进行退出,实现社会效益与经济效益的有效结合,这也体现了私募股权投资基金的“投资道德”。对于私募股权投资的退出来看,对于退出方式,一定要采取更加灵活的方式,而不只是采取一种方式,这就需要在私募投资退出方面,要进行深入的研究和选择,对于采取哪种退出方式,尽管需要投资方以及融资方共同商定,但从有利于我国私募股权投资发展的角度来看,必须制定科学的退出方式,国家在这方面应当从有利于企业发展的角度出发,对采取什么样的退出方式做出一些具体的规定,比如对于一些具有很强创新能力的企业、具有很广阔发展前景的企业,应当更多的采取“回购”的方式,可以制定一些银行方面的支持政策,这样有利于更好的发展。

推动我国私募股权投资退出机制建设科学化水平,必须有效防范私募股权投资退出风险,这就需要大力加强监督体系建设,使私募股权投资的退出始终在监督之处,进而提升退出机制的完善性。这就需要中国证监会、中国银监会、中国私募股权投资协会等要加强协调与合作,首先要共同研究和建立私募股权投资退出监督的相关政策措施,并且要采取分工负责的方式进行研究,同时还要建立“联席会议制度”,定期研究相关事项,加强私募股权投资退出情况的市场调查,发现问题,分析问题,并且要有针对性的制定监管政策。要积极推动“行政监管”与“行业监管”,采取“政府监管为主”的方式,着力完善

私募股权投资退出行政监管体系,充分发挥政府行政监管的重要职能作用,形成有效的自律机制。

私募股权投资行业组织建设水平如何,对于进一步健全和完善私募股权投资退出机制具有重要的支撑作用,特别是在当前我国现代服务业快速发展,行业分工越来越细化的形势下,社会组织在私募股权投资退出方面具有专业服务、精准服务的优势,因而我国必须大力发展与私募股权投资退出相关联的社会组织,充分发挥他们的作用和功能,使私募股权投资退出机制更具有系统性和专业性^[11]。这就需要我国要加大社会组织建设的宣传、引导与支持,比如国家或者地方政府可以制定《私募股权投资退出“社会化”服务体系建设的指导意见》,大力扶持社会组织发展,可以在资金、政策、人才等方面给予支持。对于私募股权基金以及被投资企业来说,也要发挥各自的优势,同时要在用好、用足、用活社会组织方面取得重大突破,本着“不求所有、但求所有”的原则,推动私募股权投资退出的专业化、精准化、系统化体系建设。

通过对我国私募股权投资退出机制问题进行深入的研究,在当前我国私募股权投资市场规模不断扩大的大背景下,特别是在我国积极推动创业创新双创战略的历史条件下,我国私募股权投资将步入新的发展阶段,民间资本也将被再次激活,如何更好的保证私募股权投资科学发展,健全和完善的退出机制是其重要的基础,也是其重要的目标。这就需要在发展私募股权投资的过程中,要坚持问题导向,针对破解当前私募股权投资退出机制存在的法律法规不够健全、过于依赖上市退出、监督体系不够完善、社会组织不够发达等问题,积极探索有利于促进私募股权投资退出机制法治化、科学化、系统化、规范化的有效模式,重点要在健全完善法律法规、采取灵活退出方式、加强监督体系建设、大力发展社会组织等方面取得突破,使我国私募股权投资退出机制更具有完善性。