

我国创投退出路径的思考 *

文 雷 曜 中国人民银行金融研究所副所长
代 玥 中国人民银行金融研究所博士后
熊 鹭 中国人民银行金融研究所综合政策研究室主任

当前,解决我国创投退出难问题刻不容缓。近年来,创投退出总规模增长乏力,IPO退出占比逐年降低,国资创投在退出难背景下被迫补位。创投退出难的主要原因如下:过度依赖IPO与上市后减持的退出模式不可持续;并购市场制度不够完善;股权交易与S基金转让市场基础设施不健全;国资创投目标异化,补位能力有限。对比国际经验,全球创投通过IPO与上市后减持退出的比例不到一成;超半数创投通过并购退出;S收购为国际创投退出提供了关键流动性;国资创投可在退出难背景下开展逆周期调节。对此,建议打破我国创投对IPO退出的路径依赖;夯实并购市场制度基础,释放并购退出替代潜力;完善股权转让与S基金市场基础设施;健全国资创投考核机制。

创业投资(以下简称“创投”)指代参与初创企业一级市场投资的金融机构,包含股权投资(PE)、风险投资(VC)、战略投资者、早期投资者和并购基金等多种投资主体¹。随着科技创新在我国现代化建设全局中确立核心地位,创投服务科创企业的重要意义日益凸显。然而,退出不畅制约了我国创投发展,加剧了科创企业融资约束。本文旨在剖析我国创投退出的发展现状及堵点难点,借鉴国际经验,从打破创投对IPO的路径依赖、

夯实并购市场制度基础、完善股权转让与S基金²市场基础设施和健全国资创投考核机制四个方面提出针对性对策建议。

我国创投退出现状

我国创投退出总规模停滞增长

根据清科私募通数据,2016—2019年创投退出规模曾以年均72%的速度快速增长,在2018年更是达到了年化135%的增速峰值。然而,在

* 本文仅代表作者个人观点,不代表所在单位意见。

1. 创投由有限合伙人(LP)出资,普通合伙人(GP)投资,大多以私募方式运行。LP根据资金来源可分为政府资本、国有资本、海外资本和产业资本等多种类型;GP根据业务类型可分为种子投资、天使投资、控股型并购投资、参股型并购投资和战略投资等多种业务。

2. S收购(Secondary Buyout, SBO)是指一家创投将基金份额(包括实缴出资和出资承诺)转让给其他创投的行为;S基金(Secondary Fund)为份额收购主体。

2020—2023 年间，退出规模增长停滞，在 2022 年下降速率达到年均 35%（见图 1）。退出受限使创投大规模陷入流动性危机。由于创投市场严重缺乏耐心资本，退出不畅可能使大量临期创投折价清算，相应初创企业被迫承担股份回购压力。

IPO 退出占比逐年降低

创投退出渠道包括 IPO 上市、股权转让、并购、回购及借壳上市等方式。IPO 曾是创投退出主渠道与利润增长源（见图 1）。根据清科私募通数据，2021 年通过 IPO 退出的创投资金占比高达 87%。但受近年来 IPO 节奏放缓影响，2023 年 IPO 退出占比急降至 59%。创投退出亟须转向非 IPO 渠道，释放并购与股权转让等方式对 IPO 的替代潜力。

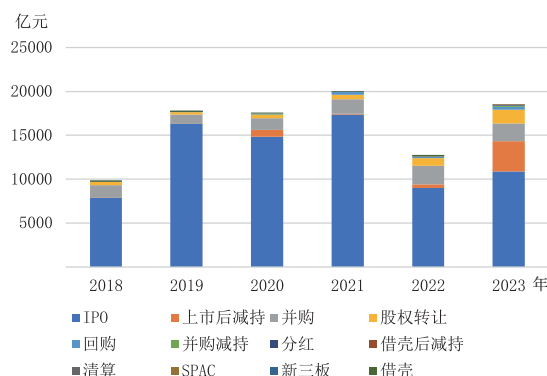


图 1 2018—2023 年我国创投退出规模及渠道变化

数据来源：清科私募通数据库。

IPO 退出受限引发风投关停潮，国资创投补位

退出是创投收益兑现的关键，是创投在“募—投—管—退”流程中的首要考虑环节。在 IPO 退出受限的背景下，自 2022 年起新增创投数量规模齐降。2023 年，创投总规模年均负增长率高达 9.25%。

风险投资领域受挫严重。Preqin 数据库显

示，中国风投机构数量从 2018 年的 51302 家下降至 2023 年的 1202 家，收缩比例高达 90% 以上。以美元基金为主的海外风投撤出效应明显。根据 Dealogic 数据库，2023 年中国风投行业的海外资本仅为 37 亿美元，相比去年大幅下降 60%，仅为 2021 年最高值时的 10%。外资创投撤离也与美联储加息、地缘摩擦升级等多重因素有关。

国资创投被迫补位。RimeData 数据库显示，2024 年上半年我国新设创投认缴规模在 10 亿以上的共 171 家，其中具有国资背景的创投占比在 90% 以上，新设政府引导基金超 50 家，强化了国资主导趋势。

问题分析

过度依赖 IPO 与上市后减持的退出模式

我国创投严重依赖 IPO 与上市后减持退出。一直以来，A 股市场在 IPO 融资总额与首发溢价方面远超全球，但是过高的 IPO 溢价率严重扭曲了上市公司治理环境，形成了“重 IPO，轻持续经营”的发展局面。近年来，随着我国资本市场转型，IPO 节奏放缓，创投通过二级市场退出难度增大。

另外，创投在企业上市后减持面临的约束多。作为上市公司重要的原始股东，创投减持行为受到减持新规的严格约束，包括限售期和有限减持份额等。长期来看这些政策有助于维护市场稳定与公平，但在短期内延长了创投退出周期。

并购市场制度不完善

并购重组重点关注发展相对成熟或陷入经营困境的企业，以重组、资产置换等方式来提升企业的营运效率与资产质量。并购不仅是推动产业升级、加快产业链整合的关键策略，也是助力创投顺利退

出的有效途径。但目前，并购资金活跃程度不足，面临多方面障碍。

一是控股权与控制权区分界限模糊。宝万之争启示，当前并购制度下股权质押等杠杆工具滥用会过度放大并购资本力量，成为收购方大股东利用控制权交易侵占标的公司利益的导火索。

二是中小股东权益保护制度不完善。部分并购交易中的违规违法行为曾严重侵占中小股东权益，诸如虚增溢价、炒壳交易、欺诈发行、财务造假和内幕交易等违法行为，损害了中小投资者信心。例如，2017年，部分并购资金曾因过度追求文娱等产业政策红利，盲目参与“拼盘式”高溢价并购，使中小股东在虚假溢价破灭后损失惨重。

三是风险共担机制缺位。过去，中国式并购中收购方承担风险不足。从交易机制来看，收购方理应承担并购亏损风险。由于并购由收购方大股东发起，标的公司后续经营也由收购方参与，因此收购方实际上是并购后业绩亏损的主要责任人。但是，在实际交易中收购方可利用多种方式转嫁风险，包括强制标的公司作出未来业绩承诺并签署对赌协议，或利用并购消息炒高股价后减持等。风险共担机制缺位将加剧收购方逆向选择与道德风险问题。

股权交易与S基金转让市场基础设施不健全

股权转让与S收购是为创投增加流动性的重要举措。S收购是指一家创投将基金份额出售给S基金，间接实现股权转让完成退出。但是，这类市场发展初步，总体规模有限，相应商业模式及运作机制仍在探索之中。当前，股权转让与S基金市场发展面临多重问题。一是挂牌转让市场参与主体良莠不齐，合适的受让方难寻；二是信息披露机制不完善，潜在买方不够了解初创企业股权或基金底层资

产的实际运营状况与资产估值；三是定价机制缺乏公信力，买卖双方对股权与VC/PE基金的定价机制截然不同，很难达成交易共识；四是国内机构过于关注折价，忽视资产未来增值潜力。

国资创投存在目标异化问题，补位能力不足

当前，退出难问题严重压抑市场化资本新增投资意愿，国资系创投被迫补位。但是，现有国资创投支持初创企业还存在多方面堵点。一是风险共担机制不兼容。大部分国资创投尚缺乏容错机制，多设有不可亏损的考核红线，保本要求严格，这与科技研发的高风险特点不符，大大增加了被投企业的发展压力。二是收益考核方式不匹配。部分政府投资基金的预算监管仍然沿袭政府直接投资的传统做法，不允许资金长期沉淀，只将政府投资基金的年度投资进度作为绩效考核标准。三是企业经营目的不协调。部分国资创投更多考虑招商引资、增加税收，并附带有落产线、促就业等诉求。这与培养战略性新兴产业或科创企业所需的全国资源优化配置与经营成本控制等需求存在矛盾。

国际经验借鉴

我们进一步对比全球创投退出结构，梳理我国创投退出与海外市场的结构性差异。

IPO与上市后减持并非全球创投主要退出途径

Pitchbook数据库显示，在2023年通过IPO退出的资金仅占全球创投退出金额的9.2%（见图2）。其中，IPO退出在美国市场占0.6%，在英国市场占13.4%，在德国市场占2.2%，在日本市场占2.0%，这与IPO退出在我国市场占比高达59.0%形成鲜明对比。总结国际经验，健康的IPO发行价格、发达的并购市场、活跃的S基金市场

与稳定的长期资金支持均是海外创投并不依赖 IPO 退出的深层次原因。

全球创投超半数通过并购退出

并购是全球创投退出的主渠道。参股型并购与控股型并购均在全球创投市场占有重要地位³。2023 年，全球创投通过参股型并购退出的金额占 53.4%。其中，在美国市场占 51.7%，在英国占 61.7%，在德国占 45.7%，在日本占 97.0%，而在我国仅占 11.0%；通过控股型并购退出的金额在全球创投市场占 16.8%，其中在美国占 24.0%，在英国占 20.3%，在德国占 14.0%，在日本与中国暂无新增案例。

从国际经验来看，并购重组政策是一国产业政策的重要组成部分。并购是实现供应链重组整合、完成产业升级的重要手段。并购一方面有利于企业开拓新市场，获取战略性资源、关键创新技术和成熟知名品牌；另一方面也有利于消化和输出劣后产能，促进实体企业主业发展。

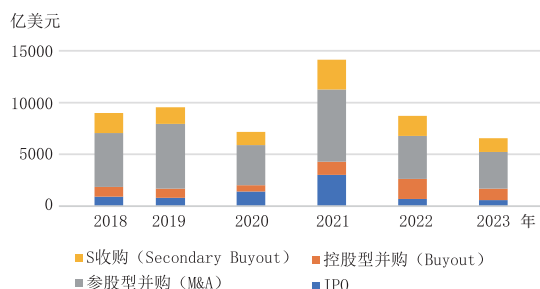


图 2 2018—2023 年全球创投退出规模及渠道变化

数据来源：Pitchbook 数据库。

S 基金是创投退出的主要流动性来源

全球创投通过 S 收购退出的资金比例与 IPO 相当。S 收购能够为卖方提供即时流动性，通常在卖方创投急需实现投资收益或买方创投能够为标的公司提供更多经营资源时进行。2023 年，全球创投通过 S 基金退出的资金占比达到 20.5%。S 收购退出在美国占 23.8%，在英国占 10.8%，在德国占 31.9%，在日本占 2.0%。而中国由于 S 基金市场不完善，2023 年暂无通过 S 收购退出的案例。

国资创投可在退出难的背景下开展逆周期调节

纵观发达国家创投发展历史，国资创投通常担负着推动战略性新兴产业发展的政治任务，其新增投资由政府或国资拨款，较少受退出难等市场环境变化影响。究其原因，由政府或行业寡头企业领衔的大型并购基金是推动战略性新兴产业发展的关键性手段，是发挥举国体制进行技术攻坚的核心，受国家决策层重视。19 世纪末，内战后的美国积极引导钢铁、铁路、石油行业并购重组，孕育了美国钢铁公司和通用电气等工业巨头，开启现代化工业时代。在 20 世纪中叶，“二战”后的日本政府联合富士、日立和东芝等多家大型寡头企业通过并购成立了 200 多个研发联合体，共同开展技术攻关，完成了对美国在计算机和半导体领域的技术赶超。在 20 世纪末，历经滞胀后的美国政府大举投资，联合 IBM、AT&T 等超过 14 家半导体企业以并购方式设立了半导体制造技术联合体，并针对半导体行业放松反垄断法规，扩大了技术联合体规模，随后再次引领技术革命。

3. 在参股型并购中，创投通过财务支持助力目标公司增值而不谋求控制权；在控股型并购中，创投通过购买大部分股份以控制公司，并整合业务线以实现成本控制和协同效应，从而增加价值。

政策建议

通过总结创投退出在 IPO、并购和股权转让方面的限制,识别国资创投在当下环境补位面临的挑战,提出如下建议。

降低创投通过 IPO 退出的路径依赖

结合发展现状与国际经验,过度依赖 IPO 及二级市场减持的退出模式不可持续。未来应多措并举降低创投对 IPO 的估值预期,减轻 IPO 依赖。一是严格落实一揽子增量政策,例如《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》等,提振二级市场投资者信心;二是健全多层次资本市场结构,约束“重二级市场、轻一级市场”“重三大证券交易市场、轻区域性股权交易市场”“重企业 IPO 上市交易市场、轻并购投资和股权份额转让交易市场”的交易倾向。支持符合条件的科技型企业境内外上市;三是严厉打击上市首日股价炒作行为,推动 IPO 溢价向并购市场估值看齐。

夯实并购市场健康发展的制度基础

为防止恶性并购事件重演,应多管齐下完善并购市场制度,维护并购市场生态环境,释放并购市场针对 IPO 退出的替代潜力。一是加强股东保护制度。规范并购双方信息披露要求,严禁收购方滥用股东权利或通过关联交易侵占标的公司利益,规范收购方对标的方股东的风险补偿制度。从严惩治并购重组中的虚增溢价、欺诈发行、财务造假和内幕交易等侵占中小股东权益的违法行为。加大对“借壳上市”的监管力度,精准打击各类违规“保壳”行为。鼓励经营管理不善、业绩滑坡的上市公司群体主动退市,并通过并购重组再上市,加快产业转

型与改造升级。二是强化并购双方主业相关性要求,严把注入资产质量。进一步支持产业资本收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。针对跨界并购需严格审查商业逻辑。三是对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”,加速审核。鼓励“三创四新”和战略性新兴产业龙头企业通过并购协同发展,共渡技术研发、成本控制等难关。

完善股权转让市场与 S 基金市场基础设施

多向发力健全区域股权转让与 S 基金市场交易环境,满足创投退出的流动性需求。一是增加市场参与主体。鼓励保险公司、社保基金和银行系资金积极参与 S 收购,支持社会资本设立市场化份额转让基金。二是深化份额转让试点。积极推动各地依托股权交易中心成立份额转让市场。三是健全我国创投份额转让法律体系及制度架构。推出份额转让信息发布平台。完善信息披露、项目挂牌、交易清算等相关业务规则及相关中介服务体系,降低买卖双方交易成本。

鼓励国资创投成为更有担当的长期资本

宜做好创投退出环境调整一段时间的预期和准备,多点突破增强国资创投的应变与补缺能力。一是放松国资创投容错机制。针对不同轮次的政策性创投基金设置差异化容亏率。二是放宽国资并购的业绩承诺要求。允许重组交易双方自主协商业绩考核标准,尽快引导更多案例落地,形成示范效应。三是拉长考核期限。采取“长周期”“算总账”等考核办法,形成耐心资本与科技研发相适应的考核周期和回报预期。全面完善国资创投出资、考核、容错、退出的相关政策措施。■