

## 私募股权投资市场退出机制的探讨

赵丕炜

上海市徐汇区零陵路, 上海 200030

[摘要] 私募股权投资在我国发展时间不长, 相关的退出市场方式和流程在实际操作中尚需要完备之处。文中分析了私募股权投资常见的退出市场方式, 以及不同方式的特点和异同, 并尝试提出了寻找退市最优解和防范退市风险的路径。

[关键词] 私募股权投资; 市场退出; 防控风险; 退市方式

DOI: 10.33142/mem.v5i3.12824

中图分类号: F832.51

文献标识码: A

### Discussion on the Exit Mechanism of Private Equity Investment Market

ZHAO Piwei

Lingling Road, Xuhui District, Shanghai, 200030, China

**Abstract:** Private equity investment has not developed for a long time in China, and the relevant exit market methods and processes still need to be fully developed in practical operation. The article analyzes the common ways of private equity investment exiting the market, as well as the characteristics and similarities and differences of different ways, and attempts to propose ways to find the optimal solution for delisting and prevent delisting risks.

**Keywords:** private equity investment; market exit; risk prevention and control; delisting method

#### 引言

私募股权投资在我国金融市场经过发展演进后; 投资目标逐渐多样化; 且私募股权投资在投资形式、投资原则、投资目标范畴以及分配方式等方面有很大的自主权。短时间内; 私募股权投资成为金融市场第三大投资方式。作为一种融资的方式; 私募股权投资给我国证券市场带来重要影响; 参与了我国经济的转型发展; 见证了中国经济的腾飞。但是; 私募股权投资也面临很多问题; 这些问题阻碍了后期私募投资如期顺利退出市场; 也就是影响了私募投资的增值和获利。因此; 有必要完善私募股权投资的市场退出机制; 保证私募行业的平稳运行。

#### 1 私募股权投资退出市场的方式

私募股权投资退出市场主要是指投资者出售手中通过私募方式购入的股权, 往往是上市公司非公开的股权, 或者非上市公司的股权变现的方式。而市场上现行的私募股权投资退出市场的方式, 包括了 IPO 退出、并购退出、回购退出、产权交易市场退出和破产清算这五种常见方式, 其中, IPO 退出是最为常见的方式。

第一: IPO 退出。作为较为常见的退出市场的方式, IPO 退出指的是私募购入的非上市公司股权, 通过目标企业上市后, 在手中股份的禁售期结束后, 在自由市场公开出售的方式, 实现了私募股权投资的退市。这种方式可以最大化保证私募股权投资人的利润。但是目标企业公开上市程序复杂门槛高, 国家对企业能否上市都有一定的要求, 而且上市准备时间长、过程中还要负担高额的 IPO 的费用。IPO 还会严重受到资本市场行情的影响, 如果 IPO 中止则

可能引发一系列风险问题。即使成功上市, 投资者也不能立即退出, 私募股权投资人所持有的股票也会锁定一定时期<sup>[1]</sup>。在此时期内, 股票市场会有波动, 就会造成企业股价的波动, 从而影响到私募股权投资的预期收益。

第二: 并购退出。目标企业被其他企业收购, 私募股权持有者可以通过并购获得对价, 实现退市操作。这里的“对价”指的是现金或者并购后企业的股份。并购退出的方式也有多种, 比如上市并购、第三方并购退出、协议转让并购等。但是并购退市的风险也很多, 可能会出现潜在利益的输送, 因为私募股权投资与上市公司密切合作中, 对上市公司经营情况非常了解, 有可能会内部交易或者利益转换等管理操作, 或者先抬高股价, 再套现等市场操作。这些管理风险和市场风险都会是并购退出的风险隐患。

第三: 回购退出。这是指在私募投资的时候, 时常会签订赎回条款, 如果在有效期内, 投资者投资的私募股权企业并未达到上市要求, 或者该目标企业的经营结果没有达标, 该企业拥有回购出售出去的私募股份的义务, 这也是私募股权投资退市的方式。但可以理解的是, 这种退市手段, 仅仅是多数私募股权投资者的备选方式, 因为只有当投资不是很成功的时候才选择, 投资者获得的收益不高, 仅仅是做到保本。

第四: 产权交易市场退出。是指私募股权投资可以通过产权交易所将所投资企业的股权转让出去的方式退出。产权交易市场退出是可以对未上市企业进行股权转让, 相比于其 IPO 产权交易的门槛低, 限制条件也少, 交易灵活, 资金退出方便, 为许多私募股权投资者青睐。但是风险也

比较高，主要是投资企业未上市，股权信息不透明，再有国内的行业制度还不完善，不能很好地保证投资人的利益，存在人为操作风险。

第五：破产清算。指的是目标企业没有愿意并购的第三方企业，该目标企业又没有分红操作，在此情景下，投资人可以强制赎回，企业也因此进入清算环节，通过清算售卖资产的方式，对股东进行经济补偿。但值得注意的是，如果破产清算之后，企业的清算价值不足以覆盖所有的待偿股权，投资者将遭受损失。因此，从效益上讲，这是一种不理想的私募股权投资退市方式，但是特殊情况下对私募股权投资来说也是十分重要和明智的选择。

私募股权投资具有方式灵活多样的特点，很多企业青睐这种投资方式，但是私募股权投资也面临一定的风险和不确定性，私募行业受到外部投资市场环境和经济大环境的影响，环境变化的参数众多，不同时期类似的目标企业带给私募投资者的回报也有很大的差异，这些都是私募股权投资退市方式多样的原因。进行退市方式的比较，可以给业内准备进行私募集资的企业和众多投资者一定的参考<sup>[2]</sup>。

首先，收益方面，一般而言 IPO 退出可以获得最高收益，清算退出往往意味着亏损，回购退出以及并购退出收益是不确定的。其次，在退出效率上，收益最大的 IPO 退出，要经过目标企业的上市辅导期和股份禁售期，因此需要较长的退出时间，退出效率方面，IPO 退出并不理想。清算退出方式，需要出具债权人公告，需要走破产清算程序，因此，也需要较长的退出时间。但是对于并购退出和回购退出，所需时间不确定，如果存在购买者，变现会较快。再次，退出成本来说，上市转让 IPO 退出需要支付交易成本和股票市场的其他交易费用，清算退出需要预支清算相关费用，而股权转让由于在场外市场往往费用不高，回购转让不涉及转让费用，退出成本最低。最后是退出的风险考虑，上市退出的风险相对较低，但是股票转让交易会受股市整体环境的影响，另外股份锁定期期间，目标企业的股价和市场环境可能发生不可预测的市场风险。清算退出很可能带来退市损失，并购退出可能会存在潜在利益输送、联动套利等风险，回购退出由于双方存在信息不对称现象，可能导致退出发生后，仍可能存在悬而未决的纠纷，产权交易退市很可能存在后期的产权不明晰，股权价值不匹配等风险<sup>[3]</sup>。

## 2 私募股权投资基金退市的风险管控

在分析了不同的私募股权投资退市方式之后，可以看出，退市的周期长短、收益、成本和风险的高低，是衡量私募基金退市方式的几项因素。为了理想地实现私募基金退市，需要企业本身资产优质，管理团队通力合作，投资经理有投资眼光，但最为根本的是在发起私募基金之前，就需要做好退出规划，时刻监控风险，关注被投资企业是否在轨道内合理良好发展，只有这样私募基金才能顺利退

市。因此，需要建立私募投资基金退市风险监控体系，管控退市风险，识别私募基金面临的风险，优化资源配置，抓住退市风口，优化退市流程。

### 2.1 完善风险管理系统

风险管理系统是监控被投资企业在股权存续期的经营状况，避免被投资企业经营不善出现的风险。主要包括四个方面，首先是基金投资决策者权责合理分配，在决策过程中，嵌入监督机制。在基金发起时期就明确要盈利退出，避免利益损失问题。其次是管理人风险控制体系，坚持按照风险可预测可控制的思想，制定对应的风险控制具体方式。再次是基金整体的投资预案嵌入利益保障举措，基金管理人选任管理层参与目标企业的经营决策，并拥有一票否决权。最后是优化基金项目的风险评估程序，按照目标企业和企业所处行业的风险特征，全方位预估私募基金涉及的风险。

### 2.2 提高整体风险甄别能力

通常来说，金融风险互相传导、交织和关联，作为金融体系的第三大投资主体，私募股权投资应该保持对于金融行业的风险识别的灵敏度，以此保障私募基金平稳运行。首先是，从风险视角监控私募基金交易文件，补齐清算程序及延期程序，特定事件触发特定决策等，避免基金在发展后期陷入决策失效的局面。其次是投资前确定最佳的退出目标，提前确定退市方式。再次是在基金项目进行中，设置预警红线，出现预设重大事件要立刻报告私募基金决策层，如果出现目标企业业绩不理想，生产经营异常，或者财务造假丑闻等风险红线，立即启动风险预案。最后是提升业务部门的风险意识，建立专业的风控团队，提高私募股权投资公司的风险管理水平，一切都建立在面对风险的充分准备之中。

### 2.3 提高资源配置的效率

首先是把握回归本源的理念，以金融促进实业发展。私募基金公司应该关注被投资企业的弱点，在经营中取长补短，放大优势，规避风险，最终带动目标企业的良性、稳健发展。其次是私募基金公司应该考虑自身的规划和被投资企业是否一致，坚持集约化运营，和目标企业共享产业资源，帮助目标企业弯道超车，借道超车。最后，私募基金应该重视投资后的增值服务，帮助目标企业提升运营效率，优化内部结构，打通国内和国际两个市场，提升目标企业的综合实力。最后，从基金退市风险角度，进行多次投资，多元化投资。由此，一方面解决目标企业的资金问题，另一方面可以鼓励目标企业通过增强实力，追求更好的业绩，从而提高私募基金本身盈利的可能性。最终私募基金和目标企业两手抓，两手都要硬，实现共赢。

### 2.4 抓住风险处理的风口期

私募基金一般要先后经过投资，退出和退出后延长期的模式，而进入延长期后，如果没能实施合理的退出方案，

就会面临不小的清算压力，因此一旦基金进入退出期后，应该立刻采取强有力的退出措施，抓住退出的风口期。首先是项目处置和投资后管理互相配合，根据目标企业的具体情况，比如所处行业，市场占有率，独特竞争力，细分市场和其他经营情况等，对于不同的目标企业采取不同的管理方式。在出现预警事件时果断处理，能够及时抽身退出止住损失，在确定变现时机时，考虑可行性和合理性。其次，在基金退出期要采取预期管理模式，定期评估目标企业的综合表现情况，基金决策层要及时掌握被投资企业的真实运行状况和未来发展的潜力等，一旦目标公司发出回购条件，一旦出现退出保障事件，应该及时启动应急退市方案，把握时机及时止损。再次，定期讨论退市方案，评估不同退市方案的收益，做到基金公司不同部门及时联动，降低风险敞口。最后就是有序启动退出程序，根据不同基金类型的法律规定，业内固有操作模式，以及基金交易的约定性文件，采取具体的退市流程，完善清算流程，做好自查报告和退市文件留痕工作<sup>[4]</sup>。

## 2.5 优化退市流程

虽然对于私募股权投资来说，退市是最后一个环节，但仍然要谨慎保持对于退市的心理预期，面对退出时期的纷繁复杂局面，保持积极心态，不要消极怠工不作为，应该制订合理的应对策略，尽可能降低退市风险，力争盈利退出。首先是，启动退市程序后，作好退市相关安排，根据基金清算标准选取不同的退出方式，确保及时获得退市具体操作的内部授权，避免后期因为未及时获得授权等程序问题，发生潜在纠纷。其次是，风险管理应该观察基金退市的全过程，一是向投资者及时披露报告重大事项，二是根据退市进程及时给投资者提供法律帮助，保证基层投资者的利益。在此时根据最初的基金交易文件的规定，及时确定清算及退市议事流程，确保退市期决策合理合规。基金方面应该合理评估资产清算的进度，如果确实无法顺利退市，应该采取必要的法律程序维护基金公司和众多私募投资人的利益。最后是，基金在清算后应该及时编制退市清算报告，对外注销基金账户，对内复盘基金退市的实际操作，评估退市操作，对于出现的不良事件厘清责任，

并且落实责任主体，做好文件留存。

## 2.6 完善退出机制相关领域的各项制度

首先是培养私募基金领域的专业服务机构。在私募基金投资、资金募集、私募基金运行以及最后的退市流程中，都需要专业机构的支持和服务。例如：各律所、投行和各种评估机构、知识产权处理机构等。与此同时，要打击中介服务市场的不正当竞争行为，保障私募股权投资市场的良性发展。保证中介服务机构合理有序运行，提高中介服务机构的服务水平，有效辅助私募股权投资机构的退市流程。由于我国的私募股权投资事业起步较晚，存续时间不长，因此，该领域高素质人才缺口很多。需要社会和相关部门完善私募股权投资行业的人才培养机制，鼓励教育机构重视对私募股权投资行业人才的培养。通过学校教育和社会培训相结合的方式，充实私募股权投资行业的人才库。其次，健全私募股权投资的运营监督，通过政府监管和行业自律的结合，建立自上而下层级明确的监督体系。

## 3 结语

在私募股权投资领域，市场退出机制需要进一步优化，当前的私募股权投资在市场退出方面尚有不足，需要社会整体助力私募股权投资机构，提升退市操作的水平。因此，本文分析了私募股权投资常见的退市方式，针对退市的相关风险提出了防范退市风险的六个可行路径，旨在给相关领域从业者一定的启迪。（本文内容均为个人学术观点，不代表供职单位立场）

### [参考文献]

- [1] 葛佳俐. 关于对私募股权投资行业建立全面风险管理体系的理论思考[J]. 时代金融, 2021(3): 80-82.
- [2] 冯晓婷. 我国股票市场退出机制的法律分析[J]. 法制博览, 2018(15): 185.
- [3] 肖星, 李诗林. 私募股权投资市场退出机制探讨[J]. 中国金融, 2023(2): 66-68.
- [4] 袁萍, 胥爱欢. 国外私募股权投资退出机制[J]. 中国金融, 2021(23): 60-61.

作者简介：赵丕炜（1976.1—），本科学历，研究方向：金融投资、风险投资。