

让研发理解市场 让资本看懂科技

——从科技成果转化看科技金融

文·杨靖

获得应用,最终作用于经济,所经历的时间大多要遵循这一周期规律。

高科技投资的问题也正是由此产生。因为科技项目的投资回收期长、不确定性高,新兴技术往往不会成为社会风险资本的投资重心。早年对美国风险投资业的大量调查都显示了一个模式:在风险资本的投资组合中,高科技通常是最不重要的投资对象——美国成功的风投融资家起初通常会为他们的投资组合选取几个“时髦”的新能源项目,但几年下来,组合中利润最好的,往往是那些技术含量最低、商业模式占优的企业。

就投资回报来看,短期内,技术创新“跑不过”商业模式创新的原因有很多,但其中一个回避不了的关键性因素正是新技术的市场化周期规律。一直以来,科技成果转化和产业化的“周期定律”未曾发生根本性变化,雷同案例在上个世纪的欧美已屡见不鲜;德国化学家弗里德里希·蒂利希在1910年就创建化学疗法理论,开始使用

化学合成物来控制细菌和微生物。但直到1936年,应用埃利希的化学疗法来控制多种细菌性疾病的磺胺类药物,才投放市场被广泛接受。此间相隔26年;福特汽车在1951年就提出了“自动化”所需要的整个生产程序和技术。在此后的25年间,“机器人”技术和“工厂自动化”开始被广泛讨论,但却没有任何实质性的应用,直到1978年,日立和丰田公司才把机器人引入了装配工厂,20世纪80年代初,通用电气公司才在宾夕法尼亚州伊利市建立自动化机车工厂,着手建设引擎和汽车配件自动化生产线……

自世界上的第一台计算机诞生在宾夕法尼亚大学(University of Pennsylvania)以来,由于航空航天和国防工业对计算机产生了极其旺盛的需求,美国开始加大对信息科学技术研究和开发的投入力度,而直到上个世纪90年代,以信息技术为主导的高科技产业才开始成为美国经济增长的主角之一。“高增长、低通胀”的“新经济”现

象也正是出现在美国这一历史时期。

美国信息技术产业发展的经验说明,科技成果转化及产业化的周期固然很难跨越,高科技产业发展所需的资本又是极其惊人,然而,一旦科技创新的新产品和服务进入市场,其所触发的不同于以往的巨大市场新兴需求,将促使新兴技术的成本和价格快速下降,且与经济高速增长为伴的通货膨胀此时通常也不会出现,经济运行将进入良性周期。

促进科技与金融结合,是目前我国转变科技投入方式,推动高新技术产业发展的一项重要战略举措。引导市场资本加大对科技创新的投入,用企业的标准,来判断科技成果的价值,是社会主义特色市场经济条件下,促进科研院所和大学实验室的科技创新成果,与市场应用紧密结合的“催化剂”。而让研发人员理解市场,让金融机构看懂科技,应该是促进科技与金融结合的根本所在。



学术界对科技成果转化“时间表”的认知一直存有争议。那么,从一项重大科技原始创新的产生,到它对经济增长做出直接贡献,到底需要多长的时间?

美国著名科学哲学家托马斯·库恩曾在其著作《科学革命的结构》(The Structure of Scientific Revolution)(1962年)中指出:一个新的科学理论大约需要30年时间,才能转变为新的范式。而一项新技术、新方法或是新知识在产业中

■创业投资

IPO 回报率下滑,退出方式转向多元化

——创投,理性与激情的博弈(三)

文·本报记者 王怡

卖比买更难。这句话指的是创投界的退出方式。作为投资行业的四个重要环节之一,退出一直是影响和制约中国PE、VC行业发展的一个重要内容。数据告诉我们,被投资企业都去IPO实际是不可能的;虽然有实力的投资机构依然会把IPO作为首选,但受到经济形势、政策等多方因素影响,机构也不得不将目光投向并购等其他方式。

去年,科技部、商务部、国家开发银行联合

进行了第11次“全国创业风险投资调查”,这项统计工作组织了全国31个省、市、自治区的56个调查机构进行协同工作,得到了可观的权威数据。统计发现,我国创业风险投资各类机构已经超过1183家,其管理的资本总量超过3300亿元。从我国创业风险投资的资本来源结构来看,中国创业风险投资的资本来源结构仍以未上市公司为主体,而投资项目IPO的退出回报率则大幅下滑。

只会做Pre-IPO?不行!

近年来,创业风险投资行业的快速扩张与造富效应带来了大量的风险资本追逐于成熟期项目,投资阶段明显后移。2012年,中国创业风险投资机构的投资重心相比上年有所前移,对种子期投资的金额增加至6.6%,投资项目占12.3%,项目投资平均持续时间为4.3年。

究其原因,一方面受国家宏观政策引导的影响,鼓励风险投资进一步加大早期项目的投资;另一方面,受业内竞争环境与资本市场退出影响,客观上推动了部分创投机构不得不放弃短平快的成熟项目,寻求长线发展,向更早期的阶段寻找优质项目。

IPO,好是好,可是受政策影响,想要仅仅通过IPO获益,可没那么容易了。最近,普华永道发布2014年上半年沪深股市IPO情况,受经济形势、政策走向等多方面不确定因素的影响,上半年IPO市场表现低迷,沪深股市IPO共计52宗,融资总额352亿元人民币,较2012年同期(2013年上半年IPO暂停),分别下降达

50%及55%。让我们回头看看2012年。受国内外宏观环境影响,全年共有154家企业在境内资本市场上市,远低于2011年的356家企业。另一方面,尽管上市退出企业大幅缩减,但具有VC/PE背景的上市企业仍达到131家,包括中小板上市的43家与创业板上市的63家企业,总量与2011年相比下滑20.6%。

按退出渠道划分,比例占全部退出项目的29.41%,与2011年基本持平,但IPO项目的平均账面回报率为4.86倍,较2011年相比大幅减少了38.1%。另一方面,受2012年下半年资本市场IPO暂停影响,部分企业退而求其次,选择回购方式退出,回购退出占比大幅上升,占45.01%。全行业项目退出收益率为196.35%,与2011年基本持平。其中,通过并购与回购方式退出的项目收益率有较大幅度提升,分别为162.23%、29.18%。

所以说,最近的创投行业有句话,只会做“Pre-IPO”的机构是活不下去的。

新三板与PE二级市场将成为新的投资与退出渠道

由于政策趋紧,二级市场持续低迷等诸多因素,加大了中国创投基金的募资难度,如何保障创投行业持续稳定的资金来源,开拓更多的合格投资者,也成为业内关注的重点之一。据2012年统计显示,目前企业与政府资金仍是我国创业风险投资的主要资金来源,合计占比69.25%;但近年来数据显示,个人投资者与

机构投资者的资金呈上升趋势。2012年,个人投资金额占全行业的18.85%,明显高于往年。一方面,受政府宏观政策环境的影响,鼓励天使投资发展;另一方面,由于资本市场持续低迷,投资渠道狭窄,以及高收入人群和优秀投资人才的增长也为天使投资造就了肥沃的土壤,作为天使投资人的个人投资者不断增

■金融创新

退市制度改革让中小投资者更受益

退市制度改革是市场焦点。最近,中国证监会发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《退市意见》)公开征求意见稿。日前,上海证券交易所(以下简称“上交所”)有关负责人就上交所市场如何完善退市制度、如何严格贯彻落实等情况做出解答。

对主动退市作出具体安排

上交所表示,《退市意见》明确,证券交易所是实施退市制度的责任主体,并就如何实施退市制度提出了指导意见,同时规定,交易所作为退市工作要接受证监会的监督检查。这样的安排,合理划分了自律监管和行政监管的边界,与现行证券法律制度、监管实践是一致的。在证券法律制度上,根据《证券法》的规定,证券交易所作为证券市场的组织者和管理者,需要就上市公司的暂停、恢复和重新上市,依法规定具体标准并予以执行。从证券监管实践看,退市工作具有高度的政策性、综合性、系统性和复杂性,客观上要求证券交易所应在证监会的统筹规划、监督指导下开展退市工作。

按照《退市意见》,在退市工作中,证券交易所主要承担三方面具体职责。一是按照法律规范和《退市意见》的要求,及时制订完善上市规则及其配套规则,优化、调整、完善退市的具体规定;二是严格执行退市制度,对上市公司触及暂停、恢复、终止、重新上市情形的,依法依规进

行审核并做出决定;三是督促退市公司依法及时、准确、完整地披露与退市有关的信息。

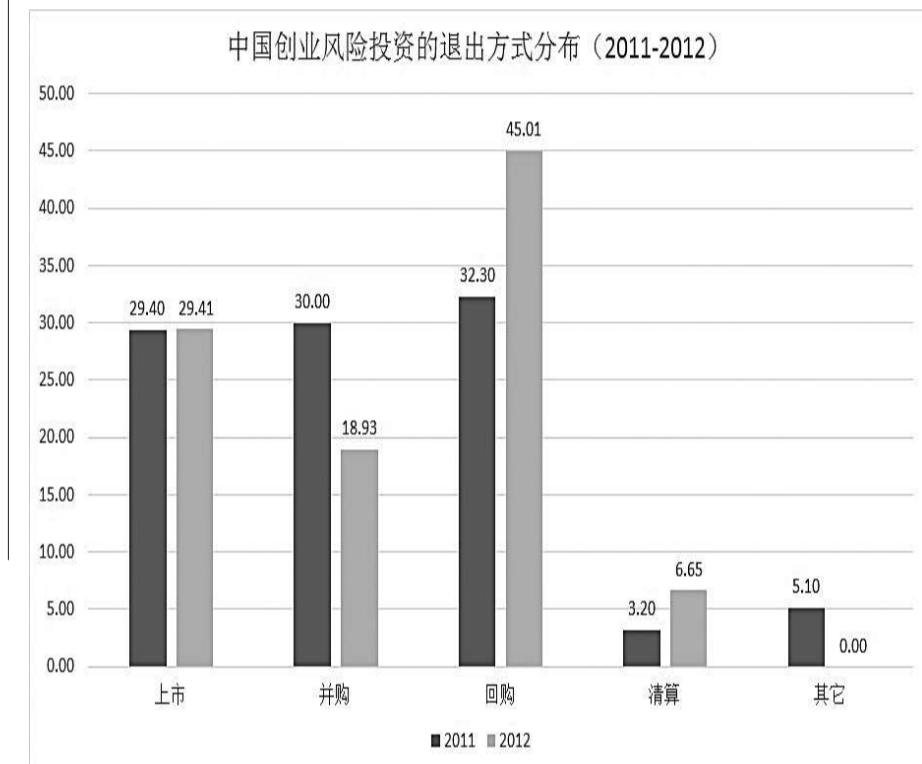
上交所对主动退市主要作了三个方面的安排:一是规定具体情形和决策程序。按照主动退市主体、方式的不同,规定了通过股东大会决议主动退市和通过回购、收购、公司合并以及自愿解散等7种主动退市情形。同时,根据主动退市类型的不同,规定了不同的决策程序和恢复程序的有关规定。

二是细化信息披露要求和退市去向安排。要求公司按照不同时间点阶段披露自愿退市进展,重点披露退市的相关投资者保护措施及退市后的配套安排。同时,规定主动退市公司可以选择在证券交易场所交易或转让,或者依法作出其他安排。

三是明确交易所的审核和实施程序。对交易所的主动退市审核、决定、摘牌程序作出了具体规定,包括审核和决定的期限、上市委员会审核重点、股票摘牌的时间等。

设置退市风险警示环节

本次退市制度改革针对重大违法退市情形设置了退市风险警示环节,主要是考虑到重大违法上市公司暂停上市的风险具有偶发性和突发性的特征。在公司被认定为存在欺诈发行或者重大信息披露违法行为前,公司退市风险并不确定,市场也难以事先知晓。如果公司股票直接被暂停和终止上市,对投资者特别是中小投资



多。与此同时,相关政策的制定也进一步打通了不同金融机构间的进入壁垒,2012年9月,证监会发布修订后的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》,打通了基金公司进入私募股权市场的通道;2013年2月,证监会发布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》,明确了符合条件的创投管理机构可以开展公募证券投资基金业务。可以预计,拓宽创投行业募资来源,增加LP(有限合伙)层面的合格机构参与者,将是未来行业相关政策的重要内容。

随着IPO市场的暂停,以及境外退出渠道的收窄,客观上导致通过IPO实现退出的企业绝对数量大幅缩减,而这正与中国创投行业近几年来繁荣与快速扩张形成了鲜明反差,致

使大量等待通过退出进来实现收益的创投企业陷入退出拥堵的困境。流动性的缺乏难以实现行业造血机制,也为未来创投业的发展带来隐患。提高资金流动性,催生更多元化的投资与退出渠道成为行业发展的重要因素。另一方面,近几年的发展已使行业具备了一定的资金规模,更多FOFs的出现,以及PE二级市场联盟的出现,都为PE二级市场的发展提供了重要的基础支撑。可以期待,未来PE二级市场的发展将为整个行业提供良好的流动性解决方案,同时也为投资人带来更多的交易机会与丰厚的回报。此外,2012年“新三板”加速扩容,预计未来将有更多企业及投资机构将目光转向“新三板”,并使之成为创投机构重要的投资及退出渠道。

以保护中小投资者合法权益为主线

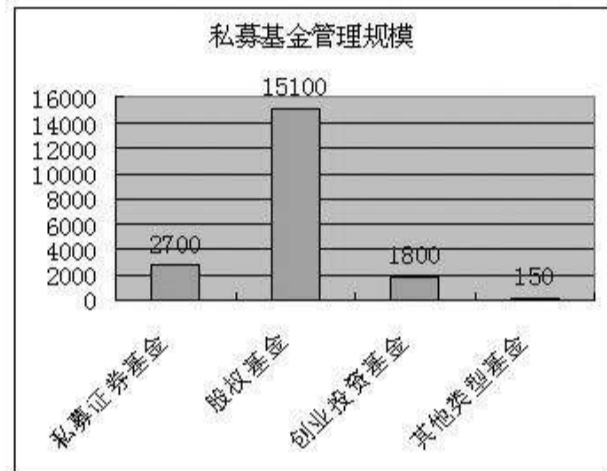
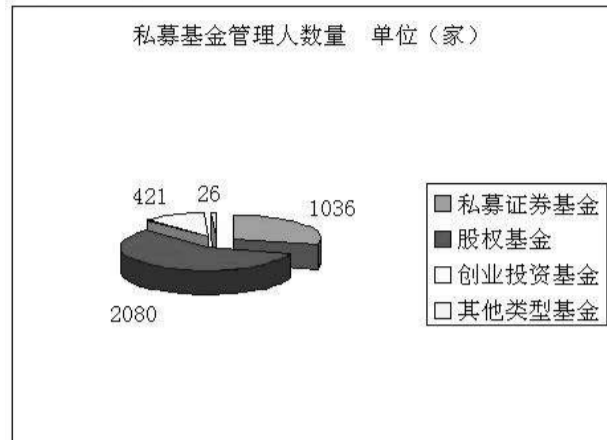
本次退市制度改革以保护投资者特别是中小投资者合法权益为主线,在各个退市制度设计环节作出了具体的制度安排,集中表现五个方面:一是强化自主退市公司退市的内部决策程序。针对通过股东大会决议形式主动退市的行为,规定退市公司相关利益保护的方式也更加丰富,本次退市改革对重新上市的条件进行了调整,按照主要指标等同IPO条件的原则,规定了重新上市的条件。

二是建立重大信息披露违法恢复上市的特别机制。综合考虑中小投资者的利益诉求,针对因重大信息披露违法被暂停上市的公司,规定:在上交所作出终止公司股票上市交易决定前,公司已全面纠正违法行为,及时撤换有关责任人员,对民事赔偿承担作出妥善安排的,公司可以向上交所申请恢复上市。

三是强化对重大违法行为利益相关方的约束机制。针对首次发行和再融资的欺诈发行或者重大信息披露违法行为,明确规定相关责任主体承诺在公司被立案后即暂停转让其所持股份,并明确了相关的实施程序。

四是推动落实异议股东保护机制和民事赔偿责任。明确要求主动退市公司应当为对退市决议持异议的股东提供回购请求权、现金选择权等方面的专门安排。对于重大违法行为的公司,要求相关责任主体应当按照有关规定或者承诺安排,主动赔偿投资者损失。

■图说市场



基金业协会已完成登记的私募基金管理人3563家,管理私募基金5232只,管理规模为1.98万亿元。其中,私募证券投资基金管理人1036家,管理基金1903只,管理规模0.27万亿元;股权基金管理人2080家,管理基金2688只,管理规模1.51万亿元;创业投资基金管理人421家,管理基金604只,管理规模0.18万亿元;其他类型基金管理人26家,管理基金37只,管理规模150亿元。

数据来源:中国证监会

■市场信息

证监会公布券商评级

15日,证监会公布了2014年证券公司分类结果,从监管角度考虑合规管理和风险控制的整体状况后,对证券公司作出综合评价。从分类结果来看,没有一家证券公司达到最高级别AAA级,光大证券评级最差获评C级。

证券公司分类结果不是对证券公司资信状况及等级的评价,而是证券监管部门根据审慎监管的需要,以证券公司风险管理能力为基础,结合公司市场竞争力和合规管理水平,对证券公司进行的综合性评价,主要体现的是证券公司合规管理和风险控制的整体状况。

此次证券公司分类共包括A(AAA、AA、A)、B(BBB、BB、B)、C(CCC、CC、C)、D、E等5大类11个级别。其中,A、B、C三大类中各级别公司均为正常经营公司,其类别、级别的划分仅反映公司在行业内风险管理能力的相对水平。D类、E类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。

在全部115家证券公司中,有19家证券公司与其母公司合并评价,涉及华泰联合(母公司华泰证券)、高盛高华(母公司北京高华)、长江保荐(母公司长江证券)等。96家参评的证券公司当中,获得A类评级的有38家(20家AA,18家A),B类评级有52家(20家BBB,19家BBB,13家B),C类6家(3家CCC,2家CC,1家C)。

中信证券、银河证券、海通证券、中金公司等大型券商评级较高,都属于AA级别;另外,风险较大的C类有6家证券公司,分别是民生证券、南京证券、联讯证券、上海证券、万和证券以及光大证券。其中,光大证券评级最差,仅为C级。

根据评级分类结果,证监会根据证券公司分类结果对不同类别的证券公司在行政许可、监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面实施区别对待的监管政策。证监会表示,分类结果主要供证券监管部门使用,证券公司不得将分类结果用于广告、宣传、营销等商业目的。

