

私募股权资本与 民营经济发展研究

田惠敏 著



Study on Private Equity and the
Development of Private Economy



经济科学出版社
Economic Science Press



私募股权资本与 民营经济发展研究

田惠敏 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权资本与民营经济发展研究 / 田惠敏著. —北京:
经济科学出版社, 2015. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5942 - 4

I. ①私… II. ①田… III. ①民营企业 - 企业融资 -
研究 - 中国②基金 - 投资 - 关系 - 民营企业 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 172631 号

责任编辑: 齐伟娜 金 梅 贺新国

责任校对: 杨晓莹

责任印制: 李 鹏

私募股权资本与民营经济发展研究

田惠敏 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12. 75 印张 210000 字

2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5942 - 4 定价: 36. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

Study on Private Equity and the

Development of Private Economy



民营经济作为改革开放以来中国经济结构中的重要经济成分，其对 GDP、就业、纳税、发明专利数量等方面的贡献都已超过国有经济。但中国民营企业依然面临不少困难，包括：成本上升；受到国际经济动荡的影响，经营出口业务的民营企业普遍订单大幅减少，生意越来越难做；人民币汇率升值对经营出口业务的民营企业的打击；融资难问题迄今未能缓解；税负负担仍旧沉重；相互拖欠问题使正常的市场秩序被破坏；“非公经济 36 条”出台多年，但民营企业仍遭受着不公平待遇。近年来，学术界针对上述民营经济发展的问题，掀起了对民营经济发展与转型的研究热潮。这些研究对民营经济发展的现状、问题及原因进行了深刻剖析，并提出了民营经济转型思路 and 对策，不仅丰富了民营经济发展理论体系，而且具有重要的实践指导价值。

私募股权投资是仅次于银行贷款和资本市场上市的重要融资手段，也是作为 20 世纪以来全球金融领域最成功的融资创新工具，其在有效提升企业的核心竞争力、充分发挥产融结合的优势、服务国家战略和经济发展方面，日益发挥重要作用。在国内，私募股权资本作为一种创新的金融资本形式日益受到广泛关注；私募股权资本对于解决企业投融资，推动企业创业、创新和创富发展，实现企业转型，以及“走出去”战略等方面都具有重要意义。田惠敏同志作为我指导的博士后，在站工作期间，对私募股权投资和民营经济发展进行了深入研究。这本书就是在其完成博士后出站报告的基础上完成的。为此，我感到十分欣慰，并愿意为此书写一序言。

综观全书，我认为以下三点值得指出：

第一，研究视角新颖。本书运用委托代理、人力资本特性、企业金融成长周期等理论，从民营经济发展全局和战略高度出发，针对私募股权资本与民营企业治理转型、私募股权资本与民营企业融资发展、私募股权资本与民营企业投资发展、政府引导基金与民营经济投融资发展以及私募股权资本与民营企业“走出去”等方面进行研究，揭示了私募股权资本推动民营经济发展的机制，并提出私募股权资本促进我国民营企业发展的政策建议，以期构建私募股权资本推动民营经济发展的模式。可以说，这项研究具有开创性。

第二，具有实际运用的价值。比如，本书在分析政府引导基金与民营经济投融资发展的关系时，提出政府引导基金在推动民营经济发展过程中的“国进民进”的经济增长新模式的论断，我认为这是国有经济与民营经济和谐共赢发展的很好注释，对于当前提出的大力发展混合所有制改革具有很好的指导意义。

第三，论据翔实。作者长期从事民营经济和私募股权领域的实际工作，对私募股权资本支持民营经济的发展有切身体会。田博士多次到民营企业进行一线实地调研，并组织或参与多家产业基金的组建工作；由于作者能深入各大部委机关、各地政府、私募股权机构，就私募股权资本支持民营企业发展进行广泛调研，收集第一手资料，这也增强了研究的针对性和结论的说服力。

总之，我相信本书有助于推进学术研究者、政策制定者以及民营企业对私募股权资本支持民营经济发展问题的深入探讨；同时，我更希望本书能对私募股权资本市场的健康成长，以及私募股权资本支持民营经济的发展有所贡献。

廖以书

2015年6月30日

本书以中国经济发展所处的新阶段为背景，以中国正迈向经济大国和此次国际金融危机给中国民营企业发展带来的冲击为主要线索，探讨私募股权基金与民营企业投融资问题，在梳理民营经济和私募股权资本市场发展历程的基础上，以民营企业为对象，研究现阶段私募股权资本与民营企业治理转型、私募股权资本与民营企业融资发展、私募股权资本与民营企业投资发展、政府引导基金与民营企业投融资发展、私募股权资本与民营企业“走出去”的问题，提出大力建设私募股权资本市场，促进民营企业投融资健康发展的政策建议。

本书的主要结论是：

1. 私募股权资本通过独特的投融资制度安排，以其产业资本和金融资本的双重属性，可以对民营经济发展起到“催化剂”作用，培育高速成长的创新民营企业群体，提高整体民营经济的创新能力，从而实现民营经济的经济增长、竞争力提升和财富创造。私募股权资本既促进了民营企业的创新成长，也提高了全社会的资源配置效率。

2. 从组织架构和资金来源角度探索作为私募股权基金的母基金——政府引导基金在推动民营企业投资发展中的重要作用，指出政府引导基金应积极引导社会民间资本，逐渐形成“国进民进”的经济增长模式。

3. 国家应积极推动私募股权资本市场，特别是并购基金的设立，积极引导和推动民营企业在“走出去”战略中的投融资发展，真正实现私募股权资本在民营企业“走出去”战略中的“桥”作用。

Contents

目 录

第1章 导论..... 1

- 1.1 研究背景 / 1
- 1.2 研究意义 / 2
- 1.3 研究方法与技术路线 / 4
- 1.4 研究难点与创新 / 7

第2章 私募股权资本与民营经济发展概述 9

- 2.1 中国民营经济发展概述 / 9
- 2.2 私募股权资本概述 / 14
- 2.3 私募股权资本理论基础 / 37
- 2.4 私募股权资本与民营企业创业、创新和创富 / 45

目

录

1

第3章 私募股权资本与民营企业治理转型..... 52

- 3.1 企业治理 / 52
- 3.2 私募股权资本增值机制 / 58
- 3.3 民营经济转型：私募股权资本的作用 / 65
- 3.4 小结 / 72

第4章 私募股权资本与民营企业融资 73

- 4.1 民营企业融资 / 74
- 4.2 私募股权融资阶段的约束机制 / 83
- 4.3 私募股权融资过程的激励机制 / 86
- 4.4 民营企业引入私募股权资本 / 92

4.5 小结 / 107

第5章 私募股权资本与民营企业投资 109

- 5.1 民营企业投资概述 / 109
- 5.2 私募股权基金与民营企业投资发展 / 117
- 5.3 民营企业在私募股权投资中的项目选择 / 120
- 5.4 温州民间投资与私募股权资本 / 125
- 5.5 民营企业私募股权投资与混合所有制 / 130
- 5.6 小结 / 134

第6章 政府引导基金与民营企业投融资的发展 136

- 6.1 政府引导基金概况 / 136
- 6.2 中国政府引导基金现状及问题 / 142
- 6.3 境外政府资金投资案例的分析 / 154
- 6.4 政府引导基金——“国进民进”的经济增长新模式 / 156
- 6.5 小结 / 165

第7章 私募股权资本与民营企业“走出去” 167

- 7.1 “走出去”战略概述 / 168
- 7.2 民营企业“走出去”战略概述 / 171
- 7.3 私募股权资本与民营企业“走出去”的投融资 / 176
- 7.4 小结 / 180

第8章 结论与政策建议 182

- 8.1 主要结论和需要进一步研究的问题 / 182
- 8.2 关于私募股权资本促进我国民营企业发展的政策建议 / 184

参考文献 / 188

后记 / 197

1.1 研究背景

民营经济是中国经济结构中最活跃、最积极、最具竞争力的经济成分，民营企业在解决就业、上缴税收、创新产品等方面都有突出贡献，民营经济是推动中国技术进步和经济增长的重要驱动力。厉以宁教授所提出的“无民不稳、无民不富、无民不活”，是对民营经济和民营企业作用的精练表述。但是，囿于体制和机制原因，中国民营企业发展受到多重因素限制，制约了民营企业的健康发展。其中，投融资问题是制约民营企业发展的突出问题，而兼有产业资本和金融资本双重属性的私募股权资本，在解决民营企业投融资问题上，日益显示出其特有的价值。

私募股权资本以其特有的制度安排和激励机制，成为 20 世纪以来全球金融领域最成功的创新成就之一，私募股权资本异化了传统意义上金融资本与产业资本之间资金供给与需求之间的关系，不仅提供资本性融资，还通过人力资本特性作用实现资本的最大增值，对实体经济的发展起到质的推动作用。中国民营企业发展中的诸多问题，特别是其投融资问题，私募股权资本都可以发挥积极作用。我国的私募股权资本市场可以追溯到 20 世纪 80 年代中期，初始运行效果并不理想，私募股权基金成为一些机构违规经营和炒作房地产的工具；政府引导基金受体制和观念束缚，其在实际运作中政府行政色彩浓厚，不能适应市场化的私募股权资本市场发展的要求，对民营企业的投融资发展支持有限。如何有效地发挥私募股权资本推动民营企业投融资发展，成为我国政界、学术界和实务界十分关注的热点

私募股权资本与民营经济发展研究

2

问题。然而，目前的理论研究多是宏观导向，缺乏对私募股权资本发展研究的微观问题的深入研究。

本书重点关注私募股权资本如何有效推动民营企业投融资发展，揭示私募股权资本推动民营经济发展的机制，并提出私募股权资本促进我国民营经济发展的政策建议。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

私募股权资本作为银行、资本市场等传统金融体系以外的一股新生力量，对于中国经济的发展能够起到非常积极的作用，它是服务实体经济的有效金融方式。私募股权资本具有体制优势、机制优势以及操作模式上的优势，其充分将资金和人力资源结合起来，是对契约及委托代理理论、公司治理理论、人力资本特性理论和企业金融成长周期理论的很好诠释。

民营企业健康快速发展离不开资本市场的建设，私募股权资本在促进民营企业发展中所体现的产业资本与金融资本的双重属性^①，其发展本身需要一个健康多层次的资本市场。多层次资本市场为民营企业提供了多元化的融资渠道，也为私募股权资本提供了多种退出渠道。多层次资本市场可以促进私募股权资本与民营企业的融合，推动科技创新与高新技术成果产业化，这些对于多层次资本市场建设具有重要的理论意义。

经济增长的实质是经济结构不断提升的过程。转变经济发展方式，关键在于优化产业结构，这对民营企业转型发展提出了新的要求，而私募股权资本通过影响民营企业的投融资，间接促进了民营企业的转型发展。国家目前倡导大力发展战略性新兴产业，民营企业应抓住历史机遇，充分利用私募股权资本，成为国家战略新兴产业发展的生力军。为此，建设创新型国家、发展战略新兴产业，就必须大力发展私募股权行业。要解决民营企业融资难题，私募股权资本可以发挥举足轻重的作用。国有企业改革、

^① 私募股权资本的双重属性首先表现为产业资本属性并影响创业和创新资源的使用效率，其次表现为金融资本的属性并影响资本市场的价值增值效率和财富效应。

混合所有制经济发展和产业整合，若有私募股权资本的参与，往往能够达到事半功倍的效果。

本书对私募股权资本促进民营企业投融资、转型发展和“走出去”战略进行研究和探讨具有非常重要的理论意义。

1.2.2 实践意义

私募股权资本是“融资”与“融智”的结合，对民营企业的发展具有重要影响。私募股权资本更专注于挖掘企业的潜在价值并提供专业化的管理方式，对于加快完善金融市场，缓解民营中小企业融资难，促进中国经济转型升级意义重大，其现实作用具体表现在以下三个方面：

第一，有助于深化资本市场，改善民营企业融资结构。中国资本市场体系各组成部分发展不均衡，银行信贷的间接融资远超过债券市场的直接融资比例。^① 改变这一结构可行的办法之一，就是通过私募股权资本深化资本市场，提高直接融资比重。私募股权资本作为一种直接融资手段，为企业在不同发展阶段，灵活选择该融资方式。私募股权资本的发展和完善，不仅可以深化资本市场，而且可以拓宽企业特别是民营中小企业的投融资渠道，发挥资本市场资金聚集和产业重组优势，促进科技创新，建立起支持民营中小企业从低到高的企业融资接力的平台，消除民营中小企业的金融约束，改善民营企业公司融资结构。

第二，有助于提高公司质量，完善民营企业公司治理水平。当前我国民营企业正处于中国迈向经济大国、世界经济下行、金融危机对实体经济影响仍在蔓延的时期，民营企业积极运用私募股权资本促进产业结构调整、促进金融改革及参与国际并购，这对提高民营企业公司质量，完善民营企业公司治理水平都具有重要的意义。因为私募股权资本可以通过私募股权基金起到来自民营企业内部监管的作用，私募股权基金通过聘请高水平的中介机构、聘请高管人员、派出董事，通过协议约定等方式，使私募股权资本所投资的民营企业在公司治理水平得到提高，提高民营企业的财务管理水平、健全激励约束机制、完善治理结构，从而

^① 根据中国人民银行发布的《2009年中国金融市场发展报告》，2009年中国直接融资额为2.55亿元，占总融资的比重仅为19.5%。债券市场中债券市场规模较小，公司债更是几乎处于停滞阶段，大大限制了企业、特别是民营中小企业的融资渠道。

私募股权资本与民营经济发展研究

4

提升企业的核心竞争力。

第三，有助于加速技术创新，推动民营企业产业转型升级。民营企业是技术创新的主力军，技术创新需要资金的支持，特别是民营企业技术创新的初期发展阶段，由于受到银行信贷条件的限制，民营企业很难得到银行的资金支持。由于私募股权基金对其投资者的资格有一定的条件限制，要求投资者必须具备较强的风险识别和风险承受能力，因此私募股权资本可以投向风险较高的投资领域，加速技术创新，支持处于起步阶段的高科技企业、高技术产品或并购重组阶段扩张型的民营企业，从而改善民营企业的资产结构和运营资源，提升企业经营业绩，推动民营企业产业转型升级。

第四，有助于优化资源配置，整合民营企业传统产业发展。私募股权资本具有优化资源配置的功能，能够促进企业优胜劣汰，提高产业运营效率和质量。私募股权基金以其资本运作的优势和高风险承受能力，在促进传统技术、传统产业、成熟企业的现代化改造和进行二次创业方面扮演重要角色，成为盘活存量资产、调整经济结构、促进产业整合和升级的有力方式^①。“鼓励多层次资本市场的融资功能，大力发展创业投资和股权投资基金”，这是中国政府最高决策层近几年敲定的发展战略性新兴产业及扶持政策的重要举措之一。

1.3 研究方法与技术路线

1.3.1 研究方法

本书理论分析与应用研究并重。在相关理论研究的基础上，结合实地调研和案例分析，探讨私募股权资本促进民营企业发展问题。同时，运用比较分析和归纳分析方法，通过引进、消化吸收加集成创新的思路，研究私募股权资本在促进民营企业投融资、转型发展与“走出去”战略的应用。

^① 丁敏哲、金雪军：《股权投资与经济转型升级——以浙江省为例》，浙江大学出版社 2011 年版，第 9 页。

首先,理论分析与应用分析相结合。运用契约及委托代理理论、制度和制度创新理论、公司治理理论、人力资本特性理论和资本资产定价理论等相关前沿理论,对私募股权资本在促进民营企业投融资、转型发展与“走出去”战略进行系统分析,以建立一个关于私募股权资本促进民营企业发展的基本理论框架,从而对私募股权资本在促进民营企业发展方面进行应用研究。

其次,以实证研究为主,规范研究为辅。经济学的基本研究方法通常分为实证研究和规范研究两种,前者通过对经济行为作出相关的假设,根据假设分析和陈述经济行为及其后果,并试图对结论进行检验,也即回答诸如“是什么”、“为什么”等这样的问题,而后者则是在前者的基础上加上价值判断,即试图回答“应当是什么”的问题。本书在研究方法上以实证研究为主,主要是对私募股权资本与民营经济发展作出经济学的分析和解释。

再次,以定性研究为主,定量研究为辅。由于私募股权基金其融资方式是以私募形式为主,投资对象主要是非上市公司股权,因此要获得充足的相关资料与信息是很困难的,并且有很大的局限性,这也影响了本书研究的实证检验的深度与效力。因此,本书主要以定性研究为主,定量分析只是作为研究的必要的辅助手段,加强论证的力度。

最后,案例研究法。私募股权资本与民营企业发展的研究,需要大量的实际案例分析,笔者通过对多家民营企业的调研及项目组织,如参与烟台双塔食品股份有限公司整个上市工作,参与组建山西龙城富通生物产业创业投资基金,论证了私募股权资本对民营企业在资源整合方面所带来的增值服务的重要性,以及私募股权资本人力资本特性在推动民营企业发展中所起的重要作用。另外,还通过社会上已公开的案例,如“蒙牛”和“永乐”案例,分析了不同战略投资人的选择对民营企业未来发展所起的不同作用,进一步分析民营企业在选择私募股权基金作为战略合作伙伴上的重要性。

1.3.2 技术路线

本书研究过程可以简单概括为:(1)坚持问题导向,通过对大量民营企业发展状况和中国私募股权资本发展现状的分析提出有实践意义和理论

价值的具体研究问题；（2）通过对国内外已有研究成果的梳理和分析，提出本书研究的目标，为后续的相关研究奠定基础；（3）进行理论归纳，总结私募股权资本发展的相关理论；（4）通过理论研究和案例分析，探索私募股权资本促进民营企业投融资发展的道路；（5）对本书进行总结指出未来的研究方向和本书研究的主要成果和不足。本书研究的技术路线如图 1-1 所示。

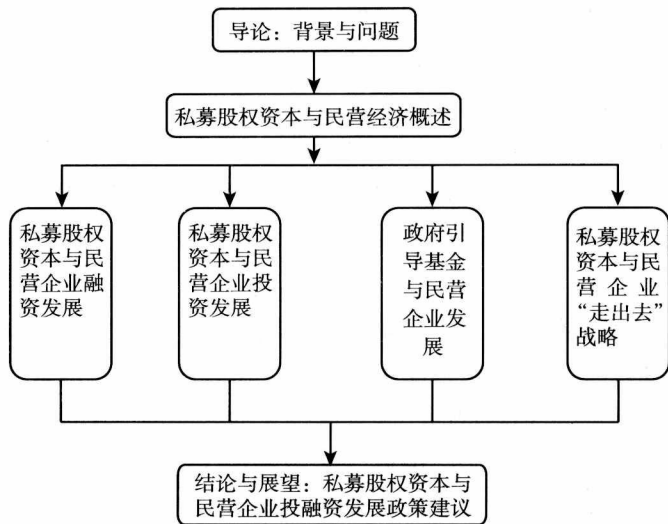


图 1-1 研究的技术路线

本书具体研究思路如下：

第 1 章，导论。导论部分提出问题，对报告研究背景及研究意义、研究方法与技术路线、研究难点与创新点等进行了大致介绍。

第 2 章，私募股权资本与民营经济发展概述。本章是民营经济与私募股权资本的概述部分，首先回顾了民营经济的发展历程，对民营经济的发展进行再认识；然后对私募股权资本的概念界定、组织形式、投资流程及发展历程进行阐述；继而提出私募股权资本促进民营经济的创业、创新和创富；之后提出私募股权资本能够促进民营经济转型发展；最后并就本书所涉及的理论进行阐述。

第 3 章，私募股权资本与民营企业治理转型。

第 4 章，私募股权资本与民营企业融资发展。首先概述民营企业融资，分析民营企业融资的现状、问题及解决对策；然后梳理私募股权资本与民

营企业融资发展脉络，分别就民营企业引入私募股权资本的利弊、民营企业如何选择私募股权基金、基于“蒙牛”和“永乐”两个典型案例分析使民营企业认清与私募股权基金的“对赌协议”“双刃剑”本质；最后通过笔者亲历的案例——烟台双塔食品股份有限公司成功引入私募股权投资者和成功上市，进一步提出民营企业选择合适的私募股权资本的重要性。

第5章，私募股权资本与民营企业投资发展。本章首先概述民营企业投资，分析民营企业投资的现状、问题及对策；然后阐述私募股权资本与民营企业投资发展；接着分析民营企业在私募股权投资中的项目选择；最后分析“温州模式”下的民间投资问题，提出政府应合理引导温州民间资本投资私募股权行业，促进当地民营企业健康发展。

第6章，政府引导基金与民营企业发展。本章主要阐述政府引导基金促进民营企业发展问题。首先全面介绍政府引导基金，明确政府引导基金概念、作用及其运作模式；其次分析政府引导基金的现状、问题及发展历程；然后提出政府引导的“国进民进”投资模式观点；最后介绍笔者亲历的政府引导基金——山西龙城富通生物产业创业投资基金的筹建成立情况。

第7章，私募股权资本与民营企业“走出去”战略。本章从两方面进行研究：一是概述我国民营企业“走出去”战略，剖析民营企业“走出去”的动因、现状和问题；二是分析私募股权资本与民营企业“走出去”战略，解析了私募股权资本在促进民营企业“走出去”战略中的作用，以及可能存在的风险。并提出国家应大力支持私募股权资本市场的发展，积极鼓励民营企业“走出去”，让民营企业运用私募股权资本手段推动民营企业“走出去”战略发展。

第8章，结论与政策建议。归纳报告主要的观点与结论，并提出需要进一步研究的问题。

1.4 研究难点与创新

1.4.1 研究难点

从内容和研究角度来看，本书需要突破的难点主要包括以下两个方面：

一方面，切入点选取和分析框架的构建。私募股权资本与民营企业各自涉及的内容都很广泛，完全可以构成两个独立的题目，而本书选择将二者结合进行研究，如何选取研究的切入点就构成了本书首先要解决的一个难点问题。私募股权资本在中国属于新生事物，无论是现实观察还是研究资料都主要来自国外，对其认识可能存在一定的局限性和不成熟，切入点的选取和分析框架的构建主要源于笔者对现阶段相关问题及实际业务工作中的思考和理解，因此，对一些问题的分析还有待进一步深入。

另一方面，数据资料收集、处理与分析。本书所研究的私募股权资本行业对外缺乏必要的信息披露，因此本书在数据资料的收集、处理与分析上存在一定的难度。

1.4.2 可能的创新点

本书可能的创新之处在于：

第一，将私募股权资本与民营企业发展结合研究，探索私募股权资本促进民营企业发展的机理，从民营企业发展多视角（民营企业创业、创新和创富；转型发展；投融资；政府引导基金；“走出去”战略）研究私募股权资本促进民营企业发展。

第二，强调私募股权资本所具有的产业资本和金融资本双重属性，其对于民营企业发展的宏观与微观运作机理。

第三，提出大力发展政府引导基金，合理引导民间投资，打破以往民间资本垄断行业的投资限制，实现“国进民进”的经济增长新模式。

第四，提出大力发展私募股权基金，推动民营企业“走出去”发展战略。