

北京高等学校“青年英才计划”项目（YETP1388）成果

中国私募股权基金 问题与发展

黄卫东◎著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

北京高等学校“青年英才计划”项目（YETP1388）成果

Private Equity Fund
in
China
Problems and Development

中国私募股权基金 问题与发展

黄卫东◎著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

中国私募股权基金：问题与发展 / 黄卫东著. —北京：中国发展出版社，2015. 11

ISBN 978-7-5177-0422-5

I. ①中… II. ①黄… III. ①企业-融资-研究-中国②基金-投资-研究-中国 IV. ①F279.23 ②F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第261245号

书 名：中国私募股权基金：问题与发展

著作责任者：黄卫东

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街16号8层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-5177-0422-5

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京明恒达印务有限公司

开 本：720mm × 960mm 1/16

印 张：17

字 数：231千字

版 次：2015 年 11 月第 1 版

印 次：2015 年 11 月第 1 次印刷

定 价：49.80元

联系电话：(010) 68990646 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网络订购：<http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话：(010) 68990639 88333349

本社网址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮件：cheerfulreading@sina.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

第1章 导言 1

一、研究背景、意义和思路 3

二、文献梳理、评价与启示 8

- (一) 国外关于私募股权基金的基础研究进展 8
- (二) 国内关于私募股权基金的基础研究进展 10
- (三) 关于私募股权基金影响因素研究及其进展 12
- (四) 国内外相关文献的评价与借鉴 14

第2章 私募股权基金的基本理论与运作流程 17

一、私募股权基金的界定及成立 19

- (一) 私募股权基金的内涵及界定 20
- (二) 私募股权基金的成立方式 20
- (三) 私募股权基金的特点 21

二、中国私募股权基金的主要模式及特征 22

- (一) 公司制私募股权投资基金 23
- (二) 信托制私募股权投资基金 23
- (三) 有限合伙制私募股权基金 23
- (四) “公司+有限合伙”模式 24
- (五) “公司+信托”模式 25
- (六) 母基金 (FOF) 25

三、中国私募股权基金的运作流程 26

- (一) 私募股权基金的基本运作流程 26
- (二) 私募股权基金运作中的要点 28

第3章 中国私募股权投资基金发展回顾与总结 33

- 一、中国私募股权基金的发展历程及评价 35
 - (一) 私募股权基金在中国的发展历程 36
 - (二) 中国私募股权基金的类型 38
 - (三) 中国私募股权基金的组织模式 41
 - (四) 私募股权基金在中国的募资状况 43
 - (五) 私募股权基金在中国的投资状况 44
 - (六) 私募股权基金在中国的退出状况 45
 - (七) 中国私募股权基金发展中的问题 46
- 二、中国私募股权基金的最新发展与评价 49
 - (一) 政策利好应接不暇，资本涌入募资创历史新高 50
 - (二) 投资数据创历史新高，机遇频现刺激“PE2.0时代”开启 52
 - (三) 国企混改、跨境并购领域投资激增，北京优势地位难撼 54
 - (四) 退出案例数创历史新高，退出方式多元化趋势显现 57
- 三、中国私募股权基金的重要纪事及前景 59
 - (一) 中国私募股权基金重要纪事 60
 - (二) 中国私募股权基金发展前景 60

第4章 中国私募股权基金发展的外部环境建设 63

- 一、中国私募股权基金发展的外部环境基础 65
 - (一) 私募股权基金的政策环境 65
 - (二) 私募股权基金的法律法规基础 68
 - (三) 私募股权基金的科技创新基础 71
 - (四) 私募股权基金的经济增长基础 71
 - (五) 私募股权资本来源基础 72
 - (六) 私募股权基金退出渠道基础 73
- 二、中国私募股权基金发展的外部环境障碍 74
 - (一) 中国私募股权基金发展的认知障碍 74
 - (二) 中国私募股权基金发展的法律法规障碍 76
 - (三) 中国私募股权基金发展的创新机制障碍 78
 - (四) 中国私募股权基金发展的金融手段障碍 79

第5章 中国私募股权中的法制和政策问题 81

一、私募股权基金的法律特征及法律适用 83

- (一) 私募股权基金的法律特征 84
- (二) 私募股权基金的法律组织形式 85
- (三) 私募股权的有关法律适用 88

二、中国私募股权投资中的法律障碍 91

- (一) 投资主体的准入资格 91
- (二) 私募股权的退出机制 92
- (三) 私募股权的监管效力 92
- (四) 对赌协议的判定问题 93
- (五) 私募股权的信息披露问题 94

三、中国私募股权投资的政策环境 94

- (一) 发展私募股权的有利环境 95
- (二) 发展私募股权的不利环境 96

第6章 中国私募股权中的资金实力与项目质量 99

一、中国 2015 年各私募基金规模一览 101

二、私募股权基金的实力评判标准 107

- (一) 评价标准1: 收益风险综合水平 108
- (二) 评价标准2: 团队及研发实力 109
- (三) 评价标准3: 内部治理水平 110

三、评判机制的建立标准 111

- (一) 打造最客观评价机制 111
- (二) 持续报道彰显影响力 112

四、中国私募股权基金寻求优质投资项目源的问题 112

- (一) 项目寻找与评估 113
- (二) 投资项目的问题与风险 118

第 7 章 中国私募股权中的退出渠道问题 121

一、私募股权基金的退出渠道分类 123

- (一) 首次公开发行上市 123
- (二) 兼并收购 126
- (三) 股份回购 131
- (四) 融资型反向收购 132
- (五) 破产清算 133

二、各种退出渠道的退出流程 135

- (一) 中国私募股权通过首次公开发行上市退出的流程 136
- (二) 中国私募股权通过股份回购方式退出的流程 139
- (三) 中国私募股权通过融资型反向收购退出的流程 140
- (四) 中国私募股权通过破产清算退出的流程 140

三、各种退出渠道的优劣比较及相关问题 144

第 8 章 中国私募股权中的资产证券化问题 147

一、关于资产证券化的界定 149

二、私募中的资产证券化配置与我国现状 151

- (一) 资产证券化在私募中的流程 151
- (二) 中国私募资产证券化的历史及现状 153

三、资产证券化与私募股权的联系与意义 155

- (一) 资产证券化与私募股权在特殊情况下可能融合 155
- (二) 资产证券化与私募股权在的主要区别 156
- (三) 资产证券化不足对私募股权基金发展的掣肘 157

四、私募股权证券化的特征、弊端及解决方法 161

- (一) 私募股权证券化的特征 162
- (二) 私募股权证券化的弊端 163
- (三) 相关问题的解决方法 164

第9章 中国私募股权基金的法律监管问题 165

- 一、政府监管市场的理论依据 167
 - (一) 市场调节与市场失灵 167
 - (二) 市场失灵与政府监管 168
 - (三) 市场调节与政府监管 169
- 二、中国私募股权基金监管的必要性分析 170
 - (一) 中国私募股权基金的特殊属性和历程 170
 - (二) 中国私募股权市场特点分析 173
- 三、中国私募股权基金的监管现状分析 175
 - (一) 基金募资阶段的监管 176
 - (二) 基金投资阶段的监管 180
 - (三) 基金退出阶段的监管 182

第10章 私募股权基金发展的国际比较和经验借鉴 187

- 一、中西方私募股权发展比较 189
 - (一) 私募股权基金发展的中外历史环境对比 190
 - (二) 中外私募股权基金资金规模及其来源比较 192
 - (三) 中外私募股权基金的投资方向及差异比较 195
 - (四) 中外私募股权基金退出方式的比较 196
 - (五) 中外私募股权基金组织形式的差异及比较 197
 - (六) 中外私募股权基金法律政策差异及比较 199
- 二、发达国家私募股权基金发展经验借鉴 201
 - (一) 积极拓宽融资渠道 202
 - (二) 科学高效地选择投资方向 202
 - (三) 不断完善国家法规政策体系 203
 - (四) 加强对专业化人才的激励制度 204
 - (五) 不断创新私募基金的组织形式 204

第 11 章 大力发展中国私募股权基金产业的建议 205

一、加快发展中国私募股权基金具有重大意义	207
(一) 有利于推动各类型企业的制度变革	208
(二) 有利于提升中国经济的整体运行效率	209
(三) 有利于提升中国在全球经济中的影响力	209
二、完善私募股权基金发展的外部环境	210
(一) 完善私募股权基金法律法规制度体系	210
(二) 完善税收制度的政策导向作用	211
(三) 完善私募股权基金产权交易市场	213
(四) 加速构建多层次资本市场	214
(五) 培养专业基金管理人，提高管理水平	215
(六) 适度开放养老金和保险公司资金投资私募股权基金	215
三、改进私募股权基金内部运作体制和运作模式	216
(一) 公司化私募股权基金	217
(二) 拓展公众融资渠道	218
(三) 重拾科学管理使命	218
(四) 适度转向债权投资	219
(五) 寻求新的退出渠道	220
(六) 筹建私募股权公司	221

附录 1 私募股权主要法律法规名录	223
-------------------	-----

附录 2 《中华人民共和国证券投资基金法》(2015)	225
-----------------------------	-----

参考文献	260
------	-----

后记	264
----	-----

PART 1

第1章

导言

自20世纪90年代初期起我国开始出现风险投资的基本理念与实践运作，但是私募股权体系在2000年前后才真正地发展。尤其是2004年我国推出了中小企
业板、2006年开展股权分置改革、2007年完善《合伙企业法》以及2009年在十年磨一剑之后正式推出创业板市场等一系列利好政策的推动下，私募股权基金在我国呈现出了井喷式增长的态势。一时之间，“全民PE”已经成为我国金融界与资本市场领域极为吸引人们眼球的一个热点话题。然而，私募股权基金在数量大幅增长、促进我国经济快速发展的同时，也带来非法集资、非法经营、侵犯私募股权基金投资者权益、PE腐败等诸多不良的社会问题。围绕这些在实践中陆续出现的问题，本书一方面对我国私募股权基金近些年来实际运行的可喜成果进行总结，梳理可供今后继续保持了宝贵经验；另一方面，重点对产生相关问题的成因和不当举措进行分析，归纳不同领域不同层面存在的教训，并积极借鉴国际经验，提出对我国私募股权基金健康发展具有针对性和参考性的对策建议。

一、研究背景、意义和思路

私募股权基金在我国的发展已走过了近二十年的历程，近年来私募股权资本市场在政府政策支持下规模不断扩大，但目前仍处于粗放式发展的初级阶段，相关领域的研究普遍认为，作为金融产业重要的分支领域之一，私募股权

基金发展环境的缺失是出现相关社会问题的根源所在。换句话讲，良好的外生环境与健康的内在系统是私募股权产业存在与发展的基石，而科学的发展体系建设对于一国私募股权基金的稳定发展和投资人权益保护具有基础性和根本性的价值与意义。整体来看，我国私募股权基金产业目前尚未建立起成熟的发展体系，甚至于对整套体系的研究工作仍然进展缓慢，部分关键领域的实践还处于空白阶段，已经成为阻碍这一产业健康发展的一大痼疾。

自从2006年以来，《合伙企业法》、《创业投资企业管理暂行办法》、《公司法》等管理办法的出台和一系列法律的修订，使私募股权基金建立起了基本的法律框架。从基金的组织形式上来看，我国私募股权基金组织形式在《合伙企业法》修订之前主要是公司制，《合伙企业法》修订之后，我国私募股权基金的主要组织形式为有限合伙制，但是这种治理机制导致有限合伙人与普通合伙人职能模糊，最终会导致有限合伙制对基金管理人的激励和约束作用被压制，使基金管理人对被投资企业的价值发现和价值创造能力被摧残，产生合作“租值消散”的问题，以至于在一定程度上制约了我国私募股权资本市场的发展。经过多年积极的改革，我国资本市场股权分置问题已经基本解决，多层次的资本市场体系正加快建设，这使私募股权基金的投资和退出变得更加的方便快捷，值得肯定。国内企业高速成长，市场资金充裕，而现有的融资工具和金融服务却仍然无法满足当今企业的需求，从储蓄向投资的转化效率仍然不高，这就为私募股权基金的发展提供了旺盛的市场需求与融资基础。

粗略估计，全球私募股权基金的融资能力至少在2万亿美元以上，如此庞大的数量令各国都不得不引起足够的重视，特别是亚太地区成了私募股权基金争夺的热门市场，而中国市场更是成为资金关注的焦点，近年来私募股权在整个中华大地上遍地开花。与此同时，本土的私募股权基金也在坚持不懈地寻找可以创造价值的机会，力求在高收益的私募股权交易市场当中占得一席之地，但由于自身市场经验不足，同时政策、法律的不完善，中国本土私募股权基金始

终处于下风地位，其市场份额、赢利能力及影响力与外资私募股权基金相比过于悬殊。回顾我国私募股权基金的发展历程，为满足现实经济发展对金融变革的客观诉求，我国也在认真总结创业风险投资基金发展得失的基础上，快马加鞭地进行中国本土私募股权基金的探索工作。其中，我国的创业风险投资基金从1985年开始起步，经历了启蒙、缓慢发展、非理性快速扩张、适度调整等大致四个阶段，当前已进入政府引导下的相对理性发展时期，坦率地讲，这前前后后20多年的摸索发展十分不易。就微观层面而言，业内对中国私募股权基金的市场化发展模式也进行了许多有益的探索，大约从2006年开始，意向投资人便纷纷以信托股权投资计划、有限合伙制股权基金、产业投资基金等形式进行积极尝试，取得了系列可喜的成果，但是试点运行时间相对太短，哪种运营形式更适合我国私募股权基金的发展当前尚无法证明，或许只有在金融市场突出的结构性供求不平衡问题逐步缓解之后答案才能浮出水面。

一方面，我国大量企业尤其是中小企业充满增长活力，却为找不到合适的资本金而苦恼。由于我国面临间接融资体系的制度缺陷和直接融资的结构缺陷，由此导致了资本市场缺乏层次、民间资本难以进入银行体系、资本运作效率低下等诸多难题。企业通常主要通过证券市场、资本市场或银行系统来融资，但对于我国大多数企业来说，银行长期以来扮演着融资首选对象的角色，我国主要金融机构（股份制商业银行、四大国有商业银行及政策性银行）掌握了所有金融资产的80%左右，在我过贷款发放和存款吸收中扮演了主要角色。然而，受到特定体制和经济发展路径的约束，在目前的经济环境下，银行贷款发放具有十分明显的政策倾向，银行资金主要是流向了政府重点发展的产业与地区，一般中小企业尤其是民营企业很难得到银行贷款。另外从证券市场融资的角度来说，又只有2000多家在沪、深两地上市的公司和企业能够完成扩大融资，所以大多数企业通过上市进入证券市场融资的门槛十分高，对众多的中小企业更非易事。那么中小企业只能从其他资本市场才有可能进行融资，其他资

本市场上的融资可分为公募和私募两种形式。公募即企业通过发行债券融和资金，在当前严格的审批条件和资格要求下，仅有大型公司才有资格进行债券发行，这也可从每年只有几百甚至几十亿元的企业债发行规模得到验证，如此一来，真正向中小企业敞开大门的只有私募这一融资渠道。

另一方面，中国外汇储备在过去10多年保持快速增长，出口导向发展方式在带来财富扩张的同时也埋下了内外经济失衡的隐患，当国际金融危机导致外需缩水时，国内富余资金一时间难以找到合适的投资门路，其结果是被动地制造了大量泡沫。1996年底中国外汇储备首次突破1000亿美元大关，2001年底飞跃了2000亿美元的大门，2005年底又达到8189亿美元的规模，2006年2月底，中国外汇储备已超过日本成为全球外汇储备最多的国家，外汇总规模增长到8536亿美元。截至2006年10月底，中国外汇储备突破1万亿美元。2008年8月末，根据中国人民银行公布数据显示，我国国家外汇储备余额为19055.85亿美元，同比增长了19.86%，又创新高。尽管最近几年中国外汇储备加速增长的势头略有减弱，但总体规模膨胀的趋势并未根本扭转。根据相关统计数据显示，2013年上半年我国外汇储备增加额为2190亿美元，如此巨大的外汇储备使我国市场的资本流动性过剩得状况更加严重，同时也在一定程度上加剧了国内外经济发展的不平衡，寻找更好的市场来投资成为各路资金需要共同面对的课题。

当前我国资本市场另外一个不可回避的焦点问题是供求失衡下的优质资源流失，一方面是资本供给者资金富裕，但缺少项目可以投资；另一方面却是资金需求者资金短缺，想借入资金却又没有可靠而稳定的门路。在跨国私募股权基金看好中国私募股权市场行情的同时，我国大量的知名私募股权基金企业却流向了海外市场，让境外投资者从中国私募股权市场赚足了的投资回报。例如2002年10月，摩根士丹利等3家国外投资公司共计以5亿元的投资规模入股蒙牛乳业，之后在蒙牛公司在股票市场上市后获得了约26亿港元的巨额回报；2003年，中国鼎晖公司和新加坡政府投资公司向李宁公司投资达1850万美元，投资

部分股权在2004年李宁公司在香港联交所成功上市后的价值高达2亿美元，粗略计算投资回报已经超过10倍。

造成上述主要问题的核心原因是我国缺乏一个有效疏通资金盈缺的渠道，这也是我国资本市场严重缺乏层次性的一个具体的体现。中国人民银行原副行长吴晓灵在2006年6月召开的天津滨海新区金融发展论坛上指出，“我国资本市场有‘缺乏层次’这样一个致命缺陷。众多不同规模、不同类型企业在资本市场的唯一选择公开发行、公开上市。这一现状极大制约了国家大力推进自主创新以及促进中小企业发展战略的实施”，另外在世界资本市场发展的历程中极少发生。“吴晓灵在2007年9月20日的中国私募股权市场基金国际研讨会发表了自己的意见，目前，外资私募基金正在大量进入中国，而中国企业却要绕路到海外上市。金融滞后会制约中国企业国际舞台的竞争力，不放开中国的金融束缚，中资机构永远不会有竞争力。私募基金是资本市场上重要的机构投资者，一方面，私募基金汇集富人之财，具有资金量大、风险承受能力强的特点；另一方面，它属于专家理财，投资分析能力强，有利于发现企业价值。在私募证券投资基金和私募股权投资基金中，发展私募股权投资基金更具有紧迫性。对于这种危机，她提出了一个解决方案，那就是各种形式的私募股权投资基金以其方便灵活、投资领域独特的优势，将处于不同发展阶段的企业有机地与多层次资本市场对接起来，相互配合，相互促进，不仅极大地提高了资本市场的资源配置能力和风险分散能力，而且为其产业创新和转型发挥了巨大的推动作用”。^①可见，我国金融改革已经迫在眉睫，而加快发展私募股权基金市场就是金融改革的重要方向之一。

本书的结构大致可分为三大板块。前四章为基础篇，在回顾和总结中国私募股权基金改革历程的基础上，对私募股权基金当前存在的一些话题进行基础

^① 翟文超：《发展中国私募股权基金与促进中国中小企业成长关系之研究》[D]，首都经贸大学，2010年。

性思考和分析，明确私募股权基金的话题以及转型的基本方向；第五章至第九章为深化篇，着重从理论上对中国私募股权基金遇到的问题进行探究，并从理论和实践两个方面揭示出我国私募股权基金发展至今中亟须解决的关键环节，对这些问题进行深刻反思；最后两章为对策篇，立足于我国经济社会转型的大背景，按照深入推进市场化改革的基本要求，在前文分析的基础上适当借鉴国外私募股权基金发展的先进经验，提出了我国私募股权基金发展的基本路径和改革建议。

二、文献梳理、评价与启示

私募股权基金起源于20世纪40年代的美国，并在该国得到了充分发展，随后逐步扩展到欧洲大陆、英国、亚洲和世界其他地区，目前已经成为金融学研究 and 金融实践活动中的重要概念。美国私募股权基金的成熟度和品牌知名度无论是从市场的完善程度还是从历史业绩来看，始终在全球均处于领先水平，欧洲的私募股权基金紧随其后，其他地区也在快速崛起。很多国外学者从多种视角以美国和欧洲大陆的私募股权基金为研究对象，研究了私募股权基金的融资活动，比如委托代理风险、退出机制等，这些研究对私募股权基金的发展起到了一定的指导作用。相比之下，中国私募股权基金作为一种市场行为还处在“小马过河”阶段，由于实践经验不够充分，理论研究也更多属于学习和探索性质，但近年来的研究成果明显增多，相关成果的研究深度也在稳步提升。

（一）国外关于私募股权基金的基础研究进展

私募股权基金研究的第一步就是确定其核心概念，国际上关于私募股权基金的定义存在很多不同的解释。在欧洲大陆，PE基金可以直接看作为风险资