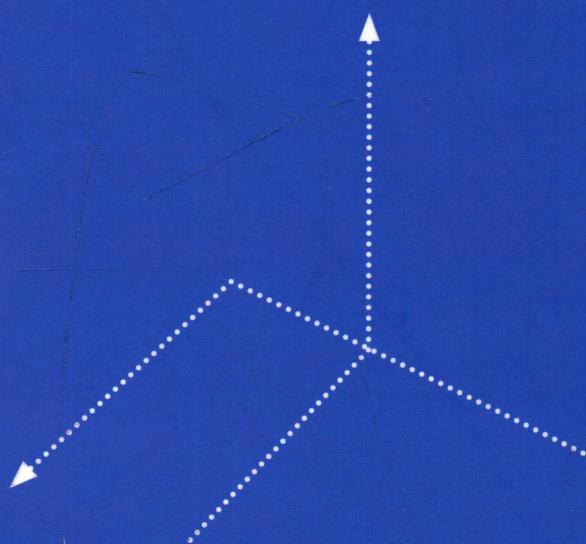


股权投资学

PRIVATE EQUITY

(总论)

谭祖卫 著



中国财政经济出版社

股权投资学

(总论)

谭祖卫 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权投资学. 总论/谭祖卫著. —北京: 中国财政经济出版社, 2015. 9

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6338 - 0

I. ①股… II. ①谭… III. ①股权 - 投资基金 - 研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 184406 号

责任编辑: 梁 飞

责任校对: 徐艳丽

封面设计: 耕 者

版式设计: 康普宝蓝

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88190406 北京财经书店电话: 010 - 64033436、84041336

北京联兴盛业印刷股份有限公司印刷 各地新华书店经销

710 × 1000 毫米 16 开 19.5 印张 300 000 字

2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月北京第 1 次印刷

印数: 1—4 060 定价: 90.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6338 - 0/F · 5107

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报电话: 010 - 88190492, QQ: 634579818

本书献给我的父亲与母亲！

本套书出版受到以下公司和机构资助：

1. 中关村创新研修学院
2. 北京市知识管理研究基地
3. 北京中海投资管理有限公司
4. 燕园创新北京投资管理有限公司
5. 大川（赣州）投资管理有限公司

序 / PREFACE

股权和创业投资基金作为私募基金的主要类型，从 20 世纪中叶开始到现在已经有 70 余年的发展历史，美国是其发源地，也是目前股权和创业投资最发达的国家。在我们熟知的硅谷，依托于斯坦福、加州大学伯克利分校等世界知名大学，以思科、英特尔、惠普和苹果等世界顶级企业为代表的 1 万家以上的科技型企业引领着全球众多高科技领域特别是电子计算与现代通信领域的飞速发展，而这些高科技企业的成长与壮大也离不开股权和创业投资的支持。早在第二次世界大战结束后，斯坦福大学就采纳 Frederick Terman 的建议设立工业园，Terman 同时为初创企业提供创业资本。惠普公司是硅谷早期获得创业投资最成功的例子之一，随后有思科公司以及苹果公司等。当 1972 年第一家创业投资基金在硅谷的 Sand Hill 落户，创业投资基金就与大量高科技、高成长企业结为了密不可分的伙伴，共同见证了硅谷的成长，而 Sand Hill 在硅谷也成为了创业投资资本的代名词。时至今日，放眼世界，凯雷、黑石、KKR、TPG、IDG、红杉资本、贝恩资本和华平投资等私募基金巨头的存在，极大地推动着创业与创新。

我国作为新兴市场经济国家，在发展股权和创业投资基金方面拥有欧美发达国家所不具有的诸多后发优势。比如，即便是放眼全球也可谓一马当先的经济增速；逐步走向成熟与开放的巨大新兴市场；政府无论从政策上还是资金上都能给予大力支持；以及中华民族坚韧无畏的奋斗精神等。但是，我国股权和创业投资

基金的起步毕竟较晚，无论是政策法规层面，还是实务运作层面，都还处于摸索过程中。

1985年3月中共中央发布的《关于科学技术体制改革的决定》首次提出“对变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资支持”。此后，科技部等有关部委即开始探索发展创业投资。同年，国家出资设立了中国新技术创业投资公司，其目的是为高技术开发企业提供贷款支持。虽然后来的实践表明：贷款方式与创业投资方式相去甚远，并不适合创业期科技型企业，但这种探索的意义在于使国人了解了创业投资与贷款资金投入的本质区别。

本人1993年即参与了我国第一家创业投资基金——淄博乡镇企业投资基金的管理工作。1995年末考入原国家计委（现国家发改委）财政金融司工作后，1996年5月撰写的第一篇内参报告即呼吁“借鉴市场经济发达国家经验，发展有中国特色创业投资基金”。此报告受到国务院领导重视后，即遵照批示着手研究起草创业投资基金相关法规和政策。20个春秋过去了，虽然也有些进展，但距构建完善的创业投资政策法律体系还相差甚远。

所幸的是，在推进国家创业投资政策法律体系建设过程中，我结识了一批富有情怀且潜心研究的志士仁人。其中，谭祖卫博士就是其中最突出的一位。2014年10月，《创业投资企业管理暂行办法》终于得以发布。为促进创业投资（基金）企业发展，办法明确国务院有关部委和地方政府可以设立创业投资引导基金，通过参股支持等方式，引导社会资金参与投资商业性创业投资基金。但是，财政性创业投资引导基金如何设立和运作，仍没有固定的模式可以借鉴。当时谭祖卫博士正在从事博士后研究，其主要工作之一便是构建海淀区创业投资引导基金运作模式和方案。从这些年的运作实践看，海淀区创业投资引导基金作为我国最早设立的地方性引导基金之一，对全国起到了很好的示范作

用。通过总结其经验，2008年，国家发改委会同财政部、商务部起草并通过国务院办公厅颁布了《创业投资引导基金规范设立指导意见》。

后来，谭博士一直在持之以恒地从事股权和创业投资研究，并积极参与国家发改委财政金融司和我本人负责指导的中国投资协会创业投资专业委员会的多项研究和实际工作，提出了不少很有见地的政策和工作建议。今天，他花费十年心血研究形成的《股权投资学（总论）》与《股权投资学（各论）》终于要正式出版了，这既是他个人的幸事，也是我国股权和创业投资界的幸事！

纵观全球股权和创业投资的发展历程，其为促进世界经济发展以及高新技术产业化发挥了重要作用，但是从学科体系上看，股权和创业投资在整个金融领域尤其是在投资学分类中尚没有找到应有的位置。尽管国内外不少学者从不同角度做了一些研究探讨，但还缺乏系统、全面的梳理与总结。谭博士能够博采众家之长，进行有益的开创性探索，实在难能可贵！

尽管这套书存在这样与那样的不足之处，但其为进一步完善股权和创业投资理论作出了三方面重大贡献：

第一，丰富了传统投资学分类。作者把股权投资作为一个完整的、独立的学科纳入投资学家族中，使其成为继实业投资、证券投资之后的第三种投资类型，即股权投资成为连接实业投资与证券投资的一个重要投资类型。

第二，试图构建一个完整的股权投资理论体系框架。《总论》主要从基本理论出发进行阐述，包括基本概念定义与分类、股权投资市场组成、股权投资发展环境（如法规环境、科技创新环境以及文化环境）和股权基金内部运营（如内部运营机制、基金募集与设立、项目投资、投后管理以及基金退出等）；而《各论》主要从实务角度论述各类股权基金的起源与发展、运作模式、运

作特点以及未来发展趋势，如天使投资、创业投资、成长基金、并购基金、母基金、政策性基金、外资基金、物权基金、股权众筹、夹层基金以及上市公司私人股权基金。

第三，探索性地对股权投资一些基本概念进行了系统规范定义。以往业内缺乏对股权投资领域一些基本概念的系統定义，如私人股权、股权投资等，作者在这方面做了一些探索性的工作。

股权和创业投资作为一种新型的投资工具，其理论体系还在不断完善中。由于不同的经济金融制度与文化背景存在较大差异，因此，结合我国具体经济金融制度和文化背景，推进有中国特色股权和创业投资理论发展，还有很长的路要走。我期待作者在以后的理论研究与实务工作中对本套著作进行进一步完善，也希望其他学者以及业内人士能够像谭博士一样，积极探索，勇于开拓，为我国股权和创业投资理论建设作出新贡献！

刘健钧

2015年9月25日

自序 / PREFACE

1997 年我从期货开始涉入金融投资领域，以后相继从事过证券以及实业投资工作。但当时我硕士所学专业是农业化学，与金融投资专业相差甚远，直到 2002 年攻读博士学位才开始比较系统地学习金融投资专业理论。2005 年博士毕业有幸进入北京航空航天大学与中关村科技园区联合博士后工作站从事政府引导基金运营机制研究，并直接参与中关村创业投资引导基金的设立与运营工作。在此期间还参与了中关村创业孵化投融资体系构建的研究与实务工作。因此，我最初从事股权投资是从研究政府创业投资引导基金开始的，并且在以后的工作中参与了多只股权基金的实务工作，尤其是政府引导基金的设立与运营。这套书的出版也是对我本人从事股权投资理论研究与实务操作十年的总结。

从 1946 年成立研究和发展公司（ARD）到现在，在股权投资的推动下，美国先后产生了英特尔、谷歌、苹果、微软等世界级高新技术企业，同时也确保了其现代信息技术产业的全球领先地位。1985 年，国家科委、财政部共同出资设立了中国新技术创业投资公司，其目的是为高技术开发企业投资或贷款，该公司的成立类似于美国的 ARD，对发展我国股权投资具有里程碑的意义。今年是我国发展创业投资整 30 年，在 30 年的发展过程中，我国股权投资规模不断扩大，股权投资市场不断完善，大大促进了创新创业，催生出一批优秀企业，如百度、阿里巴巴、搜狐等。

股权投资的快速发展,吸引了国内外许多学者从不同角度对股权投资进行大量研究,内容包括股权投资运营机制、股权投资风险控制体系以及股权投资监管制度等。同时,也激发了股权投资专业教育与培训领域的活力,国内外许多大学纷纷开设相关课程甚至设立相关专业,各大社会培训机构也纷纷设立股权投资培训项目。但是,总体上股权投资理论研究教育与教育还滞后于实务,至今学术界仍没有就股权投资构建一个完整的理论体系,股权投资专业教育与培训也缺乏系统的教材。

在这些背景下,通过吸收借鉴众多学者的大量研究成果,结合自己平时的一些研究以及从业经历,我努力尝试构建股权投资理论体系,期望可以起到抛砖引玉的作用。

本书分《股权投资学(总论)》与《股权投资学(各论)》两册。《总论》侧重于从理论方面系统与全面地阐述股权投资,主要包括三部分内容:一是论述股权投资基本理论,包括股权投资基本概念与分类、股权投资市场组成以及股权投资相关理论等内容;二是论述股权投资发展环境,包括股权投资法规环境、股权投资科技创新环境以及股权投资文化环境等内容;三是论述股权基金内部运营,包括基金内部运营机制、基金募集与设立、项目投资、投后管理以及基金退出等内容。

《各论》侧重于从实务角度论述各类股权基金的起源与发展、运作模式、运作特点以及未来发展趋势,主要包括天使投资(Angel Investment)、创业投资(Venture Capital)、成长基金(Pre-IPO)、并购基金(Buy-out Fund)、母基金(Fund of Fund)、政策性基金(Policy-Directed Fund)、外资基金(Foreign Capital)、物权基金(Real Right Fund)、股权众筹(Equity Crowdfunding)、夹层基金(Mezzanine Fund)以及上市公司股权投资(PIPE)。

这套书力求从基本概念以及股权投资起源出发构建股权投资

理论体系，包括私人股权的定义、股权投资在整个投资行业的地位与作用、股权基金系统归类与分类、股权基金与私募基金之间的关系以及股权基金内部运营机制等。同时，也力求从实务出发向读者介绍各类股权基金的实际运作，包括基金设立与运作过程中的法律问题与税收问题、基金内部运营流程与制度以及基金运营风险控制问题等。

虽然本套书得以顺利出版，但由于本人学识以及从业经历有限，书中不足之处在所难免，大体表现在：一是缺乏不同法律法规与金融制度下股权投资运作模式的比较；二是《各论》中部分基金如股权众筹、物权基金、夹层基金等，论述得还比较空泛，操作性较差；三是《各论》中尚缺少对各基金的经典案例分析，可能导致读者缺乏感性认知。本人在以上方面都曾努力作过尝试，但终因力不从心而没有成功。

写作过程中，刘健钧老师的许多学术观点对我启发很大，尤其是关于政策性基金、我国股权投资监管以及天使投资等方面的一些独到观点。书中也吸收了北京大学经济学院金融系何小锋教授关于股权投资的一系列学术观点。另外，本套书采用了清科集团大量行业数据，在此表示感谢。

本套书能顺利出版要感谢中关村创新研修学院执行院长柳进军教授，他不仅从出版经费上给予了大力支持，还从中关村创新研修学院战略发展出发把此套书列为该院研究课题并提供了大量研究素材。

我的同事葛新权教授、张键教授、王斌教授、李建良副教授、田林子老师、刘亚娟老师以及业内几位好朋友如吴昌侠、郑怀树、胡芳日、孟兆辉、郝玉强以及姜明明等为本套书的写作提供了素材并提出了一些很好的建议，尤其是田林子老师在校稿过程中做了大量工作，在此一并感谢！

感谢中国财政经济出版社对本套书出版给予的大力支持，

樊清玉老师以及梁飞老师不仅做了大量的编辑加工工作，还对书稿内容提出了许多宝贵的修改意见。

感谢我的研究生以及本科生为我搜集了大量基础资料，包括崔耀娜、刘春晓、郝江培、金勐、王丽娜、牛燕、许凯楠、郭一凡、姜召彬、付莉、刘俊霞、胡方凤和覃俊雄等，尤其是刘春晓、付莉和刘俊霞做了大量校稿工作。

由于本书写作过程较长并几经易稿，如有文献标注不当或遗漏之处，请多多包涵。书中其他不当之处，敬请批评指正。

目 录 / CONTENTS

1 第1章 股权投资概述 / 1

- 1.1 股权投资定义 / 1
- 1.2 股权投资相关概念 / 4
- 1.3 传统投资学分类 / 9
- 1.4 股权基金分类 / 13
- 1.5 股权基金组织形式与运作模式 / 15
- 1.6 股权基金投资业务流程 / 24
- 1.7 股权投资的作用与特点 / 26

2 第2章 股权投资市场 / 30

- 2.1 股权投资发展历程与发展趋势 / 30
- 2.2 国内外股权投资市场发展概况 / 44
- 2.3 股权投资市场主体 / 49
- 2.4 股权投资市场分类 / 61
- 2.5 股权投资退出市场 / 69

3 第3章 股权投资相关理论 / 76

- 3.1 信用理论 / 76
- 3.2 委托代理理论 / 79
- 3.3 J曲线理论 / 85
- 3.4 企业估值理论 / 88
- 3.5 企业生命周期理论 / 98
- 3.6 “死亡谷”理论 / 102

4 第4章 股权投资法规环境 / 104

- 4.1 概述 / 104
- 4.2 《公司法》与股权投资 / 107
- 4.3 《合伙企业法》与股权投资 / 113
- 4.4 《信托法》与股权投资 / 119
- 4.5 《外商投资创业投资企业管理规定》与股权投资 / 123
- 4.6 《创业投资企业管理暂行办法》与股权投资 / 127
- 4.7 《证券法》与股权投资 / 130
- 4.8 股权投资监管制度 / 132
- 4.9 股权投资税收与优惠政策 / 136

5 第5章 股权投资科技创新环境 / 144

- 5.1 概述 / 144
- 5.2 技术资产 / 150
- 5.3 科技企业 / 154
- 5.4 科技产业 / 159
- 5.5 科技孵化器 / 164

6 第6章 股权投资文化环境 / 170

- 6.1 概述 / 170
- 6.2 股权投资文化内容 / 173
- 6.3 股权投资文化特征 / 176
- 6.4 股权投资文化形成与发展 / 178
- 6.5 国内外股权投资文化发展现状 / 183

7 第7章 股权投资运营机制 / 187

- 7.1 概述 / 187
- 7.2 投资决策机制 / 188
- 7.3 激励约束机制 / 194
- 7.4 风险控制机制 / 198

7.5 内部治理机制 / 201

8 第8章 基金设立 / 208

- 8.1 概述 / 208
- 8.2 确定主发起人 / 209
- 8.3 前期准备 / 211
- 8.4 资金募集 / 215
- 8.5 基金工商注册 / 218
- 8.6 资金托管 / 219
- 8.7 基金备案 / 220

9 第9章 项目投资 / 225

- 9.1 概述 / 225
- 9.2 项目收集 / 226
- 9.3 项目筛选 / 228
- 9.4 项目立项 / 229
- 9.5 尽职调查 / 231
- 9.6 投资方案设计 / 234
- 9.7 项目谈判 / 243
- 9.8 项目决策 / 245
- 9.9 签订协议 / 246

10 第10章 投后管理 / 251

- 10.1 概述 / 251
- 10.2 投后风险分析及监管 / 253
- 10.3 投后管理流程及业务 / 255
- 10.4 投后管理模式 / 259

11 第11章 基金退出 / 262

- 11.1 概述 / 262

- 11.2 IPO 退出 / 263
- 11.3 并购退出 / 270
- 11.4 转让退出 / 277
- 11.5 回购退出 / 279
- 11.6 清算退出 / 280
- 11.7 不同退出方式比较 / 282

参考文献 / 284