

# 私募股权投资治理 机制研究

田惠敏 著



Study on the Governance Mechanism of  
Private Equity Investment



经济科学出版社  
Economic Science Press



# 私募股权投资治理 机制研究

田惠敏 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资治理机制研究 / 田惠敏著. —北京:  
经济科学出版社, 2015. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5909 - 7

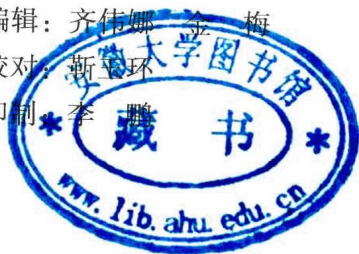
I. ①私… II. ①田… III. ①股权 - 投资基金 -  
研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 164479 号

责任编辑: 齐伟娜 金梅

责任校对: 靳玉环

责任印制: 李鹏



### 私募股权投资治理机制研究

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 13.25 印张 220000 字

2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5909 - 7 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)

私募股权投资是 20 世纪以来全球金融领域最成功的创新成就之一，其特有的制度安排和激励机制，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，意在通过控制与改造互动形式实现资本的最大增值，同时对实体经济的发展起到质的推动。

中国的私募股权投资可以追溯到 20 世纪 80 年代中期，一开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；具有私募股权投资性质的政府引导基金，由于体制和观念上的原因，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的运作的特点和规律。如何有效地发挥私募股权资本推动社会经济发展的作用，促进社会经济投融资和转型发展，成为中国政界、学术界和实务界十分关注的热点问题。当前，越来越多的学术界和企业界人士开始关注私募股权资本在促进社会经济发展的问题。

2008 年发端于美国的金融危机从虚拟经济过渡到了实体经济。突如其来的金融风暴迅速横扫全球，也让全球私募股权产业步入了有史以来最为艰难的时刻。这场金融危机对世界经济的影响至今还在。我国经济，特别是实体经济亦受到此次金融危机的不小冲击。

在全球，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，尤其对于很多正处于成长期的中小企业来说，它们往往缺乏资产抵押很难从银行贷款，上市又不够条件，从私募股权基金那里得到资金显得至关重要。当年爱迪生一系列电器的发明得益于摩根财团的资助，福特汽车也是靠杜

邦家族的投资才茁壮成长。近些年，全球上市融资的众多企业中，近一半都有创投和私募投资支持的企业。在中国，新浪、网易、腾讯、盛大、蒙牛、无锡尚德、阿里巴巴这些最富有活力和竞争力的企业无一不是靠私募股权投资成长壮大起来的。大力推动私募股权资本市场发展，让私募股权基金成为连接资本市场与实体经济的桥梁，是实现我国经济转型与实体经济发展的的重要手段。

田惠敏博士是我带的博士后，是张培刚教授推荐给我的，因为他是张培刚教授带的博士。本书是田惠敏博士在其博士论文《私募股权投资治理机制研究》基础上形成的。由于张培刚教授已去世，所以田惠敏请我为此书撰写序言，我就同意了。

在我看来，本书具有以下特点：

第一，兼顾私募股权投资的理论与实务，力图使二者密切结合。这样，不仅可使读者懂得私募股权投资的理论，而且知道私募股权投资的具体操作。

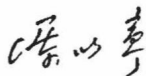
第二，力图使普及与提高结合，深入浅出。这样，不仅刚涉足私募股权投资的人士可以由此入门，而且那些对私募股权投资已有一定经验的人士也可得到提高。

第三，在注重私募股权投资理论的系统性的同时，也突出一些重点。例如，设立专门章节详细叙述私募股权的尽职调查，具有较强的实践操作性。

第四，注重介绍世界其他国家的经验和新的发展，同时也对中国私募股权市场的现状和问题进行分析。这对中国私募股权市场未来的发展是有帮助的。

第五，对私募股权投资的监管以及有关法律、法规和政策，做了重点讲述。这适应了加强规范私募股权市场的需要。

最后，我衷心希望各位读者和我一起分享本书的智慧。预祝田惠敏博士在今后的工作中一切顺利，为中国经济未来发展贡献力量。



2015年7月17日

本书旨在从治理机制的视角研究私募股权投资的问题，从委托—代理理论出发，构建基于治理机制的私募股权投资分析框架，探讨研究私募股权投资治理机制的内在原理，力求解决因私募股权资本所有权和控制权分离造成的代理人问题。这不仅进一步拓展了我国在该领域理论上的研究，而且对促进我国私募股权投资业的可持续发展、推动我国产业结构升级、培育多层次资本市场建设、完善公司治理结构和加强中小企业发展都具有重要的现实意义，能够为我国今后制定私募股权投资相关政策提供科学依据。

本书研究的技术路线：第一步，私募股权投资业概况及相关理论基础分析，从契约及委托—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着手，为下面具体讨论私募股权投资的各治理机制及其模式设计提供理论依据。第二步，对私募股权投资治理机制进行总体论述，提出私募股权投资各治理机制之间不是相互独立和相互分割的关系，而是一个相互作用和相互依赖的整体关系。第三步，分别从融资过程的治理机制、投资过程的治理机制、退出过程的治理机制及外部环境的治理机制等四个方面分别展开研究。在融资过程的治理机制中，分别从私募股权投资组织形式选择、融资过程的激励和约束机制进行分析，并建立一次博弈和有限次博弈声誉模型。在投资过程的治理机制中，分别对阶段投资、控制权分配和激励机制进行分析；在退出过程的治理机制中，分别对私募股权投资退出的影响、特性和因素分析，并进行简单模型分析，提出私募股权退出是各种报酬机制

激励作用实现的前提，是控制权分配和声誉机制发挥作用的前提；在外部环境治理机制中，本书对证券主导型金融体系和银行主导型金融体系与私募股权投资治理机制之间的关系，分析金融市场的结构与私募股权投资治理机制的问题，提出政府规制对私募股权投资治理机制的重要作用，并分析了区域与文化环境等其他外部环境对私募股权投资治理机制的影响。第四步，通过分析我国私募股权投资发展状况和私募股权在投资治理机制中存在的问题，提出我国私募股权投资治理机制总体框架构想和模式设计建议，提出我国未来私募股权投资治理机制模式的几点前瞻性建议。

本书的可能创新之处：第一，运用契约理论、委托—代理理论和博弈论等相关理论，从私募股权投资本质内涵和运作机理出发，系统分析了投资者、私募股权投资家和企业家三方当事人在私募股权融资阶段、投资阶段、退出阶段及外部环境的治理机制行为，创新性地提出建立我国有效的私募股权投资治理机制框架，并提出私募股权投资治理机制整体性的论断；第二，从私募股权投资双重委托代理的全新视角，对私募股权投资周期的契约关系及相关激励和约束机制进行研究，引入人力资本特性理论，提出私募股权投资的人力资本专用性和专有性在私募股权投资治理机制中的重要性；第三，引入声誉机制，对有限合伙制的私募股权投资基金管理人的声誉机制进行研究，通过一次博弈和有限次博弈模型分析，得出声誉机制在私募股权投资中具有自我增强性质的结论。

本书的主要结论：第一，私募股权投资治理机制是一个系统工程，是各种治理机制的有机结合；第二，要发展成熟的私募股权机构投资者，健全整体社会信用体系，完善有限合伙制为主的私募股权投资组织形式；第三，要重视私募股权投资尽职调查工作，发挥私募股权投资对目标公司的过滤器和公司变革加速器的作用；第四，要适应现代金融市场体系发展的需要，培育多层次的资本市场，完善私募股权投资退出渠道；第五，要合理界定私募股权投资各参与主体的激励和约束机制，建立起对私募股权投资业务相关核心人员的长期激励和短期激励机制，重点培育以私募股权投资基金管理人为核心内容的人力资本市场。

# Contents

## 目 录

<b>第 1 章 导论 .....</b>	<b>1</b>
1.1 选题目的和意义 / 1	
1.2 文献综述 / 4	
1.3 研究思路与方法 / 9	
1.4 研究难点与创新 / 13	
<b>第 2 章 私募股权投资概念及其治理机制理论 .....</b>	<b>15</b>
2.1 私募股权投资概念界定 / 15	
2.2 全球私募股权投资业发展态势 / 24	
2.3 私募股权投资的治理机制 / 35	
2.4 私募股权投资治理机制的理论基础 / 38	
2.5 本章小结 / 58	
<b>第 3 章 融资过程的治理机制分析 .....</b>	<b>60</b>
3.1 私募股权投资组织形式选择 / 60	
3.2 私募股权融资过程的激励机制 / 69	
3.3 私募股权融资阶段的约束机制 / 76	
3.4 私募股权基金资金来源 / 80	
3.5 本章小结 / 88	
<b>第 4 章 投资过程的治理机制分析 .....</b>	<b>90</b>
4.1 私募股权投资阶段控制权分配机制 / 90	
4.2 私募股权投资阶段的激励机制 / 93	
4.3 私募股权投资过程的分阶段投资机制 / 98	



4.4	私募股权投资过程中的尽职调查 /	103
4.5	私募股权投资的增值服务机制 /	105
4.6	本章小结 /	114
<b>第5章</b>	<b>退出过程的治理机制分析</b> .....	<b>116</b>
5.1	私募股权退出机制的重要性及退出方式的比较 /	116
5.2	私募股权退出对治理机制的影响分析 /	123
5.3	私募股权退出的实物期权特性分析 /	124
5.4	私募股权投资退出时机因素分析 /	126
5.5	我国私募股权投资退出及国际比较 /	129
5.6	本章小结 /	132
<b>第6章</b>	<b>外部环境 with 治理机制分析</b> .....	<b>134</b>
6.1	私募股权投资监管理论基础及模式选择 /	134
6.2	金融市场的结构与私募股权投资治理机制 /	142
6.3	政府规制与私募股权投资治理机制 /	144
6.4	区域、文化环境与私募股权投资治理机制 /	148
6.5	私募股权投资监管的国际比较 /	151
6.6	本章小结 /	155
<b>第7章</b>	<b>关于中国私募股权投资治理机制模式设计的建议</b> .....	<b>157</b>
7.1	中国私募股权投资发展现状 /	157
7.2	中国私募股权投资治理机制存在的问题 /	171
7.3	对中国私募股权投资治理机制模式设计的建议 /	178
7.4	本章小结 /	187
<b>第8章</b>	<b>结论</b> .....	<b>189</b>
8.1	本书主要研究观点与结论 /	189
8.2	本书不足与局限 /	190
	<b>参考文献</b> /	<b>191</b>
	<b>后记</b> /	<b>202</b>

私募股权投资是一种特殊的金融工具，也是一种复杂的金融制度创新，从融资、投资和最终退出，经历了一个完整的资金循环。在整个私募股权投资周期中，投资者、私募股权投资家和企业家三方之间由于存在双重委托代理关系和信息不对称，即投资者（委托人）将资金交由私募股权投资家（代理人）投资，而私募股权投资家（转而成为委托人）则将私募资金交由企业家（代理人）经营管理，其中，投资者与私募股权投资家之间存在信息不对称，私募股权投资家与企业家之间存在信息不对称。这些信息不对称和委托代理问题会导致处于委托位置的投资者和私募股权投资家的逆向选择问题，导致处于代理人位置的私募股权投资家和企业家的道德风险问题，本项研究主要从委托—代理理论角度，探讨研究私募股权投资治理机制原理，力求解决因私募股权资本所有权和控制权分离造成的代理人问题，并提出构建我国有效的私募股权投资治理机制的模式设计。本章是导论部分，提出“私募股权投资治理机制研究”这一问题，并介绍选题目的和意义、国内外相关研究综述、研究方法及主要研究内容、研究中难点与创新点等。

## 1.1 选题目的和意义

### 1.1.1 选题目的

本书以私募股权投资治理机制为题，主要基于以下几方面的考虑。

首先，私募股权投资治理机制具有理论上的复杂性，需要不断从理论上加以探究和升华。私募股权投资治理机制理论上的复杂性主要体现在两个方面：一方面，它涉及许多理论学科，仅就私募股权基金的法人治理结构这一课题就涉及多个学科，“无论金融经济学、法学、组织原理学等，任何单一学科或范式都不能把法人治理结构这一课题归于自己。该课题的发展是基于多种范式和适当的明智怀疑态度——即尊重各种理论，甚至什么也不信奉，直至建立一个综合性的理论”（Tricker, 1984）<sup>①</sup>。另一方面，私募股权投资治理机制是一个集融资、投资和退出的综合性金融活动的治理机制，期间涉及多类市场主体，且在现实运作中，主体之间的复杂关系需要有效的理论加以解释和发展，并要考虑所在国家和区域的不同法律、经济制度和文化历史等条件。正是这种理论上的复杂性，在今后一段时期内对私募股权投资治理机制的研究仍然是该领域内的热点和难点，因此有必要进行深入的理论探讨——这是理论上的创新性需求。

其次，从现有的资料看，目前还未发现国内学者系统、全面地研究私募股权投资治理机制，故迫切需要从机制设计方面探索建立我国有效的私募股权投资治理机制体系。我国学者对私募股权投资的研究大多停留在具体操作层面，鲜有从治理机制层面进行全面系统的研究<sup>②</sup>。本书主要从契约和委托代理理论视角，对私募股权投资发展及私募股权融资过程治理机制、投资过程治理机制、退出过程治理机制及外部环境治理机制进行全方位的综合研究，并将私募股权投资治理机制研究纳入整个资本市场体系。此为实践上的前瞻性需求。

最后，我国正面临发展私募股权投资业的最佳机遇。私募股权投资对于一个国家的资本市场的发展，乃至整个经济的发展的影响作用越来越大。私募股权投资对于促进产业结构升级、培育多层次资本市场、完善公司治理结构、推动中小企业发展和推动高新技术发展都有巨大的作用，这已被美国、欧洲、日本等发达国家和地区的实践经验所证明。私募股权投资曾引领一些发达国家（如美国）的经济重振。在此国际背景下，大力发

<sup>①</sup> Tricker, R. I., *Corporate Governance*, Gower Publishing Company Limited, 1984, 675 - 699.

<sup>②</sup> 国内研究较早的是盛立军（1999），但主要是针对风险投资。随后，国内一些学者相继在这一领域做博士论文研究，如常忠义（2008）《关于私募股权投资的估值问题研究》、王磊（2009）《关于私募股权的融资研究》，庄文韬（2009）更是从经济增长、竞争力与财富政策的角度对私募股权展开研究。

展私募股权投资是我国未来走向复兴之路的一支重要推动力量。国务院办公厅在2008年年底发布了《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，其中提及国家发展私募股权投资的一些政策导向。随着近年全球金融危机的影响，我国资本市场，特别是私募股权投资市场越来越显示出其广阔的发展空间。此为现实的迫切发展需求。

上述对选题的理论和现实意义的梳理表明，我国学术界关于私募股权投资治理机制的研究落后于现实对私募股权投资发展的需要。本书正是在这一背景下，以契约和委托—代理理论为主要理论出发点，对私募股权投资的治理机制进行深入研究。一方面试图对私募股权投资治理机制做出理论解释，弥补理论研究的薄弱；另一方面，希望在这一研究基础上为我国今后私募股权投资的实践提供理论指导，为政府相关决策的制定提供理论依据。

### 1.1.2 研究意义

我国私募股权投资起步晚，还没有建立起一套完善的治理机制，对私募股权投资治理机制理论的研究还很薄弱，因此，从理论上系统地研究私募股权投资治理机制（包括私募股权投资各阶段治理机制体系、声誉机制、控制权分配机制、分阶段投资机制等），揭示私募股权投资治理机制的原理，具有重大的理论意义。

从我国私募股权投资治理机制的现实来看，尚缺乏有效的私募股权激励和约束机制；私募股权融资主体的缺陷导致融资来源的缺乏；外部法律环境、区域及文化环境尚不完善；私募股权投资退出渠道的不畅等问题都未引起足够的重视，私募股权投资更多地被当作单纯的融资活动，其最重要的价值增值活动无法得到实现，各阶段的治理机制缺乏紧密的联系和相互支持，这些都阻碍了我国私募股权投资进一步发展，此为私募股权投资治理机制研究的现实意义。

从微观上讲，有效的私募股权投资治理机制是私募股权投资人力资本甄别和激励约束的基础，可以选出高能力的人力资本所有者和高质量的项目。从宏观上讲，不仅可以改善社会的融资结构，促进投融资体制改革，引导社会资本合理配置，还能够促进国家产业结构调整，推动经济持续稳定的增长。因此，研究私募股权投资治理机制具有重大的理论意义和现实意义。

## 1.2 文献综述

人们对私募股权投资的认识经历了从简单到复杂、从客观到主观、从定性到定量以及从静态到动态的发展过程。特别是近年来，随着经济学分析工具和数据的积累，人们越来越倾向于从定量的角度来探视和诊断私募股权投资的发展问题。私募股权投资治理机制的研究主要包括融资阶段治理机制、投资阶段治理机制、退出阶段治理机制和外部环境治理机制等方面，其中，私募股权投资双重委托代理问题是私募股权投资治理机制研究的理论基础。本节主要综述私募股权投资双重委托代理理论、国内外关于私募股权投资治理机制问题的研究进展。对相关文献的研究将有助于从宏观层面和微观层面理解私募股权投资治理机制<sup>①</sup>。

### 1.2.1 国外文献综述

国外学者对于私募股权投资的研究文献主要集中在委托代理关系、声誉机制、控制权分配以及退出问题的研究，下文将回顾和评述国外学者的相关文献。

关于私募股权投资中涉及的委托—代理问题。随着委托—代理理论的广泛应用，国外一些学者开始从治理机制的角度研究投资者、私募股权投资机构和投资企业的双层代理关系，包括私募股权投资契约设计、风险控制机制以及私募股权投资与资本市场等问题。国外学者对私募股权投资治理机制的探讨可以追溯到私募股权投资基金与被投资企业之间关系的论述。威廉姆森（Williamson，1985）指出，所有权和控制权分离机制可以适当地降低代理成本，私募股权投资基金会制订契约制约被投资企业的控制权，由于在执行合约条款的谈判和实施中存在成本，因此只有当签订并执行这些条款所带来的经济利益超过成本时，才会考虑私募股权投资基金。最早研究私募股权投资委托代理问题的是萨尔曼（Sahlman），他在1990年

<sup>①</sup> 本部分文献综述并不试图对相关理论做全面的回顾，仅选择性介绍最重要的文献，其中具体介绍的文献也仅做简单回顾，其他相关文献及具体的评述可见相关章节的内容。

提出以单层委托代理为重点，一个是投资者与私募股权投资基金的委托代理，另一个是私募股权投资基金与被投资企业之间的委托代理。威廉·阿尔曼（Ahlman, William A., 1990）运用“委托—代理”理论解释了私募股权投资基金中基金管理人与投资者之间的关系，并在此基础上提出两者间的合约须建立在激励基础上，方能满足彼此利益。西德（Cider, 1998）则从约束角度提出投资者可以监督私募股权投资基金的投资行为，但是不能介入私募股权投资基金的日常管理工作。一些学者还探讨了私募股权投资基金与被投资企业之间的委托代理关系。

关于私募股权投资运作和声誉机制问题。波特巴（Poterba, 1987, 1989）认为，私募股权资本筹集的许多变化源于私募股权资本的供给或需求变动<sup>①</sup>。在整个私募股权投资周期中，筹集私募股权资本是第一步，是投资者与私募股权投资基金之间的双向选择过程，现实操作中，更多的是投资者对私募股权投资基金的鉴别和选择。投资者选择声誉良好、有能力、尽职尽责的私募股权投资基金进行项目选择投资和项目管理监督，这直接关系到投资变现和收益的情况。冈珀斯和勒纳（Gompers and Lerner, 1999）研究认为：私募股权投资的第一期业绩往往会成为投资者判断其业务能力的依据。假如私募股权投资的规模相对较小，私募股权投资参与投资组合的企业失败越多，私募股权投资基金的声誉将受损，这将导致私募股权投资基金在以后的资金募集中困难重重。由此他们认为，声誉和历史业绩成为投资者选择私募股权投资基金作为其资金管理人的重要依据。马尼加特和萨皮恩扎（Manigart and Sapienza, 1999）提出私募股权投资能够创造和提升被投资企业的价值。考林（Cowling, 2003）提出私募股权投资会适当影响被投资企业的公司治理体系；投资者对于企业的贡献还在于他们提供战略的、财务方面的或商业性的建议（Sapienza et al., 1996），甚至是参与企业高管或团队成员的选拔和任用（Hellmann and Puri, 2002），这些都对企业的发展起到关键性作用。卡普兰和斯特龙伯格（Kaplan and Stromberg, 2001）指出，监督通常是私募股权投资基金通过派驻代表进入董事会，同时还可以评估投资项目的进程。卡普兰和斯特龙伯格（Kaplan and Stromberg, 2002）认为，企业管理者与投资人利益动机差异所形成的

---

<sup>①</sup> Poterba, James M. 1987, How burdensome are capital gains taxes? Evidence from the US. *Journal of Public Economics* 33: 157 - 172; Poterba, James M., 1989, *Venture capital gains taxation. In Tax Policy and the Economy*, Edited by Lawrence Summers. Cambridge: MIT Press.

问题要通过合同协议、监督或全面参与企业经营管理来解决。

关于私募股权投资控制权分配问题。现有的关于私募股权投资控制权分配的文献大都是基于格罗斯曼和哈特（Grossman and Hart, 1986）、哈特和穆尔（Hart and Moor, 1990）提出德尔不完全合约理论<sup>①</sup>。阿吉翁和博尔顿（Agjion and Bolton, 1992）认为，控制权分配按如下方法状态依赖于这一信号是最优的：如果信号反映的绩效差时，投资者拥有控制权；反之信号反映的绩效好时，企业家拥有控制权。赫尔曼（Hellmann, 1998）区分了被迫和自愿的控制权转移。陈、西格尔和撒克（Chan, Siegel and Thakor, 1990）认为，所有权和控制权是分开分置的，表现为风险投资合约中风险资本家的剩余要求权与控制权不成比例。

关于私募股权投资目标企业或项目的选择问题。韦尔斯（Wells, 1974）通过对八家私募股权投资基金调查后发现，评估及选择目标项目或企业重要因素包括：目标企业的企业家经验以及背景、企业管理层的管理能力，对将来项目发展的承诺、企业产品的市场适应性及市场规模、技术水平及其技术保护。维英和哈安（Vying and Haan, 2002）通过问卷调查，提出四个主要筛选标准：企业家、产品和服务、市场及财务标准。

现代金融学的基础理论伯克利和迈耶斯（Berkley and Meyers, 2002）认为，任何投资项目的经济价值都等于其未来现金流的现值。德克和马尔里奇（Dirk and Vlrloh, 1998）认为，私募股权投资基金采用的多轮次投资方法，可以比较好地解决不对称信息问题和控制投资风险<sup>②</sup>。保罗·冈珀斯（Paul Gompers, 1995）研究了存在代理和监控费用的情况下，阶段化私募股权投资的结构问题，认为随着资产有形程度减少、成长选择的增加以及资产特殊性的增加，预期的大量费用会随之增加<sup>③</sup>。

关于私募股权投资退出问题，国外学者做了大量研究。在退出时机上，伊莱泽和哥维斯（Elizur and Gavious, 2002）研究了私募股权投资基

① 不完全合约理论的关键假设是由于有限理性和不确定性，交易双方不可能签订一份囊括一切可能情形的可证实或能被第三方执行的合约。当合约不完全时，作为企业所有权的控制权的分配就十分重要了，它关系到合约没有涉及的情况发生时，合约双方的讨价还价能力和剩余的分享，从而又会影晌事前双方投资的积极性。

② Dirk Bergemann, Ulrich Hege, Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning, *Journal of Banking & Finance*, 1998, 22: 703 - 735.

③ PAUL Gompers, Optimal Investment, Monitoring and Staging of Venture Capital, *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, Dec. 1995.

金与企业的最优合约，提出私募股权投资最佳退出策略是在特定时点退出，以便将一些投资机会留给其他投资人，并得出理论上的退出最优时点。托克维瓦（TyKvova，2003）从理论角度指出，私募股权投资一般存在最佳退出时机，由于私募股权投资大都采用有限合伙制组织形式，实践中有时无法在最佳时机退出。冈珀茨和勒纳（Gompers and Lerner，2000）在风险投资循环概念的基础上，强调风险投资退出阶段的重要性，对影响因素进行了分析。

在退出方式的最好选择问题上，布莱克和吉尔森（Black and Gilson，1998）通过研究美国、日本和德国等国家资本市场结构时发现，积极、有效的 IPO 市场对于私募股权投资产业的发展非常关键，IPO 市场给投资者提供了一条快捷而高收益的退出渠道。此外，企业家支持 IPO 方式退出的一个主要原因是其控制权的收回，因为通过 IPO 方式会分散企业股权，企业家对企业的控制权反而得到了保障。詹格和韦尔斯（Jeng and Wells，2000）认为，退出机制对于私募股权投资产业的发展至关重要。IPO 是投资者考虑退出的首选模式，因为并购则意味着控制权的丧失。阿明（Armin，2001）通过引入产品市场分析，提出其对私募股权融资契约和退出战略的影响，并认为当新产品完全是创新产品时，上市比并购可获取更多的收益，如果企业家在私募股权投资家退出后热衷于做一个独立的经理人以获得更多的个人利益，企业家会扭曲创新战略，从而迫使私募股权投资家以 IPO 模式退出。卡明和麦金塔（Cumming and Macintosh，2002）通过比较分析美国和加拿大私募股权投资的退出机制，发现美国的私募股权投资市场更具有流动性，IPO 是收益最高的退出模式，其次是收购。

总之，国外学者对于私募股权投资的研究主要集中在委托代理关系的研究、控制权分配问题以及退出问题上，而退出问题主要集中在 IPO 模式以及退出时机的选择上，对其他退出模式（如并购、清算等）及退出程度的研究相对较少，也没有专门基于私募股权投资治理机制角度的研究。

### 1.2.2 国内文献综述

国内学者针对私募股权投资问题的研究文献相对较少，研究方向主要在创业投资和风险投资方面，这与私募股权投资和创业投资及风险投资之间的概念界定不清，相关法律法规滞后，国内私募股权投资发展历史较短



以及人们对私募股权投资的认识有限有关，以下对国内私募股权投资相关文献进行回顾和评述。

关于私募股权投资中的委托代理问题。田瑞增（2001）从不对称信息的角度分析了创业资本中的三个当事人——企业家、创业投资家和投资者之间的委托代理关系，即投资者与创业投资家之间、创业投资家和创业企业家之间的博弈关系，提出在投资者和创业投资家之间创业投资家应承担无限责任，并建立信誉机制；创业投资家和企业家之间应签订可转换优先股的契约，以转移风险<sup>①</sup>。

关于融资阶段的问题。刘曼红和伍颖（2004）认为私募股权投资基金筹集资金的多少，从某种程度上决定了私募股权投资基金能否获得预期收益并立足于私募股权资本市场。陈德棉（2002）认为，在私募股权投资基金资金募集过程中，投资者需要通过私募股权投资基金资金发出的信号进行评价，以决策是否委托其作为资金的管理者，并通过对私募股权投资基金融资过程进行分析研究，提出了融资过程中的信号传递模型。

关于投资阶段问题。刘曼红（1998）、许晓松（2000）介绍了资金所投资的产业。李昕旻和杨文海（2008）从实际操作层面提出私募股权投资如何找到一个好项目。陈德棉和蔡莉（2003a）、李国麟和吴若陶（2000）从实际操作层面介绍项目筛选、投资决策、企业价值评估和投资组合等。张陆洋（2001）提出，私募股权投资的价值实现是以私募股权资本股份期权化为基础，所以需要利用期权的方法来对投资项目进行定价。刘晓宏（2005）利用实物期权的定价模型度量创业投资家相对于单阶段投资的多阶段投资策略所能带来的价值，主要源于多阶段投资能够降低创业投资家与创业企业家的信息不对称。周旋（2009）提出私募股权投资业务要重视尽职调查，指出随着经济全球化发展，越来越多的公司并购、重组业务发生，私募股权投资业务就是其中的一种。在进行该项业务的过程中，存在多方面的不确定因素，提出了克服这些不利影响的一些措施和手段。东明和陈浪南（2009）提出分阶段投资是私募股权投资经常采用的投资策略，并利用委托代理理论构建了分阶段投资模型与一次性投资模型，获得了模型的均衡解。

---

<sup>①</sup> 田瑞增：《风险资本在不对称信息下博弈的委托代理分析》，载《中国软科学》2001年第6期。