

墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

A Research on Private

Equity Investment Fund in China

我国私募股权投资基金 问题研究

蒋晓杰◎著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

A Research on Private

Equity Investment Fund in China

我国私募股权投资基金 问题研究

蒋晓杰◎著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

图书在版编目 (CIP) 数据

我国私募股权投资基金问题研究 / 蒋晓杰著. —大连: 东北财经大学出版社,
2015.9

(墨香财经学术文库)

ISBN 978-7-5654-1769-6

I. 我… II. 蒋… III. 股权-投资基金-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 001492 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 147 千字 印张: 10 插页: 1

2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

责任编辑: 孙晓梅 龚小晖 责任校对: 刘 洋

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 30.00 元

前言

进入 21 世纪以来，伴随着金融市场的进一步自由化和一体化，全球私募股权投资基金呈现出高速发展的态势，私募股权投资基金全球总投资额已超万亿美元，成为仅次于 IPO 融资的企业筹资渠道。与此同时，随着中国经济快速发展和资本市场体系逐步完善，我国私募股权投资基金也呈现出飞跃式发展的时代特征。2010 年我国私募股权投资市场募资、投资、退出案例数量均创下历史新高：82 只可投资于中国大陆地区的私募股权投资基金完成资本募集，募资总金额 276.21 亿美元；全年投资案例共计 363 起，交易总金额达 103.81 亿美元；2010 年我国私募股权投资基金共完成退出案例 167 起，其中 160 起通过 IPO 方式退出，5 起通过股权转让退出，2 起通过股权收购退出，打破了 2007 年度 95 起退出案例的历史最高纪录。私募股权投资基金的快速发展大大促进了我国中小高科技企业孵化和成长。作为一种创新型金融工具，私募股权投资基金对产业结构调整、多层次资本市场培育、公司治理结构优化以及高新技术产业的成长发展都有着举足轻重的意义。从微观角度来看，私募股权投资基金通过市场化运作为广大中小企业和高技术企业提供资金支持以及管理咨询等增值服务，促进其健康快速发展。同时，通过并购重组操作促进行业内部资源优化整合。从宏观角度

来看,私募股权投资基金通过发挥其金融媒介和资本平台作用,促进社会闲置资金向创业实业资本转化,引导社会资源广泛参与企业自主创新活动,培育高新技术产业成长,优化国民经济结构,提高我国经济增长质量和经济发展效率,推动我国创新型国家建设战略目标的实现。同时,私募股权投资基金的发展还有利于提高我国金融体系中的直接融资比例,促进金融资产结构的合理化以及多层次资本市场的完善,有效化解金融市场风险,提高金融市场运作效率。

近年来,随着我国金融市场改革不断深化,资本市场体系进一步健全完善,相关法律法规陆续出台,私募股权投资基金面临着前所未有的发展机遇。从国内资本市场发展环境来看,金融市场的不断开放、股权分置改革的成功落幕、创业板市场和新三板市场的推出、国际板的酝酿发酵,使得我国资本市场体系进一步完善,为私募股权投资基金的发展提供了广阔的舞台。从国内市场需求的角度看,国内企业快速发展,很多企业资金充裕但国内投资渠道相对匮乏,社保基金规模庞大,私募股权投资基金为广大企业和机构提供了新的投资渠道,同时广大资金短缺的初创企业又有着迫切的融资意愿。我国私募股权投资基金的发展有着旺盛的市场需求。从国内的法律环境来看,自2005年以来,《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国合伙企业法》、《创业投资企业管理暂行办法》等一系列法律法规的修订和完善,为我国私募股权投资基金的发展提供了基本的法律框架,法律上的发展障碍进一步扫清。从国家宏观政策环境来看,“十二五”规划纲要中明确提出将经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向,大力培育和发展战略性新兴产业成为我国经济增长方式转变和产业结构优化升级的重中之重。发展私募股权投资基金不仅是我国中小高新技术企业成长发展的现实需要,也顺应了我国经济可持续发展的时代诉求。在此背景下,我国私募股权投资基金的发展问题成为迫切需要系统研究的课题。

本书综合运用规范研究、实证研究、比较研究以及案例分析等研究方法,首先从私募股权投资基金的概念界定、资本属性以及类别比较等一般理论分析入手,分析考察了私募股权投资基金的国际发展历程,系统梳理和阐述了我国私募股权投资基金的历史发展实践,客观分析总结

了我国近年来私募股权投资基金的发展状况。在此基础上，本书深入探讨了我国私募股权投资基金的组织形态选择以及市场定位的明确和重构，并通过模型分析和制度设计等方法为我国私募股权投资基金投资中的估值问题和风险治理提出了一系列的解决方案。最后本书系统考察了私募股权投资基金监管的相关理论和原则，并通过国别比较研究并结合我国实际，构建一整套适应于我国私募股权投资基金现实发展需求的监管体系。

作者

2014 年 12 月

目录

第 1 章 导论 / 1

- 1.1 选题背景与意义 / 1
- 1.2 国内外相关文献综述 / 4
- 1.3 研究目标、研究方法与本书架构 / 17
- 1.4 本书特色与不足之处 / 20

第 2 章 私募股权投资基金一般理论解释与历史溯源 / 23

- 2.1 私募投资基金的一般概念界定及分类比较 / 23
- 2.2 私募股权投资基金的概念释义及一般理论 / 31
- 2.3 私募股权投资基金的经济学分析 / 41
- 2.4 国际私募股权投资基金的历史轨迹及发展趋势 / 48

第 3 章 我国私募股权投资基金发展的历史实践与现状分析 / 58

- 3.1 我国私募股权投资基金的缘起与重要意义 / 59
- 3.2 我国私募股权投资基金的历史发展轨迹 / 62
- 3.3 我国私募股权投资基金现状的基本分析 / 69

第4章 我国私募股权投资基金的组织形式选择与市场定位分析 / 78

- 4.1 私募股权投资基金基本组织形式的比较考察 / 78
- 4.2 目前我国私募股权投资基金的主要组织形式及评价 / 85
- 4.3 我国私募股权投资基金组织形式选择——有限合伙制 / 90
- 4.4 我国私募股权投资基金的市场定位分析 / 96

第5章 我国私募股权基金投资中的估值分析 / 101

- 5.1 私募股权投资中的传统估值理论简述 / 101
- 5.2 一种基于博弈情势的估值假说 / 111
- 5.3 基于博弈情势的估值理论的应用——案例分析 / 114

第6章 我国私募股权投资基金的风险控制与治理 / 117

- 6.1 私募股权投资的风险根源分析 / 118
- 6.2 私募股权投资中的主要风险——逆向选择风险与道德风险 / 121
- 6.3 私募股权投资中的风险控制与治理 / 126

第7章 我国私募股权投资基金监管体系的构建与完善 / 136

- 7.1 私募股权基金监管的理论分析 / 137
- 7.2 私募股权投资基金监管的国别比较及经验借鉴 / 140
- 7.3 我国私募股权投资基金监管体系的构建与完善 / 144

参考文献 / 152

关键词索引 / 154

第1章 导论

1.1 选题背景与意义

1.1.1 研究背景

私募股权投资基金 (private equity investment fund) 是指通过非公开形式筹集较大规模投资资金形成基金资产并交由基金托管人托管和基金管理人管理, 基金管理人以“专家集合理财”方式, 对非上市企业进行的权益性投资。作为一种新兴的金融创新工具, 私募股权投资基金不仅为企业提供了更为便捷的融资渠道, 而且通过参与被投资企业的运营管理, 优化其内部治理结构, 为被投资企业设计未来发展方向和战略规划, 直接培育和促进企业的成长。

目前西方国家私募股权投资占其 GDP 份额已达到 4%~5%。全球私募股权投资基金筹资规模年增长率超过 19%。美国约有 1 800 余家私募股权基金, 管理资产规模 6 700 亿美元; 欧洲有 1 100 家, 规模约 2 000 亿欧元; 亚洲私募股权基金管理资产规模 1 600 亿美元。2006 年全球私募股权基金筹集资金总额达 4 320 亿美元, 首次超过同期在美国证券交

易所、纽约证券交易所以及纳斯达克证券交易所 IPO 筹资总额（1 540 亿美元）。自 20 世纪 40 年代末期创立第一只真正意义上的私募股权投资基金——美国研究与发展公司（ADR）以来，全球私募股权投资基金经过 60 余年的发展历程，业已成为仅次于银行贷款融资和 IPO 融资的重要融资手段，也成为高新技术产业的重要推动力和孵化器，众所周知的雅虎、谷歌、Facebook、Twitter 等网络技术公司都是在私募股权投资基金的培育下逐步发展壮大起来的。国外私募股权投资基金规模庞大，投资领域国际化，资金来源机构化，参与机构多元化。迄今，全球已有数千家私募股权投资基金，黑石、KKR、凯雷、贝恩、阿波罗、德州太平洋、高盛、美林等机构都是其中的佼佼者。进入 21 世纪以来，全球私募股权投资逐渐从 2002 年网络经济泡沫破灭的阴霾中走出，进入了快速发展的轨道。随着我国经济持续快速增长以及金融市场改革和开放，中国市场吸引着全球私募股权投资基金的目光，大批私募股权投资基金以各种方式涌入我国金融市场，他们投资的诸多国内创业公司陆续在国内外上市，在为他们赚取了高额利润的同时，也为这些创新企业提供了广阔的发展舞台，同时，也带动了国内私募股权投资基金的发展热潮。私募股权投资行业在中国市场从开端至今已经走过了 20 余年的发展历程，自 20 世纪 90 年代国外私募股权投资基金开始进入中国市场以来，我国私募股权投资行业经历了起起伏伏，也创造了一波波的热潮。根据清科集团旗下私募通统计，2005 年中国活跃的股权投资机构仅约 500 家，而截至 2014 年年底，中国股权投资市场活跃的投资机构已经超过 8 000 家，管理资本量超过 4 万亿元人民币，市场规模在这 10 年间实现了质的飞跃。2004 年中小板启幕，2009 年创业板推出，2014 年新三板全面扩容，近 10 年的时间，中国私募股权投资行业受益于资本市场放开，正逐渐走向成熟。私募股权投资基金在我国的蓬勃发展，大大优化了我国资本市场结构，促进了中小企业的发展壮大，成为我国金融市场中不可忽视的重要力量。

由于历史和体制的缘故，我国企业融资方式单一，融资渠道主要通过银行贷款，致使金融风险过度累积在银行体系之内，出现了大批的呆账坏账，金融效率低下，而且由于融资渠道单一，导致大批中小企业由

于难以得到银行贷款，资金链断裂，发展难以为继。国内私募股权投资基金的发展为广大中小高科技企业提供了新的融资渠道，同时私募股权投资基金通过参与公司规划管理，使这些中小企业得以规范，并健康、快速地发展壮大。一方面，私募股权投资基金通过资本运作平台的协同效应，引导社会资源广泛地参与我国经济创新，促进资源优化配置，通过其价值发现功能孕育和培养一大批具有自主创新能力的市场经济主体，从而带动整个经济结构的调整和产业结构升级。国内网络经济正是得益于私募股权投资基金的发展而得以兴起和繁荣，百度、新浪、搜狐以及阿里巴巴等国内网络高新技术产业中的龙头企业无一例外都是在私募股权投资基金的参与之下成长壮大起来的。另一方面，作为投资产品的私募股权投资基金也为广大的闲置资金提供了投资渠道，促进居民储蓄和企业储蓄转化为投资，优化我国资本市场结构，进一步促进我国现代金融体系的健全和完善，有效分散金融风险。

近几年来随着我国金融市场改革不断深化，资本市场体系进一步完善，法律法规陆续出台，使得我国私募股权投资基金面临着史无前例的发展机遇。从国内资本市场发展环境来看，金融市场的不断开放，股权分置改革的成功落幕，创业板市场和三板市场的推出，国际板的酝酿发酵，使得我国资本市场体系进一步完善，为私募股权投资基金的发展提供了广阔的发展舞台。从国内市场需求的角度看，国内企业快速发展，很多企业资金充裕但国内投资渠道相对匮乏，社保基金规模庞大，私募股权投资基金为广大企业和机构提供了新的投资渠道，同时又有广大资金短缺的初创企业有着迫切的融资意愿。我国私募股权投资基金的发展有着旺盛的市场需求。从国内的法律环境来看，自2006年以来，《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《中华人民共和国合伙企业法》（以下简称《合伙企业法》）、《创业投资企业管理暂行办法》等一系列法律法规的修订和完善，为我国私募股权投资基金的发展提供了基本的法律框架，法律上的发展障碍进一步扫清。从国家宏观政策环境来看，“十二五”规划纲要中明确提出将经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向，大力培育发展战略性新兴产业，私募股权投资基金对产业结构的调整和战略性新兴产业的发展具有重要的助推

器和孵化器作用，发展我国私募股权投资基金成为时代发展的机遇和内在要求。

1.1.2 研究意义

如前所述，伴随着我国经济总量的快速增长和经济增长方式转变的历史机遇，私募股权投资基金在我国将有着广阔的发展前景与舞台，它不仅是我国资本市场不断完善成熟的内在要求，也是我国产业结构调整过程中强有力的助推器，系统研究我国私募股权投资基金的发展问题具有重要的理论意义和现实意义。

(1) 我国私募股权基金发展缓慢，其中一个重要的原因是对私募股权基金的内涵和外延及本质认知不足，从而对其定位不准确所致。同时，针对我国私募股权投资基金的相关理论研究极不完善。本书通过系统研究私募股权基金的概念与内涵、运作机制、市场定位、风险管理以及监管体系建设等问题，为我国私募股权基金发展的理论探索提供新的研究思路。

(2) 在我国，私募股权投资基金在宏观层面上调配资源，将社会上闲置的资源配置到最需要、最具潜力的地方，发挥资源的最优增值效应，增强资源的流动性，盘活经济，促进产业结构调整；在微观层面可拓宽我国企业的融资渠道，提升企业竞争力，降低企业生产成本，带动消费品价格的降低从而刺激消费，并解决由于企业开工不足导致的失业问题。本书系统研究我国私募股权投资基金发展中面临的一系列问题，为我国私募股权投资基金发展描述出一整套的发展思路和问题解决方案，以期为我国私募股权投资基金的现实发展提供借鉴。

1.2 国内外相关文献综述

1.2.1 国外相关研究成果综述

英国风险投资与私募股权协会出版的《私募股权资本概要》一书中指出，私募股权投资是给具有高成长性的公司提供长期融资以换取股权

的一种权益性资本投资方式。Ken Robble 在其著作《创业投资和私募股权：回顾与综述》中肯定了“私募股权”术语的作用，认为这一术语的广泛应用，使得创业风险投资的理论研究范围和实务投资领域都大为拓宽。创业风险投资的内涵不仅包括企业发展早期的股权投资，还应该包括企业发展后期的股权投资以及股权的收购和转让。书中指出全球创业风险投资发源于美国，传播至英国进而在欧洲范围内发展壮大起来。

1995 年 George.W.Fenn、Stephen Prowse 和 Nellie Liang 在其著作《私募股权市场经济学》一书中第一次系统回顾和考察了美国私募股权投资基金的历史发展进程，并将之分为萌芽期、扩展期及成熟期几个阶段逐一进行分析。作者将美国私募股权投资基金分为创业型私募股权投资基金和非创业型私募股权投资基金两大类进行分析研究，并通过分类比较的方法对私募股权投资基金的市场参与者进行了考察。书中对美国私募股权的运作流程和机制进行了系统的考察研究，并阐明了私募股权投资基金作为金融市场中介的作用和意义。Josh Lemer 在其 1997 年所著的《创业投资和私募股权：一门课程回顾》一书中系统考察研究了 20 世纪 80 年代至 1995 年间国际私募股权投资基金的整体发展，分析了私募股权投资基金在资金募集、投资者角色定位以及市场退出等诸多方面的发展状况，并比较研究了美国私募股权投资基金和欧洲私募股权投资基金的异同和优缺点，并认为在市场退出效率方面，美国私募股权投资基金远远优于欧洲私募股权投资基金，这也是美国私募股权投资基金成为全球私募股权投资基金行业领头羊的重要原因。

来自麻省理工学院的学者 James. M.Poterba 从国家税率变动的角度分析了其对私募股权投资决策和投资策略的作用和影响，认为税率的变动对私募股权投资基金投资资本供给和需求有着深刻的影响，并指出资本利得税率降低对私募股权投资收益的影响通过供给曲线的移动来实现。通过分析其构建的创业者决策模型得出，低税率大大刺激了企业管理层和员工的创业激情，从而极大地影响着私募股权投资需求，使得需求曲线向右向上移动，导致私募股权投资过程中资本承付成本大为增加。Poterba 认为由于免税机构投资者的市场参与直接催生了 1979 至 1989 年间私募股权投资的快速增长。

现代行为金融学的代表性人物 Sahlman 和 Stevenson 对私募股权投资基金的资本筹集周期进行了系统的考察研究,认为私募股权投资基金资本募集规模的变动很大程度上是由机构投资者非理性的过度投资或者投资规模过小所导致,在私募股权投资基金资本募集过程中必须要将机构投资者的投资决策和投资偏好考虑进来。

1990 年美国佐治亚大学的学者 Mull Frederick Hobert 对私募股权投资基金进行了理论模型分析,分析结果表明私募股权投资基金作为金融中介参与其所投资企业的管理运营,可以有效地降低投资人和企业管理层由于信息不对称所导致的代理风险和代理成本。德克萨斯大学学者 Bernard. S.Black 和斯坦福大学学者 Ronald. J.Gilson 系统地研究了资本市场体系对私募股权投资基金资本筹集的作用和影响。他们认为私募股权投资基金资本筹集与公开权益性资本市场有着稳定的互动关系,私募股权投资资本筹集的顺畅必须要有活跃和完善的公开权益市场作为支撑。成熟稳定的公开证券市场是私募股权投资基金资本募集市场得以壮大的重要环节和渠道,只有在以股票市场为中心的资本市场体系之中私募股权投资基金的资本循环才会得以延续,同时通过 IPO 等方式在公开市场成功推出,私募股权投资基金作为资本投资者和企业家之间的隐性契约才会得以建立和实现。因此,公开权益资本市场体系健全完善对于私募股权投资基金的活跃和发展有着极为重要的作用。

Gorman (1984) 与 Sahlman (1989) 等学者对创业风险投资的运作机制进行了研究,他们的研究重点大多集中于探讨创业风险投资与创业投资者的作用,通过各种实际调查研究,分析创业投资者在投资过程中的决策依据、决策程序和投资项目评价指标体系,同时还分析评价了创业投资者为所投资企业提供管理咨询、人才招揽及战略规划等增值服务。伴随着公司金融理论与现代契约理论的不断交叉和融合,很多学者试图从公司治理和现代企业制度的视角来考察私募股权投资基金的投资者与私募股权投资基金管理者、私募股权投资基金与创业企业家之间的多重委托代理关系,在这一方面具有开创性研究成果的学者是 Sahlman (1990, 1995),后继的一些学者诸如 Lerner、Gompers 等还从实证分析的角度研究了这一课题。他们系统地研究了私募股权投资基金管理者与

创业企业家之间的委托代理关系，重点分析了由于信息不对称所导致的代理风险及相应的风险控制方法，并设计了风险分担机制、对企业管理层的激励约束机制以及股权投资合约的风险约束。

在私募股权投资基金运作机制和组织形式研究方面作出开创性贡献的学者是 Sahlman，他在 1990 发表关于私募股权资本和私募股权资本投资的标志性文献，在其著作中系统研究了美国私募股权投资基金发展乃至全球私募股权投资基金发展中的重要组织形式（有限合伙制）的法律属性以及运作机制。他引用了大量有关私募股权投资基金方面的学术论文和著作，集中探讨了有限合伙制私募股权投资基金的法理结构和法律属性以及在实际运作过程中的管理等一系列问题。Sahlman 认为，20 世纪 80 年代以后有限合伙制成为美国私募股权投资基金的主流组织形式的重要原因是大学捐赠基金、养老基金、慈善基金等机构投资者的参与和壮大。因为有限合伙制可以有效地避免税收问题，使得这些机构投资者的免税实体的法律地位得以保持。他还认为私募股权投资基金与所投资企业的管理层存在着严重的信息不对称问题，从而隐含着巨大的代理风险，采取有限合伙制可以有效地平衡私募股权投资者和企业管理者之间的利益冲突，通过设计合理的有限合伙协议使得私募股权投资者和企业管理者之间的代理风险在法律层面得以有效化解和降低。Sahlman 指出采用有限合伙制的私募股权投资基金，有限合伙人是委托人，而一般合伙人是代理人，二者之间由于目标利益不尽相同以及专业知识不平衡等原因导致严重的信息不对称，如何有效地解决私募股权投资人与创业企业家之间的信息不对称以及由此导致的代理风险是个极为重要的课题，Sahlman 在其著作中就这一课题进行了深入探讨，系统研究了代理成本问题、有限合伙企业的运作成本以及被投资企业管理层的激励机制和私募股权投资者的报酬分配。另外 Sahlman（1990）还从委托代理关系的角度分析考察了私募股权基金的投资人和基金的管理者之间的关系，他认为有限合伙制私募股权投资基金的成功运作，首先要明确有限合伙协议的私募股权投资损益激励机制和责任承担，以及日常基金管理费的额定和收取等方面的问题。同时，Sahlman（1990）认为采用有限合伙制使得私募股权投资基金能够更好地适应私募股权投资市场的细

分,并指出有限合伙制在私募股权投资市场的成功运行依赖于声誉机制的建立和完善。他还通过实证检验证明有效的激励机制可以提高创业企业的管理团队的经营效率,并能够自觉地披露相关信息。

很多学者也试图运用博弈论的相关理论来解构分析私募股权投资基金与创业企业管理层之间的委托代理问题。L. 吉本斯首先在其著作《博弈论基础》一书中通过构建信号合作博弈模型来探讨和分析私募股权投资基金与创业企业家之间的委托代理关系。谢恩与凯伯在其著作中也构建了创业企业和私募股权投资基金之间的双向合作博弈模型,通过模型分析揭示二者之间的委托代理关系,这一模型的主要缺陷在于其并未将二者之间的分工属性纳入分析因子序列。

Gompers (1993) 在其学术论文《理论、结构和创业投资模式》一文中指出创业企业管理团队的专业能力、管理水平以及工作付出程度直接影响着创业企业的成败,私募股权投资基金通过设计有效的激励机制将创业企业管理运作团队的利益回报锁定在私募股权投资的退出环节,从而使得私募股权投资者与创业管理团队的利益一体化。同时,为了防止创业企业管理团队基于自己的利益而作出不利私募股权投资者的短期行为,可以在股权投资合约中将企业控制权有限合理地分配给创业企业管理团队使私募股权投资者和创业管理团队的利益进一步绑定,从而有效地保证投资项目的成功,例如通过对赌协议等金融工具作为激励和约束机制的有效手段,科斯定理在私募股权投资领域的运用正是体现在私募股权投资者为价值发现支付搜寻捕捉成本。另外,学者 Leland 也对私募股权投资过程中的代理风险、代理成本以及相应的风险控制机制进行了分析研究。Promio 和 Wright (2004) 着重分析了私募股权投资过程中的信息不对称问题,并对信息不对称的主要表现归结为:拥有信息量的差距;有利于创业管理团队的信息不对称;有利于私募股权投资人的信息不对称三种情形。

国外学者普遍认为通过联合投资和分期投资等方式能够有效化解私募股权投资基金由于信息不对称所带来的代理风险。Gompers (1995) 认为私募股权投资者通过联合其他投资者一同对拟投资企业进行股权投资,能够分散投资风险,从而减少逆向选择问题。分阶段投资是指股权

投资分阶段完成，后一阶段投资与否或投资多少直接取决于前一阶段投资的效益（这里的效益主要是指被投资企业的管理经营效率）。Sahlman（1990）认为分阶段投资是化解由于信息不对称导致的委托代理风险的最有效工具。Neher（1998）运用人力资本理论对分期投资制度进行了阐释，他从创业企业管理团队是创业企业能否取得成功的最关键因素这一分析前提出发，认为创业企业的管理层可以通过威胁私募股权投资者放弃创业企业或者不尽力经营企业等手段来锁定投资，分阶段投资这一机制可以有效减少创业企业家的筹码。Paul Gompers 与 Josh Lerner 通过调查研究系统考察了 1972 至 1992 年间设立的 400 多家创投企业的投资基金章程，并综合分析了这些创投企业的有限合伙协议，研究表明设立年限较早、管理资金较大的创投企业固定报酬较低，报酬的多少与投资效益具有高度的相关性。声誉机制是对创投企业的有效激励和约束机制，尤其是对那些规模较小不够成熟的创投企业而言更是如此。比格利夫和蒂蒙斯（1992）等学者对 1979 至 1998 年间美国本土具有创投和私募股权投资基金背景的 IPO 项目获利情况进行了系统考察，分析结果表明分阶段投入的股权资本在 IPO 项目退出过程中的获利状况不尽相同，其获利情况与私募股权投资的时段有着密切的关系。

以 Black 和 Glilson（1999）为代表的一些学者以创业企业内部控制权对于创业企业的管理团队的激励作用为视角，通过构建不同的博弈理论模型，深入研究了 IPO 退出与企业并购等退出方式的不同以及选择不同退出方式对创业企业资本退出的影响。Gompers（1996）认为私募股权投资退出绩效可以作为评价创业投资者能力的一个标准，也可以作为一种创投资本投资与其他投资方式的绩效比较工具。

另外，国外一些学者也对宏观经济发展与私募股权投资基金之间的关联进行了研究。Acs 和 Audretsch（1994）通过分析研究，指出宏观经济中的一些指标的变动对国内企业的创业活动有着深远的影响。一般情况下，宏观经济增长率（GDP）的变动与私募股权投资基金发展呈正相关关系。GDP 提高往往意味着创业资本需求旺盛，企业投融资渠道拓宽，私募股权投资基金的投融资环节相对通畅，反之亦然。也有一些国外学者探讨了法律环境对私募股权投资基金发展的影响，Megginson