

中国私募股权 投资基金现状与发展研究

Research on the Present Situation and
Development of Chinese Private Equity Funds

李福祥 何红霞 欧阳娣 著

中国社会科学出版社

中国私募股权 投资基金现状与发展研究

Research on the Present Situation and
Development of Chinese Private Equity Funds

李福祥 何红霞 欧阳娣 著



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国私募股权投资基金现状与发展研究/李福祥, 何红霞, 欧阳
娣著. —北京: 中国社会科学出版社, 2015. 12

ISBN 978 - 7 - 5161 - 7388 - 6

I. ①中… II. ①李… ②何… ③欧… 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 313147 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 侯苗苗
特约编辑 曹慎慎
责任校对 杨 涛
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2015 年 12 月第 1 版
印 次 2015 年 12 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 16. 25
插 页 2
字 数 275 千字
定 价 59. 00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

导 言

一

理论界对私募股权投资有狭义、广义和更广义的理解。狭义上的私募股权投资仅指对具有大量和稳定现金流的成熟企业的股权投资，即 IPO 前的股权投资；广义上的私募股权投资是指对所有 IPO 之前企业进行的股权投资，包括对处于种子期、初创期、成长期、成熟期各阶段企业的股权投资；更广义上的私募股权投资指对所有 IPO 之前及之后企业进行的股权或准股权的直接投资。私募股权投资基金 (Private Equity Fund)，一般指以非公开方式募集的、由一定数量投资者组成的主要投资于非上市企业股权或与股权相关证券的集合投资工具。其主要特点有：第一，私募股权投资基金是一种集合投资工具，即其资金来源于多个投资者且一般投资者需要让渡资金的使用权，资本来源单一的投资机构如大型实业公司出资设立的投资性子公司不是一种集合投资工具，属直接投资 (Direct Investment) 范畴，不属股权投资基金范畴。第二，通过委托代理方式交给专业人员或机构进行专业化管理。第三，采取私募 (Private Offering) 方式而非公募 (Public Offering)，因为公募涉及公众利益，且投资风险要大于其他行业。第四，私募股权投资基金主要投资于私人股权 (未上市股权)，即不从事具体实业的经营，投资对象主要是未上市企业股权而不是其他资产。第五，投资方式主要是股权投资或与股权相关的债权 (如可转债、可转换优先股等) 配置。第六，投资收益的实现形式和投资退出方式主要以公开上市出售或并购为主，即在其所投资的企业发展相对成熟后，将其持有的权益资本在资本市场上出售或并购以收回投资并实现投资收益。第七，投资运营风险较大、回报较高。私募股权投资的风险尤其是创业投资基金

的风险首先是被投资期的市场风险，其次是相对较长的投资周期风险，最后是退出风险。第八，私募股权投资基金的管理人一般参与被投资企业的管理，为其提供增值服务，除并购基金有时会控制企业外，一般不控制企业。

本书所称我国私募股权投资基金是基于广义的概念，即私募股权投资基金是指按相关政策法规，以私募方式募集的、由一定数量出资人组成的、由专业机构管理的、以股权方式投资于非上市企业的集合投资工具。一是资金来源是私募而非公开募集，是资金按照既定的组织形式形成的资金集合投资工具，除政府引导性股权投资基金外，基金出资人一般为两个以上、五十个以下的机构或自然人；二是由专业人员或机构实行专业化管理；三是投资的企业是 IPO 前任何阶段的企业，对企业上市后的投资或其股票的买卖不属于此范畴；四是投资的方式或投资后所形成的资产是以股权、股份或与之相关的债权形式存在，由基金持有或由基金管理人代表基金持有；五是私募股权投资基金不同于一般实体企业，又区别于银行、保险、证券、信托等金融业，但因其主要功能是直接融资，故可视为“准金融业”。按照上述界定，本书所研究的我国私募股权投资基金的范围或种类主要包括创业型私募股权投资基金（含财政参股创业投资基金和天使投资基金）和非创业型私募股权投资基金。非创业型私募股权投资基金包括成长型私募股权投资基金、并购型私募股权投资基金、政府引导型股权投资基金（政府引导基金）、产业投资基金（含基础设施基金）、房地产投资基金等。以股权投资为主要方式、冠以产业基金名称的基金实际上分属于创业投资基金和成长型私募股权投资基金两个范畴。这里所称创业投资基金是指以股权投资方式投资于初创期或中早期非上市企业，以期被投资企业发展成熟或相对成熟后，通过上市、并购或者回购等方式退出而获利的一类投资基金。成长型私募股权投资基金是指专门对成长企业上市前进行股权投资的基金，有人称为 Pre-IPO 基金。并购型私募股权投资基金即并购基金，是指将投资方向定位于并购企业资产或股权的一类基金。本书对并购基金的界定主要是侧重于对非上市企业进行股权并购的基金。政府引导型股权投资基金（政府引导基金）是指由政府出资组建，通过市场化方式运作，以参股基金、跟进投资等方式吸引社会资本和民间资本投资于创业投资机构、创业企业或新兴产业等政策扶持的产业和企业的政策性基金。政府引导基金因其资金来源主要是政府财政资金，以母基

金的形式存在,大部分资金以权益形式投资于子基金,少部分资金以股权形式投资于子基金所投资的企业,可理解为私募股权投资基金的一种特殊形式。

上述对我国私募股权投资基金的区分是基于被投资企业生命周期阶段特征以及基金投资对象的特点和运作特征而言的。然而,在我国的股权投资管理实践中,因创业投资基金也从事 IPO 前的成长期企业的投资,成长型私募股权投资基金也从事对部分创业企业或初创期及早期企业的投资,并购基金也从事对成长型企业的股权并购,故在实践中有时很难区分和界定创业投资基金、成长型或一般股权投资基金及并购基金的概念和范围,因而有关统计资料与数据也很难做到泾渭分明和准确无误。

二

私募股权投资基金在社会经济发展中发挥着重要作用。第一,具有微观效应。一方面私募股权投资基金在企业价值增值过程中起到了战略性作用、支持性作用和网络作用;另一方面对企业具有增值功效,体现在对中小企业融资的直接效应,对企业治理方面的影响以及对中小企业价值的影响等。私募股权投资基金对中小企业进行权益性投资,并将现代企业的规范管理与战略资源带入企业,对于中小企业来说是宝贵的融资模式。第二,具有宏观效应。私募股权投资基金将分散的资金集中起来,集合投资、专家理财,在合理配置社会资本的前提下,其运行模式有利于提高经济的运行效率,促使经济的稳定增长。第三,具有产业结构优化和金融服务效应。私募股权投资拓宽了产业结构优化的途径。产业结构调整中往往通过增量资金的导向作用以及并购重组等资本运作来实施,私募股权投资基金通过市场这个“无形之手”引导社会资金的正确流向,有利于产业结构优化和提升金融服务效率。第四,私募股权投资基金有利于完善资本市场功能,对加快建设我国多层次资本市场有积极而重要的意义。因此,研究我国私募股权投资基金运行现状,推动我国私募股权投资基金长期、可持续发展,这是我国经济结构调整、转型升级的需要,是贯彻落实大众创业、万众创新、实施创新驱动战略的需要,也是金融监管层与私募股权基金从业者在新常态下的新使命。

有鉴于此,基于资本市场理论研究、教学及私募股权基金从业者的责任和使命,本书主要探讨和研究以下内容与问题:

一是私募股权投资基金的相关基础理论。主要包括资本结构理论、公司治理理论、契约理论、委托代理理论、证券投资组合理论、风险管理理论及企业生命周期理论等。

二是国内外关于私募股权投资基金的研究动态。主要从私募股权投资基金的募集设立、组织形式、投资管理、退出形式、收益分配、影响效应、相关估值、风险监管等角度,对国内外相关研究成果、观点等进行综述。

三是我国私募股权投资基金的现状。重点阐述我国私募股权投资基金的运行与发展的总体情况,重点分析创业投资基金、新兴产业创投计划参股基金、并购基金及券商直投基金情况。

四是政府引导基金的现状及借鉴。重点阐述政府引导基金的特征、功能作用、我国政府引导基金的发展阶段,概述政府引导基金设立的总体情况、政府引导基金的运作管理模式,介绍国外政府引导基金及其经验借鉴、我国科技成果转化引导基金和战略新兴产业引导基金的设立背景。

五是我国私募股权投资基金的效应。通过实证分析,重点揭示了私募股权投资基金对中小企业的微观效应,如拓宽融资渠道、改善融资结构、优化治理结构、提升经营业绩等。

六是我国私募股权投资基金发展中的主要问题及对策。重点分析基金募集、投资决策,投后管理、退出、风险控制等诸环节的问题与不足,并提出了相应对策,如鼓励采用并完善合伙制私募股权投资基金组织形式;拓展私募股权投资基金的资金来源渠道;加快人才激励机制创新,培养合格基金管理人才,强化管理团队的增值服务;建立全面系统的风险控制体系;实现项目选择与投后增值服务并重的转型;培养和塑造企业家精神;正确认知“对赌条款”;注重 IPO、并购、新三板市场、回购等多种退出渠道并举;努力打造私募基金二级市场“生态圈”;摒弃同质化竞争,走向差异化、专业化竞争等。

七是资本市场新常态下私募股权投资基金理念和行为的转换。资本市场新常态主要表现为资本市场配置资源的功能大大加强,在服务创新驱动战略中的作用日益增强;IPO 供需市场化,退市经常化,上市公司估值总体回归价值,蓝筹公司估值提升;上市公司定向增发和并购重组增加股票

供给超 IPO，成为股市扩容的主导力量；直接融资比重快速提升，证券化率加速提高；股票交易量增大、交易佣金维持低佣金率；上市公司业绩增速放缓，传统产业上市公司业绩增速下滑与新兴产业、文化体育产业、现代服务业领域上市公司业绩的高增长并存；资本市场服务中小企业的功能加大，中小企业是资本市场最活跃的生力军；公开、公平、公正的市场环境更加贴近现实生活；并购重组仍是资本市场一道充满机遇的、亮丽的风景；新三板市场将获得新跨越，给参与者提供诸多机遇。新常态下，私募股权投资基金的投资回报理念，要由超常期望向正常回报转变；目标企业选择标准，要由偏重上市条件向兼具经济效益、社会效益和环境效益转变；社会责任方面要加大对中小企业的投资与服务力度；投资结构方面，要加大对创新型企业的投资比重；投资管理文化方面，要学习硅谷，鼓励创新，宽容失败；投资战略方面，要抢抓新常态下的市场机遇，实行积极的投资管理政策。

八是我国私募股权投资基金的政策法规及监管思考。从产业投资基金、创业投资基金、成长型股权投资基金、股权并购基金、政府引导基金等层面，对其监管的完善与深化进行探讨：监管应以充分发挥其融资与市场配置资源、支持中小企业发展、改善公司治理、促进企业 and 国家创新、推动产业转型升级，防范风险，引导行业规范、有序、理性发展为目标。完善政府监管与行业自律相结合的监管体系；进一步建立和完善监管工作机制，包括完善监管分工协作机制和行业发展定期报告机制，建立与发改委的信息共享机制、投资者教育和保护机制、风险事件应急处置机制、运营效应评价机制等。

九是西部欠发达地区私募股权投资基金的发展。以国内其他省市发展股权投资基金的经验为借鉴，结合甘肃省等西部欠发达省（市、自治区）的环境及股权投资基金的现状，对西部欠发达省（市、自治区）发展私募股权投资基金提出了切合实际的政策建议。

三

经济问题是复杂的，我们的能力和水平是平庸的；

研究私募股权投资基金的深度和广度是不够的，结论和建议也许是肤

浅的；

大家的批评是珍贵的，我们的态度是诚恳的；

私募股权投资基金行业是充满希望的，我们的使命是祖国赋予的。

学无涯，求不止……

目 录

第一章 私募股权投资基金相关基础理论.....	1
第一节 资本结构理论.....	1
第二节 公司治理理论.....	4
第三节 契约理论.....	7
第四节 委托代理理论	10
第五节 证券投资组合理论	12
第六节 风险管理理论	13
第七节 企业生命周期理论	15
第二章 私募股权投资基金研究综述	16
第一节 国外研究综述	16
第二节 国内研究综述	25
第三章 中国私募股权投资基金的发展状况	33
第一节 中国私募股权投资基金总体状况	33
第二节 新兴产业创投计划参股基金情况	46
第三节 私募股权并购基金	51
第四节 证券公司直投基金管理基本状况	60
第五节 产业基金和房地产基金情况	67
第四章 政府引导基金运行现状及国外借鉴	70
第一节 政府引导基金概述	70
第二节 我国政府引导基金的发展阶段与设立情况	74
第三节 我国政府引导基金的运作管理	81

第四节	国外政府引导基金及其经验借鉴	89
第五节	我国科技成果转化引导基金的设立与运作	102
第六节	我国战略性新兴产业引导基金的设立	111
第五章	中国私募股权投资基金效应分析	117
第一节	成长型私募股权投资基金运行效应实证分析	117
第二节	私募股权投资回报分析	127
第三节	政府引导基金运作效应评价考核体系探讨	131
第六章	私募股权投资基金运作中的主要问题及对策建议	139
第一节	私募股权投资基金运作中的主要问题	139
第二节	完善私募股权投资基金管理运行的对策建议	148
第三节	政府引导基金运作中存在的主要问题及建议	161
第七章	资本市场新常态背景下私募股权投资基金管理 理念与行为的思考	166
第一节	资本市场新常态的决定因素	166
第二节	资本市场新常态的表现	171
第三节	私募股权投资基金投资行为的思考	180
第八章	我国私募股权投资基金的政策规定及监管思考	185
第一节	多头监管时期私募股权投资基金的政策规定	186
第二节	我国私募股权投资基金的统一监管政策	201
第三节	完善我国私募股权投资基金监管的思考	208
第九章	西部欠发达地区私募股权投资基金发展研究	215
第一节	有关省市私募股权投资基金发展的经验	215
第二节	甘肃省私募股权投资基金的现状	221
第三节	甘肃私募股权投资基金发展的外部环境	226
第四节	甘肃私募股权投资基金发展的相关建议	233
参考文献		246

第一章 私募股权投资基金相关基础理论

私募股权投资基金的运作实践必须以相关理论为指导。本章所列举、介绍的私募股权投资基金相关理论包括资本结构理论、公司治理理论、契约理论、委托代理理论、证券投资组合理论、风险管理理论及企业生命周期理论等。

第一节 资本结构理论

狭义的资本结构是指企业资本形态中负债和权益资本所占不同比例的组合结构，广义的资本结构中企业负债和权益资本的形式更加丰富化，企业融资方式也更加多样化。根据对企业融资的认识角度不同，资本结构理论的发展经历了传统资本结构理论、现代资本结构理论、新资本结构理论、后资本结构理论四个阶段。

传统资本结构理论包括净收益理论、净经营收益理论、折衷理论。净收益理论认为，企业可以通过成本较低的债务来降低企业的加权平均资本成本，企业的最优资本结构为 100% 的负债。净经营收益理论认为，企业无论怎样改变其负债率，加权平均资本成本总是固定的，资本结构对企业总价值没有影响。折衷理论介于净收益理论与净经营收益理论两个极端理论之间，该理论认为，适度的负债经营并不会明显地增加企业负债和权益资本的风险，因此企业权益资本收益率和负债率在一定范围内是相对稳定的。

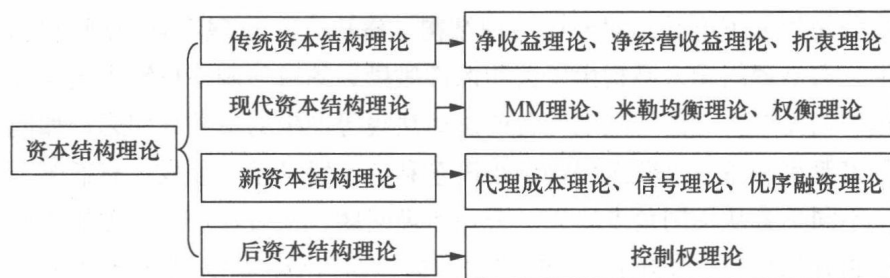
现代资本结构理论包括 MM 理论、米勒均衡理论、权衡理论。由 Modigliani 和 Miller (1958) 提出的 MM 理论，标志着现代资本结构理论的确立，是资本结构理论一次质的飞跃。其精粹在于分析了企业融资决策中最本质的关系即企业经营者与投资者各自的目标和行为及其相互作用。

在依赖经营风险可衡量、投资者对企业经营风险的期望值和分布状况估计相同、无交易成本、企业与个人债务均为相同的无风险债务、所有现金流量为永续年金五个假设的基础上,MM 无税模型认为,企业的总价值不受资本结构的影响,有杠杆企业的价值等于同风险等级的无杠杆企业的价值,有杠杆企业的权益资本成本等于同风险等级的无杠杆企业的权益资本成本加上一定数量的风险补偿,风险补偿的比例因子是负债权益比。而加入所得税因素的 MM 理论认为:企业的资本结构影响企业的总价值,负债经营将为公司带来税收节约效应。有杠杆企业的价值等于具有同等风险程度的无杠杆企业的价值加上负债的节税收益。有杠杆企业的权益成本等于具有同等风险程度的无杠杆企业的权益成本加上风险补偿。Miller (1977) 提出了一个将企业所得税和个人所得税包括在内的模型来说明负债对企业价值的影响,Miller 认为就企业整体而言,存在着一个均衡的负债—权益比率,但对任意单独的企业来说没有最优的负债比例。权衡理论也成为最优资本结构理论,它认为由于税收屏蔽,财务杠杆的提高有助于增加企业的市场价值,但随着企业债务上升,企业破产的风险也在增加,企业价值下降。因而,最优的资本结构就是在负债的税收收益和破产成本现值之间进行权衡。

传统资本结构理论和现代资本结构理论都假设企业能够获取完全信息,但这并不现实。20 世纪 70 年代兴起的新资本结构理论以信息不对称为核心,主要包括代理成本理论、信号理论、优序融资理论。代理成本理论引入委托代理模型分析资本结构问题,主要研究了股东与经理人之间、债权人与股东之间的冲突,即权益代理成本、债权代理成本。该理论认为,当债务融资增加时,权益代理成本将减少,债务代理成本将增加。信号理论探讨的是在筹资前的不对称信息下,企业怎样通过适当的筹资决策向市场传递企业价值的信号,以此来影响投资者的决策,它主要讨论金融契约事前隐藏信息的逆向选择问题。Ross (1977) 认为,负债比例是企业发展的一个重要信号,负债比例的提高意味着企业对未来的收益有较高期望,而实证研究表明,这种信号与企业实际行为之间的关系与理论预期相反。优序融资理论认为,为新投资项目筹资时,企业的筹资顺序模式首先是内部筹资,其次是借款、发行债券、可转换债券,最后是发行新股。但是,20 世纪 80 年代新兴证券市场具有明显的股权融资偏好。

20 世纪 80 年代中期,以信息不对称为核心的新资本结构理论在发展

上出现颓势，后资本结构理论应运而生。后资本结构理论包括两大分支，资本结构管理控制学派和资本结构产品市场学派。其中，资本结构管理控制学派主要包括 Stulz 模型、Harris - Raviv 模型和 Israel 模型三个重要的资本结构管理控制模型，其着重考察了资本结构和企业控制权市场之间的联系，并突出了管理者在资本结构决策中的重要作用。



对于企业融资来说，除了选择具体的金融工具，还要对融资的形式进行分析，金融工具本质上是一种金融契约，不同的契约关系就会形成不同的融资结构。融资形式有直接融资与间接融资、内源融资与外源融资之分。私募股权投资基金作为资金盈余者和需求者之间的委托代理中介，为企业提供直接融资，在资本市场上为二者建立股权或债权关系，不同于银行金融中介。外源融资包括银行贷款、资本市场融资、政府融资、信用担保融资和民间融资等。广大中小企业由于成立时间短、信用记录缺乏、信息披露不完全、信用保证能力差，难以得到外部投资者和银行的信任，因此中小企业的融资结构主要以内源融资为主，外源融资中以银行信贷和非金融机构的融资渠道及民间非正规渠道为主。2001 年以来，随着我国资本市场的快速发展，提高了资本市场的融资效率，通过资本市场来进行融资的企业不断增多。

私募股权投资基金作为一种金融创新，在拓宽我国投融资渠道、完善金融市场体系方面发挥了重要作用。企业引入私募股权投资基金作为战略合作伙伴，不同于债权性质的单纯融资方式，也不同于首次公开发行这种权益性质的融资方式，私募股权投资基金本身是一种股权属性的融资形式。私募股权投资基金的资本投入使得负债权益比例发生改变，调整了企

业的资本结构和资产负债结构,增强了企业的举债能力,改善了企业治理结构,有利于企业做大做强。

第二节 公司治理理论

公司治理理论是构建公司治理结构、解决公司治理问题的理论基础。所谓公司治理问题,是指由于公司内部激励、约束与制衡机制失灵及外部治理市场无效,或由于缺乏完善的法律法规等产生的一系列问题,如内部人侵害股东利益、大股东侵害中小股东利益、股东侵害债权人利益等。

不同学者从不同角度研究了公司治理问题,代表性理论有委托代理理论(将在第四节详细阐述)、超产权理论、两权分离理论以及利益相关者理论。

一 超产权理论

超产权理论是基于对产权理论有效性的怀疑而提出来的。产权理论的核心观点是:产权明晰是决定企业绩效的关键。然而,通过产权变动虽然可以生成、启动企业内部利益激励机制,从而有可能提高企业经营者的努力水平与企业绩效,但产权变动只是企业内部治理结构优化的必要条件而非充分条件。

针对产权理论的不足,泰腾郎(1996)、马丁和帕克(1997)等以竞争理论为基础提出超产权理论。他们认为超产权理论比产权理论更具理论的内在逻辑性与实证解释的说服力。超产权理论在接受了产权理论对产权作用的分析的同时,更加强调“外部环境”的竞争对企业绩效的作用。超产权理论认为,利润激励与经营者努力投入未必存在必然的正向关系,利润激励只有在市场竞争的前提条件下,才能发挥其刺激经营者增加努力与投入的作用。超产权理论把竞争作为激励的逻辑起点,其依据是20世纪90年代发展起来的竞争理论(Vicker, 1996),包括竞争激励论、竞争发展论、竞争激发论与竞争信息完善论。这些竞争理论不仅为超产权理论发展“竞争激励”提供了理论基础,同时还为把公司治理机制从产权中分离出来提供了逻辑依据。市场竞争给企业创造“生”与“死”的抉择,在这个抉择面前,不管企业的所有者是谁,都必须改善公司治理机制,不管是行政治理机制还是商业治理机制;否则,治理机制差的公司就会被淘

汰。依此逻辑在考虑竞争因素后,市场进化的长期最终效应是,治理机制不受产权归属所决定。不过,这种长期结论并不排斥产权影响治理机制的短期结论。因为在短期中市场竞争尚未达到均衡,公司之间仍存在着机制与效益的差异,这种差异很可能受产权归属或其他因素所影响,但这种差异终将被竞争消除掉。

综上所述,超产权理论认为只有在市场竞争的前提下,企业产权的改革和利润激励才能更好地刺激经营者增加努力和投入。市场竞争是完善公司治理机制的基本动力,是保障公司治理结构改善的根本条件,而变动产权只是改变公司治理机制的一种手段。因此,公司要建立起有效的治理结构,要确保多方利益的有效实现,必须健全和完善市场体系,积极主动地参与市场竞争。

二 利益相关者理论

利益相关者理论是对传统的“股东利益最大化”公司治理模式的挑战。1963年,斯坦福大学研究小组使用“利益相关者”来表示与企业密切相关的所有人。他们给出的利益相关者的定义是:对企业来说存在这样一些利益群体,如果没有他们的支持,企业就无法生存。虽然这样的界定是非常狭义的,但毕竟使人们认识到,企业存在的目的并非就是为股东服务,在企业的周围还存在许多关乎企业生存的利益群体。进入20世纪80年代以后,随着经济全球化的发展以及企业间竞争的日趋激烈,人们逐渐意识到经济学家早期从“是否影响企业生存”的角度界定利益相关者的方法有很大的局限性。弗里曼对利益相关者理论做了较详细的研究,他认为,“利益相关者是能够影响一个组织目标的实现或者能够被组织实现目标过程影响的人”。这个定义不仅将影响企业目标的个人和群体看作利益相关者,同时还将受企业目标实现过程中所采取的行动影响的个人和群体也看作利益相关者,正式将当地社区、政府部门等实体纳入利益相关者管理的研究范畴,大大拓宽了利益相关者的内涵。这些利益相关者与企业的生存和发展密切相关,他们有的分担了企业的经营风险,有的为企业的经营活动付出了代价,有的对企业进行监督和制约。企业的经营决策必须要考虑他们的利益或接受他们的约束。

三 两权分离理论

两权分离是指资本所有权和资本运作权的分离。两权分离理论即公司所有权与控制权分离理论,它是随着股份公司的产生而产生的。该理论的

代表人物是贝利、米恩斯和钱德勒等。贝利和米恩斯在 1932 年出版的《现代公司与私有产权》一书中,对美国 200 家大公司进行了分析,发现在这些大公司中相当比例的公司是由并未握有公司股权的高级管理人员控制的。由此得出结论:现代公司已经发生了所有权与控制权的分离,公司实际已由职业经理组成的“控制者集团”所控制。钱德勒认为,现代企业股权趋于分散,企业管理更加专业化,富有专门管理知识并垄断了专门经营信息的经理对企业拥有实际的控制权,导致两权分离。

两权分离理论由两个核心命题所构成,一是生产资料所有制是所有、占有、支配和使用等经济关系的体系;二是生产资料所有制的各项权能可归结为所有权和经营权,且两权既可以统一,也可以分离。按照第一个命题,所有的实质是归属,指所有者可以按照自己的意见处置自己所有的生产资料;占有则是一种有条件的归属关系,即占有者不能像所有者那样任意处置其占有的生产资料,但在所有者认可的条件下,占有者又可以像所有者那样处置生产资料;支配是指对生产资料的处置和管理,其具体体现为生产过程的日常组织和管理;使用是指人们运用生产资料进行的直接生产活动。这四个方面经济关系在法律上表现为所有权、占有权、支配权和使用权,因此生产资料所有制包括所有权、占有权、支配权和使用权的权利体系。按照第二个命题,所有权、占有权、支配权和使用权既可以统一,也可以相互分离,而在分离的情况下,则具体表现为所有权与经营权的分离。在这里,经营权包括占有权、使用权和支配权,是这三权的统一。

四 私募股权投资基金与公司治理

私募股权投资基金作为一种积极主动的金融中介,除了为目标企业提供资金支持以外,还参与企业内部管理、制定企业战略决策,并提供必要的咨询和培训等增值服务。企业经营业绩的好坏直接影响到私募股权投资基金的生存。在企业上市之前,若企业业绩不佳,私募股权投资不能得到预期回报甚至影响退出,企业上市之后,私募股权投资机构不能随意撤资,这使得私募股权投资基金不得不帮助企业从根本上提升核心竞争力。并且,与中小企业相比,私募股权投资基金的管理团队拥有更专业的投资知识、更丰富的管理经验、更发达的关系网,能多渠道获得更加准确的信息。通常私募股权投资基金作为大股东甚至董事会一员,拥有一定的决策权和管理权,能够积极介入企业内部管理,有时私募股权投资基金人员还