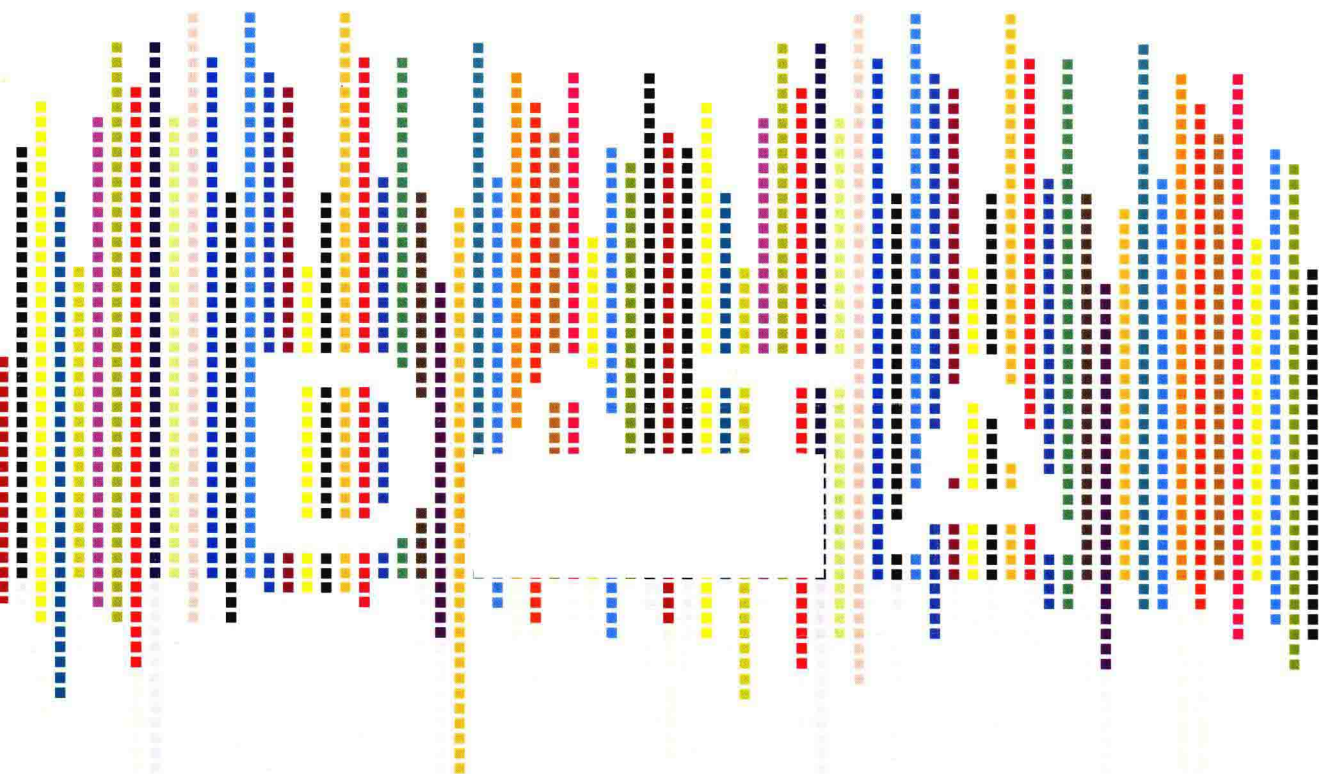


大数据时代经济与金融数据分析系列丛书



私募股权投资理论与应用

朱顺泉 编著



清华大学出版社

大数据时代经济与金融数据分析系列丛书



私募股权投资理论与应用

朱顺泉 编著

清华大学出版社

ISBN 7-302-46057-0

定价：39.00元

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

清华大学出版社

北京

本书分别从投资对象(目标企业)和投资者角度对私募股权投资进行介绍,即私募股权对投资者来说是一种投资工具,对目标企业来说是一种融资工具。

本书内容包括私募股权投资概述、私募股权投资的组织形式、私募股权投资运作流程、私募股权投资估值、私募股权投资产品及策略、私募股权投资退出、私募股权投资的委托-代理关系、私募股权投资案例分析以及私募股权创业投资促进经济转型升级的实证研究。

本书实用性强、内容新颖、结构清楚、设计独特、语言生动、学生易于理解,内容上注重理论与实际结合,适用于投资学、金融学、金融工程、保险学、信用管理、经济学、财务管理、会计学、企业管理、技术经济及管理、金融专业硕士、MBA 等专业的本科生与研究生使用参考或从事私募股权实务从业人员参考。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

私募股权投资理论与应用/朱顺泉编著.--北京:清华大学出版社,2016

(大数据时代经济与金融数据分析系列丛书)

ISBN 978-7-302-41496-4

I. ①私… II. ①朱… 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 212881 号

责任编辑:刘向威 李 晔

封面设计:文 静

责任校对:李建庄

责任印制:何 芊

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

邮 编:100084

社总机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

课 件 下 载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62795954

印 装 者:三河市春园印刷有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm

印 张:16.5

字 数:409千字

版 次:2016年4月第1版

印 次:2016年4月第1次印刷

印 数:1~2000

定 价:39.00元



前言

FOREWORD

私募股权资本是指那些对非上市企业进行股权投资,并为被投资企业提供增值服务,获得价值增值后,通过上市或转让的方式出售股权退出从而实现投资盈利的资本。它以对被投资企业提供合理价值判断及经常性的增值服务为本质,具有投资的长期性、非流动性、信息的非对称性、管理服务性、投资的高风险性和预期收益高的特点。

私募股权投资(Private Equity, PE)是近年来发展相当迅速的行业,目前已成为仅次于银行贷款、公开上市的重要融资工具和手段。与传统投资不同,私募股权投资不但是资本市场中的重要成员,而且提供了资金管理和投资管理的专业服务,即把资本和管理联系在一起,因此,它是目前经济管理领域中具有巨大发展潜力的创新模式。

私募股权投资在近些年得到迅速的发展,这既有资本逐利的天性,也有全球经济高度融合、国际资本快速流动,金融创新以及高科技高速发展等原因。私募股权投资既是解决中小企业融资困难的重要手段,又符合社会化分工的原则。此外,私募股权投资在推动产业结构调整、促进产业升级、推动知识经济的发展、培育高新技术企业等方面都具有不可忽视的重要作用。

目前已经有一些关于私募股权投资方面的书籍,但大多侧重于某一方面,如或者是关于法律方面的,或者是涉及的范围太大。本书则与此不同,作者撰写此书的目的在于,使读者认识到:私募股权投资对企业来说是一种融资工具,对投资者来说是一种投资工具,从而了解私募股权投资的基本内容。

本书的特点在于案例丰富,全面深入介绍私募股权投资的概念、特征和发展、运作流程、估值、产品及策略、退出以及投资者与委托者之间的委托-代理关系及其应用,建立了不同的委托代理模型,以供对私募股权投资方面研究和教学感兴趣的读者们参考。本书主要面向投资学、金融学、金融工程、保险学、信用管理、经济学、财务管理、会计学、技术经济及管理、统计学、数量经济学、管理科学与工程、金融专业硕士、MBA 等专业的本科生与研究生。

本书的内容是这样安排的:第1章对私募股权投资进行概述;第2章介绍私募股权投资的组织形式;第3章介绍私募股权投资运作流程;第4章介绍私募股权投资估值;第5章介绍私募股权投资产品及策略;第6章介绍私募股权投资退出;第7章介绍私募股权投资的委托-代理关系;第8章介绍私募股权投资案例分析;第9章对私募股权创业投资促进经济转型升级进行了实证研究。

本书是作者多次从事投资学、金融学、金融工程、保险学、信用管理、经济学、财务管理、

会计学、企业管理、技术经济及管理、金融专业硕士、MBA 等专业本科生和研究生的“私募股权投资”、“PE/VC 投资理论与实务”、“创业投资学”等课程教学与科研的总结,我的硕士生李润超帮助我对书稿的初稿进行了修改,书中成果也是 2013 广东财经大学十二五规划教材项目、2015 广东省科技计划项目(软科学编号 2015A070704058)、2015 珠三角科技金融产业协同创新发展中心资助项目阶段性成果。书中不妥之处,恳请读者批评指正。

编者



目录

CONTENTS

第 1 章 私募股权投资概述	1
1.1 私募股权投资与创业风险投资的概念	1
1.1.1 私募股权投资的概念.....	1
1.1.2 创业风险投资的概念.....	2
1.1.3 私募股权投资与创业风险投资的区分.....	3
1.2 私募股权投资的特征	4
1.3 私募股权投资基金的类型	5
1.4 私募股权投资的起源及在各国的发展情况	7
1.5 外资私募股权投资在中国的发展情况.....	16
1.6 中国本土私募股权投资基本情况.....	20
1.7 广东私募股权投资基本情况.....	27
1.8 私募股权投资市场的主要参与者.....	33
1.9 中国私募股权投资行业领域.....	40
1.10 私募股权投资的市场分析信息	42
第 2 章 私募股权投资的组织形式及其比较	45
2.1 私募股权投资的公司制.....	45
2.2 私募股权投资的信托制.....	46
2.3 私募股权投资的有限合伙制.....	47
2.4 私募股权投资三种组织形式的比较.....	49
2.4.1 组织设立和法律地位	49
2.4.2 控制权与激励机制	50
2.4.3 税收和运营成本	52
2.4.4 声誉机制	52
2.4.5 三种私募股权投资基金组织形式的具体优劣比较	53
2.5 私募股权的直接投资和间接投资.....	54
2.6 中国私募股权投资基金管理模式的选择.....	57
2.6.1 中国私募股权投资基金管理模式特点	57
2.6.2 有限合伙制是目前中国现实背景下私募股权投资基金的 最佳管理模式	58

第 3 章 私募股权投资运作流程	63
3.1 私募股权融资企业的准备	63
3.1.1 确立目标	64
3.1.2 预审计	64
3.1.3 商业计划书(Business Plan, Bizplan 或 BP)	64
3.1.4 对私募股权投资人的选择	82
3.1.5 与投资人建立联系	83
3.2 私募股权投资流程	85
3.2.1 项目初审	85
3.2.2 签订意向	86
3.2.3 尽职调查	88
3.2.4 协议谈判	103
3.2.5 签订协议	105
3.2.6 资金投入	105
3.2.7 项目管理	105
3.2.8 投资退出	106
第 4 章 私募股权投资估值	107
4.1 会计报表与现金流量	107
4.1.1 资产负债表	107
4.1.2 损益表	107
4.1.3 现金流量表	108
4.2 估值方法及其选择	109
4.2.1 普通股的估值方法及其选择	109
4.2.2 公司的估值方法及其选择	110
4.2.3 估值步骤	110
4.3 经济性资产负债表及公司价值	111
4.3.1 经济性资产负债表中各项的关系	111
4.3.2 公司价值的构成	111
4.4 折扣现金流(DCF)法	113
4.4.1 自由现金流	113
4.4.2 自由现金流(FCF)终值	114
4.4.3 折现率的计算方法	115
4.4.4 各类估值方法的估值模型及其应用	117
4.5 应用期权定价法进行投资项目估值	125
第 5 章 私募股权投资工具及策略	128
5.1 私募股权投资工具	128

5.1.1	普通股	128
5.1.2	优先股	129
5.1.3	可转换证券	130
5.1.4	投资工具的选择	131
5.2	私募股权投资策略	137
5.2.1	分段投资策略	137
5.2.2	联合投资策略	139
5.2.3	专业化与多元化投资策略	140
5.2.4	三种投资策略绩效的比较	141
第6章	私募股权投资退出	142
6.1	公开上市	143
6.1.1	境内上市	146
6.1.2	境外上市	150
6.1.3	买壳上市与借壳上市	151
6.2	股权交易	152
6.3	企业并购	152
6.4	股权回购	155
6.5	企业清算	156
6.6	中外私募股权投资退出情况比较	158
6.6.1	美国私募股权的退出情况	158
6.6.2	欧洲私募股权的退出情况	160
6.6.3	中国私募股权的退出情况	163
6.7	中国私募股权投资退出方式的选择	165
6.7.1	IPO 和 M&A 退出绩效比较	165
6.7.2	私募股权投资基金退出选择的影响因素	168
6.7.3	中国私募股权退出方式选择的探讨	169
第7章	私募股权投资的委托-代理关系	170
7.1	基金投资者与基金管理人	172
7.1.1	融资阶段的逆向选择问题	172
7.1.2	融资阶段的道德风险问题	172
7.2	基金投资者与基金托管人	173
7.3	基金管理人与被投资对象	173
7.3.1	双边的逆向选择问题	174
7.3.2	道德风险问题	175
7.4	基金与债权人	175
7.5	委托代理理论的基本分析框架	176
7.6	股东与经理的委托代理理论实例	178

第 8 章 私募股权投资基金案例分析	180
8.1 案例 1: 某私募股权基金治理	180
8.1.1 基金设立背景	180
8.1.2 基金产权与组织结构	180
8.2 案例 2: 广州闪购——开启手机物联网新时代	180
8.2.1 案例背景	181
8.2.2 案例解析	181
8.3 案例 3: 力美广告——移动营销领跑者	182
8.3.1 案例背景	182
8.3.2 案例解析	182
8.4 案例 4: 亿莎——本土连锁化妆品的一朵奇葩	184
8.4.1 案例背景	184
8.4.2 案例解析	184
8.5 案例 5: 梦之城——创新动漫企业, 单一形象经营	185
8.5.1 案例背景	185
8.5.2 案例解析	185
8.6 案例 6: 立佰趣——借力巨额资本, 欲打造支付“金手指”	186
8.6.1 案例背景	186
8.6.2 案例解析	187
8.7 案例 7: 雕爷牛腩——互联网玩法做餐饮	187
8.7.1 案例背景	187
8.7.2 案例解析	188
8.8 案例 8: 人人贷——半年做到 10 亿交易规模	188
8.8.1 案例背景	188
8.8.2 案例解析	189
8.9 案例 9: 乐逗游戏——游戏类中概股快速成长并赴美 IPO 的一个传奇	190
8.9.1 案例背景	190
8.9.2 案例解析	190
第 9 章 私募股权创业投资促进经济转型升级的实证研究	191
9.1 经济转型升级的衡量指标体系构建和水平测量	191
9.1.1 经济转型升级的衡量指标体系构建	191
9.1.2 经济转型升级衡量体系的数据选择	192
9.1.3 经济转型升级整体效果的测量	192
9.2 私募股权创业投资促进经济转型升级的实证检验	196
9.2.1 私募股权创业投资的衡量指标和数据选择	196
9.2.2 私募股权创业投资促进经济转型升级的实证检验	196
9.2.3 私募股权创业投资作用分解分析	196

9.3 广东省私募股权创业投资对经济转型升级的实证检验 197

9.4 研究结论与政策建议 204

 9.4.1 研究结论 204

 9.4.2 政策建议 204

附录 商业计划书案例 206

参考文献 246

附录 商业计划书案例

1. 项目背景与概述

随着全球经济的快速发展和中国改革开放的深入推进，我国正处于经济转型升级的关键时期。在这一过程中，科技创新和产业升级成为推动经济增长的主要动力。然而，我国在核心技术和高端制造领域仍存在明显的短板，亟需通过加大研发投入和吸引社会资本来突破瓶颈。

本项目旨在通过引入先进的管理理念和运营模式，结合我国丰富的劳动力资源和日益完善的产业链，打造一个具有国际竞争力的企业。项目将重点发展智能制造、新材料研发和现代服务业，以满足国内外市场的需求，并为投资者提供稳定的回报。

2. 市场分析与竞争格局

当前，我国正处于经济结构调整和转型升级的关键时期，国家政策支持力度不断加大，为新兴产业的发展提供了良好的外部环境。同时，随着全球化和互联网的普及，市场竞争日益激烈，企业必须具备强大的核心竞争力才能在市场中立足。

本项目所处的行业具有广阔的发展前景和巨大的市场潜力。通过对国内外市场的深入调研，我们发现该行业正处于高速增长阶段，且具有较高的进入壁垒。我们的竞争优势主要体现在技术创新、品牌建设和完善的售后服务体系上。我们将通过持续的研发投入和人才引进，不断提升产品的技术含量和附加值，以应对激烈的市场竞争。

3. 商业模式与盈利模式

本项目的商业模式采用“研发+生产+销售”的模式，通过自主研发核心技术，实现产品的自主生产和规模化销售。我们将建立完善的供应链管理体系，降低生产成本，提高运营效率。同时，我们将积极探索多元化的盈利模式，包括产品销售、技术服务和知识产权运营等，以实现企业的可持续发展。

在盈利模式方面，我们将通过提高产品附加值和扩大市场份额来实现盈利。我们将建立完善的销售网络和渠道体系，提高产品的市场占有率。同时，我们将通过品牌建设和口碑营销，提升产品的品牌价值和客户忠诚度。此外，我们还将积极探索新的商业模式和盈利增长点，为企业的长期发展奠定坚实基础。

4. 管理团队与组织架构

本项目的管理团队由具有丰富行业经验和卓越领导能力的专业人士组成。团队成员在技术研发、市场营销、财务管理等方面具备深厚的专业知识和丰富的实践经验。我们将建立扁平化的组织架构，提高决策效率和执行力。同时，我们将注重人才培养和团队建设，为企业的长期发展提供坚实的人才保障。

我们的组织架构将采用事业部制，以提高运营效率和灵活性。我们将设立研发部、市场部、生产部、销售部和财务部等部门，各部门之间将建立紧密的协作关系。我们将定期召开管理层会议，及时沟通工作进展和解决问题。此外，我们还将建立完善的绩效考核体系，激发员工的积极性和创造力。

5. 财务预测与风险评估

根据本项目的商业模式和运营计划，我们对未来三年的财务状况进行了详细预测。预计项目将在第一年实现盈亏平衡，并在第二年进入高速增长阶段。我们将通过合理的资本运作和风险控制，确保项目的稳健运营和可持续发展。同时，我们将建立完善的风险评估体系，及时识别和应对潜在风险，保障投资者的利益。

在财务预测方面，我们将采用科学的估值方法和合理的假设条件。我们将充分考虑市场波动、政策变化和竞争态势等因素对财务状况的影响。我们将定期更新财务预测数据，确保预测的准确性和可靠性。在风险评估方面，我们将建立全面的风险识别和评估体系，涵盖市场风险、技术风险、财务风险和运营风险等方面。我们将制定相应的风险应对措施，降低风险发生的概率和影响。

6. 结论与展望

综上所述，本项目具有广阔的发展前景和巨大的市场潜力。我们将充分发挥自身的技术优势和资源优势，不断提升企业的核心竞争力。我们相信，在全体员工的共同努力下，项目必将取得成功，并为投资者带来丰厚的回报。我们将持续关注行业动态和市场变化，不断优化商业模式和运营策略，为企业的长期发展奠定坚实基础。



第 1 章

私募股权投资概述

1.1 私募股权投资与创业风险投资的概念

1.1.1 私募股权投资的概念

私募股权投资,也叫私募股权投资基金或私募股权基金(Private Equity fund, PE),是指以非公开的方式向机构或个人募集资金,主要对经营较成熟的未上市企业进行股权性投资,并通过被投资企业的上市、并购、股权转让等一系列方式退出投资并获利的一种投资基金。

国际上对私募股权投资的定义有多种不同的见解。如美国著名评级机构标准普尔对私募股权投资基金定义为:私募股权投资基金是包括对非上市公司的股权投资、创业投资,以及较大规模和中等规模的杠杆收购(leveraged buyout)、夹层债务和夹层股权投资(mezzanine)等各种另类投资(alternative investment)的总称;另外它还包括对上市公司进行的非公开的协议投资。

欧洲私募股权与创业资本协会(EVCA)则将私募股权投资基金定义为一种由一定数量投资者组成的,主要投资于企业股权或与股权相关的证券的集合投资工具或计划,一般以私人企业为投资对象,有时也会投资于公众企业,但所投资的股权一般未在证券交易所上市交易或暂时不能在证券交易所交易。私募股权投资基金以投资私人企业股权为主,投资于公众企业是以企业重组和行业整合为目的,而不是为了持有企业股票在二级市场上获利。

在我国,北京股权投资基金协会(BPEA)将私募股权投资定义为:从投资方式角度看,是指通过私募形式对私有企业,即非上市企业进行的权益性投资,在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制,即通过上市、并购或管理层回购等方式,出售持股获利。广义的PE为涵盖企业首次公开发行人前各阶段的权益投资,即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和Pre-IPO各个时期企业所进行的投资,相关资本按照投资阶段可划分为创业投资(Venture Capital)、发展资本(development capital)、并购基金(buyout/buyin fund)、夹层资本(Mezzanine Capital)、重振资本(turnaround)、Pre-IPO资本(如bridge finance),以及其他如上市后私募投资(Private Investment in Public Equity, PIPE)、不良债权(distressed debt)和不动产投资(real estate)等等。狭义的PE主要指对已经形成一定规模的,并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分,主要是指创业投资后期的私募股权投资部分,而这其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。在中国PE主要是指这一类投资。

私募股权投资一方面是指其募集方式是采用非公开的募集方式;另一方面是指其投向

目标为主要未公开上市的企业股权。公募基金是受政府主管部门监管的,向不特定投资者公开发行受益凭证的证券投资基金,可以通过银行、证券公司等机构向公众代销,也可以通过广告等方式进行推销;但私募基金不允许有这些行为,私募基金只能通过非公开方式向特定对象筹集资金,整个基金的设立、募集和赎回等都通过私下协商进行。因此,它与公开募集和主要投向已上市公司股票等有价值证券的公募基金形成了明显的区别。

私募基金与公募基金的主要区别如表 1-1 所示。

表 1-1 私募基金与公募基金的主要区别

基金类别 比较项目	私募基金	公募基金
募集方式	非公开	公开
募集对象	少数特定的投资者,包括机构和个人,资金募集对象范围小,对投资者投资金额要求较高	社会上不特定的投资者,资金筹集潜力大
信息披露要求	要求很低,其日常管理和投资操作有较强保密性	要求非常严格,其投资目标、投资组合等信息都要在指定媒体上定期进行披露
投资限制	完全由协议约定	对投资品种、投资比例、投资行为与基金类型的匹配上有相对严格的限制
业绩报酬	管理费与基金收益提成相结合,基金收益提成是报酬的主要来源	不提取业绩报酬,只收取管理费

1.1.2 创业风险投资的概念

上面在介绍广义 PE 时提及到创业风险投资是其组成部分,创业风险投资是指将资金投向有失败风险的高科技项目及其产品开发领域,以期在促进科学技术成果尽快商品化过程中获得高资本收益的一种投资行为。其本质是由职业资本家将资本投向新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的创业企业中的一种权益资本。它是一个民族进步和科学技术创新的灵魂,是一个国家兴旺发达的不竭动力。

创业风险基金(Venture Capitalfund, VC),也叫风险资本或风险投资基金,有些叫创业风险基金,是指以非公开的方式向机构和个人募集资金,主要对新创立企业进行股权性投资,并最终通过与私募股权投资(PE)相类似的方式退出投资并获利的一种投资基金。

风险投资在国际上同样有多种不同的定义。国际经济合作和发展组织(OECD)认为,风险投资是投资公司在新兴的、未上市小型公司中投入的资本,投资公司在投入资本的同时还提供管理服务,其目的是获得高额投资收益,收益来源于新兴公司和风险投资者的资金和专业技能创造的价值。美国风险投资协会(NVCA)对风险投资的定义为:风险投资是指由专业人士提供的资金,该专业人士对新兴的、迅速发展的、有巨大发展潜力的企业进行投资并参与管理。风险投资被认为对美国和世界产生了巨大的影响,其作为创新和科技进步的催化剂,创造了就业机会。而欧洲私募股权和创业资本协会(EVCA)对风险投资的定义为:风险投资是投资于企业早期的股权投资,是 PE 的一种形式,风险投资为那些对产品和服务有创新理念并需要投资和专业帮助的企业提供支持,并帮助这些企业成长起来。

1.1.3 私募股权投资与创业风险投资的区分

狭义的私募股权投资主要是指对已形成一定生产和经营规模,并能产生稳定的现金流和经营效益的成熟企业进行投资的基金。广义的私募股权投资是对未在证券市场交易的企业进行的投资,包括企业公开发行股票(Initial Public Offering, IPO)之前的各个阶段的权益投资,包括天使投资(Angel Capital, AC)、创业投资(VC)和私募股权投资(PE)等。若没有特别说明,本书所述的私募股权投资都是广义的。

无论是狭义私募股权投资还是风险投资,其实质都是一样的,即通过投资于高风险、高回报的项目群,将当中成功的项目进行出售或者上市,实现所有者权益的变现,从而使投资者获得高额回报,并弥补了失败项目的损失。

和风险投资一样,狭义私募股权投资也能培养出适合企业成长的文化,从而促进新产品和新技术的开发。而狭义私募股权投资更侧重于投资于已在市场上稳定,拥有成熟产品和稳定的流动资金,并具有增长潜力的成熟企业;而风险投资则是注重投资于创新型的、发展迅猛并具有巨大发展潜力的早期中小企业,因而其风险比狭义私募股权投资较高。

狭义私募股权投资和风险投资都依赖于建立在所有权基础上的治理结构,管理者和董事与投资者一起承担企业的盈亏。由于初创的新型高科技企业管理经验较少,风险较大,创业风险投资的投资人会对企业管理给予更大的支持,通过资产经营服务对所投资企业进行培育和辅导,使其健康成长;而狭义私募股权投资所投资的对象企业则由于其发展规模和管理经验都已经相对成熟,因而投资人对企业管理的支持相对较低。

创业风险资本投资与狭义私募股权投资的区分如表 1-2 所示。

表 1-2 创业风险资本投资 VC 与狭义私募股权投资 PE 的区分

对比项	广义私募股权投资	
	狭义私募股权投资 PE	创业风险资本投资 VC
市场组成部分		
企业	企业已在市场上稳定,拥有成熟产品和稳定的流动资金,并具有增长潜力	年轻的、创新型、发展迅猛的企业
投资人对企业管理的支持	低	高
投资期限	3~7 年	3~7 年
风险	可预见	高
企业发展阶段	成熟阶段	早期阶段
出资动机	企业扩张、并购、成果转化,过桥贷款和重振融资	起步、创立、早期

在中国的投资环境中,狭义私募股权投资和风险投资之间的区分比较模糊,这两个术语往往能交替使用。原因之一是国内这两种形式的基金投资者均面临有限的投资项目,中国企业是以其低成本的制造业而非创新型高科技产业为世界所知,因此中国没有足够的技术创新企业适合风险资本进行投资,无论风险投资还是私募股权投资都会转向考虑其在美国或欧洲原本不会进行的交易。原因之二是中国市场对早期和成熟期没有明确的区分,在中国快速发展和现代化的经济环境中,大多数中国企业都可以视为处于成长和发展阶段。原因之三是这两种投资形式在中国都是新兴的,并处于不断发展的中国市场和日益变化的监管环境的调整期。鉴于上述原因,中国的私募股权投资公司的表现被认为更像是风险投资

者,而风险投资基金经常投资于其在美国和其他市场进行的传统投资以外的市场部门。

1.2 私募股权投资的特征

私募股权投资的特征主要包括以下内容:

1. 特定的募集对象

在资金募集方面,无论是私募股权投资还是创业投资,都是向特定的机构和个人募集。在美国,私募股权投资的资金来源主要是养老基金公司、共同基金公司、保险公司、投资银行以及富裕家庭和个人;在中国,私募股权投资的资金来源主要是国有企业、地方政府和私营企业。

中国证监会2006年颁布的《上市公司证券发行管理办法》第37条对上市公司向特定投资者募集资金即“定向增发”做出了人数规定,非公开发行股票的发行人不得超过十名。中国银监会《信托公司集合资金信托计划管理办法》对人数和“合格投资者”做出了规定:“单个信托计划的自然人人数不得超过50人,合格的机构投资者数量不受限制。”其他国家和地区对私募对象的人数也作出了相应的规定。如美国证监会1982年制定的《D条例》第506条规定,除了认可的投资者外,私募的应募人数不得超过35人。我国台湾地区在《证券投资信托及顾问法》第11条中规定,符合主管机关所定条件的自然人、法人或基金投资者的应募人总数不得超过35人。

2. 特定的募集方式

私募股权投资的募集渠道主要是通过非公开的方式,即可不在公开场合进行销售,也不委托银行和证券公司等机构进行代销,而是由基金发起人和基金管理人直接与投资者进行面对面的推销,或者专门召开基金路演的推介会等方式进行销售。

3. 特定的投资方式

在投资方面,私募股权投资采用权益性投资的方式,如直接投资于目标企业的普通股、优先股或可转换债券等。

4. 特定的投资对象

私募股权投资的投资对象一般为高成长性的未上市企业,投资对象的业绩前景和退出时间等因素具有很大的不确定性风险。与投资于公开证券市场的公募投资基金不同,私募股权投资基金同时具有高风险和高回报收益率,私募股权投资基本上以放弃资本的流动性为代价来追求长期的、更高的资本收益。

5. 有限的经营期限

私募股权投资的经营周期属于中长期,一般以5~10年为主,且多为封闭式投资,即投资者在经营期内通常不能退出,直至基金通过被投资企业上市后在股票市场套现,或者通过并购、转让等方式退出。若经营期满,而被投资企业尚未上市或被并购或转让,则可以采用被投资企业回购股份或清算的方式结束投资。与其他投资方式相比,私募股权投资的存续时间较长,并且缺乏公开、完善的股权交易市场,流动性和变现能力较差。

6. 特定的退出方式

私募股权投资的投资宗旨是“以退为进,为卖而买”。也就是说,基金的投资就是为了在

适当的时候能够卖出其所持有的权益并获得利润。私募股权投资在选择投资项目或投资对象时,一个决定性的要点就是退出机制,私募股权投资绝不会投资于没有明确退出渠道的项目。

投资退出的方式包括被投资企业的上市(IPO)、股权转让、兼并收购、控股股东回购、管理层收购(Management Buy-out, MBO)等。

7. 特别的增值服务

私募股权投资并不是单纯的股权投资者,成为纯粹的股东并不是私募股权投资唯一的目标。因此,私募股权投资于目标企业时,有可能已经在协助目标企业改善经营管理,以及筹备在证券市场首次公开发行股票等。

私募股权投资适合于企业发展的阶段如表 1-3 所示。

表 1-3 私募股权投资适合于企业发展的阶段

	早 期			扩 张 期		后 期	
	种子期	创立期	一期	二期	三期	并购	重振融资
借入资本				传统融资方式			杠杆收购
夹层资本				结构性融资/计划			
私募股权	家庭投资商业 天使风险资本	创业风险资本		狭义的私募股权投资 (成长基金、并购基金等)			

1.3 私募股权投资基金的类型

企业发展的生命周期总的来看可以分为早期、扩张期和后期三大阶段。对于处于种子期的企业,参与的私募股权投资基金有家庭投资、商业天使基金、风险投资基金等;对于处于初创期的企业,参与的私募股权投资基金主要是创业风险投资基金。早期的私募股权投资基金属于广义的私募股权投资基金的范畴;而对扩张期和后期,参与的私募股权投资基金属于狭义的私募股权投资基金的范畴,当中包括了成长基金、并购基金、Pre-IPO 基金、重组资本等。此外,还有投资于上市公司的私募股权投资基金 PIPE,它也属于广义私募股权投资基金的范畴。对于适合企业不同发展阶段的私募股权投资如表 1-3 所示。

1. 天使资本(angel capital)

天使资本是由富有个人以自己名义直接投资于创业企业,因而并不是由多数投资者共同出资组建的“集合投资制度”性质的创业投资基金机构。所以,它是一种典型的“非组织化的创业投资资本”。天使资本之所以是由投资者直接进行投资,一是因为这类投资者通常既具有一定的资本实力又对企业具有一定的了解;二是因为他们的投资在很大程度上不是为了获得投资收益,而是为了体验冒险激情和投资成功后的社会荣誉感。天使资本的投资者主要来源于:曾经的创业者;传统意义上的富翁;大型高科技公司或跨国公司的高级管理者。

2. 创业风险资本(venture capital)

风险资本是一种以私募方式募集资金,以公司等组织形式设立,投资于未上市的新兴中小型企业(尤其是新兴高科技企业)的一种承担高风险、谋求高回报的资本形态。它和共同基金、单位信托等证券投资基金截然不同,在投资、募集等运作方式上有其自身的特点。国

内有些部门提出的产业投资基金实际上就是风险资本。

3. 成长资本 (development capital)

发展资本主要投资于相对成熟的、处于成长期和扩张期的企业,通过企业的快速增长来获取高额回报。在这个阶段企业的经营已经步入正轨,并取得快速的发展,因此成长资本相对于风险资本所面临的风险较小,相应的投资回报率也较小。

4. 并购基金 (buyout fund)

并购基金是专注于对目标企业进行并购的基金,包括兼并资本和收购资本,其投资手法是,通过收购目标企业股权,获得对目标企业的控制权,然后对其进行一定的重组改造,持有一定时期后通过管理层收购(MBO)等股权转让方式实现增值收益。并购基金与其他类型投资的不同表现是,风险投资主要投资于创业型企业,并购基金选择的对象是成熟企业;其他私募股权投资对企业控制权无兴趣,而并购基金意在获得目标企业的控制权。

并购基金对目标企业的收购一般采取杠杆收购(leveraged buyout)的方式,即以目标企业的资产及未来现金流作为债务抵押,以较少的股本投入取得数倍的资金,对目标企业进行收购、重组,最后取得巨大收益的策略。

5. Pre-IPO 基金

Pre-IPO 基金是指投资于企业上市之前,或预期企业可近期上市时的基金,该基金的退出方式一般为上市后从公开资本市场上出售股票退出。同投资于种子期、初创期的风险投资不同,Pre-IPO 基金的投资时点在企业规模与盈收已达可上市水平时,甚至企业已经站在股市门口。因此 Pre-IPO 基金具有投资风险小、投资期限短的优点,并且企业股票价格理想时可获取较高的投资收益。Pre-IPO 资本包括夹层资本和过桥资本。

(1) 夹层资本 (Mezzanine Capital) 是收益和风险介于企业债务资本和股权资本之间的资本形态,本质是长期无担保的债权类风险资本,一般采用债权的形式,并带有一定的可转换证券或认股权证等权益资本性质。夹层资本通常用于那些接受后续风险资本的公司,或者在杠杆收购时银行的高级贷款不能提供收购所需的所有资金的情况下使用。

(2) 过桥资本 (bridge finance) 是为了解决企业上市前短期内融资困难,以及改善企业财务状况等,它帮助企业冲刺上市,最后通过公开市场股权转让或收取利息获得投资收益。

6. 重组资本

重组资本又叫重振资本,它是指向业绩不佳的企业投资,改善企业的经营状况的金融资本。这类企业一般处于传统行业,出现财务危机或者处于重组当中,但仍具有长期的市场生存能力。重组资本一般投资于处于衰退期的企业。

7. 私人股权投资已上市公司股份 (Private Investment in Public Equity, PIPE)

PIPE 是私募基金、共同基金或者其他的合格投资者以市场价格的一定折价率购买上市公司股份以扩大公司资本的一种投资方式。PIPE 主要分为传统型和结构型两种形式。传统的 PIPE 由发行人以设定价格向 PIPE 投资人发行优先或普通股来扩大资本。而结构性 PIPE 则是发行可转债(转换股份可以是普通股,也可以是优先股)。PIPE 为上市公司提供了一种全新的成长型资本融资方式。根据交易结构,投资者从私人投资公开股票(PIPE)的交易中得到一些让利或者可以得到比市面上更低价格的股票。

8. 房地产基金

房地产基金是一种主要投资于房地产或房地产抵押有关公司发行的股票的投资基金。按照是否直接投资于房地产可将其划分为两类：一类是直接投资房地产公司发行的股票上；另一类是间接投资房地产业的基金，即房地产抵押基金；该基金主要通过投资房屋抵押市场而间接投资房地产。

2013年中国私募股权投资市场投资策略统计(投资金额单位,百万美元)如图1-1所示。

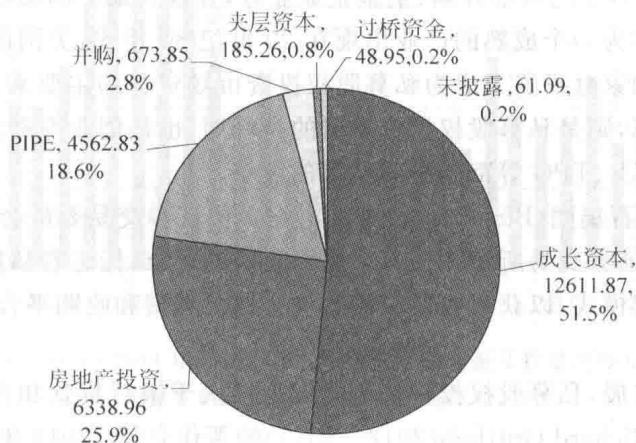


图 1-1 2013年中国私募股权投资市场投资策略统计

(来源于清科数据库 2014年1月)

从投资策略来看,2013年成长资本、PIPE(投资上市公司)、房地产投资三种策略占据全部策略类型的95.0%以上。其中,成长资本431起、房地产投资105起、PIPE投资94起,披露金额的投资交易分别有384起、100起、92起,涉及金额126.12亿美元、63.39亿美元、45.63亿美元。全年还发生并购投资14起、夹层资本7起、过桥投资2起。

1.4 私募股权投资的起源及在各国的发展情况

1. 美国

现代意义上的私募股权投资和创业投资均起源于美国。美国私募股权基金的活动可以追溯到19世纪末,美国开发西部过程中建立石油开发企业和铁路企业,刺激对外融资需求,当时不少妇幼的私人银行家,通过律师、会计师的介绍和安排,直接将资金投资到风险较大的石油、钢铁、铁路等新兴产业中,获取高额回报。这些投资完全由投资者个人自行决策,没有专门的机构组织投资。这时期的创业活动对资本的需求大大超越了个人或家庭的资金实力,这促使了风险投资资本的萌芽。

现代意义上专业化和制度化的私募股权投资基金形成于第二次世界大战之后。1946年,哈佛商学院院长、创业资本之父 Georges Doriot 与 Ralph Flanders 和 Karl Compton 在美国的马萨诸塞州共同创业了“美国研究与发展公司”(Americian Research & Development Corporation, ARDC)以及 John Hay Whitney 与 Benno Schmidt 合伙创立了 J. H. Whitney 公司,是大型投资银行或产业公司进行股权收购活动的标注性事件。美国研究与发展公司的宗旨就是给那些快速发展的新兴企业提供权益性启动资本,以此来促进这些企业的发展,