



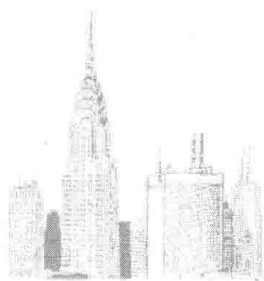
Simu Guquan Touzi Dui Shangshi Gongsi
Zhili Jizhi de Yingxiang ji
Jiazhi Chuangzao Xiaoying Yanjiu

私募股权投资对上市公司治理 机制的影响及价值创造效应研究

徐子尧 著



经济科学出版社
Economic Science Press



私募股权投资对上市公司治理 机制的影响及价值创造效应研究

徐子尧 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资对上市公司治理机制的影响及价值创造效应研究/徐子尧著. —北京: 经济科学出版社, 2015. 10

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6226 - 4

I. ①私… II. ①徐… III. ①股权 - 投资基金 - 影响 - 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 262037 号

责任编辑: 李 雪

责任校对: 王苗苗

责任印制: 邱 天

私募股权投资对上市公司治理机制的影响及价值创造效应研究

徐子尧 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

总编辑部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

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)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 15. 25 印张 280000 字

2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6226 - 4 定价: 48. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

目 录

理 论 篇

1 导论	3
1.1 研究背景与研究意义	3
1.1.1 研究背景	3
1.1.2 研究意义	5
1.2 研究内容与研究思路	7
1.2.1 研究内容	7
1.2.2 研究思路	9
1.3 研究创新与不足	10
1.3.1 研究创新	10
1.3.2 研究不足	11
2 私募股权投资概述	12
2.1 私募股权投资的内涵	12
2.2 私募股权投资的起源与发展	13
2.3 私募股权投资基金的组织形式及运作程序	16
2.3.1 私募股权投资基金的组织形式	16
2.3.2 私募股权投资基金的运作程序	17
3 理论基础与文献述评	20
3.1 公司治理的两类基本问题	20

3.1.1	代理问题	20
3.1.2	剥夺问题	21
3.2	现代公司中的委托代理问题	22
3.2.1	现代企业制度的组织形式	22
3.2.2	股东积极主义	24
3.3	私募股权投资与公司治理的关系	26
3.3.1	私募股权投资基金的契约安排特点	27
3.3.2	私募股权投资基金的激励约束机制	28
3.3.3	私募股权投资参与公司治理的对策	30
3.4	国内外研究文献综述	31
3.4.1	私募股权投资基金的组织形式与运作方式	31
3.4.2	私募股权投资基金的融资策略与投资特征	33
3.4.3	私募股权投资基金治理决策及其对被投资公司 价值的影响	34
3.4.4	研究简评	37

实 证 篇

4	私募股权投资对董事会的变革及其价值创造效应	41
4.1	文献回顾与理论分析	42
4.1.1	私募股权投资与董事会变革	42
4.1.2	私募股权投资与公司绩效	43
4.1.3	董事会特征与公司绩效	44
4.2	研究设计	46
4.2.1	样本来源及数据处理	46
4.2.2	研究模型的设定	47
4.3	实证结果与分析	49
4.3.1	描述性统计	49

4.3.2	基本模型回归结果分析	51
4.3.3	考虑董事会特征差异的综合模型	52
4.4	研究结论与启示	55
5	私募股权投资对公司过度投资行为的影响	57
5.1	文献回顾与研究假设	57
5.1.1	过度投资与自由现金流	57
5.1.2	私募股权投资与公司投资行为	58
5.1.3	私募股权基金的特征和过度投资行为	59
5.2	研究设计	60
5.2.1	样本与数据	60
5.2.2	研究模型的设定	60
5.3	实证结果与分析	63
5.3.1	描述性统计	63
5.3.2	回归结果分析	65
5.4	研究结论与启示	70
6	私募股权投资对公司盈余管理行为的影响	71
6.1	理论分析与研究假设	72
6.1.1	私募股权投资与盈余管理	72
6.1.2	私募股权投资、应计盈余管理与真实 盈余管理	74
6.1.3	私募股权投资特征与盈余管理	75
6.2	研究设计	77
6.2.1	样本和数据	77
6.2.2	应计盈余管理程度的估计	79
6.2.3	真实盈余管理程度的估计	80
6.2.4	回归模型构建	82

6.3	盈余管理程度的检验	83
6.4	实证结果与分析	86
6.4.1	描述性统计	86
6.4.2	回归结果分析	88
6.5	研究结论与启示	96
7	公司型私募股权投资对公司的价值创造效应	97
7.1	理论分析与文献综述	98
7.2	研究设计	101
7.2.1	样本选择与数据来源	101
7.2.2	模型设定	102
7.3	实证结果与分析	106
7.3.1	描述性统计	106
7.3.2	CVC 支持是否会给新创企业带来价值增值	108
7.3.3	CVC 中的战略协同效应是否会给新创企业带来 价值增值	110
7.4	研究结论与启示	111

案 例 篇

8	案例分析1——“美国新桥”投资“深发展”	117
8.1	案例概述	117
8.1.1	投资背景	117
8.1.2	投资过程	118
8.2	“美国新桥”投资期间“深发展”的公司价值	120
8.2.1	基于随机前沿利润效率的分析	120
8.2.2	基于财务数据的分析	124
8.3	“美国新桥”退出后“深发展”的公司价值	127

8.3.1	基于经营绩效的分析	127
8.3.2	基于财富效应的分析	132
8.4	案例总结	135
9	案例分析 2——“深创投”投资“开元控股”	137
9.1	案例概述	137
9.1.1	投资背景	137
9.1.2	投资过程	140
9.2	投资对公司价值的影响：基于财务指标法的分析	144
9.3	投资对公司价值的影响：基于事件研究法的分析	154
9.3.1	用 CAR 法衡量短期市场反应	155
9.3.2	用 BHAR 法衡量长期市场反应	158
9.4	“深创投”投资回报分析	160
9.5	案例总结	162
10	案例分析 3——“新宏远创”投资“四川美丰”	164
10.1	案例概述	164
10.1.1	投资背景	164
10.1.2	投资过程	165
10.2	投资对公司价值的影响：基于财务指标法的分析	166
10.3	投资对公司价值的影响：基于事件研究法的分析	172
10.3.1	用 CAR 法衡量短期市场反应	172
10.3.2	用 BHAR 法衡量长期市场反应	174
10.4	“新宏远创”投资回报分析	175
10.5	案例总结	177
11	案例分析 4——“合肥风投”投资“广济药业”	179
11.1	案例概述	179

11.1.1	投资背景	179
11.1.2	投资过程	180
11.2	投资对公司价值的影响：基于财务指标法的 分析	181
11.2.1	动态分析法	182
11.2.2	比较分析法	188
11.3	投资对公司价值的影响：基于事件研究法的 分析	199
11.3.1	用 CAR 法衡量短期市场反应	199
11.3.2	用 BHAR 法衡量长期市场反应	202
11.4	“合肥风投”投资回报分析	204
11.5	案例总结	206
12	结论与启示	207
12.1	研究结论	207
12.2	构建私募股权投资的制度保障体系	211
12.2.1	健全相应的法律法规和政策制度	211
12.2.2	建立有效的监管体制	212
12.3	培育私募股权投资的发展环境	213
12.3.1	拓展私募股权投资资金来源渠道	213
12.3.2	丰富私募股权投资对象	214
12.3.3	完善私募股权投资退出机制	215
12.4	发挥私募股权投资的良好作用	215
	参考文献	218
	后记	234

理 论 篇

导 论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

私募股权 (Private Equity) 投资起源于 20 世纪 40 年代的美国, 当时许多新产业开始兴起, 其所具有的新技术和新产品的创新能力对美国在危机之后的经济复苏意义重大, 但由于这些企业规模较小, 产品和市场不成熟, 风险较大, 传统的融资渠道如银行、资本市场等不愿对其融资。1946 年, 由政府部门和一些企业家共同发起成立了美国研究发展公司 (American Research and Development Corporation, ARD), ARD 提出建立专业的投资机构, 从金融机构手中募集资金, 投资于这些新兴企业, 并提供管理方面的帮助, 这是私募股权这种新型融资方式的雏形。随后, 私募股权不断发展并产生出多种形式, 根据美国风险投资协会 (NVCA) 的界定, 私募股权投资基金包括风险投资基金 (Venture Capital)、并购基金 (Buyout)、夹层投资基金 (Mezzanine investment)、基金的基金 (funds of funds, FOF) 等。其中, 发展最具规模的是风险投资基金和并购基金。

在私募股权资本市场的早期发展阶段 (1980 年之前), 风险投资

(VC) 是私募股权投资的主要方式, 即私募股权资本主要用于中小企业和创新型企业在初始阶段的融资需求。进入 80 年代以后, VC 不再是私募股权投资的主要方式, 非风投 (Non - Venture) 的私募股权并购基金 (Buyout) 得到快速发展, 并形成第一次私募股权投资浪潮。这个阶段中, 私募股权投资首次被人们看成杠杆收购 (Leveraged Buyouts, LBO)。因为在 Buyout 收购中, 通常采用杠杆收购的方式, 投资目标一般是成熟的公司, 包括上市公司和未上市公司, 对上市公司进行私募股权投资 (Private Investment in Public Equity, PIPE) 之后, 上市公司暂时下市。这种并购型的投资形式通常被称为狭义的 PE, 其目标在于重整所投资公司的股权结构、治理结构及产业结构, 挖掘其增值潜力, 提升公司的内在价值。KKR、黑石集团、凯雷集团等知名的从事杠杆收购的私募股权投资机构在 80 年代已开始崭露头角。1990 ~ 1991 年, 垃圾债券市场的衰退使得非风投的融资额大幅减少。然而从 1992 年开始, 伴随着经济复苏、IPO 市场及垃圾债券市场的重新活跃, 对非风投私募股权资本的投资需求开始增强。据美国私募股权与创业风险投资协会 (NVCA) 的统计, VC 形式的投资价值从 1980 年的 6 亿美元上升到 1996 年的 66 亿美元, 提高 11 倍, 而非风投的以杠杆收购为特征的私募股权投资价值从 1980 年的 2 亿美元上升到 1996 年的 255 亿美元, 提高了 127 倍。1997 年东南亚金融危机爆发至 2000 年美国网络科技股泡沫破裂的一段时期内, 美国部分私募股权基金出现营运危机, 私募股权投资一度陷入低迷时期。但 2001 年以后, 私募股权基金的发展重新加速, 在美国及全世界范围内均涌现出了私募股权投资的二次浪潮, 在 2007 年全球金融危机前夕, 杠杆收购形式的私募股权融资规模、收购交易的数量都远超过了第一次浪潮, 成为私募股权市场发展最具活力的部分。2008 年金融危机爆发后, 高杠杆的特点使全球 LBO 方式的私募股权投资价值急剧下滑从 2007 年上半年的 5277 亿美元降为 2008 年上半年的 1247 亿美元。在短暂的沉寂之后, 2010 年私募股权市场开始复苏, 其典

型特征表现为西方机构投资者对新兴市场的投资兴趣逐渐增加以及新兴市场本地机构投资者的崛起。据“新兴市场私募股权投资协会(EMPEA)”的统计,新兴市场国家私募股权投资额从2002年的19.99亿美元上升到2013年的250.21亿美元,提高了10多倍,其占全球投资总额的比例也从3%增至20%。

我国私募股权投资行业的快速发展始于1998年《中央关于加快发展我国风险投资事业》提案的提出,2009年创业板的推出进一步为国内PE的发展和退出带来了机遇。投资领域也从早期的高新科技等新兴领域,扩展到目前的石化、钢铁等传统行业。据清科研究中心的统计,2013年共有349支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集,其中披露金额的339支基金共计募集345.06亿美元,募资金额同比增长36.3%。^① 外资PE投资的著名案例有美国新桥投资收购深圳发展银行、高盛收购双汇集团等,我国本土的PE投资机构如红杉中国、九鼎投资和中信资本等也在茁壮成长。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义。

从私募股权投资的发展历程可以看出,PE中的风险投资(VC)对于解决企业早期创业阶段融资,培育与扶持创新型企业方面发挥了较大作用,而对成熟企业(包括投资于上市之前的公司(Pre-IPO)和已上市公司)进行股权投资的非风投PE,着力于目标企业治理结构的改革,提升价值,使大量成熟企业甚至是上市企业重新焕发活力,其对社会经济的影响正在日益扩大。在国际学术界,当代许多研究公司治理理论的一流学者都着力于对其进行研究,如Michael C. Jensen早在1989年就发表了著名的《公众公司的消逝》一文,从

^① 清科中心研究报告, <http://research.pedaily.cn>。

公司治理的角度分析了公众股份制公司非有效的激励手段和治理结构,并认为 PE 作为积极的投资者参与公司的管理,为公司治理实践带来了一种创新模式。B. Holm & om & S. N. Kaplan (2009) 指出,杠杆收购形式的 PE 带来的股权激励在近 30 年的发展中对美国公司的治理结构产生了极大影响:深度挖掘了公司的治理潜力,缩小了公司实际绩效与潜在绩效之间的鸿沟;在六七十年代由技术进步所积累的创新能力,由于政府管制而没有得到很好利用的超额资本能力,通过 PE 得到有效配置与充分利用。同时,许多学者的实证研究结果都显示,PE 投资实现了被并购企业价值的显著增值。Kaplan (1989) 研究了 20 世纪 80 年代美国 PE 投资参与的大型并购交易,财务数据显示:收购 3 年后扣除行业因素的营业利润率每年提高了 20%,净现金流量每年增加 40%,资本性支出比例下降,企业价值得到提升。Desbrierers & Schatt (2002) 对法国 PE 投资的研究、Kevin Arnese, Mike Wright (2013) 对英国 PE 市场的分析、Bergstrom, Grubb, Jons-son (2007) 对瑞典的考察同样得出 PE 投资参与的收购带来了经营绩效和产出效率的提高。

本研究将梳理股份制公司产生以来公司治理模式的发展轨迹,探讨私募股权的运作方式、融资结构、收益分配等合约安排特点,在此基础上,将公司治理与外部市场融资方式结合起来,深入剖析私募股权机构的积极投资者治理角色产生机理及对被投资企业治理模式的创新性影响,拓展资本市场投融资和公司治理的基本理论和研究领域。

(2) 实践意义。

2012 年全国第四次金融工作会议中确立了“坚持金融服务实体经济”的金融改革主基调,中共十八大会议进一步明确“发展多层次资本市场,推进金融创新”的金融市场改革方向,私募股权投资基金这种创新型的融资方式对于改善多层次资本市场的融资功能、使金融更好地服务于实体经济、实现金融资源的优化配置发挥着重要作用。

私募股权并购基金主要对成熟企业进行股权投资,其目标在于重

整被投资企业的股权结构、治理结构及产业结构,挖掘其增值潜力,为企业创造价值,使大量成熟企业甚至是上市公司重新焕发活力,这种并购型的投资形式通常被称为狭义的私募股权投资,对社会经济的影响正在日益扩大。当前我国国有企业结构调整和产业重组,民营企业和乡镇企业的产业升级和治理优化,还有上市公司的治理结构和资产结构的进一步完善,都给并购形式的 PE 基金提供了巨大的发展空间。与私募股权在资本市场上的迅猛发展相比,我国学术界的相关研究还十分不足。目前的绝大多数相关文献都是关于私募股权投资中的风险投资,对并购投资的研究则相对薄弱,尤其是对其所投资公司的内部治理机制和价值影响过程还知之甚少。因此,亟须我们对其进行深入研究。

本研究结合我国市场环境和上市公司股权结构特点,着力探讨在私募股权并购投资中,PE 机构的积极投资者治理角色产生机理,私募股权机构对被投资公司的治理机制及对公司价值的影响,总结出我国私募股权投资实践中存在的问题,为我国私募股权并购投资的发展提供思路,充分发挥其完善资本市场体系,促进产业结构调整的作用,引导金融资源参与企业重组,为实体经济发展服务。

1.2 研究内容与研究思路

1.2.1 研究内容

本书利用私募股权基金对我国上市公司投资的相关数据,在充分考虑我国特殊制度背景的基础上,将私募股权经理人成为积极投资者的激励约束机制、实施治理的基本路径及其治理效应融入到一个有机的分析框架中,深入剖析这种新型公司治理模式的系统化的整体运行机制和内在联系,并对其治理决策的实施及对公司价值的影响进行实

证检验与案例分析,找出我国私募股权基金对被投资公司治理的特点、规律及问题,探讨更适应我国私募股权投资市场发展的路径。主要内容简要概括如下:

(1) 本书首先阐述私募股权投资的经济特性以及国内外私募股权市场的发展状况,为全书搭建一个基本研究平台。

(2) 分析现代股份制公司的治理特点(历史发展脉络、股权结构变迁、委托代理问题、董事会特征、内部约束机制的有效性等),在此基础上阐述其在当前环境和发展阶段下所面临的治理问题,由此引出私募股权基金的介入会为现代股份制公司带来治理变革。对国内外私募股权投资的理论与实证研究进行梳理,并进一步结合私募股权基金的契约安排、由此产生的激励约束机制,阐述这种治理模式发挥作用的基本路径和内在机理,作为后续研究的基础。

(3) 结合董事会治理,过度投资与盈余管理的视角,实证检验私募股权投资对我国上市公司治理机制及公司价值的影响。

(4) 进一步区分私募股权投资基金的形式,分析公司型私募股权投资基金与传统独立性私募股权投资基金的区别,并讨论公司型PE投资对公司价值的影响。

(5) 选择4个具有代表性的案例分析私募股权机构对我国上市公司投资后实施的治理变革,以及这些治理决策对公司价值产生的影响。在案例中,不仅考察私募股权机构投资期间的公司经营状况,还深入分析了PE退出后公司业绩的持续性。这种研究更注重私募股权投资行为的动态演变过程。

(6) 通过对上述研究过程和研究结论进行梳理、总结和凝练,找出我国私募股权机构对被投资公司治理的特点和规律,探讨更适合我国私募股权投资市场发展的路径,充分发挥其完善资本市场体系,促进产业结构调整,引导社会资源参与企业重组,提升企业价值和竞争实力的作用。