

周浩荣 © 著

私募股权投资与 企业成长性关系研究

SIMU GUQUAN TOUZI YU QIYE
CHENGZHANGXING GUANXI YANJIU



中国地质大学出版社有限责任公司
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE YOUXIAN ZEREN GONGSI



作者简介

周浩荣，1975年出生，湖北荆州人。2012年6月获中南财经政法大学管理学博士学位，主要研究方向：财务管理基础理论、企业投融资。

私募股权投资与 企业成长性关系研究

周浩荣 著



中国地质大学出版社有限责任公司

ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE YOUXIAN ZEREN GONGSI

图书在版编目(CIP)数据

私募股权投资与企业成长性关系研究/周浩荣著. —武汉:中国地质大学出版社有限责任公司,2012.6

ISBN 978-7-5625-2895-1

I. ①私…

II. ①周…

III. ①企业融资-关系-企业发展-研究-中国

IV. ①F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 118304 号

私募股权投资与企业成长性关系研究

周浩荣 著

责任编辑:蒋海龙 阎 娟 选题策划:毕克成 责任校对:张咏梅

出版发行:中国地质大学出版社有限责任公司 邮政编码:430074
(武汉市洪山区鲁磨路 388 号)

电 话:(027)67883511 传真:67883580 E-mail:cbb@cug.edu.cn
经 销:全国新华书店 <http://www.cugp.cug.edu.cn>

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 字数:198 千字 印张:6.875
版次:2012 年 6 月第 1 版 印次:2012 年 6 月第 1 次印刷
印刷:湖北新新城际数字出版印刷技术有限公司 印数:1—500 册

ISBN 978-7-5625-2895-1 定价:32.00 元

如有印装质量问题请与印刷厂联系调换

前言

发展中国资本市场是国家战略任务，而上市公司作为我国社会主义市场经济中最重要的微观主体，是中国资本市场的基石，成为推动并决定国民经济发展速度和水平的中坚力量。发展私募股权投资对加快建设我国多层次的资本市场体系，发挥资本市场在资金聚集、促进科技和产业重组等方面的优势也具有积极的意义。然而近几年，特别是创业板推出以来，我国私募股权投资如雨后春笋般冒出，发展速度之快超出想象，但我国私募股权投资者很少真正潜下心来，去长期投资一家具有前景的企业，而更多是追求短期高回报率的风险投资，很多私募的投资行为被称为“赌 IPO”式风险投资。我国私募股权投资的这种短期行为持续影响了实体经济。

因此，本书选择私募股权投资与企业成长性作为研究课题，对于有效构建私募对企业成长性影响路径，积极引导私募股权投资阳光化、规范化运作，共同促进资本市场

稳定健康发展具有重要的理论与现实意义。

本书研究采用理论与实践相结合、规范研究与实证分析相结合的研究方法，以经济学、管理学、实证会计学、计量经济学等学科理论为指导，在充分把握私募股权投资和企业成长领域内相关的理论和实证文献资料的基础上，以中国上市公司为研究对象，动态地对我国上市私募股权投资与企业成长性的内在作用关系进行深入、系统的分析研究，以期发现从根本上整体提高私募股权投资对企业成长性的促进作用。

本书站在公司治理的角度，采用文献研究和归纳分析的方法从企业特别是中小企业融资需求入手，在考虑私募投资机构与企业存在双层信息不对称的前提下，用逻辑推导来探讨私募股权投资对企业成长性的影响，并总结出其影响的路径，最后实证分析私募股权有助于我国中小企业成长的具体情况，具体来说本文主要包括以下几个方面内容：

首先，理论基础和文献综述。理论基础主要分析了私募股权投资与企业成长性影响研究的基础性理论，包括委托代理理论、公司治理理论、资本结构理论和企业生命周期理论，并对其进行了简要的分析。文献综述从私募股权投资和企业成长性两个方面展开，并对目前的研究进行了简要的评述。

其次，对私募的相关概念进行了界定。尽管私募股权投资与风险投资是有区别，但本书界定的私募股权投资包含了风险投资；另外本书研究的企业以中小企业为主，并简要回顾了国际私募股权投资的发展及运作机制和风险分析，以对我国私募股权投资发展提供借鉴。

再次，在理论和已有研究的基础上探讨私募股权投资与企业成长性影响路径。从融资理论入手，分析了私募股权投资过程中帮助企业解决的实际问题：企业融资问题、信息不对称问题、公司治理问题，从企业角度分析了私募股权投资具备优势的的科学依据，借鉴私募股权投资运作的基本框架，并分析了在私募与企业互惠互利的情况下、存在私募股权对企业成长性影响的传导机制。

最后，私募股权对企业成长性的实证分析。运用我国上市公司的数据，从研究假设提出、模型设计、变量选择到实证检验，分析了私募股权对企业成长性的影响，并对其中的原因进行了剖析。

本书的研究结论主要有以下几个方面：

第一，私募股权有助于提高企业的成长性。在理论分析中，首先系统分析了委托代理理论。然后通过借鉴公司治理理论的基本分析框架，总结出私募股权投资对企业成长性影响路径。站在中小企业的角度，分析其生存和发展所遇到的问题，并结合私募投资机构在整个投资过程中的

优势，使私募与企业能够有良好合作的基础，然后融合发展、互利互惠，共同成长。具体而言：私募股权投资不仅为企业尤其是中小企业提供更为便捷和开阔的融资渠道、充足的资金支持，有助于推动企业技术创新和发展，而且可以参与企业运营决策，为企业提供先进的管理方法和建立起有利于企业发展的公司治理结构，提高企业的运作效率。同时，私募投资机构拥有具备专业知识和经验的产业界和金融界的管理团队，利用其长期积累的国际市场视野、丰富的管理经验和战略资源帮助企业设计商业盈利模式，为企业提供增值服务，提高企业的发展能力。

第二，私募股权投资推进公司治理的完善。在公司治理理论的分析基础上，结合我国的私募股权投资的股权结构和派驻董事的现状，以我国上市公司私募股权投资的比例及私募派驻董事的数据为依据，实证检验私募派驻董事进入董事会对企业成长的影响，研究发现我国私募派驻董事进入董事会更有利于企业的成长。由于我国的私募股权派驻董事进入董事会，一般持股比例大，私募为了尽量降低其投资风险，必须亲自加入企业的管理团队，而且私募通过严格监管来控制企业的行为，利用自身的控制权使被投资公司的董事会保持相当的独立性。所以，私募股权投资给被投资企业带来较高的透明信息及完善的公司治理。

第三，私募股权投资增加了外部投资者对公司价值的

认可度。由于私募在资本市场的专业能力和积累的影响力，提高了公司知名度且获得更多投资者的认可。同时，私募股权投资与被投资企业之间由于存在信息不对称而存在投资风险，主要体现在私募股权对被投资公司治理的影响。目前公司治理结构的理论研究主要集中在股权结构、董事会结构和管理层三个方面，在公司治理结构中，影响上市公司市场表现最重要的因素是股权结构。私募投资机构投资于企业，首先实现企业前几大股东间的股权适度分散和改变了被投资企业的股权结构，然后为了降低信息不对称风险，减少企业代理成本，保持对管理层实施有效激励和监督的动力，这种理念逐步得到经验验证。特别是在现阶段，私募股权投资蓬勃发展，前几大股东股权适度分散成为一种有效的股权结构方式。

本书研究的主要贡献主要体现在以下几方面：

第一，拓展了私募股权投资的研究视角。目前对私募股权投资的研究主要从私募股权投资自身去研究：从融资策略、投资策略、投资项目的退出渠道等方面。本书以私募为依托，研究对企业成长性的影响，并以动态企业理论的视角来研究企业的性质，认为企业的成长是一个自我演进的过程，企业自我演进的动力在于其动态能力，私募股权投资在企业的自我演进的过程中发挥了哪些作用及怎样发挥作用，是本书一个新的视角。

第二，通过实证研究，从私募股权投资的多个视角分析其对企业成长的促进作用。私募股权投资是一个系统工程，在整个投资过程中，形成了双层委托代理关系，在双层委托代理的共同作用下，整合投融资双方的货币资本、人力资本、实物资本等资源；另外私募股权投资持股比例的不同、是否派驻董事和私募政府背景等对被投资企业的成长影响是不同的。

第三，厘清了私募股权投资对企业成长性影响的路径。本书借鉴状态空间模式化分析委托代理双方的激励问题的方法，站在中小企业的角度，从融资理论入手，分析了私募股权投资过程中帮助企业解决的实际问题。企业融资问题、信息不对称问题、公司治理问题，从企业角度分析了私募股权投资具备的优势科学依据，借鉴私募股权投资运作的基本框架，最后分析了在私募与企业互惠互利的情况下、存在私募股权对企业成长性效率影响的传导机制。

周浩荣

2012 年春于中南财经政法大学

目录

第一章 导 论	(1)
第一节 研究背景及选题意义	(1)
第二节 研究思路和研究方法	(6)
第三节 国内外相关研究述评	(8)
第四节 研究内容和概念界定	(27)
第二章 私募股权投资与企业成长性相关理论分析	(35)
第一节 公司治理理论	(35)
第二节 资本结构理论	(42)
第三节 委托代理理论	(46)
第四节 企业生命周期理论	(52)
第三章 私募股权投资的运作机制与风险分析	(58)
第一节 私募股权投资界定	(58)
第二节 西方发达国家私募股权投资发展历程与启示	(61)
第三节 私募股权投资的运作机制	(70)
第四节 私募股权投资的风险分析	(79)
第四章 私募股权投资对企业成长性影响路径	(83)
第一节 私募股权对企业不同成长周期的融资贡献	(84)
第二节 私募股权在委托代理关系中助推企业成长	(91)

第三节	私募股权优化公司治理结构·····	(99)
第五章	私募股权投资与企业成长性的实证研究 ·····	(117)
第一节	文献回顾与研究假说 ·····	(118)
第二节	研究设计 ·····	(125)
第三节	实证分析 ·····	(129)
第四节	稳健性分析 ·····	(141)
第五节	实证研究结论 ·····	(144)
第六章	企业私募股权融资案例分析 ·····	(145)
第一节	案例相关背景 ·····	(145)
第二节	案例分析 ·····	(148)
第三节	案例启示 ·····	(159)
第七章	研究结论与政策建议 ·····	(162)
第一节	主要研究结论 ·····	(162)
第二节	政策建议 ·····	(164)
第三节	创新点、尚存问题与进一步研究展望·····	(169)
主要参考文献	·····	(173)
附 录	·····	(189)
附录1	有限合伙制创业投资企业合伙协议 ·····	(189)
附录2	关于促进股权投资基金业发展的意见 ·····	(194)
附录3	创业投资企业管理暂行办法 ·····	(198)
后 记	·····	(205)

第一章 导 论

尽管全球经济状况波动,私募股权投资行业管理的资产规模仍旧持续增长。私募股权的投资市场的存在改善了企业融资环境,提高了资本市场效率,对资源配置具有重大意义。在发达国家,私募股权投资已经发展成为仅次于贷款和首次公开募股(IPO)的一项相当重要的融资手段。在我国,由于现有金融体制的制约,专业的私募股权投资机构为企业融资提供一种替代措施而发展迅速。据易观国际发布的统计数据,截至2012年3月5日,创业板共有298家公司上市,其中有201家公司的股东名单中出现了私募投资机构的身影。私募股权投资在为企业提供了新的融资渠道之外,还能提供管理咨询、技术、市场等资源,帮助企业不断成长壮大。因此,从理论上梳理和探讨私募股权投资对企业成长性的影响具有深刻的理论价值和现实意义。

第一节 研究背景及选题意义

一、研究背景

随着中国经济改革不断深入,资本市场的国际化程度越来越高,私募股权投资在我国蓬勃发展的同时,外资私募股权投资已经积极调整全球的投资计划,分享中国经济高速发展的成果。在与外资私募股权投资激烈的竞争中,以深圳创投、同创伟业、联想

投资、鼎晖创投、弘毅投资、深圳达晨等为代表的本土私募股权投资迅速成长并壮大,在中国私募股权投资行业具有重要的影响力。

然而,正当私募股权投资在中国迅速发展之时,2008 年全球爆发了罕见的金融危机,这场金融危机给世界各国的实体经济造成了毁灭性的打击,著名的国际投资机构未能幸免,雷曼兄弟更是在这场浩劫中破产。如日中天的中国私募股权投资伴随着世界经济危机而步入全面衰退,私募股权投资迎来了行业的冬天。近几年来,为了使世界经济从衰退逐步走向复苏,各国政府采取了一系列刺激经济政策,规模之大、深度之远前所未有。尤其是中国政府更是采取一整套刺激经济的政策,比如扩大内需,调整产业结构。

中央政策再次强调,为了使中国经济保持持续、平稳、较快的发展,必须提高企业自主的创新能力,特别是中小企业,必须加快产业结构的调整,鼓励发展新兴产业。作为产业结构调整的主体——中小企业,必须首先解决中小企业融资难的问题,推动中小企业的快速成长。温家宝总理也一再强调以这次全球金融危机为契机,尽快完成我国经济结构的转型,加大支持发展中小企业的力度,充分发挥中小企业在我国国民经济中的作用和地位。

私募股权投资的特征决定了其具有风险投资偏好,私募投资机构是将资金投向国家鼓励发展的、具有巨大增长潜力的、管理规范中小企业的一种金融机构。私募股权投资对促进中小企业的快速成长并优化产业发展和整合具有积极的作用,同时他们具有将金融、产业、人力等各种资源相整合的能力。因此,在这种背景下加快私募股权投资的发展,对于促进我国企业特别是中小企业的成长,成功实现我国经济结构的转型具有重大的现实意义。

2009年推出的创业板,为私募股权投资提供重要的退出渠道。截至2011年6月30日,34个大型券商获得了直投业务的牌照,为私募股权投资市场注入了新的力量。可以乐观估计,随着中国经济改革进一步深入,国家经济的稳定、持续、快速发展,中国的私募股权投资将迎来新一轮的发展高潮。

在某种意义上,中国的“私募股权投资”概念和“风险投资”有一定程度的重叠,但侧重强调成长的概念。李东卫(2009)认为随着我国职业经理人市场的成熟,中国企业的管理团队的综合素质和管理意识得到了全面提升,在为企业寻找融资渠道时,更有理性和战略眼光,特别是对私募投资机构的要求,不仅仅局限于对投资人资金的需求,更重要的是私募投资机构是否具有企业管理和运营、设计新的盈利模式、完善公司治理、促进与资本市场的对接等方面的能力。总之,私募股权投资在提供全面的增值服务和促进企业快速成长方面得到被投资企业的高度重视。

这一现象足以说明,中国私募股权投资市场逐渐成熟。被投资企业对私募投资机构提的要求越高,就越有利于各种市场资源的整合,在促使中小企业快速成长的同时,也加快了私募股权投资的发展。因此有必要对我国私募投资机构对被投资企业的影响因素、路径进行总结,并对私募股权投资市场上的投融双方形成良性的互动提出建议。

二、选题意义

在西方发达国家,私募股权投资是创业企业、中小企业、发生财务危机的企业重要融资平台。陈峥嵘(2005)研究认为私募股权投资市场在过去20年的发展中是增长最快的公司融资市场,其增长速度明显超过银行借贷、公开发行股票。在我国,私募股

权投资作为企业的一种直接融资渠道,在关键时期为企业提供融资,是间接融资的最有效的补充方式之一。

以往的研究主要集中在对私募股权投资的融资功能的探讨。张合金(2007)认为,私募股权投资作为一种新型的融资方式,成为中小企业特别是高科技企业在陷入财务困境时的重要融资渠道之一。刘明月(2003)研究认为,有效解决我国管理层收购的融资难的问题,私募股权投资是一个非常有效的途径之一。盛立军(2005)认为,解决我国大型国有企业的融资问题的路径是,先吸引私募股权投资然后上市。张晓蓉和黄蓓(2006)用多个案例对比分析证明,私募股权投资具有投资成长性企业的偏好,不仅成为众多中小企业的融资渠道,为其提供资金,而且帮助中小企业完善公司治理结构和提高公司管理水平,规范企业的管理和促进快速成长,最终达到上市的目的。

目前学者在私募股权投资促进企业成长性的动态方面研究比较少。动态研究主要集中于私募股权投资对公司治理结构影响的分析,陈剑伟(2008)通过案例分析,研究了私募股权投资对公司治理的结构效应和价值效应。胡建绩(2009)从宏观的产业经济的角度全面研究了私募股权投资对整个产业发展的推动作用。伍燕然(2009)在全球经济危机背景下,通过研究得出,私募股权投资对被投资企业起到了稳定器的作用,具体表现为提高企业抗风险能力(特别是财务分析)、稳定公司经营策略。

总体而言,私募股权投资在促进企业成长性方面的研究文献国内还没有成型。主要原因是:首先私募股权投资在企业没有上市前就已经入股,从公开的数据只能了解到私募股权投资的比例、金额、被投资企业的经营业绩,很少研究私募股权投资怎样与被投资合作,怎样提高企业管理能力;其次成长性概念比较模糊,

研究缺少连贯性;最后,私募股权投资的外部环境不够完善,包括金融环境、经济环境、法律环境等,在投资的过程中,投融资双方非常谨慎,不愿披露双方投资协议以外的任何信息,研究缺少数据支持。所以,学者只能从财务数据、股价等公开的信息入手,研究私募股权投资对被投资企业的经营业绩,在投资前和投资后是否有影响,市场的公信力是否提高。但是私募股权投资的软实力对被投资企业的影响难以判断,而这在私募股权投资过程中往往非常重要。

然而,目前形成了一个共识:私募投资机构和被投资企业是利益共同体,在私募股权投资整个活动的过程中,私募投资机构不仅仅提供货币资本,还提供各种资源和增值服务,提高企业的发展能力,实现企业的价值最大化,最终实现双赢。因此,对私募投资机构而言,管理被投资企业比投资本身更重要。

本书将对上述问题作深入分析后再进行研究。本书的理论意义在于总结了国内外的相关研究的基础上,填补了私募股权投资对被投资企业而言,除具有融资功能外,更重要的是管理,使企业成长的研究空白,为进一步的理论研究和实证研究提供支持。本书的实践意义在于,加深对私募股权投资作用的全面理解和认识,有助于投融资双方在挑选和谈判中选择对自身发展最有帮助的投资者、融资者;促使投融资双方在各个层面进行全面合作,促进资源的有效配置和私募股权投资市场的健康发展。

本文的创新之处在于:①试图从多个角度全面勾勒和解读“私募股权投资”概念;②特别强调了私募股权投资在完善资本市场的互为作用,将当前主流的私募股权投资研究和股票市场研究进行探索性的结合;③依据上市公司披露的相关信息,通过现实私募股权投资案例进行分析,对以上问题进行了初步的实证性探索。