

■ PRIVATE EQUITY FUNDS

私募股权基金

—— 治理、评价与会计信息披露研究

段新生◎著

 中国金融出版社

014039098

F832.51
408

北京市教育委员会“学科与研究生教育——重点学科——会计学(2014)”资助项目

私募股权基金

——治理、评价与会计信息披露研究

段新生 著



F832.51
408



中国金融出版社



北航

C1726977

责任编辑：张怡姮

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权基金——治理、评价与会计信息披露研究 (Simu Guquan Jijin——Zhili、Pingjia yu Kuaiji Xinxì Pilu Yanjiu) / 段新生著. —北京：中国金融出版社，2014. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7320 - 7

I. ①私… II. ①段… III. ①企业—融资—研究—中国②基金—投资—研究—中国 IV. ①F279. 23②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 008155 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12. 75

字数 240 千

版次 2014 年 4 月第 1 版

印次 2014 年 4 月第 1 次印刷

定价 30. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7320 - 7/F. 6880

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前言

私募股权基金在当今世界经济中占有非常重要的地位。在中国，近年来的私募股权投资也取得了巨大发展，可以说，中国已成为亚洲最为活跃的私募股权投资市场。

面对发展如此之快的私募股权投资，很多大的机构投资者都想涉足这个领域，都想在他们的投资组合中加入私募股权投资。但是，现在从事私募股权投资的公司和基金数不胜数。如何在如此众多的 PE 基金中选出“好”基金用于投资，确实不是一件容易的事。

为了选择“好”的基金，当然需要首先了解什么是“好”基金，用什么标准来衡量一只基金是“好”还是“坏”，即首先要解决基金如何评价的问题。

投资私募股权基金之后，对私募股权基金的运行、治理和监管要有充分的了解。以什么样的身份加入基金？有限合伙是一个什么样的机制？LP 与 GP 各自的权利和义务如何划定？GP 对基金运行的会计信息要对外披露吗？这些问题对于想进入私募股权投资领域的个人和机构都是非常重要的。

私募股权基金的治理、评价与监管一直是 PE 行业和学术界争论不休的问题。

本书在参考国外研究的基础上，立足中国私募股权投资的具体实践研究私募股权基金的治理、评价与监管问题。本书的研究旨在为机构投资者投资基金提供决策依据和决策方法，为政府监管机构提供会计信息披露与市场监管的理论依据和政策建议。本书对于促进私募股权基金的学术研究具有一定的理论价值，对我国私募股权基金的发展和整个经济的发展具有一定的现实意义。

本书分为三个部分，共计十三章：

第一部分（第一章至第六章）是私募股权基金的基本理论。

第一章对本书所用的基本概念进行了界定，特别是对什么是私募股权基金以及私募股权基金的分类等问题进行了较深入的讨论，对另类投资、风险投资、收购基金、对冲基金等概念进行了详细的辨析。

第二章讨论了当前私募股权基金的组织形式以及私募股权基金的设立问题，详细探讨了公司制、信托制、特别是有限合伙制私募股权基金的制度设计并对各种模式进行了对比分析。

第三章讨论了私募股权基金的融资问题。对融资流程、潜在的投资人以及融资过程中重要的法律文件——私募融资备忘录进行了较深入的分析。对融资中介的作用也作了介绍和讨论。

第四章主要讨论私募股权基金的投资管理。对投资流程、投资项目的选取、尽职调查、价值评估、方案设计、谈判以及法律文件的签署等进行了讨论，特别是对交易结构的设计进行了较为深入的总结和探讨。

第五章讨论了私募股权基金的增值服务。增值服务是 PE 机构对其所投资企业提供的除资金以外的其他提升企业价值的支持活动。本章对风险投资基金与并购基金在增值服务的提供上分别进行了讨论。

第六章讨论了私募股权基金的退出获利的问题。私募股权基金不管投资成功与否，最终能否达到预期的投资目标，都要退出被投企业。本章讨论了退出方式以及不同方式对获利的影响，特别对 IPO 退出进行了较深入的讨论和分析。

第二部分（第七章至第十一章）是私募股权基金的治理、评价研究。

第七章讨论了私募股权基金的投资回报。应用创业板 IPO 数据计算了中国创业投资和私募股权投资的投资回报，并且通过分析 3i 集团和普凯基金对小肥羊公司的投资案例，揭示了中国私募股权投资的回报表现，还对中国私募股权投资市场进行了综述。

第八章讨论了私募股权基金业绩评价指标体系的确立问题。针对新设基金和成熟基金分别讨论了私募股权基金业绩评价的指标体系，探讨了应用层次分析法确定指标权重的 AHP 模型并用此模型计算了各指标的权重。

第九章探讨了将业绩评价指标定量化的方法。应用 Dempster - Shafer 证据理论，研究得出了一种综合评价的方法，称为证据综合评价法。然后应用证据综合评价法，研究了私募股权基金的业绩评价模型。

第十章研究了私募股权基金的治理评价问题。以私募股权基金有限合伙人（LP）和一般合伙人（GP）之间的委托代理关系为研究对象，探讨了私募股权基金融资过程中的逆向选择及基金运行中 GP 的道德风险问题，提出了中国私募股权基金逆向选择及道德风险的内控治理措施。在此基础上，构建了中国私募股权基金的治理评价指标，提出了基于证据综合评价法的中国私募股权基金的治理评价模型。

第十一章研究了私募股权基金的风险评价问题。应用证据综合评价法，从私募股权基金风险度量及风险影响因素的考察入手，通过设立风险衡量指标体系，确立指标体系中各指标的权重，并应用证据综合评价方法定义风险评价指标，从而建立私募股权基金的风险评级体系。

第三部分（第十二章至第十三章）是私募股权基金会计信息披露与监管研究。

第十二章研究了私募股权基金的会计信息披露问题。介绍了《国际私募股权基金投资者报告指引》和《国际私募股权与风险投资估值指引》这两个报告，讨论研究了我国私募股权基金的会计信息披露问题。

第十三章研究了私募股权基金的监管问题。从私募股权基金监管理论以及各国监管实践的讨论与研究入手，探讨了我国私募股权基金的监管模式。基于风险评级的概念建立了私募股权基金“动态”监管的理论并提出了一些理论与政策方面的建议。

段新生

目 录

第一部分 私募股权基金的基本理论

第一章 概述	3
1.1 另类投资	3
1.2 私募股权基金的概念及特征	4
1.3 私募股权基金的分类	5
1.4 私募股权基金的运行	10
1.5 私募股权基金有关概念的辨析	13
第二章 私募股权基金的设立	15
2.1 私募股权基金的组织形式	15
2.2 公司制私募股权基金的设立	16
2.3 信托制私募股权基金的设立	18
2.4 有限合伙制私募股权基金的设立	19
2.5 有限合伙制私募股权基金的制度设计	24
2.6 私募股权基金三种组织形式的比较	27
第三章 基金融资	30
3.1 融资概述	30
3.2 潜在的投资人	31
3.3 融资进程	32
3.4 私募融资备忘录	34
第四章 投资管理	37
4.1 投资流程	37
4.2 项目筛选	39
4.3 尽职调查	41

4.4	目标企业价值评估	42
4.5	投资意向书与交易结构	47
4.6	集合投资	50
第五章	增值服务	51
5.1	PE 机构价值创造实证研究	51
5.2	风险基金增值服务	52
5.3	收购基金增值服务	53
第六章	退出获利	55
6.1	上市退出	55
6.2	整体出售	57
6.3	业内转手	58
6.4	其他获利方式	59
6.5	附录：全球主要股票交易所上市要求	60
 第二部分 私募股权基金的治理、评价研究 		
第七章	私募股权基金投资回报分析	65
7.1	国外投资回报研究综述	65
7.2	中国私募股权基金投资回报实证分析	67
7.3	小肥羊案例分析	73
7.4	中国私募股权市场综述	75
第八章	私募股权基金业绩评价指标体系研究	79
8.1	新设基金业绩评价指标体系	79
8.2	新设基金业绩评价指标权重的确立	85
8.3	成熟基金业绩评价指标体系	92
8.4	成熟基金业绩评价指标权重的确立	98
8.5	附录：用层次分析法确定指标权重的 MATLAB 程序	105
第九章	私募股权基金业绩评价模型研究	107
9.1	证据理论简介	107
9.2	证据综合评价模型	108
9.3	私募股权基金业绩评价的信度函数模型	115

9.4 模型测试	120
第十章 私募股权基金治理评价研究	125
10.1 私募股权基金的委托代理关系	125
10.2 私募股权基金的治理问题研究	129
10.3 中国私募股权基金的治理机制研究	132
10.4 私募股权基金的治理评价研究	136
第十一章 私募股权基金风险评价研究	141
11.1 文献综述	141
11.2 私募股权基金的风险度量研究	143
11.3 私募股权基金的风险评价指标体系	145
11.4 私募股权基金的风险评级	153
 第三部分 私募股权基金会计信息披露与监管研究	
第十二章 私募股权基金会计信息披露研究	157
12.1 信息披露概述	157
12.2 信息披露的内容	158
12.3 信息披露中的业绩评价	165
12.4 信息披露中的被投资企业价值评估	166
12.5 基金会计信息披露范例	169
第十三章 私募股权基金的监管研究	178
13.1 引言	178
13.2 国外私募股权基金监管模式对比分析	179
13.3 我国私募股权基金的资金来源分析	181
13.4 我国私募股权基金监管模式探讨	185
13.5 基于会计信息披露的“动态”监管	188
参考文献	189



第一部分

私募股权基金的基本理论

本部分首先对本书所用的基本概念进行了界定，特别是对什么是私募股权基金以及私募股权基金的分类等问题进行了较深入的讨论，对另类投资、风险投资、收购基金、对冲基金等概念进行了详细的辨析。其次，讨论了当前私募股权基金的组织形式以及私募股权基金的设立问题，详细探讨了有限合伙私募股权基金的制度设计及其优势。最后，依据私募股权基金的运营流程，从“融、投、管、退”的角度，依次讨论了私募股权基金的运营问题，包括融资、投资、增值服务以及退出获利等。

第一章 概 述

私募股权基金是本书讨论的重点。什么是私募股权基金？私募股权基金与其他基金有什么样的区别？什么是另类投资？私募股权投资是另类投资吗？常说的风险投资与私募股权投资有什么关系？私募股权基金的运行机制是什么？本章就来讨论有关私募股权基金的这些基本问题。

1.1 另类投资

要说清楚另类投资，必须先从另类资产谈起。

我们知道，资产是指能够产生未来现金流入或者减少未来现金流出的各种经济资源。一般意义下，企业的资产主要是指用于经营的实物资产和股票、债券、现金及其等价物等金融资产，这些资产统称为传统资产。

另类资产（Alternative Assets）是指具有潜在经济价值但不属于标准投资组合中的非传统资产。标准投资组合由股票、投资级债券、现金及其等价物等组成。因此，股票、投资级债券、现金及其等价物以外的资产都属于另类资产。

另类资产的例子有很多。比如：

- 房地产、基础设施长期资产；
- 私募股权；
- 垃圾债券以及金融衍生品；
- 艺术品、古董、珍贵邮票等收藏品；
- 贵金属、红酒等稀缺物品。

另类投资是指对另类资产的投资或者采取另类战略进行的投资。此处，所谓的另类战略特指对冲基金投资战略，绝对收益投资战略，如高收益债券投资以及濒危证券投资等。

典型的另类投资包括：

- 私募股权投资；
- 对冲基金投资；
- 房地产投资；
- 基础设施投资；
- 高收益债券投资；

- 金融衍生品投资；
- 收藏品投资；
- 珍稀物品投资等。

另类投资的流动性低，投资周期长，定价困难，因此另类投资需要专门的知识技能。值得注意的是，本书讨论的私募股权基金是一种另类投资。

1.2 私募股权基金的概念及特征

私募股权基金译自英文 Private Equity Funds (PE)。关于 PE 的译法，国内学者有很多的争论。王燕辉（2009）认为，PE 应译为私人股权基金。而大多数学者则建议用“私募”。因此，本书也采用“私募股权基金”这一译法。

关于私募股权基金的含义，不同的文献资料有不同的定义。本书在综合了大量资料的前提下，给出了如下定义。

私募股权基金是一种集合投资工具，它通过私募方式向机构投资者或者富有个人募集资金，然后以与股权有关的形式投资于私有企业，即非上市企业，因此所从事的是权益性投资。

私募股权基金有广义和狭义之分。美国风险投资协会（NVCA）给出了私募股权基金的广义定义，即 PE 基金包括所有的风险投资基金、收购基金、夹层投资基金、基金的基金和二级投资基金等，而狭义的 PE 基金是指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业所进行的私募股权投资，主要是指并购基金和夹层投资基金。本书将采用美国风险投资协会（NVCA）给出的私募股权基金的广义定义。

PE 最早起源于美国。1976 年，华尔街著名投资银行贝尔斯登的三名投资银行家合伙成立了一家投资公司 KKR，专门从事并购业务，这是最早的 PE 公司。迄今，全球已有数千万家 PE 公司，KKR 公司、凯雷投资集团和黑石集团，都是其中的佼佼者。

私募股权基金从其属性上来说，依然是以投资为主的基金，因此，其具有一般基金的特征和属性。但是作为私募股权投资的承载主体来说，它又有许多明显区别于其他基金的本质和特征。

第一，私募股权基金的投资对象是实体企业，而不是企业的股票。一般基金是通过筹集资金，以基金管理者的身份投资于股票、债券、基金及其他金融工具，为基金份额持有人赢得最大利益的集合投资方式。而私募股权基金则是通过对特定投资者进行资金募集，然后投资于未上市的企业，以期通过股权转让、公开上市、管理层收购等资本退出方式实现高收益。

第二，私募股权基金的私募性质。同一般基金既可以面向公众发行基金份额也可以面向特定对象发行基金份额不同，私募股权基金的募集对象仅限于满

足特定条件并具有投资判断能力的少数机构投资者或者个人,并且其发行采用非公开的方式,对公开市场的操作几乎不涉及,因而无须披露其交易细节,这也造成了其较低的信息披露程度。

第三,私募股权基金的低流动性。私募股权基金的低流动性源于其较长的投资期限。一般来讲,风险基金的投资周期是5~7年,而收购基金的投资周期可达3~5年或更长,因此私募股权投资属于中长期投资。同一般中长期投资一样,私募股权基金具有较低的流动性。

第四,私募股权基金的风险特性。一般基金主要投资于公司的股票、债券或者其他基金管理公司的基金,而且投资范围较广,投资对象较多,可以通过投资组合很大程度上降低投资的非系统性风险。而私募股权基金由于其投资对象主要是未上市的企业,其风险集中度较高,而且很难找到有效的措施进行分散,因此私募股权基金具有很高的投资风险;高风险对应高收益,私募股权基金一旦投资成功便会通过权益资本增值获得很高的收益,实际上其收益远远大于公共股票市场投资所能带来的收益,这样的高收益可看做是对私募股权基金较低流动性的补偿。

第五,私募股权基金退出渠道的多样性。PE退出的渠道通常有三种:一是所投资的企业上市,PE通过股票的抛售而退出,即为IPO退出方式。这种方式可以让私募股权基金获得较高回报,因此是私募股权投资首选的退出方式。二是将所投资公司的股权转让给第三方企业并从中获益,此即并购方式。三是将股权转让给所投资公司内部的管理层或者员工,此即管理层收购或者MBO的方式。

1.3 私募股权基金的分类

按照美国风险投资协会(NVCA)的定义,PE基金包括所有的风险投资基金、收购基金、夹层投资基金、基金的基金和二级投资基金等。

1.3.1 风险投资基金

所谓风险投资基金是指从事风险投资的基金。风险投资(Venture Capital, VC),在我国也被翻译成“创业投资”,是当今世界上广泛流行的一种新型投资方式。风险投资注重目标企业的成长性,注重投资对象的技术与知识性。风险投资基金以私募方式吸收机构和个人的资金,以股权投资的方式,投向于那些不具备上市资格的新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业。投资以后为所投资的企业提供增值服务,帮助所投资的企业尽快成熟,然后或者上市退出,获得高额回报;或者将所投资企业的股权转让给其他基金而收回投资。

风险投资基金的主要特点是:

1. 投资对象主要是不具备上市资格的小型的、新兴的或未成熟的高新技术

企业或者传统行业中具有巨大增长潜力的企业。

2. 风险基金的投资周期较长,一般为5~7年。

3. 投资方式是注入资金或技术,取得部分股权(而不是为了控股),促进被投资公司的发展,使被投资企业增值。

4. 退出方式一般是被投资企业上市或股权转让。

风险投资基金的种类:

(1) 按目标企业所处的阶段划分为种子期风险投资基金、初创期风险投资基金、早期风险投资基金、扩展期风险投资基金、晚期风险投资基金。

(2) 按目标企业所处的行业划分为IT行业风险投资基金、通信行业风险投资基金、医药行业风险投资基金、生物与生命科学领域风险投资基金、电子商务及互联网风险投资基金等。

风险投资基金作为基金,同其他投资基金的主要区别在于:一是其投资的对象为高风险的高科技创新企业(称为风险企业),投资失败率较高,一般在60%~80%,而成功率却只有5%~20%,因此这就要求基金的规模足够大,从而使风险投资基金能同时投资于多个风险项目,从而通过其中的一个或几个项目的成功来弥补在其他风险项目上的损失并获取收益;二是常采取与其他风险投资公司联合投资的方法,以分散风险;三是在决策上需要特别谨慎,项目选取的程序和方法科学、合理。

风险投资公司对于风险项目的选择、决策和经营,是非常谨慎而严格的。哪怕是微不足道的失误,都可能给风险投资公司带来致命的打击。在国外,一般来说,一个风险投资公司,一年总共提出申请参与投资的风险项目,大约有1万个,经过选择同意作初步了解的大约150项,大体上只占申请项目的1.5%。在初步了解的基础上作深入会谈、研究的有24~25个,真正同意参股、签约的不到10项,即不到全部申请项目的0.1%。合同执行中,发现投资效益和项目开发前景不理想而果断中止的,每年都有1~2项。最后真正获得成功的,是千里挑一的特优企业。

要注意风险投资与天使投资和战略投资的区别。

天使投资是一个个人或者联合体用自己的资金对自己感兴趣的企业所做的投资。与风险投资不同的是,天使投资用的是自有资金,因而不是集合投资工具或者金融中介。天使投资人有很多类型:一类人是没有任何商业背景的富人,他们主要投资亲戚、朋友的企业;另一类人是对某个企业情有独钟的人(比如原来是这个企业的创始人或者老员工),他们哪怕亏损也要投资这个企业;还有一类人是天使投资联合体,他们具有某一行业的知识和背景,因此联合起来为该行业中的企业提供投资。与风险投资的另一个不同点就是,由于天使投资的资本成本更低,因此在风险投资看来不太有吸引力的企业,可能对天使投资而

言是可接受的投资。

战略投资是一个商业实体为了获得长期利益对另一实体所做的投资。风险投资的目的不是为了控制目标企业，而是要在一定的期限内退出投资以最终获利。战略投资的目的是为了与被投资企业结成战略联盟，或者得到某种新技术，或者利用对方的某种资源等。通过这样的方式达到长期获益的目的。因此，战略投资没有退出的压力，不存在固定的退出期限，如果需要的话甚至可以永远持有。当然，由于没有退出期限的要求，战略投资的选取标准和考虑与风险投资可以很不相同。

1.3.2 收购基金

收购基金也称并购基金，是专门从事收购业务的集合金融资本。收购基金将资本投资于已有的公司而非新公司，它可以同时使用股权融资和债务融资。与风险投资不同的是，收购基金所投资的目标企业一般是“传统”企业而不是高科技企业。收购基金所从事的投资具有明显的控制性，也就是说私募股权经理持有被收购公司的大部分股票，或者至少可以控制被收购公司的大多数投票权。

收购基金通常通过向银行举债进行融资，投资于成熟的已成立的高价值企业。被投资公司盈利水平以及公司价值在投资中起着至关重要的作用，因此需要通过现有的金融理论及规则对被投资企业进行价值评估。

基金收购业务类型通常有管理层收购（MBO）、杠杆收购（LBO）、下市收购（Take Private）、滚动收购（Roll-up）、重振收购（Turnaround）。

并购基金的特点主要有：

1. 在资金募集上，主要通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集，它的销售和赎回都是基金管理人通过私下与投资者协商进行的。另外，在投资方式上也是以私募形式进行，绝少涉及公开市场的操作，一般无须披露交易细节。

2. 多采取权益型投资方式，绝少涉及债权投资。而且 PE 投资机构追求对被投资企业的控制权，要求对被投资企业的决策管理享有一定的表决权。

3. 比较偏向于已形成一定规模和产生稳定现金流的成熟企业，这一点与 VC 有明显区别。

4. 投资期限较长，一般可达 3~5 年或更长，属于中长期投资。

5. 流动性差。

6. PE 投资机构多采取有限合伙制，这种企业组织形式有很好的投资管理效率，并避免了双重征税的弊端。

7. 投资退出渠道多样化，有 IPO、出售、兼并收购（M&A）、标的公司管理层回购、清算等。

1.3.3 基金的基金

基金的基金 FoF (Fund of Funds) 又称为母基金, 是一种专门投资于其他基金的基金。

FoF 并不直接投资股票或债券, 其投资范围仅限于其他基金, 通过持有其他基金而间接持有股票、债券等证券资产, 它是结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种。

FoF 将多只基金捆绑在一起, 投资 FoF 等于同时投资多只基金, 但比分别投资的成本大大降低了。因此, 投资 FoF 既可以分散风险, 又可以降低成本。

与基金超市和基金捆绑销售等纯销售计划不同的是, FoF 完全采用基金的法律形式, 按照基金的运作模式进行操作。FoF 中包含对基金市场的长期投资策略, 与其他基金一样, 是一种可长期投资的金融工具。

另外, 有些投资者希望投资于排名比较靠前的基金, 但是又缺乏与这些基金沟通的渠道, 也没有充足的资金与这些基金谈判。在这种情况下, 投资于 FoF 可能是一个比较好的选择。通过投资 FoF, 这些投资者达到了投资排名靠前的基金的目的。

当然, 投资 FoF 比直接投资基金要多花一层手续费, 但是为了达到参与私募股权基金以及用较少的投入在更多的基金之间再次分散风险的目的, 多花一层手续费投资 FoF 还是值得的。

1.3.4 夹层基金

夹层基金 (Mezzanine Fund) 是专门投资于夹层融资产品的集合投资工具。夹层融资是一种介于优先债务和股本之间的融资方式, 指企业或者项目通过夹层资本的形式融通资金的过程。夹层融资包括两方面的含义: 从资本提供者的角度来看, 这是夹层资本; 从资本的需求方来看, 这是夹层债务。

夹层基金的本质是一种借贷资金, 它提供资金和收回资金的方式与普通贷款是一致的, 但在企业偿债顺序中位于银行贷款之后。夹层融资是介于风险较低的优先债务和风险较高的股本投资之间的一种融资方式。因此它处于公司资本结构的中层。夹层融资一般采取次级贷款的形式, 但也可以采用可转换票据或优先股的形式。因此, 在购并融资中, 银行贷款等有抵押的融资方式属于高级债权, 夹层基金则属于次级债权。

夹层基金一般提供的是无抵押担保的贷款, 因此, 贷款偿还主要依靠企业经营产生的现金流。基金的贷款利率要求比银行贷款利率高。一般夹层基金贷款的利率是标准货币市场资金利率 (如 LIBOR) 加上 3% ~ 5%。另外, 如果在 3 ~ 5 年后企业运行顺利, 基金一般还要求获得一笔最终支付, 这笔最终支付一般是由企业发行可认购普通股的认股权证赋予夹层基金。

夹层融资的回报通常从以下一个或几个来源中获取: 一是现金票息, 通常