

A STUDY ON
PRIVATE
EQUITY

THE CHINESE MODE AND ITS
APPLICATION

**私募股权投资基金(PE):
中国模式及应用研究**

刘勇 著

私募股权投资基金(PE): 中国模式及应用研究



A STUDY ON PRIVATE EQUITY:
THE CHINESE MODE AND ITS APPLICATION

刘勇 著

©刘勇 2010

图书在版编目 (C I P) 数据

私募股权投资基金 (PE): 中国模式及应用研究 /刘勇著. —沈阳: 辽宁人民出版社, 2010.10

ISBN 978-7-205-06896-7

I. ①私… II. ①刘… 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(2010)第184582号

出版发行: 辽宁人民出版社

地址: 沈阳市和平区十一纬路25号 邮编: 110003

电话: 024-23284324 (邮 购) 024-23284321 (发行部)

传真: 024-23284191 (发行部) 024-23284304 (办公室)

<http://www.lnpublish.com.cn>

印 刷: 沈阳百江印刷有限公司

幅面尺寸: 165mm × 235mm

印 张: 20

字 数: 269千字

出版时间: 2010年10月第1版

印刷时间: 2010年10月第1次印刷

责任编辑: 董 喃

装帧设计: 琥珀视觉

责任校对: 徐丽娟等

书 号: ISBN 978-7-205-06896-7

定 价: 50.00元

序言

我一直关注私募股权投资基金在中国资本市场发展的作用。私募股权投资基金在成熟的市场经济国家已经有了很成熟的做法，但是在中国这样一个转轨经济中，很多问题还要从 ABC 谈起，中国的改革就是要将市场经济通行的规则结合中国的具体情况加以实施。《私募股权投资基金 (PE): 中国模式及应用研究》就是借鉴西方发达国家经验，“洋为中用”的一种探索。

2009 年对于中国的 PE 来说是值得纪念的。全球金融危机的持续发酵，中国政府 4 万亿元刺激经济方案的出台，创业板的推出，都直接或间接地深刻影响着中国 PE 的发展，也凸显着中国 PE 健康发展的重要性和紧迫性。广义的 PE 包含各类股权投资，如风险投资、创业投资、产业投资、并购投资等。在中国经济转型的过程中，我们更需要发展 PE。



第一,创新型国家需要股权投资基金推动。大家现在都在讲要建立一个创新型国家,推动新兴战略性产业。我认为创新型国家需要风险投资基金(创业投资基金)这一金融工具。我们国家出台了很多政策鼓励技术创新,政府也拿出了一些资金扶持创新企业,这都是必要的。国家应该投入比较多的资金加强基础科研的投入,但是在应用技术方面,我个人认为除必要的政策扶持外,必须充分发挥市场的作用。因为市场选择的效率往往会高于行政扶植的效率。我们倡导政府支持,但是政府的支持只是起一个引导、激励作用,更多的应该是市场对企业的选择,优胜劣汰才可以使我们的企业更好地成长,使我们的技术得以更好推广。

第二,争取产业重组的主导权需要股权投资基金的推动。我们国家现在对于外资并购中资企业提出很多疑问,国家也在制定外资收购中资企业的法律,这是必要的。任何一个国家都要对自己的市场做必要的保护。但是,要争取产业重组的主导权,需要产业投资基金的推动。产业投资基金主要投资于技术成熟的成长型企业未上市的股权,它可以实现企业价值的增值。还有一类是收购兼并基金,它主要是投资于成熟企业的上市或未上市股权,整合企业资源提升企业价值。我认为这两类基金的主导方向不完全一样,产业投资基金可能更多的是扶持一个企业从扩张型到成熟型成长的这样一个过程,而收购兼并的基金是对已经运行成熟的企业进行重新整合,来提高它的价值。

第三,股权投资基金是产业组合和市场要素整合的有效金融工具。中国不乏应用技术的创新,很多高新企业能够到海外上市,说明我们还是有很多的应用型的独创的技术。中国不乏战略眼光的企业家,我们有很多企业家能够在世界上受到尊重。中国不乏冒险精神的投资人,

中国的民间投资一直是非常活跃的，尽管有些投资方式目前处于非常艰难的境地之中，但是这些在中国大地上从来没有停止过，我们需要把这些冒险精神引导到一个合法合规的渠道上，堵邪门开正道。中国不乏未有效利用的各项资源，中国的资源是丰富的，但是中国缺乏组合各种要素的金融工具。私募股权投资基金就是有效整合现有市场各种要素的工具之一。在计划经济条件下，计划是组合生产要素的龙头，没有计划，有钱什么也买不到。但是在市场经济下，资金是组合市场要素的龙头，有了钱可以买技术，可以买原材料，可以雇人。所以，有的市场人士说他做的事情就是 99+1。中国市场具备 99℃ 的温度，但是缺乏一个把要素有效组合的 1℃，有这 1℃ 就可以让水沸腾。我想金融工具就是 99+1 的 1。

金融滞后会制约中国企业在国际舞台的竞争。其实真正了解中国市场的是中国人自己，但是了解中国市场的这些中国人没有融资的手段，不能掌握那么多的资金。而外资企业进入中国最大的优势就是以它雄厚的资金，以灵活方式筹措的资金来雇用我们的人，组合这些生产要素。外资股权基金进入中国会对中国经济起到巨大作用，但我想如果给中国人一个机会，他们也能够有效地推动中国私募基金的发展。中国由于资本市场还不够发达，限制比较多，因此企业上市比较困难。由于缺乏多层次的资本市场，有很多企业没有一个正常的退出渠道，股权没有一个正常的流动渠道，因而绕路去境外上市。我想如果不放开这些金融的束缚，中国的企业永远不会在国际上有竞争力。中国需要金融创新提升竞争力。中国的经济被世界所看好，但中国如果不能利用金融工具在中国的大地上把我们的生产要素有效地组合起来，中国的经济是不会有强大的竞争力的。我期待着政府能更多地减少金融



束缚,提升中国经济的竞争力。

刘勇同志结合他在国家发改委、国家开发银行工作的实际及北京大学从事博士后研究的有利条件,在相关理论研究的基础上,结合实地调研和案例分析,探讨我国 PE 的发展模式;同时,结合实证研究方法,运用比较分析和归纳分析方法得出相应的结论,并通过引进、消化、吸收加集成创新的思路,研究如何应用 PE 这种金融工具实现银行业的混业经营,提升核心竞争力,利用 PE 促进产业发展,实现中国经济发展的“后发优势”,这些都是发展具有中国特色金融理论的重要内容。

我欣赏刘勇同志的勤奋努力,故为此书作序。

吴晓灵

2010 年 4 月

(吴晓灵,全国人大常委会委员、财政经济委员会副主任委员,中国人民银行原副行长)

目录|contents

序言 / 吴晓灵

001-010 | 导论

- 一、研究背景 / 003
- 二、研究意义 / 005
- 三、研究方法与技术路线 / 008

011-036 | 第一章 | PE 的国内外研究

第一节 PE 的国外相关研究 / 013

- 一、影响 PE 资本筹集的研究 / 014
- 二、PE 风险控制机制及区域风险差异 / 017
- 三、PE 机构组织形式及委托代理问题的研究 / 019
- 四、PE 退出问题的研究 / 023

第二节 PE 的国内相关研究 / 028

- 一、关于 PE 风险防范及监管体系和对策的研究 / 029
- 二、关于 PE 机构组织形式的研究 / 031
- 三、关于 PE 不对称信息及激励约束机制方面的研究 / 033



037-114 | 第二章 | PE 的基本特征与运作机理

第一节 PE 的本质属性与特征 / 039

- 一、概念界定 / 039
- 二、本质属性 / 046
- 三、基本特征 / 049
- 四、组织形式 / 051
- 五、社会价值 / 053

第二节 PE 投资的价值发现与价值创造 / 057

- 一、投资价值发现机制 / 057
- 二、价值创造分析 / 066

第三节 PE 的投资管理 / 076

- 一、PE 的估值方法 / 076
- 二、PE 的评价指标 / 090
- 三、PE 的评价方法 / 096
- 四、目标公司的监督 / 100
- 五、PE 的退出 / 102

第四节 对赌协议在 PE 中的应用 / 104

- 一、基本内涵 / 104
- 二、对赌协议的具体作用 / 105
- 三、国外的应用和发展 / 107
- 四、中国应用对赌的案例分析 / 109
- 五、我国在应用对赌协议时应注意的问题 / 111

115-144 | 第三章 | PE 模式的国际比较及金融危机下的 新发展

第一节 PE 模式的国际比较 / 117

- 一、PE 筹资模式的国际比较 / 117
- 二、PE 组织形式的国际比较 / 118
- 三、PE 投资策略的国际比较 / 119
- 四、投后管理及退出模式的国际比较 / 121
- 五、PE 政府支持模式的国际比较 / 122
- 六、世界主要国家 PE 发展模式的总体评述 / 123

第二节 全球金融危机及后危机时代的 PE / 126

- 一、金融危机的根源与国际金融体系的变革 / 126
- 二、后危机时代的 PE / 134



第四章 PE 模式国际借鉴及中国模式选择

第一节 中国 PE 发展的现状与总体模式 / 147

- 一、中国 PE 发展现状 / 147
- 二、我国发展 PE 的总体模式 / 151

第二节 中国 PE 发展的具体模式 / 157

- 一、离岸操作模式 / 157
- 二、产业投资基金 / 161
- 三、创业投资基金 / 164
- 四、基金中的基金(母基金) / 165
- 五、外资设立人民币基金的三种模式 / 167

第三节 中国 PE 发展的制度环境与政策建议 / 169

- 一、中国 PE 发展的制度环境 / 169
- 二、政策建议 / 173

第五章 中国金融业应用 PE 模式研究

第一节 银行与 PE 的关系 / 177

- 一、PE 与银行业的业务合作关系分析 / 178
- 二、商业银行积极参与 PE 的基本方案 / 181
- 三、国内商业银行开展 PE 业务的基本情况 / 183

第二节 国家开发银行开展 PE 的实践 / 186

- 一、国家开发银行基金投资战略 / 186
- 二、东盟基金与中比基金案例分析 / 192
- 三、中信国安并购白银集团案例分析 / 204

第三节 合约储蓄机构与 PE / 210

- 一、社保基金投资 PE / 210
- 二、保险资金投资 PE / 212
- 三、平安保险投资 PE 的案例分析 / 214



217-244 **第六章 PE 对中国产业发展的影响研究**

第一节 PE 与产业发展 / 219

- 一、PE 与产业结构调整 / 219
- 二、PE 与国有企业改革及国有股减持 / 226

第二节 PE 与金融业发展 / 227

- 一、发展 PE 实现我国金融发展战略 / 227
- 二、PE 与我国投融资体制改革创新 / 230
- 三、PE 与多层次资本市场体系建设 / 232

第三节 并购基金与产业发展 / 234

- 一、并购基金对产业结构调整的意义和作用 / 234
- 二、企业并购融资的依据: 最佳资本结构 / 235
- 三、并购基金在企业并购活动中的意义 / 237
- 四、联想并购 IBM 案例分析 / 242

245-248 **结束语**

- 一、主要结论及创新点 / 245
- 二、进一步研究的方向 / 246

249-299 **附录**

300 **参考文献**

307 **后记**

➤ 导论

一、研究背景

私募股权投资基金 (Private Equity, 以下简称 PE) 是 20 世纪以来全球金融领域最成功的创新成就之一。中国的 PE 始于上世纪 80 年代中期, 运作效果并不理想, 其中绝大多数都背离了设立的初衷, 成为普通的非银行金融机构, 更有一些机构由于严重违规经营和炒作房地产、证券失败而陷入困境。中国现有的 PE 多是政府出资兴建的, 多数是由过去的科技扶持基金和科技三项费用转化而来的, 沿袭了传统国有企业的管理机制和模式, 仅仅是换个称呼就变成了创业投资公司, 也就是风险投资基金^① (即 VC, Venture Capital)。由于体制和观念上的原因, 中国的 PE 从一开始就采用了“官办官营”的模式, 即由各级政府出资组建投资公司, 按照国有企业的模式进行运作。实践证明, 这种模式不能较好地适应 PE 的特点和运作规律。在国有独资公司的模式下, 无论怎样设计周密的监督代理人方案, 还是难以解决所有者虚置和预算软约束问题, 当然更无法建立适合创业投资运行的有效的激励约束机制。因此, 对于蓄势待发的国产 PE 来说, 机会与风险相伴而生。行政之手在未来国产 PE 成长中如何定位? 市场力量如何更好地发挥作用? 这些都是人们对中国 PE 未来长期发展过程中关注的核心话题。

另一方面, 当前我国银行业面对的存款和贷款业务双重“脱媒”、两面夹击的严峻挑战的局面长期来看不会改变。从国际经验看, 多层

^① 目前, 在我国一般认为 PE 包含两大主要分支, 一是风险投资基金 (VC) 或者说创业投资基金, 它是 PE 的早期阶段, 主要扶持科技型中小企业的发展; 一是并购基金, 主要用于成熟企业间的并购。



次金融市场的建立与发展必然伴随着银行不断“脱媒”的过程,这一结构性变动在客观上成为推动银行盈利模式变革的重要力量。传统业务多点“脱媒”的夹击,引致银行业诸多潜流暗涌的深刻变化,中国银行业多元化转型加速。此时,投资银行业务就成为各家银行所看重的多元化战略转型的重点领域。中信银行行长陈小宪先生提出,大型企业的传统信贷业务规模占比将会逐渐降低,利差不断收窄,同时大型优质企业的金融需求也发生了变化,从原来以结算、贷款等银行信贷为主的需求逐渐向融资安排、私人银行业务、发展顾问、财务顾问、投资咨询等投资银行业务需求转变。开展投资银行业务是银行在新形势下满足大型优质客户差异化需求、抢抓市场机遇的必然选择。因此从目前的环境来看,我国银行业加强开展投行业务已成趋势,特别是能带来巨大利润的 PE 业务,通过提供间接融资和直接融资,向银行控股的混业经营方向发展。一方面防范独立投行业务模式的巨大风险(吸取美国华尔街五大投行的教训),另一方面拓展传统银行业务新的利润增长点。

但是我国应该选择什么样的 PE 发展模式,如何使 PE 发挥其最大价值,实现中国发展 PE 的后发优势?例如在银行业,如何将 PE 这种直接融资业务和间接融资业务更好地组合在一起,加快银行业混业经营的步伐?从政府的角度讲,如何在不影响 PE 市场行为,并保持 PE 可持续发展的同时,借助 PE 这样的工具促进我国产业结构的调整和升级?如何创新组织结构,实现协同效应,提高效率、防范风险?为什么 PE 投资表现出强烈的行业差异、阶段差异和区域差异?如何监管 PE? 这些问题都成为我国政界、学术界和实务界十分关注的热点问题。

当前,越来越多的学者开始关注 PE 的发展以及银行业的混业经营问题。但目前的理论研究多是宏观导向,缺乏对 PE 发展模式等微观决策问题的深入研究,理论研究的上述缺陷,大大影响了 PE 在中国的实