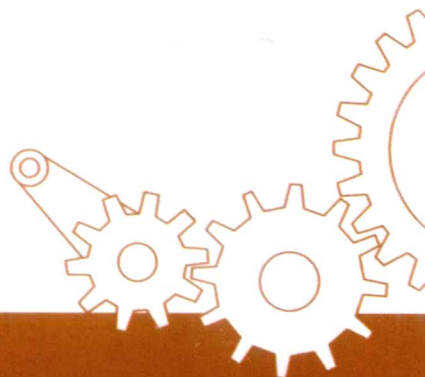


Private Equity and Venture Capital

私募股权投资 与创业投资 PE & VC

林金腾 © 编著



- PE与VC行业人员从业指南
- 详解PE与VC的运作流程与规范
- 助您了解PE与VC对拟投资企业的要求

中山大学出版社

PE & VC

私募股权投资与创业投资

林金腾◎编著

中山大学出版社

· 广州 ·

版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资与创业投资/林金腾编著. —广州: 中山大学出版社, 2011. 4
ISBN 978 - 7 - 306 - 03856 - 2

I. 私… II. 林… III. 企业—融资—研究 IV. F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 033903 号

出版人: 祁 军

策划编辑: 徐诗荣 周建华

责任编辑: 徐诗荣

封面设计: 林绵华

责任校对: 陈 霞

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

电 话: 编辑部 020 - 84111996, 84111997, 84113349, 84110779

发行部 020 - 84111998, 84111981, 84111160

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275 传 真: 020 - 84036565

网 址: <http://www.zsup.com.cn> E-mail: zdebs@mail.sysu.edu.cn

印 刷 者: 广州市新明光印刷有限公司

规 格: 787mm × 1092mm 1/16 18.75 印张 336 千字

版次印次: 2011 年 4 月第 1 版 2011 年 4 月第 1 次印刷

定 价: 38.00 元

如发现本书因印装质量影响阅读, 请与出版社发行部联系调换

目 录

引 言 / 1

第1章 概 述 / 4

- 1.1 私募股权投资基金与创业投资基金的定义 / 4
- 1.2 私募股权投资基金的起源 / 5
- 1.3 私募股权投资基金的特征 / 6
- 1.4 私募股权投资基金的发展概况 / 8

第2章 基金的分类 / 18

- 2.1 按募集方式分类 / 18
- 2.2 按投资标的分类 / 19
- 2.3 按投资阶段分类 / 20
- 2.4 按存续方式分类 / 22
- 2.5 私募投资基金与公募投资基金的比较 / 23
- 2.6 股权投资基金与股票投资基金的比较 / 24
- 2.7 股权投资基金与创业投资基金的比较 / 24

第3章 基金的组织形式 / 25

- 3.1 公司制 / 25
- 3.2 有限合伙制 / 27
- 3.3 信托制 / 28

第4章 委托—代理关系 / 30

- 4.1 基金投资者与管理人 / 31
- 4.2 基金投资者与托管人 / 32

- 4.3 基金与被投资对象 / 33
- 4.4 基金与债权人 / 36
- 4.5 研究委托—代理问题的文献及其解决方法 / 41

第5章 对基金管理人的激励机制和约束机制 / 44

- 5.1 激励机制的概念 / 44
- 5.2 收入激励机制 / 49
- 5.3 声誉激励机制 / 50
- 5.4 约束机制 / 53

第6章 基金的募集 / 59

- 6.1 募集方式 / 59
- 6.2 法律文件 / 62
- 6.3 募集时间和存续时间 / 63
- 6.4 私募投资基金的募集案例 / 63

第7章 基金管理人 / 76

- 7.1 基金管理人的必备条件 / 76
- 7.2 基金管理人的职责和被禁止的行为 / 78
- 7.3 基金的管理模式 / 80

第8章 基金托管人 / 85

- 8.1 托管人的资格 / 85
- 8.2 托管人的作用 / 86
- 8.3 托管人的权利、义务和职责 / 87

第9章 基金费用 / 89

- 9.1 管理费 / 89
- 9.2 托管费 / 90
- 9.3 募集费用 / 90
- 9.4 其他费用 / 91

第10章 税 收 / 92

- 10.1 基金的税收 / 92
- 10.2 被投资企业的税收 / 94
- 10.3 投资者的税收 / 94
- 10.4 基金管理人的税收 / 95

第11章 基金投资程序 / 97

- 11.1 项目初审 / 97
- 11.2 签订意向（协议条款清单） / 98
- 11.3 尽职调查 / 105
- 11.4 协议谈判 / 107
- 11.5 签订协议 / 108
- 11.6 资金投入 / 108
- 11.7 项目管理 / 108
- 11.8 投资退出 / 109
- 附件一 内部尽职调查清单样本 / 109
- 附件二 财务与税务尽职调查文件清单样本 / 115
- 附件三 法律尽职调查问卷与资料清单样本 / 119

第12章 投资项目价值评估方法 / 130

- 12.1 净现值法 / 131
- 12.2 内部收益率法 / 133
- 12.3 回收期法 / 133
- 12.4 账面收益率法 / 134
- 12.5 盈利指数法 / 134
- 12.6 其他评估方法 / 135

第13章 投资方式及策略 / 138

- 13.1 普通股 / 138
- 13.2 优先股 / 139
- 13.3 可转换证券 / 140
- 13.4 分期投资 / 142

第14章 投资退出 / 144

- 14.1 公开上市 / 144
- 14.2 股权交易 / 156
- 14.3 企业并购 / 157
- 14.4 股权回购 / 158
- 14.5 清算 / 159

第15章 权益保护与公司治理 / 160

- 15.1 权益保护的重要性 / 160
- 15.2 权益保护的类型 / 164
- 15.3 权益保护的方法 / 165
- 15.4 估值调整机制（“对赌协议”） / 174

第16章 对基金的监管 / 183

- 16.1 西方国家对基金的监管 / 183
- 16.2 监管原则 / 186
- 16.3 中国对基金的监管 / 189

第17章 股权投资基金发展趋势的研究 / 191

- 17.1 中国私募股权投资基金的现状和发展前景 / 191
- 17.2 国际私募股权投资基金的新动向 / 198

附 录 / 205

- 1. 《创业投资企业管理暂行办法》 / 205
- 2. 《外商投资创业投资企业管理规定》 / 210
- 3. 《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》 / 221
- 4. 《关于实施创业投资企业所得税优惠问题的通知》 / 223
- 5. 《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》 / 225
- 6. 《信托公司集合资金信托计划管理办法》 / 231
- 7. 《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》 / 241
- 8. 《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》 / 245
- 9. 《关于外国投资者并购境内企业的规定》 / 249

10. 《外商投资企业投资者股权变更的若干规定》 / 264
11. 《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》 / 269
12. 《中华人民共和国中小企业促进法》 / 276

参考文献 / 281

后 记 / 289

引 言

私募股权投资（Private Equity, PE）和创业投资（Venture Capital, VC）是近年来发展非常迅猛的行业，已经成为仅次于银行贷款和公开上市的重要融资手段，成为金融行业不可缺少的重要组成部分。与传统的投资不同，私募股权投资和“风险投资企业代表了资本市场和管理市场之间的相互关联”（Hellmann, 1998）。也就是说，私募股权投资和创业投资不但是资本市场中的重要成员，而且由于它们同时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，它们是经济领域里具有巨大发展潜力的创新模式。

私募股权投资和创业投资在近年得到迅猛的发展，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、金融体系的创新以及高科技高速发展等原因。同时，私募股权投资和创业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，私募股权投资和创业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。

本书作者从事金融工作 20 多年，包括信托、投资、担保、租赁、证券和基金等领域。其中从事基金投资和管理工作近 20 年，是中国基金行业最早的从业人员之一，曾担任 1993 年成立的“广信投资基金”总经理、1995 年成立的“中国商业基金”董事、2002 年成立的金鹰基金管理公司董事总经理、2009 年成立的东莞市宝盛创业投资公司董事总经理等职务，对证券投资基金、产业投资基金、创业投资基金、中外合资基金以及混合型基金都有较深刻的理论认识及丰富的实践经验。

多年的耳闻目睹和亲身经历激发了作者总结多年实践经验和深入研究基金产业理论，并将理论与实践相结合的构思，促成了本书的编撰。

纵览国内外有关私募股权投资的书籍，大多侧重于某一方面的研究。本书的特点在于全面地研究了基金的概念、分类、组织形式、委托—代理关系、激励机制和约束机制、主要当事人、基金费用、税收、权益保护、监管和发展等

问题，以及从募集、投资直至退出各环节的运作。本书既有理论研究，又有实践经验；既有法律关系的分析，又有经济关系的研究；既有基金的历史研究，又有基金发展的展望。由于私募股权投资基金的信息没有公开披露的要求，因此对于非从事私募股权投资行业的人员或初入行者来说往往对该行业的情况了解有限，所以本书尽可能地使用较通俗的语言和尽可能详细地解释相关术语，具有较强的实用性。

下面是本书各章的主要内容：

第1章为概述。重点介绍了私募股权投资基金和创业投资基金的概念、起源、特征和发展概况。

第2章为基金的分类。重点介绍了基金按募集方式、投资标的、投资阶段、设立方式的不同分类，并分别对私募股权投资基金与公募投资基金、股权投资基金与股票投资基金、股权投资基金与创业投资基金的异同作了比较分析。

第3章为基金的组织形式。重点介绍了公司制、有限合伙制和信托制三种不同组织形式的基金。

第4章为委托—代理关系。分别研究了投资者与管理人、投资者与托管人、基金与被投资对象、基金与债权人之间的委托—代理关系，并介绍了研究委托—代理关系的文献和提出解决本章所述之各种委托—代理问题的方法。

第5章为对基金管理人的激励机制和约束机制。重点介绍了激励机制的概念，分别研究了收入激励机制和声誉激励机制，并探讨了基金的约束机制。

第6章为基金的募集。重点介绍了基金的各种募集方式、法律文件和基金的发行时间以及存续时间等问题。

第7章为基金管理人。重点介绍了成为基金管理人的必备条件，列出了基金管理人的职责和被禁止的行为，深入研究了委托—管理模式下的基金管理人。

第8章为基金托管人。重点介绍了托管人的资格、作用、权利、义务和职责等。

第9章为基金费用。重点介绍了基金的管理费、托管费和募集费用等。

第10章为税收。重点分析和研究了基金本身、被投资企业以及投资者等不同主体的各种税负问题。

第11章为基金投资程序。本章从基金的项目初审开始，逐步研究了签订意向、尽职调查、协议谈判、签订协议、资金投入、项目管理和投资退出等全

过程的各个环节，具有重要的操作性，并推介了内部尽职调查清单、财务与税务尽职调查文件清单和法律尽职调查问卷与资料清单的样本。

第12章为投资项目价值评估方法。分别研究了基金对投资项目进行价值评估时所采用的净现值法、内部收益率法、回收期法、账面收益率法和盈利指标等各种主要方法。

第13章为投资方式及策略。分别研究了基金的几种主要投资方式，以及分期投资的策略。

第14章为投资退出。重点研究了公开上市、股权交易、股权回购和清算四种主要的退出方式。

第15章为权益保护与公司治理。重点分析了权益保护的重要性和权益保护的类型，以及重点研究了权益保护的各种方法。

第16章为对基金的监管。重点介绍了西方国家对基金的监管、监管原则和我国对基金的监管等问题。

第17章为股权投资基金发展趋势的研究，重点探讨了私募股权投资基金的发展趋势。

第1章 概述

1.1 私募股权投资基金与创业投资基金的定义

1.1.1 私募股权投资基金的定义

私募股权投资基金（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。

私募股权投资基金一方面是指其募集方式是采用非公开的私募方式，另一方面是指其投向目标主要是非公开上市的企业股权，与公开募集^①和主要投向于已上市公司股票等证券的公募基金形成了明显的区别。

1.1.2 创业投资基金的定义

创业投资基金（VC），也叫风险投资基金^②，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基金（PE）相类似的方式退出投资并获利的一种投资基金。

根据美国创业投资协会的定义，创业投资是一种由职业金融家向新创的、

① 公募基金可以通过银行、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，但私募基金则不允许有上述行为。

② 把这类基金称为风险投资虽然能体现其风险和冒险特征，但却容易与 Risk Capital 或 Risk Investment 混淆，且淡化了 Venture 的新创含义，本书作者认为还是使用“创业投资”较为贴切。

迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业/产业（一般属于高新科技性质）投入权益资本的行为（曹红辉、彭作刚，1999）。

根据《创业投资企业暂行管理办法》的定义，“创业投资，系指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式”。而创业企业则指处于创建或重建过程中的成长性企业，不包含已经在股票市场公开上市的企业。

狭义的私募股权投资基金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基金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，包括天使投资基金（Angel Capital, AC）、创业投资基金（VC）和私募股权投资基金（PE）等。若没有特别说明，本书所述的私募股权投资基金都是广义的。

1.2 私募股权投资基金的起源

现代意义上的私募股权投资基金（PE）和创业投资基金（VC）均起源于美国。1946年由原哈佛商学院院长、“风险资本之父” Georges Doriot 与 Ralph Flanders 和 Karl Compton 在美国的马萨诸塞州共同创办了“美国研究发展公司”（American 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志性事件（华雷、李长辉，2009）。1976年，原贝尔斯登（Bear Stearns）公司^①的三个投资银行家合伙成立的 KKR^②公司（Kohlberg Kravis and Roberts & Co. L. P.），专门从事并购业务，并成为最早的

① 贝尔斯登公司成立于1923年，总部位于美国纽约，曾是世界500强企业之一，全球领先的金融服务公司，也是美国六大投资银行之一。由于受到美国次级债券的影响，发生了严重的流动性危机，于2008年被J. P. 摩根收购，这家有着85年历史的“老店”从此在华尔街消失了，它的名字也只能以案例的形式载入金融教科书。

② KKR由科尔伯格（Jerome Kohlberg）、克拉维斯（Henry Kravis）和罗伯茨（George Roberts）1976年创立于美国，开始时的投资者主要是华盛顿州和俄勒冈州政府的投资机构。他们看准了1973年美国股灾之后大量公司廉价变卖的机会，趁机收购那些奄奄一息的目标公司。

私募股权投资公司。

私募股权投资基金作为一个成熟的产业出现在 20 世纪 80 年代，而 90 年代则是私募股权投资基金发展的高峰期，也是创业投资发展的高峰时期。

2007 年 3 月，黑石集团（Blackstone Group）向美国证券交易委员会提交了上市申请，并于 6 月 21 日在纽约证券交易所正式挂牌。黑石集团的上市，标志着私募股权投资基金从此改变了数十年的经营模式，以获得股票市场的资金以及融资和收购平台，为行业的发展提供了更大的空间。

经过数十年的发展，私募股权投资基金已成为仅次于银行贷款和在股票市场上市融资的重要融资手段。据英国调查机构 Private Equity Intelligence 的统计，截至 2007 年 2 月，全球共有 950 只私募股权投资基金，直接控制的资金高达 4400 亿美元^①。

1.3 私募股权投资基金的特征

私募股权投资基金的主要特征包括以下内容。

1.3.1 特定的募集对象

在资金募集方面，无论是私募股权投资基金还是创业投资基金，都是向特定的机构和个人募集，这些特定的机构通常包括银行、养老基金、保险公司、大型企业等，以及各种信托基金。

1.3.2 特定的募集方式

私募股权投资基金的募集渠道主要是通过非公开的方式，即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（face to face）的推销，或者专门召开基金路演（road show）的推介会等方式进行销售。

^① 由于私募股权投资基金并没有公开披露信息的要求，统计数据未必能包含所有的基金，因此实际数额可能超过该统计数额。

1.3.3 特定的投资方式

在投资方面，私募股权投资基金基本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。

1.3.4 特定的投资对象

私募股权投资基金的投资对象一般为高成长性的未上市企业。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。

1.3.5 有限的经营期限

私募股权投资基金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。

1.3.6 特定的退出方式

私募股权投资基金的投资宗旨是“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取利润。私募股权投资基金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，私募股权投资基金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。

1.3.7 特别的增值服务

私募股权投资基金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，私募股权投资基金在投资于目标企业的同时，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。

1.4 私募股权投资基金的发展概况

1.4.1 外资私募股权投资基金在中国的发展概况

外资私募股权投资基金是指在中国境外成立和募集，专门投资于中国境内的私募股权投资基金。

早在 20 世纪 90 年代初，就有外资私募股权投资基金到中国探路，但由于当时中国的法律法规等相关环境还不完善，致使大部分的外资私募股权投资基金未能顺利进入中国。1992 年，国际数据集团（International Data Group, IDG）在美国的波士顿组建了太平洋中国基金，成为外资创业投资基金（VC）进入中国的第一梯队。随后，华登国际^①（Walton International Investment Group）、汉鼎亚太^②（H&Q Asia Pacific）、中国创业投资公司^③、美商中经合投资集团^④、美国国际集团^⑤（American International Group, AIG）等私募股权投资基金相继进入中国进行投资。

① 华登国际创立于 1987 年，总部在美国旧金山市。

② 汉鼎亚太于 1985 年由徐大麟和 Hambrecht Quist 创立于美国硅谷，是亚太地区历史最悠久的风险投资基金管理公司，也是最早进入中国创业投资市场的先行者之一。

③ 中国创业投资公司于 1983 年由美国人白德能先生在美国创立，总部在美国旧金山市，1996 年被美国《华尔街日报》评为“第一个专注投资于中国的创业投资基金”。

④ 美商中经合投资集团由现任董事长刘宇环先生创办于 1993 年，其宗旨是“促进中国的经济合作”，主营业务包括投资银行和创业投资两部分，跨越太平洋的投资业务网络，使其成为美国硅谷和在中国区之间一座发展高科技的桥梁。

⑤ 美国国际集团（AIG）于 1919 年由施德（Comelius Vander Starr）以 300 日元在中国上海创建美亚保险公司（American International Underwriters, AIU），1921 年成立友邦保险（AIA），后因日本侵华而把总部迁往美国，现在是一家以美国为基地的跨国保险及金融服务集团，美国国际集团在 2008 年度《福布斯》（Forbes）杂志的全球跨国企业中排名第 18 位。2008 年因受金融危机的影响被美国联邦储备局使用认股权证的方式收购，成为美国历史上由政府收购私人公司的最大宗交易。

1995年，中国人民银行颁布了《设立境外中国产业投资基金管理办法》，从此开启了鼓励国外风险（产业）投资到中国投资之门。各种资金采用了各种各样的方式进入中国投资领域，如红杉资本^①（Sequoia Capital）选择了单独设立中国投资基金的模式，德丰杰^②（Draper Fisher Jurvestson, DFJ）、AIG等则选择了合资设立基金的模式，还有相当一部分的PE或VC在中国设立了分公司、办事处或联络处。

此外，一些大型的金融机构和科技企业的直接投资部门也开始设立专门在中国投资的基金，并逐步通过各种方式从集团中分立出来，成为专门投资于中国境内的私募投资基金。例如，赛富^③（Softbank Asia Infrastructure Fund, SAIF）合伙就是脱胎于软银亚洲（Softbank Asia），而且这些通过内部转型而分立的投资机构，与纯粹设立于境外的投资基金不同，它们往往不单具有外币的投资，而且还具有人民币的投资。

2004年，美国德州太平洋集团^④（Texas Pacific Group, TPG）旗下的新桥资本入股深圳发展银行，成为深圳发展银行的第一大股东和管理者，被视为PE在中国投资，尤其是投资于金融机构的破冰之旅^⑤。而2005年凯雷集团^⑥

① 红杉资本创始于1972年，2005年9月，德丰杰（DFJ）原董事张帆、携程原总裁兼CFO沈南鹏与红杉资本一起创建了红杉资本中国基金（Sequoia Capital China）。

② 德丰杰（DFJ）由Tim Draper作为第三代家族成员所创办，总部设于美国硅谷，是全球著名的大型风险投资公司。

③ 赛富（SAIF）也称为软银亚洲投资基金，2001年成立于香港，主要关注在中国大陆、香港地区、台湾地区以及印度和韩国等国家和地区的投资。

④ 美国德州太平洋集团（TPG）是成立于1992年的私人合伙投资企业，在美国德克萨斯州的沃斯堡和加利福尼亚州的旧金山、英国的伦敦、中国香港等地均设有办事机构。

⑤ 当时中国政府禁止外资直接投资于中国的金融机构，就算批准外资进入中国的金融机构，也只能是通过委托投资等方式进行间接投资。例如，高盛集团（Goldman Sachs）投资于平安保险，虽然获得了中国人民银行的批准，但也只能通过委托广东国际信托投资公司进行间接投资，在平安保险集团当时的股东名录里，只有广东国际信托投资公司而没有高盛集团。

⑥ 凯雷集团，又译为卡莱尔集团，它成立于1987年，总部设在美国的华盛顿，是目前全球最大的私人股权投资基金之一。凯雷集团拥有深厚的政治资源，先后雇佣了美国前国务卿、前白宫预算主任等前政府高官，美国前总统乔治·布什曾担任凯雷亚洲顾问委员会主席，英国前首相约翰·梅杰曾担任凯雷欧洲分公司主席，菲律宾前总统莫斯、澳大利亚前总理霍克、美国前证券交易委员会（SEC）主席阿瑟·列维特也曾担任凯雷集团的顾问或投资人，美国前总统卡特的助理大卫·鲁宾斯坦、美国前国防部长弗兰克·卡路西先后加盟凯雷集团，因此有“总统俱乐部”之称。1990年，金融投资界极负盛名的乔治·索罗斯成为了凯雷集团的有限合伙人。