

Private Equity Fund as Asset Management of Financial Institutions

私募股权基金 与金融业资产管理

◎郑伟鹤 陈耀华 盛立军 著



Private Equity Fund as Asset Management of Financial Institutions

私募股权基金 与金融业资产管理

◎郑伟鹤 陈耀华 盛立军 著

2004年以来,中国的资本市场和金融业有了新的发展,保险公司和养老基金(社保基金和企业年金)的资产管理被提到一个新的高度来推动和发展,银行业也被鼓励从事股权投资业务和参与基金管理公司,而证券业在中小企业板块开通后依然面临许多问题。在这种情况下,《私募股权基金与金融业资产管理》一书的出版,对金融业改革的方向和发展策略有着现实和长远的意义。本书的价值在于提出了一个新的分析体系和在这一理论指导下的具体操作手法。

本书强调,资本市场不单是指证券市场,私募市场也是资本市场的重要部分,私募股权基金作为私募股权投资融资行业的核心,将对中国的资本市场和金融业产生重要的推动作用,证券投资基金在中国基金业一统天下的局面将被彻底打破,私募股权基金将在中国的基金业的产业链上发挥应有的作用。保险公司和养老基金的资产管理业务不仅应该借鉴国外的经验参与私募股权基金,银行等其他金融机构也应该通过混业经营参与私募股权基金,提高金融机构的收益率。一个没有足够收益率的金融资产是不可能具有安全性的,也很难谈流动性,正是因为长期以来中国的金融业和资本市场缺少对收益率的高度重视,没有从根本上去寻求提高金融收益率的途径依赖和有效载体,中国的金融业改革一直困难重重。私募股权基金产业的发展为解决金融业收益率的问题提供了新的发展方向,也为解决民营中小企业的金融困境提供了有效的途径。尤其对于中国这样一个发展中国家,新的市场需求和新的产业的不断产生需要多元化的融资体系,而私募股权基金可以打通产业需求和金融资本获利的需求,使资金得到有效的配置,改变中国储蓄率高而投资渠道不足的痛苦局面。

图书在版编目(CIP)数据

私募股权基金与金融业资产管理/郑伟鹤等著.

—北京:机械工业出版社,2004.10

ISBN 7-111-15235-2

I. 私… II. 郑… III. ①企业—融资—研究②金融
公司—资产管理 IV. ①F275.1②F830.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第091889号

机械工业出版社(北京市百万庄大街22号 邮政编码100037)

责任编辑:徐井 版式设计:霍永明

责任校对:吴美英 责任印制:洪汉军

北京京丰印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2004年10月第1版·第1次印刷

1000mm×1400mm B5·5.875印张·1插页·177千字

0 001—4 000册

定价:24.80元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线电话(010)68993821、88379646

封面无防伪标均为盗版

序 一

2004年以来，中国的资本市场有了新的发展，保险公司和养老基金（社保基金和企业年金）市场也发生了新的变化，保险公司和养老基金的资产管理被提到一个新的高度来推动和发展。但遗憾的是，中国的保险公司和养老基金的资产管理或资金运用的新措施主要还是局限于中国的证券市场，同时中国的证券市场一直以来被看成了资本市场的主要部分，保险公司和养老基金的资产管理业务的发展过多地依赖于存在着许多缺陷的中国证券市场，保险公司和养老基金的资产管理业务的发展被作为中国的资本市场发展的重要措施，很容易失去保险公司和养老基金的资产管理业务的根本目标——提高资产利润率或投资收益率。

在这种情况下，《私募股权基金与金融业资产管理》一书的出版，有非常重要的现实意义，它对金融业改革的方向和发展策略的影响有着长远意义。本书的价值在于提出了一个新的分析体系和在这一理论指导下的具体操作手法，包括：

（1）保险公司和养老基金的资产管理业务的发展应该立足于一个更全面和协调发展的资本市场。

（2）这个资本市场不单是指证券市场，私募市场也是资本市场的重要部分，其中私募股权投资和融资业是一个巨大的行业，是资本市场的一个子系统。

（3）私募股权投资融资对中国的经济发展和产权体系的完整十分重要，私募股权投资和融资对中国最具有活力的民营中小企业来说是最关键和重要的资本市场，民营中小企业的发展将进一步推动中国的私募股权投资和融资。

（4）私募股权投资和融资对国有企业的改革和企业治理机制的完善是一个重要的突破，比以前的所谓的股份制改造有了实质性的进步。

(5) 私募股权基金作为私募股权投资融资行业的核心，将对中国的经济产生重要推动和变革的作用，证券投资基金在中国基金业一统天下的局面将被彻底打破，私募股权基金将在中国的基金业的产业链上发挥应有的作用，一个没有私募股权基金的基金业是残缺不全的，也无法通过提高基金收益率形成基金业的良性循环。

(6) 不仅保险公司和养老基金的资产管理业务应该借鉴国外的经验参与私募股权基金，发展中国的机构投资者，银行等其他金融机构也应该通过混业经营参与私募股权基金，提高金融机构的收益率。

(7) 中国的机构投资者体系应该包括资金吸储类机构投资者（银行、信托公司、保险公司和养老基金等），也包括投资载体类机构投资者（私募股权基金、证券投资基金等），形成一个分工合作，相互制约和促进的机构投资者的产业链。

(8) 中国金融业的改革和资本市场的发展应该立足于收益率，而不是单纯强调安全性和流动性，一个没有足够收益率的金融资产是不可能安全性的，也很难谈流动性，正是因为长期以来中国的金融业和资本市场缺少对收益率的高度重视，没有从根本上去寻求提高金融收益率的途径依赖和有效载体，中国的金融业改革才一直困难重重，而证券市场的发展过程其实浪费了大量的资产，总体投资回报是负的。

(9) 私募股权基金产业的发展为解决金融业收益率问题提供了新的发展方向，也为解决民营中小企业的金融困境提供了有效的途径，尤其对于中国这样一个发展中国家，新的市场需求和新的产业的不断产生需要多元化的融资体系，而私募股权基金可以打通产业需求和金融资本获利的需求，使资金得到有效的配置，充分改善中国储蓄率高而投资渠道不足的痛苦局面。

《私募股权基金与金融业资产管理》一书对国内外私募股权基金有充分的讨论，对国内的金融业资产管理的情况也做了分析，对国外金融业如何参与私募股权基金也做了介绍，但对国内金融业如何参与私募股权基金尚没有提出系统的思路，这可能因为中国法律上的空白无法使作者提出现实的对策，也可能因为私募股权基金业在中国刚发展起来。但是中国金融业的人尤其是资产管理方面的人对私募股权基金缺少了解，与国内外私募股权基金行业人士又缺少沟通，所以这本

书的出版可以弥补这一缺憾。

值得注意的是，国外的私募股权基金业的基金的基金已经开始向中国金融业管理部门靠拢：中国的金融业资产管理首先可以与基金的基金相结合，因为基金的基金能够更好地控制风险，这对金融资产的投向是很重要的因素。我们注意到中国的保险公司和养老基金的资产管理在短短一年内有了根本性的变化，从当初的银行存款和债券为主的投资组合，发展到投资证券投资基金，直接投资股票，投资海外市场，投资固定收益产品，成立资产管理公司，参与企业年金管理和投资等等，而最后的投资品种就是私募股权基金，包括国内外的私募股权基金，尤其是基金的基金。我相信中国的经济发展所带动的对金融品种的多元化必将使私募股权基金成为中国资本市场的生力军，必将使私募股权基金成为中国金融业资产管理的核心产品之一。

温元凯

2004年5月

序 二

我开始关注私募股权投融资的研究始于 2001 年底。当时我在英国诺丁汉大学商学院做教师，许多同事来自于该校的全球最著名的企业兼并收购研究中心（Center for Management Buy-out /in）。我本人从事数量经济学、金融经济学的研究和教学，而和该中心主任迈克·怀特教授（Mike Wright）平日的接触和聊天使我对私募股权投融资这一领域产生了极大的研究兴趣。几乎可以肯定，没有私募股权投融资行业的发展，21 世纪的科技创新和世界经济增长将被严重滞缓。根据欧洲私募股权与创业资本协会的数据，2003 年欧洲私募股权总投资额达 291 亿欧元，总融资额达 270 亿欧元。普华永道 2004 年世界投资报告中指出，私募股权投资额占 GDP 的份额在北美、欧洲、亚洲分别为 0.97%、0.28%、0.23%。国内近来流行的北美注册金融分析师考试将私募股权基金列为增长最快、收益率最佳的基金组织形式。

以盛立军先生及该书的合著者为主的中国私募股权基金研究会是国内私募股权投融资领域研究的权威，也是我在这一领域的启蒙老师。没有他们的鼓励和支持，我可能已和这一令人激动的研究领域擦肩而过。在短短一年半中，我已拜读了中国私募股权基金研究会的许多研究成果，如《风险投资：操作、机制和管理》、《中国资本市场的制度选择》、《私募股权与资本市场》、《中国金融新秩序——混业经营与民营金融》、《Investment in China——Opportunities in Private Equity and Venture Capital》等著作。每一本书都让我对中国资本市场的现状和前途有更深的认识。我喜欢读这些著作，不仅因为它们对中国资本市场所面临的多种问题有独特、全面的思考，而且也将这些作者在中国私募股权资本市场中多年的实务经验尽融于文字之中，让我有身临其境的体会。如盛先生早年应聘于新加坡国立大学做学术研究，2003 年赴美国德州大学私募股权投融资研究所做访问学者，同时他

也成功主持过多个国内国际投融资项目。而其他的两个合著者郑先生和陈先生在实际操作方面也有很大成就。

今年5月我被告知他们的新书《私募股权基金与金融业资产管理》即将出版,并寄来了书稿。当他们邀请我为该书作序时,作为一名在私募股权投融资研究领域中的晚辈,我感到难当此重任。然而他们希望我以一名读者的身份和平常心态将对其新作的感想拿出来与广大读者共享。再三推辞不过,为感谢他们的厚爱,亦为抛砖引玉,我才不自量力为他们的新作写序。

《私募股权基金与金融业资产管理》一书用了两个章节首先对私募股权基金的概念、种类、运作,国际私募股权基金市场的现状和特点,中国创业业和中外合作私募股权基金的发展,以大量的数据和图表做了详尽的介绍。第三章从融资行为和融资功能的角度提出了资本市场四个子系统协调发展理念,即私募股权市场与股票市场、银行信贷市场和债券市场一样,是中国资本市场生态系统中不可或缺的一部分。基于这一理念,第四、五章指出了中国金融业机构投资者资产管理的新方向,以及与之相关的金融业混业经营的有效模式和金融控股公司的组织架构。

第六、七章着重讨论了保险业和养老基金的资产管理。我最近两年一直在跟踪保险资金和社保基金的运用状况。在目前低利率的金融大背景下,以存款为主的资产运作方式对保险公司和社保基金而言,不仅造成资产收益率的低下,而且为将来的偿付埋下巨大隐患。如何高效运用保险基金和社保基金,是政府监管当局、从业经理人、研究学者头痛的难题。本书总结了保险资金、社保基金资产管理改革的经验,借鉴西方保险公司资金运用和风险控制的方法,提出了投资私募股权基金和海外资本市场的政策建议。这一建议不仅适合当前中国资本市场发展的要求,而且也符合监管当局鼓励资本市场多元化发展的文件精神。

2003年3月生效的《外商投资创业投资企业管理规定》,2004年4月“中国风险投资论坛”在深圳的成功举办,2004年6月8家公司在深圳中小企业板块挂牌,都说明中国风险投资业正在复苏,国际风险投资正在涌入中国,中国私募股权基金发展的软、硬环境正在不断形成和完善。我衷心希望本书所描绘的对中国资本市场发展战略的构



想早日成为现实，盛先生以及他的团队筹备的中国第一家基金的基金能早日成立，也祝愿本书的读者和有志从事私募股权投资融资行业的人士抓住机遇，在新经济发展模式中开创一片天地。

韩钟伟

英国米德塞克斯大学商学院

2004年6月

目 录

序一

序二

绪论	1
----------	---

第一章 私募股权基金与中国创业投资	5
-------------------------	---

一、私募股权基金的投资收益	5
二、收购基金和中国并购市场	8
三、四种并购交易的操作	11
四、新兴市场的特点	15
五、政府创投公司	20
六、外商投资创投公司	27
七、中国创业投资案例	30

第二章 基金募集和基金的基金	36
----------------------	----

一、基金募集顾问和二级市场基金	36
二、亚洲基金募集市场	39
三、国外基金募集的操作	47
四、国外基金的基金市场	51
五、中国的基金募集对象	56
六、政府资金作为基金的基金	58
七、海外产业资本投资中国创投业	62
八、中外合作的基金的基金	63
九、企业家转型为基金管理人	66

第三章 资本市场与机构投资者的资产管理	71
---------------------------	----



一、四个子系统的分析体系	71
二、资本市场的协调发展	74
三、机构投资者的资产管理	77
第四章 银行改革与混业经营	83
一、银行改革的方向和策略	83
二、资产管理公司的困境	87
三、被疏忽的银行盈利能力	90
四、借鉴国外银行混业经营	94
五、国内银行的业务创新	102
第五章 金融控股和证券业资产管理	106
一、对中国金融控股公司的调研	106
二、法律空白和监管协调	108
三、发展金融控股公司的策略	109
四、证券控股集团	111
五、国际投资银行的业务体系	113
六、私募基金与公募基金	115
七、私募股权基金与证券业的互动	118
第六章 保险公司的资产管理	122
一、中国人寿保险市场	122
二、保险公司的偿付能力和收益率	125
三、保险资金投资改革	127
四、保险资金直接入市	130
五、投资管理和风险控制	131
六、国外保险公司的资金运用	133
第七章 养老基金的资产管理	138
一、养老基金投资的经济环境和市场基础	138
二、中国的现实情况和有效对策	140
三、社保基金的海外投资	142

四、从互助保险到企业年金	144
五、企业年金入市的载体	147
六、年金的投资管理	150
七、私募股权基金作为养老金的投资品种	152
八、养老基金如何投资私募股权基金	159
 附录 美国养老金证券法案有关对私募股权基金 进行投资的介绍（英文）	 166
 参考文献	 176

绪 论

本书是在讨论私募股权基金与金融业的资产管理的关系。我们首先必须清楚什么是私募股权基金 (Private Equity Fund) 呢? 资产管理 (Asset Management) 在这本书中的定义又是什么呢?

私募股权基金包括投资于包括种子期和成长期项目的创业投资基金、投资于企业扩展期的直接投资基金, 同时用于管理层收购在内的并购投资基金、投资过渡期企业的过桥或上市前的企业的基金也是私募股权基金的范畴, 即凡是在一家企业上市以前的所获得的股权投资都是属于私募股权 (Private Equity) 这一投资产业, 这一类基金叫私募股权基金。

我们也必须明确资产管理 (Asset Management) 在这本书中的定义。不同的金融企业在使用“资产管理”这四个字的时候, 其实是有不同的含义和不同的业务操作。如在银行, 资产管理首先是以“资产负债管理”的说法出现的, 与本书要讨论“资产管理”是不同的。

商业银行的“资产负债管理”有广义和狭义之分。广义的资产负债管理是指在一定的环境中, 商业银行按照所制定的原则, 对资金进行配置, 以实现其经营目标的策略; 狭义的资产负债管理是指在利率波动的环境下, 银行通过策略性的改变利率敏感资金的配置状况, 来实现银行确定的目标净利息差额, 以及银行通过调整总体资产和负债的持续期, 来维持银行正的资本净值。

按其经历的过程, 商业银行广义的资产负债管理可分为资产管理阶段、负债管理阶段和资产负债联合管理阶段。商业银行的资产负债管理的原因是资金来源的水平和结构是银行不可控制的外生变量, 银行主要通过资产负债表的资产方面项目的组合和调整来实现其经营原则和目标。流动性在资产组合中具有优先地位发展。商业银行在配置资金时, 应使现有各种资金运用的流通速度或周转率与相应的资金来

源期限相适应，即银行的资产与负债的偿还期应保持高度的对称关系。

另外我们也看到，商业银行成立下属的“资产管理公司”主要是成立一个专门处理不良资产的公司，如以前从四大国有银行剥离不良资产而成立的四大资产管理公司如信达资产管理，华融资产管理公司。这种资产管理与本书要讨论“资产管理”也是不同的。

而在保险业，资产管理公司是指专门运作保险资金的投资公司，把保险资金按组合投资原则投资到各种金融产品中如股票、债券、基金、储蓄等。最近政府部门开始允许保险公司成立专门的资产管理公司，开始为保险资金投资到更多的金融产品做好了法律上组织上的准备。

而在证券业，资产管理是指与经纪业务、投资银行业务相并立的投资业务，包括自营业务、委托投资业务，这两项都是证券投资业务。也有一些证券公司开始参与创业投资和私募股权基金（Private Equity Fund），创业投资和私募股权基金也成为资产管理的一个品种。本书的资产管理的概念显然是与保险业和证券业的资产管理更接近。

本书要讨论的是，在中国，创业投资和私募股权基金是否也可以作为保险业（包括商业保险、社会养老保险以及新产生的企业年金）的资产管理公司的一个业务品种，为什么？本书也要讨论银行的自有资金如股本或利润是否也可以做创业投资和私募股权投资，并与它的债务融资功能相结合，成为银行自有资产的资产管理的一部分？本书还要讨论创业投资和私募股权基金在证券公司资产管理中的地位和作用，创业投资和私募股权基金与证券投资基金的不同，尤其在金融业混业经营和金融控股公司不同的发展过程中，创业投资和私募股权基金作为资产管理的一个品种如何操作？如何连接作为资金库（Capital Pool）的金融机构和最需要资金的中国成长性民营中小企业，从而达到资金的有效配置和中国金融业改革的有效性？

那么私募股权投资业自身产业链又包括哪些环节和机构呢？首先是需要资金的企业和为企业提供融资服务的私募融资顾问（Private Placement），核心环节是基金和基金管理公司（Fund Manager）、为基金管理公司提供服务的基金募集顾问（Fund Placement）以及为机

构投资者提供服务的基金顾问 (Fund Investment Advisory), 最后也是最重要的环节是出资者或机构投资者 Institutional Investors)。这五个环节和市场参与者, 在中国, 企业和 (创业投资) 基金管理公司这两个私募股权投资业的市場参与者已经有了一定规模, 但融资顾问、基金募集顾问、出资者 (机构投资者) 这三个方面的市场参与者还不成系统。关于企业和为企业提供融资服务的融资顾问的操作, 已经在我们的其他书中有充分讨论, 故本书不做介绍。

本书第一章将讨论私募股权基金行业产业链的前半段, 即基金管理公司的投资业务, 包括不同投资阶段的投资回报, 尤其是关于我们以前不是太熟悉的收购基金 (Bout Out Fund) 和中国并购市场的最新动态。第一章将讨论对创业投资新兴市场运作特点的研究, 在中国不同背景 and 不同特点的基金管理公司或创业投资公司以及不同的资金来源的作用。第一章也将讨论中国对外商创业投资企业的有关政策和法规, 最后将介绍中国和亚洲的一些创业投资的案例。

在第二章我们将具体讨论私募股权基金行业产业链的后半段, 先讨论基金募集顾问和二级市场私募股权投资基金的新概念, 然后用足够的数据和图表介绍了亚洲以及各个国家基金募集市场的具体情况, 讨论国外基金募集的操作手段流程, 以及国外基金的基金的市场的基本情况和特点。第二章的下半部分讨论在中国私募股权基金进行基金募集的几个主要对象, 然后介绍其中两个目前主要的基金募集对象, 即政府以基金的基金提供资金和海外产业资本或跨国公司投资中国创投业的情况, 最后结合各方面的条件探讨成立中外合作的基金的基金的可行性和必要性, 最后讨论了对中国的创业投资行业有特殊意义的企业家转型为基金管理人这一趋势, 以及企业实际运作经验对成功的基金管理的重要性。

第三章将引进一个新的分析框架, 以打破目前在中国的机构投资者资产管理方面的局限性, 以新的角度来看资本市场不同的融资行为和融资功能所组成的资本市场的四个子系统, 探讨金融业的协调发展和良性循环, 以及国外机构投资者的投资生态系统, 从而勾勒出中国金融业的机构投资者资产管理的发展新方向, 以及相关的金融业混业经营的有效模式和金融控股公司新的组织或功能架构。所以第三章是承上启下的一章, 通过这一章, 本书试图把主题要探讨的两个主体

“私募股权基金”与“金融业资产管理”有机地连接起来分析它们的互动关系。

第四章先讨论银行业改革的方向和策略，以银行“资产管理公司”困境为例子，提出银行业改革中存在的误区及其危害性，强调银行业改革中最重要的银行盈利能力被疏忽了，然后提出如何借鉴国外银行混业经营来提高银行的盈利能力，通过盈利能力的提高而提升银行的安全性，以解决资本充足率不足和不良资产率过高的局面，最后讨论国内银行的业务创新以及与创业投资/私募股权基金的互动关系和相互合作的发展趋势。

第五章紧跟第三章和第四章谈到的混业经营和金融控股公司有效模式的思路，介绍国家有关部门对中国金融控股公司的调研情况和所存在的法律空白和监管协调的问题，将探讨国内金融机构发展金融控股公司如证券控股集团的策略，然后将讨论国际投资银行的业务体系，区分私募或公募证券投资基金和私募股权基金的特点，提出私募股权基金在证券业资产管理及与其他证券业务互动中的巨大作用。

在前面三章分别讨论了银行业和证券业的资产管理及与私募股权基金的关系以后，按金融机构的惯例排名顺序，第六章将讨论保险公司的资产管理。先讨论中国人寿保险业的最新动态，以及有关保险公司偿付能力和收益率的问题，将概述保险资金投资改革的情况，尤其是保险资金直接入市的措施以及相关的投资管理方法和风险控制，最后将介绍国外保险公司资金运用的方法和渠道，指出私募股权基金是保险公司资产管理的一个重要方面。

最后一章是养老基金的资产管理。先从理论上分析了养老基金投资的市场基础，介绍了中国养老基金投资的现实情况和所采取的对策，指出社保基金的海外投资是社保基金所跨出的重要一步。然后介绍中国养老基金的重要形式互助保险和企业年金以及它们的市场化管理，分析企业年金入市的投资载体和年金的投资管理。最后提出私募股权基金作为养老金投资品种的现实性和必要性，介绍了国外养老基金投资私募股权基金的操作手法。最后的附录是英文的美国养老金证券法案有关对私募股权基金进行投资的介绍，使读者对养老基金的资产管理有更开阔的国际视野。

第一章

私募股权基金与中国创业投资

一、私募股权基金的投资收益

私募股权基金 (Private Equity Fund) 通常投资于包括种子期 (Seed Money) 和成长期 (Growth Capital) 的企业, 即创业投资 (Venture Capital) 基金, 也包括投资扩展期企业的直接投资 (Direct Investment) 基金和参与管理层收购 (MBO/MBI) 在内的并购投资 (Buy-out Fund, LBO) 基金。投资过渡期 (Mezzanine/Bridge) 企业或上市前 (Pro-IPO) 企业的过桥基金也是私募股权基金的投资范畴, 即凡是在一家企业上市以前所获得的股权投资都是属于 (Private Equity) 这一投资产业。这一产业于 20 世纪 80 年代初在美国产生并不断发展, 私募股权 90 年代形成一个对美国经济和企业举足轻重的金融创业。表 1-1 是美国在 1991 年到 2003 年 3 月为止所募集的私募股权基金数目的统计, 可见每年的发展速度很快。

表 1-1 美国的私募股权基金的募集数目统计

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003.3
基金数	292	349	417	505	586	658	774	915	1020	1095	1182	1252	1285

资料来源: Thomson Financial。

私募股权基金也可以根据基金的规模来分类, 通常基金规模越大, 越是投资企业发展的后期, 即为收购基金或过桥基金。而小型基金为创业投资或称风险投资基金, 最复杂的通常称中间市场的基金 (Middle Market Capital Fund)。它既有投资高端的, 也有投资低端的, 不同中间市场的基金有不同的投资对象和投资风格, 不像创业投资或收购基金那样目标明确。表 1-2 给出美国不同规模的私募股权投资基金的平均规模和在所有项目上投资的平均投资额。