

股权投资行业指数 与评级研究

何小锋 等 / 著

INDEX AND RATING OF
EQUITY INVESTMENT
INDUSTRY IN CHINA



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

学术支持：北京大学金融与产业发展研究中心

INDEX AND RATING OF
EQUITY INVESTMENT
INDUSTRY IN CHINA

股权投资行业指数 与评级研究

何小锋 等 / 著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

股权投资行业指数与评级研究/何小锋等著. —北京: 中国发展出版社, 2015. 5

ISBN 978-7-5177-0314-3

I. ①股… II. ①何… III. ①股份有限公司—融资—研究—中国
②股权—投资基金—研究—中国 IV. ①F279.246 ②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 079892 号

书 名: 股权投资行业指数与评级研究

著作责任者: 何小锋等

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-5177-0314-3

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 泰丰印刷有限公司

开 本: 700mm × 1000mm 1/16

印 张: 16.75

字 数: 220 千字

版 次: 2015 年 5 月第 1 版

印 次: 2015 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 40.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网络订购: <http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话: (010) 88333349 68990639

本社网址: <http://www.develpress.com.cn>

电子邮件: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

前 言

preface

股权投资行业是中国金融甚至经济领域发展最为迅猛的一个行业，这也是我们团队自资产证券化研究以后的研究重点。比起对资产证券化的研究，我们团队在股权投资研究领域耕耘的时间则更长。

笔者是中国第一家投资基金——“淄博基金”（1991）章程和可行性研究报告的起草人，参加了中国第一个地产投资证券——“三亚地产投资券”（1992）的策划、发行和上市工作。此后，随着股权投资基金在中国的兴起，笔者一直专研股权投资行业最新前沿，并访问了国外许多著名投资基金。同时，笔者担任国家发展改革委委托“产业投资基金法律与政策研究”组长，并参与创办北京股权投资基金协会和中国股权投资基金协会，同时担任副会长。笔者首创的北大 PE 培训班，已经为中国资本市场培育了几万名 PE 人才，引领着中国 PE 发展的新潮流。在理论方面，我们团队也写了不少关于投资基金的论文。最近，理论结合实际，我们团队研究了股权投资行业的指数与评级，相关实际应用已经开展，对行业有一定的指导意义。股权投资行业指数与评级研究与应用，不仅在中国，在世界也是最早的研究。

本书分为四章。第一章是股权投资基金的基础，第二章是股权投资行业的风险，第三章是股权投资行业的指数，第四章是股

目 录

Contents

第一章 股权投资基金的基础	1
第一节 股权投资基金的概念	1
一、投资基金	2
二、投资管理	6
三、私募基金	9
四、股权投资	10
五、私募股权投资基金	16
第二节 股权投资基金的总结	21
一、股权投资基金的融资	22
二、股权投资基金的投资	29
三、股权投资基金的管理	34
四、股权投资基金的退出	36
五、股权投资基金的案例	38
六、股权投资基金的实证	48
第三节 股权投资基金的制度	61
一、股权投资基金的管理人	62
二、股权投资基金的监管	71
三、股权投资基金的文化	84

第四节 股权投资基金的模式	86
一、股权投资基金的投资人	86
二、股权投资基金参与债权投资	90
三、股权投资基金参与证券投资	93
四、股权投资基金二级市场成长	95
五、股权投资基金融入财政资金	102
六、股权投资基金参与并购重组	106
七、股权投资基金参与供应链金融	108
八、股权投资管理总部：从 FOF 到 GOG	110
第二章 股权投资行业的风险	114
第一节 股权投资行业的风险综述	115
一、选题背景意义	115
二、国内研究综述	117
三、国外研究综述	118
四、风险研究综述	119
第二节 风险理论的基础理论	125
一、现代资产组合理论基础	125
二、资本资产定价模型应用	129
第三节 投资组合的实证分析	133
一、数据来源	133
二、定性分析	136
三、指标选取	141
四、实证研究	148
五、结论分析	156
第四节 投资组合的风险总结	162

一、研究的意义	162
二、研究的不足	164
本章参考文献	166
第三章 股权投资行业的指数	168
第一节 股权投资行业的指数综述	169
一、选题背景意义	169
二、景气指数方法	175
三、景气调查方法	182
第二节 北京股权投资行业的发展指数编制	185
一、编制方法	185
二、实证分析	193
三、结论分析	198
本章参考文献	200
本章附录 A: 行业分类	201
本章附录 B: 调查问卷	202
本章附录 C: 统计数据	204
本章附录 D: 北京市 VC50 指数	205
本章附录 E: 北京市 PE50 指数	205
第四章 股权投资行业的评级	206
第一节 股权投资行业的评级综述	207
一、研究的背景意义	207
二、证券投资基金评级综述	210
三、股权基金排名综述	216
第二节 股权投资评价指标与估值方法	219

一、股权投资评价指标	219
二、股权投资估值方法	222
第三节 收益率估值方法探索	224
一、股权投资基金评级中收益率初步估值	224
二、股权投资基金评级中收益率估值调整	228
第四节 评级结果的实证研究	232
一、评级的结果产生过程	232
二、评级的内部数据分析	248
三、总结与展望	254
本章参考文献	255

第一章

股权投资基金的基础

第一节 股权投资基金的概念

这几年，私募股权投资基金（PEF）在中国发展飞快，关于股权投资的文献也是随着股权投资基金的发展而迅猛发展。本书作者之一亲力亲为股权投资的理论与实践二十多年，同时参与股权投资基金的立法工作^①。股权投资已经成为金融业体系的一部分^②，同样，股权投资的研究也成为金融学体系的一部分。在一个学科形成的过程中，专业术语概念的准确称谓与定义非常重要，是基础工作，是一个学科走向成熟的标志。良好的开端是成功的一半，后续的理论与实践由此顺利展开。长期以来，一些易于混淆的概念颇为流行，出现比较不规范的概念主要有产业投资基金、资产管理等概念。本章将依次规范这些概念，给出并解释准确的称谓，全面解析股权投资基金的概念。本章将主要集中几个核心概念展开分析，层层递进；依次界定投资基金、投资管理、私募基金、股权投资、私募股权投资基金，最后，本章的主题“私募股权投资基金”的概念框架就会很清晰。

① 本书第一作者何小锋是1992年中国成立的第一家基金——淄博基金章程和可行性研究报告起草人，“三亚地产投资券”的发行总顾问代表，2006年发展改革委《产业投资基金管理办法》起草项目组组长。参见何小锋，刘腾：“以创新思维推动PE立法”，《资本市场》，2008年第9期。

② 最新的《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2011）把2002年版本的商务服务业的“资产管理”归入了资本市场的“基金管理服务”。这样意味着投资管理属于金融业范围。引自国家统计局网站，统计标准栏目；林贤郁，方宽等著：《中外统计规范概览》，中国统计出版社2008年版，第287~289页。

一、投资基金

(一) 基金

关于何谓投资基金或者说基金，有投资组织说、投资工具说、投资方式说、投资集合说等等。在此不一一说明各家观点，直接给出本书的观点：基金是比投资基金更基础的一个概念，先说明了基金的含义后，才能说明投资基金的含义。并且，理解基金，从财务会计入手最准确，这是经济学界与法学界容易忽视的视角。从会计角度来看，基金是指具有特定目的和用途的公共资金或账户，是一种特定的会计主体^①。在美国，基金多为政府会计和公共财政中的一个概念。“基金”是指按照特定的法规、限制条款或期限，为从事某种活动或完成某种目的而设立的一个相对独立的财务和会计主体，依靠一套自我平衡的科目来核算不同用途的财务资源^②。

中国的《企业会计准则》专门规定了第19号准则——企业年金基金，为企业年金基金提供了规范，也为其他基金会计作了示范作用。作为一个只有10多年历史的新行业，证券投资基金行业很快对该准则作出了反应。中国证监会于2006年11月颁布了《关于基金管理公司及证券投资基金执行〈企业会计准则〉的通知》，要求证券投资基金自2007年7月1日起执行新会计准则。2007年中国证券业协会也按照新会计准则制定了《证券投资基金会计核算业务指引》。证券公司的客户资产管理计划、信托计划等都有自己的会计核算方法^③。股权投资基金没有专门的会计准则，本身可以借鉴很多其他基金的会计准则处理基金核算问题。中比基金在国内著名国际会计师事务所——普华永道会计师事务所的设计和指导下，制定了严格规范的会计核算体系——《中国—比利时直接股权投资基金资产管理会

① 白彦锋：“基金会计理论与我国政府会计改革”，《中央财经大学学报》，2007年第9期。

② 约翰·L·米克塞尔：《公共财政管理——分析与应用》，中国人民大学出版社2005年版，第56~60页。

③ 详见刘长江主编：《商业银行资产托管业务》，中国金融出版社2009年版，第298页。

会计核算办法》^①。综上，只有从会计主体的角度，才能准确地理解基金的含义。但是，会计主体不一定是基金。企业、政府与非营利组织主要从事经营活动，一般不认为属于基金。

（二）投资基金

顾名思义，投资基金就是以营利性投资为主要活动之一的基金。这里的投资是指外部投资，分为金融投资与珍贵物品投资，但不包括控股投资与存款性机构（银行类）的贷款投资。控股投资是集团公司对下属子公司的投资，其实是一种母公司的管理模式，所以，集团公司或者控股公司不认为是投资基金，存款性机构也不认为是投资基金^②。投资基金归类为证券业，这说明保险业中保险企业与非强制性社会保险机构不是投资基金。同样，一般的企业，非营利性组织虽然也会有对外投资，但是主要从事经营业务，所以不是投资基金。总之，投资基金一般分为企业性（营利性）投资基金与公益性投资基金。

从经济角度看，投资基金必然是一个会计主体。所以，投资基金可以分为附属型的投资基金与独立型的投资基金。附属型的投资基金就是附属一个机构单位的投资基金。附属型基金也应该是一个会计主体，独立核算，拥有独立资产，拥有专门账户。比如英特尔投资部就是属于英特尔公司的部门，对具有科技创新的公司进行小股投资，从而推动互联网经济的发展^③。

从法律角度看，投资基金只能是独立型投资基金，就是一个法人或者说实体，机构单位是投资基金的主流形式。目前各类股权投资规范与法规文件，都没有关于附属型投资基金的表述。本章的投资基金分析大都是从法律角度出发的，所以，一般认为，投资基金都是独立型的，就是投资基

^① 缪跃建：《股权基金管理与投资运作》，经济科学出版社2010年版，第193页。

^② 如果把存款性机构加入到投资基金的范围，那就是最广义投资基金的概念。最广义投资基金基本上等同于金融中介的概念。如不特别指出，本书的投资与投资基金中的投资不包括存款性机构中的贷款投资。

^③ 李连发，李波：《私募股权投资基金：理论与案例》，中国发展出版社2008年版。

金本身就是一个实体或者说机构。投资基金一般有公司型、合伙型与信托型。信托到底是财产还是合同、企业？根据法律学者的分析，中国的《信托法》更多是采用了合同理论。但是，作为学术研究，我们应该指出信托应该作为何种形式才是最重要的。本书同意一些法学家的观点，认为信托，特别是商事信托应该是实体，或者说是企业^①。只有认为信托可以是一种法人，才可以解决信托组织独立对外交易，独立拥有信托资产，独立信托银行账户，独立成为诉讼主体等问题。所以，本书设定信托为企业组织。当然，还有一种是公益信托，笔者把它设定为非营利性组织。总之，信托属于法律实体。所以，投资基金包括金融机构的理财计划。目前，有不少关于金融机构理财或资产管理业务的法规，这些一般认为也是投资基金^②。

社会保障基金属于强制性社会保险。对于社会保障基金，有两种核算方法，一种是合并全国的社保基金统一核算，一种是根据经营它们的政府层次分类，并与那一级政府部门合并核算^③。但是，笔者认为，不管如何核算，社会保障基金只是政府的信托基金，不是政府本身。既然是信托，正如前文所述，信托本身就是独立的经济主体或者说机构。所以，本章的分析框架，把社保基金看做是独立的机构，属于广义的基金会。对于社保基金来说，对外投资的目的是保值增值，这也是社保基金的主要活动，所以，社保基金也属于投资基金，并且是公益性投资基金。同样，很多基金会的投资活动是组织的主要活动之一，所以，这些基金会也是公益性投资基金。借鉴《信托法》的思路，《信托法》不仅规定了一般的信托，还规定了公益信托。所以，这些公益性的，把投资活动作为主要活动之一的机构，一般都属于公益性投资基金。总之，这些公益性的投资基金成为股权

① 中国的信托主要是与信托公司有关的信托，即是商事信托。信托作为企业组织的起源是1765年的北美土地公司，一般信托组织分为私人类型信托和法定信托。前者就是普通法意义上的信托组织，后者原来是非公司制联合体，在后来的立法中也变成了独立法律实体。信托作为一种企业组织形式，得到了美国很多州的承认。笔者认为信托作为组织实体是趋势。详见袁晓东：《专利信托研究》，知识产权出版社2010年版，第48~61页。

② 对于这些业务到底是代理还是信托，存在一些争议，本章不在法律细节展开分析了。

③ 杜金富：《政府财政统计学》，中国金融出版社2008年版。

投资基金发展最快的一个方向。

另外，有一类投资基金，英文是“fund of fund”，建议翻译为母基金（也可以是基金中的基金）。母基金是指大量投资于其他投资基金的投资基金。同时，母基金也可以直投证券或者股权。注意区分母基金与母公司的区别。公司只有控制了子公司，才能成为母公司；而母基金并不需要控制被投资企业。

（三）不同类型管理人的股权投资基金

根据基金管理人的独立性不同，股权投资基金可以分为：独立型基金、附属基金和半附属基金。

1. 独立型基金

独立型基金是PE中最为普遍的一种形式，这类基金以富有经验的基金管理人凭借信誉和业绩从各种渠道筹集资本，包括养老基金、教师退休基金、保险公司、富裕家族和大型公司等。基金管理人具体负责基金的管理，并取得相应的报酬。他们是最专业的PE管理机构，全球最著名的几大PE，如KKR、凯雷、百仕通和红杉资本都属于此类。

2. 附属基金

附属基金与独立型基金不同，附属基金是一些有实力投资独立型基金的大型投资机构，如大财团、商业银行、年金基金、保险公司和捐赠基金等。为了获取更高的收益，不投资到独立型基金，而是资金成立独立的基金来进行投资。它们一般不需要对外募集资金，多数作为大型机构的分支机构，它们只管理母机构的资金。此类机构的代表为淡马锡、英特尔投资、IBM VC、迪士尼思伟投资等。

3. 半附属基金

半附属基金处于独立型基金和附属基金之间，它们不仅管理母公司的资金，而且将基金管理作为母公司一项业务和重要收入来源，通过对外募集来成立更大规模的基金。虽然在机构上仍然隶属于母机构，但是所管理基金的资金来源中，来自母公司的仅占一部分。典型的如花旗、高盛、摩

根士丹利、美林等旗下的直接投资基金。

二、投资管理

(一) 投资管理

在先前的研究中，提出了以权责发生制为基础的投入产出活动^①。该文把企业的三大活动简化为经营活动与投资活动，融资活动总是为经营活动或者投资活动服务的。经营活动与投资活动的内部的生产活动属于经营管理活动与投资管理活动。所以，投资基金内部的活动应该是投资管理活动。一直以来，资产管理的说法更加流行。资产管理的说法不是最严格的，本章建议，在正式文件中，应该以投资管理取代资产管理。在实务界，资产管理、投资管理与基金管理等可以并用。

一般的经营内部活动可以分为管理活动与基础活动。经营管理活动就是行政管理、财务管理、风险管理、技术开发管理、人力资源管理；基础活动就是被管理的活动，涉及了市场采购、生产作业、市场销售与售后服务。对于投资活动来说，企业的（广义的）投资管理活动也可以分为基础活动与狭义投资管理活动。采购就是加入投资，销售就是退出投资。市场采购、市场销售、售后服务构成了投资管理的基础活动，就是投资活动的基础活动。狭义投资管理活动包括融资管理、人事管理、风险管理等活动。如不特别指出，本章的投资管理是指广义的投资管理。

表 1-1 投资活动的投资管理活动

管理活动	狭义投资管理活动 (包括融资管理, 人事管理, 风险管理等投资管理活动)			利润
基础活动	市场采购	市场销售	售后服务	
	投资活动的基础活动			

① 本章作者撰写的《以权责发生制为基础的投入产出活动》。

投资管理与经营管理是一个企业两大类对外活动的管理，往往会和融资管理结合进行。如果是金融中介企业，投资活动就是经营活动，投资管理就是经营管理，这是比较特殊的。

所以，投资管理也是金融活动的一部分。投资管理可以是企业自己完成，可以是外包完成。投资管理一般比融资管理更重要的管理活动，和经营管理一起是企业关键的管理活动。现代社会，专业化的投资管理团队、专家理财队伍，使得投资管理成为一个专门的金融业务。专门的证券投资基金、股权投资基金、珍贵物品投资基金，还有一些非银行贷款机构，都需要专门的投资管理团队。投资活动的盛行使得投资管理逐渐成为一项规模庞大的业务。当然，这些投资管理往往是包含着融资管理的，甚至是经营投资的管理等。

而投资管理与经营管理平行，很容易通过外包，发展成为一个独立的金融业务。经营管理与经营投资的管理常常融合在一起，企业管理可以细分为风险管理、薪酬管理、人事管理、后勤管理，这些也是常常和融资管理混合在一起，即使在大型企业也是如此。因为企业的一个活动，往往能达到多个目的。

总之，投资管理分为两类：自己的投资管理与外包（接包）的投资管理。下面具体分析。

第一类是自己的投资管理，意味着是投资活动过程中，机构本身内部从事投资管理活动，没有让机构成为一个空壳机构。这里面有融资管理与投资管理的融合，还有与经营管理、风险管理等辅助活动的融合。投资机构内部的与投资有关的基础活动与狭义投资管理活动都是投资管理活动。特别注意的是，自己投资管理的机构内部发生的活动（比如采购销售、保洁保安等活动）都是计入投资管理活动计算的。

完全的自己投资管理很少见。机构总会外包一部分纯粹投资管理活动，或者外包一部分非投资管理活动。机构如果把所有活动都外包，那么机构就是特殊目的机构（SPV）了。

第二类是外包或者说接包的投资管理，对于购买方来说，是外包的投

资管理，对于销售方来说，是接包的投资管理。同样，很多时候，投资管理服务的购买与融资管理服务的购买、经营管理服务的购买混合在一起，当然也有单独存在的投资管理服务的购买。外购投资管理是把真正的投资管理活动外包出去，或者说购买进来投资管理服务。

外包的投资管理，又可以分为委托型投资管理与咨询型投资管理。委托型就是采取信托或者有限合伙等形式进行，受托为负责投资的大部分流程与最后决策。咨询型就是采取咨询顾问的方式，不直接负责投资的大部分流程与最后决策，仅提供投资建议。需要特别注意，一方面，只有把狭义投资管理活动中的真正属于投资管理的活动外包出去，接包企业才算是从事投资管理活动；另一方面，本章外包的投资管理收益必须是来自被投资企业的利润分配，因为投资管理活动的收益统一来自资本收入，这是原则，后文会与之呼应^①。所以，如果把内部的基础活动（保洁保安、采购销售、物流基础平台等）与一些狭义投资管理活动（比如行政管理等）外包出去，不算是投资管理活动的外购活动。

综上，投资管理可以分为自己管理的投资基金与外包管理的投资基金。事实上，很多投资基金是介于两者之间的。目前，信托型投资基金与有限合伙型投资基金多为自己管理的投资基金，公司型投资基金很多是外包管理的投资基金与混合型投资基金。

（二）投资管理人

需要指出，从事接包投资管理的机构就是投资管理人，一般是投资管理机构。投资管理公司基本没有对外投资活动，不能被划分为金融中介。借鉴投资基金的分析模式，从经济上看，投资管理机构必然是一个会计主体，一个基层单位；从法律上看，投资管理机构只能是独立型投资基金，就是一个法人或者说实体、机构单位。同样，本章主要是指独立型的投资

^① 中国的企业法，比如《公司法》、《合伙企业法》规定了非企业股东可以参与利润分配，一般而言，利润分配属于任意性条款。如果是接包纯粹投资基金的投资管理，那投资管理费必然来自利润。另外，如果外包投资管理费来自非利润，那这个外包投资管理就是被投资企业的中间投入，不是资本收入；这种外包投资管理核算与一般核算原则一致。

管理机构。

另外，投资管理人与投资基金一样，有一定的准入门槛，并且，投资人还可以从事很多非投资管理的业务；同时，投资管理业务中需要有很多配套的增值服务。

三、私募基金

证券的私募发行有很多相通的概念，比如证券的非公开发行、定向募集、定向发行。私募的英文是 private placement 或者 private offering。私就是“private”，而募是“placement”。这样来对应的理解翻译是比较准确的^①。私募一般与公募相对。私募的英文是“private”，还是“private placement”？本章作者觉得两者都可以，因为“private”的目的肯定就是“placement”。所以把 private equity fund 翻译为私募股权投资基金也是没有问题的。虽然 private 在经济中常用的有：私营的，私立的，私有的^②；这里的 private 显然是私下的，非公开的，秘密的。单纯的“placement”就是募集，一般就是指发行^③。如果去掉“placement”来理解“private”，那就是更大的意义的“private”私募^④。

总之，私募基金是对公募基金而言，指以非公开方式向特定投资者募集资金，并以证券等金融工具为投资对象的投资基金。基金管理人和发起人往往通过电话、信函、面谈等方式，直接向一些机构投资者或富裕个人推销并募集资金。私募基金不得利用任何传播媒体做广告宣传，并且一般

① 在夏斌的《中国私募基金报告》等书中，未发现 private placement fund 或者 private offering fund。

② Private 的关键意义有：个人的，私人的；私下的，非公开的，秘密的；私营的，私立的，私有的；非官方的；隔离的，隐蔽的，幽僻的；喜欢独处的，不爱谈论私事的；无官职的，平民的。

③ 这里先不详细区分募集与发行二者。有学者详细区分二者，参见包景轩：《私募制度解读》，中国金融出版社 2008 年版。

④ 另外，也有一些特别的不能从字面理解的经济词汇，private banking——私人银行，是银行等金融机构众多业务中最高端的理财服务，是为那些财富金字塔顶端的富豪们专门服务的，通常只有国际级银行集团或金融集团才能提供该服务。