

中国私募股权投资： 制度环境、公司治理与盈余质量

王会娟 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

中国私募股权投资： 制度环境、公司治理与盈余质量

王会娟 / 著



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

中国私募股权投资：制度环境、公司治理与盈余质量 / 王会娟著. —上海：立信会计出版社，2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5429 - 5897 - 6

I. ①中… II. ①王… III. ①股权—投资基金—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 174524 号

策划编辑 张巧玲
责任编辑 秦思慧
封面设计 南房间

中国私募股权投资：制度环境、公司治理与盈余质量

出版发行	立信会计出版社	邮政编码	200235
地 址	上海市中山西路 2230 号	传 真	(021)64411325
电 话	(021)64411389	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网 址	www.lixinaph.com	电 话	(021)64411071
网上书店	www.shlx.net		
经 销	各地新华书店		

印 刷	江苏凤凰数码印务有限公司		
开 本	710 毫米×1000 毫米	1/16	
印 张	16.75	插 页	1
字 数	308 千字		
版 次	2018 年 6 月第 1 版		
印 次	2018 年 6 月第 1 次		
书 号	ISBN 978 - 7 - 5429 - 5897 - 6/F		
定 价	58.00 元		

如有印订差错，请与本社联系调换

前 言

私募股权投资(Private Equity, PE)是 20 世纪以来全球金融领域成功的创新成就之一。随着私募股权投资的快速发展,私募股权投资已经逐渐成为全球资本市场的新兴力量,私募股权投资相关研究也已经成为金融研究的重要领域。

与西方成熟资本市场条件下的私募股权投资相比,我国私募股权投资起步较晚,但是发展速度相当可观,随着我国资本市场的完善,尤其是中小板和创业板的推出,为私募股权投资以 IPO 方式退出提供了更加有利的平台,因此私募股权投资的投资规模逐年增加。然而,国内关于私募股权投资的研究还主要停留在私募股权投资运行机制的理论探讨和宏观层面上,缺乏对我国私募股权投资进行独特研究与细致分析。截至目前,我国私募股权投资的背景、投资规模和投资期限等特征都与国外私募股权投资存在较大差异。不同特征的私募股权投资的投资策略有所不同,进而参与管理被投资企业的方式存在显著差异,从而对被投资企业的公司治理水平和会计实践活动产生不同的影响。鉴于此,本书考察了我国私募股权投资对被投资企业的影响,具体议题包括:一是私募股权投资如何影响被投资企业的公司治理?二是私募股权投资如何影响被投资企业的债务契约?三是私募股权投资如何影响股利政策?四是私募股权投资如何影响分析师新股关注?五是私募股权投资如何影响被投资企业的盈余管理?通过研究,本书得到如下结论:

(1) 私募股权投资与高管薪酬契约。本书研究了私募股权投资对被投资企业高管薪酬契约的影响。研究发现,私募股权投资参与的上市公司其薪酬业绩敏感性普遍高于无私募股权投资参与的上市公司。从股权性质角度考虑,外资背景的私募股权投资较非外资背景的私募股权投资参与的上市公司薪酬业绩敏感度更高;而国有背景的私募股权投资较民营背景的私募股权投资参与的上市公司薪酬业绩敏感度更高。进一步研究显示,私募股权投资持股比例越高、投资期限越长、投资该公司的私募股权数量越多,被投资公司的薪酬业绩敏感度越高。

(2) 私募股权投资与派驻董事。本书从专业化董事角度检验了私募股权投资对被投资企业公司治理的影响。研究发现,私募股权投资向被投资企业派驻董事

不仅受私募股权投资自身特征的影响还受公司股权特征的影响。笔者进一步考察了私募股权投资派驻董事对公司董事会结构的影响,发现有私募股权投资派驻董事的公司相对无私募股权投资派驻董事的公司其董事会规模较大,专业化董事较多且专业化董事比例较高。此外,笔者研究了私募股权投资通过派驻董事影响公司董事会结构产生的经济后果,发现有私募股权投资派驻董事的公司其专业化董事比例和公司业绩之间的敏感程度较高,表明私募股权投资通过影响被投资公司的公司治理机制来进一步影响公司业绩。

(3) 私募股权投资与债务契约。本书研究发现,有私募股权投资参与的公司相比于无私募股权投资参与的公司,其获得的银行借款更多,包括总借款增量、长期借款增量和短期借款增量,表明私募股权投资的参与在上市公司债务融资中发挥了积极的信号作用,有助于企业获得银行借款。私募股权投资的参与显著降低了企业的债务融资成本,表明私募股权投资的参与向债权人发出了有关公司质量的积极信号,从而降低了债权人的风险索偿。本书还发现,有私募股权投资参与的公司其长期借款比例显著高于无私募股权投资参与的公司,即私募股权投资的参与有利于提高公司长期借款比例,改善债务期限结构。此外,私募股权投资的特征也对被投资公司的债务契约产生重要影响。

(4) 私募股权投资与股利政策。本书研究发现,有私募股权投资参与的公司更倾向于分配现金股利,且现金股利支付率较高,表明私募股权投资不仅影响公司现金股利的分配倾向,还影响现金股利的分配力度。私募股权投资的特征同样影响公司的现金股利政策,具体来说,有外资背景、投资规模越大、投资期限越长和联合投资的私募股权投资参与的公司更倾向于分配现金股利且现金股利支付率较高。得出结论:外资背景私募股权投资更能影响公司的股利政策;私募股权投资的投资规模越大,投资期限越长,越有动力影响公司管理层的决策,从而提高公司的现金股利支付率。此外,联合投资的私募股权投资对公司的现金股利政策影响更大,这主要是因为多个PE能够共同监督管理层,使其做出有利于他们的决策。

(5) 私募股权投资与新股分析师关注。本书研究发现,有私募股权投资支持的企业能够吸引到更多的证券分析师关注,并且证券分析师的预测也更加准确,这与私募股权投资的认证假说和市场能力假说相符。从股权性质角度考虑,相比非外资背景的私募股权投资,外资背景的私募股权投资支持的企业在上市时受到更多的证券分析师关注,并且分析师预测准度也更高。此外,参与上市公司的私募股权投资机构越多,关注该上市公司的证券分析师就越多,但并未发现私募股权投资

机构数量对分析师预测准度的显著影响。

(6) 私募股权投资与盈余管理。本书研究发现,相对无私募股权投资参与的公司,有私募股权投资参与的公司 IPO 前两年盈余管理程度较低,而在 IPO 后两年盈余管理程度较高,这表明私募股权投资为了获得更高的退出收益,策略性地影响公司的盈余管理,在公司 IPO 前降低盈余管理, IPO 之后盈余进行反转,并提高 IPO 之后的盈余管理,推高私募股权投资退出时的股价,从而获得较高的退出收益。外资背景的私募股权投资无论是在 IPO 前还是 IPO 后都能够降低公司的盈余管理,说明外资背景的私募股权投资更能发挥监督作用,这支持了代理假说,而非外资背景的私募股权投资支持机会主义假说,在 IPO 后两年提高公司的盈余管理,以获得较高的退出收益。此外,私募股权投资的持股比例越大,越能策略性的影响公司的盈余管理,而私募股权投资的投资期限、联合投资以及是否派驻董事对公司盈余管理策略性影响并不明显。

本书的研究贡献主要体现在以下几个方面:第一,以往文献主要关注私募股权投资对被投资公司董事会的影响,而本书基于新兴资本市场,从高管薪酬激励和 PE 向被投资派驻董事两方面研究私募股权投资对公司治理的影响,丰富了私募股权投资与公司治理领域方面的文献。此外,本书研究了私募股权投资派驻董事的影响因素及其经济后果,丰富了私募股权投资监管方式和监管作用方面的文献。

第二,本书首次从信号理论的角度研究私募股权投资对被投资公司债务契约和新股分析师关注的影响,研究结果表明,私募股权投资的加入能够显著提高被投资公司的债务融资数量、降低债务融资成本、优化债务期限结构。该结论丰富了私募股权投资与债务融资领域方面的文献。另外,PE 机构可以通过发出“好”信号吸引更多的证券分析师,进而获得较高的投资者关注度,丰富了证券分析师行为方面的文献。

第三,本书首次将 PE 和现金股利政策结合在一起,深入挖掘两者之间的联系,填补了国内外关于这个领域研究的空白。有 PE 参与的公司其分配现金股利的倾向和力度都较高,较好地执行了证监会关于鼓励公司分配现金股利的政策,在一定程度上保护了中小投资者的权益。

第四,本书系统研究了有私募股权投资参与的公司 IPO 过程中的盈余管理问题,加深了对私募股权投资如何影响被投资公司会计实践活动的认识,可以更好地理解了私募股权投资的作用,同时也丰富了私募股权投资与盈余管理方面的文献。此外,相比非外资背景的私募股权投资,外资背景的私募股权投资无论在 IPO

前还是 IPO 之后都能够降低公司的盈余管理,说明外资背景的私募股权投资比国有和民营背景的私募股权投资更能起到监督作用,因此,监管部门应制定合理的政策监管我国的私募股权投资,提高其服务质量,进而提高融资效率和企业价值。

第五,本书考察了私募股权投资特征(背景、投资规模、投资期限、联合投资等)对被投资企业公司治理、债务契约、股利政策、分析师关注以及盈余管理的影响,研究结论可以更好地理解了不同特征的私募股权投资的治理作用和信号作用,加深对私募股权投资作用的认识。同时,本书的结论对公司管理层、私募股权投资机构以及政策制定部门具有重要借鉴意义和参考价值。

目 录

第一章 引论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 基本概念	4
一、私募股权投资	4
二、私募股权投资相关的概念区分	5
第三节 研究内容、研究框架与研究方法	6
一、研究内容	6
二、研究框架	7
三、研究方法	8
第四节 主要结论	8
一、私募股权投资与高管薪酬契约	8
二、私募股权投资与派驻董事	9
三、私募股权投资与债务契约	9
四、私募股权投资与股利政策	10
五、私募股权投资与分析师关注	10
六、私募股权投资与盈余管理	10
第五节 研究贡献与创新	11
一、私募股权投资与高管薪酬契约	11
二、私募股权投资与派驻董事	11
三、私募股权投资与债务契约	12
四、私募股权投资与股利政策	12
五、私募股权投资与分析师关注	12
六、私募股权投资与盈余管理	13
第二章 私募股权投资的发展历程和现状	14
第一节 国际私募股权投资的发展历程	14
一、早期风险投资的发展阶段(1946—1954 年)	14
二、早期杠杆并购的发展阶段(1954—1981 年)	15
三、私募股权投资的繁荣与衰退(1982—2002 年)	15

四、私募股权投资的全面发展(2003 年至今)	16
第二节 中国私募股权投资的发展历程	16
一、风险投资的起步阶段(1985—1991 年)	17
二、境外私募股权投资进入中国阶段(1992—2006 年)	17
三、中国私募股权投资快速发展阶段(2006 年至今)	18
第三节 国际和中国私募股权投资的发展状况	19
一、国际私募股权投资的发展状况	19
二、中国私募股权投资的发展状况	22
第四节 本章小结	24
第三章 私募股权投资相关文献综述	25
第一节 私募股权投资与公司治理	25
第二节 私募股权投资与企业债务契约	27
第三节 私募股权投资与股利政策	28
第四节 私募股权投资与会计信息质量	29
第五节 本章小结	31
第四章 私募股权投资与高管薪酬契约	32
第一节 引言	32
第二节 制度背景与文献回顾	34
第三节 理论分析与假设提出	36
第四节 研究设计	38
一、样本来源及处理	38
二、研究模型与变量定义	40
第五节 实证结果与分析	41
一、描述性统计	41
二、回归结果分析	43
三、稳健性检验	48
第六节 结论	55
第五章 私募股权投资与派驻董事	56
第一节 引言	56
第二节 理论分析与研究假设	57
第三节 样本选择与研究设计	60
一、样本来源及处理	60
二、研究模型与变量定义	62
第四节 样本描述性统计	65

第五节 实证结果与分析	67
一、影响私募股权投资派驻董事的因素	67
二、私募股权投资派驻董事与董事会规模、专业化董事及比例	68
三、私募股权投资派驻董事、专业化董事与公司业绩	69
第六节 稳健性检验	70
第七节 结论	73
 第六章 私募股权投资与债务契约	74
第一节 引言	74
第二节 理论回顾与研究假设	75
第三节 研究设计	78
一、样本和数据	78
二、模型和变量	78
第四节 实证结果	80
一、描述性统计	80
二、私募股权投资与债务融资数量的回归分析	82
三、私募股权投资与债务融资成本的回归分析	84
四、私募股权投资与债务期限结构的回归分析	85
五、私募股权投资特征对债务契约的影响	86
第五节 稳健性检验	88
第六节 研究结论	93
 第七章 私募股权投资与股利政策	95
第一节 引言	95
第二节 文献回顾	97
第三节 理论分析与假说提出	98
第四节 研究设计	100
一、样本来源与处理	100
二、研究模型与变量定义	101
第五节 实证分析	103
一、描述性统计	103
二、回归结果分析	105
三、稳健性检验	109
第六节 研究结论	119
 第八章 私募股权投资与分析师关注	121
第一节 引言	121

第二节 文献回顾与研究假说	123
第三节 研究设计和样本选择	126
一、研究模型与变量定义	126
二、数据来源和样本选择	128
第四节 实证结果与分析	130
一、样本描述性统计和相关性检验	130
二、回归结果分析	131
三、稳健性检验	134
第五节 结论与政策建议	137
第九章 私募股权投资与盈余管理	139
第一节 引言	139
第二节 文献回顾与假设提出	140
第三节 样本选择与研究设计	143
一、样本来源及处理	143
二、模型设计与变量定义	143
第四节 样本的描述性统计	146
第五节 实证结果与分析	148
第六节 稳健性检验	153
第七节 主要结论	158
第十章 研究结论与政策建议	159
第一节 研究结论	159
一、主要结论	159
二、研究局限	161
第二节 政策建议	162
一、大力发展本土私募股权投资,提高我国私募股权投资团队的服务质量	162
二、发展多层次的资本市场,完善我国私募股权投资的退出渠道	162
参考文献	164
附录	175
致谢	258

第一章 引 论

第一节 研究背景与研究意义

私募股权投资(Private Equity, PE)相对于公开发行人股而言,通常以基金的形式运作,通过非公开方式向特定投资人出售股权筹集资金,然后对非上市公司进行权益性投资,投资后进行管理使其增值,最终通过上市、并购或管理层收购及产权市场股权转让等方式实现退出并获得收益。私募股权投资是 20 世纪以来全球金融领域成功的创新成就之一。随着私募股权投资的快速发展,私募股权投资已经逐渐成为全球资本市场的新兴力量。1990 年,全球的私募股权投资企业投资额仅为 322.5 亿美元,但从 2005 年起,私募股权投资企业的投资额就超过了股票市场的融资规模,2007 年全球私募股权投资企业的投资额为 11 594.3 亿美元,远远超过了当年全球股票市场 IPO(initial public offerings)和 SEO(secondary equity offerings)共 9 023 亿美元的融资规模(曹和平等,2010)。显然,私募股权投资已经成为一种重要的融资方式,近年来,我国越来越多的企业通过私募股权投资进行融资。投中集团发布的《2011 年中国创业投资及私募股权投资市场统计分析报告》显示,我国 2011 年全年披露私募股权投资案例 404 起,投资总额 290.15 亿美元,相比 2009 年,投资总额上升 16.5%,达到历史最高。

与西方成熟资本市场条件下的私募股权投资相比,我国私募股权投资起步较晚。我国私募股权投资的渊源可以追溯到 1998 年合作成立的对外直接投资基金——中瑞合作基金,而后引入外资私募股权投资,带动了本土私募股权投资的发展。我国私募股权投资真正启动始于 2005 年 11 月,国家发展和改革委员会批复同意设立第一支人民币产业投资基金——渤海产业投资基金(高正平等,2009)。截至目前,我国私募股权投资的背景、投资规模和投资期限等特征都与国外私募股权投资存在较大差异。不同特征的私募股权投资其投资策略和参与管理被投资企业的方式会对被投资企业的公司治理水平和会计实践活动产生不同的影响,这是

当前中国制度背景下值得深入探讨的问题。

私募股权投资作为一种重要的融资方式,引起了西方学术界的关注,其范围主要涉及私募股权投资的组织形式、投资策略、退出方式和收益情况等方面,已成为资本市场研究的重要领域。随着我国资本市场的发展,私募股权投资行业也得到了较快的发展。私募股权投资在实务中的运作如火如荼,尤其是近几年更是接连创造历史新高。但是我国关于私募股权投资的研究还主要停留在私募股权投资运行机制的理论探讨和宏观层面上,缺乏对我国私募股权投资的细致分析与独特研究。因此,结合我国独特的制度环境,深入研究我国私募股权投资已经成为实践发展的迫切需要。

本书基于我国资本市场的制度环境,收集、构建了我国私募股权投资数据库,试图在我国制度环境下,研究私募股权投资对公司治理、企业融资行为、企业利润分配行为和会计实践活动的影响。在此基础上,本书结合我国私募股权的特征(包括私募股权投资股权背景、进入时间、持股比例及是否联合投资等),考察上述几个方面的问题。在我国资本市场环境下研究这些问题,不仅能深化私募股权投资参与管理所投资企业过程中所发挥作用的认知,而且能为私募股权投资在新兴资本市场上与所投资企业公司治理、企业融资行为、企业利润分配行为以及会计实践活动之间的关系提供新的经验证据。总而言之,本书的研究具有较强的理论意义和实践意义。

本书的理论意义主要体现在以下几个方面:

第一,丰富了股权融资理论,并拓宽了公司融资渠道的研究视野。私募融资具有公募融资所不具备的优势,例如,私募融资不用通过层层审批,手续简单,因而私募融资效率较高,融资成本也相对较低。另外,我国中小企业由于信用程度和风险程度的原因,在公募融资上存在较大的困难,所以私募股权融资为中小企业的扩张带来了所需要的资金,私募股权投资成为国内企业,尤其是民营企业和中小企业的重要融资渠道。然而,限于我国特殊的经济制度及资本市场的发达程度,不同背景的私募股权投资对所投资企业的影响有所差异。因此,本书将采用比较研究法,深入分析私募股权投资的不同特征以及这些特征对企业的影响,利用来自中国资本市场的样本数据深入研究我国私募股权投资的运行机制,拓宽公司融资渠道的研究视野,丰富股权融资理论。

第二,探索私募股权投资对企业融资行为和企业利润分配行为的影响,对相关理论做出补充。已有文献多从代理理论入手研究私募股权投资对公司的影响(Cotter 和 Peck, 2001; Katz, 2009),较少依托信号理论去研究私募股权投资对公司的影响。理论上私募股权投资能够提高公司的治理水平和会计信息质量,

当有私募股权投资参与公司管理时,表明此公司治理水平和会计信息质量较高,因而银行放松对公司贷款和债务契约的设定,这说明私募股权投资具有信号传递的作用。针对这种现象,本书基于信号理论,研究私募股权投资对所投资公司融资行为和利润分配行为的作用机理,研究结果将对相关理论做出补充。

第三,丰富了有关私募股权投资研究的经验证据。以往有关私募股权投资治理的文献,主要从私募股权投资对所投资公司董事会中内外部董事影响的角度考察其对公司治理的影响,而本书从专业化董事角度考察私募股权投资对公司治理的影响,为研究私募股权投资的治理作用提供了新的研究视角。另外,本书还首次考察了私募股权投资向所投资公司派驻董事的影响因素及其产生的经济后果,为私募股权投资的治理作用提供了新的研究证据。此外,结合我国特殊的制度背景,研究了私募股权投资对公司会计实践活动的影响。

本书的实践意义主要体现在以下几个方面:

第一,为公司制定合理的私募融资方案、提高融资效率和公司治理提供指导。通过对比私募股权投资的不同特征对公司的债务融资以及会计实践活动的影响,以发掘私募股权投资特征的作用,为公司如何选择私募股权投资来参与公司管理提供指导。通过考察不同特征的私募股权投资对所投资企业公司治理的影响,进而发掘私募股权投资背景、进入时间和投资规模对所投资企业公司治理的影响,为公司适时、适度地引入私募股权投资提供依据,以期通过引入私募股权投资来改善公司治理结构,从而降低委托代理成本,提升公司价值。

第二,为银行和中小投资者准确发现公司的内在价值、选取合适的投资对象提供决策依据。私募股权投资作为专业化的融资中介,具有价值发现功能,他们将资金投向其认为具有发展潜力的企业,合理的配置资金资源。这为银行是否跟随私募股权投资步伐,给予其所投资公司贷款提供启示。并且,私募股权投资通过上市等退出手段将优质公司推荐给中小投资者,为他们选取合适的投资对象提供可操作的理论依据。

第三,为政策制定部门与证券监管机构进行科学决策、提高监管效率提供参考。结合现存法律法规与私募股权投资的具体实践,本书全面考察私募股权投资的背景、投资规模、进入时间和联合投资等特征,据此分析具有不同特征的私募股权投资的投资策略和其对所投资公司治理和会计实践活动的影响,为政策制定部门完善现有法律提供启示,为证券监管机构实施有针对性的监控提供借鉴,以提高监管效率,进而构建多层次的资本市场,使得私募股权投资的退出渠道多元化。另外,基于中国 IPO 审批制,本书研究了 PE 对 IPO 影响,并从我国特殊的 IPO 制度

层面揭示我国 PE 运行机制与国外 PE 的差别,这将为证券监管机构进一步完善 IPO 制度提供实证依据。

第二节 基本概念

一、私募股权投资

私募股权投资兴起于经济和金融发达的美国和欧洲地区,然后逐步拓展到世界各个发达国家和新兴的市场经济国家。目前国内外学术界和实务界对私募股权投资尚未有一个准确的定义,不同的学者从不同的角度对私募股权投资给出了不同的定义。

根据维基百科(Wikipedia)的定义:私募股权投资泛指任何针对非公开市场交易的资产进行的投资。

欧洲私募股权和创业资本协会(EVCA)认为,私募股权投资包括所有非上市交易的权益资本投资,在这里私募股权投资基本等同于风险投资,该协会把风险投资定义为对企业早期(种子期和创业期)和扩展期的专业股权投资。

英国风险投资协会(BCCA)将风险投资看作私募股权投资的代名词,即提供长期的承诺股权资本帮助未上市企业成长的投资。

香港创业与私募投资协会(HKVCPEA)也将创业投资与私募股权投资的含义等同,认为创业投资是对新兴高速发展创业企业的长期投资,又叫做直接投资和私募股权投资。

经济合作和发展组织(OECD)的定义则更为宽泛,即凡是以高科技和知识为基础,生产与经营技术密集型的创新产品或服务的投资都视为风险投资。

美国风险投资协会(NVCA)以及美国研究机构 Venture Economics 与 Venture One 将私募股权投资概念分为广义和狭义两种,广义的定义包括所有的风险投资基金、并购基金、夹层投资基金、基金中的基金和二级投资基金等;狭义的定义则不包括风险投资基金。

近年来,我国学者也对私募股权投资给出了各自的定义,可分为狭义和广义两个概念,广义的私募股权投资是指对种子期、初创期、发展期、扩张期、成熟期、上市前期、夹层资本等公司不同发展阶段的投资资本;狭义的私募股权投资主要是针对已经形成一定规模并能够产生稳定现金流的成熟公司所进行的股权投资。

在我国,很多风险投资也介入私募股权投资(狭义)业务,而被认为只做了私募

股权投资业务的公司也越来越多地参与了风险投资项目,私募股权投资和风险投资仅仅是概念上的区别,在实际业务操作中两者界限越来越模糊,因此笔者认为,风险投资是私募股权投资的一种特殊表现形式。

综上所述,根据当前私募股权投资的操作实践,笔者对私募股权投资的定义为:相对于公开发行人而言,通常以基金的形式运作,通过非公开方式向特定投资人出售股权筹集资金,然后对非上市公司进行权益性投资,投资后进行管理使其增值,最终通过上市、并购或管理层收购及产权市场股权转让等方式实现退出并获得收益。本书研究的私募股权投资是指广义的私募股权投资,包括对企业早期的风险投资。

二、私募股权投资相关的概念区分

1. 私募股权投资与风险投资的区别

私募股权投资起源于风险投资,在发展早期主要以中小企业的创业和扩张融资为主,因此风险投资在相当长一段时间内成为私募股权投资的代名词。这一点根据上文中欧洲私募股权和创业资本协会、英国风险投资协会和香港创业与私募投资协会对私募股权投资的定义即可看出。风险投资是广义私募股权投资的一部分,但是风险投资与狭义的私募股权投资又有所区别,主要体现在以下几个方面:一是投资阶段不同,前者投资于创立阶段的早期企业,而后者投资于成熟企业;二是投资规模不同,前者投资规模较小,后者投资规模相对较大,因此常采用较大的财务杠杆;三是投资理念不同,前者更注重企业的成长价值,后者更注重企业的整合价值;四是风险收益不同,前者面临更大的风险,但收益率相对也较高。

2. 私募股权投资与私募证券投资的区别

私募股权投资与私募证券投资虽然都是以私募的方式募集资金,并且募集对象均为富有的机构投资者或个人,但是两者仍有很大区别。私募证券投资主要投资于公开市场上的二级市场,从证券买卖中赚取利润。典型的代表有量子基金和老虎基金等对冲基金,他们利用各种手段进行套头、对冲和套期来获取超额利润。而私募股权投资一般投资未上市企业,国际上著名私募股权投资机构主要有黑石集团、KKR、凯雷集团、摩根士丹利等,国内比较有名的私募股权投资机构主要有深创投、深科招商、九鼎投资和弘毅投资等。

3. 私募股权投资与产业投资基金的区别

产业投资基金是中国特有的一个概念,主要是发展中国家针对其存在的资金缺口所进行的一种私募股权投资,其类型主要包括产业战略投资基金、基础设施型

基金和地区发展型基金^①。一般认为,产业投资基金是指对企业进行直接投资而取得企业股份,按出资份额享受权益和承担风险,同时还参与企业管理,协助企业制定企业发展的战略,使企业能够保持长足的发展,并在合适的时机通过并购、管理层收购、上市等途径退出所投资企业从而实现资本的增值和收益的一种基金^②。可以看出,产业投资基金的募集资金方式、投资对象以及退出途径跟前文提到的私募股权投资并无实质性差异,因此,产业投资基金是私募股权基金的一种表现形式。我国的产业投资基金基本上由政府或政府投资机构组建,带有明显的为政府布局产业方向或者转变产业结构服务的特点。

第三节 研究内容、研究框架与研究方法

一、研究内容

本书的研究主线是私募股权投资对被投资企业的影响,主要研究问题包括私募股权投资对被投资企业公司治理的影响、私募股权投资对企业融资行为的影响以及私募股权投资对公司会计实践活动的影响。围绕上述问题,本书的具体研究内容如下:

(1) 分析和讨论私募股权投资对被投资企业高管薪酬契约的影响。首先分析有无私募股权投资参与对薪酬业绩敏感性的影响,然后考察不同股权性质的私募股权投资参与的上市公司其薪酬业绩敏感性是否存在差异。进一步考察私募股权投资持股比例越高、投资期限越长、投资该公司的私募股权家数对公司的薪酬业绩敏感性的影响。

(2) 从专业化董事角度出发,首先考察私募股权投资向被投资公司派驻董事的影响因素;然后分析和讨论私募股权投资派驻董事对公司董事会结构的影响,尤其是对专业化董事的影响;最后考察私募股权投资派驻董事对专业化董事的影响产生的经济后果。

(3) 分析和讨论私募股权投资对被投资企业债务契约的影响。本书分别考察私募股权投资对被投资企业的债务融资数量、债务融资成本和债务期限结构的影响,并考察私募股权投资特征对债务契约的影响。

① 任继军:《中国式私募股权基金》,中国经济出版社2008年版,第109~112页。

② 赵东升:《私募股权基金法律实务大全》,上海社会科学院出版社2011年版,第18页。