

GLOBAL  
M&A  
RESEARCH CENTER

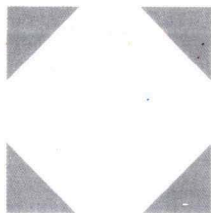
并购丛书

全国工商联并购公会推荐

PRIVATE EQUITY FUND: THE CHINA OPPORTUNITY

# 私募股权投资基金 中国机会

李斌 冯兵 / 等著



私募股权投资基金缩短了企业股权与资本的距离！



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



# 私募股权投资基金：中国机会

李斌 冯兵 等著



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

## 图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资基金：中国机会/李斌，冯兵等著．—北京：中国经济出版社，2007.6

(并购丛书)

ISBN 978-7-5017-8059-4

I. 私… II. ①李… ②冯… III. ①企业—融资—研究—中国②基金—投资—研究—中国 IV. F279.23 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 065779 号

出版发行：中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址：[www.economyph.com](http://www.economyph.com)

责任编辑：夏 鸿 (电话：010—68332308)

责任印制：张江虹

封面设计：华子图文设计公司

经 销：各地新华书店

承 印：北京金华印刷有限公司

开 本：A5

印张：12.25 字数：341 千字

版 次：2007 年 6 月第 1 版

2007 年 6 月第 1 次印刷

印 数：4000 册

书 号：ISBN 7-5017-8059-4/F. 7059

定价：29.00 元

---

版权所有 盗版必究 举报电话：68359418 68319282

服务热线：68344225 68369586 68346406 68309176

# 主要作者介绍

- 李 斌** 全球并购研究中心副秘书长、万盟投资管理有限公司并购数据总经理。曾于科委系统从事科技项目的推广工作。直接参与了多项机械、能源等领域投资项目前期立项、可行性研究论证和实施工作。1998年以来从事企业股权融资、债权融资、企业股份制改造、企业重组并购、企业上市等方面工作。
- 冯 兵** 全国工商联并购公会常务理事、中华财务会计咨询公司执行董事、合伙人。美洲金融协会、风险管理职业协会及美国企业成长协会会员。兼任某央企集团 H 股独立董事。曾任美国管理协会纽约分会理事并作为高级经理、合伙人就职于美国德勤咨询（纽约）的资本市场部和德勤风险投资基金。负责过五百强企业与资本运营相关的战略和运营咨询，在兼并与重组方面积累了较丰富的经验。
- 王 阳** 全国工商联并购公会理事、万盟投资董事长、万盟并购董事长。毕业于中国社会科学院研究生院投资管理专业。长期从事金融、地产、酒店等企业的建设和管理工作。曾参与策划、组织实施了多家企业的改制、重组、上市工作，具有丰富的债务重组、收购兼并、企业管理经验。

## 序一 发展私募股权基金需要研究的几个问题

如果不放开中国金融的束缚，中国的企业永远不会在国际上有竞争力。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，中国的经济不会有强大的竞争力。

我一直关注私募基金的发展和资本市场的发展，本文所谈到和提出的问题，很可能在成熟的市场经济国家都是已经有了答案，也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，中国的改革就是要把市场经济通行的规则结合中国的具体情况加以实施。

中国最近公布了《合伙企业法》，我觉得是非常有意义的。《合伙企业法》为私募基金的发展奠定了非常好的法律基础，但是我们看到这部法律的最后条款有这样的阐述：法律的具体实施，还需要国务院来制订具体管理办法。我认为，在国务院具体的法规还没有制订出来的过程当中，我们对私募基金一些基本的问题进行研讨，可能有利于在制订《合伙企业法》具体管理办法的时候更好地体现全国人大的立法意图。

### 一、私募基金在中国资本市场发展的作用

首先，私募基金是资本市场上重要的机构投资者，就是集富人之财进行投资，因为把富人的资金集中在一起，他们的资金量大，风险承受能力也比较大。私募基金通过投资分析能力比较强的专家理财，有利于发现企业的价值。

其次，我们应该区别对待私募证券投资基金和私募股权投资基金。

今天我们谈论的实际上是提倡发展私募股权投资基金。但是现在社会上议论更多的是指在二级市场上投资的私募证券投资基金，这两个基金在资本市场上的作用是不一样的，我们要加以区分。私募证券投资基金，主要投资于已上市的证券，这一类基金里包括对冲基金，因投资于上市的证券而对活跃证券二级市场发挥着比较大的作用。但是，由于中国在前一段时间包括到现在可能都有很多的私募证券投资基金在做庄，因而名声不好；在国际上对冲基金名声也不太好，对冲基金对国际上的二级市场也有很大冲击，在亚洲金融危机的时候起的也不是什么太好的作用，所以现在国际上要求加强对对冲基金监管的呼声也是比较高的。这些私募证券投资基金不太好的名声也拖累了私募股权投资基金。

私募股权投资基金实际上是主要投资于未上市的企业股权，它将伴随企业成长阶段和发展过程培育公开上市的企业资源。因为是对未上市的股权进行投资，因而对企业早期、成长期和扩展期都发挥着比较大的作用，我们今天大力提倡的，是对于中国实体经济有推动作用的私募股权投资基金。

## 二、发展私募股权投资基金的紧迫性

第一，创新型国家需要风险投资推动。大家现在都在讲要建立一个创新型国家，我认为创新型国家需要风险投资基金（创业投资基金）的推动。我们国家出台了很多的政策鼓励技术创新，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一个引导作用，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地推广。

第二，争取产业重组的主导权需要产业投资基金的推动。我们国家现在对于外资并购中资企业提出很多疑问，国家也在制订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，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，中国应该给产业组合和市场要素整合提供金融工具。中国不乏应用技术的创新，很多高新企业能够到海外上市，说明了我们还是有很多的应用型的独创的技术；中国不乏有战略眼光的企业家，我们有很多企业家能够在世界上受到尊重；中国不乏有冒险精神的投资人，中国的民间投资是非常活跃的，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规正常的渠道上去，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，计划是组合市场要素的龙头，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  $99+1$ 。中国具备市场  $99$  的温度，但是缺乏一个把要素有效组合的一度，有这一度就可以让水沸腾。我想金融工具就是  $99+1$  的  $1$ 。

第四，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他雄厚的资金，以灵活方式筹措的资金来雇佣我们的人，组合这些生产要素。外资进入中国对中国经济起到巨大作用，我想外资的私募基金进入中国市场之后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

果不放开中国金融的束缚，中国的企业永远不会在国际上有竞争力。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。

### 三、发展私募股权基金的政策环境

我想讲的第一点就是政府为什么要进行监管？政府监管的目标就是减少外部性，保护公众利益，降低交易成本，提高市场效率，这是政府监管的惟一目标。安德烈·施莱弗等经济学家用一张坐标图表示了专制与无序下的社会总成本。坐标轴的竖轴表示无序状态下的社会损失，横轴表示政府专制导致的社会损失。一个社会可以采取四种不同的控制策略。一种是市场约束，第二种是通过法院的私人诉讼，例如在一个市场经济秩序中，在可以由合同调节的范围里按合同互相约束，当合同不能履行的时候可以通过司法去进行保护。但是全部的合同都要去进行司法仲裁的话，社会成本是比较高的，因而应该有市场的自我约束、自律和仲裁。还有第三种策略，即监管的实施。在那些存在大量的标准化合同，而且对社会公众利益有外部性的行为可以实行国家监管。所谓监管就是把大量的、充分的交易合同标准化，定出统一的规则，由一个监管机构进行管理。最后一种策略就是国家专制，在一些特殊领域为了保护社会公众的利益，为了提高市场效率，国家必须通过法律来进行管制。政府监管的理念应该是以极大地减少各种经济行为的外部性，保护公众利益，极大地降低交易成本，提高市场效率为目的。

根据新修订的《证券法》和《公司法》，200人以下就可以设立私募基金。根据《合伙企业法》，可以设定50人以下的私募基金，应该说私募基金的成立已经具有了法律依据，那么我们怎么来管理？我认为，私募证券投资基金巨额持仓的失败有可能波及证券二级市场，风险比较大，且有一定的外部性，我们应该有一定管理。我个人觉得管理可以分成这么三个方面。一是可在法规中限定投资人的资格，因为他是一个高风险的投资，所以最好是有一定风险承受能力的人。像美国的法律对于参加私募基金的人的财产是有一定限制的。二是在注册



的时候，应该向证券监管部门报备，为了不要让这个企业两头跑，在企业注册之后，应该由注册机关抄报监管部门，让监管部门知道有这样一个机构的存在。因为他是拿自己的钱在投资，从民法上讲是没有什么不可以的，就现在其他的法律来说私募基金的设立也没有不可以的。但是他的活动会给证券市场带来影响，因而市场监管当局应该知道存在这样一个机构。三是应该采取适当的方式对其大额交易进行监管，具体采取什么方式，我想这应该是监管部门研究的问题，国际上也在就对冲基金应该如何监管进行研讨。而对于私募股权投资基金，由于他就是把富人的钱筹集在一起，投资于未上市的股权，无外部性，应该说民法完全可以约束双方的关系。我个人认为按一般企业登记，按章程运行即可，不需要有什么特别的限制。

我想讲的第二点是私募基金的税收问题。私募的组织形式有三种：契约型、合伙公司型和公司型。契约型的如集合信托计划，银监会规定的信托公司可以做集合信托计划，证监会规定了证券公司可以做集合资产管理，这些都为契约型的私募基金的设立奠定了法律的基础。《合伙企业法》为合伙公司型的私募基金提供了法律依据。而《证券法》和《公司法》对于200份以下的不作为公众公司，也就为公司型的私募基金提供了法律和政策依据。

在税收政策上我们应该坚持的原则，就是避免双重征税。大家认为合伙公司更有利于私募基金的发展，就是因为合伙人是作为个人征所得税的，而避免了被征企业所得税，再征一遍个人所得税的情况。在税收的鼓励和优惠上，我建议把税收鼓励和企业的设立分开，减少企业注册的时候为享受这方面的税收优惠而增大成本的情况。如果把享受税收优惠和企业的设立捆在一起，可能会加长审批的时间。有些地方政府对投资基金设立的时候是作为一个普通企业注册的，没有什么税收优惠，但是如果你是个搞风险投资的企业，有70%的资金投资在政府认可的高新技术方面，就可以给你一个优惠，这是以这个私募股权基金最终投资的方向来决定是否给优惠。我认为把企业设立和税收优惠分开这比较好，可能更有利于一些企业的出生。有些企业如果投资回报利润非常高，他不追求税收优惠也可以。我想，加大交易成

本追求减少你的税收，还是追求效率不求减免税收，这个衡量是不是可以由企业来做。

第三，私募基金的市场退出。私募基金目前在中国发展得不是特别好，主要是因为在中国境内市场退出有很大的局限。有很多的私募基金投资的企业都绕道去海外上市，为的就是解决这个问题。我想一是应该建立多层次的场内市场，鼓励企业境内上市，我们国内的场内市场上市标准过于统一、也过于严格，应该分成不同层次的场内市场；二是应该建立合格投资人的场外市场，我们可以建立电子报价系统的场外市场，现在证监会也在改造深交所的股份代转让系统，但是并没有明确地把他界定为是一个合格的投资人的场外市场，这可以进一步研究。过去我们担心资本市场出风险，对企业上市交易做了很多界定，但如果我们对投资人的资格有所限定的话，那么对于企业上市是不是可以不过多地严格限制？我们在北京、上海、天津还有产权交易市场，过去为了怕他成了变相的证券交易机构，因此不允许他们把所上市的企业、交易的企业进行股权分割，必须整体转让。这样就影响了竞价的人数，如果没有足够的竞价的人，企业是卖不出好价钱的。现在既然200份以下不算公众公司，是不是在产权交易市场上交易的企业也可以做适当的细分，不超过200份，这样把股权分小了，投资的人多了，企业是不是可以卖更好的价格了？三是可以研究一下外商投资企业股权协议转让的外汇政策。既然我们允许中资企业到海外投资，那么外商投资的企业要把股权转让给中资企业，中资企业需要外汇的时候，是否也能向中资企业提供相应的便利？

第四，就是要做好企业的股权登记托管，规范股份制企业运行。一个比较规范的系统有利于保护产权、减少虚假注资和抽逃资本；有利于场外的股权交易，因为场外股权交易也需要股权有一个明确的托管地方；有利于提高上市效率，如果一个企业要上市，其股权应该是界定清楚的，注资应该是实的，而且应该是一个没有各种各样的瑕疵和纠葛的，如果在没有寻求上市之前就有一个完整的登记托管系统，对于这些股权今后上市是有好处的；国外的资本市场都有许多中介机构从事股权的登记和托管业务，我们国家现在只有两个交易所的股权

托管机构。实际上各地政府也搞了一些非上市公司的股权托管中心，那些托管中心原来主要针对不能够上市流通的法人股，是对于上市公司没有流通的那一部分服务的。但是当有很多的股份制企业，当券商想代理其转让股权时，会发现股权登记非常不健全，股份也不是非常明确，还有很多的瑕疵，这样就耽误了券商把一个企业推进上市的进程。如果我们在股份制企业刚出生的时候，就逐渐规范他的登记托管系统，那么就有利于其上市运作。

最后，我想讲一个观点，就是要彻底扭转政府在金融活动中承担过多风险的状况，让市场主体自己承担风险，才能使金融市场健康发展。中国之所以在资本市场上对内还不够开放，主要是因为政府在以往化解金融风险的时候，承担了过多的责任，政府埋单是很多的，因而政府对于风险的防范格外地谨慎。实际上，资本市场就是一个愿打一个愿挨的市场，政府的职责就是要让所有的市场主体按照国家的规定来披露信息。真实地披露信息，打击欺诈犯罪，政府的职责不过如此，除此之外的应该交给市场去做。只有建立这样的一种风险观念，我们的资本市场才能够得以更好地发展，中国的金融业才能够更加健康！

（本文根据中国人民银行副行长吴晓灵 2006 年 9 月 20 日出席“中国私募股本市场国际研讨会”时的发言整理而成，经本人审阅授权发表）

吴晓灵 （中国人民银行副行长）

## 序二 迎接私募股权投资的时代

非常荣幸有机会与大家交流私募股权基金的问题，全球市场上刚刚流行的东西能这样快就成为国内投资界的时尚词汇，这让我们这些长期参与本土资本市场过程的人很有感触。十几年前中国资本市场刚刚培育的时候，做证券、做股票，包括投资银行的人，在很大程度上被认为是投机倒把、庄家或是坏人，基本都是旁门左道，属于严格监控对象。任何涉及资本交易的新东西进来，首先要怀疑，需要被证实有利于中国的市场环境，要先有监管手段。但今天，私募股权基金一进入中国就迅速得到了了解，得到追捧，得到监管部门的肯定，这的确是让人耳目一新，也是中国本土市场与全球市场同步接轨的结果。天津市能够高瞻远瞩地推动私募股权基金的引进，也是令人振奋的举措。

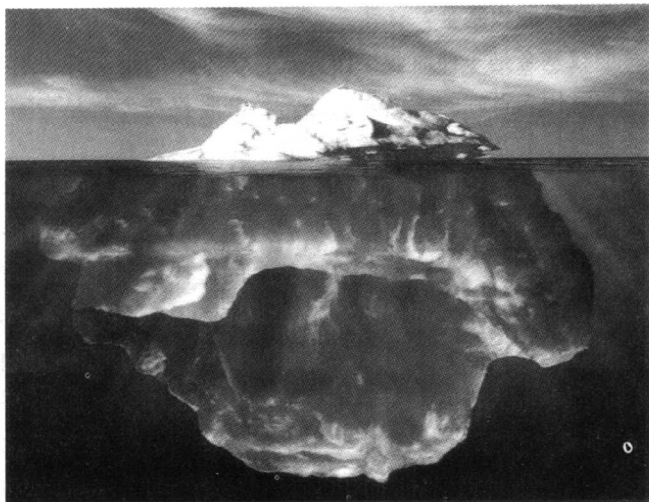
以我的观点看来，私募股权基金同我们曾经熟悉的许多融资工具在本质上区别不大，只是在新的阶段的新的说法。今天搞私募股权基金的人很多是当年搞海外上市的、搞风险投资的、搞投资银行的同一批人，不过是用新的故事来融资来投资而已，不必太神秘化。尽管如此，私募股权基金毕竟大大拉近了企业股权与资本的距离，也大大改善了中小企业成长的融资环境，值得我们高度的关注和支持。

今天的资本市场按照温总理的话讲是已经进入转折时期，中小企业可以堂堂正正进入资本市场来跟资本对接，这是私募股权投资基金所标志的一个新时代的到来。今天我与大家交流的题目主要是三个内容：一个是什么是私募股权基金；一个是因为什么需要私募股权基金；第三个是我们怎么去获得募股权基金。

### 什么是私募股权基金？

私募股权基金是一种商业操作方式，学术上的定义并没有多么复杂，我更愿意用老百姓的言语来描述，私募股权基金就是专家管理的投资于企业股权的基金。所谓的私募股权基金主要有三个特点：一是专注投资于成长性企业的股权投资。对于企业的成长性理解是有很多角度的，不在于规模大小，主要是发展空间和前景。很多企业是小型企业，但很有成长性，受到私募股权基金的追捧。很多大企业缺乏成长性、没有竞争力，那么他可能就不在这个考虑范围内。成长性是一个非常动态的概念，是大家根据每个企业情况自己来表达的，能不能将你的企业成长性表达出来是非常重要的。第二个特点是整个基金的运作都是由专业人员控制的，从基金的筹集、投入，到参与一定的管理，一直到最后卖出、退出的全过程。几个有钱人为自己喜欢的项目集资投入并直接管理，严格上讲，这不是私募股权基金，只是投资而已。第三，私募股权基金是企业与资本市场联系的长期稳定通道。对企业股权的投资和退出都是通过资本市场进行的，因此引进私募股权基金事实上也就是进入了资本市场。

私募股权基金的私募是让人疑惑的词汇，其实就是私下募集资金，而不是通过公开招股的方式。在我们习惯的金融监管体系下，仿佛与私字联系到一起就是非法的，就是不好的。私募并不是非法，只是在公开市场之外进行的募集资金的行为。大量的企业始终都在不自觉地通过私募进行融资，积聚长期资本，只不过是在政府监管的范围之外进行。我们来看这张图，在资本市场上公开运作的1700家上市公司不过是冰山露出水面的一角，绝大部分企业的资本交易都是在水下完成的。通过公开的市场募集资本就是公募行为，透明，可以向千千万万个股民吸收投资，这是我们了解的上市公司。事实上，更多的企业融资都是非透明的，只是向少数投资者吸收股本，这是所谓私募。其实，所有的上市公司在浮出水面之前，都有大量的私募股权的募集阶段，比如内部集资形成股份公司，吸收战略投资人，不断向更多的投资人扩股行为等等，都是私募行为。



那么我们怎么判断、了解、把握私募股权基金呢？可以有这样几个对比：

第一，私募股权基金和银行贷款、债券不一样。银行贷款、债券收固定利息，风险相对比较底，但他是债权，并不持有股权。而私募股权基金是股权投资，它主要期望股本的分红获得收益，会直接参与管理。

第二，与上市公司在市场上公开发行人股票招募资本不同，私募股权是对少数投资者私下募股，在很小范围内募集资金，也许仅仅向一两家定向配售。

第三，私募证券投资基金和私募股权基金是不一样的。现在，特别是深圳地区一大批私募基金是私募证券投资基金。几个投资人凑几千万用来投资股票，重在控制股票的市场收益。私募股权投资主要是针对企业股权的投资，重在控制企业经营的收益。

很多人关心私募股权基金的投资规模。因为私募股权基金每个是有不同特点的，没有统一的规则。很多私募股权是几十亿美金以上的规模，象KKR或者是黑石、凯雷等，这样的极少，全世界就是这么几十家。大部分私募股权基金是几亿美金的规模，这次到天津来的主要是中小规模的基金，主要是五亿到十亿的这样的私募基金。对于中国

的中小企业而言，在其成长过程中最需要解决的是几百万美金或一两千万美金的投资，而这却不是那些大基金的重点。

很多人也关心这些私募基金的控股比例。持股比例也是没有一定之规的，取决于双方谈判的过程和背后供求关系的实力对比。一般而言，中小基金并不谋求控股地位，他们远隔重洋，也并不了解企业的管理和市场。他们更希望选择好的管理团队，在好的公司治理规则下跟着走，在北京这叫“加棒儿”。为什么私募基金今天愿意作小股东呢，一个重要原因是中国市场环境成熟了，小股东利益可以被法律保护。一般地说，为了保证利益他要做最基本的监管，就是关注公司治理，是不是有责任的管理层，是不是能保证基本的诚信。因为他们是专业投资人，他愿意选择职业经理人。

还有很多人关心私募股权基金的投资领域，特别关注哪个行业更有可能。对资本家来说哪个领域产生价值，他就投哪个领域。而且他的价值观可能跟你不一样，你认为有价值的他可能认为没有什么潜力，你认为不值钱的他恰恰认为值钱，这就是判断的不同，所以才会有市场的博弈。所以，几乎所有领域都会有私募股权基金的投资，特别是这批美国中小企业基金，他们更关注传统行业，机械制造、化工、医疗设备、教育、休闲、广播娱乐等。严格说美国基金界只是受社会责任感的限制，他不投烟草，当然更不投做军火的，不投贩毒的，这就是社会责任感的含义。

### 我们为什么需要私募股权基金？

全世界的中小企业发展的最大金融瓶颈是两个：一个是你有没有拿到钱的途径？这是资本的“Access”问题。第二个你以什么成本融资？这是资本的“Cost”问题。这两个瓶颈在中国的经济环境中更为突出。我们的企业家们30年前寻求财政拨款，20年前找银行贷款和政府债券，10年前找证监会搞上市发行股票，现在大家开始关注私募股权基金，因为他提供了新的融资渠道。

我们看看这张图，来了解一下中国金融机制缺陷在哪里。你了解这个缺陷，才能了解大家为什么寻找各种方式融资。这是在一个高度金融管制下的一个金融资源配置图，同样一个天下，政府对不同企业

有选择的提供不同的融资方式。可以对有些企业不计代价的提供稀缺资源，爱民如子。而对另一批企业，他不由分说地把你压制住，踩在脚下。这么多年来就是这个金融歧视的环境，我们的大型国企可以得到所有金融资源，而且低成本的无限供应。但为经济崛起创造了最主要动力的大量中小企业和民营企业就拿不到这种资源。所以几十年来我们就在不断调整金融体制，我们希望能够通过全球化和市场化过程把各种私募股权基金引到中国来，来推动我们的企业寻找资源，靠自己的竞争力，而不是靠特殊的管制政策。



私募股权基金是面向创新、面向未来进行融资。传统的融资体制下，是“唯成分论”，看出身，只有国有资产才可以拿到资源。而且，我们的贷款体系是重在历史表现，你到银行贷款时，一定要提供净资产、提供担保。哪怕当年国家投给你的资产已经变成废铜烂铁了，堆在账上仍然是净资产。你没有净资产和抵押品，你谈网络谈未来，对不起，你拿不到资金。当一个国家整体金融资源是面向历史提供资源，而不向未来提供资源的时候，这个国家的经济崛起的前景是很可怀疑的。

现在让我们简单的回顾一下中国吸收外资的历史。以我的看法，过去 20 年来外资引入中国大体上走了五个阶段。第一个阶段是沿海地区开放，通过国际贸易来融资，以开信用证结算为主，是利用商业信



贷，那是80年代初期；第二阶段，80年代后期出现了三资企业，就是外资进中国跟你合资，主要是在制造业，将外资的生产资本延伸到中国的开发区；第三阶段就是90年代中期中资企业海外上市，主要是由投资银行中介牵头，将中国优秀企业带到全球资本市场上融资；第四阶段就是头些年网络经济流行时，风险投资都来了，面向新经济和创新企业的投资。去年开始的私募基金进入中国，这是一个新阶段。今天中国法制环境基本健全，得到了世界认可之后，国际的投资者愿意跟你走，成为你的股东。从这个意义上说，尽管吸引外资20年，但真正愿意扎根的国际资本还没进来过，我们进来的是一大批冒险家。前几批冒险家的成功终于推动中国经济被全球资本所理解，一大批私募基金跟上来，所以第五次潮头刚刚来，天津抓住机遇，正努力成为吸收这个潮头的金融区。

这里，我再讨论几个私募基金的特点。

私募基金更关注企业成长性，是现金流主导。而成长性你是否有更好的资金流，更好的市场空间。过去我们中国企业只是关注两张报表：一个是资产负债表，一个是效益表，但实际上现金流表是非常重要的，体现未来成长性。你不能老拿什么净资产，注册资本来讲故事，也不能依赖所有制，或者政府特权来说服这些私募基金投资人。

私募基金关注退出方式，是价值主导。一个基金投进来呆两年后，就要接力给别的私募基金，实现了价值后他要出局。这在我们理解可能是投机倒把，套钱跑了？不是这样，由于他的套现才可能出现新的投资者进来，如果整个市场不断套现，这个市场就活跃起来。这正如今天的中国股票市场，许多人以为全流通之后，很多人获利了就会套现跑了，的确如此。可是为什么公司股价还在涨呢，因为你从这个公司套现了，别人还要投进去。而且，你在这家公司套现了，还是要投到别的公司里。所以，这是一个中国证券市场大洗牌的过程，这个洗牌还会洗很多年，走了一批，又进来一批新人。因为大家都看到中国上市公司成长性了，这个市场就是个不同投资者不断接力的过程。私募基金之间不断的接力投资，就是全球资本市场的存在方式。

最后，每个私募股权基金投资结构都是不同的，是创新主导。投