

Private Equity Finance and Capital Market Reengineering

# 私募股权



# 资本市场

盛立军 著

上海交通大学出版社

48

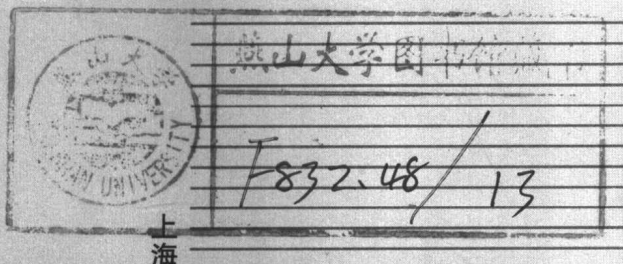
Private Equity Finance and Capital Market Reengineering

# 私募股权

与

# 资本市场

盛立军 著



上海交通大学出版社



0406890

### 图书在版编目(CIP)数据

私募股权与资本市场/盛立军著. —上海:上海交通大学出版社, 2003

ISBN 7-313-03272-2

I. 私… II. 盛… III. ①私人投资—股份制—研究—中国②资本市场—研究—中国 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 109078 号

### 私募股权与资本市场

盛立军 著

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 877 号 邮政编码 200030)

电话:64071208 出版人:张天蔚

上海交通大学印刷厂印刷 全国新华书店经销

开本:890mm×1240mm 1/32 印张:6.5 字数:184 千字

2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月第 1 次印刷

印数:1—3050

ISBN 7-313-03272-2/F·464 定价:18.00 元

---

版权所有 侵权必究

---

**本书献给那些有志成为中国金融企业家的  
所有人士!**

**让我们励精图治，实现中国金融改革的远  
景和使命 (Vision & Mission) !**

# 目 录

|                       |      |
|-----------------------|------|
| 第一章 导言 .....          | (1)  |
| 一、金融危机和金融监管 .....     | (1)  |
| 二、对投融资机制的反思 .....     | (4)  |
| 三、中国股市的制度设计缺陷 .....   | (8)  |
| 第二章 公众股市的局限性 .....    | (11) |
| 一、信息不对称和股市效率 .....    | (11) |
| 二、股市的心理学分析 .....      | (15) |
| 三、机构投资者的有限作用 .....    | (18) |
| 第三章 中国股市实证分析 .....    | (22) |
| 一、上市公司的业绩危机 .....     | (22) |
| 二、上市公司的盈利预测 .....     | (24) |
| 三、盈利预测的监管和新机制 .....   | (27) |
| 四、上市公司的治理 .....       | (30) |
| 五、公司治理的生态环境 .....     | (31) |
| 第四章 中国股市的制度缺陷 .....   | (35) |
| 一、股市的新制度经济学分析 .....   | (35) |
| 二、股市的寻租现象 .....       | (38) |
| 三、股市改革的目标和市场化措施 ..... | (41) |
| 第五章 股市监管 .....        | (45) |
| 一、中国股市监管的现状 .....     | (45) |
| 二、美国的证券市场监管 .....     | (48) |

|                              |              |
|------------------------------|--------------|
| 三、我国香港的证券市场监管 .....          | (53)         |
| 四、英国的证券市场监管 .....            | (55)         |
| 五、民事诉讼权及其操作 .....            | (57)         |
| 六、法院和人大的监管作用 .....           | (60)         |
| <b>第六章 私募股权投融资产业 .....</b>   | <b>(64)</b>  |
| 一、私募融资市场及其变化 .....           | (64)         |
| 二、私募融资顾问业及其操作 .....          | (68)         |
| 三、全球私募股权投资业的变迁 .....         | (70)         |
| 四、国外私募股权投资机构 .....           | (73)         |
| <b>第七章 私募股权投资的操作 .....</b>   | <b>(77)</b>  |
| 一、私募股权投资的基本特点 .....          | (77)         |
| 二、组织形式及管理 .....              | (80)         |
| 三、基金管理及其募资能力 .....           | (82)         |
| 四、尽职调查如何克服信息不对称 .....        | (83)         |
| 五、投资工具、价格和盈利预测 .....         | (89)         |
| <b>第八章 私募股权投资的制度设计 .....</b> | <b>(93)</b>  |
| 一、投资协议条款 .....               | (93)         |
| 二、条款的公司治理功能 .....            | (97)         |
| 三、控制风险的有效方法 .....            | (99)         |
| 四、私募股权投资的信息效率 .....          | (102)        |
| 五、私募股权投资的体制优势 .....          | (104)        |
| 六、人力资本和激励机制 .....            | (106)        |
| <b>第九章 私募股权融资模式 .....</b>    | <b>(109)</b> |
| 一、企业融资市场的现状 .....            | (109)        |
| 二、融资模式存在的问题 .....            | (112)        |

|                                |              |
|--------------------------------|--------------|
| 三、企业融资和公司治理结构 .....            | (114)        |
| <b>第十章 公司治理的操作和效果 .....</b>    | <b>(118)</b> |
| 一、公司治理问题的产生 .....              | (118)        |
| 二、产权制度和竞争 .....                | (122)        |
| 三、激励、监督和决策机制 .....             | (125)        |
| 四、董事会的职业化运作 .....              | (130)        |
| 五、不同投融资模式的公司治理效果 .....         | (133)        |
| <b>第十一章 中国私募股权业的发展途径 .....</b> | <b>(139)</b> |
| 一、私募股权投资业的途径依赖 .....           | (139)        |
| 二、初级行动团体和次级行动团体 .....          | (142)        |
| 三、政府作用和法律环境 .....              | (147)        |
| 四、“基金的基金”操作方案 .....            | (149)        |
| <b>第十二章 资本市场的协调发展 .....</b>    | <b>(153)</b> |
| 一、企业债券市场的发展措施 .....            | (153)        |
| 二、不联通的资本市场和货币市场 .....          | (157)        |
| 三、股市与私募股权投融资业的互动 .....         | (159)        |
| 四、创业板市场的制度创新 .....             | (162)        |
| <b>第十三章 资本市场的动力学 .....</b>     | <b>(167)</b> |
| 一、资本市场的结构和功能 .....             | (167)        |
| 二、四个子系统的协调发展 .....             | (170)        |
| 三、有效的资本市场的模型 .....             | (173)        |
| <b>第十四章 资本市场和金融业的发展 .....</b>  | <b>(175)</b> |
| 一、混业经营还是分业经营 .....             | (175)        |
| 二、中国银行业的选择 .....               | (178)        |

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| 三、保险资金的投资渠道 .....        | (181)     |
| 四、养老保险基金的投资方式 .....      | (183)     |
| 五、资本市场子系统与三大金融业的关系 ..... | (186)     |
| 六、私募股权投资与银行、保险业的互动 ..... | (188)     |
| 七、金融企业家和制度创新 .....       | (192)     |
| <br>主要参考资料 .....         | <br>(195) |
| <br>后记 .....             | <br>(197) |



# 第一章 导言

## 一、金融危机和金融监管

### 1. 金融危机

自从 1987 年全球股灾发生以来的 10 年中,全球的金融市场发生了太多的危机事件:

- ▲ 80 年代末的拉美国家债务危机;
- ▲ 90 年代中的墨西哥金融危机;
- ▲ 1997 年韩国、日本的金融体系的重组;
- ▲ 东南亚的货币危机;
- ▲ 巴西、俄罗斯的金融危机紧跟着亚洲金融危机而发生;
- ▲ 90 年代在欧美国家的成熟资本市场也同样出现各种危机;
- ▲ 里森炒作衍生产品使百年历史的巴林银行毁于一旦;
- ▲ BCCI 的金融欺诈事件;

- ▲ 美国长期资本管理公司的重组；
- ▲ 以索罗斯为代表的对冲基金利用各国金融体制的缺陷对各国货币投机冲击；
- ▲ 金融衍生产品更多地被用来投机套利而不是规避投资风险；
- ▲ 全球银行大量兼并，坏账准备金越提越高；
- ▲ 中国证券市场在 1990 年开设后的短短几年中的几次大起大落，违规事件层出不穷，信托公司纷纷因债务危机而重组，国有银行的体制性缺陷和历史包袱潜伏着巨大的信贷和储蓄风险。

1997 年亚洲金融危机发生以来，亚洲各国进行了大刀阔斧的金融体制改革，对金融市场的几乎每个方面都进行了政策和税务调整，使之更加开放、灵活、透明、进取而富于竞争力，从而吸引更多的外国资金。但在吸引资金的同时，并没有注意资金配置流动的机制和使用的效率，资本市场整个制度设计和管理没有得到根本性改善。因此到了 2000 年，在亚洲和全球范围又发生了种种金融危机。网络公司纷纷倒闭，所谓的新经济吹起的股市泡沫破灭，美国 Nasdaq 在 9 个月中从 5000 多点的高位跌到 1600 点的历史新低，在 911 事件后跌到 1500 点以下，其他股市也发生同样的巨大波动，充分显示了股票市场的脆弱和不可预测性。全球经济放慢增长，美联储 11 次降息，其他国家也纷纷采取种种刺激经济的措施。拉美国家的经济和货币又陷入危机，导致几个拉美国家的政府在一年中多次改组。

在中国，股票市场在这几年依然是大起大落，丑闻此起彼伏，监管部门对违法活动的监管捉襟见肘，股民和企业的财富遭受损失，人们对中国股票市场的性质和资本市场的发展方向争议纷纷。而香港地区的创业板上演了许多圈钱的闹剧后一直低迷，遭到许多批评后不得不修改上市要求和加强监管。

另外，中国的股票市场中的不少上市公司，证券经纪公司（承

销商),证券投资基金和中介机构如证券投资顾问公司、会计师事务所、律师事务所已经无信用可言,少数上市公司的作假和有关机构的违法行为已经到了令人发指的地步。千呼万唤的中国创业板市场始终没有出台,许多计划在创业板退出套现而试图捞一笔的企业和风险投资基金纷纷被套住。

## 2. 金融监管

在金融危机不断发生的同时,金融监管也面临着各种挑战。

中国加入世贸组织后,金融业将是受冲击最大的行业之一。早在加入世贸的前两年,中央担心四大银行居高不下的坏账将影响到加入世贸后四大银行生存问题,特意成立了四大资产管理公司处理数以万亿的坏账、呆账。2002年伊始,随着国际外资银行、保险公司、证券公司一个接一个地进入中国,中资金融机构如临大敌,纷纷亮出自己的招数迎接挑战。其实,加入世贸面临考验的并不仅仅是作为金融市场主体的商业银行、保险公司、券商以及其他非银行金融机构,政府对金融市场的监管水平、监管的有效度也须提高。

作为特殊市场的金融市场,不同于一般的商品市场,需要政府更科学、更有力的监管体制。如果5年以后金融对外全面开放而政府的监管能力没有跟上去,那么很有可能对中国经济造成无法弥补的伤害。阿根廷的经济、社会危机就是例证。

20多年的改革开放使中国经济在世界经济体中占据越来越重要的地位,中国的金融资本所占的国际份额也在显著提高,尤其是证券市场仅仅11年的时间,已经成为亚洲最重要的市场之一。但令人担心的是,中国在资金供应方面不断改善的同时,金融监管水平却提高不大,各种漏洞与缺失日渐明显,尤其是金融风险控制方面的能力较低,正成为中国经济增长的一大隐患。尽管中央政府已经成立了银监会、证监会和保监会,中国人民银行的职能也比以前简单了许多,由以前的各省分行合并成九大分行。但这些机

构基本上还是按照计划经济体制的方式运作,背离了现代市场经济运行的要求。例如中国人民银行的九大区分行监管体制已实施超过三年,但该体制受到各地方分支行的强烈抵制。实施九大区分行监管体制以来,无论在货币政策调控,以及对金融机构的监管等各方面工作都难以展开。

同时,中国在金融监管与风险控制方面,无论在机构设置、人员队伍、专业水准、制度建设、信息披露、预警机制等方面,与金融发达国家和地区相比,还有很大差距,监管的有效性不高。由此,才会出现较严重的股市黑庄、造假、信息不对称;银行在甩掉上万亿元(人民币)的不良资产后,短短三年又增添不少坏账、呆账,呆坏账比例仍然居高难下;一些非银行金融机构违规经营、不务正业;地下金融活动蠢蠢欲动,冲击和破坏正常金融秩序;更有企业绕过国家外汇管制,不经过结汇,大量外逃资本甚至化公为私进行洗钱,等等。

以上种种现象向金融业和政府提出了新的挑战:在技术日新月异、全球经济一体化趋势下,金融市场应如何接受政府监管及监管的全球协调一致?如何调整现有的市场机制来引导正确的投资行为和投资价值观?金融市场配置资金的功能和机制是否存在本质的缺陷?金融体制的改革应如何适应新科技和知识经济的发展?信息经济时代需要什么样的金融再造工程?人们有必要重新反思审视现有的金融市场进行融资和投资的目的、手段和机制。

## 二、对投融资机制的反思

私债(银行信贷, private debt——loan)、公债(国债或企业债券, public debt——bond)、股票(上市公司权益, public equity——stock)、私募股权(private equity)是主要的企业融资形式或金融机构相应的投资方式。其中与企业融资有关的债券和股票的交易是

通过证券公司来进行的,证券公司作为中介咨询机构并没有承担投资者的风险,也没有有效减少投资者与融资者之间的信息不对称。在银行借贷业务中,商业银行作为一个投资审核者事实上承担了储户的投资风险,但银行与借贷企业存在根本上不可能克服的信息不对称,大大影响了银行的赢利能力。信息不对称和代理人风险向以信用为基础的金融经济提出了挑战。

股票市场的本质缺陷还表现在:投资者与融资企业的目标不一致、信息不对称,股价不真实反映企业的资产价值和赢利能力及未来趋势,股价更多地由对股票这种证券的供求关系决定,投资者对股市走势进行盲目预期和无效预测(当投资者认识或预测一种趋势并决定买进卖出或持有的同时,这种趋势已经改变了,投资者只能靠运气来超越市场,即他的预测正好与大多数人预测的综合方向一致),股价更受信心因素及其他与企业经营业绩无关的政治、社会、心理等多种因素的影响,加上投资者的短期炒作,显现反复波动。这些原因导致了股市投资的融资机制不可能有增值作用,反而存在巨大的浪费。基金投资比个体散户投资是一种进步,但基金经理更多地用组合投资(portfolio)的技术来减少风险和提升收益率,基金经理与融资企业的信息不对称依然存在,基金经理关心的是股票、债券在市场上的表现,而不是企业真正的增长潜力,基金经理的投资行为与融资企业的经理层没有互动的增值性关系,两者的目标并非一致。

人们怀疑股市机制的效率和生产性的同时,也发现股市融资投资产生的历史条件已发生了变化,西方国家在一个世纪以前的资本主义经济发展的初始阶段,资金是主要的驱动力,作为相对稀缺的资源,资金的配置,必须有一个良好的市场导向的机制。而今天的西方国家经济大发展越来越多依赖于技术的发展,生产率对经济发展的作用已不亚于投资率,或者说投资率必须有与之匹配的生产率才能让资金发挥作用,生产率和投资率的同步增长才能确保持续稳定的经济增长。

亚洲国家正处于经济发展周期的青春期,较高的增长率使这些国家对自己的发展能力过于乐观了,而忽视了本身的经济基础较弱、生产率较低、金融市场体系不够健全完善的基本面,盲目加大投资,过多的资金追逐少量有生产率的投资项目,造成了亚洲国家无一例外的泡沫金融经济,无论是国力殷实的日本,还是所谓的“四小龙”、“四小虎”以及中国。货不真价不实的金融产品所包含的泡沫成分使投资者信心容易滑落,一旦受投机冲击,股市应声而落,外国资金纷纷撤走,留下一个瘫痪的亚洲金融市场。一个以没有生产率为基础的金融市场不论发展多么迅速,都只能是昙花一现。当亚洲国家试图引进更多资金时,它本身不可能充分消化和使用这些资金。亚洲国家的经济基础、金融市场体制和生产率在短期内难以得到明显改善,国外资金的进入也许能带来信心,但不能带来生产率的提高,产生泡沫成分的可能性依然存在。

到底怎么样的资本市场才能确保资金配置和使用的尽可能优化?一个有效的资本市场的组成、结构和功能应该是怎么样的?资本市场的各个系统之间应该如何相互配套、平衡而互相促进呢?

一个以制度选择和制度设计为核心的有效的资本市场的动力学模型认为:有效的资本市场不仅依赖于①资本的需求方即企业是否具有一个良好的公司治理结构和运作状况,也依赖于②资本市场各个子系统的机构配置和相应的功能是否平衡和协调,和③对资本市场的监管的理念是否正确、监管手段和能力是否到位。具有良好的公司治理结构和机制的企业是资本市场健康发展的源泉,判断企业是否能够在公开或公众资本市场发行股票或债券,不单要看企业的经营业绩和成长前景,也要看企业是否具有良好的公司治理,因为公众或公开发行证券的资本市场包括股市和债市存在着极大的投资者和融资者之间的信息不对称和相应的各种道德风险。

企业的公司治理结构和效率取决于以下几个要素:

明晰的产权制度是公司治理的一个基础必要条件,没有明晰

的产权制度,任何融资模式和资本市场都无法发挥预期的公司治理作用,产权制度对企业的推动力还必须与创业精神和企业家这种稀缺的资源结合起来,创业精神推动的经济比资金推动的经济的发展更有效率,企业家资源在合适的投融资机制(如私募股权)的推动下可以产生一个有效的公司治理机制。同时,市场竞争是推动公司治理效率的外部力量,在一个没有竞争的行业中,最好的产权结构也很难使企业有好的经济效益和股东回报。而融资模式决定了企业的公司治理结构,同时与资本市场的投资模式一一对应。

从资本市场各个子系统的功能是否平衡和协调发展看,我们可以看到私募股权投融资业是全球金融市场的改革发展的方向,也是发展一个有效的规范的股票市场的前提条件,更是中国开设新的股票市场即创业板的基础。但要确保发展私募股权投融资业的主体力量是产权体系明确的私人或民间资本,要充分借鉴国外私募股权投融资业的制度安排,通过政策和法律来确保一个充分市场化的私募股权投融资产业,形成一个诱因性的制度变迁。

因此,在创业板的制度设计上要充分考虑上市公司的公司治理结构和效率,把良好的公司治理作为企业在创业板上市的必要条件,而建立这个良好的公司治理的途径是私募股权投资公司或基金和其他策略性的产业资本加强和扩大对未上市企业的投资和监管,形成多元化的股东结构和职业化的董事会运作。

以上内容和观点是本书要展开讨论的主题,阐明了本书的写作原因和目标,在本书以下的各章中将有详细的分析和探讨。而重新反思和探讨资本市场的效率和制度设计、制度选择的必要性和迫切性是来自于中国股票市场存在的巨大问题及其所带来的对社会财富和经济秩序的冲击。我先概括一下对中国股票市场的总体判断。

### 三、中国股市的制度设计缺陷

资本市场发展的制度设计和选择是十分重要的,其所导致的制度变迁的途径依赖(path dependence)对资本市场的演化和结果起到巨大的作用。十多年前中国设立了股票市场,是为了解决中国银行融资体系的失效问题,管理层过多地用行政力量推动股市的发展,造成一种强制性的制度变迁,为今天的资本市场留下许多危害。

中国的国有企业试图通过以上市为目的的股份制改造被证明是失败了,改制不仅没有成为国有企业的目标,甚至也不是它们完善企业制度的手段,而只是它们融资的一种借口。当初许多经济学家和管理层对做表面文章的股份制改造的真实效果预计得不够正确,对股票市场的作用过于乐观,对如何建立有效的产权制度没有深入的理解。中国的股票市场因此成为公司治理失效的国有企业通过欺骗公众股东而圈钱的场所,而部分证券公司、基金、中介机构和散户等也在法律制度不完善和监管体系不健全的中国股票市场推波助澜,为己牟利,使现有的股市正在失去其存在的信用基础和资金基础,也失去了发展的推动力。

今天,我们对现有的股市的改革思路不应该单单是通过搞开放式基金或超常规发展机构投资者,或停留在加强监管、健全法律体系和改善上市公司治理机制的事后补救上,而是要从新的制度设计和制度选择的角度来看待中国股市失误的原因:

(1) 股票市场是一个公众股权市场(public equity),本身存在许多内在的制度上的缺陷,股票市场对改善公司治理的效果是有限的,不用说对国有企业,对产权多元化企业的公司治理的效果也存在许多问题。

(2) 中国股市不仅给上市公司和其他钻空子的金融或个人机



构提供了圈钱的机会,使股市成为救济和保护许多不良国有企业的庇护场所,严重拖延了国有企业包括国有金融机构进行真正的产权改制和建立公司治理机制的时间,浪费了许多社会资金和资源。12年的中国股市在推动中国经济发展的同时,也阻碍了中国企业制度的完善和中国经济发展潜力的充分发挥。

(3) 中国股市的畸形发展与企业的融资渠道不够和居民的投资渠道不够有关,因此在谈到中国的资本市场发展时,首先应该看整个资本市场的四个子系统的协调发展,尤其是私募股权投资业和企业债券市场,让企业有多种融资渠道,让资金供应方有足够的风险和收益相对称的投资渠道或方法,达到资金配置的最高效率和资金使用的最佳效益。

(4) 现有的主板市场及其上市公司的问题已经积重难返,有效的解决途径应该是推动整个资本市场的四个子系统的协调发展,只有其他子系统发展好了,企业融资与公司治理相互促进,股票市场才有康复的可能。

(5) 中国的国有企业改制的出路是应该通过发展私募股权投资、推动管理层收购和股权转让给多元化的股东,形成明确的产权结构和良好的公司治理后才可以上市,是私募股权投资业而不是股市才能够推动企业产权结构的优化和公司治理结构的完善。

总之,资本市场的各个子系统必须均衡发展,才能确保企业的资本结构的平衡和公司治理机制的健全,我们必须注意资本市场各个子系统在资金供应量、募资方法、投资工具、中介机构等方面有一个配套的发展而互相制约和促进。不应该把发展股票市场这种所谓的直接融资的方法作为资本市场发展的主要选择,尤其在产权体系不健全的中国,单一发展以公众股权即股票市场为主导的资本市场是被事实证明的一种错误的资本市场的发展策略和制度选择。

下面我们先用经济学原理对股市本身所固有的先天性制度缺陷做一个分析,然后对中国股市做一个实证研究,再分析中国的不同