



全国高等院校规划教材·财经管理系列

SIMU GUQUAN TOURONGZI JIAOCHENG
私募股权投资融资教程

何宇◎主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



全国高等院校规划教材·财经管理系列

私募股权投资融资教程

主 编 何 宇

副主编 宋 芳

主 审 陈 忠 刘贤昌 潘邦贵



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

私募股权投资融资教程/何宇主编. —北京:北京大学出版社, 2015. 8

(全国高等院校规划教材·财经管理系列)

ISBN 978-7-301-25923-8

I. ①私… II. ①何… III. ①股权—投资基金—高等学校—教材 ②企业融资—高等学校—教材 IV. ①F830.59 ②F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 121218 号

书 名 私募股权投资融资教程
著作责任者 何 宇 主编
策 划 编 辑 李 玥
责 任 编 辑 李 玥
标 准 书 号 ISBN 978-7-301-25923-8
出 版 发 行 北京大学出版社
地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
网 址 <http://www.pup.cn> 新浪微博: @北京大学出版社
电 子 信 箱 zyjy@pup.cn
电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62765126
印 刷 者 北京富生印刷厂
经 销 者 新华书店
787 毫米×1092 毫米 16 开本 23.25 印张 512 千字
2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷
定 价 49.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

前 言

私募股权投资作为连接产业资本与证券二级市场的重要桥梁,是除证券投资以外最重要的金融投资。自从 21 世纪初在中国兴起以来,其发展势头一直方兴未艾,目前中国已成为仅次于美国的第二大私募股权投资市场,对中国的经济增长、结构转型和技术进步都起着至关重要的作用。随着中国 IPO 注册制的实施和多层次资本市场的建立,私募股权投资市场规模必将越来越大,私募股权投资知识也必将受到实业投资者、金融专业人士越来越广泛的重视,并成为高校本科金融学专业教学中不可或缺的重要内容。

目前,我国市面上关于私募股权投资的书大致有这样几种:一是单纯从案例分析出发介绍私募股权投资运作过程;二是根据实务经验详细介绍私募股权投资基金操作流程、操作方法和操作细节;三是研究私募股权投资基金与投资银行、对冲基金、被投资公司等某个或多个主体之间的关系;四是针对性地研究私募股权投资过程中某个阶段或部分,如退出机制、委托代理关系等;五是从监管或法律实务角度出发研究私募基金投融资过程。这些研究的侧重点和内容各具特色,但都不太适合作为高校私募股权投资课程的教材。本书的编写立足于高校私募股权投资课程的教学,其特色在于从金融学和法学两个角度将私募股权投融资的基本流程和运作机制完整地展示给读者,并结合金融投资及法律方面的理论与实务,配合翔实、恰当的案例分析,为读者深入浅出且全面系统地介绍私募股权投融资在中国的发展情况,非常适合本科生及研究生的教学;同时,对从事私募股权投融资工作的专业人员以及需要进行私募股权融资的公司股东和高管也有较大的参考价值。

本书由福建师范大学经济学院教授、协和学院经济与法学系主任何宇老师担任主编,负责制定本书的体例、写作规范、写作大纲以及教材的基本要求和教材要点,并对全书作了逐字逐句的校对和修改。福建师范大学协和学院的宋芳老师担任本书的副主编。全书具体分工如下:第一章由吴孔磊、陈贵珍老师编写;第二章、第六章、第九章由陈娜老师编写;第三章、第五章和第十三章由陈晓屏老师编写;第四章由潘晓佳、林莉老师编写;第七章由吴孔磊老师编写;第八章、第十章由宋芳老师编写;第十一章由潘晓佳老师编写;第十二章由赵桂华老师编写;第十四章由翁怡、郝慧老师编写。福州外语外贸学院陈忠教授、刘贤昌教授和福建农林大学潘邦贵副教授担任了本书的主审。

本书的写作得到了众多专家与学者的大力支持、指导和帮助,并且得到福建师范大学协和学院重点教材出版基金资助,在此表示深深的感谢!

编 者

2015 年 7 月

目 录

第一章 私募帝国	(1)
第一节 起源	(1)
第二节 发展	(5)
第三节 趋势	(15)
第二章 什么是私募股权基金	(26)
第一节 私募股权基金的概念	(26)
第二节 私募股权基金分类	(31)
第三节 私募股权基金运作原理	(39)
第三章 如何管理私募股权基金	(48)
第一节 私募股权基金的设立	(48)
第二节 私募股权基金的组织形式	(54)
第三节 私募股权基金的管理制度	(59)
第四章 如何寻找好项目	(77)
第一节 寻找优质项目	(77)
第二节 私募股权投资项目评估内容与标准	(97)
第三节 估值	(101)
第五章 私募股权基金的资本投入程序	(114)
第一节 项目初审	(114)
第二节 分析财务报告	(119)
第三节 谈判与签约	(125)
第六章 如何管理持有项目	(134)
第一节 投后管理概述	(134)
第二节 持有项目管理的组织形式	(139)
第三节 持有项目管控	(143)
第七章 私募股权基金投资的风险控制	(155)
第一节 私募股权基金风险	(155)
第二节 项目风险控制	(165)

第三节	私募股权基金财务风险预警指标体系	(169)
第八章	私募股权基金如何获利	(178)
第一节	私募股权基金收益特征及影响因素	(178)
第二节	私募股权基金退出机制设计	(185)
第三节	私募股权投资的退出渠道	(187)
第九章	私募股权基金对公司的影响	(200)
第一节	对被投资公司管理与效率的影响	(201)
第二节	对公司治理的影响	(205)
第三节	对公司品牌的影响	(217)
第十章	公司私募股权融资	(226)
第一节	你的公司需要私募股权投资吗	(226)
第二节	如何走好私募股权融资之路	(235)
第三节	企业选择私募股权融资的风险规避策略	(246)
第十一章	中国企业境内上市流程	(259)
第一节	中国企业境内上市	(259)
第二节	中国企业境内上市流程	(266)
第三节	中国证监会发行股票审核工作流程	(273)
第十二章	中国企业境外上市路径与流程	(279)
第一节	境外主要证券市场介绍	(279)
第二节	中国企业境外上市的路径选择	(288)
第十三章	我国私募股权投资法律制度	(300)
第一节	我国私募股权投资法律制度概述	(300)
第二节	私募股权基金设立的法律规制	(307)
第三节	私募股权基金运作阶段的法律规制	(313)
第四节	私募股权基金退出阶段的法律规制	(318)
第十四章	私募股权投资模式及股权变更法律制度	(326)
第一节	增资扩股	(326)
第二节	股权转让	(332)
第三节	增资扩股和股权转让并用	(347)
第四节	股权变更登记中相关的其他法律	(349)
附 录	(353)
附录一	私募股权融资服务协议范例	(353)
附录二	保密协议范例	(355)
附录三	增资扩股协议范例	(356)
附录四	股权转让协议范例	(361)
参考文献	(363)

第一章 ■ 私募帝国

学习目的

通过本章的学习,我们将了解私募股权投资在经济发展过程中表现出来的巨大作用;了解私募股权投资的潮流及其在世界主要国家和地区的最新发展动态;把握私募股权投资在当今世界及我国的发展趋势,并能够从目前的形势中对我国私募股权投资发展的机遇与挑战做出比较理性的评判。

第一节 起源

一、一件不得不提的往事

让时光回到 20 世纪。

1983 年的一个夏日,彼得森坐在他的办公室里陷入了沉思。

作为成立于 1850 年的老牌投行——雷曼兄弟公司的董事会主席,他已经在这个位子上坐了差不多十年。1973 年,彼得森刚刚结束了为期一年的美国商务部长生涯,受邀到雷曼兄弟公司。自从 1969 年罗伯特·雷曼去世以后,公司陷入了权力争夺战。然而,彼得森却以他过人的才能凝聚了涣散的公司,让陷于瘫痪的公司业务重新有了起色。10 年来,在他的精心运作下,公司先后并购了 Abraham & Co 公司和科恩·娄布公司,并重组成雷曼兄弟—科恩—娄布公司。一时间,公司人才济济,业务繁荣。1983 年,公司拥有资本 2.5 亿美元,与高盛、美林、摩根士丹利并驾齐驱,但最终由于权力斗争,彼得森决定:辞职!

后来,彼得森和施瓦茨曼(注:彼得森以前的部下)做出了一个艰苦的决定:建立一家私募股权基金(Private Equity Fund)。施瓦茨曼(Schwarzman)在德文中 Schwarz 是黑色的意思,而彼得森(Peterson)在希腊语中 Peter 有石头的意思。于是,他们给自己的生意起名为 Black stone(黑石)。1985 年,黑石集团(Blackstone Group)成立。不过,这个集团却只有 4 个人——彼得森、施瓦茨曼和两个助手,最初的资金也只有 40 万美元。

他们知道,在投行界,彼得森德高望重,施瓦茨曼也非默默无闻之辈。但是,要做

企业并购的买卖,只有资金才是最重要的。40 万美元的资金连支付并购中的费用都不够。因此,吸引投资最重要:没有资金,就没有希望。

吸引资金的尝试最初让人绝望。他们认为最有希望提供资金的 19 个客户全部拒绝向黑石集团提供资金,随后走访的 488 个潜在的投资者中也没有人愿意向黑石集团投资。资金的缺乏导致黑石集团最早无法进行独立的并购业务。

1987 年 10 月 16 日是有名的“黑色星期一”,股价大跌让很多企业的财务报告非常难堪。然而这一年,对于黑石集团却是一个充满好运的年份。在这一年,施瓦茨曼从保诚保险公司获得 1 亿美元的投资。幸运的是,这笔投资在黑色星期一前退出了证券市场。当年的投资回报率高达 24%。随后,包括大都会人寿、通用电气公司、日兴证券以及通用汽车公司的退休基金在内的 32 家企业对黑石集团发起的私募股权基金进行了投资。资金充裕的黑石集团随即向诸多行业发起了大规模收购。到 2007 年 6 月底,黑石集团管理着五个独立的私募股权基金,管理的资产总额高达 918 亿美元。这些基金投资了 113 家企业,交易总额超过 2000 亿美元。2006 年全年,黑石集团的 770 个员工共创造了 22 亿美元的盈利,平均每人创造了 295 万美元的利润(投资银行业业绩最好的高盛,人均利润是 36 万美元)。

2007 年 6 月 22 日,黑石集团上市后,施瓦茨曼套现 4.492 亿美元,保留的股权价值 78 亿美元;彼得森套现 18.8 亿美元,保留的股权价值 13 亿美元。

仅仅用了 22 年,两人就将 40 万美元的初始资金通过投资成长到了 114.292 亿美元,升值了 28573 倍。私募股权投资的财富效应,不容小觑。^①

那么,私募股权投资到底是什么?它又怎么能使资产在短期内能产生如此巨大的增值效应?它在哪里产生的呢?它的历史怎样?它现在发展的情况又如何?从现在开始,我们将在以后的章节中一一解答这些困惑。

二、私募的起源

(一) 私募股权投资的国际源头

总的来看,在现代私募股权投资诞生以前,世界历史上曾出现过两次规模巨大的私募股权投资活动。

一次发生在 15 世纪末,英国、葡萄牙与西班牙等国在建立远洋贸易企业时进行的投资活动。在当时的历史条件下,仅靠个人的自有资金是无法满足创建远洋贸易企业资金需求的。因此,企业的组建对外源资本产生了强烈的需求,其中一些人可以不必去直接经营远洋贸易企业,只需要通过向远洋贸易企业投资就可以获得高额收益,这种外源资本就是初始形态的私募股权资本。

另一次是在 19 世纪末 20 世纪初,美国开发西部过程中建立石油开发企业和铁路企业热潮中的投资活动,这些投资活动对资本的需求都远远超过了个人或家庭的资金实力,这也促进了私募股权投资的发展。当时,一些分别投资于铁路、钢铁、石油和银

^① 私募股权投资基金, <http://pan.baidu.com/share/link?shareid=400324&uk=1426493326&fid=249567233> [2014-03]

行等行业的富有家族投资了一些高科技中小企业。例如,列表机公司(1896年创立于华盛顿)、计算表公司(1901年创建于俄亥俄州代顿)和国际时代唱片公司(1900年创办于纽约州恩迪科特),三个公司合并为一个制造办公用品的公司,这就是后来的IBM(国际商业机器公司);1919年,皮埃尔·杜邦对通用汽车公司的投资;1939年,劳伦斯·洛克菲勒对麦道公司的投资。20世纪30—40年代,这些富有家族开始聘请一些职业经理去帮他们寻找有潜力的中小企业进行投资。但这时期投资活动是由投资主体分散进行的,只能称为非组织化的私募股权投资。

这些早期投资资本对现代私募股权投资的产生与发展具有重大的意义,它们推动了现代企业制度的诞生和发展。经由这种投资方式,资本所有者可以依靠代理投资方式来获取资本的保值与增值,并承担有限责任,而不必再直接经营资产。这种经营制度的变革为私募股权投资以及自由资本的分化创造了制度条件。

不过,一般来说,现代意义上的私募股权金融机构最早出现在第二次世界大战结束之后。当时美国和英国出现了第一批机构性参股投资公司。1945年,美国研究和发展公司(ARD)在美国成立。同年,英国工商金融公司(ICFC)成立。这两家投资公司成为世界上最早的私募股权投资机构。随着战后欧洲重建的开始,在各工业国家中,人们就企业的自有资本率过低,以及由此引起的企业革新能力缺陷等问题进行了热烈地讨论。如此一来,人们便希望新成立的投资公司能够为他们提供帮助。但是,对于当时的投资公司而言,在这个年轻的市场上,它们缺乏必要的经验,这主要表现在两个方面:它们既缺少投资的经验,也缺少管理目标企业的经验。

1958年,美国推行“小型企业投资计划”(Small Business Investment Companies-Program,简称“SBIC计划”),以便推动当时发展缓慢的私募股权市场。此后,私人投资公司可以获得国家许可证,并以这种方式进行长期、低息、获得国家担保的金融资本,以便能够利用这些国家贷款继续募集到私人资本。

法国也随之而动,积极支持这种以公共资金为后盾的投资市场发展。1958年,法国成立了许多家“地区发展公司”,以改善地方经济结构。

早在1948年,荷兰也做过类似的尝试,曾经组建过荷兰股权投资公司(NVP)。后来,其他欧洲一些国家也做过类似的尝试,试行这种新型的融资方式。

在德国,自19世纪工业化以来,主要是一些私人银行家作为自有资本出资人,投资那些具有发展前景、在市场经济发展中具有革新意义的项目,而当时的德国股票交易市场尚不发达。这些银行家虽然很自私地追求高利润,但同时也为当时德国国民经济的发展做出了巨大的贡献。这一发展最终推动了新时代的开端,一些关键的技术行业崭露头角,比如蒸汽机船、火车、保险业及机械制造业。

不过,与美国或者英国相比,德国机构性参股投资市场或者说私募股权投资市场的发展历史明显比较短。私募股权投资在德国发展比较缓慢,这与德国金融市场的特殊性有很大关联。一方面,德国市场缺少大型养老基金作为机构投资者,但是在美国,养老基金是资本市场上很重要的一个投资团体;另一方面,长期以来,德国并不存在能够方便股权持有人退出投资市场的渠道,或者说,不存在所谓的股票交易市场。德国还有一个令人瞩目的特点是:在企业融资方面,传统观念导致德国银行业注重企业与

银行关系,根据客户关系进行投资,这一点也阻碍了私募股权投资行业的发展。^①

在国际私募产生的整个历史源头中,有两件不容忽视的标志性事件。

其一,私募股权基金的首创者是美国投资家本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham, 1894—1976)。1900年前后,美国开始出现一些专门为富人管理财富的家庭办公室,如 Phippes, Rockefeller, Vanderbilt 以及 Whitneys。这样,一些富有家族投资了许多商业企业,包括 AT&T, Eastern Airlines 以及 McDonald-Douglas 等,这些家族由自我管理逐渐转化为聘请外部专业人士负责选择和管理投资。

1923年,投资股市破产的格雷厄姆放弃了工作9年已成为合伙人的纽伯格—亨德森—劳伯公司,自立门户成立了格兰赫私人基金,规模50万美元,炒作的第一家股票是杜邦。

其二,1949年,美国第一家真正意义上的对冲基金(Hedge Fund)——琼斯组(Jones' Group)以私募的方式成立,引领了对冲基金的私募风潮。富有盛名的量子基金是20世纪60年代末由美国的索罗斯和罗杰斯私募成立的。

量子基金的初始资产只有400万美元,基金设在纽约,但出资人皆为非美国籍的境外投资者,可避开美国证券交易委员会(SEC)的监管。1979年,索罗斯将公司更名为量子公司,来源于海森伯格量子力学测不准定律。至1997年年末,量子基金已增值为资产总值近60亿美元的巨型基金。量子基金在俄罗斯金融风暴以及1997年做空港币时遭遇挫折,对美国网络股的投资更是让其损失了近50亿美元,元气大伤。因此,2004年4月28日,索罗斯不得不宣布关闭这一出尽风头的对冲基金。^②

(二) 私募股权投资的中国源头

我国最早的私募股权投资出现在1989年。当时我国政府为了促进科技成果的生产力转化而专门设立的中国科招高技术有限公司,成为中国最早的创业投资机构。

私募股权投资在我国真正发展时期是20世纪90年代后期至2000年年初。1998年3月全国两会上,民建中央主席成思危提出《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》,呼吁大力发展我国的风险投资事业,建立中国的创业板市场,该《提案》被列为当年全国两会的“一号提案”,成思危也被尊称为“中国风险投资之父”。

随着国家相关政策的出台,本土创投机构如深圳创新、鼎晖、弘毅等纷纷设立。1995年中国通过了《设立境外中国产业投资基金管理办法》,鼓励国外风险投资公司来华投资。从1995年到2004年,很多风投机构进入中国,一批国外著名的风险投资机构如IDG基金、KKR、黑石、高盛、凯雷、红杉资本、摩根士丹利、华平基金等也开始进入中国,形成了中外创投资本激烈竞争的局面,中国一大批优秀企业在创业投资基金支持下快速发展并实现海内外上市。在此期间,比较有影响力的公司有深圳市达晨创业投资有限公司、上海创业投资有限公司,等等。

1999年《中共中央关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》的出台,为我国私募股权投资的发展做出了制度上的安排,极大地鼓舞了发展私募股权投资的

^① [德]马提亚斯·君德尔,布庸·卡佐尔著,吕巧平译. 私募股权:融资工具与投资方式[M]. 北京:中信出版社,2011:20-36.

^② 李靖. 全球私募股权投资发展的历程、趋势与启示[J]. 海南金融,2012(5):33-38.

热情,掀起了第二次短暂的投资风潮。但是,2000年,因基金退出渠道仍不够通畅,大批投资者因无法收回投资而倒闭。

2005年国务院关于《创业投资企业暂行管理办法》的发布、实施,明确了私募股权投资行业的法律地位,标志着我国私募股权投资行业步入规范化发展阶段。

2007年6月1日,新修订的《中华人民共和国合伙企业法》(以下简称《合伙企业法》)开始实行。

2009年10月23日,我国创业板正式开板,各地政府创业投资引导基金不断建立,社会民间资本参与创业的热情空前高涨,多层次资本市场及创业投资领域法律政策不断完善与发展,私募股权投资已经成为仅次于银行存款和首次公开募股(Initial Public Offerings,简称IPO)的重要手段。2009年随着天津股权交易所、天津滨海股权交易中心的成立,深交所推出创业板。

2013年6月1日新基金法施行,首次将私募股权基金纳入监管,填补了监管法律空白。这对于私募行业来讲最大的意义在于“正名”。随着纳入监管,私募未来可以自行发行产品,甚至可以设立发行公募基金,星石投资等私募机构已经开始为发行公募基金进行积极筹备。

2013年2月,保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》,标志着保险资产管理公司发行私募产品的开闸。

2013年10月,国内首个专业型功能性对冲基金集聚地——上海对冲基金园区正式开园。入驻该园区的企业将在引导基金、人才激励、财税扶持、物业租金、医疗保障、交通设施等方面享受一系列由市、区两级政府提供的优惠扶持政策。

截至2013年12月26日,中国基金业协会的网站数据显示已有251家私募成为协会特别会员,私募的合法性得到确立,为私募行业发展打开了广阔空间,标志着我国私募股权投资市场逐渐完善,必将促进我国私募股权基金进入一个全新高速发展的新阶段。^①

第二节 发展

一、国际私募股权投资的发展

在19世纪末的美国,有不少富有的私人银行家通过律师、会计师的介绍和安排,将资金投资于风险较大的石油、钢铁、铁路等新兴产业,这类投资完全由投资者个人决策,没有专门的机构进行组织,这就是现代私募股权基金的雏形。

在全球经济的大潮中,国际私募股权投资产业先后经历了四个重要的发展时期:

1946—1981年的私募股权投资发展初期,一些小型的私人资产投资以及小型企业对私募的接触使私募股权投资得到起步。

^① (私募股权投资, http://doc.mbalib.com/view/C15af4f9d8324_c5d0971f05f9496096e.html[2014-03].)

1982—1993年的第一次经济萧条和繁荣的循环使私募股权投资发展到第二个时期。这一时期的特点是出现了一股大量以垃圾债券为资金杠杆的收购浪潮,并在20世纪80年代末90年代初几乎崩溃的杠杆收购产业环境下仍疯狂购买著名的美国食品烟草公司雷诺纳贝斯克(RJR Nabisco)中达到高潮。

私募股权投资在第二次经济循环(1992—2002年)中得到洗涤并经历了其第三个时期的进化。这一时期的初期也就是20世纪90年代初期逐渐浮现出一系列金融和经济现象,比如储蓄和贷款危机、内幕交易丑闻以及房地产业危机。这一时期出现了更多制度化的私募股权投资企业,并在1999—2000年的互联网泡沫时期达到了发展的高潮。

2003—2007年成为私募股权投资发展的第四个重要时期,全球经济由之前的互联网泡沫逐步走弱,杠杆收购也达到了空前的规模,从而使私募企业的制度化也得到了空前的发展。从2007年美国黑石集团的IPO中可以得到充分的印证。

国际私募股权基金经过60多年的发展,成为仅次于银行贷款和IPO的重要融资手段。国际私募股权基金规模庞大,投资领域广阔,资金来源广泛,参与机构多样。西方国家私募股权基金占其GDP的份额已达到4%~5%。迄今为止,全球已有数千家私募股权投资公司,黑石、KKR、凯雷、贝恩、阿波罗、德州太平洋、高盛、美林等机构是其中的佼佼者。^①

二、美国私募股权投资的发展

美国私募股权投资的发展大致经历了以下四个重要的时期。

(一) 早期阶段(1946—1969年)

20世纪40年代,美国出现大量中小企业,这些中小企业很难获得传统金融机构的资金支持。在这种背景下,波士顿联邦储备银行行长拉尔夫·弗兰德斯和被称为“创业投资基金之父”的乔治·多里特共同创办了“美国研究与发展公司”(American Research and Development Corporation,简称ARD),其目标之一即是设计一种私营机构解决中小企业的融资缺口问题,同时希望这种私营机构为中小企业提供长期资本与管理服务,于是创业投资基金随之形成。ARD的成立标志着有组织的专业化管理的私募股权投资崭露头角。ARD成立的主要原因是社会对市场上缺乏中小企业融资工具的担忧。因此,ARD的创立者们希望通过ARD实现以下两个目标:一是为中小企业提供一种非公开的融资工具;二是不仅要给中小企业提供资金,还要致力于提高其管理水平。

20世纪50年代,美国的私募股权投资还没有发展成一个真正意义上的行业,只是对个别项目进行投资,对经济的影响力不大。

第一家有限合伙制的风险投资机构——Dtaper、Gaither&Anderson于1958年成立。在20世纪60和70年代,有限合伙制在私募股权投资中占比很小,大部分采用封闭基金或小企业投资公司(Small Business Investment Companies,简称SBIC)形式筹资。1958年,美国通过《小企业投资法》支持小企业投资公司(Small Business Investment Companies Program,简称SBICP)发展。它直接受美国小企业管理局(United States Small Business

^① (私募股权投资, http://doc.mbalib.com/view/C15af4f9d8324_c5d0971f05f9496096e.html[2014-03].)

Administration,简称 SBA)的管辖,并可获得税收优惠和低息贷款的支持。1963 年,美国约有 692 家 SBIC,筹集到的私人权益资本为 4.64 亿美元。虽然 SBIC 发展迅速,但还是存在一些缺陷:一是 SBIC 吸引了大量的个人投资者而非机构投资者,这些个人投资者并不真正了解私募股权投资的风险;二是并非所有 SBIC 都为初创企业提供融资,SBIC 更偏爱有着稳定现金流的公司;三是 SBIC 没有吸引到最优秀的投资经理们的加入。从 20 世纪 60 年代后期开始,SBIC 的数目和规模都有所减少。

这一时期,较大的小企业投资公司约有 23 家。这些机构利用管理局执照将其持股公司资金投向小企业,由于不必向小企业管理局贷款,它们可以真正向小企业提供股权融资,这为美国私募投资行业训练了大量的人才。

(二) 准备阶段(1970—1980 年)

在此期间,美国的一系列政策促进了私募股权投资的迅速发展。

(1) 认可退休金对私募股权基金投资。这就明确地允许了养老基金投资于高风险资产,其中就包括私募股权基金。

(2) 确认合伙制公司身份。经过私募股权投资行业的多方游说,美国劳工部终于在 1980 年改变传统做法,认可合伙制与风险资本管理公司一样,可以获得关于认可资产管理的安全豁免权。

(3) 改变资本得利税率。1981 年,美国的资本得利税税率下调到 20%,与此同时,美国国会通过立法,允许将股票报酬的纳税义务延迟到股票出售时,而非行权时。

20 世纪 70 年代,有限合伙制(Limited Partnership)的出现解决了 SBIC 的很多内在缺陷,例如对投资限制的规避、对投资经理的激励问题等。从 1969 年至 1975 年,美国约有 29 家有限合伙制的私募股权基金得以建立,募集了 3.76 亿美元的资金。1973 年,美国全国风险资本协会(The National Venture Association)成立。20 世纪 70 年代,英国开始允许金融机构投资私募股权基金,欧洲其他国家相继放松对私募股权投资的管制,允许银行和保险公司等机构进入私募股权投资行业。然而,在 20 世纪 70 年代中期,世界主要国家股票市场的萎靡不振对私募股权投资的退出渠道造成了严重影响。私募股权投资机构不愿再将资本投入到新的项目,私募股权投资的发展暂时进入低谷,投资由创业阶段公司开始向创业后期公司转移。

(三) 快速发展阶段(1981—2000 年)

该阶段政府政策的变化导致合伙制公司的发展,大量资本注入私募股权投资市场。在 1980—1982 年间,承诺金额达成 35 亿美元,这是整个 70 年代的 2.5 倍。风险资本投资和非风险资本投资都得到了快速的发展。然而,其后私募股权投资的发展也并不是一帆风顺的,该行业的投资承诺极不均衡。在 20 世纪 80 年代上半期,每年投向该行业的资本持续增长,而在 1987—1991 年间则稳步下降。并购活动在 80 年代增长很快,但在 80 年代末期则急剧下降。这种变化主要受到私募股权投资的影响。比如,在 20 世纪 70 年代,风险投资基金的回报率极其可观,吸引了大量的资本进入该行业,包括缺乏经验的风险投资家。因而,在某些领域(如计算机硬件)的过度投资以及投资机构之间的剧烈竞争,必然导致 80 年代中期私募股权投资回报率急剧下降这一事实,这也在某种程度上影响了后续资本的注入。

美国的私募股权投资在 20 世纪 90 年代重新恢复快速增长,其回报率也十分可观,其中的原因有以下三点。

(1) 90 年代初期,许多缺乏经验的投资者退出,这在一定程度上减少了投资机构之间的竞争。

(2) 首次公开发行市场在此期间表现良好,投资者可以比较容易地退出私募股权投资交易。

(3) 技术创新,特别是信息技术的创新,给私募股权投资机构提供了良好的机遇。

(四) 调整阶段(2001 年至今)

从 2001 年起,美国私募股权开始进入调整时期。伴随着经济泡沫的破灭,美国股票市场急剧下滑,新股发行不景气,私募股权投资的退出渠道受到严重影响。在 1997 年东南亚金融危机至 2000 年美国网络科技股泡沫破裂的一段时期内,美国部分私募股权基金出现营运危机,私募股权基金一度陷入低迷时期。2001 年以后,私募股权基金的发展重新加速,私募股权基金走向成熟。2006 年,美国三大证交所公开发行股票筹资总额为 1540 亿美元,而通过 144A 条款私募发行股票的筹资总额就高达 1620 亿美元。2007 年上半年,全球私募股权基金共筹集 2400 亿美元资金,全年超过 2006 年的 4590 亿美元。尤其是私募股权基金的高回报吸引了越来越多的机构或个人投资者跟进,合伙人队伍也日益壮大。

近年来,私募股权投资业最富革命性的变化并不是投资模式,而是本身的组织结构。自从 20 世纪 60 年代中期开始,有限合伙制结构一直处于主导地位。但是,近年来出现了一些新的实践。例如,风险投资机构与并购机构之间的合伙,在不同国家或地区设立附属基金,风险投资机构设立实际的或“虚拟”的孵化器。^①

三、欧洲私募股权投资的发展

以前欧洲主要国家的私募股权基金的资金主要来源于国内大银行、保险公司和政府机构,很少有其他类型的投资者。英国与欧洲其他国家不同,其资金来源始终具有很强的国际性,特别是与美国机构投资者的关系尤为密切。现在,欧洲大陆私募股权基金的资金来源越来越国际化,其原因主要有两个方面。

一方面,国际机构投资者特别是美国的机构投资者,对欧洲私募股权基金的兴趣越来越大;另一方面,国际性私募股权基金增加其在欧洲的投资力度。比如说,在并购业务方面有 CarLyle, Chase Partners, Kohlberg Kravis and Roberts(KKR), Texas Pacific 等,在风险投资方面有 Benchmark, Draper Fisher Jurvetson, CatLyle, Central Atlantic 等。虽然欧洲私募股权基金市场的发育程度远远逊色于美国,但美国的私募股权基金追求差异化战略(differentiation),并专注于对特定领域或特定范围的投资。而在欧洲,这种投资专门化趋势则刚刚开始,私募股权基金战略基本上没有区别。因此,与美国相比,机构投资者在欧洲选择投资对象时面临着更大的困难。

与此同时,在欧洲第一次出现美国式的投资顾问或“看门人”(gatekeeper),其作用是

^① 王苏生,陈玉罡,向静. 私募股权基金:理论与实务[M]. 北京:清华大学出版社,2010:3-30.

为投资者尤其是大型机构投资者在私募股权投资方面提供建议,或者直接替他们管理此类投资。在美国,投资顾问市场非常发达,Abbott Capital,Brinson Partners,Cambridge Associate等投资顾问公司已经在协助养老基金和捐赠基金进行私募股权投资方面建立了牢固的地位。在过去,欧洲基本上不存在私募股权基金顾问。这一现象,一方面,反映出欧洲私募股权投资发展得极不成熟,另一方面,也反映出该市场缺乏对私募股权投资感兴趣的大型机构投资者。欧洲养老基金改革给欧洲的私募股权投资带来了无限的机遇。欧洲和美国的投资者开始增加在欧洲的私募股权投资,几家大型美国私募股权投资顾问开始进入欧洲,欧洲当地投资顾问也相继建立。

在2008年欧洲私募股权基金共筹资1000亿美元。从2008年欧洲私募股权基金的筹资来源来看,养老金居首,其后才是保险公司、银行和私有个体等。

不过,经历了多年的发展之后,近年来,欧洲私募股权投资有了新的动向。

(1) 在过去,许多投资由多家私募股权投资机构共同完成,牵头投资机构可以向其他投资机构收取费用。但是,随着私募股权基金的不断增加,联合投资大大减少,私募股权基金之间的关系不如过去密切。

(2) 欧洲私募股权投资机构在创造交易机会方面越来越积极。管理层换购(management buy,简称MB)和投资者收购(investors buyouts,简称IBOs)数量增加。这两种情况都是由目标公司外部管理团队或私募股权机构创造交易的机会,目标公司现有的管理团队在收购过程中可能起作用,也可能不起作用。

(3) 越来越多的欧洲私募股权投资机构在寻找项目和管理交易过程中主要依赖内部资源,对中介机构的依赖越来越少。

(4) 大型并购交易越来越普遍,一些泛欧洲(pan-European)交易至少部分地依靠发行高利率债券来完成融资。

然而,近年来,欧洲私募股权投资的发展也面临着一些艰巨的挑战。

(1) 由于欧洲私募股权投资市场竞争越来越激烈,私募股权投资机构除了关注财务结构以外,还必须更加注重增加被投资公司的价值。由于欧洲私募股权基金的合伙人大多数是财务导向的,今后有必要努力培养并帮助被投资公司改善运营能力。

(2) 目前许多英国和美国私募股权投资机构正在向其他欧洲国家扩张,其原因有两点:① 由于英国和美国私募股权投资市场相对比较成熟,而欧洲大陆市场存在很多有吸引力的投资机会;② 基金规模越来越大,基金管理人存在迅速投资的压力。但是,从一个国内小基金到大型多国基金的发展过程给私募股权投资行业带来了诸多挑战。例如,如何在不同国家和不同办公室之间提供激励机制,如何管理每个办公室的决策过程,如何完成基金的扩张,等等。^①

四、中国的私募股权投资发展

我国私募股权投资的发展、变迁轨迹大体可分为三个阶段,且每个阶段都有其独特的市场背景和特点。

^① 王苏生,陈玉罡,向静.私募股权基金:理论与实务[M].北京:清华大学出版社,2010:3-30.

（一）行业发展初期阶段：形成全新投资概念

1999年，国际金融公司（IFC）入股上海银行标志着私募股权投资模式开始进入中国，这对于当时的中国来说是一个非常新的投资概念。首批成立的主要还是外资投资基金，投资风格以风险投资（Venture Capital，简称 VC）模式为主，受当时全球 IT 行业蓬勃发展的影响，外资对中国的 IT 业的发展较为认可，投资的项目也主要集中在 IT 行业。但由于 2001 年开始的互联网危机，人们开始对 IT 行业的过热发展进行重新审视，国内的 IT 风险投资受到重创，这批最早进入中国的私募股权基金大多没有存活下来。

与之相应的是当时我国股票市场的不完善，发起人股份不能流通，投资退出渠道存在障碍，这些都成为制约这个阶段私募股权基金发展的因素。2002 年尚福林担任中国证监会主席后，在 2004 年开始着手对我国上市公司进行股权分置改革，这是中国证券市场自成立以来影响最为深远的改革举措之一，为市场的长期、健康发展提供了保障。一直到 2006 年 10 月 9 日，“G”股标识正式告别沪深股市，股市也就真正进入了“全流通”时代，股票市场才开始步入正轨。

（二）行业快速发展阶段：内资股权基金迅猛发展

从 A 股股权分置改革开始，我国私募股权基金进入了快速发展的阶段，此阶段主要特点体现在以下三点。

（1）上市公司股权分置改革基本完成。我国股票市场的规范化、二级市场的高估值使得 A 股成为国内公司青睐的上市平台，私募股权基金的退出渠道畅通，而内资股权基金在 A 股上市中具有本土优势，使得内资股权基金发展迅猛。

（2）人民币升值预期强烈。在 2006 年之后，我国的外汇储备不断攀升，国际市场对人民币升值的预期越来越强烈，国家外管局对外币的兑换做出了限制，海外上市企业在海外融资后存在着货币贬值的风险，外资股权基金发展受到限制。

（3）政策对外资股权基金的限制。政府和市场都有着顾虑，以防中国改革开放 30 年以来辛苦创立的优秀民族品牌被外资收购控制，2006 年 8 月由商务部牵头，六部委联合发布十号文《关于境外投资者并购境内企业的规定》，其核心的思想就是限制内资企业在海外上市，这对于外资股权基金来说是当头一棒，外资股权基金的发展自此受到严重阻碍。

这短短的三年时间，国内货币政策相对宽松，外资股权基金发展受到抑制，给内资股权基金腾出了快速发展的空间和机会，是内资股权基金发展的春天。大量的人民币股权基金出现了，并取得了快速发展；机构数量迅速增加，基金规模逐渐放大。在该阶段，市场整体入股价格在 6~10 倍市盈率，略微高于国际水平。

（三）行业过热发展阶段：投资总量疯狂激增

从 2009 年下半年开始，一级市场持续高温，市场整体的价格在 10 倍市盈率以上，甚至出现了以 20 倍市盈率入股的项目，这在国外是非常罕见的，可见市场的疯狂程度，远远偏离了市场理性。该阶段的非理性发展现象主要是由于以下原因造成的。

(1) 二级市场的关联效应。二级市场作为股权投资基金的下游,其发行状态的好坏直接影响了一级市场的价格。2009年下半年,随着金融风暴的渐渐平息,我国的股票市场也开始有所复苏,虽然大盘整体水平不高,但是IPO行情很好,在发行价格和发行速度方面都十分有吸引力,加速了一级市场的非理性发展。

(2) 宽松的货币政策。为度过金融危机,国家推出并逐步实施了4万亿的投资计划,央行多次下调存、贷款利率和准备金率,市场上钱太多了,企业贷款环境非常宽松,大量的产业资本不是投向实业,而是投向了股票市场和股权投资市场,既抬高了股票市场的价格,又推高了股权投资市场行情。

(3) 证监会两大政策出台。股票发行制度改革和创业板的推出,促进了市场化进程,单独来看都是非常有必要的,但是两者在同一时段推出却给市场带来了太大的波动。在实行上市窗口指导发行价政策阶段,30倍市盈率是上市公司不能越过的红线,优秀的企业也只能以28、29倍的市盈率进行融资。创业板的概念早在2000年就提出,经历了10年的漫长等待终于成为现实。这两者就像是弹簧,被压制了多年后突然放开,市场会有报复性反弹,而两者一起放开,叠加效应使反弹的幅度更大。

这些举措为我国私募股权基金的发展,特别是近年来一些大型企业之间的并购创造了优越的条件。凡此种种,从最近这些年来发生的一些案例中,便都可以窥见一斑。

2010年创业板上市的企业中,就有超过10家公司发行市盈率超过100倍,简单点看,这相当于投资需要100年时间才能够收回,在发达国家资本市场这种现象是很少见的。二级市场的火爆行情点燃了一级市场的赚钱欲望,拉升了股权投资市场的价格。

2012年,全球经济下行压力增大,私募股权投资行业面临巨大的退出体力及回报压力。中国私募股权投资行业步入深度调整期,行业“洗牌”加速,未达到预期收益的私募股权投资机构在市场竞争中处于不利地位,募资、投资均面临挑战,甚至遭遇市场淘汰。而专业水平高、已提前完成募资的成熟机构能够更好应对行业调整,投资策略、竞争格局都面临改变。

大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心发布的2012年中国私募股权投资市场数据统计显示,2012年共有369只可投资于中国大陆的私募股权基金完成募集,新募基金个数大幅超越上年,为历史最高水平,但募集金额较上年有较大回落,369只新募基金中有359只披露金额,共计募集253.13亿美元。其中人民币基金354只,外币基金15只,虽然在数量上人民币绝对占优,但在平均单只基金募集规模上,人民币基金与外币基金仍差距明显。

在这个阶段,几乎每周都有新的人民币股权投资基金成立,内资股权基金数量快速增加,基金规模不断放大。市场上的赚钱效应使得地方政府和国有企业也参与其中,做了不少产业基金。

不过,2013年发生的一些有关私募股权基金的大案,似乎更能从正面和反面两个角度来说明问题,并引发人们对私募股权基金发展现况的思考。

在中国并购市场尤为活跃的2013年,各行业并购交易规模不断被刷新,并且参与