

民间资本转化为私募股权投资的 影响因素研究

S
TUDY ON INFLUENCING FACTORS OF
PRIVATE CAPITAL TURN TO PRIVATE EQUITY

张旭波
／
著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

本书获得教育部人文社会科学研究规划基金项目“中国民间资本转化为私募股权投资的影响因素分析及策略研究”资助（资助号：11YJA790211）

民间资本转化为私募股权投资的 影响因素研究

S
TUDY ON INFLUENCING FACTORS OF
PRIVATE CAPITAL TURN TO PRIVATE EQUITY

张
旭
波
／
著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

民间资本转化为私募股权投资的影响因素研究/张旭波著. —北京: 经济管理出版社, 2015. 6

ISBN 978 - 7 - 5096 - 3852 - 1

I. ①民… II. ①张… III. ①民间投资—影响—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(2015)第 135465 号

组稿编辑: 杨雅琳

责任编辑: 杨雅琳 高 娅

责任印制: 黄章平

责任校对: 王 淼

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: [www. E - mp. com. cn](http://www.E-mp.com.cn)

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京晨旭印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 12

字 数: 222 千字

版 次: 2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 3852 - 1

定 价: 48.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

摘 要

民间资本是指由国有企业、外资企业、合资企业以外的其他企业和个人持有的资本。私募股权投资（Private Equity, PE）是指以私募的方式募集资金，投资于企业生命周期中的各个不同发展阶段，在持有一段时间后，退出获利的各种形式的股权资本或与股权相关的资本。民间资本参与 PE，极大地活跃了我国的资本市场，促进了我国中小企业的发展，促进企业改制转型以及产业结构的调整，为我国经济发展注入了新的活力。本书从民间资本自身特点出发，分析内、外部因素对我国民间资本向 PE 转化的影响，提出促进民间资本转化为 PE 的策略和建议，从而构建我国民间资本向 PE 转化的政府引导机制。本书的主要内容如下：

（1）民间资本与 PE 现状。主要运用年鉴及清科、China Vulture 等数据库，分析我国民间资本参与 PE 的历程、民间资本参与 PE 存在的问题及民间资本背景的 PE 退出情况。

（2）影响民间资本转化为 PE 募集资金的实证分析，对资金募集阶段影响民间资本转化为 PE 募集资金的因素进行了实证研究，在调查问卷的基础上，构建了影响民间资本转化为 PE 募集资金的结构方程模型，提出了影响因素与民间资本转化为 PE 募集资金的一系列假设，并对这些假设进行了相关性分析、多元回归分析和结构方程模型拟合，证实“全社会民间资本总量”、“替代投资收益与投资支持政策变化”、“税收”、“政府对 PE 发展的政策支持”、“PE 高管能力”、“PE 组织适应力”、“PE 收益”对“PE 募集资金中民间资本的数量”产生显著影响，其中“政府对 PE 发展的政策支持”、“PE 高管能力”又通过对“PE 组织适应力”、“PE 收益”的影响，间接影响“PE 募集资金中民间资本的数量”。

（3）民间资本背景的 PE 决策的影响因素的实证分析，对投资阶段影响民间资本背景 PE 决策的因素进行了实证研究，在调查问卷的基础上，构建了影响民间资本背景 PE 决策的结构方程模型，提出了影响因素与 PE 决策的一系列假设，并对这些假设进行了相关性分析、多元回归分析和结构方程分析，证实“区域经济政策”、“区域资源条件”、“企业管理能力”、“企业市场能力”、“退出收益”



对“PE 决策”产生显著影响，其中“区域经济政策”、“区域资源条件”、“企业管理能力”、“企业市场能力”又通过对“退出收益”的作用间接影响“PE 决策”。

(4) 通过对民间资本背景的 PE 退出的影响因素实证研究，对退出阶段影响民间资本背景 PE 退出决策的因素进行了实证研究，在调查问卷的基础上，构建了影响 PE 退出决策的结构方程模型，提出了影响因素与民间资本背景 PE 退出决策的一系列假设，并对这些假设进行了相关性分析、多元回归分析和结构方程分析，证实“支付方式”、“环境”、“相关人员”、“退出渠道”、“退出净收益”对“PE 退出”产生显著影响，“支付方式”、“环境”、“相关人员”、“退出渠道”还通过作用于“退出净收益”，间接影响 PE 退出。

(5) 引导我国民间资本向 PE 合理转化的对策与建议。根据前述的实证研究结果，结合我国民间资本和 PE 现状，分析了民间资本向私募股权转化的意义，提出了引导我国民间资本向 PE 合理转化的对策和建议。

目 录

第一章 引言	1
第二章 国内外研究现状	4
第一节 PE 资金募集的影响因素	4
第二节 PE 的影响因素	5
第三节 PE 退出的影响因素	7
第四节 政府对 PE 的监管	7
第五节 本章小结	9
第三章 民间资本参与 PE 的现状和问题	11
第一节 民间资本参与 PE 的历程	11
第二节 民间资本参与 PE 的现状和问题	17
第三节 民间资本 PE 的退出方式	25
第四节 本章小结	32
第四章 研究方法	33
第一节 样本来源	33
第二节 调查方法	34
第三节 问卷设计	35
第四节 防偏措施	38
第五节 问卷内容	39
第六节 统计分析方法及程序	41
第七节 本章小结	42



第五章 募集阶段：影响民间资本转化为 PE 募集资金的概念模型与假设	44
第一节 民间资本转化为 PE 募集资金的概念模型	44
第二节 研究假设	46
第三节 被解释变量	51
第四节 解释变量	52
第五节 中介变量	56
第六节 控制变量	57
第七节 本章小结	58
第六章 募集阶段：民间资本转化为 PE 募集资金的实证结果	60
第一节 样本基本情况	60
第二节 信度分析	63
第三节 效度分析	64
第四节 相关性分析	65
第五节 多元线性回归分析	74
第六节 结构方程模型分析	77
第七节 实证结果讨论	80
第八节 本章小结	83
第七章 投资阶段：民间资本背景的 PE 决策的影响因素概念模型与假设	84
第一节 PE 决策的概念模型	84
第二节 研究假设	88
第三节 被解释变量	92
第四节 解释变量	93
第五节 中介变量	94
第六节 控制变量	97
第七节 本章小结	98
第八章 投资阶段：民间资本背景的 PE 决策影响因素的实证结果	100
第一节 样本基本情况	100
第二节 信度分析	102
第三节 效度分析	103
第四节 相关性分析	104

第五节 多元线性回归分析	110
第六节 结构方程模型分析	112
第七节 实证结果讨论	117
第八节 本章小结	119
第九章 退出阶段：民间资本背景的 PE 退出影响因素概念模型与假设	120
第一节 PE 退出决策的概念模型	120
第二节 研究假设	123
第三节 被解释变量	126
第四节 解释变量	126
第五节 中介变量	128
第六节 控制变量	129
第七节 本章小结	129
第十章 退出阶段：民间资本背景的 PE 退出影响因素的实证结果	131
第一节 样本基本情况	131
第二节 信度分析	132
第三节 效度分析	132
第四节 相关性分析	133
第五节 多元线性回归分析	138
第六节 结构方程模型分析	140
第七节 实证结果讨论	146
第八节 本章小结	147
第十一章 引导我国民间资本向 PE 合理转化的对策和建议	149
第一节 民间资本向 PE 合理转化的意义	149
第二节 民间资本向 PE 合理转化的政策建议	151
参考文献	154
附录 PE 资金来源、投资及退出影响因素调查问卷	171

第一章 引言

私募股权投资（PE）是指以私募的方式募集资金，投资于企业生命周期中的各个不同发展阶段，在持有一段时间后，退出获利的各种形式的股权资本或与股权相关的资本（张旭波，2009）。清科集团旗下私募通的统计数据显示，中国的 PE 近十年来呈现快速发展的趋势。2005 年中国活跃的股权投资机构只有 500 家左右，其后，随着证券市场的快速发展、国家政策的支持和引导以及互联网等新兴行业大量投资机会的出现，使得 PE 市场在投资机构数量、管理资金规模、股权交易数量以及交易规模上取得极大发展。从投资机构数量和管理资金规模上看，到 2014 年底，中国股权投资市场活跃的投资机构已经超过 8000 家，是 2005 年的 16 倍，这些机构管理资本总量已经超过了 4 万亿元人民币。从股权交易数量以及交易规模上看，2014 年全年中国 PE 市场股权交易数量达到 3626 起，比 2013 年同期增长 100.6%；全年募资金额超过 5000 亿元人民币，股权交易规模近 4500 亿元人民币，比 2013 年同期增长 129.0%。

民间资本是指由国有企业、外资企业、合资企业以外的其他企业和个人持有的资本。改革开放 30 多年来，随着我国私营部门的快速发展，我国民间资本规模迅速扩大，基本上已完成资本的原始积累，近些年来，民间资本已呈现资本积聚与资本集中的趋势，其中，大量民间资本参与 PE，极大地活跃了我国的资本市场，对我国企业特别是中小企业的发展以及企业的转型改制和产业结构调整起到促进作用，为我国经济发展提供了新的活力（张旭波，2009）。但是我们也看到，由于政策和引导机制的缺失，民间资本在寻求新投资领域时既缺乏产业方向和目标，又缺乏合理规范的投资方式，向追求短期利益的“游资”方向发展的趋势比较明显。引导民间资本转化为 PE，投向国民经济发展需要的行业和部门，为我国各级政府对民间资本合理引导和管制制定可行政策提出建议，乃是我国经济管理科技工作者当务之急的研究课题，也是本书的重要目标与任务。

PE 是发达国家社会资本合理开发和利用的一个重要途径。PE 的自身治理和政府监管在发达国家也已有成熟的经验，并促进了所在国经济的发展。因此，从



民间资本自身特点出发,分析内外部因素对我国民间资本向 PE 转化的影响,提出促进民间资本转化为 PE 的策略和建议,从而构建我国民间资本向 PE 转化的政府引导机制,对 PE 的理论研究和实践发展具有重要的意义。

本书以实证研究为主,最大的难点在于实证数据的获取。本书采用向 PE 专家发放调查问卷的方法来确定影响因素和实证变量,进行实证分析。并力图在以下两个方面取得创新:

(1) 吸引社会资本向 PE 转化问题的研究在西方发达国家已得到充分的论述,在新兴国家的研究则较为少见。在我国现有政治和经济体制下,民间资本的合理利用和转化问题的研究是对 PE 理论研究的补充。

(2) 由于数据获取的原因,当前对民间资本向 PE 转化过程的实证分析研究较少,本书从民间资本向 PE 转化的影响因素的角度对民间资本向 PE 转化问题进行了实证研究,丰富了这方面的文献,为政府决策者制定引导政策提供依据。

本书除引言外,分为七大部分,共十一章。

第一部分,即本书的第二章“国内外研究现状”。国外研究表明,地域、法律、税收、制度、资本市场的规模和效率及文化和管理的规范化影响民间资本转化为私募股权资本的规模和数量,宏观政策和资源条件影响 PE 的效率。国内研究主要集中于 PE 资金募集、法律地位和制度设计方面,对于如何引导民间资本转化为 PE 则少有学者研究,尚有较大的研究空间。

第二部分,即本书的第三章“民间资本参与 PE 的现状 & 问题”。主要从年鉴及清科、China Vulture 等私募股权数据库获取资料,分析我国民间资本参与 PE 现状与存在的问题。

第三部分,即本书的第四章“研究方法”。本书主要采用实证研究的方法,通过调查问卷,收集资料和数据,进行信度和效度分析、相关性分析、多元回归分析和结构方程模型分析,在理论探讨的同时,进行大量的数据处理,使本书结论建立在大量的数据之上。

第四部分,即本书的第五章“募集阶段:影响民间资本转化为 PE 募集资金的概念模型与假设”,以及第六章“募集阶段:民间资本转化为 PE 募集资金的实证结果”。对资金募集阶段影响民间资本转化为 PE 募集资金的因素进行了实证研究,在调查问卷的基础上,构建了影响民间资本转化为 PE 募集资金的结构方程模型,提出了影响因素与民间资本转化为 PE 募集资金的一系列假设,并对这些假设进行了相关性分析、多元回归分析和结构方程分析,验证本书提出的各因素对民间资本转化为 PE 募集资金的影响。

第五部分,即本书的第七章“投资阶段:民间资本背景的 PE 决策的影响因素概念模型与假设”,以及第八章“投资阶段:民间资本背景的 PE 决策影响因

素的实证结果”。对投资阶段影响民间资本背景的 PE 决策的因素进行了实证研究，在调查问卷的基础上，构建了影响民间资本背景的 PE 决策的结构方程模型，提出了影响因素与 PE 决策的一系列假设，并对这些假设进行了相关性分析、多元回归分析和结构方程分析，验证本书提出的各因素对 PE 决策的影响。

第六部分，即本书的第九章“退出阶段：民间资本背景的 PE 退出影响因素概念模型与假设”，以及第十章“退出阶段：民间资本背景的 PE 退出影响因素的实证结果”。对退出阶段影响民间资本背景的 PE 退出决策的因素进行了实证研究，在调查问卷的基础上，构建了影响 PE 退出决策的结构方程模型，提出了影响因素与民间资本背景的 PE 退出决策的一系列假设，并对这些假设进行了相关性分析、多元回归分析和结构方程分析，证实了本书提出的各因素对 PE 退出决策的影响。

第七部分，即本书的第十一章“引导我国民间资本向 PE 合理转化的对策与建议”。根据前述的实证研究结果，结合我国民间资本和 PE 现状，提出了引导我国民间资本向 PE 合理转化的对策和建议。

基于以上研究，本书的基本观点有：

(1) 在短期内，影响我国民间资本转化为 PE 募集资金的因素主要包括外部的全社会民间资本总量、替代投资品的投资收益和政策支持、税收、政府对 PE 发展的政策支持、PE 高管能力、组织适应力和 PE 收益七个方面。全社会民间资本总量、替代投资品的投资收益和政策支持、税收、政府对 PE 发展的政策支持、PE 高管能力的不同，对民间资本转化为 PE 募集资金的影响程度和方式也不同，其中，政府对 PE 发展的政策支持、PE 高管能力还通过作用于中介变量 PE 组织适应力和 PE 收益，对民间资本转化为 PE 募集资金起作用。

(2) 在短期内，影响民间资本背景的 PE 决策的因素主要包括外部的区域经济政策、区域资源条件、企业管理能力、企业市场能力及投资者的退出期望五个方面。区域经济政策、区域资源条件、企业管理能力、企业市场能力的不同，对民间资本背景的 PE 决策的影响程度和方式也不同，这些因素还通过作用于中介变量退出期望，对 PE 决策起作用。

(3) 在短期内，影响民间资本背景的 PE 退出决策的因素主要包括政治、经济、法律和市场环境、相关的股东、管理层、员工及支付方式、退出渠道、净收益等。其中环境、相关人员、支付方式及市场容量的不同，对民间资本背景 PE 退出决策的影响程度和方式也不同，这些因素还通过作用于中介变量退出收益，对 PE 退出决策起作用。

(4) 我国缺乏对民间资本合理的引导机制和政策，民间资本在向 PE 转化的过程中缺乏相配套的政策和资源条件。政策和资源条件的改善，可以促进我国民间资本向 PE 转化，提高 PE 的收益，从而增加民间资本投资的经济效益和社会效益。

第二章 国内外研究现状

与本书相关的研究主要分为四个方面：PE 资金募集的影响因素、PE 的影响因素、PE 退出的影响因素及政府对 PE 的监管问题。本章从这四个方面对相关研究进行回顾。

第一节 PE 资金募集的影响因素

有关 PE 资金募集方面的研究主要是从宏观方面开展的，学者们把影响资金募集的因素归于法律、资本市场、制度规范、政府等方面。

一、法律对 PE 资金募集的影响

Fauver 等（2003）、Mueller 和 Yurtoglu（2000）、Porta 等（1997）以及 Le（2003）认为，不同法系能为 PE 提供不同的通路，因而会影响股东与债权人对 PE 的投资。和民法系相比，普通法系能提供更好的通路、在保护小股东和债权人的利益方面具有更好的作用。范柏乃等（2001）研究认为，不健全的社会信用体系、不健全的相关法律制度、较少的税收优惠政策、较低的收益率以及法律对各类金融机构参与 PE 的禁止等因素是制约我国 PE 资金募集的最大障碍。由于法律地位的不明确，影响了 PE 的发展，因此，学者们提出了给予 PE 合法地位的建议，如吴晓灵（2006）指出应建立创投资金的筹集机制，让 PE 合法募集；夏斌（2007）认为政府应该给予 PE 充分的重视，从法律的角度明确其地位，制定出符合我国国情实际的发展方针。

二、资本市场的规模、流动性、税收对 PE 资金募集的影响

Groh 和 von Liechtenstein（2009）对中东欧新兴国家 PE 募集的影响因素进行了实证分析，发现在新兴国家，较低的公司税是吸引资金的最强因素，而资本市场



的规模和流动性不足则是阻碍资金募集的最主要的障碍。Chen (2015) 通过对 1999 ~ 2012 年私募配售全周期样本的研究发现, 风险、流动性不足和资本市场发展不充分是 PE 被低估的决定因素, 而低估对 PE 的募集造成不利影响。高杰 (2012) 对我国 PE 募集资金的影响因素进行了分析, 认为造成我国 PE 筹集资金不足的主要原因是机构投资者和产业投资基金缺乏投资经验、合伙人制度未推广、资本市场规模有限、产权交易市场落后等, 这些因素影响了 PE 资金募集。

三、制度、规范化管理对 PE 资金募集的影响

Cumming 和 Johan (2007) 对 100 家荷兰机构投资者的 PE 资金募集过程进行了实证研究, 发现 PE 的招募条例公正、透明与否对 PE 资金募集的影响较大; 透明的监管制度有效促进了荷兰的机构投资者在国内和国际上进行 PE 资金的募集; 资产和负债的匹配对 PE 资金募集有最明显、最强健的作用, 巴塞尔 II 和国际财务报告准则也对 PE 资金募集存在显著的影响。

四、PE 资金募集阶段政府的影响

王守仁 (2004) 认为, 在 PE 业的市场准入方面, 政府应逐步放宽准入门槛, 使更多的社会民间资本和外资可以投入到 PE 领域。陈峥嵘 (2004) 研究认为, 政府在为 PE 创造良好的政策氛围方面, 应发挥积极的作用。

第二节 PE 的影响因素

一、法律对 PE 决策的影响

Douglas 和 Zambelli (2009) 以 1999 ~ 2006 年间意大利活跃的收购基金为样本, 通过实证研究, 发现法律不能阻止 PE 活动, 只能降低 PE 的投资效率。立法的变化使得 PE 者更愿意进行收购交易。Cumming 等 (2008) 的研究认为健全的法律体系有利于 PE 公司对投资项目进行筛选, 从而做出投资决策。研究选取了北美洲、南美洲、欧洲和亚洲的 39 个国家, 用 1971 ~ 2003 年的数据分析了公司治理与投资的关系。认为法律系统能较强地影响风险投资模式与风险管理的各个方面, 从而影响 PE 决策。李靖 (2012) 研究认为法律法规的支持对 PE 极为重要。在欧美等发达国家, 规范 PE 活动的法律制度相对完备, 很大程度上促进了 PE。



二、制度、文化和规范化管理对 PE 的影响

Sapienza 和 Manigart (1996) 研究认为,不同的社会文化环境、制度和规范化管理会使 PE 在不同国家表现出明显的差异。虽然印度和美国法律制度都是在英国普通法的基础上发展而来,但是两者在 PE 方面存在着明显的差异 (Wright 等, 2001)。与此相反, Dossani 和 Kenney (2002) 的研究则认为, 印度侨民可以帮助投资者在思想、过程和程序上进行传递, 从而减轻制度和文化差异带来的 PE 差异。Kut 和 Smolarski (2006) 从几个不同的维度对德国、法国与印度的 PE 进行了比较后发现, 相比而言, 法国和德国的 PE 比印度更多地运用了风险管理技术。苏东海等 (2007) 从 PE 组织模式和立法模式的选择上, 对我国 PE 提出了建议。

三、区域差异对 PE 的影响

Kut 等 (2006) 的研究认为, PE 在不同的国家之间存在着显著差异。Cumming 和 Johan (2006) 基于 13729 项加拿大的 PE 项目的研究, 发现由于存在代理成本和信息不对称, PE 的范围主要集中在本省, 其比例达到了 84.42%。

四、税收对 PE 决策的影响

关于税收对 PE 决策影响的研究主要集中于以下两个方面: 一是税收对 PE 收益的影响。李静 (2012) 提出影响 PE 的最主要因素是税收。PE 在对中小企业进行投资时, 往往会比较投资成本和预期收益。当预期收益小于投资成本时, 私募投资活动一般不会发生, 只有当收益高于投资成本时, 私募投资活动才有可能发生。中小企业具有高风险、高收益的特点, 政府对于中小企业的税收政策直接影响 PE 收益, 从而影响 PE 是否选择该投资项目的决定。姜竹等 (2013) 分析了美国资本利得税下调对苹果、微软、英特尔等一大批高科技企业发展起到了巨大的推动作用, 认为对资本所得给予税收优惠是促进 PE 的一种重要举措。

二是重复纳税与税收优惠和补贴。吕海宁 (2013) 从商法的角度研究了 PE 税收制度, 认为应考虑改营业税为增值税, 避免 PE 重复纳税问题, 并加大税收优惠政策, 增加税收减免幅度, 调动 PE 的积极性, 让更多的 PE 参与到投资中。张杰和张兴巍 (2014) 在借鉴美国、英国等发达国家 PE 相关税收制度的基础上, 提出税收优惠政策, 及对投资者的政策, 优惠促进 PE, 使其投资朝着特定的行业发展。

李静 (2011) 提出了降低 PE 税收负担, 完善税收细则, 以缩小 PE 与公募基金的税负差距。在税收政策上明确 GP 附带收益的应税性质、明确 LP 的投资收益适用的税率, 在制定税收政策时, 要考虑 PE 的市场风险, 以合理确定税率。



第三节 PE 退出的影响因素

一、收益、信息、声誉和资源对 PE 退出的影响

学者们从不同的视角对 PE 退出的影响因素进行了研究,形成了不同的理论体系:一是价值和成本监控理论。Cumming 和 Macintosh (2001, 2003) 证明,当被投资企业增加的边际价值等于其增加的边际成本时 PE 退出。这个结论与 Gompers、Lerner (2001) 和 Tykvova (2003) 的结论一致。更进一步地, Cumming 和 Macintosh (2003) 把基于价值增加的退出又细分为三种类型。二是信息不对称的理论。Cumming 和 Macintosh (2001, 2003)、Neus 和 Walz (2004) 从信息不对称的角度对退出方式选择的影响进行了研究,认为不对称的信息对退出的方式选择会产生影响。三是“哗众取宠”。(Grandstand) 理论。Gompers (1996) 和 Silva 等 (2004) 论证了 PE 退出“哗众取宠”现象——新入行的投资者为了尽早确立市场地位,与有经验投资者相比,愿意尽快退出。四是资源依赖理论 (Povaly, 2007)。Povaly (2007)、Hillman 和 Dalziel (2003) 认为资源约束了 PE 退出方式的选择。

二、资本市场、代理成本和顾问对 PE 退出的影响

Hall (2002) 的研究发现 PE 从发展中国家 IPO 退出存在困难:发展中国家不发达的资本市场会阻碍 IPO 退出,因而只能选择交易成本相对较高的其他退出方式,如并购、出售给其他 PE 者、出售给创业者及出售给产业投资者等。在发展中国家,并购和创业者收购是常见的退出方式。Bruton 等 (2002) 对杠杆收购的退出进行了研究,发现在整个退出过程中,代理问题动态地存在。代理问题较大地影响了退出的收益,降低代理成本是实现退出收益的保证。投资者可以通过设计合理的契约,并对管理层进行激励来降低代理成本。而 Gompers 和 Lerner (2004) 的研究结果证实退出聘请的顾问出于自身利益,如时间、声誉、咨询收益的考虑,对 PE 退出方式的选择产生影响,影响退出的实现。

第四节 政府对 PE 的监管

一、PE 监管的有效性

关于 PE 监管的有效性研究主要体现在以下两个方面:一是具体条件下监管



最佳效率的确定。朱灿和云佳祺（2015）总结了 PE 在我国监管的理念、依据、模式、内容、主体、对象及监管的措施，对 PE 监管进行了成本—收益分析，以确定监管的最佳效率。提出我国的 PE 监管应与 PE 相适应，通过降低监管的成本，来提高监管的效率。

二是监管可行性及 PE 准入标准。朱灿和史梁园（2013）研究了 PE 过程中参与者在监管过程中的博弈行为，发现违规操作的收益高于规范运作的收益时，投资主体就有可能选择违规操作而不是规范运作，因此，应加大处罚的力度，降低违规操作的可能性。赵玉（2012）认为应建立二元化监管模式，实现 PE 基金全面“入法”，建立起我国监管机构权力配置格局，变基金管理人自愿监管为强制注册，提高监管要求。

二、PE 监管理念

朱灿和云佳祺（2015）认为我国目前对 PE 的监管主要是依据 2014 年颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》，其监管理念为适度监管，一方面尽可能地保障投资的利益，并维护私募投资的市场秩序；另一方面最大限度地放松对 PE 的限制，增加资本市场的层次性，为不同风格的投资人提供投资场所，以促进 PE 的良态发展。因此，在具体做法上，应设置以问题为导向的“负面清单”监管模式，对 PE 行为进行监管和约束。

三、PE 监管方式

霍达和张兴巍（2014）以天津私募股权基金行业为例，对 PE 基金行业监管模式、政策制定等方面做了探讨。他们认为我国应该健全 PE 的法律监管体制，构建基于公司制 PE、信托制 PE、有限合伙制 PE 的运作规范、高效力层次的监管法律，并发挥 PE 行业协会监管作用。

四、PE 监管标准

赵玉（2012）通过对比美英等国 PE 的政府监管，对 PE 监管正当性问题进行了研究。提出应该根据 PE 的类型，建立相应的监管标准，实行差别化监管。对投资于未上市中小企业的 PE 应予以预鼓励，以解决中小企业融资难的问题；对于投资于并购领域和成熟期企业的 PE，应改变现有核准制度，建立完善的信息披露制度，监管大规模的资金流向，及时做出应对。由于 PE 对整个金融市场的外部性显著，政府应主动谨慎监管。

五、PE 监管中存在的问题及改进建议

王荣芳（2012）分析我国 PE 的监管现状，认为法律地位缺失、监管思路不明、



监管目标不明和监管内容不明是 PE 监管的主要问题。这些问题导致了多头监管,不但效率低下,而且运作不规范,投资者得不到应有的保护,从而直接制约了 PE 的健康发展。她认为,应从完善 PE 监管法律制度出发,构建和规范投资人、管理人、广告宣传和信息披露制度。

梁清华(2014)依据我国 PE 信息披露制度建设的现状,提出 PE 监管立法的首要原则是保护投资者,其次才是降低融资成本。基于这种观点,他认为反欺诈和民事责任的承担是立法的基础。政府对 PE 监管的缺失,造成投资者保护明显的不足,应当将强制的信息披露和自愿的信息披露相结合,构建合理的信息披露制度。

张锋学(2013)认为法律法规不完善、监管不系统、信息披露制度不完善和行业协会监管作用不明确是我国 PE 监管中的主要问题。他从立法、监管、准入条件、退出机制和信息披露制度几个方面提出了改善我国 PE 监管的途径。张兴巍等(2013)则提出了规范 PE 产权交易二级市场,建立完备的准入机制的监管建议。

第五节 本章小结

本章回顾了国内外学者关于 PE 资金募集、投资、退出三个阶段及政府监管方面的研究。在 PE 资金募集阶段,学者们研究了法律、资本市场的规模、流动性、税收、政府、制度、文化和规范化管理对 PE 募集产生的影响;在 PE 阶段,先前的文献研究了法律、制度、文化和规范化管理、区域差异、税收等因素对 PE 决策的影响;在退出阶段,先前的研究探讨了收益、信息、声誉、资源、资本市场、代理成本和顾问对 PE 退出的影响;在政府监管方面,学者们从监管的有效性、监管理念、监管方式、监管标准、监管中存在的问题及改进建议等方面提出了自己的观点和见解。

总体而言,国内外学者们在 PE 资金募集、投资、退出及政府监管方面进行了大量的研究,取得诸多卓有成效的成果,也为今后的研究提供可借鉴的思路和方法及较大的研究空间:

(1) 国外的研究结论主要是针对西方国家,缺乏中国民间资本向私募股权资本合理转化的理论和策略方面的研究。

(2) 对 PE 募集、投资、退出阶段的研究偏重于宏观层面,缺乏从中观和微观视角的研究。

(3) 国内的研究侧重定性研究,定量研究较少,缺乏 PE 募集阶段、投资阶段