



中国金融
研究丛书

资本化 与财富创造

全球视角的
私募股权投资价值分析

肖林 任新建 著

The Capitalization
and Wealth Creation

The Global Perspective to
Private Equity Value Analysis

上海人民出版社



格致出版社



中国金融
研究丛书

资本化 与财富创造

全球视角的
私募股权投资价值分析

肖 林 任新建 著

The Capitalization
and Wealth Creation

The Global Perspective to
Private Equity Value Analysis

格致出版社  上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本化与财富创造:全球视角的私募股权投资价值
分析/肖林,任新建著. —上海:格致出版社:上海
人民出版社,2012

(中国金融研究丛书)

ISBN 978-7-5432-2076-8

I. ①资… II. ①肖… ②任… III. ①企业融资-研
究 ②基金-投资-研究 IV. ①F275.1 ②F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 053661 号

责任编辑 忻雁翔
装帧设计 人马艺术设计·储平

中国金融研究丛书

资本化与财富创造

——全球视角的私募股权投资价值分析

肖林 任新建 著

出版 世纪出版集团 格致出版社
www.ewen.cc www.hibooks.cn
上海人民出版社
(200001 上海福建中路193号24层)



编辑部热线 021-63914988

市场部热线 021-63914081

发行 世纪出版集团发行中心
印刷 苏州望电印刷有限公司
开本 787×1092 毫米 1/16
印张 14.5
插页 4
字数 231,000
版次 2012年7月第1版
印次 2012年7月第1次印刷
ISBN 978-7-5432-2076-8/F·523
定价 40.00 元

总序

中国金融已迈入跨越式发展的伟大时代。

改革开放以来,随着国民经济的持续快速健康发展,中国金融体系从当初只有一家中国人民银行,发展到银行、证券、保险、信托、基金等各类金融机构齐聚,股票、期货、金融衍生品、ETF等各类金融产品齐备,货币、债券、期货、保险、外汇和黄金等各类金融市场健全,金融服务实体经济的能力不断增强。

把上海建设成为国际金融中心是一项具有全局意义的国家战略。早在1990年,中国改革开放的总设计师邓小平先生就曾提出:“上海是我们的王牌,把上海搞起来是一条捷径。”1991年他视察上海时又强调:“上海过去是金融中心,是货币自由兑换的地方,今后也要这样搞。中国在金融方面取得国际地位,首先要靠上海。”

为深入研究中国金融改革、开放和发展进程中面临的一系列重大理论和实践问题,加快推进上海国际金融中心建设国家战略,系统展示当代中国金融研究方向和研究成果,我们决定出版《中国金融研究丛书》。

《中国金融研究丛书》致力于推动中国金融研究的系统化、科学化、标准化,力求以思路的前瞻性、观点的创新性、政策的可行性,为中国金融改革发展和上海国际金融中心建设提供有价值的建议。

我们希望和广大金融研究学者,以及金融领域的各界人士,共同探索中国金融发展路径,实践上海国际金融中心建设国家战略,以见证者、实践者、研究者,推动上海国际金融中心建设,推动中国金融改革发展。

目 录

第1章 私募股权基金的产生和发展 1

- 1.1 私募股权基金内涵特征 1
- 1.2 私募股权基金的出现和发展 9
- 1.3 私募股权基金的投资领域 11

第2章 创业风险投资基金投资价值 14

- 2.1 创业风险投资基金内涵特征 14
- 2.2 国外创业风险投资的发展 19
- 2.3 创业风险投资基金的投资价值 20
- 2.4 创业风险投资基金风险及防范 25
- 2.5 创业风险投资案例 27

第3章 产业投资基金投资价值 35

- 3.1 产业投资基金内涵特征 35
- 3.2 产业投资基金的资金募集 38
- 3.3 产业投资基金的设立与管理 39
- 3.4 产业投资基金的投资价值 40
- 3.5 产业投资基金风险及防范 42
- 3.6 产业投资基金案例 44

第4章 并购基金投资价值 46

- 4.1 并购基金内涵特征 46
- 4.2 并购基金的投资价值及作用 48
- 4.3 并购基金风险及防范 49
- 4.4 并购基金投资案例 52

第5章 对冲基金投资价值 57

- 5.1 对冲基金内涵特征 57
- 5.2 对冲基金的组织运行 61
- 5.3 对冲基金的投资策略 64
- 5.4 对冲基金风险及防范 68
- 5.5 对冲基金投资案例 71

第6章 主权财富基金投资价值 75

- 6.1 主权财富基金内涵特征 75
- 6.2 主权财富基金的兴起与逻辑 80
- 6.3 主权财富基金的管理 83
- 6.4 主权财富基金的投资价值 87
- 6.5 主权财富基金风险及防范 91
- 6.6 主权财富基金投资案例 93

第7章 私募股权基金组织结构 96

- 7.1 公司制 96
- 7.2 契约制 99
- 7.3 有限合伙制 104

第 8 章 私募股权基金治理结构 109

8.1 私募股权基金的委托代理 109

8.2 私募股权基金的治理 111

第 9 章 私募股权基金投融资机制 114

9.1 私募股权基金的资金募集机制 114

9.2 私募股权基金的资金来源 117

9.3 私募股权基金的投资模式 120

9.4 私募股权基金的投资流程 121

9.5 私募股权基金对投资企业的管理机制 126

第 10 章 私募股权投资退出机制 130

10.1 国际私募股权基金退出机制 130

10.2 公开上市 132

10.3 企业并购 135

10.4 股权回购 137

10.5 企业清算 140

第 11 章 私募股权基金的监管 142

11.1 国外私募股权基金监管模式 142

11.2 我国私募股权投资基金监管 146

11.3 我国私募股权基金监管模式选择 148

第 12 章 私募股权基金在中国的实践 151

12.1 我国私募股权基金概况 151

- 12.2 我国私募股权基金资金来源分析 155
- 12.3 我国私募股权基金的发展 159
- 12.4 私募股权基金与上海国际金融中心建设 175
- 12.5 私募股权基金与我国资本市场发展 180

参考文献 187

附录 193

- 中华人民共和国合伙企业法(修订) 193
- 创业投资企业管理暂行办法 203
- 外商投资创业投资企业管理规定 206
- 关于外国投资者并购境内企业的规定 214

第 1 章 私募股权基金的产生和发展

私募股权基金最早起源于 19 世纪末 20 世纪初的美国,距今已有 100 多年的历史。1946 年,美国成立全球第一家私募股权投资公司——美国研究与发展公司(ARD),这是最早的以公司形式设立的现代私募股权投资企业。发展至今,全球已有数千家私募股权投资公司,KKR 公司、凯雷投资集团和黑石集团都是其中的佼佼者。二战以后的半个多世纪以来,在全球化、信息化浪潮的推动下,全球私募股权基金迅速发展,目前已经成长为一个庞大的产业,其年度市场规模超过万亿美元。尤其在美、欧等发达国家,私募股权基金已经成为资本市场的重要组成部分,每年投资额往往占到东道国 GDP 的 4%—5%。私募股权基金的快速发展,催生出以互联网、信息技术、生物医药等为代表的诸多新兴行业和一大批新兴企业,成为推动经济发展、促进企业成长不可或缺的重要力量。私募股权投资市场也已经成为继银行信贷和公开股票市场融资之外的第三大融资市场,并对世界范围内的技术进步、经济发展产生重大影响。

1.1 私募股权基金内涵特征

私募股权基金虽然已经发展了 100 多年,但对其概念、内涵和特点的认知总体上仍然处于探索和完善阶段。

1.1.1 私募股权基金的含义

认识私募股权基金,首先要对“私募”、“基金”等概念有所了解。所谓“私募”,是相对“公募”而言的,是指面向社会特定投资者,如机构投资者和个人投资者,非公开发行募集资金。由于不是面向社会大众公开募集资金,私募在西方国家发行时往往可以拥有豁免注册登记的权利,但并不会因此而失去监管。所谓“基金”,是指一种投资理财工具,即把众多投资人的资金汇集起来,按照协议由基金托管人(如银行)进行托管,由专业的基金经理人进行投资管理,所得收益由投资者按出资比例分享。

私募基金(privately offered fund),是指通过非公开方式,面向一定数量的机构投资者募集资金所设立的基金。与公募基金相比,私募基金面向特定对象募集,投资门槛较高,风险和收益率也相应较高。根据投资对象的不同,私募基金可以分为两种,一种是私募证券投资基金,即向特定的投资者私下募集资金,然后认购证券的私募投资;另一种是私募股权基金,即本书所讨论的基金形式,其募集的资金主要用于投资公司股权(特别是未上市公司的股权),以期获取股权溢价的收益。

私募股权基金(private equity fund, PE Fund),一般而言,是指通过非公开的渠道募集资金,对有潜力的公司进行股权投资,以期日后通过上市、并购等方式,出售或转让所持有的股权并获利的实体或行为。私募股权基金有时也被称为私募股权资本、私人股权资金等。

对私募股权基金,不同研究机构、专家学者有如下不同定义。

欧洲私募股权与创业投资协会(the European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA)认为,私募股权基金包括所有非上市交易的权益资本。这里,私募股权基金概念基本等同于风险投资(venture capital, VC),该协会把VC定义为投资于企业早期(种子期和创业期)和扩展期的专业的股权投资基金。

英国风险投资协会(BVCA)也把VC看作是私募股权基金的代名词,即提供长期的承诺股权资本帮助未上市企业成长的投资基金。

美国风险投资协会(NVCA)将私募股权基金的概念分为广义和狭义两种。广义包括所有的风险投资基金、并购基金(management buyout),以及夹层投资基金(mezzanine investment)、基金的基金(fund of funds)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,我国一些学者也对私募股权基金给出了各自的定义。可分为狭义和广义两个概念。广义概念是指对种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 等各个时期的非上市企业所进行的投资;狭义概念则是指对已经形成一定的规模并产生稳定现金流的非上市成熟企业进行股权投资。

综合不同研究机构、专家学者的观点,我们认为,从不同的角度考虑,私募股权基金有广义与狭义两种理解。从广义上而言,私募股权基金涵盖未上市企业发展各阶段的股权投资,包括企业初创阶段、扩张阶段、成熟阶段等的股权投资。但也有少部分私募股权基金投资已上市公司的股权,如参与定向增发、股权收购等。从狭义上而言,私募股权基金主要指对已经形成一定规模的,并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分,主要是指创业投资后期的私募股权投资部分,其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。根据目前市场的发展趋势,广义私募股权基金与狭义私募股权基金的界限已逐渐重叠,且政策或立法上较难明确区分广义私募股权基金与狭义私募股权基金的概念。因此,本书的研究对象为广义上的私募股权基金。

1.1.2 私募股权基金的特点

私募股权基金有以下几个特点。

1. 私募股权基金以“私募”方式募集资金和投资

作为一种私募基金,私募股权基金的资金募集和投资都是通过“私募”方式进行的。在资金募集时,私募股权基金通过“私募”的方式向有限的机构投资者或个人募集资金。他们通常都是专门投资于这类基金的有丰富经验的专业投资者(包括机构投资者和富有的个人投资者)。在投资时,私募股权基金主要投资的是未上市企业。这些企业也是通过“私募”的方式向私募股权基金融资的,是与企业在证券市场通过公募方式融资不同的一种融资方式。

2. 私募股权基金专注投资于成长性企业

企业成长性是一个动态概念,对于企业成长性的理解有很多不同角度,不在于规模大小,主要是发展空间和前景。很多小型企业具有很好的成长性。因而,受到私募股权基金的追捧。私募股权基金通过股权投资于这些具有良好成长性的企业,从资本、经营管理等方面对企业提供支持,推动企业快速发展,并分享股权投资收益。是否具有良好的成长性,是私募股权基金投资的重要参考因素。

3. 私募股权基金由专业人员运作和管理

从私募股权基金的筹集、投入,到参与一定的管理,一直到最后卖出、退出的全过程,都由专业人员进行运作和管理。这也是私募股权基金和一般投资的区别。几个有钱人自己喜欢的项目集资投入并直接管理,严格地讲,这不是私募股权基金,只是投资而已。

4. 私募股权基金是联系企业与资本市场的纽带

私募股权基金对企业股权的投资和退出大多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。私募股权基金与资本市场具有相互促进作用。比如,美国纳斯达克市场的发展离不开私募股权基金扶持的大量高科技企业,大量企业的上市融资又进一步推动纳斯达克的繁荣。

1.1.3 私募股权基金的属性

私募股权基金是金融资本和实体经济相结合的媒介,兼具金融属性和产业属性。

1. 私募股权基金的金融属性

金融是现代经济的核心。私募股权基金作为一种金融中介,具有资金融通、资源配置、价值增值等功能。我国学者朱奇峰(2010)认为,私募股权基金的金融功能属性包括以下几个方面:一是融资功能。由于信用缺失、规模较小等原因,一些具有发展潜力的新兴企业往往难以从银行获得资金支持,也无法从证券市场获得直接融资,私募股权基金可以为其提供股权融资,从而有效缓解这类企业的资金需求。二是风险管理功能。私募股权基金是专门从事项目投融资管理的中介机构,除了可以给企业提供资金支持,还能够为企业带来先进的管理经验与技能,提高企业的管理水平,完善公司治理结构,从而提高企业的成功率。三是资源配置功能。私募股权基金能够发现市场上价值被低估的企业,并通过投资这类企业提高其市场价值至合理水平,再通过出售企业股权来获取回报,从而促进金融资源的合理配置。四是理财功能。私募股权基金以非公开募集方式成立,具有高风险、高收益的特点,只面向少数有风险承受能力的投资者,为风险偏好类型的投资者提供了合适的投资理财工具。

2. 私募股权基金的产业属性

私募股权基金是与实体经济结合最紧密的金融资本,其产业属性主要体现

在：一是直接推动产业发展。私募股权基金通过投资产业中具有成长性的企业，促进企业实现超越常规发展，并带动整个产业发展。私募股权基金通常投资于新兴产业，但从投资机会而言，无论是新兴产业还是成熟产业，甚至是夕阳产业，私募股权基金都可以找到投资机会。二是创造新的产业。私募股权基金往往对产业的未来发展有着深刻的洞察，能够在某个产业出现端倪之时就积极介入，寻找行业领先企业进行投资。有时，私募股权基金通过投资一家极具创新商业模式的企业，就可以催生出一个新的产业。三是促进产业结构优化。为提升企业价值、提高产业整体竞争力，私募股权基金有时会运用资本的力量，推动产业内企业强强联合，或者强弱兼并，打造强大的产业领头羊，从而实现最高的溢价回报。四是淘汰落后产业。私募股权基金在淘汰落后产业方面也往往会积极参与，通过与政府谈判，以很低的价格整体打包收购、处理被淘汰的落后企业，实现产业的淘汰、迁移或升级，从而获得溢价回报。

1.1.4 私募股权基金主要类型

根据基金组织形式、被投资企业所处阶段及其资金主要来源的不同，私募股权基金可以分为以下几类。

1. 根据私募股权基金的组织形式进行的分类

根据设立时所采取的不同组织形式，私募股权基金大致可以分为有限合伙型、契约型和有限责任公司型三类。其特征如表 1.1 所示。

表 1.1 不同组织形式私募股权基金的特征

私募股权基金组织形式	组 织 架 构	常用范围 或举例
有限合伙型	由承担有限责任的投资人和承担无限责任的管理人共同设立有限合伙的私募股权基金公司	美国等地的私募股权基金多采用该组织形式
契约型	投资人与管理人 not 设立基金公司，而是直接签订协议确定双方的权利义务	例如，天津的渤海产业投资基金即采用该种形式
有限责任公司型	投资人与管理人共同设立有限责任私募股权基金公司，投资人与管理人均承担有限责任	我国早期私募股权基金多采用这种组织形式

2. 根据对外投资企业所处的不同阶段进行的分类

根据对外投资企业所处的不同阶段,私募股权基金可以分为风险投资、重振资本、发展资本、并购资本等四类。其特征如表 1.2 所示。

表 1.2 不同阶段类型私募股权基金的特征

名 称	被投资企业所处的阶段	特 征
风险投资	被投资企业处于起步阶段	被投资企业设立不久,私募股权基金的投资风险高,但收益也高
重振资本	被投资企业处于转型或扭亏为盈阶段	被投资企业处于转型或拓宽原有业务模式的时期,私募股权基金的投资风险与收益较风险投资低
发展资本	被投资企业已经进入稳定发展阶段	被投资企业具有相对稳定的收入,业务较成熟。私募股权基金的投资风险与收益较重振资本低
并购资本	通过收购所投资企业的股权实现对企业的控制	被收购企业处于价值低估阶段,通过收购获取价值重新评估收益,投资风险与收益较发展资本高

3. 根据筹集资金的主要来源进行的分类

根据筹集资金的主要来源不同,私募股权基金可以分为政府主导型、机构投资者主导型、私人投资者主导型和混合型等四类。其特征如表 1.3 所示。

表 1.3 不同资金来源的私募股权基金的特征

类 型	主要资金来源	特 征
政府主导型	资金来源主要为政府财政拨款	在私募股权基金发展的早期阶段多采取这种形式
机构投资者主导型	资金来源主要为养老金、银行、保险公司等机构投资者	现代私募股权基金的主要资金来源渠道,筹集的资金量较大
私人投资者主导型	资金来源主要为自然人或私人企业	小型私募股权基金的主要形式
混合型	兼具以上几种资金来源	以机构投资者分别和政府与个人投资者合作的居多

由于私募股权基金仍处于不断的发展之中,各国私募股权基金的实际情况与

相关的法律均有所不同,分类依据也各不相同,在此不再赘述。

1.1.5 一组相关概念的区分

1. 私募基金与公募基金的区别

私募基金与公募基金在募集方式、募集对象等多个方面存在一定的区别。具体如表 1.4 所示。

表 1.4 私募基金与公募基金的区别

区 别	私 募 基 金	公 募 基 金
募集方式	非公开方式	公开方式
募集对象	少数特定投资者,多为有一定风险承受能力、资产规模较大的个人或私募基金	不确定的社会公众投资者,多为中小投资者
信息披露要求	相关信息公开披露较少,一般只需半年或一年私下公布投资组合及收益,投资更具隐蔽性	要求定期披露详细的投资目标、投资组合等
服务方式	“量体裁衣”式,投资决策主要体现投资者的意图和要求	“批发”式,投资决策主要基于基金管理公司的风格和战略
监管原则和标准	监管相对宽松,基金运作上有相当高的自由度,较少受监管部门的限制或约束	对基金管理人有严格的要求;对基金投资活动有严格的限制
投资策略及限制	投资组合和交易一般不会受到限制,就美国对冲基金而言还可以不受限制地使用财务杠杆和各种金融衍生工具	不同性质的基金投资组合有不同的规定,但往往对资金投向各种工具和市场的比例有限制性规定
对投资者要求	具有一定的投资资金规模以及理性的投资理念	要求相对较低
风险	相对较大	相对较小
双方关系	投资者可以与基金发起人协商并共同确定基金的投资方向及目标,具有协议性质	由基金发起人单方面确定有关事项,投资人被动接受

2. 私募股权基金与风险投资的区别

私募股权基金起源于风险投资,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基金的同义词。这一点

从上文欧洲私募股权与创业投资协会对私募股权基金的定义也可看出。20 世纪 80 年代以来,大型并购基金的风险使得私募股权基金有了新的含义,二者主要区别在投资领域上。风险投资基金投资范围主要是处于初创期和扩张期的高新技术企业融资,私募股权基金的投资对象主要是那些已经形成一定规模的,并产生稳定现金流的成熟企业,这是其与风险投资基金的最大区别。

3. 私募股权基金与私募证券基金的区别

私募证券基金是相对于受政府主管部门监管的,向不特定投资人公开发行受益凭证的证券投资基金而言的,是指通过非公开方式向少数机构投资者和富有的个人投资者募集资金而设立的基金,它的销售和赎回都是基金管理人通过私下与投资者协商进行的。私募股权基金与私募证券基金都是私募基金,但二者的投资对象不同——私募股权基金以非公开募集的方式投资于未上市的公司股权;私募证券基金将非公开募集的资金投资于证券市场产品(多为公共二级市场)。因此,私募股权基金主要是针对企业股权的投资,重在获取企业经营的收益,私募证券基金重在获取股票的市场收益。

4. 私募股权基金与创业投资基金的区别

从一定意义上讲,私募股权基金包含了创业投资的范畴,很难明确划分其界限。但二者在投资行业、退出机制等方面还是有所差异的。创业投资基金多投资于初创期和扩张期的企业,近年来有向扩张期企业投资增多的趋势。私募股权基金的投资形式呈现多样化,尤其是对即将上市和已上市企业投资比重较高,通常占总投资额的一半以上。究其原因,一方面是即将上市的企业规模较大,所需要的资金量高于成长期企业;另一方面,即将上市企业和已上市企业的投资风险较小,私募股权基金投资于这类企业,有助于分散基金整体投资组合的风险。从退出渠道看,创业投资基金三个主要的退出渠道分别是 IPO、股权转让和并购,私募股权基金目前最主要的退出渠道仍然是上市。

5. 私募股权基金与对冲基金的区别

对冲基金(hedge funds)又称套利基金或避险基金。对冲一词,原指在赌博中为防止损失而采用两方下注的投机方法,因而把在金融市场既买又卖的投机基金称为对冲基金,其最大的特点是进行贷款投机交易,即买空卖空。从广义上讲,对冲基金也属于私募股权基金的一种。二者既有共同点,也在投资对象上有一定差别。私募股权基金和对冲基金的共同点是,都是向潜在投资者私募后建立的。对