



以投资银行大师何小锋先生为核心的北京大学PE研究团队 私募股权系列之一  
Led by Professor He Xiaofeng PE Series by PE research team in Peking University

# 私募股权 投资基金教程

PE(F) 的价值创造:理论与案例

How Private Equity Creates Value:  
When Theories Meet the Reality

窦尔翔等 著  
By Professor Dou Erxiang



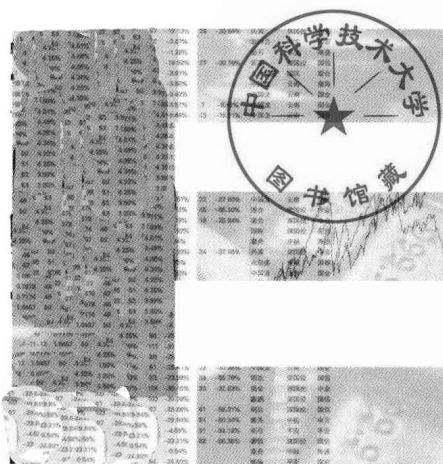
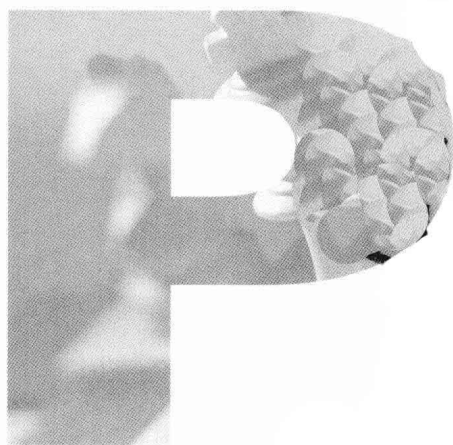
经济科学出版社  
Economic Science Press

# 私募股权 投资基金教程

PE(F) 的价值创造：理论与案例

How Private Equity Creates Value:  
When Theories Meet the Reality

By Professor Dou Erxiang  
窦尔翔等著



 经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资基金教程——PE (F) 的价值创造：  
理论与案例/窦尔翔等著. —北京：经济科学出版社，  
2011. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0827 - 9

I. ①私… II. ①窦… III. ①企业 - 融资 - 研究  
②基金 - 投资 - 研究 IV. ①F275. 1②F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 129074 号

责任编辑：于 源  
责任校对：郑淑艳  
版式设计：代小卫  
技术编辑：邱 天

### 私募股权投资基金教程

PE (F) 的价值创造：理论与案例

窦尔翔等 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京天宇星印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 26. 75 印张 460000 字

2011 年 7 月第 1 版 2011 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0827 - 9 定价：49. 50 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 序

## 深化股权投资基金在中国的发展

PE 自从 2006 年在中国再度兴起以来，其发展一直保持方兴未艾的势头。2010 年 PE 投资在世界各国，特别是西方主要国家一直都在下降，然而中国却呈现一枝独秀的景象，可谓蓬勃发展。应当如何看待这种现象？我们认为，这是 PE 在中国深化发展的结果。我们希望能够继续保持促进 PE 发展的“深化机制”，有效利用 PE 为中国经济发展造福。PE 在中国的深化发展体现在以下几个方面：

### 第一个方面：关于 PE 发展的国际惯例

中国股权投资基金深化发展的基础是 PE 发展的国际惯例。总体来说，由于中国金融长期滞后于实体经济的发展，从而中国金融也滞后于世界金融的发展。所以，总体来说 PE 是个“舶来品”。所以，中国 PE 的发展应当重视借鉴国际惯例，以免走弯路。当然，在实践中，PE 的发展也要联系中国实际，所以，PE 发展在中国的发展呈现为“本土模式”和“舶来模式”交互促进的过程。中国在 1991 年成立了第一家本土化基金——淄博基金。只不过中国金融发展既滞后实体经济的发展，也滞后于国外金融的发展，PE 发展更是一波三折。直到中国内地第一起典型的 PE 案例——2004 年 6 月美国著名的新桥资本（New Bridge Capital）收购深圳发展银行后，很多相似的 PE 案例才接踵而来，PE 投资市场渐趋活跃。PE 发展需要遵从国际惯例，最重要的是 PE 发展要按照市场规律行事。这在中国有两点经验教训：一是管理人市场化信誉机制的形成问题。违背这一原则，基金业绩就会受影响。一般基金管理人与基金投资人的关系是先有基金管理人，才有基金的发行，其成功与否取决于投资者对基金管理人历史业绩的认可。然而，中国第一只政府批准的渤海产业投资基金却与此机制恰好相反。它是先有基金投资人，然后从基金投资人中间产生基金管理人，由资金权重决定管理权力。事实证明，渤海产业投资基金的运作不够理想。再有就是成立于 2007 年的中国投资有限责任公司（简称“中投公司”）掌管了相当于 2000 亿美元的外汇储备，却在诸如黑石、大摩、美国“储备基金

管理公司”等国际投资项目连连失利。然而，同一时期的阿布扎比投资局等多家国家主权财富基金却迅速收回了投资，获得骄人业绩。这说明国家主权财富基金要进行跨国投资，其投资人队伍必须具有国际视野和经验，否则就应当交给有经验、有品牌的管理公司运作。总而言之，市场化投资需要通过市场声誉机制筛选基金管理者，而不应通过行政任命机制任命基金管理人。二是基金投资范围应当市场化。尽管股权投资基金的投资对象是未上市股权，其投资原则未必符合“马柯维茨组合理论”，但若要将其限定在某一个地区或者某一个特定的产业领域则是显然有悖于风险分散原则的。中国一直实行股权投资基金审批制以及将其称谓限定为“产业投资基金”是一种不懂股权投资的商业化原则的表现。我作为中国股权投资基金法课题组组长（2006年），力举将中国产业投资基金的名称改为“私募股权投资基金”或者“股权投资基金”，庆幸的是，发改委正式采纳了我的建议。从此，中国股权投资的商业化机制不断加强。社保基金不是将资金交给一般的“产业投资基金”，而是选择鼎辉、弘毅等市场化的“股权投资基金”就是最好的印证。PE发展的另一个国际惯例是PE一般都采取有限合伙制的方式，这一点在国内已经达成了共识。

## 第二个方面：从“基金投资组合”到“企业融资组合”

说起投资组合，其作用是基金投资者为了通过分散风险而减小非系统性风险。“融资组合”强调的则是企业为了完善治理结构，通过引入投资基金而使企业的“股权种类多元化”、“股权结构优质化”、“价值增值化”、“资金放大化”。其中，前两个“化”往往是共生的，这与中国的国情相关。中国的“两头企业”都需要股权多元化和优化。中国的“大块头”企业往往是央企或者国企。这些企业亟须股权结构的变化，这一任务大部分已经在改革开放初期通过股份制改造完成。然而，随着企业环境的变化和反垄断力度的加强，许多企业都需要进一步引入股权，促使股权分散。这种独特的空间只有我们中国才有，所以我认为PE虽然发明于西方，但是在中国有独特巨大的发展空间。而中国改革开放初期形成的很多企业，规模小，家族式企业居多，需要股权优化，建立现代企业制度。其实，以前由于大家对股权投资基金认识存在误区，中国的很多中小企业都很少有机会采用市场化股权融资基金工具。这样，中小企业面临的不仅仅是融资问题，还有股权结构单一而造成的企业治理问题。而所谓“价值增值化”主要强调的是股权投资基金发达的国家，会形成发达的股权投资基金管理公司市场，基金管理公司容易形成专业化、市场化特征，这些管理公司“阅企无数”、经验丰富。往往比企业家具有更加专业化的财务知识、资产重组技能、上市人脉，从而能为企业创造更大价值。所谓“资金放大化”，主要强调的是股权投资基金的增信功能和“投资信号功能”。对于中小

企业甚至某些大型企业来讲，债性资金的潜在提供方往往感到向这些企业供资有风险或者对其风险不能确切认识，这将使得企业很难得到债性资金。但是，企业财务制度表明，如果有经验的 PE 投资了这些企业，债性合约提供方将会在 PE 分红之前获得资金补偿，这等于 PE 增加了企业的信用。当然，PE 的介入不仅引来了债性边际合约，从而使企业融资能力得以放大，同时还会由于 MM 定理从而得到基于税遁的融资结构优化功能。至于“投资信号功能”则主要是指一旦一个优秀的 PE 管理公司投资于某一个企业，其他的潜在投资者将会“搭乘信号便车”，从而明晰或者增大对目标企业的投资。现在出现一种更加直接的趋势，就是资产拥有者直接将资产交给 PE 管理，这对国有资产特别有意义。有些国有机构并不具备管理资产的专业化功能，但如果交给专业团队去管，这种专业团队会使国有资产迅速增值，但是并不是国有机构的翻拍和扩张。社保基金之所以将资金交给弘毅投资、鼎辉投资去管理就是这种情况。

### 第三个方面：PE 发展要与股权市场的深化相联系

以前我们谈 PE 的发展，主要集中在其本身。这表现为：一是对于其参与主体的培育方面。这包括基金购买人的合格性。比如，单个基金投资人的资金量达到一定程度，就能够承受失败的冲击，这类主体才是合格主体。另外在我国，商业银行还不允许成为 LP。再比如关于国别待遇问题，我们曾经允许“两头在外”的 PE 模式，即境外募集，境外退出，其成本低、速度快，且可以避开内地复杂的审批程序。这种模式的好处是，外资的进入和退出渠道都在国外，整个运作都不用结汇成人民币。2006 年 9 月 8 日起实施的《关于外国投资者并购境内企业规定》（即“十号文”）规定，境内企业以外资名义到境内投资或到境外设立公司再返程投资时，需经商务部审批，此类公司要去境外上市，也需经中国证监会批准。而此前，只需要在证监会备案即可。外资的运作受此限制，表现一落千丈。2011 年 1 月 11 日，上海市金融办正式发布《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，这是我国资本项目开放的一小步，但却是十分重要的尝试，标志着参与试点的境外股权投资基金（PE）有了一条投资境内企业的“直达通道”（QFLP——即合格境外有限合伙人）。第二种要培育的主体是基金管理公司。这也表现为首先是关于国内企业的资格问题。比如，国有企业不能做 GP。另外，就是基金管理公司的国别资格问题。2009 年 12 月，上海浦东新区公布《浦东新区设立外商投资股权投资管理企业试行办法》，成为国内首个允许外资股权私募投资（PE）和风险投资（VC）等以“股权投资管理企业”身份进行合法登记注册的地区。PE 发展集中于其本身的发展的第二个表现是 PE 的一级市场方面。一级市场包括基金份额的一级市场以及股权投资的一级市场。由于股权投资目前还是私募，所

以，一级市场一般不需要监管。

其实，从长远来看，PE 制度能否持续繁荣发展会与 PE 二级市场的发展紧密相关。即 PE 二级市场的发达程度，会反过来影响 PE 制度本身的发达程度。基金份额与股权本身都存在二级市场的发达程度问题。它们的二级市场可以分为两类：一类是由私募性质转为上市性质，从而股权由非标准化升华为标准化。比如，非上市股权在主板市场、二板市场上市；第二类是非标准化股权的转让的问题，比如股权在产权交易所、股权交易所或者叫做（三板市场、新三板市场）进行交易。股权交易市场的公开化具有解决传统的“一手托两家”的信息不对称的功能，从而起到充分发现股权价值的作用。但是由于股权投资的私募性质，要吸引股权入市交易，必须从观念的改变和交易费用的下降上下工夫。从资本市场的发展趋势来看，我个人估计“十二五”规划期间，上市公司规模会从 2000 多家上升到 2 万家左右；还有 1 万家将进入三板市场交易。所以，资本市场的发达程度提高，将会促进 PE 在中国的持续稳定的繁荣发展。所以，我估计 PE 还有 10 年的黄金发展期。另外，需要强调的是，中国股权基金份额的非标准化二级交易市场不发达，基金份额的标准化交易更是几乎不存在。如果政策能促使这一部分资本市场能量释放，将会反过来大大促进股权投资基金的发展。

赛尔翔博士带领的一个子团队进行了股权投资基金的研究，他们以主体为对象，研究了 PE 各主要相关体是如何进行价值创造的，同时也考虑到了各经济主体的价值转移动机，并站在各个主体的立场上细致研究了其博弈行为，以方便不同读者带着潜在的市场定位阅读这本书。可见，这种写作设计体现了著作者为读者服务的良苦用心和独具匠心。我觉得这本著作在研究视角和体系框架上具有相当的创新；当然，由于时间仓促，本著作还可能存在这样那样的瑕疵，但还是期望该书能抛砖引玉，为各界 PE 爱好者和 PE 精英带来启发。

北京大学金融学教授、博导

北京大学经济学院金融学系主任 何小锋

北京大学金融与产业发展研究中心主任

北京股权投资协会副会长

2011 年 6 月 28 日

# 前言

我们可以切身地感到，PE 目前在中外发展的热度不断提升。“PE 俨然已经是华尔街的新贵”。2004 年英国著名财经杂志《经济学家》已经将 PE 巨头的掌门人称为“资本主义的新国王”。2007 年 3 月，《财富》杂志以封面故事介绍施瓦茨曼，称其为“华尔街新王”。“早在 20 世纪 80 年代，绝大多数商学院的毕业生都希望成为投资银行家。到了 90 年代，他们的理想则是进入与技术相关的风险资本公司或网络公司。而如今，最热门的去处却是私人股权公司。”<sup>①</sup>事实上，在中国许多从事 VC（风险投资基金）和投资银行的机构，甚至其他机构都纷纷对 PE 趋之若鹜。由于国内外 PE 发展格局不同、发展环境不同、各界同仁对 PE 了解要求的程度和角度不同；我们作为北大 PE 研究团队，理应急社会之所急，提供多层次、多角度的 PE 研究成果。

本书主要有以下特点：

## 1. 将私募股权投资基金放在整个金融形态中进行定位和透视

人类社会已经面临各种资源枯竭的威胁，需要金融创新作为手段，促进人们寻找新材料、新能源、新技术。著名经济学家约瑟夫·熊彼特（J. A. Schumpeter）在 1912 年《经济发展理论》中首次提出了创新理论，他认为：“所谓创新，就是建立一种新的生产函数，也就是说，把一种从来没有过的关于生产要素和生产条件的‘新

<sup>①</sup> Bik Kirkland. 致富王国：私人股权投资基金. 财富杂志中文版，2007-9（上），转引自王燕辉. 私人股权基金. 经济管理出版社，2009.



组合’引入生产体系。这种新组合包括以下内容：引入新产品；引入新技术，即新的生产方式；开辟新的市场；开拓并应用原材料新的供应来源；实现工业的新组织”。我们认为，其实熊彼特的理论也可以用于金融业。私募股权投资基金即是一种新的金融组织，一种新的生产函数。

## 2. 私募股权投资基金与传统银行具有深度联系

这些基本的深度联系表现为<sup>①</sup>：首先，私募股权投资基金极强的“脱媒效应”，从而可以大大降低基于银行的宏观调控政策。这可以用来解释私募股权投资基金最近兴盛以来，央行政策效应下降的事实。当然私募股权投资基金之所以替代银行，可能与银行的媒介效率不够理想有关系。其次，私募股权投资基金与银行具有极强的联动效应。一是银行既可以以 LP 的身份持有基金份额；二是银行也可以以 GP 的身份或者间接的 GP 身份参与私募股权投资基金的管理；三是银行也可以接受私募股权投资基金的股权投资。假定私募股权可以直接投资于银行的贷款资产包，该种机制就转化为近似的资产证券化，从而解决银行的流动性问题。如果这种资产证券化机制可以稳定发展，这种制度就相当于银行和证券化投资者的有效分工，从而私募股权投资基金此时不是加强“脱媒效应”，反而提升了银行传统的存贷（媒介）功能。

## 3. 私募股权投资基金具有独特的制度优势

PE 是一种促使交易主体双方的收益达到最大程度增加，或者接近最大程

---

<sup>①</sup> 笔者此处全面探讨了私募股权投资基金与商业银行之间可能存在的股权关系与业务联系，是为了让读者对此问题有全面的认识，至于现实中各经济体的有关金融法律安排，可以参考如下法律法规或部门规章：

1. 美国的《2010 年多德-弗兰克法》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）下的《2010 年私募基金顾问注册法》（Private Fund Investment Adviser's Registration Act of 2010）及沃克尔法则的有关规定；其中，对于银行投资于私募股权领域做出了较为严格的限制（较之金融危机之前）；

2. 中国的《贷款通则》、《商业银行法》等的有关规定，对银行投资于私募股权领域构成了实质性障碍；《商业银行并购贷款风险管理指引》的出台被视为银行资金开始可以流向私募股权投资领域的肇始，其规定了商业银行为并购方提供并购贷款的资格条件、风险管理要求等。具体而言，比如，《贷款通则》规定：不得用贷款从事股本权益性投资，国家另有规定的除外；《商业银行法》规定：第三条 商业银行可以经营下列部分或者全部业务：（一）吸收公众存款；（二）发放短期、中期和长期贷款；（三）办理国内外结算；（四）办理票据承兑与贴现；（五）发行金融债券；（六）代理发行、代理兑付、承销政府债券；（七）买卖政府债券、金融债券；（八）从事同业拆借；（九）买卖、代理买卖外汇；（十）从事银行卡业务；（十一）提供信用证服务及担保；（十二）代理收付款项及代理保险业务；（十三）提供保管箱服务；（十四）经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。经营范围由商业银行章程规定，报国务院银行业监督管理机构批准。商业银行经中国人民银行批准，可以经营结汇、售汇业务。

度增加的经济金融制度安排。在英文中, Equity, 既可以指已经上市的股票 (Public Equity), 也可以指未上市的股权 (Private Equity)<sup>①</sup>。我们通常所说的私募股权中的股权就是后者。由于这两种股权性质的差异, 导致了二者具有根本不同的资源配置和退出机制, 从而导致了资本品市场的效率存在巨大差别。后者配置的是实体资产, 可以直接改变产业的规模和结构, 投资者可以通过合约来行使自己的发言权和退出权。前者配置的是虚拟资产, 不具有改变产业规模和结构的功能<sup>②</sup>, 中小投资者很难通过委托—代理机制行使自己的发言权, 退出的方式也往往只能采取“用脚投票”的被动方法。这两种配置资源市场的另一个重大区别是前者容易利用各种不公正手段进行高频交易、内幕交易等, 对弱势投资者不利, 也容易产生市场泡沫。而后者由于一般具有中长期投资的特征, 加之交易对象的非标准化、交易的非连续性等交易制度的规定, 不容易形成内幕市场, 也不容易产生市场泡沫。

#### 4. 私募股权投资基金是一个“网链式”资本市场

按照熊彼特的创新理论, 私募股权投资基金不是一个单独的金融机构, 也不是一个单独的金融产品或者金融工具, 而是一个“资本市场群”; 更重要的是, 这些交易主体之间是一种法律性质的、合同式、“网链式”交易关系。其实, 所有的资本市场都在一定程度上具有网链关系, 但私募股权投资基金这种网链关系更加正式、更加紧密。私募股权投资基金这种“网链性质”的发现, 为找到以往金融监管的缺陷提供了分析问题的突破口。以美国“次贷危机”为例, 美国次贷危机的制度基础是资产证券化, 而资产证券化是一个具有网链式性质的金融制度安排, 但其监管的范式却是仅针对某些机构、某些行为的“点式监管”、“环式监管”, 却不是“链式监管”<sup>③</sup>。“链式监管”要求整个资本市场链风险最小化, 而不是其中的某一个环节的风险最小化。

#### 5. 私募股权投资基金是一个利益“博弈链”

本书以基金参与主体的利益为基点构建逻辑框架, 分析了每一个行为主体

---

① 注意: 本著作认为, 此处的“Private”是用来修饰“Equity”的形容词; 而“PE”实则是“Private Equity Fund Share—Private Equity—Fund”的缩写, 可以缩写为PE或PE(F)。而随着基金份额的公募形态的出现, “PE(F)”中的“P”既可以代表“Private”, 也可以代表“Public”。

② 再融资除外。

③ 康从升(窦尔翔指导). 股权投资基金监管: 机理与中国模式[D]. 北京大学硕士学位论文, 2011.

在基金中的位置、功能、“责、权、利”。尽管合约的约束可以减小信息不对称，从而在理论上能够保护各个主体的利益。但是，由于“合约不完备性”的存在、法律环境的缺失和不完备、经验的稀缺等因素，各个主体都希望知道自己应该具备哪些经验？可能面临哪些风险？可能具备哪些潜在优势？如何与合约对手博弈，以使风险最小化、收益最大化……

由于本书独特的框架安排与内容特征，本书的受众将非常广泛。最基本的受众包括一切想成为私募股权投资基金及其利益相关者的人，包括：基金份额持有人、基金管理人、股权融资企业、基金托管人（往往是银行）、各类事务所；从二级市场的角度看，还可能包括 FOF、基金份额的交易人<sup>①</sup>、股权交易人<sup>②</sup>；从泛监管的角度看，既包括相应的法律法规，还包括政府和行业协会；对于初学者来说，可以多关注各个主题的功能以及书中所精心挑选的案例；对于想将私募股权基金做到极致的人来说，认真体会私募股权投资基金与其他金融形态之间的内在联系以及理论部分是大有裨益的；不管是经管类的学生还是教师，注重著作中的理论基础和部分模型也很有必要。

赛尔翔

二〇一〇年三月六日于北京大学中关园

---

① 有一种基金接手者叫“打劫者”。

② 按照逻辑，股权的交易分为两种：一种是按照合同的“退出性交易”，另一种是“封转开”式交易。目前只有证券投资基金由于具备频繁的二级市场交易等原因而存在“封转开”式基金；而私募股权投资基金本身就属于长期持有周期的股权资本，不仅不允许进行连续性交易，即便是间隔性的交易类型都鲜有出现。但随着法律环境等因素的变化以及人们对私募股权的加深理解，私募股权投资基金迟早也会出现“封转开”现象。

# 目 录

<b>第 1 章 PE 是一种新型金融组织</b> .....	2
1.1 PE 是一个资本市场链 .....	3
1.2 PE 是一个资本市场网 .....	4
1.3 PE 是一种与银行密切相关的金融组织 .....	5
1.4 几点重要结论 .....	6
1.5 本节的主要内容与逻辑架构 .....	7
<b>第 2 章 PE 的版图与势头</b> .....	11
2.1 全球视角 .....	12
2.2 亚洲视角 .....	29
2.3 中国视角 .....	36
本章小结 .....	61
<b>第 3 章 PE 契约的联盟性质：最佳联盟</b> .....	63
3.1 私募股权基金的联盟本质 .....	64
3.2 最佳联盟形态的单维特征透视 .....	71
3.3 不同联盟形态的多维特征透视 .....	95
3.4 中国环境下的最佳联盟形态 .....	102
本章小结 .....	105
<b>第 4 章 PE 作为一种资产</b> .....	109
4.1 PE 资产形成的法则 .....	110

4.2	私募股权基金收益特征及影响因素	126
4.3	基金的流动性探讨	135
4.4	基金的创新思考：受证券投资基金“封与开”的启发	143
4.5	有限合伙人的博弈动因与行为	144
	本章小结	148
<b>第5章</b>	<b>基金管理人的价值创造及其博弈</b>	<b>152</b>
5.1	具有资源整合能力的基金管理人	153
5.2	基金管理人整合机制中的价值创造	161
5.3	价值链核心的分解	174
5.4	基金管理人的博弈行为	179
	本章小结	183
<b>第6章</b>	<b>企业视角：PE作为一种融资工具</b>	<b>187</b>
6.1	企业的特征及融资工具的选择	188
6.2	是否需要PE：引入PE的得与失	200
6.3	企业选择PE的风险规避策略	204
6.4	企业如何引入PE作为投资者	212
6.5	案例分析：战略投资者如何实现百度的发展战略	221
	本章小结	223
<b>第7章</b>	<b>基于收购基金的价值创造</b>	<b>227</b>
7.1	收购基金概述	228
7.2	收购基金的理论基础	248
7.3	收购基金的价值创造过程	258
7.4	收购基金的中国模式	266
7.5	国内外收购基金经典案例	281
	本章小结	286
<b>第8章</b>	<b>PE涅槃</b>	<b>290</b>
8.1	PE退出渠道	291

8.2 PE 最佳退出渠道选择分析 .....	300
8.3 中国式 PE 退出渠道 .....	309
8.4 PE 退出的外部性效应 .....	325
本章小结 .....	328
<b>第 9 章 PE 与资本市场混业经营的关系 .....</b>	<b>331</b>
9.1 资本市场混业经营趋势增强 .....	332
9.2 PE 的网链特征与混业经营理解的深化 .....	343
9.3 PE 网链解构混业经营 .....	348
本章小结 .....	353
<b>第 10 章 政府与 PE 发展的关系 .....</b>	<b>355</b>
10.1 政府与 PE 发展的关系探究 .....	356
10.2 本章的研究与写作思路 .....	358
10.3 金融监管的理论基础 .....	359
10.4 金融监管理念的创新 .....	364
10.5 PE 监管的理论模型 .....	374
10.6 美国 PE 监管案例：金融危机前后对比 .....	382
10.7 我国 PE 监管历史、现状与问题 .....	391
10.8 PE 监管的中国模式探究 .....	397
本章小结 .....	401
<b>2009 年中国 PE 投资地图 .....</b>	<b>409</b>
<b>全球 PE 发展简史 .....</b>	<b>410</b>
<b>中国 PE 发展简史 .....</b>	<b>411</b>
<b>后记 .....</b>	<b>413</b>

## 章前导读

本章的首要任务就是要讲清楚 PE 到底为何物？只说 PE 是一种金融创新是不够的、模糊的。从 PE 的生态链可以看到，PE 是一个资本市场链，这个链条各个环节之间的联系很紧密，不是一般的市场关系，或者说已经超越了科斯所定义的市场关系，但也不是科斯意义上的企业关系，因为各个主体之间主要还是交易关系。这需要我们深入思考作为一种资本市场链，如何应用“科斯定理”来解释资本市场链行为。

其实，作为一种资本市场链的 PE，其各个主体之间的在理论甚至实践上允许通过互相持有股份，再加之与其他链外主体相互持股，从而形成一个资本市场网。核心链网与外围网链之间的这种联系使得金融信用传递非常迅速，就如同电阻很小的导线。这会为金融风险传递也不可避免地埋下隐患。从而启发我们未来有效的金融监管模式的选取要考虑这种网链业态的信用传递特征。

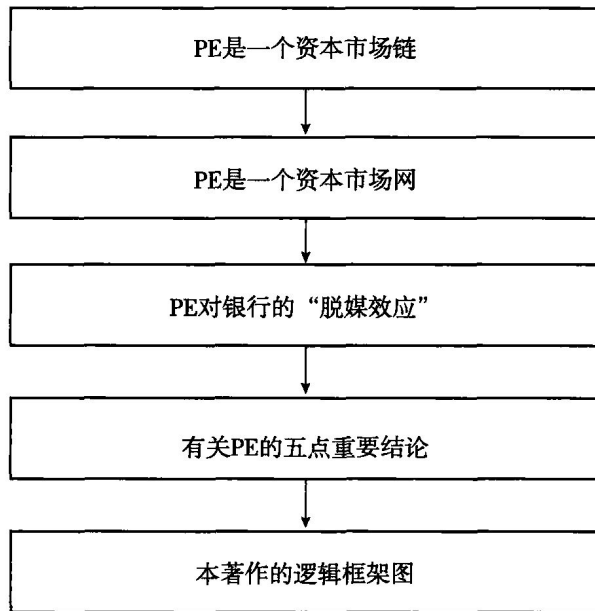
还有一个非常重要的现象，就是很多人忽视了银行组织及其利益相关者与基金之间的关系。广义来看，银行也是一个基金，只不过是资金来源和资金的使用都是惯性的而已，这样银行和基金就会产生不弱的替代性。尽管基金没有存款准备金制度和货币创造功能，但是资金媒介通道显然由于基金的存在而两分天下。其实，所有的投资基金、资产证券化、直接融资模式都具有“脱媒效应”。但最近几年 PE 的蓬勃兴起大大削弱了银行的宏观调控效果。

通过本章提纲挈领式的研究，得出了非常重要的五大重要结论。

本书的逻辑架构是按照 PE 生态链所涉及的主体为章的顺序来写的。每一个主体即自成体系，也涉及到与其他主体的利益博弈，这使得读者很容易就能做到“对号入座”，也很容易找到自己的“对手”，以做到“知己知彼，百战不殆”。

## 第 1 章

# PE 是一种新型金融组织



**本章逻辑结构图**

1. 你觉得 PE 中，各个相关主体之间的交易与一般市场主体之间的交易可能有何不同？
2. PE 作为一种资金供求渠道，和银行作为一种资金供求通道有何区别？



组织是一种资源。通常所说的组织指的是最狭义的组织，例如，企业就是一种层级结构明晰的紧密型组织。就这类组织而言，组织资源（Organizational Resources）是指组织拥有的，或者可以直接控制和运用的各种要素，这些要素既是组织运行和发展所必需的，又是通过管理活动的配置整合，能够起到增值的作用，为组织及其成员带来利益的。从内容上来看，组织资源可以表现为人力关系资源、信息资源、金融资源、形象资源，以及物质资源等。

随着社会分工的细化以及人们对组织关系的理解的深化，组织的概念趋向泛化，我们可以叫做“泛组织”。自上而下的统一管理是典型的紧密型组织的特征；而“泛组织”的组织特征则是以“合约”为纽带，而且这种“合约”往往具有经常性。近期，这种泛组织表现为两种形态：一是稳定性的“服务外包”；二是网链式金融组织。资产证券化、各类投资基金等都是典型的链式金融组织，或者网链式金融组织。

PE 是一种网链式金融组织：从静态来看，网链式金融组织可以叫做“泛组织资源”；而从动态来看，网链式金融组织本身具有生产资源的特征和机制。

## 1.1

### PE 是一个资本市场链

仅仅将 PE 理解为一种“金融创新”是不够的，起码应当叫做“金融组织创新”；仅仅将 PE 理解为“结构化融资”也是不够的，起码应当叫做“稳态结构化融资”。其实，“PE 是一个资本市场链”是其核心特征，如图 1-1 所示。

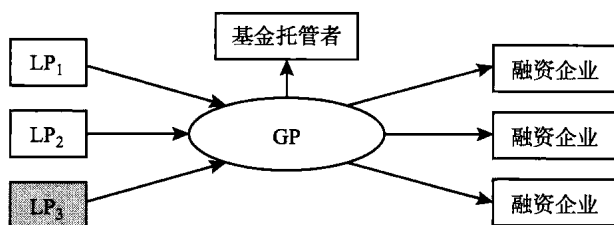


图 1-1 PE 是一个资本市场链

PE 作为一个资本市场链具有如下显著功能：

#### 1. 分工功能（效应）

经过 PE 融资的企业，可以包括企业的各个生命阶段。但是对于中小企业来说，PE 融资是宝贵的融资模式资源。中小企业往往在两种资源上比较稀缺，一是债性融资模式资源稀缺，这主要源于其抵押物少，经营前景不够明晰，与银行的风险规避原则相背；二是管理特别是现代企业的规范管理与战略资源比