

中国股权投资基金 发展新论

New Studies on the Development of
Chinese Private Equity Funds

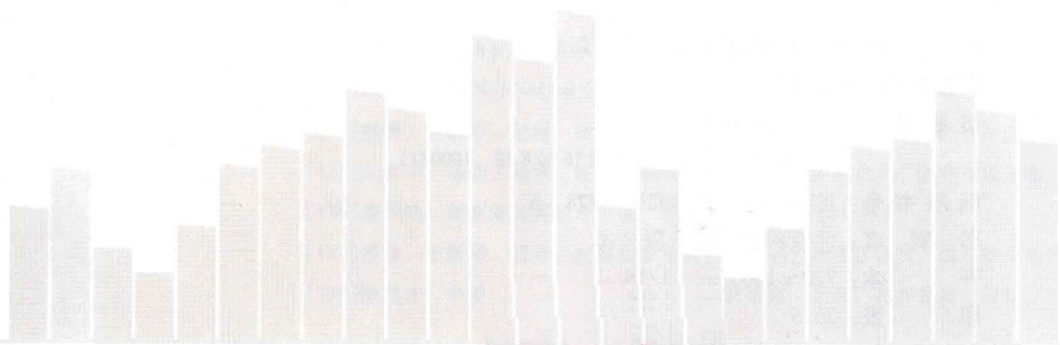
朱忠明 赵岗 著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

中国股权投资基金 发展新论

New Studies on the Development of
Chinese Private Equity Funds



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股权投资基金发展新论/朱忠明, 赵岗著. —北京: 中国发展出版社, 2012. 5

ISBN 978 - 7 - 80234 - 778 - 6

I. 中… II. ①朱… ②赵… III. 股权—投资基金—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 065846 号

书 名: 中国股权投资基金发展新论

著作责任者: 朱忠明 赵 岗

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 80234 - 778 - 6

印刷者: 北京科信印刷有限公司

开 本: 720 × 1000mm 1/16

印 张: 26.5

字 数: 416 千字

版 次: 2012 年 5 月第 1 版

印 次: 2012 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 49.00 元

咨询电话: (010) 68990692 68990622

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮箱: fazhan@drc.gov.cn

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

前言

股权投资经过近 30 年来的飞速发展，已经成为发达国家资本市场的重要组成部分。

目前股权投资在我国还处于起步阶段，虽然近几年来发展迅猛，但中国为数众多的中小企业对股权投资这条融资渠道有着广泛的需求，股权投资行业在我国还有很广阔的发展前景。创业板的推出更是进一步推动了股权投资行业的高涨，大量的股权投资基金出现，越来越多的资金涌向这个行业。另一方面，中国正处于产业结构调整和行业整合阶段，迅速成长的中小高新技术企业需要大量的资金扶持，行业间的并购也越来越多，这些都为我国股权投资行业的发展提供了基础。但是目前股权投资行业的市场格局也正在逐步发生变化。持续收紧的货币政策导致市场流动性降低，股权投资基金的融资困难和竞争加剧将致使实力不济的投资基金退出市场。同时，随着 IPO 市场的逐步回归理性，并购业务将在国内股权投资市场占据越来越多的份额，大型股权投资机构将向并购业务渗透转型。此外，IPO 前期越来越高的投资成本也将导致股权投资基金的投资阶段前移，更注重对企业前期的投资和培育。

本专著全面系统地详述了股权投资在国内外的发展历程，分析了股权投资对我国经济和资本市场发展的意义，论述了对股权投资的适度监管，提出了合理引导股权投资发展的政策建议，创新性的对股权投资进行信息经济学和产业经济学分析，并通过建立模型对股权投资的投资风

险进行实证分析。

本专著由十章构成。第一章介绍了股权投资基金的基本概念、类型、组织形式及比较,以及股权投资基金的运作。第二章从信息经济学和产业经济学的角度对股权投资基金进行了经济学分析,论述了委托代理关系中存在的逆向选择和道德风险。第三章则建立了股权投资基金投资风险指标体系,并利用三角模糊数网络建立评价模型,对项目风险因子进行实证分析。第四章着重介绍了美国和英国的情况,在分析国外发展经验的基础上提出了几点经验借鉴。第五章分别从我国本土股权投资基金和外资股权投资基金的角度,详细介绍了股权投资基金在我国的发展历史和特点。第六章主要阐述了股权投资基金对我国经济的积极推动作用。第七章则探讨了目前我国股权投资行业还存在的不足,如基金运作不规范、信息披露不完善、行业发展失衡等。第八章介绍了国外股权投资行业的立法监管现状和国内股权投资行业的立法监管,并在此基础上论述了目前监管法律制度存在的问题。第九章重点探讨了如何构建我国股权投资基金的适度监管体系。第十章分析了合理引导股权投资行业发展的具体措施,对促进国内股权投资行业的发展提出了政策性的建议。

本专著由朱忠明教授、赵岗博士提出基本框架并拟定大纲,由王英明、孔德军、耿丽聘、骆敏、郑雅文、过群、梁丹、张欢、薛朋、柴旦、刘建超、燕美灵分别撰写初稿,最后由李直、林炳城、薛朋、燕美灵副主编协助主编总纂、修改、定稿。各章初稿撰写分工为:第一章由王英明撰写,第二章由孔德军撰写,第三章由耿丽聘撰写,第四章由骆敏撰写,第五章由郑雅文撰写,第六章由过群撰写,第七章由梁丹撰写,第八章由张欢撰写,第九章由薛朋撰写,第十章由柴旦、刘建超共同撰写。

本书在写作过程中,国务院发展研究中心的研究人员、北京大学光华经济管理学院教授和博士研究生同仁对本书的写作提出了大量宝贵的意见,在此表示感谢。

朱忠明 赵 岗

2012年2月28日

第一章 股权投资基金概述	1
第一节 股权投资基金的基本概念	1
一、股权投资基金概念辨析	2
二、股权投资基金的主要特征	5
第二节 股权投资基金的类型	10
一、按企业发展生命周期不同阶段分类	10
二、按基金运作主体分类	15
第三节 股权投资基金的组织形式及比较	22
一、公司制股权投资基金	22
二、信托制股权投资基金	23
三、有限合伙制股权投资基金	25
四、组织形式的比较	25
第四节 股权投资基金的运作	28
一、股权投资市场的参与者	28
二、股权投资基金的运作流程	34
三、中国市场退出方式探讨	41
 第二章 股权投资基金的经济学分析	44
第一节 股权投资基金的信息经济学分析	44

一、信息经济学和委托代理关系概述	44
二、股权投资基金的双重逆向选择和双重道德风险	47
三、募资阶段的逆向选择和道德风险及其治理	50
四、投资阶段的逆向选择和道德风险及其治理	64
第二节 股权投资基金的产业经济学分析	80
一、产业结构优化理论	80
二、股权投资基金对产业结构优化的作用	84
三、股权投资基金对我国产业整合的作用	86
四、股权投资基金对我国产业结构优化的案例分析	87
 第三章 股权投资基金的投资风险分析与评价模型	93
第一节 股权投资基金投资风险指标体系的建立	93
一、风险评价指标体系建立的原则	94
二、评价指标体系建立的方法	95
三、风险因子层次结构的确定	96
第二节 项目选择风险评价元素集关系分析	98
一、同一元素集内的细分指标关系分析	99
二、不同元素集之间各元素的关系分析	100
第三节 三角模糊数网络层次分析法	101
一、三角模糊数基本概念	101
二、三角模糊数网络层次分析法	102
第四节 项目选择三角模糊数网络层次分析模型的建立	106
一、确定项目评价风险因子集	106
二、构建对比矩阵和判断矩阵	106
第五节 股权投资基金项目风险因子实证分析	114
一、股权投资基金项目选择风险指标权重的确定	114
二、股权投资基金机构现有项目分析	117
 第四章 国外股权投资基金的发展现状	125
第一节 美国股权投资基金分析	125

一、美国股权投资基金的发展现状	125
二、美国股权投资基金发展面临的总体环境	139
第二节 英国股权投资基金分析	143
一、英国股权投资基金的发展现状	143
二、英国股权投资基金发展面临的总体环境	153
第三节 股权投资基金发展的国际经验借鉴	154
一、股权投资基金的发展对经济的强大推动作用	154
二、股权投资基金的发展需要政府的动态管理	155
三、股权投资基金的发展需要良好的外部环境支撑	156
第五章 股权投资基金在中国的发展	158
第一节 我国本土股权投资基金的发展历程及特点	158
一、我国本土股权投资基金的发展历程	158
二、我国本土股权基金的特点	166
三、我国本土股权投资基金的最新发展趋势	173
第二节 外资股权投资基金在我国的发展历程及特点	176
一、外资股权投资基金在我国的发展历程	176
二、我国发展外资股权投资基金的特点	181
三、外资股权投资基金在我国的最新发展趋势	182
第三节 外资股权投资基金对我国经济形成冲击	183
一、外资股权投资基金在我国的投资布局	183
二、外资股权投资基金冲击我国经济安全	186
三、进一步引导和监管外资股权投资基金	188
第六章 股权投资基金对我国经济的积极作用	191
第一节 完善我国多层次资本市场的融资功能	191
一、发展股权投资有利于缓解中小企业融资难	191
二、股权投资基金促进中小企业发展	198
第二节 股权投资基金对市场流动性资金的吸纳与释放	201
一、社会闲散资金充裕	201

二、引导过剩资金投向实体产业	206
第三节 推动我国创新型国家发展	207
一、加速创新型企业发展	207
二、促进我国行业整合和结构调整	209
三、进军环保产业，推动节能减排	212
第四节 提高公司治理水平	214
一、我国企业治理存在的弊端	214
二、引入股权投资基金，完善公司治理结构	218
第五节 加强我国在全球金融市场的话语权	219
一、股权投资基金要“走出去”	219
二、助力我国企业“走出去”	222
 第七章 我国股权投资基金存在的问题	227
第一节 民间股权投资基金乱象	227
一、股权投资基金运作不规范	227
二、信息披露制度不完善	232
三、普通合伙人的道德风险	235
四、缺乏有效监管和完备的法规	238
第二节 股权投资基金经营环境有待改善	242
一、股权投资基金资金来源较狭窄	242
二、股权投资基金退出效率较低	246
第三节 股权投资基金行业发展失衡	248
一、股权投资基金市场过热	248
二、偏向于投资传统企业，应向新兴战略产业引导	252
第四节 股权投资基金可持续发展与资本市场制度建设	254
一、新股定价与股权投资基金的互动影响	255
二、我国新股发行审核体制弊端	256
三、政策引导股权投资基金可持续发展	258
四、股权投资基金发展愿景	259

第八章 国内外股权投资基金的监管现状分析	261
第一节 国外股权投资基金的立法监管现状分析	261
一、美国监管股权投资基金的主要法律	261
二、英国监管股权投资基金的主要法律	268
三、日本监管股权投资基金的主要法律	273
第二节 国外股权投资基金的自律监管现状分析	274
一、自律监管的必要性	274
二、自律监管的具体内容	275
第三节 股权投资基金的内部控制制度	275
一、有限合伙制的组织形式	276
二、基金管理人的薪酬设计	277
三、基金与被投资企业之间的合同安排	277
第四节 国内股权投资基金的监管现状及分析	279
一、红筹模式	279
二、股权投资基金标准条款在我国的法律实践	285
三、国内一些大中城市的股权投资基金法规比较	289
第五节 我国股权投资基金监管法律制度存在的问题	298
一、内部控制制度存在的问题	298
二、自律监管及存在的问题	301
三、外部监管及存在的问题	301
 第九章 构建我国股权投资基金适度监管体系	302
第一节 对本土股权投资基金的适度监管	302
一、对本土股权投资基金的监管	302
二、对投资者的要求与监管	309
三、对不同规模基金的分级监管	311
四、重视行业自律监管	312
第二节 对外资股权投资基金的适度监管	313
一、对外币基金募集与设立的监管	313
二、对外币基金投资阶段的监管	315

三、对外币基金退出阶段的监管	316
四、更加规范的法规有待出台	325
第三节 对外资人民币基金的适度监管	326
一、人民币基金优势渐显	326
二、外资股权投资与热钱涌入	328
三、对外资人民币基金的监管	331
 第十章 合理引导股权投资基金行业的发展	338
第一节 优化促进股权投资的税收政策	338
一、国内外股权投资税收问题研究现状和本章的构架	338
二、国内股权投资税收政策脉络	340
三、基于双重差分法的税收政策效果分析	342
四、股权投资税收政策的行为金融学分析	352
第二节 进一步完善我国场外股权交易市场	360
一、我国场外股权交易市场发展现状	360
二、完善场外股权交易市场的若干细节问题	363
第三节 推动人才培养战略	372
一、股权投资行业人才缺口现状	372
二、加强行业和业务研究能力	377
三、创新人才培养机制	379
第四节 对于合理引导的其他举措	385
一、优化完善股权投资基金的工商注册制度	385
二、积极引导股权投资基金参与企业的前期投资	393
三、培育健康的股权投资文化	401
 参考文献	405

第一章 股权投资基金概述

四股力量——石油美元、亚洲各国中央银行、对冲基金和股权投资基金正在世界金融市场上起到越来越重要的作用。尽管它们并非新生事物，但自2000年起它们的快速增长已经赋予其前所未有的影响力。麦肯锡全球研究院（McKinsey Global Institute）的研究（2007年）发现，四大力量的快速增长远非是一个暂时现象，新兴力量代表了全球资本市场的结构性转变^①。总部位于华盛顿的行业组织私募股权成长资本委员会（Private Equity Growth Capital Council）曾公布，在全球信贷市场处于紧缩的状况下，2010年前三季度全球股权投资基金的现金投资总额已经达到了940亿美元，创下有史以来的最高水平。总部位于伦敦的市场研究机构Preqin有限责任公司称，全球股权投资基金（不包括主权财富基金）目前的资本承担总额已经超过4000亿美元。而据国际货币基金组织统计，至2011年底，全球主权财富基金所管理的资产规模已超过4万亿美元。瑞银集团（UBS）预计到2012年底全球主权财富基金规模有望达到7.2万亿美元，未来5年平均年增长率将达到18%。由此可见，股权投资基金已经成为资本市场上最具影响力的主体之一。

第一节 股权投资基金的基本概念

股权投资基金（Private Equity Fund, PE）是指以非公开交易企业股权

^① 麦肯锡全球研究院：《新兴力量：石油美元、亚洲中央银行、对冲基金以及私募股权投资基金如何塑造全球资本市场（执行摘要）》，2007年10月。

为主要投资领域的投资基金。欧洲私人股权与创业资本协会（EVCA）将股权投资基金定义为一种由一定数量投资者组成的主要投资于企业股权或与股权相关的证券的集合投资工具或计划，一般以私人企业为投资对象，有时也会投资于公众企业，但所投资的股权一般未在证券交易所上市交易或暂时不能在证券交易所交易（如对即将退市企业并购重组）。股权投资基金以投资私人企业股权为主，投资于公众企业是以企业重组和行业整合为目的，而不是为了持有企业股票在二级市场上获利。著名评级机构标准普尔对“私募股权投资基金”的定义是：股权投资基金是包括对非上市公司的股权投资、创业投资，以及较大规模和中等规模的杠杆收购、夹层债务和夹层股权投资（Mezzanine）等各种另类投资（alternative investment）的统称；此外，私募股权投资基金还包括对上市公司进行的非公开的协议投资（Private Investment in Public Equity, PIPE）。

我国将 PE 普遍翻译为私募股权投资基金。根据北京股权投资协会对 PE 的定义：私募股权投资从投资方式角度看，是指通过私募形式对非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。但随着全球金融行业的发展，公募也成为股权投资基金资金来源的形式之一，例如在欧美国家，已经开始出现公募并上市交易的股权投资基金。如 KKR 集团（Kohlberg Kravis Roberts & Co. L. P.）在 2006 年 5 月成立了一项永久性投资计划，曾在公开市场募集了 50 亿美元^①；美国著名的股权投资基金黑石集团于 2007 年在纽交所成功上市；英国也有许多专门投资于私人股权的封闭式基金通过公募形式进行融资并上市交易。私募股权投资基金的译法强调了“私募”这一资金募集形式，显然已经不再适合现在股权投资概念的发展，所以本书中采用“股权投资基金”作为“Private Equity Fund, PE”的统一定义。

一、股权投资基金概念辨析

1. 股权投资基金与创业风险资本

传统上，欧美国家通常将创业风险资本与私人股权资本区分开来定义，

^① 凌涛：《股权投资基金在中国——兴起原因与未来发展》，上海三联书店 2009 年版，第 17 页。

如表 1.1 所示。然而这种区分是狭隘的，也是不符合最新发展的，在实践中，很多股权投资基金同时从事着风险投资、收购重组等业务。美国全美投资协会（NVCA）就用股权投资资本对所有的创业风险投资、管理层收购以及夹层投资等进行了定义。将创业风险资本定义为股权投资的一部分，有助于对股权投资基金做出更准确的定义。

表 1.1 欧美对股权投资基金的不同定义

	股权投资行业（the private equity industry）		
美国	风险投资（venture capital）		私人股权投资（private equity）
欧洲	风险资本 （venture capital）	发展资本 （expansion capital）	收购资本 （bay-outs）

2. 私募基金与公募基金

按照基金的募集对象和方式，基金可以分为公募基金及私募基金。

公募基金是受政府主管部门监管的，向不特定投资者公开发发行受益凭证的证券投资基金，这些基金在法律的严格监管下有着信息披露、利润分配、运行限制等一系列行业规范。在目前法律框架内，公募基金是最透明、最规范的基金。

私募基金则是通过非公开方式向特定对象筹集资金，整个基金的设立、资金的募集和赎回等都通过私下协商进行。相对于公募基金，私募基金所受到的监管很少，信息披露程度较低，容易发生不规范行为。

公募基金及私募基金的主要区别如下。

（1）方式不同。公募基金募集资金是通过公开发售的方式进行的，而私募基金则是通过非公开发售的方式募集，这是私募基金与公募基金最主要的区别。

（2）募集的对象不同。公募基金的资金募集对象是社会上不特定的投资者，资金筹集潜力大。而私募基金资金募集的对象是少数特定的投资者，包括机构和个人，资金募集对象范围较小，对投资者投资金额的要求较高。

（3）信息披露要求不同。监管机构对公募基金的信息披露有着非常严格的要求，其投资目标、投资组合等信息都要在指定媒体上定期进行披露。而对私募基金信息披露的要求则很低，所以私募基金的日常管理及投资操作

具有较强的保密性。

(4) 投资限制不同。公募基金在基金设立时对投资的品种、各品种投资的比例、投资行为与基金类型的匹配上有着相对严格的限制，而私募基金的投资限制则完全由协议约定。

(5) 业绩报酬不同。公募基金不提取业绩报酬，只收取管理费。而私募基金则一般采取管理费与基金收益提成相结合的方式，基金收益提成是报酬的主要来源。

公募基金与私募基金有很多不同点，我国对私募基金的监管也一直存在不完善的问题，而这一问题有望在 2012 年得到初步解决。《中华人民共和国证券投资基金法》修订工作已进入实质阶段，并取得阶段性成果，此次修订的一个重点是，为私募下定义，将私募和公募区分开，并制定不同的监管标准。基金监管范围拟拓宽，私募基金、私募股权投资基金、风险投资基金、券商集合理财计划、信托投连险等都将纳入监管体系。

3. 股权投资基金与私募证券投资基金

股权投资基金与私募证券投资基金是完全不同却经常被大家混淆的两个概念，两者在资金来源及投资对象等多个方面有着本质的区别。在投资对象方面，股权投资基金的投资对象主要为非上市企业的股权，主要的业务在一级市场；而私募证券投资基金的投资对象则为证券市场公开上市的证券，主要的业务在二级市场。资金募集来源方面，股权投资基金的资金募集方式为私募，极少数也可以采取公募方式；而私募证券投资基金的资金募集方式则为私募。资金流动性方面，股权投资基金的投资周期较长，资金变现能力较弱，流动性较差；而私募证券投资基金的资金流动性则较强。投资理念方面，股权投资基金更注重企业的成长价值并在大多数时间里伴随企业一同成长，而私募证券投资基金则更关注企业的证券价格在市场上的表现。风险收益方面，由于两种基金面临着不同的政策背景、处在不同的资本市场层次、投资于不同的企业发展阶段，两者在风险收益方面有很大的不同。

4. 股权投资基金与产业投资基金

产业投资基金，在国外通常被称为风险投资基金及股权投资基金。在本书中，产业投资基金是指在我国股权投资基金发展历程中形成的特有概念。我国《产业投资基金管理办法》对其有如下定义：“一种对未上市企业进行

股权投资和提供经营管理服务的利益共享、风险共担的集合投资制度，即通过向多数投资者发行基金份额设立基金公司，由基金公自任基金管理人或另行委托基金管理人管理基金资产，委托基金托管人托管基金资产，从事创业投资、企业重组投资和基础设施投资等实业投资。产业基金实行专业化管理。按投资领域的不同，相应分为创业投资基金、企业重组投资基金、基础设施投资基金等类别。”我国产业投资基金的设立须经国家发展与改革委员会核准，国务院批准。通常为地方政府连同金融机构发起主导，2006年天津市筹办了国内首只产业投资基金——渤海产业投资基金。产业投资基金的设立是为了深化投融资体制改革，促进产业升级和经济结构调整，是发展中国家不可或缺的投资主体，一定程度上提高了市场资源配置的有效性。

5. 股权投资基金与对冲基金

私募股权投资基金和对冲基金都属于私募基金，有许多共同点：投资者大多是一些投资机构和少数富人；没有向公众披露信息的义务，投资策略和资产组合都比较隐蔽；在操作方式上，多采用财务杠杆操作；组织结构比较简单，人员精简；基金管理者一般都要参与投资，薪酬与业绩相关等。

对冲基金的投资对象主要是二级市场上的证券和证券衍生产品，传统的对冲基金主要采用各种交易手段（如卖空、杠杆操作、互换交易、套利交易、衍生品种等）进行对冲、套期来赚取巨额利润实际中，随着金融市场的发展，两者的界限越来越模糊。对冲基金开始逐步进入到股权投资行业中，对冲基金中有一项类似股权投资的项目叫做困境投资，向处于困境的企业提供股权投资以帮助其渡过难关，待企业恢复后通过获得股本增值而获取收益。金融危机之后，一些股权投资基金（如KKR和Apollo Advisors）和对冲基金（如Citadel Investment Group）开始涉足投资银行业，开展利润丰厚的债券股票承销业务。历史上银行界最大的收购案——荷兰银行收购案中也出现了对冲基金的身影。

二、股权投资基金的主要特征

股权投资基金作为基金的一种主要形式，是一种集合投资计划，即由众多投资者出资并让渡资金使用权，通过委托代理的方式由专业基金管理机构和人员管理运作资金。由于资金来源于多个投资者，集合投资可以有效地实

现风险和成本在投资者间的分摊，同时对于单个投资者来说，降低了专家理财的成本；聚集的巨额资本可以满足现代社会发展对资金的巨额需求，投资于一些资金需求巨大的项目，具有规模经济效应；股权投资基金作为投融资双方间的中介机构，有效降低了资金所有者的投资成本及资金需求者的筹资成本，促进了经济社会更高效率的发展。这些都是个人投资者无法轻易办到的。股权投资基金具有以下主要特征。

1. 高风险高回报

投资者进行投资的目的是在风险承受能力范围内取得理想的投资回报。股权投资基金一方面面临着所投资企业创业失败、业绩下滑、无法达到预期期望收益，所投资金退出方式及时间不确定等投资风险；另一方面，在重组收购交易中多采取高财务杠杆，使股权投资基金面临巨大的财务风险。金融市场上，高风险往往意味着高收益，股权投资基金的投资者在面临高风险的同时，同样面临着超额的投资收益，这也正是股权投资吸引人之处。英国另类投资研究机构 Preqin 曾发表数据称：2009 年 6 月至 2010 年 6 月一年时间里，全球股权投资基金投资回报率是 17.6%，这一投资回报率超过了美国和欧洲股市的投资回报。分类数据统计显示，私募股权收购基金以 20.7% 的投资回报率位列第一，其中巨型企业收购基金的回报率甚至达到 23.6%，小型和中型基金的回报率分别是 19.1% 和 17.9%；创业风险投资基金回报率是 8.4%， “基金的基金” 回报率为 11.6%；夹层基金回报率则仅为 6%。

2. 积极的投资管理

股权投资基金在投资过程中很多情况下扮演战略投资者的角色。股权投资基金作为一种中长期股权投资，除了投入资金外，一般还参与企业的日常经营管理。

战略投资者是指那些符合国家法律、法规和规定要求，与融资企业具有合作关系或合作意向及潜力，并愿意遵守融资企业的配售要求与融资人签署战略投资配售协议，与融资企业业务联系紧密且欲长期持有融资企业股权的法人。战略投资者与普通投资者相比，除了对目标企业投入资金外，还帮助目标企业完善公司治理结构，甚至向目标企业输入高端技术和先进设备，改善目标企业经营与管理现状。战略投资者的主要特征有：