


# 私募股权投资基金 监管研究

◎ 赵忠义 著


Studies on Regulations over  
Private Equity Fund

PE的金融中介特征 PE的信息不对称风险 PE的潜在系统性风险  
PE监管的理论基础和模式 PE监管的国际实践及其发展

 中国金融出版社

# 私募股权投资基金监管研究

赵忠义 著

 中国金融出版社

责任编辑：王素娟  
责任校对：孙蕊  
责任印制：陈晓川

### 图书在版编目（CIP）数据

私募股权投资基金监管研究（Simu Guquan Touzi Jijin Jianguan Yanjiu）/赵忠义著. —北京：中国金融出版社，2011.10  
ISBN 978-7-5049-6097-9

I. ①私… II. ①赵… III. ①投资基金—金融监管—研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 183403 号

出版 **中国金融出版社**  
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 12.5

字数 186 千

版次 2011 年 10 月第 1 版

印次 2011 年 10 月第 1 次印刷

定价 28.00 元

ISBN 978-7-5049-6097-9/F. 5657

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 序

随着中国金融深化程度的提高，各种新型的金融工具和金融交易模式不断涌现，私募股权投资基金（PE）的发展历史在欧美发达国家不长，在我国的时间更短。

虽然 PE 的发展时间不长，但 PE 在经济运行中发挥的作用却越来越大。作为未上市企业的重要融资渠道，欧美国家的 PE 交易金额大都占到本国 GDP 相当高的比例，英国的 PE 在某些年份为企业提供的融资金额甚至超过了 IPO 的融资金额。中国的 PE 发展史虽然只有短短的几年时间，但已经显示出了很大的影响力，发展潜力很大。

如何引导 PE 健康发展，成为我国经济发展的积极因素，是摆在政府和 PE 市场各个参与者面前的难题。国外的经验可以借鉴，但由于市场环境不同，我们不能完全照搬，要研究我国的具体国情，探索适合我国 PE 发展的模式。

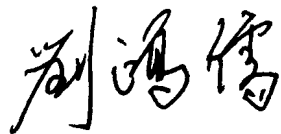
标准的 PE 奉行严格的所有权与经营权分离的模式，投资者一般不参与基金的管理，基金交给专业的管理人管理。投资者有雄厚的资金实力，管理人有很高的专业水平，因此，PE 的参与门槛往往是很高的，与大众的关系不大，不可能出现“全民 PE”的局面。但由于 PE 在我国出现的时间较短，投资者和管理人都不够成熟，深度委托—代理的机制和环境尚不具备，大面积采用严格的所有权与经营权分离模式的条件尚不完全具备，需要有个过程。

在欧美国家成熟的金融市场和 PE 市场环境中，PE 受到的监管很少；但在我国 PE 市场的参与者还不很成熟的情况下，PE 是否要监管，是个很重要而且很迫切的问题，需要从理论层面和实践层面进行深入的多层次研究后才能给予回答。但同时具备理论基础和实践经验的人很少，从这两个方面同时去系统思考的人更少。这是一项具有开创性的工作，正

因为无人做过而显得艰难。唯如此，本书作者赵忠义在这个领域的探索才显得更加难能可贵。

在本书中，作者主要在理论层面研究了 PE 的信息不对称风险和潜在的系统性风险，从理论上回答了 PE 是否需要监管的问题以及如何监管和监管什么的问题。在实践层面，作者研究了 PE 在国内外的的发展史，提出了我国 PE 监管的框架，其中的不少建议还具有较强的针对性和可操作性，这与作者在 PE 行业丰富的实践经验是分不开的。尽管如此，本书还是注重理论性，具有较高的理论深度，值得专业的金融从业者一读，特别是关注 PE 的金融监管人员、研究人员和 PE 市场的其他参与人员。

理论联系实际是我一直倡导的治学和做事理念，但真正做到两者的紧密结合是很不容易的，作者在此方面作出了难得的探索。我国年轻的金融工作者能够秉承此优良传统，我感到欣慰，同时也希望作者不要就此止步，对相关问题作出更加深刻的研究。



2011年8月12日

# 目 录

第一章 导论 .....	1
第二章 私募股权投资基金的金融中介特征 .....	24
第一节 私募股权投资基金的定义 .....	24
第二节 私募股权投资基金与典型金融中介的功能比较 .....	40
第三章 私募股权投资基金的信息不对称风险 .....	56
第一节 金融市场中的信息不对称风险 .....	56
第二节 PE 运营中的信息不对称风险 .....	59
第四章 私募股权投资基金的潜在系统性风险 .....	68
第一节 金融市场的系统性风险 .....	68
第二节 PE 运营中的潜在系统性风险 .....	73
第五章 私募股权投资基金监管的理论基础及其模式选择 .....	81
第一节 主流金融监管理论及其对 PE 监管的启示 .....	81
第二节 私募股权投资基金的监管对象和模式 .....	95
第六章 全球私募股权投资基金的发展及其监管变迁 .....	102
第一节 发达国家（地区）PE 的发展 .....	102
第二节 2008 年金融危机前发达国家（地区）的 PE 监管政策 及其变迁 .....	113

第三节	2008 年金融危机后的 PE 监管改革趋势及其启示·····	137
第七章	我国私募股权投资基金监管框架的构建·····	147
第一节	我国私募股权投资基金的发展历程·····	147
第二节	我国私募股权投资基金监管的现状·····	151
第三节	我国私募股权投资基金监管框架的构建·····	159
参考文献	·····	176

# 第一章 导 论

## 一、研究背景

私募股权投资基金 (Private Equity Fund, PE) 起源于 20 世纪 40 年代的美国。1946 年, 美国哈佛大学教授乔治·多里特在波士顿发起并注资 340 万美元成立了美国研究与发展公司 (American Research & Development Corp, ARD), 专门为新兴的企业提供权益性启动资本。1957 年, ARD 对数据设备公司 (Digital Equipment Corp, DEC) 投资了 7 万美元的种子资金, 14 年后出售其所持 DEC 股份, 获利 3.55 亿美元, 增长 5 000 多倍。ARD 对 DEC 的成功投资促进了创业投资在美国及世界各地的蓬勃兴起, 随后迅速扩展到欧洲大陆、英国以及亚洲地区。20 世纪 70 年代以后, PE 进入中型以上企业的并购领域, 因此得到了快速的发展。

### (一) 我国私募股权投资基金发展很快, 但问题不少

我国的股权投资活动最早可以追溯到 20 世纪 80 年代中期。1985 年 9 月, 国务院正式批准成立了“中国新技术创业投资公司”(中创), 它是我国第一家专营创业投资事业的全国性机构, 主要股东是原国家科委和财政部。1998 年, 全国政协提出“一号提案”以及国务院对《关于建立我国风险投资机制的若干意见》的适时转发, 标志着风险投资已引起政府的重视, 并成立了一系列国有的风险投资机构, 到 2002 年 6 月, 全国成立了 296 家风险投资公司或基金, 注册资金达 580 亿元, 进入了实际的探索与操作。但政府主导的 PE 运行效率不高, 真正投入资金的只占注册资金的 10% 左右。根据大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科集团发布的研究数据, 中国已成为亚洲最为活跃的私募股权投资市场。从 2000 年到 2009 年, 中国私募股权投资金额从 85.8 亿美元增长到 1 451.86 亿美元。从摩根士丹利等 3 家投资公司斥资 5 亿元投资蒙牛乳业、新加坡政府投资公司和鼎晖投资李宁再到新桥资本收购深



圳发展银行 17.9% 的股份，PE 在中国的投资规模越来越大，而且介入范围越来越广，扩展到制造、IT、医药、金融服务业、房地产、电信等行业。与此同时，国家开始把 PE 的发展提升到了战略层面，并制定了一些相关政策来完善 PE 的外部环境，比如 2006 年新修订的《公司法》、《证券法》以及国家十部委联合颁布的《风险投资企业管理暂行办法》。

总体来看，我国 PE 的发展起起伏伏。一方面，2001 年科技股泡沫破灭后，PE 的发展进入观望状态；2007 年 6 月 1 日修改后的《合伙企业法》生效后，有限合伙企业在中国被允许设立。此后各类 PE 机构在中国迅速成立、发展壮大。各类民营 PE 机构纷纷成立，但随后遇到了证券市场开户问题、税收问题、保险公司等机构投资者能否做有限合伙人（Limited Partner, LP）问题、PE 机构和普通合伙人（General Partner, GP）是否需要监管等一系列问题。另一方面，面对全球金融危机和二级资本市场的萎靡，投资机构开始把投资重心转移到一级市场。在这种情况下，国内 PE 的发展更是陷入一片混战。而美国的经验告诉我们，对 PE 的监管并不能过分放松，尤其是对商业银行系 PE 机构需要加强监管。与美国相比，我国 PE 产业还处于发展状态，业内还未形成规范体系，同时行业内又呼唤机构投资者的进入，在这种情况下，对其监管的讨论显得尤为紧迫。

### （二）加快私募股权投资基金发展对优化经济发展具有重要意义

PE 是一种新型的投融资模式，它对于优化经济发展具有重要意义：

1. 促进金融创新，拓宽直接融资渠道。以银行体系为主导的间接融资占据主导地位，融资渠道过于单一和集中是当前我国金融结构的特点和缺陷。企业直接融资和间接融资比例严重失调，使得整个金融体系的资金配置效率不高，金融风险也在不断积聚。有关资料显示，<sup>①</sup> 在欧美国家，企业直接融资比例一般在 70% 以上，而在我国最高峰值也不过 20%。因此，要大力发展资本市场，扩大直接融资比例，同时，要进行金融改革创新，可在 PE 等方面进行改革试验。大力发展 PE，能为众多身陷融资困境的企业开辟一条新的直接融资渠道，为我国居民及机构投资者增

<sup>①</sup> 欧新黔. 我国拓宽直接融资渠道缓解中小企业融资难. 2007-06-12, <http://www.in.ah.cn/shownews.asp?newsid=271>.

加新的投资渠道。通过 PE 将社会闲散资金聚集起来，通过专家管理进行股权投资，不仅可以提高资金的使用效率，获得较高的投资回报，还可以缓解资金流动性过剩的状况，完善资本市场结构，丰富资本市场层次，健全资本市场功能，更好地发挥资源配置的基础性作用，降低过度依赖间接融资带来的风险。

2. 改善融资结构，完善企业治理结构，促进中小企业发展。PE 是对未上市企业的股权进行投资，因而它对企业的早期、成长期和扩张期的发展都发挥着比较大的推动作用。

(1) 为企业提供了新的股权融资方式，减轻了部分资金密集型行业对于银行债务高度依赖所形成的风险。目前，不少资金密集型企业特别是未上市的企业因为缺乏股权融资的渠道，因而对于银行贷款等债务形成相当高的依赖性。这种融资结构使得当前不少企业都背上了巨额债务，稍微运作不善就有可能陷入资金周转困境，若这些企业能够获得 PE 的投资则可以大大降低企业对于银行贷款的依赖性。

(2) 减少企业的融资成本。PE 是优质金融资源，只要它决定给该企业投资，企业使用这些资金就不需要付出利息，也不用像公开发行股票那样层层审批，手续简单、时间短，大大提高了融资效率，融资成本也相对较低。

(3) 促进企业快速成长。PE 机构作为企业股东，为了使投资利益最大化，也会为企业做大做强充分发挥自身优势，如规范企业内部管理、提供先进的管理经验等。通过 PE 市场引入合格的战略投资者和机构投资者，对于建立和完善企业的公司治理结构、引导企业行为都具有非常重要的作用。

(4) 有利于提高企业资本的运作效率。作为一种投资工具，PE 属于专家理财，通过投资分析能力比较强的专家理财，有利于发现企业的价值，有效提高企业的资金使用效率。

3. 有利于高科技企业的创立和高科技成果的产业化。融资难制约了高科技成果产业化率的提高。一方面，高科技成果存在较大的不确定性；另一方面，在成果拥有者和投资者之间存在较大的信息不对称，使得高科技成果很难从正式的、传统的金融部门获得资金，因此只能寄希望于风险投资等。PE 既可以突破正式金融对融资者信用记录、规模、盈利性、担保等方面的限制，又能够以灵活的条款设计（包括高回报率）

来吸引投资者和补偿投资风险，因此是高科技成果产业化融资的一个好方式。

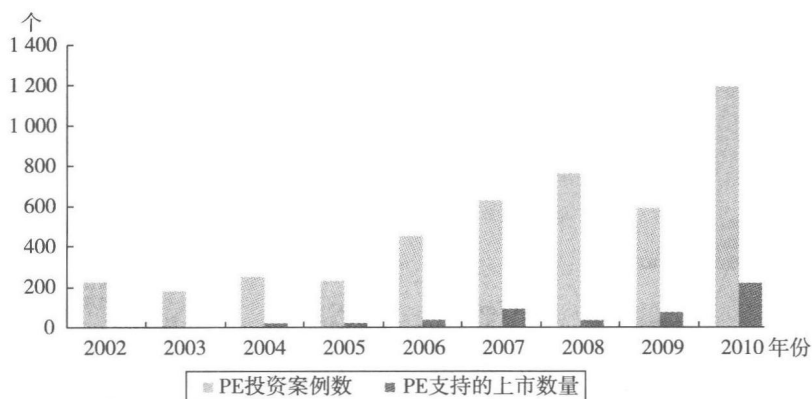
4. 符合国家战略，有助于促进产业结构优化升级，促进经济发展。PE 是市场化配置资本资源的方式之一。由于 PE 的内在机制是追求投资回报，其管理人必须选择前景广阔、效益较高、质地优良的企业进行投资，这就使资本流入好的企业，客观上起到扶优限劣、优胜劣汰、优化资源配置的作用。在产业和地区结构调整方面，PE 同样可以起到这种作用。比如在产业和地区结构失衡的情况下，急需发展的产业和地区由于供给不足而获利空间增大，这势必会吸引 PE 进入此类行业，从而可以加快此类行业的发展，实现产业和地区的均衡发展。因此，PE 有助于优化资源配置，促进经济结构调整。

### （三）高效监管是促进中国私募股权投资基金行业发展的核心

我国传统的金融机构，如银行、保险公司、证券公司、信托公司、证券投资基金管理公司等都是从传统的计划经济中脱胎而来，是政府逐步放松管制的结果。而 PE 机构的资金渠道则主要来自境外和民间资本，是从市场中自发产生的，虽然有不少政府出面组建的国有 PE 机构，但占主流地位的活跃机构都是外资机构和民营机构。这些自发成立的 PE 机构就是在适应中国经济环境的过程中诞生、发展的，而且按照“适者生存”的市场法则在运行。不同于人工设计出来的国有 PE 机构，它们具有顽强的生命力。这些机构的创办者、经营者会想出各种办法求得生存和发展，只要生存环境不是过于恶劣，其发展问题可以自我解决。

从 1985 年 9 月成立中创开始我国就出现了股权投资活动的萌芽，后来 IDG、软银等国际风险投资机构也开始进入中国克服困难，自我发展。后来政策改善，尤其是 2009 年创业板推出后，PE 在中国出现了前所未有的大发展局面，投资案例和上市退出案例迅速增加（见图 1-1）。

PE 在我国是个非常新的产业，在全球发展的历史也不长。近两年，我国的 PE 行业发展迅猛，呈现出旺盛的生命力。尽管我国各类机构纷纷设立，但随后遇到了证券市场开户问题、税收问题、工商登记注册问题、保险公司等机构投资者能否做有限合伙人（Limited Partner, LP）问题、PE 投资机构和普通合伙人（General Partner, GP）是否需要监管等一系列问题。由于行业发展过于迅速，政府和学术界对 PE 机构还没



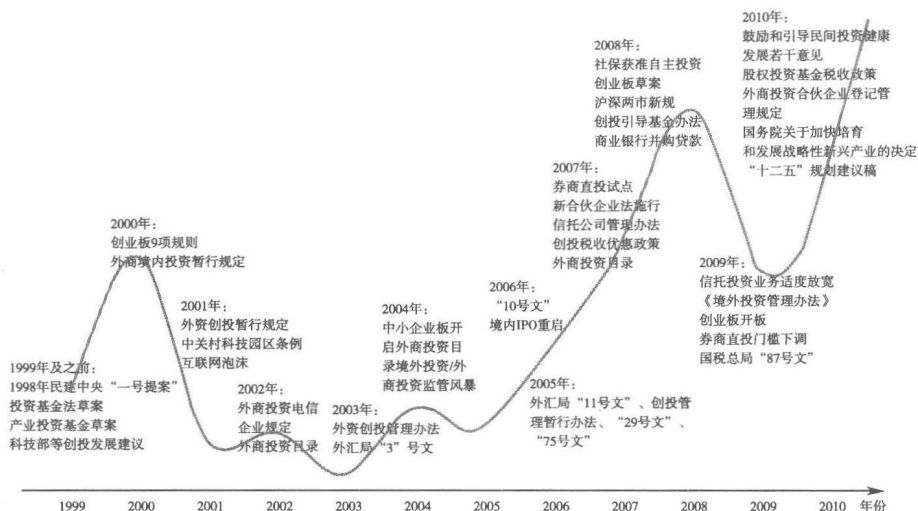
资料来源：清科集团。

图 1-1 2002—2010 年 PE 投资案例数与上市退出案例

有一个清醒的认识，需要研究的课题非常多，如要面面俱到，既无可能，也无必要。中国金融业一直处于较强的管制之中，对于 PE 机构之类的“类金融机构”，是否要监管、监管什么、如何监管，这些基础性的问题需要从理论层面给予回答，并指导实践工作。因此，PE 监管问题是中国 PE 行业发展的核心，如果能够认清这个问题，并有效指导实践工作、理顺监管，能促进中国 PE 行业的快速发展，进而促进经济的发展。

基于资金来源的考虑，早期的学者一般认为私募股权投资基金不需要监管。随着实践的深入，私募股权投资基金的一些负面作用开始显现出来，有一些学者逐渐认为应该对其采取适度的监管行动。Ulf Axelson (2007) 认为 PE 会加大宏观经济的波动，需要适度的监管。Douglas Cumming 和 Sofia Johan (2006) 分析发现，对私募股权投资基金的监管相对缺乏，会阻止机构投资者在私募股权投资基金上的投资。

吴晓灵 (2007) 认为，私募股权投资基金巨额持仓的失败有可能波及证券市场，风险比较大，且有一定的外部性，应对其进行一定的管理。管理可以分为三个方面：资格管理、私募股权投资基金备案和大额交易监管。尽管关于私募股权投资基金监管的论点并未达成一致，但是可以



资料来源：清科集团。

图 1-2 1999—2010 年我国 PE 政策内容

肯定的是私募股权投资基金的监管是必要的<sup>①</sup>。

我国资本市场目前的水平远远不能适应我国经济发展的需求，我们应当正视经济发展的需求，对新兴的 PE 机构在促进经济发展方面的作用要有深刻的认识，对 PE 机构要给予足够的关注。理顺监管是促进 PE 行业发展的关键，但对此关键问题，现有的理论探索和实践探索远远不能满足要求，本书打算就 PE 监管问题作一些理论上的探索。

## 二、国内外文献述评

从现有的文献来看，国内外学者对私募股权投资基金文献综述主要从委托—代理机制、退出机制、影响因素以及风险业绩等方面进行分析。不过，对私募股权投资基金监管的文献并不多见，只能散见于各类文献中。本章对这些 PE 及其监管方面的文献进行了综述，为后文的研究提供必要的理论依据。<sup>②</sup>

① 吴晓灵. 发展私募股权基金需要研究的几个问题 [J]. 中国企业家, 2007 (5).

② 黄亚玲. 私募股权基金文献综述 [J]. 国际金融研究, 2009 (3).

### (一) PE 定义的界定

私募股权投资基金的英文名称是 Private Equity Fund，缩写为 PE，中文通常译做“私募股权投资基金”、“私人权益资本”、“私人股权投资基金”等<sup>①</sup>。严格地讲，这几种译法都不太准确，Private Equity 最初的含义是指针对非公开上市企业进行的股权投资，是与 Public Equity 相对应的概念。中文将其中的“Private”翻译为“私人”或“私募”都容易引起误会。前者容易让人与私有化之类的敏感话题相联系，误认为其只投资于私人企业；后者容易让人以为其资金募集方式只能是私募形式，而且容易与时下人们所熟知的从事证券投资的“私募基金”相混淆。事实上，这个概念中的“Private”最初是从投资对象的角度强调其投资的是非公开上市的股权，是为了与投资于公开上市交易的证券相区别，而并非是对资金募集方式的限定。而且，随着 PE 的发展，其投资对象也进一步扩展到上市公司的非公开发行股份。因此，在中文中实际上很难找到一个完全对应的术语来准确地反映其内涵。

关于 PE 概念的界定，将其与“创业投资”（或风险投资，Venture Capital）进行比较，对二者的关系有三种不同的观点：

1. 将“PE”界定为与“创业投资”相对应的概念，包括“创业投资”以外的所有“非创业类投资”（Non - Venture Capital），以并购投资为主。

2. “PE”是包含“创业投资”在内的更广泛的概念。例如，欧洲私募股权投资与创业投资协会（The European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA）将“PE”定义为：“为非上市企业提供股权资本，可用于开发新产品和新技术、增加运营资本、收购，或改善企业的财务状况，也可用来解决所有权和管理问题，例如家族企业的持续经营，或管理层收购。严格地讲，创业投资是 PE 的一个子集，是指对创建、早期发展或扩张阶段的股权投资。”著名评级机构标准普尔对“PE”的定义<sup>②</sup>是：“PE 是各种另类投资（Alternative Investment）的统称，包括

<sup>①</sup> 相应地，通常将 Private Equity Fund 译做“私募股权投资基金”、“私募股权基金”、“私人股权基金”或“私人股权投资基金”。本文使用目前国内最常见的译法“私募股权投资”和“私募股权投资基金”来分别指代“Private Equity”和“Private Equity Fund”。

<sup>②</sup> Standard & Poor's Ratings Direct, Private Equity Fund of Funds: Overview and Rating Criteria, Nov 07, 2001. [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect).

对非上市公司的股权投资、创业投资、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)<sup>①</sup>, 以及房地产投资等。此外, PE 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)。”<sup>②</sup>

3. 对“PE”和“创业投资”二者不进行明确区分并交替使用, 如 Levin (2002)。现实中, 英国、澳大利亚、以色列、中国香港和中国台湾等国家或地区的行业协会等均不区分二者。

国内学界对 PE 的含义也存在争议。

盛立军 (2003) 认为, PE 的投资通过私募形式对非上市企业进行的权益性投资, 并通过退出机制获利。他将 PE 的定义也分为狭义和广义两种。广义的概念是指对种子期、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私募权益投资基金; 狭义的概念则是指对已经形成一定规模并产生稳定现金流的成熟性非上市企业进行股权投资的基金。

周炜 (2007) 指出, PE 包括风险投资基金、收购基金 (Buyout)、夹层基金 (Mezzanine)、房地产基金 (Real Estate)、财务困境基金 (Distressed)、基础设施基金 (Facilities)。周炜的这种定义实际上混合了两种分类方法, 一是按投资阶段划分, PE 可以分为风险投资基金、收购基金、夹层基金等; 二是按投资行业划分, PE 可以投资于任何能创造高收益的行业, 如农业、制造业、房地产业、制药、教育和卫生等行业。因此, 这种定义只是粗略说明了 PE 的融资活动, 并没有完整表达出 PE 的本质。

吴晓灵 (2007) 把 PE 定义为以非上市企业为主要投资对象各类创

---

① 夹层投资, 是介于优先债权投资 (如债券和贷款) 和股本投资之间的一种投资形式, 通常采取可转换公司债券或可转换优先股之类的金融工具提供形式灵活的较长期融资。当企业破产清算时, 优先债务提供者首先得到清偿, 其次是夹层资本提供者, 最后是公司的股东。因此, 对投资者来说, 夹层资本的风险介于优先债务和股本之间。夹层债务与优先债务一样, 要求融资方按期还本付息, 但通常要求比优先债务更高的利率水平, 其收益通常包含现金收益和股权收益两部分, 因此夹层资本的收益也介于优先债务和股本之间。夹层资本提供者可以选择将融资金额的一部分转换为融资方的股权, 例如: 期权 (Option)、认股证 (Warrant)、转股权 (Convertibility)、股权投资参与权 (Equity Participation Rights) 等, 从而有机会通过资本升值获利。最常见的夹层融资形式包括含转股权的次级债 (Subordinated Debt with Warrants), 可转换债 (Convertible Debt) 和可赎回优先股 (Redeemable Preferred Equity) (孙景安. 夹层融资——企业融资方式创新 [J]. 证券市场导报, 2005 (11))。

② PIPE 作为上市公司筹措资金的一种新手段在最近 10 年得到了迅速发展, 并被誉为“私募股权投资市场中一粒不为大众所知的蒙尘明珠” (有关 PIPE 的详细介绍可以参阅斯蒂芬·德森纳, 库尔特·金. 上市公司私募融资 [J]. 北京: 中信出版社, 2007.)。

业投资基金或产业投资基金，如渤海产业投资基金。<sup>①</sup> 根据我国《产业投资基金管理暂行办法》第一章第二条，产业投资基金是指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，主要从事创业投资、企业重组投资和基础设施投资等实业投资。

李昕旸、杨文海（2008）提出，产业投资基金与 PE 相比，具有三个显著的特点，即政府主导性、投资区域性和非营利性，因此产业投资基金不是原始意义上的 PE。

从构词法上看，“私募股权投资基金”可以看成是“私募股权投资 + 投资基金”的合成，即“PE”是一类从事私募股权投资的投资基金。但严格地讲，“投资基金”只是一种俗称而不是法律概念。学术界对“PE”概念的理解既有将其作为一种集合投资工具或产品，如刘健钧（1999）；也有将之理解为一种投资制度，如夏斌等（2002）；或一类投资组织或机构，如郭建鸾（2006）和刘琦（2006）等。无论将 PE 看成一种集合投资工具或产品或者一种投资制度或者一类投资组织或机构都有其内在的合理性。但从美国的实践看，正是组织化了的专门投资机构——PE 的出现，才使得美国 PE 市场的发展获得了独立于政府意志之外的市场力量的推动和支撑。从这个角度来看，将其界定为一类组织化了的投资组织或机构，更能反映 PE 这种高级金融创新的现状和发展趋势。

美国是 PE 最发达的国家，组织化的 PE 扮演了推动 PE 市场发展演进的重要市场化力量。但美国的法律也并没有对“PE”给出明确界定，只是在美国联邦银行业监管条例中罗列了 PE 需要满足的相关条件<sup>②</sup>。显然，这并不是对“PE”概念的规范性定义，而主要是对其必须满足的法律要件的规定。

上述几种认识在不同范围内都存在，但随着实践的发展，PE 成为了

<sup>①</sup> 吴晓灵于 2007 年 6 月在中国并购年会暨首届中国企业国际融资洽谈会上的演讲。

<sup>②</sup> 这些条件包括：（1）业务方向限于投资于金融/非金融公司的股权，资产或者其他所有者权益，并且将在未来将之出售或以其他方式处置；（2）不直接经营任何商业/工业业务；（3）任何一家金融控股公司，董事、经理、雇员或者其他股东所持有的股份都不超过 25%；（4）最长持续期限不超过 15 年；（5）并非出于规避金融控股监管条例或者其他商人银行投资条例目的而设立 [Code of Federal Regulations. Banks and Banking, Chapter XV - Department of The Treasury, Subchapter A - General Provisions, Part 1500 - Merchant Banking Investments (12 Code of Federal Regulations 1500.4)；北京大学金融系产业投资基金课题组·国外产业投资基金研究之一：国外产业投资基金概况·国家发展和改革委员会网站 (<http://cjs.ndrc.gov.cn/gzdt>)，2006-12。]。



在创业投资的基础上发展起来并被广泛采用的一个概念，表 1 - 1 对“PE”这个概念进行了总结，并将其划分为不同层次。

表 1 - 1 PE 定义比较

序号	层次	含义
1	最狭义的 PE	仅指并购投资
2	狭义的 PE	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股权投资，主要是指创业投资后期的 PE 部分
3	广义的 PE	指为非上市企业提供股权资本，包括企业首次公开发行（IPO）前各个阶段的股权投资，形式上包括创业投资、并购投资、夹层投资
4	最广义的 PE	在业务范围层面上定义，不仅包括对非上市企业的股权投资，还包括其他形式，如基金的基金（Fund of Funds, FOF）、PIPE、不良债权投资、房地产投资以及基础设施投资等

本书采用最广义的定义，将“PE”界定为“集合两个以上投资者资金，实行专业管理的，专门从事股权投资的组织或机构”。

## （二）影响 PE 产业发展的因素

### 1. 经济因素

Acs & Audretsch (1994) 指出，宏观经济因素的变动对企业的创业活动有着深刻的影响，比如 GDP 和贷款利率。GDP 的增长不仅提高了对创业资本的需求，而且给企业提供了更多的融资渠道，给投资者创造了更好的投资环境，GDP 的增长和 PE 产业的发展具有正相关的关系。此外，贷款利率反映了债务市场的广度和深度以及内在的风险溢价。高利率意味着借贷环境风险较高，贷款渠道有限，创业企业通过债权市场获取投资资金的渠道较少，企业面临着较高的风险溢价。Gompers & Lerner (1998) 指出，影响 PE 产业发展的因素有资本收益税、养老金基金规模、GDP 增长率、股票市场收益率、研发支出、公司业绩和声誉等。其中，GDP 增长率对 VC 产业的影响很大，而 IPO 对 PE 的影响并不明显。此外，一国的经济状况也会影响 PE 市场的发展。

与 Gompers & Lerner (1998) 的结论相反的是，Jeng & Wells (2000) 以 21 个国家 10 年内的面板数据为样本对影响 PE 产业发展的因素（比如 IPO、劳动力市场的流动性、财务报告标准、GDP 增长率、市场资本化