

私募市场蓝皮书[®]

BLUE BOOK OF PRIVATE EQUITY

· 权威机构 · 品牌图书 · 每年新版

中国私募股权市场 发展报告 (2011)

ANNUAL REPORT ON THE DEVELOPMENT
OF CHINA PRIVATE EQUITY (2011)

主 编 / 曹和平

副主编 / 倪正东



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2011
版

私募市场蓝皮书

BLUE BOOK OF
PRIVATE EQUITY



中国私募股权市场 发展报告 (2011)

主 编 / 曹和平

副主编 / 倪正东

北京大学中国产权与PE市场发展研究课题组

ANNUAL REPORT ON THE DEVELOPMENT OF CHINA
PRIVATE EQUITY
(2011)



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国私募股权市场发展报告. 2011/曹和平主编. —北京: 社会科学文献出版社, 2012. 4

(私募市场蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 3243 - 4

I. ①中… II. ①曹… III. ①股份有限公司 - 融资 - 研究报告 - 中国 - 2011 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 047921 号

私募市场蓝皮书

中国私募股权市场发展报告 (2011)

主 编 / 曹和平

副 主 编 / 倪正东

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

项目统筹 / 邓泳红

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 周映希

责任校对 / 秦 晶

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京季峰印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2012 年 4 月第 1 版

印 次 / 2012 年 4 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 3243 - 4

定 价 / 69.00 元

印 张 / 25.75

字 数 / 443 千字

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究

主要编撰者简介

曹和平 北京大学经济学院教授，美国俄亥俄州立大学博士。北京大学数字中国研究院学术委员会委员，北京大学供应链研究中心顾问，广州市金融咨询决策专家委员，云南省政府经济顾问，北京大学中国产权与 PE 市场研究课题组负责人。近年来，主持参与国家社会科学基金项目 and 部委委托项目多项。

倪正东 清科集团的创始人、CEO 兼总裁。在过去的几年时间里，他领导他的团队将清科建成了中国最有影响力的创业投资顾问和研究机构，并建立了国内最强大的创业投资关系网络。他被业界媒体誉为“中国创业投资界青年一代的代表人物”，并被称为“掌握中国创投市场最全面信息之人”。

沈建光 瑞穗证券亚洲公司董事总经理，首席经济学家。此前为欧洲央行资深经济学家（主管亚太经济预测和分析），国际货币基金组织和芬兰央行经济学家，及中国国际金融有限公司全球和中国经济学家。复旦大学经济学院客座教授。财经、财新和第一财经日报专栏作家。其所在中金团队曾获得新财富和理财周刊机构投资者卖方分析师宏观第一名。

清科研究中心 于 2001 年创立，致力于为众多的有限合伙人、VC/PE 投资机构、战略投资者，以及政府机构、律师事务所、会计师事务所、投资银行、研究机构等提供专业的信息、数据、研究和咨询服务。范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。

摘 要

首卷《中国私募股权市场发展报告》(2010)从五个方面讨论了我国资本市场中私募股权市场的内容。作者依次叙述了我国私募股权概念的逻辑由来、私募股权投资的非传统特征、私募股权小史、私募股权市场实绩、存在问题及发展趋势等。延续《中国私募股权市场发展报告》(2010)首卷的思路,作者在本卷报告中结合我国资本市场发展、产业链整合现状、世界经济体复苏应对策略等更广泛围的内容,提出了长链金融发展的猜想以及我国资本市场与私募股权市场未来,以期引起国内外同行的深入研究和相关部门的政策关注。

近十年来,区别于证券市场的经典投资理念——投入一份货币资本品的目的是为了获得一份大于本金的红利,一种更具前沿性质的投资理念——投入一份资本品不是为了获得现金红利而是为了获得股权:在投入一份资本品的同时配套投入人本资本品,将一份非成熟甚至处在创意邀约时期的低值股权通过经营变为一份优质股权。后一种投资在业内被称为私募股权投资。虽然退出的目的仍然是为了获得货币资本品,但其投资的直接目的不是其他资本品而是股权资本品。非证券市场上的股权类资本品成为与股票类资本品同样炙手可热的资本品。这类投资颠覆了经典性的投资理念,投资过程被清晰地两阶段化了。

私募股权基金在中国的建立和迅猛发展,将为我国产业整合提供源源不断的资金,彻底化解我国产业整合的资金难题。随着产业整合资金渠道的建立,必将迎来我国产业整合蓬勃发展的一个新时代。

Abstract

This is the second bluebook on private equity (PE) market—China PE Market Development Report 2011. The first discusses the PE trade, understood as a portion of overall capital market, based on different opinions on PE's concept, investment history, recent performance, current problems and trends. This volume discusses the progress of PE market in China with the background information of industrial chain expansion, financial market advance, the resuscitate of world economy, etc., apparently, the authors are intended to incorporate a much broader economic data to enhance the movement of PEs in China. We hope the study would attract more research and more regulatory attention on PE market.

In recent ten years, apart from traditional investment in the securities, a more avant-garde philosophy –private equity investment—is becoming a media highlight. Traditional investment is aimed at for dividends beyond the principal. PE investment, in contrast, is exchanged directly for equities. Combined with human capital commitment, the invested immature low-value equity would be transformed into qualified capital shares in higher possibilities. Although its ultimate goal is to reap money capital, PE's at first-stage is aimed at equity acquirement. By PEs involvement, Equity capital has become hot capital goods as security ones. PE would surpass the traditional philosophy of investment. The development of PE funds (firms) will furnish China's capital market, highly probably, would remove the capital shortage bottleneck of small-and-median-sized enterprises.

目 录



Ⅱ I 总报告

Ⅱ.1	2011 年中国私募市场发展报告	曹和平 / 001
一	中国增长与资本市场边界拓展	/ 002
二	长链产业、长链金融与资本市场边界共拓	/ 007
三	我国国民经济与资本市场成长未来探讨	/ 012
四	我国私募股权市场未来	/ 014

Ⅱ II 理论篇

Ⅱ.2	2011 年中国 VC/PE 机构策略研究	倪正东 / 020
Ⅱ.3	人民币国际化及其国民经济和宏观经济效应	沈建光 / 045
Ⅱ.4	中国私募股权市场人民币基金快速兴起 LP（有限合伙人）市场发展正当时	倪正东 / 066
Ⅱ.5	基于逻辑创新的股权资本市场效率	窦尔翔 莫 丹 孔 靓 / 096
Ⅱ.6	中小企业融资与私募股权基金的发展	江曙霞 陈 青 / 116
Ⅱ.7	拟上市公司净资产积累方式与私募股权投资机构的 作用：基于我国创业板的实证分析	张真诚 李连发 / 126



- B.8 中国私募股权投资基金监管及国际经验借鉴 邓 旭 / 140
- B.9 中国私募股权基金 IPO 退出与中国场外
交易市场创新 邓向荣 陈勇征 / 164

B III 实绩篇

- B.10 后危机时代保险资金入注私募基金的
可行性及模式研究 曹 华 武 岚 / 181
- B.11 PE 的商业模式与方法论 格日勒图 / 202
- B.12 私募股权投融资过程、考虑因素和关键步骤
——汉世纪投资管理公司案例研究 李希强 / 209
- B.13 建立中小企业投融资市场 解决中小企业投融资问题 刘 亮 / 221
- B.14 中国并购基金的概况及前景展望 曹 昱 / 232
- B.15 我国 PE 行业的法律规范及其完善 方 哲 / 252
- B.16 私募股权投资生存方式的业界观察 曹 剑 / 269
- B.17 大型中央企业在私募股权领域的探索与实践
——以中国航天科技集团公司投融资平台建设为例
..... 陈 瑛 陈义海 杜广宙 / 282

B IV 市场沿革及文献篇

- B.18 培养中国跨文化企业家：美国私募股权基金的价值 李希强 / 299
- B.19 VIE 是一条长征路 李寿双 / 304
- B.20 我国要素市场分析 常 颖 闫 威 钟 山 / 306



Ⅲ V 机构篇

Ⅲ.21 中国 VC/PE 巡礼 清科集团 清科研究中心 / 313

Ⅲ VI 案例篇

Ⅲ.22 2011 年投资典型案例分析 清科集团 清科研究中心 / 376

Ⅲ.23 跋 曹和平 / 393

皮书数据库阅读使用指南



CONTENTS



B I Annual Report

- B.1** Report on China Private Equity Market (2011) *Heping Cao* / 001
1. *The Growth of China's Economy and the Capital Market Expansion* / 002
2. *Mutual Expansion of Industry Chain, Industry Chain Financial Service and Capital Market* / 007
3. *The Growth Potential of China's Private Market and Capital market* / 012
4. *The Future Private Equity Market in China* / 014

B II General Theories

- B.2** Research of 2011 China's PE/VC Companies *Zhengdong Ni* / 020
- B.3** The Effects on China's National Economy and Macro Economy by the Globalization of RMB *Jianguang Shen* / 045
- B.4** The Rapidly Growth of RMB Funds on PE Market in China—The expanding of LP troop *Zhengdong Ni* / 066
- B.5** The Efficiency of PE Market Lies on The Innovation of Logic *Erxiang Dou, Dan Mo and Liang Kong* / 096



- B.6** Developing of China's SMEs and PE Market *Shuxia Jiang, Qing Chen* / 116
- B.7** The Idea of Pre-IPO Companies Net Asset Accumulation and The Function of PE Companies: Based on The Second Board Analysis in China *Zhencheng Zhang, Lianfa Li* / 126
- B.8** China's PE Market Regulation and Experiences from International Market *Xu Deng* / 140
- B.9** The PE Funds' Exit Through IPO and The Innovation of OCT Markets *Xiangrong Deng, Yongzhen Chen* / 164

B III Market Performance

- B.10** The Study of Possibility and Model of Insurance Funds to Participate in PE Industry in Post-crisis Economy Situation *Hua Cao, Lan Wu* / 181
- B.11** The Study of PE Business Model and Methods *Geriletu* / 202
- B.12** The Procession, Consideration and Core Steps of PE Investing Activity — *A Study from Han Century Investment company* *Xiqiang Li* / 209
- B.13** The Issue of Construction of Financing Market for SMEs in Order to Ease the Difficulty of Refinance Faced by China's Private Companies *Liang Liu* / 221
- B.14** Overview and Forecast of Buying Funds in China *Yu Cao* / 232
- B.15** The Perfection of PE Industry Regulation in China *Zhe Fang* / 252
- B.16** The Way of PE Industry Makes Investing to Survive *Jian Cao* / 269
- B.17** Exploration and Practice of State-owned Enterprises in the Field of PE — *A Study Case of Financing Platform Created by CASC* *Ying Chen, Yibai Chen and Guangzhou Du* / 282



BIV Market Evolution and Literature Review

- B.18** The Education of Cross-Culture Entrepreneurs in China: The Value
of the US PE Funds *Xiqiang Li* / 299
- B.19** VIE—A Tough Road to Go *Shoushuang Li* / 304
- B.20** A Study of China's Factor Market *Ying Chang, Wei Yan and Shan Zhong* / 306

BV Institutions

- B.21** A Tour on China VC/PE: An Introduction to PE Institutions
Zero2ipo Research Center / 313

BVI Case Studies

- B.22** Classic Cases in 2011: Investment and Exit *Zero2ipo Research Center* / 376
- B.23** Postscript *Heping Cao* / 393

总 报 告

Annual Report



B.1

2011 年中国私募市场发展报告

曹和平*

2011 年，世界经济危机后常规复苏预期破灭，发达经济板块连续三年缓慢增长，部分经济体二次探底的风险增大，中国保持较高增长速度的国际环境不容乐观。国内市场上，面对 2010 年 3 月份以来物价持续走高的通胀压力，宏观调控引致的紧缩性货币政策带来两难选择，即维持充分就业和防止通货膨胀的两大管理目标无法同时实现。

在宏观调控要求流动性硬收缩条件下，金融市场中易于调节的部分，包括银行间货币市场、工商企业信贷市场、固定资产投资市场成为总量调节工具；存款准备金率、中间市场利率、信贷增加余额等被全面使用；发于银行类机构，经由担保和其他市场增信的资本品兑换通道被部分或大部分阻滞，正规融资渠道率先紧缩，国有和国有控股投资水平迅速下降。2010 ~ 2011 年间，国有企业固定资

* 曹和平，北京大学经济学院教授，美国俄亥俄州立大学博士。北京大学数字中国研究院副院长，北京大学供应链研究中心顾问，广州市金融咨询决策专家委员，云南省政府经济顾问，北京大学中国产权与 PE 市场研究课题组负责人。



产投资一度降到3%的超低水平。

金融市场为完成宏观调控目标而收缩时，存量投资项目依赖被调控之外的延伸性市场来存续。成熟市场的一个重要特点是，中间性资本市场能够使物理投资项目在资本品意义上变形、置换、回购和重组，以期挤压杠杆货币中过快的流动速度。在降低经济温度的同时，不至于使物理意义上的实体项目倒塌，否则就会出现像“德龙”案例一样的庞然大物轰然倒塌后实体“烂尾”的灾难。这种比较优质的总量调节不仅能够用增长速度的小幅度损失来维持系统的大幅度稳定，而且还能规避用滚动项目的消融和存量资产的物理损伤来硬着陆。

令人欣慰的是，多年体制改革与对外开放后，中国主流金融出现了一系列民间金融的新因子，更准确地说，出现了一批与国外资本市场对接的新金融因子。二者或者以民间市场的场外借贷形式，或者以私募股权（小众股权）的场外第三方借贷形式存在，利用追逐投资收益最大化的方式，以良性或者和宏观调控方向相反的方式，甚或以21世纪版的高利借贷方式，补充着由于主流金融活动收缩带来的流动性空缺。这种内在机理使得国家宏观调控时期的新型金融市场，尤其是私募股权市场表现活跃。当宏观调控工具运用价格（利率）和总量工具调整金融市场中成熟的部分时，新兴成分便出现并活跃起来。

从外观看，中国私募股权市场在经历了2009年骤跌与2010年强劲反弹之后，2011年迎来了大发展的局面。中国已经成为引领亚洲的最为活跃的私募股权投资市场。虽然在产品设计和风险防范等精细流程方面，中国和发达经济私募股权市场有距离，但在规模方面，在成长速度方面，以及在异于西方资本市场制度形式的创新和发展路径拓展方面，大有成为世界最活跃资本市场的势头。正是在上述理解意义上，我们从中国增长与资本市场边界拓展，长链产业、长链金融与资本市场边界共拓展，我国国民经济与资本市场成长的未来，以及我国私募市场的未来等方面，来讨论中国私募股权市场的发展和均衡收敛方向。

一 中国增长与资本市场边界拓展

（一）中国增长20年与增长模式的收敛

1991年以后，我国经济增长的周期性特征不断减弱，与以往的波动幅度相



比,收敛性趋势相当明显。^① 1993 年是具有转折意义的周期年度。当时的经济增长速度处在 14.0% 的高位,以后逐年下滑并令人意外地将收缩期延长到 7 年,1999 年以后的扩张期又延续 8 年,直至出现金融危机的 2008 年。

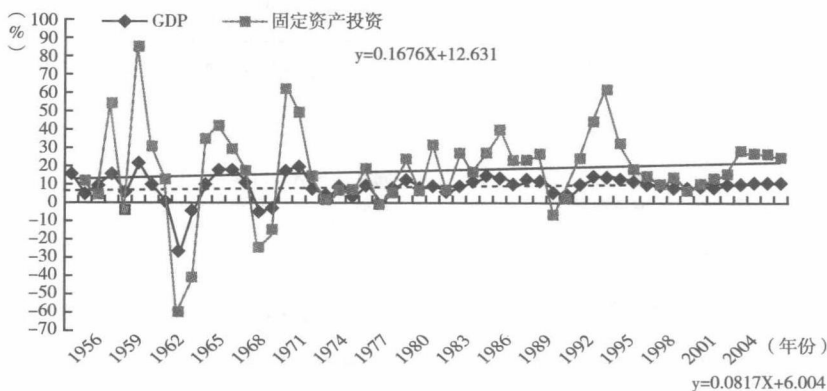


图 1 1953 年以后 GDP 和固定资产投资增长趋势

资料来源:《中国统计年鉴》,《新中国五十年统计资料汇编》。

近年来,经济增长的波幅不仅在时间序列上走向收敛,在区域经济之间的空间排列上也走向收敛。我们依据要素流动的合适区域统计了沿海三市、东三省、中部七省(河北、河南、山西、安徽、湖北、湖南及江西)和西部 13 省区市^② 1991 年以来经济的增长情况。四个区域内部各省市在增速结构上出现趋同特征。

四个区域经济增长速度在 1996 年后向全国平均数字收敛,2004 年以后迅速逼近。^③ 增速序列特征上的趋同背后是区域经济在产业结构上的靠拢。^④ 各地区

① 刘国光:《宏观经济若干问题思考》,《2005 年:中国经济形势分析与预测》,社会科学文献出版社,2004,第 1~23 页。

② 这 13 个省区市是:内蒙古、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆。

③ 全国平均水平是国民经济核算数字,并不是简单的全国各省区市增加速度的算术平均数。

④ 国际上探讨增长方式的差异时,一般不把中国作为一个整体来比较,而是用中国的某个区域同欧洲的一个国家相比较。比如在探讨 19 世纪中国经济的成长时,就用长三角地区的经济增长与英国发展相比较(Pomeranz, Kenneth, *The Great Divergence: China, Europe, and the Modern World Economy*. Princeton: Princeton University Press, 2000, pp. 1-2. p. 9. p. 92. pp. 265-297.)。欧洲大陆的主部有十几个国家,亚洲大陆比欧洲大陆大得多,其主部是中国一个国家。探讨要素构成及其增长方式,中国的政治疆界和区域经济疆界的重合度不像欧洲大陆那样高。

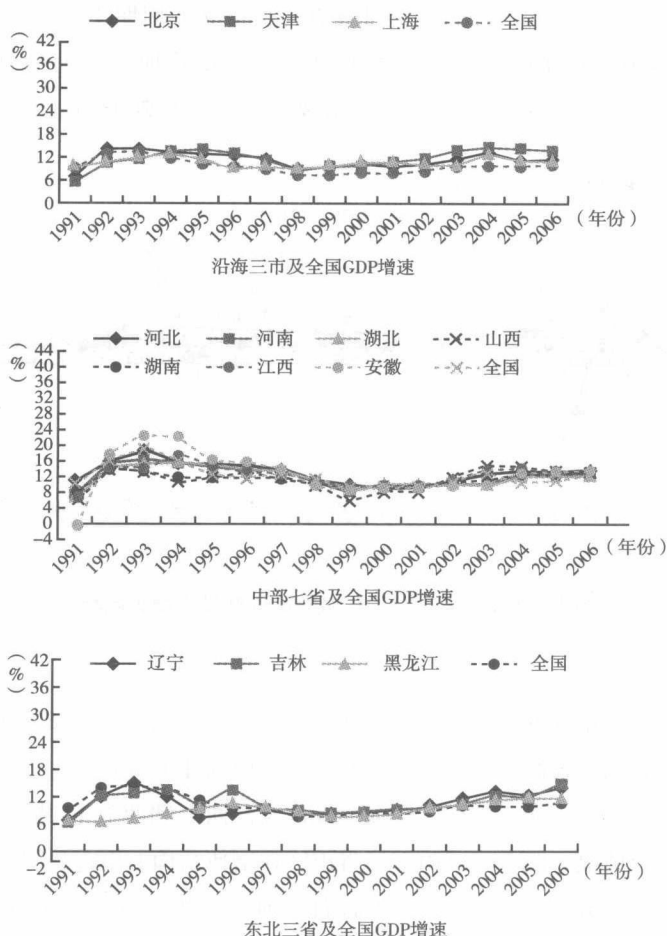


图2 1991~2006年中国各区域GDP增长速度

资料来源：CCER中国宏观经济数据库。

资源禀赋不同，趋同的产业结构会使一部分地区失去将自身资源优势转化为产业优势的机会。^①

^① 需要说明的是，图2中全国GDP的增长速度在1996年以后低于各区域经济的平均值。如果国民经济核算在国家层次上对地区虚报瞒报数字行为的矫正遵循系统性调整的话，国家的增速应该和四个区域经济的趋势线同构，显然图2没有反映这一同构现象。2003年以后，国家趋势线和四个区域的趋同线背离。这可能使我们的宏观统计数字大大低估中国经济在结构上的趋同速度。



中国经济增长在增速上的趋同可以从车间经济的大发展和产业增长模式在全国各个区域间的趋同上来了解。2010 ~ 2011 年间,我国生产了全世界 1/3 左右的物质产品,但还不到世界经济价值总额的 8%。这种物质产品份额巨大和价值实现份额过小的大分流现象缘于我国经济中的车间经济成分太多,价值实现能力或者说定价经济成分太少。

一个经济价值实现能力过小,在于企业资产的形成基本上不反映劳动要素和设备要素之外的资本品,比如土地和各种配套资本品的价格,仅仅按照产品价格中的劳动价格和原料及设备价格来定价。在这种经济中,工商企业的形成速度非常快,但产业链上下道工艺顺序整合基本上以自身经济体外的产业链成长为前提。比如,创新、设计、品牌形成和市场拓展等都在自身经济之外,产业长链中的车间份额巨大,大车间之前的创意和车间后的物流采购、供应链管理和整合信息技术的份额非常小。产业链不是长链而是车间及关联部分的链条。对应的,资本市场也是和车间经济相关的工商企业信贷金融,而不是创意金融、产业长链金融、中介类金融和定价金融。资本市场发展常常处在数个板块之间平行发展、互不相关的分离状态。

(二) 资本市场边界拓展难题

私募股权对股权(资本品)的流动性需求大。由于每一份资本品对应一份加入了人本的资本组合,风险在股权增值的过程中就被大大地压低了。这和主流工商企业信贷融资、传统全额保险和低端担保措施配套锁定风险的方法具有质的差别。前者对风险的管控能力更强,因此能在杠杆投资过程中挤出资产泡沫,后者对风险的规避能力更强导致其在衰退和复苏乏力时期的信用配给(credit rationing)。结果是,当宏观调控使得银行信用降低到正常信贷水平的 50% 以下时,私募股权市场投资却出现了方兴未艾的“景气”现象。

清科研究中心数据显示,2010 年我国中外创投机构共有 82 只基金完成募集,募集资金数额达到 276.21 亿美元。而仅前三季度就有傲人成绩,中外创投机构共有 116 只基金完成募集,募集资金数额达到 240.85 亿元。相比于 2010 年,预计 2011 年资金募集额度涨幅将超越 20%。这一融资规模几乎达到我国主权金融发债的水平。如果加上配套和商业信贷跟进,私募股权基金几乎成了宏观经济复苏货币政策、财政政策之外的第三方驱动力量。