

One Step Ahead:
Equity Investment Leads a Changing China

先锋

股权投资在中国

王广宇◎著



基于中国股权投资行业现实，立足于实证分析，
胜出于实战实务，对股权投资基金的发展进行深入思考。
多位上市公司领袖联袂推荐，投资专业工作者和金融业内人士必读。

清华大学出版社



先锋：股权投资在中国

王广宇◎著

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

中国资本市场在诞生的二十余年里几经衰荣,股权投资也如坐“过山车”,时而经历全民“Pre-IPO”的热潮,时而经历“无募无投”的冰冻。但放眼未来,股权投资基金仍处于初创阶段,对于完善中国融资结构、促进高新产业发展、优化上市公司治理、加快多层次资本市场建设有着重要的意义。

本书以专业视角,分别从股权投资的基础方法、增值逻辑、行业热点、基金运营范式多个维度入手,以期一窥股权投资之全貌。依托专业经验,借鉴各方研究成果,书中综述了股权投资的理念、流程和策略等关键点,实证分析了基金对中国创业板上市公司的价值贡献机制,并对基金的风险防范和退出方式展开讨论;以实务的视角,结合中国的监管和法律环境,介绍了人民币基金与美元基金的运营范式;精心选取了数个当前热点行业进行深度剖析,通过趋势分析,阐述投资策略,结合典型案例,集理论与实战分析为一体,博采众长,值得投资业界与经济工作者参考。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

先锋:股权投资在中国 / 王广宇 著. — 北京:清华大学出版社, 2014

ISBN 978-7-302-37234-9

I. ①先… II. ①王… III. ①股权—投资基金—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 152179 号

责任编辑:崔 伟

封面设计:马筱琨

版式设计:方加青

责任校对:曹 阳

责任印制:刘海龙

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

邮 编:100084

社总机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者:三河市中晟雅豪印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:169mm×239mm

印 张:16.75 字 数:291 千字

版 次:2014 年 8 月第 1 版

印 次:2014 年 8 月第 1 次印刷

印 数:1~2000

定 价:65.00 元

产品编号:059359-01

鸣 谢

金陵华软投资集团研究中心

香港理工大学商学院

中国人民大学商学院

香港中文大学全球经济及金融研究所

中关村华夏新供给经济学研究院

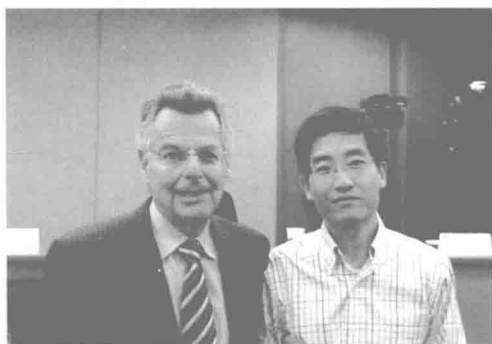


作者简介

王广宇先生毕业于中国青年政治学院、清华大学、香港中文大学和香港理工大学，是金陵华软投资集团的创始人，著名股权投资和金融信息化专家，在金融科技产业融合、境内外上市、投资并购领域拥有丰富经验。他所创立的“中华软件基金”是近年国内业绩最突出的产业基金品牌之一。

王广宇先生曾参与国家“九五”至“十二五”规划相关课题研究，是科技部“现代服务业发展战略及中长期规划”总体组专家，著有《客户关系管理》、《知识管理》、《金融病毒》等10余部专著，并荣获多个学术奖项。

王广宇先生是中国科学院研究生院兼职教授，兼任中国人民大学和吉林高校董、中国互联网协会(ISC)理事、中国投资协会创业投资委员会(CVCA)常务理事、北京股权投资协会(BPEA)理事、中关村华夏新供给经济学研究院副理事长等社会职务。



本书作者与迈伦·斯科尔斯先生合影

迈伦·斯科尔斯(Myron Samuel Scholes)是1997年诺贝尔经济学奖得主，现任斯坦福大学经济学教授。他给出了布莱克—斯科尔斯期权定价公式，成为金融资产定价的核心方法。



本书作者与詹姆斯·莫里斯先生合影

詹姆斯·莫里斯(James Mirrlees)是1996年诺贝尔经济学奖得主，现任剑桥大学和香港中文大学经济学教授。他是激励理论的奠基者，在信息经济学理论领域做出了重大贡献。



本书作者与罗伯特·蒙代尔先生合影

罗伯特·蒙代尔(Robert A. Mundell)是1999年诺贝尔经济学奖得主，现任哥伦比亚大学经济学教授。他被誉为“最优化货币理论之父”，是货币和财政政策相结合理论的开拓者。



本书作者与吴敬琏先生合影

吴敬琏先生被誉为“中国经济学界良心”，现任中欧工商管理学院教授。他曾连续五次获得中国“孙冶方经济科学奖”，2003年获得国际管理学会(IAM)“杰出成就奖”。

破解直接融资难题，加速中国股权投资行业发展

近期“钱荒”问题进一步引发业界对金融与实体经济关系的争议。主流经济界的看法是，政府应推进城镇化和金融创新，努力引导资金进入到实体经济部门；金融监管则应通过强化市场监管，倒逼金融机构“去杠杆化”，堵住虚拟经济部门资金“空转”漏洞，以化解目前实体“钱荒”与虚拟“钱多”并存的怪象。细究其因，除了地方债务沉重、银行流动性恶化、外汇占款与“稳货币”政策的矛盾外，更深层的难题是经济增长放缓与结构转型的压力下，传统金融模式怎样才能适应实体经济发展？资金怎样才能有效地流入到成长性、可持续的生产领域中去？

长期以来，以银行信贷为主的间接融资一直扮演着中国社会融资的主要角色。直接融资比例过低，是造成实体经济“钱荒”的重要原因之一。以2012年为例，银行业共投放本外币贷款15.76万亿，占当期社会融资总量的58%，而债券、股票与股权投资为主的直接融资占比仅为17%。银行以吸收储蓄为资金来源，对贷款有抵押品要求，资金必然向固定资产集中的房地产、制造业等传统行业倾斜；代表未来的现代农业、高新技术产业、现代服务业等轻资产行业，银行介入或发放贷款时并无优势。因此，要促进金融服务于实体经济，构建与现代服务业转型相适应的金融体系，必须加速发展多层次资本市场、债券市场和股权投资市场。提高社会直接融资比例，应作为未来金融改革的着力点。

美、德、日等国直接融资模式及特征

合理的社会融资结构能提升金融系统的抗风险能力。纵观发达金融市场，多已形成直接融资和间接融资并重的二元融资体系，二者比例适当，并具有一定的替代关系。2012年，我国直接融资占社会融资比例非常之低，仅为17%，但同年美国直接融资占比为70%，韩国、英国均超过50%，日本为35%。总结发达市场的两大主要融资模式：一种是以英、美为代表的市场主导型，典型代表是美国多层次

资本市场体系；另一种是以日、德为代表的银行导向型，典型代表是德国的全能银行体系和日本的主银行体系。

美国的直接融资体系在全球首屈一指，其中最负盛名的莫过于1971年设立的全美证券经纪商协会自动报价系统(NASDAQ)，90%以上的高科技成长企业在这里上市，培育了谷歌、微软、苹果等一大批优秀企业。另外，美国的直接融资中，八成以上为企业债券融资，企业债券市场规模庞大，交易活跃，有非常丰富的债券品种，并且可以选择在场内或场外交易，中小企业通过债券融资非常便利。美国也有全世界最为发达的风险投资和股权投资系统，为具有创意、技术和商业创新的青年创业者提供了优质的服务，为企业扩张和收购兼并提供了金融支持，成效显著。

德国主要实行全能银行制，可以同时经营普通商业银行业务和资本市场业务，单家银行便可以提供几乎所有的金融服务，在增加客户便利性的同时，也通过多种业务的联系，解决了信息不对称的问题。由于其各业务互补的优势，德国银行可以直接参股企业。另外，在政府的支持下，最近20年来德国风险资本业快速增长。受政府资助的银行并不直接向企业参股，而是向风险投资公司投入长期信贷或承担部分股份损失风险(最高至50%)，通过与创投产业合作支持科技园和企业孵化器的建设，对创新型经济予以扶持。

在日本，由于历史原因间接融资一度占据着绝对的垄断地位，企业的银行贷款负债曾高达70%。畸高的负债率使日本金融体系处于高风险状态中并最终引爆危机。但近年来，日本开始不断发展直接融资市场，目前有大阪、名古屋等7家二板市场的地区性交易中心，上市条件非常宽松，使得那些不具备东京交易所上市条件的中小企业可以在此融资；场外交易市场也同样活跃，是中小企业募集资金的一个重要渠道；还推出了高增长新兴公司市场(MOTHERS)，服务比场外市场的企业规模还要小的创新企业。另外，为解决创业投资的流动性问题，日本大力发展柜台交易，收效明显。

由于中国实行金融分业经营模式，商业银行在资本市场所能直接提供的服务非常有限，对直接融资的贡献极少；债券和股票市场在近两年遇到了新挑战和新问题，创投和股权投资行业整体来看还非常弱小。因此，银投合作的德国模式、融资主导的英美模式与多层次场内外结合的日本模式，为未来中国直接融资的发展和金融改革，都提供了可资借鉴的经验。

直接融资失衡：金融脱媒与IPO融资暂停形成“双杀”

直接融资比例偏低与金融脱媒现象是伴生的。储蓄资产在社会金融资产中

占比持续下降，由间接融资为主向直接融资转换的过程称之为金融脱媒。长期以来，中国银行业总资产占金融业总资产90%以上，银行贷款占社会融资规模总量的90%以上，极不均衡的融资结构使得金融服务质量低下、交易成本居高不下，而实体经济对银行信贷依赖性过高。从2002年到2012年，人民币贷款占社会融资总量的比例从91.9%降至57%，表明直接融资比例有所上升。但据中国人民银行数据，“十五”期间中国直接融资占比平均为5.03%，“十一五”期间直接融资占比平均为11.08%，“十二五”的目标是直接融资占比平均达到15%以上。这表明金融脱媒化进一步加速，融资结构失衡状态初步有所改善。

在金融脱媒的背景下，股市低迷，导致中国企业债券市场迅速扩容。2012年社会融资总规模中，企业债券占比14%，净融资2.25万亿，同比增长逾六成。除去央行监管的仅在银行间市场交易的商业票据和中期票据，国家发改委控制的主要由国有企业发行的企业债和中国证监会(CSRC)管理的由上市公司发行且在公开交易所交易的公司债是两个主要品类。但债券市场目前参与的主体还是以国企、上市公司为主，行业集中在能源、基础设施、房地产等传统行业。而适用于中小企业的融资债券规模微乎其微，中小企业私募债截至2012年底全国共发行87只，存管面值为93.75亿元，几可忽略不计。

股票市场是企业直接融资的重要渠道。随着股权分置改革与创业板开启，截至2012年我国上市公司已达2 494家。然而股市融资近年来呈震荡态势，尤其是2012年10月以来IPO暂停等因素叠加，致使股市融资规模呈现萎缩态势。2012年社会融资结构中股票融资仅占2%，较2010年下降近半。当年沪深两市包括新股发行、定向增发、公开增发和配股在内的上市公司股票融资总额为4 470.60亿元，较2011年下降了34.46%；全年共计150宗IPO，实际募集资金926.95亿元，数量和融资规模分别较2011年下降了45.2%和63.4%，其中IPO融资规模创下A股市场近15年来新低。

债券与股票作为直接融资的两大通道，只有两个市场并存和协调发展，才能有效发挥直接融资的基本金融功能，推动实体经济稳定健康发展。我国股票市场发展与GDP增长情况，并没有表现出应有的正相关性，近两年来，股市融资规模和市值不断萎缩。债券市场本质上是以债权的形式给投资者及融资者提供低风险的投融资工具，虽然通过信用增级、担保、集合债券等方式降低风险，但市场参与者的风险承受能力有限，而且大量初创型的新兴行业公司无缘债券市场。金融脱媒化和股市IPO暂停，使得中国直接融资近年出现“双杀”趋势，社会融资结构进一步失衡，这一问题必须在未来金融改革中得到重视。

应积极发展直接融资，为中小企业建设复合性资金供给体系

从结构上看，债券、股票和股权投资(PE/VC)，构成社会直接融资的三大主力。债券介于银行信贷和股权融资两者之间，克服了银行信贷资金使用期限短、融资规模有限以及股权融资会产生稀释效应等缺点，但其在扩大了企业财务杠杆作用的同时也放大了财务风险。近年债券市场发展迅速，企业债、中小企业私募债等为中小企业融资提供了新的渠道，但也存在着门槛、发行成本较高等问题。证券市场暂缓IPO的影响较大，国内A股上市门槛高，新三板市场流动性欠佳，融资效果难以体现，多层次资本市场的建设仍需时日。股权投资(PE/VC)在直接融资方式中最具灵活性，更能满足经济转型和实体经济发展的需要，发展空间巨大，但也面对多重监管、缺少流通市场的现实。未来应当从这三个市场入手，从政策引导、机构准入、制度建设、税收优惠等方面，促进直接融资的复合性“供给”体系建设。

中小企业是金融服务与实体相脱节的焦点。我国中小企业产值约占国内生产总值的60%，缴税额约占税收总额的50%，提供了近80%的城镇就业岗位。由于金融体制向国有经济倾斜、法律法规和银行设置等原因，中小企业一直面临着融资难的困境。促进中小企业发展，必须依靠直接融资，发挥其在融资时间、数量和期限等方面的灵活性。构建复合性的直接融资供给体系，对解决中小企业融资难、促进经济转型有重要意义。

首先，直接融资为中小企业提供长期、有效的资金支持。由于中小企业的担保能力不足，银行往往不愿将大量资金贷给中小企业，经常对其实行所谓的“信贷配给”。此外，考虑到效率问题，大银行并无动力向中小企业放贷，以银行信贷为主的间接融资难以满足中小企业的融资需要。应大力发展中小企业债券、新三板和创投等融资方式，帮助中小企业解决融资难的问题。商业银行提供的中小企业流动贷款期限一般较短，而企业债券期限一般为3~5年，创投资金投资周期一般长达5~10年，股票融资则为企业提供了一笔可供无限期使用的资金，更容易结合中小企业的实际需要，为其提供匹配的发展资金。

其次，直接融资可以改善中小企业的治理结构，提高企业的创新和管理能力。无论是债券还是股权融资，对中小企业的规范治理均有一定的要求。债券融资相对于银行贷款，对企业来说具有更强硬的约束，信息披露更为透明，能更有效地激励中小企业的规范经营。股权融资则能够直接改变企业的股权结构，引入机构投资者，有效改善中小企业的法人治理和现代企业制度。创业投资机构不仅

可以为中小企业提供股权资本，还会为其带来先进的管理经验，要求其在技术创新、研发、品牌方面加大投入。相比贷款层面的监管，直接融资的出资方，对中小企业的监管、融资后管理更有针对性和强制性，有利于企业培育核心竞争力。

促进创投产业发展，发挥其直接融资“信号”机制作用

实践中，创业投资指的是以私募方式筹集资金，对未上市企业进行股权投资，并通过IPO、并购、回购等股权转让方式实现退出，获取回报的投资形式。在中国，创投不仅包含了通常意义上的天使投资(Angle Invest)和风险投资(Venture Capital)，也包含了私募股权投资(Private Equity)和并购基金(Buy-out Fund)等形式。近十年来，创投产业伴随着中国经济成长获得了飞跃，投资规模由2001年底的119亿元增加到2012年的1 550亿元，增长了超过13倍(据Chinaventure数据)。但创投总额仅占全年社会融资总额的1%左右，相对于中小企业的融资需求，未来仍有巨大的发展空间。

面向实体经济和中小企业，创投作为直接融资的“先锋”，某种意义上也对股市融资和债券发行提供了“信号”。创投主要投资于具有潜力、创新的成长型公司，天使投资、VC、PE分别在企业发展的不同阶段给予企业包括资金、管理、市场拓展、财务合规等层面的支持。在微观层面上，企业引入创投后，实现了股权多元化，有利于改善法人治理结构，提升管理水平，建立健全现代化企业制度。创投机构作为战略投资者会积极参与公司的发展，由于创投自身具有明确的退出目的，因此获得创投投资的企业，除了明确企业经营计划外，未来在融资、上市、并购、发债等资本运作上有更明确的目标，多项学术研究和实证分析证明，创投的“信号”作用通过证券市场不断显现，有创投持股的企业与无创投持股的企业相比，其IPO后市场表现更为突出。

创投对行业的选择，充分体现了金融资源配置的策略前瞻性。根据清科创投研究中心的数据，最近6年，中国创投资本投向广义IT、环保节能、生物健康、现代服务业的金额与投向其他传统行业的比例是4：1。这表明，受创投青睐的这些行业是经济转型的方向，这种前瞻性与经济结构转型的方向潜在吻合。此外，创投是多层次资本市场和金融改革的重要分支。创投凭借其在寻找信息、管理项目等方面所具有的优势，对疏通直接融资渠道，推动创新企业登陆资本市场，改善市场融资结构都有积极作用，同时在退出渠道匮乏的倒逼之下，推动多层次资本市场建设的步伐和金融改革的进程。

近年，中国创投行业出现了“全民PE”的产能过剩怪象。但这并不是真正意

义上的绝对过剩，而是大量机构将目光集中在一、二级市场的套利上，扎堆于Pre-IPO项目，丧失了创投本应该积极发挥的“价值创造”使命。根本原因还在于资本市场结构失衡，没有多元化的退出渠道，畸形市场导致IPO项目的高回报，但让一般投资者承担了“过度风险”。为发挥好创业投资和股权投资的“信号”作用，在当前面临行业性发展困境时，监管部门应为创投行业健康发展优化外部环境，促进创投成为解决“资本”与“实体”矛盾的突破口。相比之下，发达国家和地区迄今仍对创投行业实行的优惠和扶持政策，值得我们借鉴。

为促进创投行业发展，一些政策建议包括：

(1) 为创投产业发展提供适度宽松的监管环境。除加强和完善法制建设外，创业投资由于在资金募集、合格投资者准入、风险识别和承受方面区别于公募基金，因此发达市场均对创投基金采取相对宽松的监管措施。建议在监管框架设计中，主要针对基金投资者保护进行设定，对创投机构运作及管理的监管不宜过度。

(2) 对创投基金及出资者给予适度优惠的政策。为了鼓励投资者通过基金从事创业投资，就有必要给予适度的税收优惠，不在基金环节征税，而是通过“先分后税”方式，向投资者分配利益后再征税。对于国内创投目前普遍面临募资困难的现实，相关部门应参考国外经验，设计优惠政策，鼓励民间社会资本投入创投行业。

(3) 完善市场制度，为创投基金提供更多退出途径。成熟的资本市场均有多层次的资本市场体系，企业可根据其发展阶段及风险程度相应选择适合的资本市场。我国多层次资本市场体系的建设应加快，扩大新三板和场外交易市场，开设“二手基金交易市场”以促进交易，提高流动性，为基金项目退出和实现收益建设平台。

总之，为促使金融服务于实体经济，急需要进一步提升直接融资在社会融资结构中的比重，加强债券、股市和股权融资的市场体系建设。创投和股权投资作为与中小企业关系最紧密、利益机制最趋同的融资方式之一，应予鼓励以发挥好“信号”机制作用，与多层次的资本市场体系、债券市场的发展相结合，构建复合型的直接融资供给体系，确保中国经济结构转型顺利实现。



(本文发表于2013年7月22日《第一财经日报》，是为代序)

目 录

第一编 流程与实务

第一章 股权投资基金	3
一、公司制	4
二、契约型	4
三、有限合伙型	5
第二章 基金的投资理念	8
一、价值增值	8
二、适度集中投资	8
三、阶段差别化	9
第三章 股权投资的流程	11
一、筛选项目	11
二、初步评估	12
三、组织工作团队	13
四、尽职调查	14
五、设计方案和撰写备忘录	15
六、投标及谈判	15
七、融资和完成交易	17
第四章 企业估值的方法	18
一、现金流量折现法	18
二、衍生方法	19
三、市场比较法	21
四、资产价值基础法	22
五、期权定价模型及在无形资产评估中的应用	23
第五章 如何认识创业投资	25
一、概述	25
二、创业投资的主要流程	25
三、创业投资的特征	26

第六章 如何认识上市前投资	30
一、概述	30
二、上市前投资的主要流程	30
三、上市前投资的价值	31
第七章 如何认识兼并与收购	32
一、概述	32
二、并购的主要流程	32
三、杠杆收购	34
第八章 股权投资的价格调整机制：对赌	36
一、概述	36
二、对赌协议的设计与实施	36
三、对赌协议的定价	37
第九章 股权投资的风险防范	39
一、概述	39
二、风险测定	40
三、风险防范	41
第十章 股权投资的退出	46
一、首次公开上市	46
二、并购退出	48
三、回购退出	49

第二编 增值与实证

第十一章 基金与被投资企业	53
一、概述	53
二、创投基金与被投资企业	54
三、创投基金与公司IPO	68
四、全球创业板的历史和特征	73
第十二章 创投基金参与的公司IPO质量研究	81
一、概述	81
二、研究设计——以中国创业板为例	82
三、实证分析	89
四、研究结论	103

第十三章 创投基金参与对公司IPO的贡献机制	104
一、概述	104
二、研究设计——以中国创业板为例	105
三、实证分析	115
四、研究结论	126
附录 创投基金参与公司的运营管理调查问卷	130

第三编 发展与实践

第十四章 基金在中国	135
一、起源和发展	135
二、类型和特点	141
三、基金在中国面临的问题	144
第十五章 人民币基金	147
一、概述	147
二、人民币基金的募集流程	150
三、人民币基金的法律形态	152
四、人民币基金的运营范式	154
五、有限合伙人	158
第十六章 美元基金	160
一、概述	160
二、美元基金的境内投资模式	161
三、美元基金的退出设计	167
四、美元基金的监管框架	174

第四编 策略与实战

第十七章 新一代信息技术产业	181
一、现状与趋势	181
二、产业投融资状况	182
三、产业投资策略分析	184
四、案例分析	192
• 阿里巴巴	192
• 同有科技	193

• 慧点科技	194
第十八章 高端装备制造产业	196
一、现状与趋势	196
二、产业投融资状况	200
三、产业投资策略分析	202
四、案例分析	203
• 中联重科	203
• 郑煤机	204
• 海天国际	206
第十九章 节能环保产业	207
一、现状与趋势	207
二、产业投融资状况	214
三、产业投资策略分析	215
四、案例分析	216
• 东江环保	216
• 聚光科技	217
• 汉能太阳能	218
• 格林美	219
第二十章 新型消费产业	221
一、现状与趋势	221
二、产业投融资状况	226
三、产业投资策略分析	231
四、案例分析	233
• 蒙牛乳业	233
• 海澜之家	235
• 乐视网	235
• 敏华控股	237
参考文献	239
后记：先锋的力量	251



第一编 流程与实务

四时有明法而不议，万物有成理而不说。

——《庄子·知北游》

一个人靠投资取得的财富，是由他的内在财富决定的。

——约翰·邓普顿