


私募股权基金

张 玮○著

PRIVATE EQUITY FUNDS



 中国时代经济出版社

张 玮○著

私募股权基金

PRIVATE EQUITY FUNDS



私募股权基金 / 张玮著. —北京: 中国时代经济出版社, 2011.1

ISBN 978-7-5119-0630-4

I.①私… II.①张… III.①企业—融资—研究 ②基金—投资—研究
IV.①F275.1 ②F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 258029 号

书 名: 私募股权基金

出版人: 宋灵恩

作 者: 张玮

出版发行: 中国时代经济出版社

社 址: 北京市西城区车公庄大街乙 5 号鸿儒大厦 B 座

邮政编码: 100044

发行热线: (010)68320825 68320484

传 真: (010)68320634

邮购热线: (010)88361317

网 址: www.cmepub.com.cn

电子邮箱: zgkdjj@hotmail.com

经 销: 各地新华书店

印 刷: 北京市鑫海达印刷有限公司

开 本: 787 × 1092 1/16

字 数: 190 千字

印 张: 11.125

版 次: 2011 年 1 月第 1 版

印 次: 2011 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5119-0630-4

定 价: 25.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,请与本社发行部联系更换

版权所有 侵权必究

序

21世纪以来，特别是2008年全球金融危机爆发之后，我的确感受到了金融对全球经济社会发展的影响威力，也使我对“金融”产生了兴趣。金，就是财富，资本；融，就是融通。于是，财富资本为什么需要融通，怎样有效融通，融通的意义是什么，都包含在“金融”这个貌似平凡、简单的词汇中。围绕着“金融”，存在着一个系统、复杂的市场—政策体系：它既包括金融场所覆盖的市场主体、客体、产品等要素，也包括政策环境、法律监管等宏观调控体系。所以我经常听到从事金融业的朋友说，他们从事的职业可不简单，既复杂又充满挑战性；既需要有严格的自律精神，也需要保卫好、开拓好国家的财富，任重道远。

近年来，许多人士一直在关注着我们国家金融市场上各种新生的衍生产品、衍生业务。如果说随着2009年10月底深圳创业板市场的成功推出、首批上市发行的28家企业全线飘红，而且截至目前仍旧保持着良好的市盈率，以及今年4月15日股指期货的推出，标志着我国政府对公开资本市场业务的进一步放开，将会对广大公开资本市场业务的参与者提供更加符合市场化的交易平台，对未来带来更加充满想象力的挑战与机遇，那么，私募市场，这块独立于公开市场的金融业务领域似乎变得更充满神秘色彩。

提到私募，这里引入一组数据：据相关数据显示，从1998年我国基金开元、基金金泰发行以来，我国公募基金业在12年里共出现了853位基金经理，但已有346位离开，占比达到40.56%，特别需要注意的是，根据有关部门统计，在2000年以前，我国共有24位基金经理，至2010年一季度，这24位当年曾是万里挑一的最富经验的基金经理中，仍旧在位的只有王亚伟等三人，其余21人中的大多数都转入到私募领域。为什么私募市场可以吸引这些人才？我们是否可以说，与公募市场的透明度、受政府、政策监管监控的力度相比，私募市场还是一块亟待开发的处女地——这块土地中蕴藏着极大的风险，自然也就充满了创造财富神话的机会。胜利与风险总是相生相伴，这是客观的辩证法，是普遍的规律。大家也注意到，2007年以来，我国私募市场上提出了“阳光私募”这个概念，即，强调私募基金要走一条规范化、法制化的健康发展道路，财富管理的准则就

是“为客户创造价值，保证客户的财富安全”。2010年4月17日，中国私募基金高峰论坛暨首届私募基金“金阳光奖”颁奖典礼上，《中国阳光私募年度报告》发布，参会的众多业内人士普遍认为，我国的私募基金已经逐渐从“边缘”走向“主流”，可以说，我国的私募基金向对冲基金转型的国际化趋势已经呈现，但这将是一个循序渐进的过程，首先需要立足本土，把本土的事情做好。我国私募市场的从业者们已经在尝试建立符合其特点的自律体系；然而，不久前，浙江吴英案仍旧引发了不少人士的担忧，可以说吴英案是多年来屡禁不止的民间集资案的代表——在极短的时间内，她能够聚集数亿元的资金，既暴露出我国民间资本市场（私募市场）监管体系的缺失，也提醒我们，民间资本的巨大实力，不能漠视。在中国摆脱后金融危机时代、全面实施产业转型升级发展的今天，我们该如何有效地规范、引导这些民间财富，使之为中国特色的社会主义的经济发展与社会建设发挥真正巨大的作用呢？需要大家认真研究。

经一位博士朋友介绍，我看了张玮同志的《私募股权基金》书稿。在这部书中，作者分上、中、下三个篇章，“私募股权基金理论篇”、“私募股权基金境外发展篇”、“私募股权基金中国实践篇”，较为全面、系统地介绍了私募股权基金这一私募市场上的代表性产品。尤其值得称赞的是，作者通过对比境外私募股权市场的发展及监管情况，对我国私募股权基金的进一步发展及如何建立行之有效的监管体系，使私募股权基金真正能为中国特色社会主义经济社会发展产生积极作用，提出了自己的独到见解。可以说，张玮同志的这本书，对于初涉猎私募市场的人士具有参考价值；对于已对私募市场具有一定了解程度的人士，阅读本书的中篇与下篇，也会从中受到启发。

金融时代已经来临了。这个时代的到来决定了参与其中的每一个人、每个民间组织和政府机构，都应该重视金融的力量，使金融真正可以为民所用，为国造福。期待今后有更多的研究者投入金融市场的研究，为中国“大国金融”作出贡献！

我对金融不太懂，作者邀我作序，实不敢为，只是写一篇读后感而已。

中国邓小平理论研究会副会长

杨春光 研究员

2010.12 于北京

序 言

私募股权基金这个词在 20 年前还不存在，如今已经成为时下最热的词语之一。本书首先从私募股权基金概述、私募股权资本市场构成分析、私募股权基金组织机制探究、私募股权基金的运作流程、私募股权基金的风险与监管、其次从境外私募股权基金在 2008 年后的发展、私募股权基金发展之美国 VS 欧洲、境外私募股权基金发展的经验及启示、再次从中国私募股权基金的发展现状、境外私募股权基金在中国的运作模式与发展策略、中国私募股权基金组织机制建设、中国私募股权基金的监管研究、中国私募股权基金发展策略探究等方面进行了研究，对于私募股权基金，各个不同的机构和个人依据自己的理解，给出了多种定义。一般来说都突出了以下几点：第一私募股权基金是以私募形式进行权益性投资；第二，通过专业化、规范化的运作实现自身资产的增值；第三，在一定期限内通过上市、并购或管理层回购等方式出售持股并最终获利。广义的私募股权基金，即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre - IPO 各个时期企业所进行的投资。2008 年，受金融风暴的影响，全球投资市场投资已经出现调整和回落。西方的经济学家普遍认为西方的经济已经进入一个长期的、影响深远的衰退期，而金融危机恰恰对于私募股权基金在中国的发展是一个机会。

私募基金具有以下特征：

1. 私募资金募集渠道广。私募股权基金在募集渠道上只能采用私募的形式，即只能向特定的对象募集或向少于 200 人的不特定对象募集，但其募集对象都是资金实力雄厚、资本构成质量较高的机构或个人，这使得其募集到的资金在质量和数量上不亚于公募基金

2. 股权投资，方式灵活。为规避股权投资的高风险性，私募股权基金的投资方式也越来越多样化。除单纯的股权投资外，还出现了变相的股权投资方式，以及以股权投资为主、债权投资为辅的组合型投资方式。

3. 股权投资伴随着高风险。股权投资通常需要经历若干年的投资周期，而

因为投资于发展期或成长期的企业，被投资企业的发展本身有很大风险，如果被投资企业最后以破产惨淡收场，私募股权基金也可能血本无归。

在在长在长达二十几年的经济增长进程中，中国企业迅速壮大，许多企业已经度过在长达二十几年的经济增长进程中，中国企业迅速壮大，许多企业已经度过了艰苦的资本积累阶段，成为全国乃至全球的产业领导者。中国企业的成就令人瞩目，但更重要的是在此过程中涌现出一批富有远见卓识的企业家。作为“金砖四国”中最活跃的经济体，中国的发展前景终于成为了全世界的共识，伴随着全球化的大潮，国际资本蜂拥而至，融资渠道开始多元化，投资机会不断涌现，中国资本市场方兴未艾，一片欣欣向荣。

事实上，在发达国家，资本运营已成为企业经营中极为重要的部分：思科公司通过并购成为全球最大企业、巴菲特投资股票成为全球第二的富翁、索罗斯凭一己之力摧毁东南亚金融体系、蒙牛借国际资本发迹、施正荣还有李彦宏白手起家却通过海外上市一跃成为新的中国首富……资本市场帮助一个又一个企业家实现了自己的富强梦。然而，涉足投融资要求对金融知识有深入理解和把握，历史上的玩火自焚者亦不在少数：美日等发达金融市场的股灾、网络泡沫的幻灭、长期资本公司的破产、安然公司的轰然倒闭、全球第一大会计师事务所安达信的解体、蓝田资金链的断裂、德隆资本帝国的崩塌、西北轴承的引资苦果……

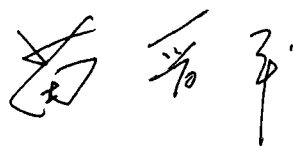
资本运营并非是一句简单的空话。在新的竞争环境下，如何有效地利用和运用资本成为企业领导人面对的重大课题。

张玮在中国政法大学学习期间打下了坚实的理论基础，在山西省任大学教师期间刻苦钻研、勤于思考、不断参与社会实践活动。她其中参与了我本人负责的山西部分市、县宏观规划，如晋中市的十一五规划、安泽县的十二五规划、长治市城区的现代服务业发展战略规划等，在参与规划期间我对她的学习劲头、研究领域、动手能力、创新精神就有了更进一步的了解，尤其是她到中国矿业大学读研究生期间，我们交流的就更多起来了，最近她让我帮她的处女著作《私募股权基金》写一个序，好在我近两年在北京大学经济学院参加了一个PE学习班，带着实践中的问题对私募股权基金进行了认真学习，尤其是和一批私募股权基金的法规制定者——老师，私募股权基金的实践者——学员不断探讨有了不少进步，但我深感序应当由学界大家或本行业的成功人士来写，当考虑到我和张玮是中国矿业大学校友，同时张玮初出牛犊不畏虎的进取精神时，我就欣然答应了张玮的

序 言

要求。

我愿张玮通过创作使学业更加成功，愿专家学者对本书提出更多批评和建议，愿初入门者有一定收益。

A handwritten signature in black ink, consisting of three characters: '张', '玮', and '序'. The characters are written in a cursive, flowing style.

2010-12-26 于北京

(本序言作者系中国县域经济发展中心副主任 北京大学商业经济与管理研究所副所长 北京林业大学客座博导)

目 录

上篇私募股权基金理论

第一章 私募股权基金概述	(3)
1.1 私募股权投资与它的起源	(3)
1.2 私募股权基金的概念	(6)
1.3 形形色色的私募股权基金	(13)
1.4 私募股权基金的特点	(17)
1.5 私募股权基金的市场功能	(18)
1.6 揭秘：私募股权基金为什么能产生高收益	(22)
第二章 私募股权资本市场构成分析	(23)
2.1 私募股权资本市场的含义及组成要素	(23)
2.2 基金募集者分析	(26)
2.3 基金与基金管理公司分析	(30)
2.4 投资者分析	(32)
2.5 私募股权资本市场的投资回报及决定因素	(35)
第三章 私募股权基金组织机制探究	(37)
3.1 私募股权基金中的委托—代理问题	(37)
3.2 公司制私募股权基金	(40)
3.3 契约制私募股权基金	(41)
3.4 有限合伙制私募股权基金	(43)
3.5 三种组织机制的私募股权投资基金的比较	(48)

第四章 私募股权基金的运作流程	(52)
4.1 识别、选择投资对象	(52)
4.2 设计投资方案	(54)
4.3 增值服务	(64)
4.4 退出变现	(65)
第五章 私募股权基金的风险与监管	(67)
5.1 私募股权投资市场的风险类型	(67)
5.2 私募股权基金风险的危害性分析	(69)
5.3 纵览私募股权基金监管	(70)

中篇私募股权基金境外发展篇

第六章 境外私募股权基金在 2008 年后的发展	(77)
6.1 2008 年以来境外私募股权基金发展概况	(77)
6.2 境外私募股权基金的收益状况	(80)
6.3 境外私募股权基金行业与地区投资分布	(81)
6.4 境外私募股权基金的退出渠道	(84)
6.5 2008 年以来全球重大的 IPO 和 M&A	(86)
第七章 私募股权基金发展之美国 VS 欧洲	(88)
7.1 欧洲私募股权投资市场特点	(88)
7.2 欧洲私募股权资本市场发展的不足之处	(94)
第八章 境外私募股权基金发展的经验及启示	(100)
8.1 美国私募股权基金发展经验	(100)
8.2 欧洲私募股权基金发展经验	(102)
8.3 亚太地区私募股权基金发展经验	(103)
8.4 各国经验对中国私募股权基金发展的启示	(106)

下篇私募股权基金中国实践篇

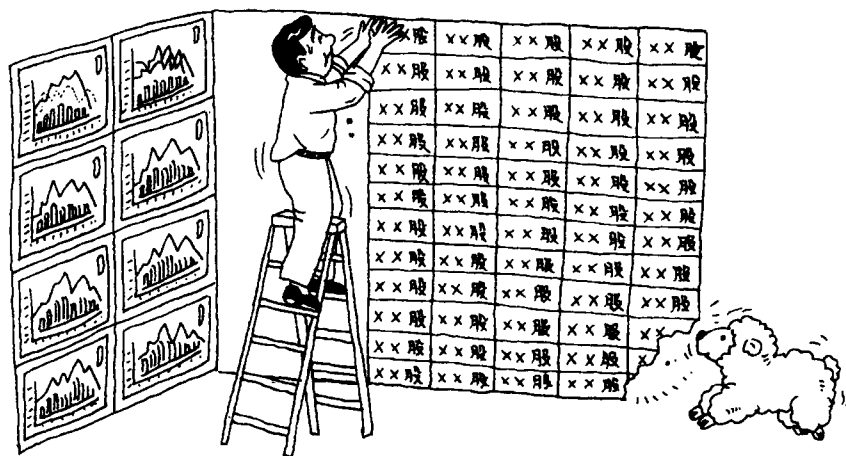
第九章 中国私募股权基金的发展现状·····	(109)
9.1 中国私募股权基金市场的现状·····	(110)
9.2 私募股权基金的投资形式及领域·····	(112)
9.3 私募股权基金退出渠道·····	(113)
9.4 我国当前与私募股权基金相关的法律、法规及政策·····	(114)
9.5 本土私募股权基金发展中存在的主要问题·····	(115)
第十章 境外私募股权基金在中国的运作模式与发展策略·····	(123)
10.1 境外私募股权基金在中国发展环境分析·····	(123)
10.2 中国企业海外上市的通行模式——红筹模式·····	(124)
10.3 海外上市运作模式·····	(125)
10.4 外资收购战略性行业的模式——盛大模式·····	(126)
10.5 个人控股海外壳公司的模式——境外期权模式·····	(128)
10.6 规避对货币自由兑换的模式——借道外资银行和股东借款·····	(130)
10.7 规避对投资人外资身份的模式——信托代持股份·····	(132)
10.8 规避对企业之间提供贷款的模式——股权回购·····	(132)
10.9 规避对外资投资公司的要求——收购控股内资投资公司·····	(133)
10.10 境外私募股权投资基金在中国的运作模式总结·····	(134)
第十一章 中国私募股权基金组织机制建设·····	(136)
11.1 中国目前相关的法律政策环境·····	(136)
11.2 中国目前相关的市场环境·····	(137)
11.3 三种组织机制在中国推行中存在的问题·····	(138)
11.4 中国私募股权投资基金组织机制的选择·····	(142)
第十二章 中国私募股权基金的监管研究·····	(148)
12.1 建立统一协调的政府监管体系·····	(148)

12.2	完善具有中国特色的私募股权行业自律监管协会体系·····	(150)
第十三章	中国私募股权基金发展策略探究·····	(152)
13.1	发展中国本土私募股权投资基金的意义·····	(152)
13.2	快速发展中国本土私募股权投资基金的对策·····	(153)
13.3	我国发展私募股权基金的有利条件及不利因素·····	(154)
13.4	营造私募股权基金生存发展所需环境·····	(157)
13.5	提升私募股权基金自身竞争力·····	(159)



上篇

私募股权基金理论



第一章 私募股权基金概述

提起私募股权基金 (Private Equity Fund), 自然而然就会联想到私募股权投资 (Private Fund)。顾名思义, 私募股权基金的投资资本就源于私募股权投资。因此, 本书的写作视角也是从私募股权投资开始, 对私募股权基金这个在许多人眼中充满神秘的事物一探究竟。

1.1 私募股权投资与它的起源

私募股权投资 (Private Equity, 后文简称为“PE”) 起源于美国, 其前身是为洛克菲勒等超级富豪家族理财投资的办公室, 后来这些投资办公室逐步发展成专业的私募股权投资机构。第一家正式的私募股权投资机构是美国研究与发展公司 (American Research and Development, ARD), 成立于 1946 年^①。

从投资方式角度, 私募股权投资是指通过私募形式对私有企业, 即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。广义的 PE 是涵盖企业首次公开发行前各阶段——种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 时期所进行的投资; 相关资本按照投资阶段划分为: 创业投资 (Venture Capital), 即我们通常所说的 VC, 风险投资、发展资本 (Development Capital)、并购基金 (Buyout/Buyin Fund)、夹层资本 (Mezzanine Capital)、重振资本 (Turnaround)、Pre-IPO 资本 (如 bridge finance), 以及其他如上市后私募投资 (Private Investment in Public Equity, 即 PIPE)、不良债权 (Distressed Debt) 和不动产投资 (Real Estate) 等^②。狭义的 PE 主要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私募股权投资部分, 主要是指创业投资后的私募股权投资部分,

^① 李建华, 张立文. “私募股权投资信托与中国私募股权市场的发展”. 中国经济信息网

^② Gerald T. Nowak. 《发行人的角度高收益发行》(The High-Yield Offering: An Issuer's Perspective). 中国金融出版社, 2006, 3

而这其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。

从 20 世纪 40 年代中期发展至今，私募股权投资主要经历了 3 个发展阶段^①：

☐ 生存发展阶段（20 世纪 40 年代中期 ~60 年代末）

受 1929 ~ 1933 年全球经济危机及随后爆发的第二次世界大战的影响，尽管美国作为本土远离战场的战胜国，且通过实施罗斯福新政使美国经济在二战前即得以复苏，但二战后的美国由于推行“马歇尔计划”和“杜鲁门主义”，大量的资金被用于帮助其欧洲盟国恢复因世界大战而濒临崩溃的经济体系，并同时抗衡苏联和共产主义势力在欧洲的进一步渗透和扩张；因此，美国缺乏对新成立的中小型成长性企业长期融资的支持，导致新创立的中小企业数量严重不足。尽管美国本土免于二战炮火的袭击，美国取得了二战的胜利，但日益严峻的劳动力就业压力迫使美国政府不得不采取适度的措施，鼓励更多的民间资本参与向中小企业融资。ARD 正是在这种背景下成立的，其宗旨是向新创立的中小企业提供长期的融资支持及专业化的管理指导。从 1946 年到 1969 年的 25 年间，ARD 向它的最初投资者提供了 15.8% 的年平均回报，而同时期道琼斯工业平均指数的回报率为 12.8%。

☐ 成长壮大阶段（20 世纪 70 年代）

有限合伙人制度在这一时期的出现，是推动 PE 投资得以成长壮大的主要原因。1969 ~ 1975 年间，共有 29 支有限合伙人基金成立，融资约 3.76 亿美元，有限合伙人制度逐渐成为吸引该行业专业人士的主要方式。与此同时，1978 年美国通过法案允许养老基金以有限合伙人的身份参与私募股权投资，进一步释放了美国私募股权市场的巨大潜力。

☐ 全面发展阶段（20 世纪 80 年代至今）

20 世纪 80 年代以来，伴随美国资本利得税的持续降低（从 1978 年的 49.5% 下降到 1981 年的 20%），以及政府的大力推动，美国 PE 市场蓬勃发展：私募股权基金从 1984 年的 67 亿美元飞速增至 2000 年的 1773 亿美元，年均增长率高达 22.7%。经过 30 年的发展，PE 成为仅次于银行贷款和 IPO 的重要融资手段。

国外私募股权基金规模庞大、投资领域广泛、资金来源广泛、参与机构多样化，迄今，全球已有数千家私募股权投资公司，全球 PE 市场规模已超过 2 万亿

^① 王丹青，胡耀坤。“产业基金发展的横向比较，美国私募基金发展阶段”。投资中国网

美元，黑石、KKR、凯雷、贝恩、阿波罗、德州太平洋、高盛、美林等机构是其中的佼佼者，按管理资产额排名的前三大 PE 分别为百仕通、KKR、凯雷集团^①。

根据 Preqin 的数据，全球新募集私募股权基金数量和金额在 2007 年达到新高峰，分别为 1024 只新基金和 6325 亿美元。然而，受全球经济危机的影响，PE 放慢了扩张的步伐：2008 年，全球新募集基金数量及金额有所下降，2008 年第四季度，全球新募集私募股权基金 148 只，募集金额 976 亿美元，募集金额较第二季度的 1865 亿美元减少 47.7%；较 2007 年同期的 1782 亿美元减少 45.2%^②。一时间，关于私募股权投资即将成为昨日西山的观点纷纷涌现。然而，作者认为，尽管全球经济发展有波峰也有低谷，但曲折前进却是不变的道理；而全球经济一体化也是大势所趋。因此，适应经济全球化的私募股权投资，虽然目前遇到一时的波折，但它的发展潜力却是巨大而深远的。

私募股权投资（PE）说到底是个外来词汇，因此，关于 PE 的中文释义有私募股权投资、私募资本投资、产业投资基金、股权私募融资、直接股权投资等形式，上述翻译或多或少反映出私募股权投资具有以下本质属性：

- PE 是对非上市公司的股权投资，因流动性差而被视为长期投资，故投资者会要求高于公开市场的回报；
- PE 不能上市交易，所以没有现成的市场供非上市公司的股权出让方与购买方直接达成交易。持币待投的投资者和需要投资的企业必须依靠个人关系、行业协会或中介机构来寻找对方；
- PE 资金来源广泛，如富有的个人、风险基金、杠杆收购基金、战略投资者、养老基金、保险公司等；
- PE 的投资回报方式主要有三种^③：公开发行上市、售出或购并、公司资本结构重组。对引资企业而言，私募股权融资不仅有投资期长、增加资本金等好处，还可能给企业带来管理、技术、市场和其他需要的专业技能。如果投资者是大型知名企业或著名金融机构，他们的名望和资源在企业未来上市时还有利于提高上市的股价、改善二级市场的表现。相对于波动大、难以预测的公开市场，股权投资资本市场是更稳定的融资来源。而在引进私募股权投资的过程中，因为信

① 巴曙松，尹满华。“当前全球 PE 市场的发展状况评估——基金系列研究之五”。平安证券专题报告

② 数据来源：Preqin, 2008 Private Equity Fund of Funds, Special Issue

③ 周炜。《解读私募股权基金》。北京：机械工业出版社，2008 年 5 月第 1 版