

全视角

○高正平 等编著

QUANSHIJIAO
GUAN PE

观PE

——探索PE中国化之路



中国金融出版社

全 视 角 观 PE

——探索 PE 中国化之路

高正平 等编著



中国金融出版社

责任编辑：许小萍

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

全视角观 PE (Quanshijiao Guan PE): 探索 PE 中国化之路/高正平等编著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5246 - 2

I. 全… II. 高… III. ①企业—融资—研究②基金—投资—研究
IV. F275.1 F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 160192 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 24.25

字数 423 千

版次 2009 年 9 月第 1 版

印次 2009 年 9 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5246 - 2/F. 4806

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序 言

——“走”出我国资本市场之“路”

目前，对于 PE 的认识有三个倾向：从称谓上看，无论是“门口的野蛮人”、“秃鹫”、“不安的国王”，还是“经济增长的引擎”，这些称谓尽管表达的情感有所不同，但都无一例外地给人以神秘感；从职业选择上看，PE 不仅成为总统等政府高官的热土，而且让众多国外商学院的 MBA 们趋之若鹜，尽显贵族气质；与之截然相反的是，PE 的反对者也在呐喊，随着次贷危机的爆发和深入，一些人认为 PE 或会造成下一轮危机、PE 越来越成为美轮美奂的幻影，去 PE 化的呼声也日渐高涨。编写本书的基本出发点是纠正神秘化、贵族化和去 PE 化的三种倾向，坚持客观地、全面地、理论结合实际地去认识 PE，深入地、多层面地、有针对性地探寻我国 PE 的健康发展的路径。

PE 市场在我国是一个新兴的市场，作为一个新兴国家的新兴市场，其热度可想而知，中国人民银行原副行长吴晓灵曾做过形象的比喻，她认为“中国资本市场并不缺乏构成 99 摄氏度的金融要素，只是缺乏让水沸腾的那 1 摄氏度……缺乏组合各种要素的金融工具，而私募股权就是其中之一”。^① 目前，结合国内资本市场发展实际对 PE 进行深入研究的书较少，我们编写此书试图让不了解 PE 的人们更全面、更准确地了解 PE，让了解 PE 的人们有兴趣对我国 PE 的健康发展进行深入的思考。

全书内容可划分为三个部分：

第一部分，走进 PE，撩开 PE 的神秘面纱，站在国际视角，从理论分析、实务操作和国际发展等方面认识 PE。为了尽可能地达到认识的全面性，我们选取了众多角度，包括概念比较、趋势分析、经济解释、运作流程介绍、风险管理探讨、国家发展述评等。

第二部分，评介本土 PE。站在中国视角，由远及近、由外及内、由表及里地认识我国的 PE。本部分既有国内的比较也有国际间的对比，既有对范畴的介绍也有对环境的评价，既有定量的分析也有定性的描述，既有对历史背

^① 吴晓灵：《中国资本市场缺乏让水沸腾的 1℃》，中国私募股本国际研讨会上的演讲，2006 - 09 - 21。



景的总结又有对现实问题的深思，既有一般的分析又有典型的案例，我们力图在客观认识的基础上发现深层次的问题和障碍，总结经验教训。

第三部分，建言本土 PE 发展，探索本土 PE 健康发展的路径。本部分从宏观、中观、微观三个层次阐释我国发展 PE 的意义，然后从诸多外部环境因素和市场内部相对均衡的角度出发提出建议和观点，同时探讨了政府的作为空间和应当扮演的三重角色，最后，从监管和规范的角度尝试建立有利于规范、有效发展我国 PE 的机制和架构。

数十年的资本市场的研究与实践让作者深刻认识到 PE 在我国市场中所面临的机遇和挑战是前所未有的。鲁迅曾说过：“其实地上本没有路，走的人多了，也便成了路。”在我国资本市场之“路”成型的过程中，作者希望本书与之前出版的《政府在风险投资中的作用》、《中小企业融资新论》、《中小企业融资实务》等书一起，作为走出资本市场之“路”的“足迹”，希望本书能为我国 PE 的健康发展和资本市场的日臻完善尽一份绵薄之力。

目 录

上篇 撩开 PE 的神秘面纱

——PE 的发展、运作机理及国际比较

1 撩开 PE 的神秘面纱之一

——PE 的概念及发展历程 1

1.1 PE 的概念界定 1

1.2 PE 的发展阶段 6

1.3 PE 发展新趋势 8

2 撩开 PE 的神秘面纱之二

——PE 的理论释义 13

2.1 PE 的一般理论解释 13

2.2 创业风险投资的理论解释 18

2.3 并购的理论解释 25

3 撩开 PE 的神秘面纱之三

——PE 的运作全过程透视 32

3.1 PE 的市场及组织 32

3.2 PE 的资金募集 41

3.3 PE 的投资运作 48

3.4 PE 的管理和增值 55

3.5 PE 的退出方式 63

4 撩开 PE 的神秘面纱之四

——PE 的风险监管与控制问题 67

4.1 PE 的经济风险和监管 67

4.2 PE 的双重委托代理风险及其控制机制 75

4.3 PE 的运营风险及其监管 80

5 撩开 PE 的神秘面纱之五

——PE 的国际总结和借鉴 87



5.1 美国的私募股权投资	87
5.2 英国的私募股权投资	94
5.3 其他国家或地区的私募股权投资	97

中篇 中国发展 PE 的探索与实践

——中国 PE 的历程、现状与问题

6 我国 PE 的范畴及发展	108
6.1 我国 PE 的范畴及描述	108
6.2 我国 PE 产生的背景	113
6.3 我国 PE 的发展历程	117
7 我国 PE 发展的环境与趋势	122
7.1 我国 PE 发展环境定量分析	122
7.2 我国 PE 发展环境的定性分析	131
7.3 我国 PE 的发展变化趋势	135
8 我国 PE 发展中面临的突出问题	141
8.1 政府过度介入的影响	141
8.2 PE 行业监管与规范缺失	148
8.3 行业整体的无序与失衡	150
8.4 多重困境下的退出难题	155
8.5 项目源匮乏与培育缺位	160
9 次贷危机对我国 PE 发展的影响与启示	164
9.1 次贷危机对我国经济发展的影响与启示	164
9.2 次贷危机对我国 PE 行业的影响与机遇	177
9.3 次贷危机助推我国 PE 进入新发展期	185
10 PE 在我国典型案例分析	191
10.1 中国特色的 PE：渤海产业投资基金	191
10.2 PE 助推蒙牛成为行业领袖	195
10.3 PE 惜败亚洲传媒	197
10.4 PE 协助中联重科重磅出击	198
10.5 凯雷投资集团收购徐工集团与可口可乐收购汇源的解析	202

下篇 长风破浪会有时

——我国发展 PE 的目的、条件与现实选择

11 大力发展我国 PE 正当其时	212
11.1 宏观：有利于产业结构调整	213
11.2 中观：有利于融资结构的转变	223
11.3 微观：有利于公司治理的完善	229
12 我国发展 PE 的环境支持	237
12.1 适宜的法律制度环境	237
12.2 良好的社会信用体系	244
12.3 完善的多层次资本市场	253
12.4 完整成熟的 PE 产业链	269
13 我国发展 PE 过程中的政府参与	274
13.1 政府参与 PE 发展的国际经验与启示	274
13.2 我国政府参与 PE 发展的必要性与现状分析	283
13.3 政府参与和股权投资项目源培育	297
14 我国发展 PE 过程中的市场均衡	304
14.1 LP 与 GP 的相对均衡	305
14.2 内资 PE 和外资 PE 的相对均衡	309
14.3 其他相对均衡	313
15 我国发展 PE 过程中的监管与风险控制	325
15.1 我国 PE 监管体系的构建	325
15.2 我国 PE 运作过程的全面风险控制	337
16 结语	349
16.1 我国 PE 发展的市场环境	349
16.2 对我国 PE 未来发展前景的展望	354
16.3 关于我国 PE 发展的几个认识问题	358
参考文献	365
后记	377

上篇 撩开 PE 的神秘面纱

——PE 的发展、运作机理及国际比较

1 撩开 PE 的神秘面纱之一

——PE 的概念及发展历程

PE 究竟是什么，经历了怎样的发展阶段，有什么样的发展趋势？只有解决了这些问题，才有可能认识 PE、了解 PE、深入思考 PE 的发展。本章将从这三个基本问题着手来探讨私募股权投资。

1.1 PE 的概念界定

随着私募股权投资行业的发展以及市场关注度的提高，私募股权投资及相关概念在期刊杂志、媒体网络上已屡见不鲜，而人们对概念的理解与界定却相对不足。本节从基本概念介绍、相关概念辨析等角度来界定 PE 及相关概念。

1.1.1 PE 的基本概念

1. 私募股权投资的概念

私募股权投资（Private Equity，PE）是一个很宽泛的概念，通常人们所说的 PE 还常代指私募股权投资行业（Private Equity Industry）、私募股权投资



机构（Private Equity Institution）等。根据维基百科（Wikipedia）的定义：PE 泛指任何针对非公开市场交易的资产进行的投资。根据其投资运作的特点可将其定义为：通过私募的形式对非上市企业进行权益性投资，投资后提供管理或服务实现增值，最终通过上市、并购、清算等实现退出并预期带来盈利的商业活动。按照资金募集的形式和融资工具的选择，可以将资本市场划分为四个部分：私募股权市场、信贷市场、股票市场和债券市场，如表 1.1 所示。

表 1.1 资本市场的四个部分

融资工具 \ 募集方式	私募	公募
	私募股权市场	股票市场
股权融资	私募股权市场	股票市场
债权融资	信贷市场	债券市场

私募股权投资的概念有广义和狭义之分。广义的私募股权投资涵盖企业上市以前各个阶段的权益性投资，即包括对种子期、初创期、发展期、扩张期、成熟期、上市前期（Pre-IPO）夹层资本等企业不同发展阶段的投资资本；狭义的 PE 主要是针对已经形成一定规模并能够产生稳定现金流的成熟企业所进行的股权投资。广义的 PE 包括创业风险投资、并购基金、夹层资本、过桥资本、基金中的基金等，而狭义的 PE 主要指并购基金。

2. 私募股权投资基金的概念

私募股权投资基金（或私募股权基金）是指为了向具有高增长潜力的未上市企业进行权益性投资而成立的专门的基金管理公司，向养老基金、大学基金、企业年金等机构投资者或者富有个人募集资金，由专业人士作为基金管理人进行专业化私募股权投资，通过在股权增值后退出实现收益，基金管理人和投资者按一定的比例分享收益。

私募股权投资基金的主要特点有三个：第一，资金的募集形式为私募。私募是和公募相对而言的，指向特定的投资者私下募集资金。私募决定了募集过程不得进行宣传活动等，而只能进行非公开的私下募集，也决定了募集对象只能是少数特定的投资者，每一个投资者的投资金额相对较大。第二，投资方式采用股权投资。一般来说，私募股权基金从事的是未上市企业的权益投资而非债务投资，也很少从事上市公司的股权投资。第三，运作模式为投资基金模式。私募股权投资基金也是基金的一种，具有基金的典型特征，如集合投资、专家理财、组合投资、共担风险、共享收益等。

3. 私募股权投资的相关概念

创业风险投资是指把资金投向蕴藏着失败风险的高技术及其产品的研究

开发领域，旨在促进新技术成果尽快商品化，以取得高资本收益的一种投资行为。^① 创业风险投资又称风险投资或创业投资^②。在《2006—2020 年中长期科学和技术发展规划纲要》及其配套政策中首次将创业投资和风险投资的两种含义写入文件并统一称为创业风险投资。由科技部、商务部和国家开发银行联合推出的大型调查报告也从 2006 年起更名为《中国创业风险投资发展报告》。

并购基金是狭义私募股权投资的主要内容，指专注于对目标企业进行并购投资的基金。并购基金的目标企业通常为成熟企业，通过收购目标企业股权，获取目标企业的控制权并对其进行重组改造，在持有一定时期后出售。

夹层资本是指在风险和回报方面介于优先债权投资和股权投资之间的一种投资资本形式。夹层资本一般具有较强的灵活性，多采用可转换公司债券和可转换优先股等金融工具进行较长期的投资。

基金的基金（Fund of Funds）是指专门投资于其他投资基金的基金，本书中指投资于私募股权投资基金的基金。国外的基金投资机构包括基金的基金、养老金、企业年金、捐赠基金、银行和保险公司的资产管理等，其中最主要的是基金的基金，而基金的基金的投资者也是养老金、捐赠基金等机构投资者。基金的基金一般采取有限合伙制，管理人作为一般合伙人，基金的基金以有限合伙人的身份向其他的私募股权基金投资。我国基金的基金目前主要有各地政府牵头设立的引导基金。

4. 本书的概念采用及解释

本书的私募股权投资采用广义的概念，主要原因在于，随着私募股权投资行业的发展，广义的私募股权投资和狭义的私募股权投资两个概念之间的界限越来越模糊，越来越多的 PE 不再是简单地从事某一种 PE 业务，而是根据实际情况进行灵活的选择。同时，就其相关性而言，各种类型的广义 PE 之间具有较强的相关性，具备很多的共同特征。

另外，对于创业投资、风险投资、创业风险投资的概念，由于重点不在考察其概念的差别，而且目前仍存在一些争议，所以本书不再对三者加以详细的区分和说明。

1.1.2 PE 的概念辨析

1. 私募股权投资与创业风险投资的概念辨析

根据前文的定义，创业风险投资是广义私募股权投资的一部分，但是创

① 成思危：《关于加快发展我国风险投资事业提案》，民建中央政协一号提案，1998。

② 房汉廷：《中国创业风险投资发展中的七大问题》，载《中国科技论坛》，2007（4），3～10 页。



业风险投资与狭义的私募股权投资又有所区别。创业风险投资与以并购为代表的狭义私募股权投资的区别主要体现在以下几个方面：第一，在投资阶段上，前者投资于创立阶段的早期企业，而后者投资于成熟企业；第二，在投资规模上，后者相对于前者规模更大，因此常采用较大的财务杠杆；第三，在投资理念上，前者更注重企业的成长价值，后者更注重企业的整合价值；第四，在风险收益上，二者面临的风险不尽相同，前者面临更大的风险，但投资成功的收益率也可能更高。

需要说明的是，随着私募股权市场的发展，创业风险投资和并购基金也在逐渐融合，传统的风险投资机构也纷纷介入并购业务，同时许多传统的并购基金也开始介入创业风险投资市场，二者间的界限越来越模糊。

2. 私募股权投资基金与私募证券投资基金的概念辨析

私募股权投资基金和私募证券投资基金的相似之处主要有两点：第一，资金募集形式相同，均为私下募集，资金募集对象均为富有的个人和机构投资者；第二，都是以基金形式设立，因此都具有基金的特征，如专家理财、组合投资等。

尽管只有两字之差，私募证券投资基金和私募股权投资基金却有很大的不同，主要体现在以下四个方面：第一，投资对象不同，前者是未上市公司的股权，后者是二级市场上流通的证券；第二，流动性不同，后者流动性明显好于前者；第三，操作理念不同，前者关注的是较长期限内企业的成长价值并常介入企业管理，后者关注的是二级市场上的证券价格且不参与被投资企业的运作；第四，风险收益不同，二者面临不同的市场风险，收益率及其实现的方式也不同。

3. 其他概念辨析

(1) 产业投资基金

产业投资基金是一个中国化的概念，主要是发展中国家针对其存在的资金缺口所进行的一种私募股权投资，其类型主要包括产业战略投资基金、基础设施型基金和地区发展型基金。^①虽然多数学者认为产业投资基金是私募股权投资基金的中国化，但是对于二者的具体关系目前仍有争议，原因在于政府的参与或干预使得产业投资基金失去了私募股权投资基金的某些性质，如采用审批制、主管部门的管制以及产生一些新的利益冲突等。

(2) 对冲基金

根据维基百科的定义，对冲基金是指由金融期货和金融期权等金融衍生

^① 任继军：《中国式私募股权基金》，109～112页，北京，中国经济出版社，2008。



工具与金融组织结合后以高风险投机为手段并以盈利为目的的金融基金。其与私募股权投资基金最大的相似点在于都采取私募方式筹集资金，基于私募的特征，二者都没有对公众进行信息披露的义务，投资运作的私密性也较强。同时，二者在盈利模式和操作策略上也有较大不同，对冲基金盈利主要来自价差套利，投资对象是二级市场上的证券或衍生品，而私募股权投资基金的投资对象是未上市企业的股权，主要盈利来自企业股权增值。当然，在实际操作中二者间的界限也越来越模糊，如对冲基金中有一种投资为困境投资，指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盈利，这种困境投资就和私募股权投资类似。

1.1.3 PE 的主要类型

1. 按照涵盖范围划分

根据涵盖范围的大小可以将私募股权投资基金划分为广义和狭义两种。广义的私募股权投资基金包括创业风险投资基金、发展基金、并购基金、夹层资本、上市后私募股权投资（PIPE）、基础设施投资基金、企业重组基金、基金中的基金等，狭义的私募股权投资基金主要指并购基金。

2. 按照企业成长阶段划分

企业的成长过程可以分为种子期、创业期、成长期、成熟期、衰退期五个阶段，针对企业的这五个不同发展阶段有不同的私募股权投资基金对其投资，种子期的天使投资、创业期和成长期的创业投资、成长期和成熟期的并购投资以及上市后的私募股权投资等，如图 1.1 所示。

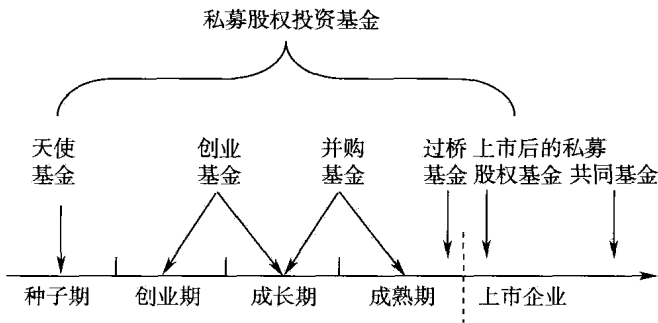


图 1.1 企业成长阶段及其对应的私募股权投资

3. 按照不同国家的界定划分

美国对私募股权投资基金比较权威的定义是美国联邦银行业监管条例 4 的定义，该条例将私募股权基金定义为：第一，业务方向为投资于金融或非

金融企业的股权、资产或其他所有者权益，并且打算未来出售或以其他方式处置；第二，不直接经营任何工商业务；第三，任何一家金融控股公司的董事、经理、雇员或者其他股东持股不得超过 25%；第四，最长持股时间不得超过 15 年；第五，并非出于规避金融控股监管条例或商业银行条例监管而设立。全美风险投资协会（NVCA）和美国的两大研究机构 Venture One 和 Venture Economics 则将其定义为所有风险投资、管理层收购、夹层投资、对基金的基金的投资以及二级投资。

根据英国风险投资协会（BVCA）和欧洲风险投资协会的定义^①，PE 是指向具有高成长潜力的非上市公司提供中期到长期的金融支持并因此获取其相应股权（在成熟市场，这种股权是广义的股权，不仅包括普通股股权，还包括优先股股权、可转换债券等）份额的金融活动，亚洲风险投资杂志（AVCJ）也采取此定义。以色列风险投资协会（IVA）则把所有投资于非科技和创业早期的基金（包括那些采取分散策略部分投资于该范围的基金）统称为未上市股权基金。

1.2 PE 的发展阶段

一般认为，以 1946 年美国 R&D 公司的成立为 PE 开始的标志，至今私募股权投资基金大致经历了四个发展阶段。

1.2.1 第二次世界大战后到 20 世纪 60 年代的起步阶段

20 世纪 40 年代中期，私募股权投资基金起源于美国。第二次世界大战后人们开始关注实体经济的发展，关注企业的成长，人们普遍认为当时美国新企业形成率不足、新项目难以得到长期的资金支持，呼吁改变现状的呼声日益高涨。在此背景下，1946 年波士顿联邦储备银行行长拉尔夫·弗兰德斯和乔治·多里特将军创办了美国研究与发展公司（American Research and Development Corporation, ARD），该公司作为私营机构，目标是向新兴企业和小企业提供长期资本并提供专家管理服务。

在私募股权投资的起步阶段，真正的股权投资较少，在投资形式上以债权为主，参与者主要是小企业和个人投资者。在这一阶段，私募股权投资还缺乏有效的制度安排，ARD 最初的运作也并不顺利，以至于 1946 年到 1958 年的 12 年间并未出现类似的投资机构。

^① BVCA: Private Equity Guide, 2003。

1.2.2 20 世纪 60 年代到 90 年代初的第一周期

1958 年美国总统艾森豪威尔签署了《1958 年中小企业投资法》，从法律上明确了中小企业投资公司的制度，使得中小企业投资基金开始广泛地发展；20 世纪 70 年代，有限合伙制得到发展，解决了私募股权市场存在的日益严重的信息不对称和道德风险问题，并形成了高效的激励约束机制，再一次推动了 PE 行业的发展，1969 年到 1975 年就有近 30 家 PE 机构设立，募集资金约 3.76 亿美元；1980 年养老基金被允许进入 PE 市场，再一次大大促进了该行业的发展，1980 年到 1995 年，产权市场的资金迅速膨胀，从 47 亿美元增加到 1 750 亿美元。然而，1988 年到 1990 年，由于经济衰退、利润高企、信心受创，私募股权投资行业资金募集出现大幅萎缩，一度面临衰退。

这一阶段是私募股权投资发展的基础阶段，各种机制不断完善，法律法规逐渐健全，专业化程度逐渐提高，产业规模日益壮大，为日后 PE 的发展奠定了坚实的基础。

1.2.3 1993—2002 年的第二周期

经济衰退过后，股权价格降至低点，企业的股权投资价值开始显现，投资者逐渐恢复信心，私募股权投资恢复增长；科技革命的兴起和高科技投资的高额回报助推了 PE 行业的发展；与此同时，并购兴起，杠杆基金发展迅速，美国出现了历史上的第五次并购浪潮，1996 年美国企业兼并案达 3 087 宗，兼并总资产达 6 500 多亿美元。然而好景不长，2000 年 IT 泡沫的破灭再一次重创全球股权投资业，投资信心急剧下降，私募股权新增基金从 2000 年的逾 3 000 亿美元骤降至 2002 年的不足 1 000 亿美元。

私募股权投资助推了高科技革命的兴起，但过度的投资加速了泡沫的膨胀，泡沫的破灭也给私募股权投资带来了极大的打击。并购浪潮的再次兴起又一次凸显了私募股权投资的价值，但浪潮的消退也给私募股权带来了重创……每一个行业的发展都需要适度，私募股权投资也不例外。

1.2.4 2003 年至今的第三周期

2003 年至今，由于世界经济的复苏和低利率成本，私募股权投资再度复兴，2006 年的新增基金规模达到 4 590 亿美元；新兴经济体的经济发展、环境完善和资本需求为国际 PE 提供了新的投资洼地，据统计，2008 年在



国内地，由外资机构主导的风险投资总量为 223.41 亿元，占总投资额的 65.82%^①；另外，金融工具的发展、并购的再次活跃等也都促进了私募股权投资的再度兴起。美国的次贷危机以及由此引发的全球经济下滑压力使得 PE 的发展再次遭受考验，美国风险投资协会数据显示，在 2008 年，PE 投资的上市企业大都跌破发行价，募集金额不到 2007 年的 5%；1 300 多起并购交易被取消，全球 PE 投资交易量比 2007 年锐减 72%，降至 1 887 亿美元……私募股权投资业再一次面临考验。

私募股权投资的发展并非一蹴而就，也不可能因为此次金融危机的冲击而一蹶不振，作为资本市场的重要组成部分之一，它必将伴随着经济的发展而发展，伴随着资本市场的完善而完善。既不能因它曾经的成就与辉煌而盲目推崇，也不能因暂时的困难而一概否定，应该客观评价、积极完善、稳步推进。

1.3 PE 发展新趋势

尽管各国 PE 发展路径有所不同，但是近年来全球 PE 的发展在整体上体现出了一些相同的趋势，这些趋势包括：PE 行业的经济影响扩大的趋势、PE 的全球化运作趋势、PE 行业的监管和规范趋势、PE 行业不断创新和灵活性增强的趋势等。

1.3.1 PE 行业的影响将会扩大

1. 成为全球资本市场新兴主体之一

随着经济的全球化，资本市场也正在进入全球化的阶段，资本市场的全球化体现在：国家财富和影响力由之前的集中在发达国家到开始有所分散，金融市场的融资顺序出现了变化，金融格局呈现出多元化态势……资本市场演进的背后是全球资本市场的新兴力量主体的影响。新兴力量主体主要有石油美元投资、对冲基金、亚洲中央银行和私募股权投资基金。其中私募股权投资基金虽然是四股力量中规模最小的一个，但是却具有极大的影响力，受到了政界、商界、学界的高度关注。

2. 规模迅速增长

自 2000 年以来，私募股权投资基金的资产管理规模已经增加了 2.5 倍，

^① 陈工孟等：《2008 中国风险投资行业调研报告》，2009 年 2 月，11 页。

2006 年底, 该行业资产规模超过 7 000 亿美元^①。2006 年美国纽约证券交易所、纳斯达克市场和美国证券交易所公开发行业股票的筹资总额为 1 540 亿美元^②, 而私募发行股票的筹资总额高达 1 620 亿美元, 私募筹资总额首次超过公开发行业股票的筹资额。

3. 对企业公司治理有所突破

从对企业公司治理的影响上看, 根据企业融资的模式和融资工具, 可以将企业融资市场划分为四个类型, 即私募股权市场、股票市场、银行贷款和企业债券。根据对这几个类型的比较 (见表 1.2) 可以看出: 私募股权投资由于其股权相对集中而克服了所有权对经营权控制日益弱化的问题, 并且有更好的激励机制、更多的增值服务等, 它不仅完善了企业的融资市场, 而且对企业的公司治理有更加积极正面的影响; 同时, 因为私募股权投资的影响力不断增加, 也给许多想要避免被收购的上市公司带来了竞争压力, 迫使其不断提升业绩以保留话语权。

4. 资本市场影响日益扩大

根据麦肯锡的报告, 2000 年至 2007 年, 由于全球流动性充裕以及投资者需求旺盛, 私募股权投资基金中的杠杆收购基金快速增长。2006 年底, 杠杆收购基金的资产管理规模达到了 7 090 亿美元, 而杠杆收购基金由于大量采用债券融资, 推动了高收益债券的快速增长; 另外, PE 对所投资公司的上市退出为资本市场上提供了更多的上市企业, PE 行业近年来的快速发展也使得另类投资备受青睐, PE 募集资金激增: 美国新增集资 2006 年比 2005 年高出 60%, 是 2004 年新增集资水平的 3 倍。同时, 随着募集资金的增加和经济环境的变化, PE 还可能通过扩展投资领域和业务范围以及行业内部整合而扩大对资本市场的影响。

表 1.2

四种融资市场的比较

四种类型 比较项目	私募股权市场	股票市场	银行信贷	企业债券
资金供应者	机构为主	个人为主	个人	个人为主
资金管理者	私募股权基金经理	个人和证券投资基金经理	银行信贷经理	个人和证券投资基金经理
管理者筹资方式	私募	公募或理财服务	存款	公募或理财服务

① 麦肯锡全球研究院:《新兴力量主体: 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》, 2007 年 10 月。

② 国研网金融研究部:《私募股权基金风起云涌》, 2007 年 3 月。