



私募市场蓝皮书®

LUE BOOK OF PRIVATE EQUITY

中国私募股权市场 发展报告 (2010)

权威机构 · 品牌图书 · 每年新版

ANNUAL REPORT
ON THE DEVELOPMENT
OF CHINA PRIVATE EQUITY

副主编/平新乔 巴曙松

北京大学中国产权与PE市场研究课题组



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

2010
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 (2010)

ANNUAL REPORT
ON THE DEVELOPMENT
OF CHINA PRIVATE EQUITY
(2010)

主 编 / 曹和平

副主编 / 平新乔 巴曙松

北京大学中国产权与PE市场研究课题组

编辑

出版



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. 2010 / 曹和平主编. —北京:
社会科学文献出版社, 2010. 11
(私募市场蓝皮书)
ISBN 978 - 7 - 5097 - 1853 - 7

I. ①中… II. ①曹… III. ①企业 - 融资 - 资本市场 -
研究报告 - 中国 - 2010 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 200175 号

私募市场蓝皮书

中国私募股权市场发展报告 (2010)

主 编 / 曹和平
副 主 编 / 平新乔 巴曙松

出 版 人 / 谢寿光
总 编 辑 / 邹东涛
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
网 址 / <http://www.ssap.com.cn>
网站支持 / (010) 59367077
责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127
电子信箱 / pishubu@ssap.cn
项目经理 / 邓泳红
责任编辑 / 周映希
责任校对 / 刘雨薇
责任印制 / 蔡 静 董 然 米 扬
品牌推广 / 蔡继辉

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部
(010) 59367081 59367089
经 销 / 各地书店
读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028
排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司
印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16
印 张 / 33 字数 / 567 千字
版 次 / 2010 年 11 月第 1 版 印次 / 2010 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 1853 - 7
定 价 / 69.00 元

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

私募市场蓝皮书编委会

主 编 曹和平

编 委 (按拼音首字母为序)

巴曙松	曹和平	陈 平	程斌宏	邓志雄
何小锋	靳海涛	孔泾源	李 文	李正希
倪正东	平新乔	毋剑虹	赵博文	赵 鹏
周建军	周立群			

私募市场蓝皮书年度编委会

主 编 曹和平

副 主 编 平新乔 巴曙松

撰 稿 人 (按拼音首字母为序)

巴曙松	曹和平	陈华良	邓志雄	邓 旭
窦尔翔	符星华	格日勒图	何小锋	何亦曾
洪 宏	康从生	雷 震	李连发	李 萌
李寿双	李 文	李 智	刘汉兴	刘晓彬
孟祥轶	倪正东	王 超	王 静	解一飞
杨大勇	于 婧	赵 鹏	钟 山	周建波
周立群	邹 菁			

编辑组组长 周孚方

副 组 长 毛振宇 钟 山

成 员 曹和平 雷 震 孟祥轶 常 颖 林 岚
解一飞 张 银 闫 威 程 超 白超峰
杨 丽 蒋艾佃 初德龙

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。共同主持“非正规保险与市场深化程度 (Informal Insurance and the Extent of Market)”为美国国家科学基金项目；2006 年以后，与美国伯克利大学 Brian Wright 教授共同参加 2001 年诺贝尔经济奖获得者 Joseph Stiglitz 主持的“中国行动小组”研究，负责“中国经济增长新制度设计模型”，“中国产权市场发展研究”部分。

邓志雄 国务院国有资产监督管理委员会产权管理局巡视员，教授级高级工程师。1984 年开始管理企业，1988 年开始接触企业诊断，历任湖南新晃汞矿矿长，岭南有色金属集团公司副董事长，海南金海股份公司董事长，中国有色金属工业总公司计划部副主任，国家有色金属工业局企事业改革司司长、企业结构调整办公室主任，国家经贸委综合司副司长。发表过大量企业及经济管理方面的论文，对企业治理、产权流转、资本市场、经济危机、PE 发展和国资监管信息化有长期研究和独到见解。

巴曙松 1969 年生，湖北人。国务院发展研究中心金融研究所副所长，研究员，博士生导师。为享受国务院特殊津贴专家，中央国家机关青联常委，中国宏观经济学会副秘书长，中国银行业协会首席经济学家。担任中国人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家、中国证监会基金评议专家委员会委员、中国银监会考试委员会专家、招商银行和招商局博士后专家指导委员会委员等。还曾担任中共中央政治局集体学习主讲专家，并在中国科技大学、北京大学、华中科技大学等多所高校任兼职教授，主要研究领域为金融机构风险管理与金融市场监管。

何小锋 北京大学经济学院金融学系主任、教授、博士生导师，北京大学首都发展研究院副院长，北京大学金融与产业发展研究中心主任。开设投资银行学、资本市场与金融机构等课程。荣获北京大学 2004 杨芙清、王阳元院士优秀教学科研奖，被北大经济学院学生评为最受学生欢迎的教师（2005）。主要研究方向为资本市场和投资银行学，是“广义资产证券化理论”的创始人。曾在《经济研究》、《经济科学》、《学术研究》等杂志上发表论文数十篇，近年出版的著作主要有：《资产证券化：中国的模式》、《资本市场运作教程》、《奥运金融工程》、《资本市场与投资银行研究》、《资本市场理论与运作》等。

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。

中文摘要

首卷私募市场蓝皮书——《中国私募股权市场发展报告（2010）》中年度总报告的基点是讨论我国资本市场中的私募市场板块。从五个方面的内容，①私募股权及其市场交易一般特征，②危机后中国与世界资本市场前沿，③中国私募股权市场成长小史，④中国私募股权市场动力学机制，⑤中国私募股权市场政策性规制与未来，来叙述作者关于我国资本市场中私募股权概念、私募股权投资、私募股权小史、私募股权市场实绩、存在问题及发展趋势等的初步认识，以期引起国内外同行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，一种更加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 first bluebook on private equity (PE) market—*China PE Market Development Report 2010*. Its focal point is to discuss the PE market as one part of China's capital market. This book mainly includes (1) the characteristics of private equity and its trading, (2) the post-crisis frontiers of capital markets in China and abroad, (3) the short history of China's PE market, (4) the dynamic mechanism of China's PE market, and (5) the policy design and future of China's PE market. Throughout different authors express their own opinions on PE's concepts, investment, history, performance, existing problems and developing trends. We hope to attract more research on this market and more attention from relevant regulatory agencies.

In recent ten years, distinct from traditional investment in the securities market, a more avant-garde investment philosophy—private equity investment—is becoming a media highlight. The former investment is exchanged for dividends beyond the principal. The latter, in contrast, is exchanged for equities, which are then combined with human capital so that immature low-value equities could be turned into quality ones. Although PE's ultimate goal is still to reap currency capitals through some exit strategies, its direct investing object is equity capital, rather than any other kind. Equity capital good in non-security market has become as hot a capital good as security-type capital goods. PE investment has overturned traditional investment philosophies, and it is clearly seen that PE investment has two distinct stages.

The establishment and development of PE fund will furnish incessant funding for China's industrial integration, which might completely remove the capital bottle-neck that is slowing this integration process. With the establishment of these new capital channels, a new epoch is surely imminent for a flourishing industrial integration in China.

目 录



年度总报告 (2010)

中国私募市场发展报告 (2010)	曹和平 / 001
-------------------	-----------

综合理论篇

PE 企业与公众企业资本制度的时代差异	邓志雄 格日勒图 / 036
PE、VC 为中国上市公司带来了什么?	王 超 陈华良 巴曙松 / 074
私募股权基金型企业融资: 资本市场定位及 双刃效应	何小锋 窦尔翔 李 萌 / 094

前沿理论篇

基金资本市场链的机理与效应	何小锋 窦尔翔 康从升 / 110
试论私募股权投资的宏观风险问题	赵 鹏 / 124
私募股权基金的基金与金融机构的资金配置	李连发 / 134
私有股权投资与美国高科技企业发展	李 智 雷 震 / 147
美国金融监管改革对私募基金业的影响和启示	张 莹 刘 进 / 161
中国私募的探索与实践	洪 宏 / 180
私募股权投资与传统证券投资的异同	刘汉兴 李 文 / 194
私募股权基金投资者的权益保护及法律效力分析	刘晓彬 / 216



市场实绩篇

中国特色的创业投资发展之路	格日勒图 / 222
私募股权募资、投资与退出分析	周立群 王 静 / 231
私人股权基金中基金概述	赵 鹏 / 253
外国 PE 募集设立人民币基金的三种模式	邹 菁 / 272
私募股权基金中基金在中国的发展	邓 旭 / 282

市场沿革及文献篇

私募股权投资小史	杨大勇 于 婧 / 300
私募股权基金组织制度之辩：公司制 Vs. 有限合伙制	李寿双 / 315
清代账局经营之道暨对我国小额信贷公司的启迪	周建波 何亦曾 / 320
私募股权研究文献的综述	于 婧 孟祥轶 / 335

机构介绍篇

中国 VC/PE 巡礼 机构介绍篇	清科集团清科研究中心 / 349
-------------------------	------------------

案例赏析篇

2009 年经典投资退出案例赏析	清科研究中心 / 452
国内外经典案例赏析	解一飞 钟 山 / 471
跋——私募股权与治理权价值	平新乔 / 503

CONTENTS



Annual Report (2010)

Report on China Private Equity Market (2010)

Heping Cao / 001

General Theories

Epochal Differences between The Institutions of Private Equity
and Publicly Listed Companies *Zhixiong Deng, Geriletu / 036*

PE and VC: Implications for Chinese Public Listed Companies?
Chao Wang, Hualiang Chen and Shusong Ba / 074

Financing PE Fund Firms: Capital Market Positioning
and The Double-edged Effect *Xiaofeng He, Erxiang Dou and Meng Li / 094*

Frontiers of Research

The Link between Funds and Capital Market: Mechanism and Effect
Xiaofeng He, Erxiang Dou and Congsheng Kang / 110

On Macro-level Risks of PE Investment *Peng Zhao / 124*

Fund of PE Funds and Capital Allocation of Financial Institutions *Lianfa Li / 134*

PE Investment and The Development of U.S. High-tech Firms *Zhi Li, Zhen Lei / 147*

U.S. Reform on Financial Regulation: Impacts on PE Industry

Ying Zhang, Jin Liu / 161

China's PE: Research and Practices

Hong Hong / 180



Compare PE Investment with Traditional Securities

Investment

Hanxing Liu, Wen Li / 194

Investors on PE Funds: Protection and The Force of Law

Xiaobin Liu / 216

Market Performance

The Development Path of Venture Capital with Chinese

Characteristics

Geriletu / 222

Analysis on PE's Financing, Investment and Exit

Liqun Zhou, Jing Wang / 231

An Overview of Selected PE Funds

Peng Zhao / 253

Three Modes of RMB Funds by Foreign PE Funds

Jing Zou / 272

The Development of Fund of Funds in China

Xu Deng / 282

Market Evolution and Literature Review

A Short History of PE Investment

Dayong Yang, Jing Yu / 300

The Debate on PE Funds' Organizational Mode:

Corporation vs. Limited Partnership

Shoushuang Li / 315

Business Management of "Zhang Ju" in Qing Dynasty:

Implications for China's Microfinance Institutions

Jianbo Zhou, Yizeng He / 320

An Overview of Research on Private Equity

Jing Yu, Xiangyi Meng / 335

Institutions

A Tour on China VC/PE: An Introduction to PE Institutions

Zero2ipo Research Center / 349

Case Studies

Classic Cases in 2009: Investment and Exit

Zero2ipo Research Center / 452

Classic Cases: domestic vs. abroad

Yifei Xie, Shan Zhong / 471

Postscript

Xinqiao Ping / 503

年度总报告 (2010)



ANNUAL REPORT (2010)

中国私募市场发展报告 (2010)

曹和平*

本报告讨论我国资本市场中的私募市场板块。从①私募股权及其市场交易一般特征，②危机后中国与世界资本市场前沿，③中国私募股权市场成长小史，④中国私募股权市场动力学机制，⑤中国私募股权市场政策性规制与未来五个方面，来叙述作者关于我国资本市场中私募股权概念、私募股权投资、私募股权小史、私募股权市场实绩、存在问题及发展趋势等的初步认识，以期引起国内外同行研究和相关部门的政策关注。

* 曹和平，博士。北京大学教授。北京大学中国产权与PE市场研究课题组负责人，北京大学中国都市经济研究基地首席专家，北京大学数字中国研究院学术委员会委员，广州市金融咨询决策专家委员会成员。研究助手钟山在报告的撰写过程参与写作。毛振宇和常颖参与了讨论并提出了很好的建议。



一 私募股权投资及其市场特征辨析

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，一种更加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。

（一）私募股权概念的形而上学思考

近五年来，私募股权投资大有超越股票和债券等传统主流投资的趋势。但是，私募股权投资的概念引起了太多的歧义和神秘感，有必要在形而上学的意义上对其进行辨异性思考。

1. 舶来品

私募市场概念是理念贸易入超的舶来品。在传统竞争性市场上，贸易的一般顺序是先产品市场后要素市场再深层资本市场。但在非传统贸易市场上，有些非竞争性产品，比如理念贸易上，有了上述顺序的知识准备，也不见得就能有什么指导意义。

私募市场概念事实上是理念贸易的后果。在人类近几千年来的文明历史上，东西方文化大碰撞（理念贸易高潮期）后留给中国人理解对象时茅塞顿开的概念和术语不少。比如，将未知数及其关联过程用抽象符号联结起来的代数概念群和将声光电磁用抽象等式表达起来的物理概念群，如果不从西学东渐过程中化羽（贸易后消化）而来，中国智慧平均多花上几十年甚至数百年的时间，也不见得会有如此精炼和准确的理论再造品。但是，也有不少舶来概念令中国人如坠云里雾里，比如，当年佛学由西天东渐时中国古代思想家绞尽脑汁禅悟（再创造）出来的“色”与“空”、“法”与“相”的关系集合，至今还是让多数学子一说就有摸后脑勺的感觉。

2. 产权、股权与股票

理论上,产权量化后是股权,股权单元化后是股票。在英美语义中,“产权”(property right)是一个法律意义上的复合概念,指一个人对某个标的财产的控制权或者对其未来收入流的索取权。法上的“权”不是用来交易的,而是为交易的“产”提供清晰边界以利交易(trade)的。因而,在西方经济中,可交易的产权是法产权的对应物(标的衍生物)——股权(equity)(蔡敏勇等,2009)。但是,中国人竟然建立起了超过600家各式各样的产权交易所,并成功地交易起了产权——事实上市场意义上而非法意义上的产权——股权。产权和股权在理念舶来贸易中被中国人混用后,中国的产权交易所令西方人糊涂,也为中国人理解自己创造的交易性产权和量纲化的股权带来了麻烦。三百年来西学东渐的知识储备和三十年产品贸易的市场浸礼,人类思想史大碰撞后的概念紊乱现象又在中国出现轮回的征兆。说这是西方在理念上的入侵,太具有博弈劣势一方的自卫心理;说其是东西方贸易延伸到理念领域需要寻求占据优势位置的博弈策略,恐怕是潜在胜者的心态。

3. 私募股权

私募股权是和公众公司股权相对应的小众(小范围里的)股权,英文为private equity,国内译为私募股权。但是,这一翻译将其语境中作为公众公司股权对应物的小众股权的含义丢掉了,多了“募”的成分。严格说,这个术语中的英文直面语义中没有“募”(fund raising)的含义在内,加上该类股权来源于私下募集的特征后,剥离掉了其中市场交易一维的含义——小众市场交易的内容。结果,加上“募”之后词语本身读起来变雅了,但“信”却失掉了:将隐含在概念成立的部分前提凸显,而将更为重要的一部分丢掉,引起了太多的歧义和神秘感。下面的拓展也许能为我们澄清上述囫圇吞概念后留下的混沌。

(二) 私募股权与私募股权市场特征

1. 资本市场

在主流经济学中,狭义资本市场指由股市和债市组成的证券类交易市场^①。

① 虽然证券投资者也在寻找优质的股权和债权,但多是已经成熟存在的优质股权,部分投资者也在猜测现在低估而在未来某个时点会回归的股权进行投资,但本质上仅仅是资本而不是加上人本的投入。



我们适度拓宽狭义理解外延，将与消费者产品相对的生产者产品全部包括进来，合称二者为资本市场。^① 超出作为股权、债券及衍生类性质的证券交易，将生产者消费的产品交易全部包含进来，可称为广义资本市场概念。

观察今日经济，广义概念更符合资本市场的实际。在传统主流经济学中，生产者消费原材料和劳动，产出产品。但这是柯布-道格拉斯（新古典经济学最常用）生产函数的概念，在郝泰灵（Hotellings）的福利考量意义上，生产者消费的是股权（equity）。比赛意义上的伯乐是个马术企业家，他在相马的时候，看重的不是常人看到的雌雄性别，而是马的骨骼所反映的奔跑能力。普通企业家在相企业的时候，不是看车间的原材料和劳动质量，而是他们背后所反映的股权的优劣。仅仅将上市企业的股权在票据意义上的交易和负债看做资本市场，这是股市和债市行业的技术观点。超出技术管理的广义政策性思考千万不能见木不见林。

2. 私募股权及其市场本质特征

私募股权市场是非上市公司的股权的交易，其市场特征是，非公众类公司（non-publicly-listed company）的股东数量一般要小于某个法定上限^②。小众拥有的股权对内部人来说透明，但内部人之间的交易形成的价格不具备大数性质，没有收敛意义上的均衡价格特征。因而，私募股权的内部人价格不具备对外部人透明传递信息的统计数字资质——对外部人来说不透明或者半透明。要到公众市场上交易，只有具有匀质标准化（homogeneous）形态的衍生品（derivatives）才可以交易。天价的上市成本使绝大多数需要消费股权的企业，在美国是95%以上，在中国是99.9%以上，被排斥在了上市公司之外，而其正是私募股权市场的运行空间。从百分比权重意义上看，私募股权市场才是资本品市场的主体部分。

基于上述本质特征，私募股权市场有两大基本特征。第一，交易小众市场

① 这为我们的叙述带来了一点小小的麻烦，因为恰恰是后者——生产者产品被称为资本品。资本市场不交易资本品，而交易以其为标的的证券类及后续衍生产品的矛盾在于上述资本市场的理解太过金融工程意义上的技术理解了。事实上，在资产证券化之前的股权类交易，包括资产评估和处置本身，何尝不是资本市场上的内涵呢！不是我们拓展了资本市场的外延，而是拓展了狭义资本市场定义的外延。

② 美国公众公司股东的法定上限是大于等于250个股东，中国是大于等于500个股东。