

— The Value of Private Equity —

# PE价值论

王燕辉/著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

— The Value of Private Equity —

# PE价值论

---

王燕辉/著

---



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

PE 价值论/王燕辉著. —北京: 经济管理出版社, 2013.10

ISBN 978-7-5096-2572-9

I. ①P… II. ①王… III. ①股份有限公司—融资—研究—中国 ②基金—投资—研究—中国

IV. ①F279.246 ②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 174080 号

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 申桂萍

责任印制: 黄 颖

责任校对: 张 青



出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: [www.E-mp.com.cn](http://www.E-mp.com.cn)

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市海波印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 16

字 数: 273 千字

版 次: 2013 年 11 月第 1 版 2013 年 11 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2572-9

定 价: 49.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

中国和世界的经济金融正处在大变局之中。一方面，全球经济再平衡、实体经济产业升级以及庞大的居民财富存量，都在呼唤一个能够更加有效进行资产转化和跨期配置资金资源的健康金融体系；另一方面，金融体系中的各种市场和各类机构出于自身生存和发展的压力，必须适应日益变化的经济环境，推动金融模式、金融技术、金融产品与服务以及金融管理等方面的创新。PE 市场是未上市企业股权交易的无形市场，活跃于这一市场的 PE 投资机构在募资和投资环节，一头连着合格机构投资者和高净值家庭（或个人），一头连着受资企业；在退出环节，一头连着企业，一头连着证券交易市场或行业并购市场。可以说，PE 是金融市场和金融中介与实体经济接触最直接和最紧密的部分。

PE 的历史不长，在我国的发展历程更短。最早引进的是风险投资或创业投资（Venture Capital）。1984 年，国家科委科技促进发展研究中心在《新的科技革命与中国的对策》研究报告中提出了“风险投资”的概念。同年 11 月，国家科委向中央有关部门呈报《对成立科技风险投资公司展开可行性研究的建议》报告。1985 年 1 月，中共中央《关于科学技术体制改革的决定》明确提出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持。”这是创业投资第一次写进中央文件，标志着发展创业投资正式成为中国的重要政策。同年 9 月，国务院正式批准成立中国新技术创业投资公司（China Venturetech Investment Corporation, CVIC），这是中国第一家风险投资公司。2004 年，德州太平洋集团（TPG, Texas Pacific Group，现已改名为德州太平洋资本，TPG Capital）旗下的新桥资本（Newbridge Capital）收购深圳发展银行的交易，引起了资本市场

和其他各界的较大关注。之后，黑石（Blackstone Group）、KKR 和凯雷（The Carlyle Group）等国外并购基金（Buyout Fund）巨头纷至沓来，赶赴中国经济高速增长的盛宴。在此前后，鼎晖脱离中金公司独立，联想创建了弘毅，赛富也开始了本土化之旅。2006 年 12 月，天津渤海产业投资基金成立，产业投资基金正式亮相。2007 年 6 月 1 日，新修订的《中华人民共和国合伙企业法》正式施行，本土第一批有限合伙制人民币基金随即成立。2007 年 9 月，中国证监会以无异议函同意中信证券和中金公司开展直投业务的申请，封冻 6 年之久的券商直投业务正式破冰。2009 年 9 月，创业板诞生，长期苦于缺乏退出渠道的本土 PE 欢呼雀跃。创业板上市公司中许多都有 VC/PE 背景，并且获得了令人艳羡的高额回报。虽然这一特定时期超高回报率的来源十分复杂并且注定不可持续，但是，巨大的“财富效应”还是不可避免地导致了其后“全民 PE”的 PE 过热现象。

随着经济增速放缓，IPO 暂停，PE 行业迅速从“盛夏”进入“严冬”，正面临严酷考验和调整分化。PE 机构自身在苦苦思索路在何方，投资人、监管部门、立法机构和其他相关公共政策制定与执行部门以及公众媒体也都在思考：PE 究竟是什么？PE 市场到底有什么特征？PE 的基本业务模式如何？PE 到底能为投资人带来什么？PE 对实体经济有什么样的影响？PE 在金融体系和资本市场中应该占有什么样的位置？PE 和经济金融危机以及经济复苏有什么关系？PE 行业的发展存在什么基本规律？PE 在欧美市场发展的历史对中国本土 PE 业有何借鉴意义？公共政策究竟应该怎样对待 PE？

燕辉的《PE 价值论》系统地回答了这些问题。本书从界定 PE 的研究对象出发，在“PE 市场是非有效市场”和“PE 基本业务模式”两大基石的基础上，揭示了 PE 发现价值、创造价值、实现价值和分享价值的过程，多角度论述了 PE 的价值，总结了 PE 业发展的若干基本规律，提出了 PE 公共政策的若干基本原则，并且探讨了 PE 研究的分析框架、主要内容和基本方法。本书从总体内容、基本观点到逻辑体系都体现了作者深厚的理论功底和实践经验，特别是善于独立思考、敢于理论创新的勇气和智慧。作者写作态度严谨，文字颇为讲究。相信《PE 价值论》对 PE 机构思考和培育自身核心竞争力、对相关部门制定和实施 PE 公共政策以及对学术界和行业组织展开 PE 研究都具有启示作用和参考价值。

燕辉有良好的教育背景和多个岗位的丰富经验。长期以来，一直保持着敏于接受新知识和勤于思考的良好习惯，并总结实践经验，进行理论探索。2009 年

出版的《私人股权基金》一书，被誉为国内首部简要实用的“PE 百科全书”，被多家 PE 机构作为员工培训教材，并被清华大学选为硕士相关课程教学的参考书。时隔四年，他又写出《PE 价值论》。以一己之力奉献两本优秀著作，不仅全面介绍 PE 的基本概念、基础知识，而且系统探讨 PE 的重大理论与政策问题，传播价值创造的核心理念。燕辉无疑是最重要的 PE 作者，为中国 PE 行业做出了贡献。

2012 年 6 月 7 日，中国证券投资基金业协会正式成立，秉持“服务、自律、创新”的理念，为会员提供相关服务，推动基金业健康发展。在金融中介大家族中，PE 基金和证券投资基金，尤其是私募证券投资基金是近亲。在经济金融的大变局中，“大资管”是必然趋势之一。虽然各类基金在投资对象、资金来源、募集方式、组织形式及其法律地位等方面具有若干相似或不同之处，但都是客户资产管理的重要手段，有些方面还相互交叉和渗透。

燕辉和我是哈佛校友，我为他取得的成绩感到由衷的高兴，欣然为序。

2013 年 10 月于北京

PE 的价值在哪里：在分化  
和转型中思考 PE 经济学

从全民 PE 热的“盛夏”进入 IPO 冰冻的“严冬”，中国 PE 人、投资人、监管者、媒体和公众学到了什么？其间，有多少 PE 理念的收获？有过宁静与思考的秋天吗？

公众的热情开始冷却，目光逐步转向更加广阔的财富管理；新修改的《基金法》三审通过，PE 被认识分歧和部门利益纠缠着，拉扯着，僵持不下而裹足门外；媒体在渲染着寒风的凛冽；LP 慢慢转身远去的背影里，GP 开始忧虑自己的前途和命运。“分化”和“转型”双双成为 PE 行业新的高频词语。

行业将分化，狼要来了！其实，业界已经喊了一阵子了，狼迟早会来。随着经济增速放缓，IPO 形成“堰塞湖”，PE 资金募集和投资退出腹背受敌，加上好项目来源短缺、已投项目业绩变脸、原有 LP 停供甚至撤资，一些机构四面楚歌。狼终于来了，号叫着，从寒风中奔窜而来！

无论过去、现在还是将来，无论国外还是国内，无论 PE 市场还是二级市场，借鸡生蛋、通过为别人赚钱而让自己致富的财富（资产）管理行业，总是具有极大的诱惑力。相对于公募部门，私募部门在任何时候和任何地方又都是一个“轻监管”（Lightly Regulated）的行业，没有过高的监管门槛和过多的进入障碍。因此，无论是主要活跃于二级市场的对冲基金，还是以未上市或拟私有化的股权（或资产）为主要投资对象的 PE 基金都具有“高出生率”的特征。只是，高出生率下各种具有先天缺陷的婴儿也生出来了。鱼龙混杂，泥沙俱下。典型地，国外如 20 世纪末美国“网络泡沫”破灭的前夜，许多网络科技和金融投资的门外汉也滥竽充数，梦想在 VC 行业淘金；国内如前两年“全民 PE”的狂热中，挖煤

的、盖房的、卖菜的大叔和阿姨也见面都问：“你 PE 了吗？”

然而，一将功成万骨枯，“高出生率”的同时必然伴随“高死亡率”。所有的私募行业都同时具有“高死亡率”的特征。某种程度上，可以说“高出生率——过热——分化——高死亡率——高出生率”就是私募行业魔咒般的周期律。

新兴转轨市场的特定环境，从短缺经济（实体经济供给不足）、相对小规模总量、僵化的经济体制和严重的金融压抑（资金供给不足）起步，借助体制改革动力和人口红利，并同时以浪费资源和牺牲环境为惨重代价，可能出现经济普遍超高速增长，资本市场迅速发展（特别是高市盈率发行）而资金相对短缺的“奇迹”阶段。此时的 PE 业似乎遍地黄金，到处都是神话的故乡。但那只是特定历史阶段的产物，紧接着，分化、特定领域（如 Pre-IPO 投资）的暴利时代结束、二八定律发挥作用、神话终结等，都是共生的必然趋势，故事情节合乎逻辑地自然展开。

某些畅销书像神话故事集。如果只是阅读《富可敌国》（More Money Than God），可能会生发玫瑰色的梦：对冲基金的经理人都可以成为乔治·索罗斯（双鹰基金和量子基金）、朱利安·罗伯逊（老虎基金）和约翰·保尔森（保尔森公司）或其他熠熠生辉、万众艳羡的明星大腕（自阿尔弗雷德·琼斯 1949 年创立对冲基金以来 60 多年时间，总体不超过 20 个名字），不但富可敌国，而且光耀千秋，名垂青史！而约翰·梅里韦瑟及其长期资本管理公司的陨落只是“黑天鹅”，小概率事件。果若如此，肯定误解了作者。更冷静地，该读读《对冲基金风云录》（Hedge Hongging），恐怕多半会从梦中惊醒，吓出一身冷汗，对是否投身对冲基金行业三思而后行。同样，《门口的野蛮人》（Barbarians At The Gate）中的 KKR、《铁三角》（The Iron Triangle）中的凯雷和《资本之王》（King Of Capital）中的黑石也都属于总数不超过 20 家顶级 PE 组成的所谓 PE “黄金圈”。所有的历史都是成功者的历史，随时光的流水飘逝的是无数平庸者和失败者，平庸和失败得悄无声息。

凛冽的寒风中，“转型”带来一丝温暖和一线希望，虽然尚且微弱和迷茫。转型之盼朝向何方，路径如何，需要经过怎样的脱胎换骨和剧烈阵痛？一切都还在探索之中，答案有待明天揭晓。欧美成熟 PE 市场走过的道路无疑值得认真借鉴，成功经验固然可以实行“拿来主义”，失败教训也是前车之鉴、他山之石。问题是，哪些是一般规律性的东西，哪些则是特定国家和历史条件下的经济、金

融、法律、社会、文化等具体条件使然？和中国的具体国情如何结合？历史往往会惊人地相似，但绝不会简单地重复。规律总会起作用，但作用形式和影响程度会有不同。必然中有偶然，偶然又常常战胜必然。历史的辩证法就是如此！

笔者对中国PE业现状的判断依然是三句话：第一，无论以PE渗透率（PE/GDP），还是以PE品种和风格的多样性、成熟度及其结构来衡量，中国PE业还处于初级阶段（成熟市场的PE业历史也不长）；第二，发展型投资为主体，IPO投资局部过热的局面正在“分化”，行业“转型”正在进行中；第三，虽然品种逐步丰富，但不少是旧瓶装新酒、偷梁换柱，真正的好戏（如成熟老到的天使，名副其实的VC，娴熟独特的投资风格，Buyout的长袖善舞）还未开场，高潮还在后头。

这种判断或许隐含着“转型”的方向和路径，但还取决于其他许多因素：创新和创业是否能真正成为中国经济新的增长动力，使“中国制造”走向“中国创造”，打造中国经济的“升级版”，托起经济强国的大厦；国有企业，特别是大量的国有控股上市公司如何深化改革，“国营”如何真正成为“国有”，“国有资产”如何变成“国有资本”；民营企业代际交接中所有权和控制权如何转移，东方文化的家族情结如何突破；金融改革的推进速度与方向，以及法律、监管、税收等公共政策会营造一个怎样的PE生态环境。所有这些因素，影响或决定着PE是否有足够数量的合格投资对象和适宜的投资条件与气候，决定PE业的总体发展状况。而这一切，又和投资本身一样，具有不确定性，无法预知其进程、节奏、具体形式和是否会出现、出现多少次以及在多大程度上反复。

“分化”还同时意味着不是所有的GP都能成功转型。具有何种资源和能力的PE才有竞争力，GP如何才能不断创新，因时而变，与时俱进，跨越若干景气周期而基业长青，成为LP、公众和其他利益相关方眼里的优秀品牌？无论PE市场还是证券市场，退潮时总会看出谁在裸泳。投资的第一定律是生存（Survive），熊市时，生存就是成功，生存就是胜利。寒冬里如何取暖，怎样避免在“分化”过程中被边缘化、萎缩和出局的命运？同时，江山代有才人出，各领风骚数百年，在一个“超倍速”的时代，甚至可能是各领风骚三五年。新的PE依然会不断出生，新人靠什么杀入重围？谁能最终进入中国PE业的“黄金圈”？沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春。长江后浪推前浪，前浪死在沙滩上。商场如战场，物竞天择，适者生存。

冬天里的一把火。不是一把，而是许多！人民币 FOF 启程，并购基金出现新的趋势，房地产基金方兴未艾，基金二级市场应运而生，民退国进，公共资金来源不断进入，如此等等。与此同时，券商、公募基金、保险资产管理公司也纷纷扬鞭跃马，走上战场。2012 年下半年以来，放松监管就像是在竞赛。这些火把能成为“隧道尽头的光亮”，还是会变成山林野火？相关公共政策似乎鲜有作为。但愿，不要烧掉草地、森林和房屋，烧出一片片 PE 和经济废墟。

镜头稍微拉开。行业协会虽然做了一些努力，但在当前体制和习惯下，影响力依然有限<sup>①</sup>；行业研究机构对推动行业研究功不可没，但也耐不住寂寞，又忙着去赚钱，有损独立性；学术界对 PE 的重视程度还远远不够；某些官员人在江湖，常常欲言又止或言不由衷，部门权力之争仍在继续；媒体敏锐有余，理论思考不足；这不是 PE 生存和发展的良好环境。“PE 腐败”更是 PM2.5 严重超标的阴霾，极大地威胁着 PE 业的健康。

PE 究竟是什么？PE 市场到底有什么特征？PE 的基本业务模式如何？PE 对实体经济有什么样的影响？PE 在金融体系和资本市场中应该占有什么样的位置？PE 和经济金融危机以及经济复苏有什么关系？PE 究竟只是“搭便车”捞取价值，甚至“寻租”偷掠价值，还是可以独立主导或参与创造价值？PE 究竟是天使还是魔鬼？一句话，PE 到底有没有价值？有什么价值？媒体、大众和监管者究竟应该以一种怎样的眼光看 PE，公共政策到底应该如何对待 PE？

凯雷创始人大卫·鲁宾斯坦说，要解释 PE 是如何创造价值的，要向世界讲述 PE 经济学。唯其如此，世界才能对 PE 有一个正确的理解和合理的态度；GP 也才能更加清楚“转型”的方向和途径，更加明白自己的使命，更能尽心尽责并心安理得地为 LP 和自己赚钱，为中国经济的转型和升级贡献智慧和力量；学者也会投来更多关注的目光，更多人会从“点水蜻蜓”变成“穿花蝴蝶”，去认真思考和深入研究 PE。

从当年美国新桥入主深圳发展银行，甚至更早，从 2000 年前后，深圳筹备创业板开始，笔者在不同时期从不同角度一直关注 PE/VC。呈现在读者面前的这

---

<sup>①</sup> 如，中国股权投资基金协会（简称：中国 PE 协会，英文：China Association of Equity）2011 年和 2012 年先后发布了《中国股权投资基金行业指导原则》一、二版，本是一件很有意义的事，但比起政府职能部门的一些规定，其对业界的影响有限。

本书，是笔者在 2009 年 5 月出版《私人股权基金》后的一些思考，如果对读者有些微的启发，当是莫大的安慰。

其实，要说的话在正文里基本讲完了，但好像要有一个前言才像本书。

让我们共同期待中国 PE 业的下一个春天，期待 PE 为中国经济和资本市场贡献更大的价值！

## 第一章

### PE 价值论的研究对象 / 001

#### 第一节 PE 行为（现象）的分类和 PE 概念群的定义与翻译 / 001

- 一、从语义和历史看“Private Equity”的基本含义 / 002
- 二、“Private Equity”在欧美市场的不同使用习惯 / 004
- 三、“Private Equity”或“Private Equity Fund”和 PE 概念群的定义 / 005
- 四、关于“Private Equity”或“Private Equity Fund”翻译词语的选用 / 006

#### 第二节 PE 的研究对象 / 009

- 一、各类 PE 行为和 PE 现象之间的基本关系 / 009
- 二、PE 研究对象的界定——PE 基金活动相关现象的本质及其基本规律 / 010

#### 第三节 PE 资产、PE 投资、PE 公司和 PE 产业 / 010

- 一、PE 资产 / 011
- 二、PE 投资 / 012
- 三、PE 公司 / 013

## 第二章

### PE 价值论的基石之一：PE 市场的特征 / 017

#### 第一节 PE 市场的三重“私下性”及其推论 / 018

- 一、PE 市场具有三重“私下性” / 018
- 二、PE 市场三重“私下性”的推论 / 019

#### 第二节 PE 市场的特征 / 021

- 一、有效市场假设 / 021
- 二、市场有效程度的决定因素 / 022
- 三、一个尝试性概括——PE 市场是非有效市场 / 022

## 第三节 “非有效市场” 概念的解释力和启示 / 023

- 一、“非有效市场” 概念是理解 PE 市场许多重要现象的钥匙 / 023
- 二、“非有效市场” 概念对 PE 业发展的含义 / 025
- 三、“非有效市场” 概念对 PE 业监管的启示 / 026

## 第三章

### PE 价值论的基石之二：PE 的基本业务模式 / 029

#### 第一节 理解 PE 的两个角度 / 029

- 一、从投资过程看 PE 基金与共同基金和对冲基金的区别 / 030
- 二、从公司治理结构看 PE 持有的公司与其他公司的区别 / 032
- 三、公司治理结构理论和 PE 研究 / 034

#### 第二节 PE 的基本业务模式 / 036

- 一、PE 基本业务模式——一个尝试性表述 / 036
- 二、PE 基本业务模式的四个要义 / 037

#### 第三节 PE 基本业务模式的两个重要延伸 / 038

- 一、PE 的主要性质 / 038
- 二、PE 的基本理念 / 039

## 第四章

### PE 价值论之一（总论）：PE 价值的内涵 / 041

#### 第一节 发现价值 / 041

- 一、关于 PE 高回报来源的不同观点 / 041
- 二、“非有效市场” 和“基本业务模式” 框架下的新解释——在“非有效市场” 寻找绝对收益 / 043
- 三、发现价值需要一双慧眼 / 045
- 四、PE 积极投资风格 V 基金投资组合原则 / 045
- 五、PE 投资是价值投资 / 046

#### 第二节 创造价值 / 047

- 一、PE 和被投资企业在价值创造过程中的基本关系 / 047
- 二、PE 管理人（GP）是否比创业者和企业家高明 / 047
- 三、非 PE 公司能否学到 PE 的真经 / 049

#### 第三节 实现价值 / 049

- 一、关于市场选时 / 049
- 二、关于退出渠道 / 052

#### 第四节 分享价值 / 053

- 一、LP 是“衣食父母”——GP 与 LP 的价值分享 / 053
- 二、“爱恨情仇”——PE 与被投资企业的价值分享 / 056

## 三、财聚人散、财散人聚

——创始人之间、合伙人之间及合伙人与员工的价值分享 / 057

## 四、PE 的社会责任——PE 与其他利益相关方的关系 / 060

## 第五章

## 微观角度：PE 基金研究 / 061

## 第一节 PE 基金本体研究（或解剖研究） / 061

一、PE 基金的构成要素 / 061

二、PE 基金的组织形式 / 063

三、PE 基金的运作周期 / 064

## 第二节 PE 基金分类研究 / 068

一、PE 基金的基本分类 / 068

二、其他分类 / 071

三、PE 基金的新品种 / 072

## 第三节 PE 基金研究的其他重要内容 / 074

一、当事人研究、运作环节研究和比较研究 / 074

二、关于 GP 三个问题的思考 / 074

## 第六章

## PE 价值论之二（分论）：VC、Buyout、Growth Capital 价值论 / 085

## 第一节 VC 价值论 / 085

一、VC 的产生和在美國的“三起三落” / 085

二、VC 的“硅谷模式” / 087

三、VC 价值论 / 092

四、从“硅谷模式”到“中国模式”的巨大鸿沟 / 092

## 第二节 Buyout 价值论 / 093

一、Buyout 的产生和“两次大繁荣” / 093

二、收购基金的基本盈利模式 / 095

三、收购基金盈利模式的多样化发展 / 098

四、“门口的野蛮人”VS“门内的贪婪人”——Buyout 价值论 / 100

## 第三节 Growth Capital 价值论 / 102

一、存在就是合理——新兴市场的 Growth Capital 投资 / 102

二、Growth Capital 价值论 / 102

三、Growth Capital 投资的历史局限和 Pre-IPO 投资的监管 / 103

四、中国 PE 产业的转型路径 / 103

## 第七章

### PE 价值论之三 (分论): 母基金、二级市场、天使投资和房地产 PE 基金价值论 / 105

#### 第一节 PE 母基金价值论 / 105

- 一、PE FOF 的起源和发展 / 105
- 二、PE FOF 相关的几个问题 / 106
- 三、PE FOF 价值论 / 107
- 四、全球最大的母基金管理人 HarbourVest / 108

#### 第二节 PE 二级市场价值论 / 109

- 一、PE 二级市场的概念——LP 或 GP 之间的转让 / 109
- 二、PE 二级市场的业务种类 / 109
- 三、PE 二级市场价值论 / 111
- 四、全球领先的 PE 二级市场专业服务商 Triago / 111

#### 第三节 天使投资价值论 / 112

- 一、天使投资的概念 / 112
- 二、天使投资的种类 / 112
- 三、天使投资的机构化趋势 / 113
- 四、天使投资价值论 / 113
- 五、美国高智发明公司 / 114

#### 第四节 房地产 PE 基金价值论 / 115

- 一、房地产投资基金的种类 / 115
- 二、房地产 PE 基金的概念 / 116
- 三、房地产 PE 基金价值论 / 116
- 四、美国铁狮门公司 / 116

## 第八章

### 宏观角度: PE 产业研究 / 119

#### 第一节 PE 基金和现代 PE 产业 / 119

- 一、PE 基金是现代 PE 产业的主体 / 119
- 二、PE 基金是现代 PE 产业的主导 / 120
- 三、PE 产业研究通常是 PE 基金业研究 / 121

#### 第二节 PE 产业研究的主要内容和方向 / 122

- 一、PE 产业的“结构—行为—绩效” / 122
- 二、PE 产业的经济功能 / 124
- 三、PE 产业对投资人的影响 / 125
- 四、PE 产业国别研究 / 125

#### 第三节 PE 产业发展的基本规律 / 125

- 一、探索 PE 产业发展规律的两条路径 / 126
- 二、PE 产业发展的若干基本规律 / 126

## 第九章

## PE 价值论之四 (总论): PE 的经济功能 / 129

## 第一节 “魔鬼”还是“天使”——PE 对实体经济的影响 / 129

- 一、毁誉参半——围绕 PE 的疑问和争论 / 130
- 二、最新研究——世界经济论坛《全球经济影响报告》  
(2008, 2009, 2010) / 131

## 第二节 “资本主义新王”——PE 在金融体系中的地位 / 135

- 一、风险投资是初创企业融资的重要渠道, PE 是金融体系的重要组成部分 / 135
- 二、风险投资和二板市场相互促进, PE 是资本市场不可或缺的重要环节 / 136
- 三、PE 是一种外在压力, 促进上市公司改善治理结构, 提高运营效率 / 137

## 第三节 PE 和经济金融危机及经济复苏的关系——基于 2008 年金融危机的实证研究 / 138

- 一、PE 的系统性风险不大 / 138
- 二、PE 推动经济复苏 / 139

## 第十章

## PE 价值论之五 (总论): PE 的历史业绩 / 141

## 第一节 “业绩之谜”及其产生原因 / 141

- 一、“业绩之谜”——PE 业绩众说纷纭 / 141
- 二、难在何处——PE 业绩评价的基本问题及其挑战 / 143

## 第二节 国外实证研究的一些发现 / 147

- 一、实证研究的若干重要发现 / 147
- 二、GP, 你能将历史业绩说得明白些吗? ——给中国市场 LP 的建议 / 149

## 第十一章

## 政府和 PE 业的关系 / 151

## 第一节 “看得见的手”伸向何处? ——政府在 PE 业中的作用 / 151

- 一、PE 业发展历史上政府作用的内容和形式 / 151
- 二、政府作用的一般理论依据和合理界限 / 153
- 三、关于政府作用的实证研究 / 155
- 四、《梦断硅谷》(Boulevard of Broken Dreams by Josh Lerner) 的观点 / 156

## 第二节 由典型案例说开去——PE 税收的四个重要问题 / 158

- 一、“黑石税案”——PE 公司的适用税率和“被动型收入”的界定 / 158
- 二、“孤星——外换银行案”——PE 跨国交易的税收监管 / 159
- 三、避免重复征税和不同组织形式 PE 的税负均衡 / 161
- 四、PE 税收优惠政策既要“区别对待”, 又要“一视同仁”, 关键是要具有“穿透性” / 162
- 五、“PE 浮盈税”之虚惊 / 163

第三节 高枕无忧或草率皆兵? ——关于 PE 监管 / 163

- 一、监管的主体、客体和内容 / 164
- 二、监管的依据、目标和重点 / 165
- 三、欧美新金融监管法案及其对 PE 业的影响 / 168
- 四、中国 PE 业监管的几个具体问题 / 169

第十二章

PE 核心竞争力、PE 公共政策和 PE 研究 / 173

第一节 GP 的核心竞争力 / 173

- 一、企业核心竞争力的一般概念——“资源学派”和“能力学派”及其综合 / 173
- 二、GP 核心竞争力的内涵——发现价值、创造价值、实现价值和分享价值的能力 / 175
- 三、GP 核心竞争力的外延——“九大能力” / 176
- 四、“八仙过海，各显神通”——GP 核心竞争力的具体表现 / 178
- 五、GP 核心竞争力的来源 / 179
- 六、核心竞争力和持续创新能力的关系 / 181

第二节 PE 公共政策的若干重要原则 / 181

- 一、究竟需要一个什么样的 PE 业? ——“实体经济和国民福利本位”原则 / 182
- 二、公共政策的范围和边界在哪里? ——“市场主导资源配置、政府适当引导”原则 / 183
- 三、如何保证 PE 业健康有序发展? ——“适度有效监管”原则 / 184
- 四、如何选择 PE 公共政策的手段? ——“完善相关环境优于资金投入”原则 / 185
- 五、怎样制定具体的 PE 公共政策? ——“慎用各种优惠”原则、“具体政策的穿透性”原则和“避免政策雷同”原则 / 185

第三节 PE 研究的分析框架、主要内容和基本方法 / 186

- 一、出发点: 研究对象 / 186
- 二、PE 价值论的两大基石 / 187
- 三、PE 基金研究——微观角度 / 192
- 四、PE 产业研究——宏观角度 / 193
- 五、PE 价值论的主要内容和基本框架 / 196

附录

中国 PE 业现状和趋势热点扫描 / 197

- 一、中国 PE 业首例对赌案——海富投资 VS 甘肃世恒和香港迪亚 / 197
- 二、“小荷才露尖尖角，早有蜻蜓立上头”——中国 PE 市场的 FOF / 198
- 三、从野蛮生长到回归 PE 本质——人民币房地产 PE 基金的现状和