# 中国私募股权投资：最敏感的神经在哪里

**近年来我国私募股权投资发展迅猛，但也面临挑战，包括规则的不统一，市场的认可度还不高，与地方政府的关系较为密切等。对此，应充分认识私募股权市场在我国经济发展中的战略地位，允许机构投资者在一定比例内投资私募股权投资基金，同时对于私募股权投资基金的发展，要坚持市场化方向，为其确立统一的市场规则。**

■人物志

**陈道富**：国务院发展研究中心金融研究所综合研究室副主任。主要研究方向：货币政策、金融改革。

⊙陈道富

私募股权投资，简称PE（Private Equity），是指投资于非上市股权，或者上市公司非公开交易股权（即私募股权）的一种投资方式。私募股权投资的资金来源，既可以采取公募形式，即向社会不特定公众募集，也可以采取私募形式，即采取非公开发行方式，在特定群体，往往是有风险辨别能力和风险承受能力的机构和个人中募集资金。由于私募股权投资的风险较大，信息披露也不充分，往往采取私募形式。近几年，处于对流动性、透明度和募集资金的考虑，到公开市场上市的私募股权投资基金的数量有所增多。

在我国，私募股权投资基金，一般是指以私募方式募集资金并投资于私募股权的基金。广义的私募股权投资基金包括创业投资、兼并收购、成长基金、房地产、基础设施基金、上市后私募增发投资等。

## 当前我国私募股权投资发展呈现四大特征

近年来，受国际PE市场的火爆，及个案高额回报的吸引，加上中国股市、房地产资产价格的不断上扬，企业重组和产业升级的需求强劲，我国PE的发展较为迅猛。总的来说，呈现以下四个特点。

*第一，外资PE在中国的PE市场扮演着重要角色。*由清科研究中心的有关数据显示，在2001年和2002年，中国的本土创投机构在300家左右，2005年本土创投机构数量大约为130家，在此期间，外资创投的数量，每年都在50家左右，变化不大。但本土和外资创投机构掌管的资金额度差异却是很大，2005年130家本土创投仅掌握4.7亿美元左右的资金，而45家的外资创投机构却掌握了114亿美元的资金，是本土基金规模的20倍。

从投资额度看，中国每年的创投案例在200家左右。2005年，本土创投投资了83家公司，外资投资了126家公司，投资家数倒了过来，外资投资的公司超过了本土创投公司。本土创投公司的投资额变化不大，仍为1.6亿美元，外资创投的投资额却已高达7.3亿美元，是本土创投投资额的近5倍。

2006年以来，外资创投公司的绝对优势进一步得到加强。2006年共有40只可投资中国大陆的私募股权基金设立，并募集了142亿美元的资金，2007年第一季度，又有17只可投资于中国大陆地区的PE完成募集，募集资金76亿美元，第二季度，有15只可投资于中国大陆地区的PE完成募集，募集资金57.9亿美元。

*第二，PE所投资的企业大量海外上市。*我国的PE的主要退出渠道是公开发行上市。2006年以来的17个PE投资退出案例中，以IPO方式退出的有16笔，占94.1%，而2007年一季度共有9家PE投资的企业成功上市，第二季度共发生19笔退出交易，其中16笔是通过公开发行上市渠道实现退出的。

在2002-2005年PE投资企业退出中，以IPO方式进行的，占比分别为80%、79%、72%、68%和64%。这表明，当前我国PE投资更多的集中于上市前期，短期利益驱动较明显。

而在公开上市的地点选择上，则以海外（包括我国香港地区）为主，如蒙牛、易趣、新浪、盛大、亚信和无锡尚德等企业。

据不完全统计，截至2006年底，中国企业在海外上市的数量在400家以上，其中以红筹模式上市的企业约占总数的80%以上。其中，2005年共有81家企业海外上市，筹资204.9亿美元，2006年共有86家企业海外上市，筹资440亿美元。

*第三，各类金融机构开始纷纷进军PE市场。*近年来，在国际、国内PE良好业绩的推动下，各类金融机构开始将眼光转向PE市场，纷纷进军该市场。

信托公司在资金信托计划的框架下，大举进入PE市场，信托在PE领域的争夺就更趋积极。除信托公司外，证券公司也在积极准备直接股权投资。高盛投资西部矿业取得了骄人的业绩，国内券商也在积极推动，希望能以子公司的形式，用自有资金进行直接股权投资。

保险公司在《国务院关于保险业改革发展的若干意见》中，就取得了“开展保险资金投资不动产和创业投资企业试点”的资格。虽然目前保监会在此问题上还比较谨慎，但在法律上已没有限制。

国开行则积极参与国家层面的PE，如中瑞合作基金、东盟-中国投资基金、中国-比利时直接股权投资基金；渤海产业投资基金，以及近期的曼达林基金和中非发展基金等。

总之，中国各类金融机构，或者作为管理人的身份，或者作为基金持有人的身份，积极进军PE市场。

*第四，地方政府在PE市场的积极性被充分调动。*2007年1月，经国务院特别批准，主要投资于天津滨海新区和环渤海地区的渤海产业投资基金和渤海产业投资基金管理公司正式成立。渤海产业投资基金总额200亿元，首期募集60.8亿元。在渤海产业基金的示范效应下，各地政府的积极性被充分调动起来，纷纷设计了本地区的产业投资基金。5月份，包括广东核电基金、山西能源基金、上海金融基金和四川绵阳高科技基金在内的四家产业基金，成为发改委产业基金的第二批试点。

此外，我国PE投资对象在传统领域的比重有所增加，单笔投资的规模也有所提高。

## 政策与金融因素对当前我国PE发展影响显著

从目前看，推动我国PE快速发展，还有来自政策、金融等方面的突出影响。

*第一，《合伙企业法》的修改实施，为PE的发展扫除了组织和税收上的障碍。*今年6月份修改实施的《合伙企业法》，为PE的发展扫除了组织和税收上的障碍。其中，与PE有关的修改主要集中在以下三个方面。一是增加了有限合伙人和有限责任合伙的规定，二是允许法人或者其他组织作为合伙人，三是明确了合伙企业所得税的征收原则，合伙企业的所得税按照由合伙人分别缴纳所得的原则设计。6月28日，我国第一家以有限合伙方式组织的创业投资企业——南海成长创业投资有限合伙企业在深圳成立，首期资金全部来自民间资本，公司重点投资深圳市“创新型企业成长路线图计划”的拟上市企业，投资比例不低于50%。

*第二，国内资本市场的发展，为PE的筹资、退出创造了有利的环境。*2006年股权分置改革基本完成后，股票市场引来了大繁荣，相对于大量的投资需求，上市公司再次成为稀缺资源。近期深圳的创业板市场也呼之欲出。此外，深交所的股份代转让系统，及各地的产权交易所改革也在积极探索之中。

与PE密切相连的市场退出问题，在中国有望得到缓解。此外，近些年来理财市场的繁荣，再加上当前中国的流动性过剩，各类投资者的投资水平不断提高，理念不断成熟，资本市场的发展为PE在国内的筹资创造了条件。

*第三，《关于外国投资者并购境内企业的规定》使得红筹模式受到限制。*自2003年4月，证监会取消对民营企业红筹方式上市的“无异议函”监管后，民营企业通过红筹方式在境外上市，在境内就不存在审批问题。该模式也成为PE运作的最流行方式。

但2005年，外管局先后出台了“11号文”、“29号文”和“75号文”，对这种方式进行了限制。2006年9月，商务部等六部委联合发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》。该文件规定，境内公司和自然人在境外设立特殊目的公司时，必须向商务部报批，而且须报送SPV公司最终控制人的身份证明文件和境外上市商业计划书，之后才能去外汇管理部门办理外汇登记。同时，特殊目的公司以股权并购境内公司也要经商务部批准，之后商务部颁发加注“境外特殊目的公司持股，自营业执照颁发之日起一年内有效”的外商投资企业批准证书。如果一年内未能上市，附加注的批准证书自动失效，境内公司股权结构必须恢复。这使得PE通行的红筹模式受到了严格限制。

## 我国PE进一步发展面临三大主要挑战

从未来我国PE发展来看，会受到有一些因素的制约与影响。这主要体现在以下三个方面。

*一是规则不统一。*由于国家尚未有针对PE的法律法规，各监管部门为了促进本部门所管辖的机构进入PE市场，纷纷出台了自己的规章制度，如证券公司的集合理财计划，信托公司的资金集合信托计划等。这使得理财市场、QDII监管上的不统一现象，延伸到PE市场。以机构监管为主的分业监管，已成为PE进一步发展的挑战。

此外，虽然在我国的《合伙企业法》中已允许法人或其他组织作为合伙人，但在《公司法》第15条中规定，“公司可以向其他企业投资，但是，除法律另有规定外，不得成为对所投资企业的债务承担连带责任的出资人”。《合伙企业法》是否属于其他法律另有规定？证券公司和风险投资公司是否可以普通合伙人的身份参与有限合伙企业？所有这些都有待于进一步澄清。

*二是PE的市场认可度还不高。*一方面，我国PE市场的发展时间较短，尤其是市场化的PE发展才是近年的事，作为长期投资模式，PE尚缺乏有力的投资历史来证明自己的能力，也缺乏市场优胜劣汰的大浪淘沙过程，短期行为较为明显。这与我国资本市场的发育、完善程度有关，也与经济、金融的发展阶段有关，是属于发展中的问题。

此外，我国民营企业的发展一直没成为市场的主流，优秀的企业家仍是相当稀缺的，职业经理人以及相关市场还没有发育，这也是一个需要历史磨练的过程。

另一方面，我国的金融市场，仍是以国有金融机构为主的，资金的供给方主要是国有机构，这些机构对程序的要求高于对盈利的要求。从目前来看，我国多数机构投资者对这一领域的投资受到了很多限制。因此，如何取得这些国有机构的认可，将其吸收为PE的投资者，成为当前PE迅速壮大的关键之一。

*三是与地方政府的关系问题。*我国私募股权市场的发展初期，是以政府为主导推动的，尤其是创业投资，各级政府的科委和财政部门是创业投资的主要推动力量和出资者，主要是以服务于政府的高科技创新、科研成果转化、产业发展战略作为创业投资公司设立和运作的目标，而后出现了由政府牵头，社会各方参与的混合型创业投资运作机制，近期才开始出现完全市场化运作的创投公司。

从产业基金来看，其发展过程与信托公司、窗口公司等密切相关，政府也深涉其中。近期渤海基金模式又引起了各地方政府的浓厚兴趣和重视，希望能借产业基金之名，实现政府的产业政策意图。同时，各地企业都与政府之间有千丝万缕的关系，如何处理与地方政府的关系，成为市场化私募股权市场发展的另一挑战。

**2007年一季度私募股权支持的中国企业IPO一览**

| 上市公司 | 上市地点 | 投资机构 |
|---|---|---|
| 武夷制药 | 我国香港主板 | 兰馨亚洲（VC）<br>Pope Investments(Hedge Fund)<br>Quantum Asset Management(Hedge Fund) |
| 升立化工 | 新加坡主板 | Gemini Asia Growth Inc.(PE)<br>Aceplus Investments Limited(PE)<br>Fortis Private Equity Asia Fund N.V(PE)<br>东盟－中国投资基金(PE) |
| 兴业银行 | 上交所 | 国际金融公司（PE）<br>新加坡政府直接投资（PE） |
| 品奥太阳能 | NASDAQ | MC Capital Asia (PE) |
| 阜丰集团 | 我国香港主板 | 惠理基金（PE） |
| 鸿隆控股 | 我国香港主板 | 雷曼兄弟（PE） |
| 汇源果汁 | 我国香港主板 | 华平基金（PE） |
| 同济堂药业 | 纽交所 | 美林（PE） |
| 银泰百货 | 我国香港主板 | 华平基金（PE） |

■看点

●近年来，受国际PE市场的火爆，及个案高额回报的吸引，加上中国股市、房地产资产价格的不断上扬，企业重组和产业升级的需求强劲，我国PE的发展较为迅猛。总的来说，呈现以下四个特点：

第一，外资PE在中国的PE市场扮演者重要角色；第二，PE所投资的企业大量海外上市；第三，各类金融机构开始纷纷进军PE市场；第四，地方政府在PE市场的积极性被充分调动。

●政策与金融因素对当前我国PE发展影响显著，这主要体现在：第一，《合伙企业法》的修改实施，为PE的发展扫除了组织和税收上的障碍；第二，国内资本市场的发展，为PE的筹资、退出创造了有利的环境；第三，《关于外国投资者并购境内企业的规定》使得红筹模式受到限制。

●我国PE进一步发展面临三大主要挑战：一是规则不统一。由于国家尚未有针对PE的法律法规，各监管部门为了促进本部门所管辖的机构进入PE市场，纷纷出台了自己的规章制度；二是PE的市场认可度还不高；三是与地方政府的关系问题。

●观察我国PE的进一步发展，我们要从经济发展战略高度认识我国PE市场发展意义。第一，应充分认识PE市场在我国经济发展中的战略地位；第二，应坚持PE市场发展的市场化取向；第三，应尽快统一现有的PE政策。

■编余

私人股权投资(PE)目前已成为国际上一股新的投资潮流，大量的流动性进入私人股权投资中。私人股权投资又透过对并购对象(企业)的价值创造，为投资者创造了新的利润来源。这也是我国部分外汇储备投资黑石的重要原因之一。

事实上，私人股权投资早已渗透到我国。那么，目前我国的私人股权投资现状如何？陈道富概括了近年来我国私人股权投资的四大特征，分析了促进我国私人股权投资发展的政策与金融因素影响，以及目前所面临的三大挑战，最后还提出了自己的思考，要从私人股权投资市场在我国经济发展中的战略地位、私人股权投资发展要坚持市场化的取向及要统一我国目前的私人股权投资政策等方面入手，来加快、促进我国PE市场的健康发展。

确实，私人股权投资进一步发展，不仅可以为我国传统产业的进一步整合与快速发展提供动力，而且还可以为新兴产业的发展提供资金来源，促进新兴产业的快速发展。当初，美国就是利用私人股权投资的方式发展了新经济产业，使美国在21世纪的全球竞争中处于领先地位。这一成功的经验值得我们借鉴。

当然，我们在鼓励私人股权投资市场发展时也要注意，境外私人股权投资在并购国内关键行业的关键企业时，应注意国家经济安全问题。从以往的一些案例及最近国际上一些私人股权基金对央企的浓厚兴趣中可见一斑。

同时，我们也应当适时出台一些政策来鼓励国内的私人股权投资基金发展，改变目前境外私人股权投资规模与实力远远超过国内私人股权投资的现状。

——亚夫

# 认清私募股权投资市场战略地位

观察我国PE的进一步发展，笔者认为，我们应当以下四个方面来加快、促进我国PE市场的健康发展。

*第一，应充分认识PE市场在我国经济发展中的战略地位。*目前对PE发展的积极作用，各界的认识还是相对统一的。总的来说，发展PE市场有以下三个方面的宏观意义。

一是有利于建立多层次资本市场，提高储蓄向投资转化效率。当前宏观经济的突出矛盾是流动性过剩，但这种过剩并不是绝对过剩，中国的大量领域仍然资金不足，只是相对过剩。产生过剩的一个重要原因，是我国金融市场发展的不均衡，传统服务于成熟企业的金融市场发展较为充分，但服务于企业生命周期前端和后端的金融市场发展不成熟，这其中的一个重要方面就是私募股权市场发展的落后，包括创业投资、兼并收购等。

二是有利于企业业务重组和产业整合。我国正处于工业化中期，这一阶段是产业和企业大规模重组的时期，是培育世界领先企业和优强企业的最重要时期，也是对资本需求最为旺盛的时期，缺乏有效的股权融资渠道，已成为产业升级、优势企业做强做大的一个障碍。

三是有利于真正建立以企业为主体的自主创新体系。当然，对于PE价值创造的功能的质疑也较浓厚。

为此，一方面应适当允许社保基金、企业年金、保险公司及证券公司等机构投资者在一定比例内投资私募股权基金，尤其是对本土私募股权基金的投资，提高PE投资者中长期投资者的比例，降低PE投资的短期化倾向。另一方面，还应提高各类政策的可预见性，使得长期投资的政策不确定性下降。同时，还应通过司法解释，或修改《公司法》的方式，允许各类机构以普通合伙人的身份参与PE的管理活动，以满足不同类型PE的要求。

*第二，应坚持市场化的取向。*在当前国有金融体制改革尚未最后完成，仍存在大量行政色彩的环境下，如何尽快推动PE市场的发展，有两条思路，一种是将PE引入部分官方色彩，给其找个婆婆，从而取得国有体制的认可。在这方面，我们有过很多教训，信托的多次整顿就是一个例子。

另一种是坚持市场化的发展道路，推动国有金融体制的市场化步伐。应该说PE的生命在于市场化运作，为了短期发展而牺牲市场化，必然会给PE的长期发展带来隐患。因此，我国PE的发展应坚持市场化方向，在对PE的监管上，应更多的采取备案制，限制投资者的数量和范围，但对其投资范围、投资对象、运作模式不做过多干预。在PE的发展上，不能过多依赖政府力量，防止现在难得的市场化取向发生扭曲。

*第三，应尽快统一现有的PE政策。*在PE的政策法规没有明确之前，市场又有大量需求，各监管部门根据自己所管辖机构的特点和需要，出台了自己的规章制度，这是可以理解的，也是必要的，是当前监管体制的必然。

但从PE市场的长期发展来看，更应推动市场的统一规范，而不能形成新的市场分割，出现政策的不统一。理财市场的混乱局面不能在PE市场上重演。对此，应加强监管部门的协调，尽快出台统一的PE法规。

*第四，以市场化改革来推动我国PE市场的发展，加强对PE投资的部分企业股权转让的安全审查。*一方面，应适当允许社保基金、企业年金、保险公司及证券公司等机构投资者在一定比例内投资私募股权基金，尤其是对本土私募股权基金的投资，提高PE投资者中长期投资者的比例，降低PE投资的短期化倾向；另一方面，还应提高各类政策的可预见性，使得长期投资的政策不确定性下降。同时，还应通过司法解释，或修改《公司法》的方式，允许各类机构以普通合伙人的身份参与PE的管理活动，以满足不同类型PE的要求。

此外，考虑到当PE投资的企业上市变现有困难时，会向有兴趣的同行大企业按保证基本收益率的价格出售股权，当所投资的企业为行业的龙头企业或者是国内历史知名品牌时，可能会对我国产业安全和品牌建设不利。因此，应适当限制PE将国内行业龙头企业和历史知名品牌企业的控制权出售给外国投资企业，可尽快通过《反垄断法》，加强对外资股权交易的监控，要求对外资并购国内企业，进行垄断审查和国家安全审查。同时，国内企业在接受PE投资时，应尽可能在事前约定，不得将股权，尤其是控股权转让给国内其他竞争对手，尤其是国际上的产品竞争对手。

（陈道富）