

私募股权基金改善企业经营的机理研究

卢永真

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 私募股权基金除具有传统的金融中介功能外, 还可以作为投资者促进企业成长实现增值, 成为创造价值的市场主体, 更有助于改善企业经营效益, 本文通过研究私募股权基金改善企业经营的关系, 以最大化发挥其效用。

关键词: 私募股权基金; 价值创造; 信息不对称

引言

私募股权基金除具有传统的金融中介功能外, 还可以作为投资者促进企业成长实现增值, 成为创造价值的市场主体。私募股权基金是实现积聚资本、降低信息成本和交易成本、控制风险、提升公司治理水平、促进交易等资本市场功能的重要工具。私募股权基金通过筛选机制、信号机制及合约安排, 有效控制因信息不对称而产生的逆向选择和道德风险。这些功能及运行机理是私募股权基金在资本市场中作用日益突出的缘由和独特优势所在。

发达国家的金融实践表明, 私募股权基金为创新型企业的成长和大规模的企业并购重组提供了重要的金融支持, 是仅次于银行贷款和 IPO 的企业融资渠道。对私募股权基金的功能特性进行理论分析, 认清其改善企业经营的运行机理, 理解其功能演化的脉络和约束条件, 以及在中国这个新兴市场中呈现出的特点, 有助于更有针对性地使用这个金融工具, 最大化发挥其效用。

一、私募股权基金运作的基本理论

私募股权基金作为一个重要的金融工具, 在金融实务中作用日益重要, 但对其在学术上进行系统研究还远不够深入, 甚至在一些基本观点上也存在分歧。私募股权基金的概念至今没有权威性的界定, 对其范围是否应该涵盖创业投资基金 (VC) 没有一致的认识, 对所属基金种类的划分标准也不尽相同。“私募”的属性是否意味着其投资来源主要是私人资本的疑惑, 也需要对私募股权基金的投资者构成及其演变有所描述。本文将在介绍国内外学者相关观点的基础上, 依据研究主题, 界定本文关于私募股权基金的概念, 及其涵盖的范围和主要类型, 以期在相同的范畴内, 依据相同的界定讨论选定的论题。

(一) 私募股权基金概念的界定

私募股权基金的概念迄今为止没有一个权威性的界定, 国内外的许多学者从不同角度进行概括, 达成了基本的共识, 但表述上不尽相同。

1. 国外的界定

国外对私募股权基金的定义往往是从投资角度出发, 根据投资运作的特点进行的。

美国对私募股权基金最权威的定义源自美国联邦银行业监管条例 4, 其表述为: 并非出于规避金融控股监管条例或商业银行监管而设立; 投资于金融或非金融企业的股权、资产或其他所有者权益, 并且在一定期限后出售或以其他方式处置; 不直接经营任何工商业务; 任何股东持股不得超过 25%; 对企业持股时间不得超过 15 年。

英国创业投资协会 (BVCA) 和欧洲创业投资协会对私募股权基金的定义是: 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 (包括普通股、优先股、可转换债券等) 份额的金融活动。¹ 亚洲创业投资杂志 (AVCJ) 也采用了这个定义。维基百科 (Wikipedia) 的定义是: 通过私募的形式对非上市企业进行权益性投资, 投资后提

¹ BVCA: Private Equity Guide, 2003。

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。

2. 国内的界定

私募股权基金在中国不仅没有权威的定义，连称谓也不完全相同。

吴晓灵认为，私募股权基金是指“以非上市企业股权为主要投资对象的各类创业投资基金或产业投资基金”（在金融发展论坛上的讲话，2006年6月9日），这个提法目前被业界广泛认可。

国家发展和改革委员会正在制定中的私募股权基金相关管理办法的暂定名称是《股权投资基金管理办法》，由此可见，股权投资基金的提法是政府部门较为认可的。

高正平等（2009）认为，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和富有的个人募集资金，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。私募股权基金的种类分为创业投资基金、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。²

朱奇峰（2010）对私募股权基金的定义是：以非公开的方式募集私募股权资本，以盈利为目的，以财务投资为策略，以未上市公司股权（包括上市公司非公开募集的股权）为主要投资对象，由专家专门负责股权投资管理，在限定时间内选择适当时机退出的私募股权投资机构。按投资对象划分，私募股权基金的种类分为创业风险投资基金和非创业风险投资基金³

3. 本文的界定

本文采用私募股权基金的称谓，对私募股权基金的定义是：以非公开方式募集股权资本，以盈利为目的，以财务投资为策略，以未上市企业的股权为主要投资对象，由特定人员负责投资和管理，在一定期限内实施退出的私募股权投资机构。按投资对象划分，私募股权基金的主要种类不仅包括创业投资基金、发展基金、并购基金、夹层资本、上市后私募股权投资（PIPE）、企业重组基金，还包括具有中国特色的各种产业投资基金，但不包括房地产投资基金和天使投资人。

虽然中国国有企业的现状是以大型企业为主，但在大型国有企业内部有着复杂的产业结构和组织机构，创业投资基金和各类产业投资基金都将发挥各自的功能。故而，本文采用广义的私募股权基金分类，以便更充分地讨论私募股权基金在国有企业改革发展中的功能这个主题。

（二）私募股权基金的投资者构成

从私募股权基金的投资者现状看，其主要由公共养老基金、保险公司、商业银行、企业年金、捐赠基金、基金会、投资银行等机构投资者构成，富有家庭及个人仅占很小的份额。

欧洲创业投资协会（EVCA）对1998年—2002年欧洲私募股权基金投资者构成的统计显示，投资者的占比由多到少的次序是：银行、养老金、保险公司、基金的基金、企业投资者、私人投资者、政府代理、实现的资本收益、学术机构、资本市场和其他。⁴详见表1。

表1 1998年—2002年欧洲私募股权基金投资者及其投资比例

投资者	占比	投资者	占比
银行	24	政府代理	6
养老金	22	实现的资本收益	5

² 高正平等， 《全球视角观 PE》， 中国金融出版社， 2009， P2。

³ 朱奇峰， 《中国私募股权基金理论、实践与前瞻》， 清华大学出版社， 2010， P23。

⁴ 高正平等， 《全球视角观 PE》， 中国金融出版社， 2009， P35。

保险公司	12	学术机构	1
基金的基金	9	资本市场	1
企业投资者	8	其他	6
私人投资者	6		

资料来源：Alex Bance, “Why and How to Invest in Private Equity”, *EVCA Special Paper*, March 2004。

新兴市场股权投资协会 2007 年对不同地区、不同类型的 81 家私募股权基金的调查显示，投资者的占比由多到少的次序是：政府或公共养老基金、基金的基金、资产管理公司、捐赠基金、企业养老金、家庭、基金会、银行、保险公司和其他。⁵详见表 2。

表 2 新兴市场私募股权基金投资者及其投资比例

投资者	占比	投资者	占比
政府或公共养老基金	25	家庭	7
基金的基金	19	基金会	7
资产管理公司	15	银行	2
捐赠基金	11	保险公司	2
企业养老金	10	其他	2

资料来源：EMPEA, *Survey of limited Partner Interest in Emerging Markets Private Equity*, May 2007。

从以上统计看出私募股权基金投资者构成的一些特点：1. 银行、养老金和保险公司是欧洲私募股权基金的前三位投资者，而新兴市场银行和保险公司的投资比例很小，不同的金融体制使然。2. 家庭和私人投资者比例较低，占比仅 6—7%。私募股权投资基金并不以私人投资者为主。

（三）私募股权基金的组织形式

按组织形式划分，私募股权基金有三种类型。

1. 有限合伙型

有限合伙制是起源于英美法系下的一种公司组织形式。合伙人分为有限合伙人和普通合伙人，有限合伙人以出资额为限承担有限责任，不参与企业管理；普通合伙人管理企业，对企业承担无限连带责任。有限合伙制是私募股权基金最主要的组织形式，美国 80% 以上的私募股权基金采用这种组织形式，欧洲的私募股权基金也大多采用有限合伙制。一些研究者认为，有限合伙制是私募股权基金成功的关键因素之一。

2. 公司型

公司型私募股权基金依照公司法，通过发行基金单位筹集资金设立。基金份额的认购人和持有人为公司股东，与其他类型的公司一样，股东享有重大决策和投资收益的最终分配权，不参与公司管理。股东选举董事会作为基金公司的管理机构，负责公司的日常管理。董事会拟定投资政策，但不直接从事投资，聘请基金管理人和投资顾问，由后者进行投资。

3. 信托型

又称契约型，根据各方当事人订立的信托契约，通过发行信托基金单位募集资金设立。主要参与者包括基金受益人、基金管理人和基金托管人。基金受益人是指信托基金单位的投资人，也是信托基金的最终所有者；基金管理人是指基金管理公司，负责信托资产的管理和投资；基金托管人是信托基金受益人的权益代表，是信托资产的名义管理机构，通常为银行等金融机构。

二、私募股权基金功能特性的理论分析

⁵ 高正平等，《全球视角观 PE》，中国金融出版社，2009，P34。

私募股权基金内在的运行机理决定了其改善企业经营的能力和效应。从功能特性角度分析,私募股权基金具有价值创造功能,是实现资本市场功能的重要工具,对弥补信息不对称具有独特优势。对这些特点的深入研究,为本文在后续章节分析私募股权基金在中国国有企业改革发展中的效应提供重要的理论基础。

(一) 私募股权基金的价值创造功能

传统的金融中介理论认为,金融中介是储蓄投资转化过程中的基础性安排,其主要功能是在金融运行中,降低交易成本和弥补信息不对称造成的市场缺陷,以及减少风险和不确定性。随着金融理论和实践的发展,金融中介理论突破了交易成本、信息不对称的传统范式约束,开始关注金融中介在风险管理和价值创造方面的作用,提出金融中介除了具有传统的功能以外,也可以创造价值,成为创造价值的市场主体。⁶

私募股权基金为新金融中介理论提供了重要的事实依据,它的存在和发展验证了金融中介能够创造价值,成为创造价值的市场主体这一理论的正确性。而新金融中介理论也为私募股权基金发展提供了理论基石,并且揭示了私募股权基金创造价值的运行机理。私募股权基金募集各种资金投资于具有增长潜力的企业,成功退出后实现投资者与被投资企业双方的共赢,在这个过程中弥补信息不对称的负面影响,减少交易成本,起到金融中介在储蓄投资转化过程中的基础性作用。同时,又与传统金融中介不同,私募股权基金作为投资者,往往向被投资企业派驻董事,积极参与董事会的决策,对经营管理予以监督,这既降低了代理风险,也有效地降低了投资过程中的管理风险和市场风险,体现出金融中介价值创造的功能。此外,私募股权基金不仅向被投资企业提供资本,还提供高质量的决策和管理领域的咨询服务等,不仅促成私募股权基金和被投资企业的双赢,还有利于加速科技成果产业化、提高社会生产率,从而提升了社会的整体福利。

(二) 私募股权基金资本市场实现功能

传统的金融深化理论(Goldsmith,1969; McKinnon & Show,1973)从宏观入手,关注总量调节,主张实施金融自由化、金融市场经营主体多元化,突出金融体制和金融政策在经济发展中的核心地位。20世纪90年代兴起的新金融发展理论,更加注重从微观经济层面思考问题。在研究经济发展的决定因素时,十分强调资本市场的突出作用,认为资本市场的信息处理、风险管理和资源配置等功能有力地推动经济增长。Wurgler(2000)的实证研究以65个的国家资本市场为样本,结果显示,发达的资本市场更有利于促进资本投向高成长性的产业,并缩减对衰弱产业的投资,因而具有更高的资源配置效率。Beck、Levine和Loayza(2000)研究认为,高生产率并不取决于纯粹的高资本积累率,而是与金融发展正相关。⁷

私募股权基金的价值取向与资本市场功能高度一致,作为一种新金融资本,是实现资本市场功能的重要工具。新金融发展理论认为,资本市场通过降低信息成本和交易成本、控制风险、提升公司治理水平、积聚资本、促进交易等功能,促进经济增长。与之不谋而合,私募股权基金融资、投资的全过程也都是以此为原则稳步推进的。从运行机理看,私募股权基金募集资金,并向若干有成长潜力的企业投资,既积聚资本,又分散风险。在投资前,对于不对称信息所引起的风险,私募股权基金通过尽职调查等手段来尽可能规避。而其投资后,通过向被投资公司派驻董事、提供决策和咨询等方式,提升公司治理水平和竞争力。在退出阶段,将企业培育上市,或将股权转让,既实现了私募股权基金自身的资本增值,也间接促进了资本市场和作为微观主体的企业协调发展。新金融发展理论架构下对资本市场功能的要求,在私募股权基金的目标理念和运作过程中都得到了恰如其分的体现,私募股权基金是实现资本市场功能的重要工具,从而有力地推动了经济增长。

(三) 私募股权基金弥补信息不对称的运行机理

⁶ 高正平等,《全球视角观PE》,中国金融出版社,2009,P15。

⁷ 高正平等,《全球视角观PE》,中国金融出版社,2009,P13。

私募股权基金之所以能够在国际资本市场快速发展，成为重要金融工具，并取得不俗业绩，是源于其独特的运行机理。私募股权基金的运作流程有融资、投资、管理和退出四个环节。委托代理关系中的信息不对称是现代公司制企业的顽症之一，私募股权基金有过之而无不及，不仅未能规避，而且出现了双重的委托代理，即融资环节投资人作为委托人、私募股权基金管理人作为代理人的第一层委托代理关系，投资与管理环节私募股权基金作为委托人、企业家作为代理人的第二层委托代理关系。信息不对称存在两大风险，即逆向选择风险和道德风险。

逆向选择是指交易发生之前，信息拥有量较少的一方因无法获知信息拥有量占优势一方的真实情况，而倾向于作出错误的选择。阿克洛夫（Akerlof,1970）在研究二手车市场时，发现逆向选择现象，并率先提出相关模型。之后，斯宾塞（Spence,1973,1976）和斯蒂格利茨（Stiglitz,1981）殊途同归，在研究债务市场和人力资源市场时，同样提出逆向选择问题，斯宾塞凭此获得了 2001 年诺贝尔经济学奖。目前，逆向选择是信息不对称条件下的普遍现象已成为共识。

道德风险是指在交易发生后，信息较少的一方无法查知另一方的真实行为而遭受损失的可能性。保险市场的道德风险研究最为典型，来，学者们发现在委托代理关系中道德风险表现得更为典型，目前道德风险模型应用频率最高的领域在委托代理研究中。詹森和麦克灵（Jensen 和 Meckling,1976）的研究表明，公司的资本结构决定委托人的道德风险，受托人在公司所占的股权比重越低，委托人的道德风险越高。这个理论成为各种股权激励计划的重要理论基础。

甄别筛选机制和信号传递机制是解决逆向选择的常用方法。对于买方，可用的是甄别筛选机制，在私募股权基金的募集过程中投资者是买方，可根据对基金管理人的能力、经验、历史业绩的调查了解，以及对所投资项目的风险收益预测等情况，在不同管理者之间作出选择，或在投资私募股权基金和其他金融市场之间作出选择。对于卖方，较为可行的是信号传递机制，经营优质商品的卖方设计出一种机制向买方传递出信号，告诉买方自己经营的商品是优质的，这种机制要做到使经营劣质商品的卖方无法复制，或者复制的成本高昂，从而失去复制的利益冲动。典型的信号传递机制是卖方对所售商品的保修承诺，由于优质商品保修成本低，而劣质商品保修成本高，最终导致劣质商品经营者退出市场。在私募股权基金的募集过程中基金管理人作为卖方，要传递出自己是投资管理能力优秀的信号，让投资者知晓。

解决道德风险的主要方法是声誉机制。私募股权基金行业的管理人数量并不是数不胜数，相互之间联系密切，信息沟通较为通畅。私募股权基金管理人的经营业绩、信用状况十分重要，声誉本身是私募股权基金管理人的主要资产之一。Fama（1982）认为从经济运行的实践看，时间能够解决激励约束问题，因为从长期看经理人必须对其行为负责。私募股权基金管理人要在竞争市场中胜出，其过往的经营业绩十分重要，在某种程度上决定了其市场价值。

正是私募股权基金独特的运行机理和合约安排起到了关键作用，它在极大程度上克服了信息不对称的弊端，有效控制了道德风险和逆向选择。

在投资者和私募股权基金管理人的委托代理关系中，信息不对称主要表现在投资者对私募股权基金管理人的管理能力、品质和风险偏好等信息掌握可能不充分，由此产生逆向选择和道德风险，解决的关键问题是如何保护投资者的利益。

私募股权基金管理人作为卖方，为了使自己的管理能力被投资者识别，具有优秀管理能力的基金管理人必须释放一定的信号，以区别于劣质管理人。信号传递是通过以下几种独特机制来实现的：

1. 有限合伙制

在有限合伙制下，基金管理人作为普通合伙人，往往要向其管理的基金中投入占到基金总额的 1%的资金，并承担无限责任，其他基金投资者作为有限合伙人仅以出资额为限承担有限责任。有限合伙制中基金管理人的入资和承担无限责任，是为解决逆向选择问题向投资者发出的主要信号。同时，承担无限责任还有助于克服道德风险，如果基金管理人采用冒险行为，从理论上讲无限责任将可能使其陷入破产的境地。

2. 基于绩效的利润分成

在有限合伙制中，基金管理人的收入分为两部分，一部分是由投资协议约定的固定管理费，与业绩无关，一般在基金总额的 1-3%之间。另一部分是在完成投资协议约定的基本业绩后，按一定比例提取的利润分成，一般为 20%，个别业绩突出的管理人可达到 30%，有时基金管理人还可获得附带权益，但需由投资协议事先约定。根据两阶段学习模型，基金管理人为了向投资者显示自己的能力，在投资的第一阶段，即使投资协议约定的利润分成比例较低，也会接受并积极工作，其目的是建立声誉，以便顺利地获得后续融资。根据信号模型理论，能力突出的基金管理人为了能让投资者识别自己，以便在众多的基金管理人中脱颖而出，他们要发出信号，其主要做法是，在投资协议中约定较低的固定管理费，但完成基本业绩后的利润分成的比例较高。

3. 承诺资本的分阶段投入

有限合伙制采用“承诺制”的融资方式，即投资者首先承诺投入的资金总量，但并不需要将其承诺的全部资金一次性投入，而是按协议约定，根据私募股权基金的投资进度分阶段将承诺的资金注入。基金管理人在投资后，必须对项目紧密跟踪，将项目进展的相关资料提供给投资者审查，这是投资者下一次注入资金的前提。在一定程度上讲，分阶段投资还可以帮助基金管理人降低其决策失误的几率。

在承诺资金分阶段投入的约定中，通常有“无过错婚姻”条款。顾名思义，根据这一条款，在私募股权基金的整个融资过程中不管基金管理人有无过错，投资者均有权终止其已经承诺的后续投资。分阶段投入与“无过错婚姻”条款在私募股权基金融资过程中，成功地将基金管理人和基金投资者的一次性博弈转化为无限次的重复博弈，并呈现出投资为正的均衡投资路径。为抑制基金管理人的机会主义行为，规避道德风险，投资人分阶段的投资额呈先低后高的递增之势。如果投资人终止后续投资，虽然可能损失先期已经投入的资金，但可避免更多的损失。对基金管理人而言，如果有投资者终止其后续投资，其他投资者会迅速知晓，很可能也会终止后续投资，一旦形成连锁反应损失便无可挽回。这样，基金管理人采用机会主义行为所获得的收益，远远低于投资者终止后续投资给自己带来的损失，从而道德风险被有效抑制。

4. 限制性合约条款

私募股权基金基金管理人虽然只有 20—30%的基金利润分成，却在事实上和法律上掌握着基金资产的控制权，这不符合剩余索取权与剩余控制权相对应的原则。为此，私募股权基金通常设定限制性合约条款对此加以修正。这些条款分为三大类，主要包括：与基金总体管理有关的限定条款、与投资类型有关的限定条款及对于私募股权基金管理人活动的限制条款。详见表 3。

表 3 私募股权基金投资者和基金管理人之间限制性合约的主要条款

主要合约条款	合约条款主要内容
与基金总体管理有关的条款	对于任何单个企业投资规模的限制
	对于债务使用的限制
	对于私募股权基金以前或以后发起的投资的限制
	对于利润再投资的规定
与投资类型有	对于某个特定类型资产投资百分比的限制

关的限定条款	对于两类资产投资总额或百分比的限制
	对于私募股权基金不得从事的投资领域的限制
	投资于其他私募股权基金的限制
对于私募股权基金管理人活动的限制条款	禁止基金管理人（有限合伙制中的普通合伙人）出售其在基金中的利益
	限制基金管理人（同上）发起后续的基金
	限制基金管理人（同上）将自己的资金投资于所投资的企业
	对增加其他合伙人的限制（有限合伙制下）
	对基金管理人其他活动的限制

资料来源：高正平等，《全球视角观PE》，中国金融出版社，2009，P77。

在投资者和私募股权基金管理人的委托代理关系中，较好地解决由于信息不对称所导致的逆向选择和道德风险，是私募股权基金得以存在的前提和发展的基础。而在私募股权基金管理人和企业家的委托代理关系中，解决好由于信息不对称所形成的逆向选择和道德风险，是私募股权基金高效运作的主要体现，也是其发展壮大核心竞争力所在。

在私募股权基金管理人和企业家的委托代理关系中，信息不对称主要表现在私募股权基金可能无法获得企业盈利能力、增长能力、财务状况等全面信息。涉及剩余控制权等诸多复杂的问题，不确定因素比较多，解决也较为困难。解决的关键问题是保护作为投资者的私募股权基金的利益。

治理逆向选择主要从筛选机制和信号机制出发，在投资的事前阶段，基金管理人通过如下方式解决逆向选择问题：

一是信息分享。私募股权基金往往采用联合投资，各个基金管理人之间形成信息共享，以期更多地了解企业家的能力和项目信息，减少信息不对称。在私募股权基金与被投资企业之间也是信息共享，企业经营者向私募股权基金提供企业的历史和现实信息，私募股权基金利用自身的优势向企业提供更多的市场信息。

二是初始评估和尽职调查。私募股权基金管理人对于所投资项目或企业根据自身经验和要求严格筛选，符合条件的才予以投资。

三是保护性合约。私募股权基金与企业签订的投资合同往往具有保护性条款，这些条款的独特性使得私募股权基金具有其他金融机构难以模仿的能力。

为了防止企业家的道德风险，私募股权基金管理人在投资发生后，采用强制被投资企业信息披露和参与被投资企业经营决策等方式应对，具体措施如下：

一是分阶段投资。分阶段投资是私募股权基金管理人主要的控制措施之一，其作用是当企业经营业绩达不到预期目标时，私募股权基金依据保护性合约，以惩罚性的比率稀释原有股东的股份，甚至终止项目，向管理层施加压力，促使其努力工作。同时，因为在每次投资前企业都需向私募股权基金提供多种经营信息，使得基金管理人能够搜集到更多的企业信息，实施更严密的监督。投资阶段越细化，信息搜集越频繁，监督也就越常态化，可以有力地约束企业管理层，有效防止道德风险的发生。

二是控制权配置。私募股权基金管理人的控制权主要有投票权、参与董事会、管理层招聘、管理参与和监督。私募股权基金管理人往往参与被投资企业董事会，帮助企业制订发展战略和提供其它咨询服务。

三是灵活运用投资工具。私募股权基金对企业的投资常常使用可转换债券，可转换债券结合债权和股权的特点，能够内生地配置现金流。当企业绩效差较时，私募股权基金偏好债权合约，确保对企业资产的优先求偿权；当企业绩效好时，则偏好股权合约，积极参与企业的利润分享。可转换债券使私募股权基金既能有效转移风险，又能分享企业赢利带来的好处。私募股权基金管理人通过灵活的投资工具选择，如运用对赌协议，使得企业经营者与私募股权基金利益一致。

四是对企业管理层实施基于业绩的报酬激励。在私募股权基金所投资的企业中，管理层的报酬通常由工资和权益两部分构成。工资在其全部报酬中的比例较低，绝对水平甚至低于市场化价格，但权益部分（股票或期权）则较大，往往较为丰厚。绩效期权和时间期权是常见的期权形式，绩效期权行权的价格、比例与企业绩效挂钩，时间期权需在授予期权一定时间后方可行权，以防止管理层流失。对管理层基于绩效的报酬设计，起到了很好的激励和约束作用。⁸

风险控制机制完善是私募股权基金的另一个突出特点。双重代理决定私募股权基金的风险控制也分为两大类，即投资者对私募股权基金的风险控制和私募股权基金对被投资企业的风险控制。

投资者对私募股权基金的风险控制主要包括承诺资本分段投入、重要事项表决权、普通合伙人承担无限责任、信息披露要求等。承诺资本分段投入不仅提高资金使用效率，还可有效防范私募股权基金运作风险。虽然投资者并不参与私募股权基金具体运作，但对一些重要事项享有表决权，如有限合伙制下对合伙协议的修改、期满之前合伙组织的解散、解雇普通合伙人、基金期限延长等均享有表决权。普通合伙人承担无限责任有利于控制其道德风险。强化信息披露可减少信息不对称所带来的风险。

私募股权基金对被投资企业的风险控制详见表 4。主要包括：分段投资、公司治理和违约补救等。私募股权基金对被投资企业采取分段投资，目的不仅在于提高资金使用效率，还可以通过保留中止投资的权利来控制风险。公司治理是私募股权基金控制投资风险的关键环节，通过参与被投资企业董事会决策，提升其治理水平来控制投资风险。被投资企业违反投资协议并造成经济损失时，私募股权基金可以通过调整股份来予以补充或惩罚。⁹

表 4 私募股权基金对被投资企业的风险控制

投资前	投资后	
评估公司治理实际情况	披露	要求公司有准备好的实务信息且得到审计并披露，以便更精确及时地提供给股东
评估、论证融资方案和商业提议		确保财务报告和内部审计精确无误，外部审计数额精确，由有声望的公司完成
检查公司治理的相关历史问题，如关联交易、利益冲突、合规性和调节等		要求企业管理层和董事会披露每一项关联交易和潜在的利益冲突
对公司、管理层、大股东的三方背景检查	监管	形成一个有效的董事会来监督管理层并和股东沟通；被任命者应有足够的经验和资质；允许有一定数量的独立董事；设立审计、薪酬、人力资源等专门的委员会
与中介机构和管理层共同确保投资过程的公平、有序		引入常规董事会程序
向企业管理层提供对于公司治理问题的反馈		确立绩效导向的文化和行为，以绩效薪酬系统来加强 确保公司合法、合规、合乎政策要求和实践

资料来源：Peter H Sullivan & Geoffrey lim, *Corporate Governance and Private Equity*, 2004。

三、私募股权基金促进企业成长的国际经验

美国是私募股权投资的发祥地，拥有最完备的私募股权投资体系，是私募股权基金实力最雄厚的国家，各种类型的私募股权基金覆盖了企业初创、成长、成熟的各个阶段。在 2006 年，美国私募股权融资额甚至一度超过 IPO，私募股权投资在整个金融体系中的地位日益加强。由于美国私募股权基金的巨大成功，欧洲、亚太地区纷纷效仿，并结合自身实际情况，形成一些新的特点。

北美、欧洲和亚太地区是全球私募股权投资的主要市场。据 1998 年—2005 年的累计融资和投资额统计，美国为全球最大的私募股权投资市场，英国虽然在全球的影响居于美国之后，但在欧洲则遥遥领先，其年度投资额占欧洲私募股权投资总额将近 50%，中国在 2005 年超过法国、日本，一跃成为私募股权投资的第三大市场。

进入 21 世纪以来，在全球主要资本市场上，私募股权基金发展迅速，成为仅次于商业银行贷款和公开发行股票的重要融资手段。

从募股权基金在发达国家经济发展中的实践来看，其有力地推动了企业快速成长。私募股权基金充分发挥金融服务功能，投资于企业初创、成长、扩张、成熟和衰退各个阶段的私募股权基金，为投资者和企业提供优质的金融中介服务，将储蓄有效地转化为投资，增强了金融对资源的配置能力，弥补了商业银行和股票市场未能满足的企业金融服务需求缺口。私募股权基金在美国突出表现为对技术创新和产业升级调整的推动作用，而在欧洲的产业整合中，并购型私募股权基金展现出更为显著的效应。

私募股权基金具有促进技术创新、提升企业核心竞争力、推动产业整合和提高经济发展质量的效应。对于美国新经济的崛起和互联网时代的到来，私募股权基金功不可没。

（一）私募股权基金为企业成长提供金融支持

1. 创业投资基金推动企业技术创新

1946 年美国研究和发展公司(R&D)成立，这是第一个现代意义上的私募股权投资机构，私募股权投资作为一个产业宣告诞生，并由此进入专业化和制度化运行阶段。私募股权基金发端于创业投资，其目的是为了解决技术创新型企业在创始阶段资金不足的困境，1958 年美国国会通过了小企业投资法案(Small Business Investment Act)，为小企业投资公司提供优惠信贷支持，鼓励其加大对技术创新型企业的投资。60 年代，私募股权基金投资初见成效，一大批被投资企业业绩迅速增长，到 60 年代末期，私募股权基金所投资企业已超过 1000 家成功上市，充分显示了私募股权基金对创新型企业成长的促进作用。

欧洲私募股权基金对经济增长的促进作用在扶持中小企业方面体现得十分充分。20 世纪 90 年代中期，欧洲私募股权投资进入快速发展期，形成超过 50 亿欧元的年度投资规模，以及 5000—7000 个之间的投资项目数量。投资对象以中小企业为主，被投资企业中，有三分之二是人数少于 100 人的小企业，人数少于 500 人的中小企业更是高达投资项目总数的 90%。

日本政府为了扶持高科技中小企业，于 20 世纪 50 年代末期颁布《中小企业投资法》，鼓励设立各种类型的中小企业投资促进公司开展对高科技中小企业的投资。60 年代，日本提出技术立国的产业政策，金融支持迅速提上议事日程。1963 年，日本政府开始推进是私募股权投资发展，先后组建三家“财团法人中小企业投资育成社”，分别设在经济发达的东京、大阪和名古屋三个城市，私募股权投资登上日本的经济舞台。1974 年，日本政府设立官商一体的产业投资企业(Venture Enterprise Center)，进一步强化私募股权基金对高科技的促进作用。民间资本投资的京都企业开发社于 1972 年成立，民间资本为主的私募股权基金在日本应运而生。在整个六、七十年代，日本金融政策相对宽松，私募股权基金和与之相配套的日本纳斯达克交易系统，较为成功地推动了日本科技型企业的发展。据统计显示，1975 年—1981 年间，日本私募股权基金形成了一轮创业投资热潮。

2. 并购基金加速产业整合和转型

从 20 世纪 80 年代开始的几次全球并购浪潮，都清晰可见私募股权基金的身影，私募股权基金发行垃圾债券开展杠杆收购，极大提高了企业并购的规模。这些巨型并购，对一个国家乃至全球产业整合的进程，以及全球竞争格局的演变都起到了强力的推动作用。美国目前有 600 多家实力雄厚的私募股权基金管理公司，在他们管理的基金类型中，并购基金占据主体地位。

日本的并购基金也发挥了产业整合的重要作用。20 世纪 90 年代以来，日本深受泡沫经济崩溃及日元汇率升值的双重冲击，经济长期不景气。企业和金融机构陷入困境，并购活动开始频繁起来，并购型私募股权基金因此发展壮大。大藏省、通商产业省（现称经济产业省）、邮政省等政府机构在政策导向上支持私募股权基金开展并购，经济团体联合会和其他经济团体为重振日本经济，也十分寄希望于私募股权基金业。2000 年美国科技股泡沫破灭以后，日本的创业投资遭受重创，并购基金的定位由“秃鹰基金”转变为企业重整基金和不良债权收购基金，在规模上迅速超过创业投资基金。2001 年日本的并购基金总额 2200 亿日元，2005 年蹿升到 8000 亿日元，增势迅猛。¹⁰

（二）私募股权基金在运行中不断强化自身功能

1. 金融机构成为资金主要来源，筹资能力更强

私募股权基金最初的投资者为富有的家庭和个人，还有部分产业投资者。随着私募股权投资领域的不断扩大，机构投资者数量迅速增加，到 20 世纪 80 年代，养老基金、保险资金、投资银行和商业银行等投资者的比重快速上升，个人和家庭的投资占比大幅下滑到 10% 以下，金融机构成为私募股权资本的主要来源。

从资本来源的具体构成看，由于各国的金融结构不同，各国私募股权基金的资本构成中，各种金融机构的投资情况有着很大区别。美国私募股权投资的主体是大型机构，最主要的资金来源于养老基金，各种基金会和捐赠基金居于其次，第三位的是保险公司和商业银行。英国私募股权基金的资金来源中，外国资本占有重要一席之地，国内的金融机构以养老基金、保险公司、银行为主。德国的金融体系以全能银行为主体，私募股权资金来源主要是全能银行，占有 60% 的比例，由于银行的投资相对于退休基金和保险资金期限较短，这在相当程度上束缚了德国私募股权基金的发展。日本的银行在经济生活中发挥关键作用，从资本构成看，私募股权基金的最主要投资者是银行，其次是证券公司、保险公司等金融机构，三菱银行、野村证券、第一证券业银行等大财团设立了日本最早的 6 家私募股权投资机构。

2. 有限合伙制优势显现逐渐成为主导的组织形式

从全球范围看，有限合伙制在私募股权基金的组织形式中居于主导地位。

美国是全球最大的私募股权投资市场，在私募股权基金公司的组织形式中，有限合伙制居于绝对主导地位，占有 80% 的比重。从私募股权基金的运行方式和权属关系看，存在四种主要类型，即独立运行的私募股权基金管理公司、附属大型金融机构的私募股权投资机构、非金融企业设立的私募股权投资机构、专注于特定领域的小企业投资管理公司。统计数据表明，独立运行的私募股权基金管理公司数量最多，其管理的私募股权资本占比稳步上升，1980 年仅为 40%，目前已稳定在 80% 左右。

英国私募股权基金的组织形式以有限合伙制为主，如英国最大的私募股权基金 3i 采用有限合伙制，外资的私募股权基金多采用有限合伙制。在英国，公司制和信托制也有一定比例，政府设立的有些私募股权基金采用了公司制，1995 年颁布的《创业投资信托法案》，也使信托制得到较大发展。

德国的私募股权基金主要由政府和银行设立，最主要的三家创业投资公司 MBGs、KBGs 和 WBG 管理的资本占创业投资基金总额 85% 以上。德国私募股权基金主要采用公司制的组

¹⁰ 村木彻太郎，私募股权基金不是秃鹰，载《经济日报》，金融广场版，2006，2，22。

织形式，有限合伙制比例不到 10%。

3. 专业化投资风格显著

发达国家的私募股权基金，尽管在投资的范围、重点和阶段上有着显著区别，但在投资运作的高度专业化方面，有着鲜明的共性。

美国的私募股权基金热衷于在高科技行业和新兴产业投资。美国私募股权投资协会(NVCA)的统计表明，90%左右的投资集中在通信网络、生物技术、新材料等行业。美国的私募股权资本管理者往往凭借对高新技术精准的专业判断力，获取高新技术开发和成果产业化的高额投资回报。在投资阶段上，约 80%的私募股权投资集中于企业的成长和扩张这两个阶段，投资于成熟阶段的占 14%，投资于企业初创阶段的仅有 4%左右。¹¹

英国的私募股权基金不仅投资高新技术企业，对一般制造业和文化产业也有较高的投资比重；德国私募股权基金的投资以传统领域为主，仅有不足 20%的资金投向高科技企业。从投资阶段上看，欧洲的私募股权基金主要集中在企业扩张期和并购投资(M&A)环节中，不足 6%的资金投资于企业创建阶段，高达 90%的资金投资于企业扩张期和并购环节。

4. 退出方式紧密结合本国资本市场，获利丰厚

美国私募股权基金的投资主要通过企业在纳斯达克(NASDAQ)或其他证券市场 IPO 退出，美国高效运行的资本市场为私募股权基金的退出提供了便捷的通道。实证研究显示，IPO 是私募股权基金获利最为丰厚的退出方式。在其他国家，私募股权基金对以 IPO 方式退出虽然也十分受青睐，但在间接融资为主的金融体制下，股份转让也是重要的退出方式。

私募股权基金赢利能力远远强于其他金融机构。股神巴菲特掌管的伯克希尔哈撒韦公司从 1965 年至今，年度投资回报率为 22%，为巴菲特赢得了股神的美誉。私募股权基金中创业投资基金的投资回报率远远高过巴菲特，5 年期基金的年均回报率是 37%，10 年期基金的年均回报率是 47%。共同基金和私募证券基金的投资回报率根本无法望其项背。¹²

5. 监管模式与本国的金融结构高度吻合

美国私募股权基金的监管以行业自律为主，国家创业投资协会(NVCA)是一个行业自律性组织，有 300 多家私募股权基金管理公司是协会成员。英国 1986 年颁布的《金融服务法》提出，对金融服务实行政府和行业协会两级监管，在严格自律的基础上进行监管，注重行业自律，英国私募股权基金协会(BVCA)是对私募股权基金进行直接管理的行业自律组织。德国对私募股权基金实行较为严格的监管，1987 年颁布股权投资公司法(UBGG)，2008 年进行了修订，并颁布新的私募股权法律(MoRaKG)。德国法律规定，私募股权投资基金可采用股权投资公司和创业投资公司两种形式，股权投资公司由最高联邦政府机构认可和监管，创业投资公司由德国金融监管机构许可和监管，相对于美国和英国，德国对私募股权基金的监管较为严格。

三、结论

私募股权基金具有价值创造功能，是实现资本市场功能的重要工具，对弥补信息不对称有独特优势。在发达国家的实践中，创业投资基金有力地推动了企业技术创新，并购基金在加速产业整合中具有显著作用。同时，私募股权基金也不断强化自身的功能，金融机构成为资金的主要来源，有限合伙制日渐成为主导的组织形式，专业化投资风格显著，退出方式紧密结合本国资本市场获利丰厚，监管模式与本国金融结构高度吻合。

参考文献:

- [1] 任纪军,《私募股权资本》, 中华工商联合出版社, 2007。
- [2] 李连发、李波,《私募股权投资基金:理论及案例》, 中国发展出版社, 2008。
- [3]周炜,《解读私募股权基金》, 机械工业出版社, 2008。
- [4] 李昕旸、杨文海,《私募股权投资基金理论与操作》, 中国发展出版社, 2008。
- [5] 叶有明,《股权投资基金运作: PE 价值创造的流程》, 复旦大学出版社, 2009。
- [6]. 高正平,《全球视角观 PE—探索 PE 中国化之路》, 中国金融出版社, 2009。
- [7]. 金鑫, 私募股权基金对高新技术企业成长的促进作用研究[J], 商业文化, 2010, 07。
- [8]崔嵩、罗晓光, 国外私募基金参与国有企业改制的 SWOT 分析[J], 科技与管理, 2007, 01。
- [9]王涛、赵守国, 境外战略投资者参与国企改革重组的效应分析[J], 商业时代, 2006, 06。
- [10]吴晓灵, 发展私募股权基金需要研究的几个问题[J], 中国金融, 2007, 11。
- [11]巴曙松, 中国私募基金生存报告[J], 大众理财, 2007, 05。
Canberra, 2007.
- [12]Joshua Aizenman & Jake Kendall, The Internationalization of Venture Capital and Private Equity, NBER Working Paper Series, 2008.
- [13]Tom Weidig, Quant Experts & Bar Bara Weber, The Challenge of Using Standard Risk Management in Private Equity, SSRN-id881591, 2005.
- [14]The World Economic Forum, The Global Economic Impact of Private Equity Report, World Economic Forum Working Paper, 2009.
- [15] Kevin Mitchell, Five Reasons to Consider Private Equity, FMI Capital Corporation Publication, 2003.
- [16]Ernst & Young, How do Private Equity Investors Create Value, 2008.
- [17] Viral V. Acharya, Moritz Hahn & Conor Kehoe, Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity (Second draft), SSRN, 2009.

Mechanism Research on Private Equity Funds to Improve the Enterprise Management

Lu Yongzhen

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Private equity funds not only have the traditional financial intermediary functions, but also can promote the enterprise growth as investors realize value-added, and create value for the market main body, what's more, they help to improve the enterprise management. This paper, we try to play its utility maximization through studying in relation how private equity funds to improve enterprise management

Key Words: private equity fund ; value creation; information asymmetry

收稿日期: 2012—01—23

作者简介: 卢永真, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践