



金融研究简报

第十九期

中国人民大学重阳金融研究院

2014年2月21日

私募股权投资呼唤金融改革

——罗格·利兹教授关于私募股权投资主题演讲及问答纪要

在国外,作为一种日益受到组合投资者青睐的投资方式,私募股权(PE)投资在社会融资、支持产业发展以及创造更多价值方面都起到了良好的作用。进入中国市场以来,PE投资模式取得了快速的发展,但是由于中国投资者投资行为模式的特点以及中国金融场所存在的缺陷,无论是中国还是外国的PE投资者都面临着中西方差异所带来的环境适应问题。

2014年2月14日,中国人民大学重阳金融研究院举办了主题为“私募股权投资:中西方的比较”的讲座,主讲人罗格·利兹教授(约翰·霍

普金斯大学国际关系学院教授、国际商务和公共政策中心主任)和到场嘉宾就 PE 在以中国为代表的发展中国家的发展情况展开深入探讨。

讲座首先由罗格·利兹教授做主题演讲，他介绍了 PE 投资的特点、中国 PE 市场特征和其发展前景预测等，从外国研究和投资者的角度分析了中国 PE 市场面临的挑战和机遇。与会嘉宾讨论认为，中国的市场环境较西方而言是更加复杂和多变的，信息不对称、公司治理制度不完善、法律体系不健全等问题都会给 PE 在中国的发展带来挑战。从长远来看，PE 的发展有利于拓宽中国投资者投资渠道、健全金融市场，所以中国的金融体制改革应该为 PE 的发展扫除制度和市场管理方面的障碍，强化监管效果，并且通过网络金融等新的技术手段来推动改革的进程。

私募股权投资特点及发展状况

罗格·利兹 (Roger Leeds) (约翰·霍普金斯大学国际关系学院教授、国际商务和公共政策中心主任)：私募股权投资 (PE) 不同于其他私营企业的融资方式，对理解 PE 来说这是最根本的一点。我今天来这里做讲座的原因是我正在写一本关于新兴市场 PE 行业的书，包括中国的 PE 行业在内。

西方的 PE 投资与新兴市场的 PE 投资不是同一个资产类别，它们有很大的区别。在中国和其他新兴市场，PE 投资风险更大。另外，相较于西方市场，PE 投资对中国的经济增长和发展具有更重要的作用，主要的原因在于中国巨大的“中间市场”——即私营的中小企业仍缺乏融资的机会。今天我们将讨论为什么这些中小企业对中国经济增长和发展如此重要，以及 PE 基金如何能够服务于这些企业。

按照 PE 的广义定义，PE 行业具有周期性，在中国也是如此。2012 之前，

不少人以为 PE 行业只能增长，而不能下跌，但现在我们都知道 PE 投资不仅仅可以赚钱，偶尔也会赔钱。这个是一个非常重要的教训。

PE 这个词的含义比较模糊，因为其包括广泛的融资技术，比如创业资本、启动资本、成长资本、夹层资本，等等。我讨论 PE 投资的时候一般会用到这些词汇，这些词代表不同类型和不同规模的基金和企业，但它们也有共同特点。广义的 PE 涵盖企业首次公开发行前各阶段的权益投资，即对处于种子期、启动期、初创期、发展期和成熟期的企业所进行的投资，相关资本按照投资阶段可划分为创业资本 (Venture capital)、成长资本 (growth capital)、并购基金 (buyout)、夹层资本 (Mezzanine Capital)、重振资本 (turnaround) 等等。

私募股权投资公司主要通过以下几种方式退出并获得投资回报：首次公开发售股票 (IPO)，售出 (Trade Sale)、兼并收购 (M&A)，或者是对公司进行资本重组 (Restructuring)。

PE 是一种长期投资，其投资对象是私营企业。你不能今天买进明天卖掉，因此不同于买股票。相较于股票，PE 是长期投资，流动性差，因而风险也更大。

PE 存在诸多共同特点，其中包括：中长期缺乏流动性承诺 (即“耐心资本”)，流动性不足将增加风险，因而可以要求较高的报酬率，即风险溢价；PE 基金通常采用“封闭式”的法律形式，即有限合伙制；基金管理人 (General Partner, GP) 是具有金融和运营经验的精明投资者，同时有限合伙人 / 出资人 (Limited Partner, LPs) 是机构投资者 (被动)；流动性不足与主要股权持有者为进行严格的尽职调查创造了强烈动机，并专注于“主动”而非“被动”提升公司价值——投资后的成功取决于出资者与管理者的利益协调；估值、法律条款和投资条件取决于谈判过程 (上市公司除外) 与其他投资方案等。

PE 基金通常采用“固定期限”的投资协议，投资期限一般可达 5-7 年。在结构设计上，PE 一般涉及两层实体，一层是作为管理人的基金管理公司，一层则是基金本身。有限合伙制是国际最为常见的 PE 组织形式。一般情况下，基金投资者作为有限合伙人（Limited Partner,LP）不参与管理，只承担有限责任；基金管理公司作为普通合伙人（General Partner,GP）投入少量资金，掌握管理和投资等各项决策，承担无限责任。LP 来源广泛，如富有的个人、风险基金、杠杆收购基金、战略投资者、养老基金、保险公司等。PE 因流动性差被视为长期投资，所以投资者会要求高于公开市场的回报。股权等于所有权，因此 PE 基金公司收购到了一家公司的一部分股权，该基金要赚更多钱的利益动机会让其把这家公司规模变得更大，增加价值。

相较于投资银行，PE 专注于投资后的价值创造。投资银行一般在完成交易之后，收取了费用就去寻找下一笔交易，他们只关心公司是否能偿还本金和利率，其他的都不管。然而，对 PE 投资来说，钱支付之后，真正的工作才开始。因为他们只有在出售股权之后才能获得利润回报，所以注重提高公司的价值。

PE 投资风险是周期性的，有繁荣与萧条周期。LP 把钱给 GP，然后 GP 投资企业，过一段时间以后 GP 以更高的价格出售那一部分股权，收到一定的利润回报

西方的 PE 基金都有专门的投资领域，会有投资领域专长，比如医疗、清洁技术、社会基础设施，有的基金专门在一个地域进行 PE 投资，比如北美、拉丁美洲或者中国。

1950-60 年代，PE 开始于美国早期的小型风险投资公司，尽管增长快速但仍不能为传统债券与股票市场的企业提供融资服务，投资活动主要集中在科技与生物技术行业。1979 年，美国的 PE 行业调整符合“谨慎人”原则（美国劳工部），触发了 PE 行业的井喷式增长。劳工部的新法律法

规允许机构投资者用一部分资本进行高风险的投资，比如 PE 基金。机构投资者比较保守，比较谨慎，在美国我们说它们是“受托人”，因为他们需要保护别人的存款。2008 年的中国也进行了类似的改革。PE 的创建始于美国，现在是一种遍布全球的行业。

西方与美国的新闻头条常常聚焦巨额杠杆收购（LBO）。在中国，LBO 并不是最普遍的 PE 形式。在美国 PE 基金会买一些经营不良的上市公司，然后把该公司转为私营企业，即“公转私”。美国的资本与金融市场成熟并且广大，募资很容易。然而，新兴市场的情况很不一样，西方的交易概况不符合中国与其他新兴市场。西方 PE 基金结构及收益配置有别于中国，意味着两种完全不同的资产类别。

中国 PE 的前景在于庞大的“缺失的中间市场”

罗格·利兹：与中国及其他新兴市场相比，西方 PE 的“生态”在本质上是不同的。理论上讲，一个较好的投资环境应该包括以下几点：私人企业政策与监管环境比较宽松；可信任的法律框架；冲突解决机制；相对“公平竞争”；公司治理、会计、财务公报都符合全球公认的标准；熟练的人力资本（如 PE 专业人士、公司管理者与技术人员）；完善的 30 - 40 年的 PE 跟踪记录（如交易流程、成功的资本退出、人力资本的累积）；发达的金融市场（债券与股票）。

虽然投资环境逐渐改善，但在中国及其他新兴市场这些特点还不流行。对 PE 投资基金来说，中国并不是健康、稳定、可预测的投资环境。中国的法制情况也一样。就金融投资而言，法制非常重要。投资者必须能够较快地解决纠纷。在西方，法制也有薄弱的一面，也有法制失灵的时候，但是总体来讲可以保证公平。西方还有熟练的人力资本（如 PE 专业人士、

公司管理者与技术人员)。PE 投资是技术密集型的，需要积累经验才能熟练操作。在这方面，中国与其他国家的情况正逐渐改进。在中国，大多数 PE 投资为少数股权，资本退出的例子也不多。

在金融行业，信息不对称随处可见。尤其是在新兴市场，信息不对称问题很严重。根据不完整、不正确或者不可靠的信息做出决定将导致很严重的后果。PE 能为完善公司治理、会计和财务报告制度、金融监管以及管理层问责制度提供最佳解决方案。

中国市场有所不同的主要原因是中间市场的机遇比较多，中间市场有数万个中小企业缺乏资本。中国的 PE 市场在于这个庞大的“缺失的中间市场”，即许多家族企业或者家庭经营的企业。虽然在西方这种企业不会吸引 PE 基金的关注，但这种公司的潜力很大。如果能找到合适的投资对象，就会有赚钱的机会。在中国和其他新兴市场，西方的 PE 基金可以提供两个相对稀缺的资源：融资与专业知识。

中小企业为中国提供 80% 的就业机会，创造中国 GDP 的 65%，提供政府税收收入的一半。但是，中国中小企业竟然难以融资。现在中国的资金丰厚，但其金融服务部门却欠发达。中国金融部门由四大国有银行主导，主要服务于国有企业。相对而言，中间市场的中期和长期发展资本还是不够，这就是为什么中国会出现“影子银行”等现象。对 PE 来说，金融服务欠发达恰恰是机遇，因为他们可以填补这个“融资缺口”。PE 投资基金的经验很丰富，为中间市场提供成长基金，即提供中期和长期发展资本。PE 投资者觉得中国的国有银行主要向国有企业放贷的主导作用限制了私营企业的融资渠道，反应迟钝的国有金融企业创造了潜力巨大的 PE 需求——主要是来自私营企业的。在中国，金融服务部门的低效率是促进 PE 快速增长的主要驱动力。

丁一凡(国务院发展研究中心世界发展研究所研究员、副所长, 世界经济学会副会长) : 我有几个关于中国私募股权方面的问题。利兹先生已经做了一些中国和西方 PE 的对比, 指出信息不对称是中国私募股权投资欠发展的结果。但正如我们所知, 信息不对称造福的是那些知道如何掌控正确信息的人们, 这就是私募股权投资者在中国赚了很多钱的原因。他们知道中国市场渠道和市场信息, 他们知道如何和公司打交道, 这就是为什么在中国私募的发展比世界上其他国家快得多的原因。

我要问的问题是: 中国市场的投资者大多来自哪里? 他们是来自国外, 还是国内机构, 如影子银行? 如何看待私募股权的发展在促进中国经济增长、帮助中国经济实现健康重组中的作用?

利兹: 中国的私募股权很难描述。这个星期我一直都在与私募股权投资者交流, 我问他们在私募市场到底有多少投资者, 我向中国证监会和投资者都问过这个问题。有人说有 3000 支基金, 有人说 600 支基金, 还有人说 10000 支基金。真正的答案没有人知道, 但是我们知道按照国际标准可能只有 150 支真正的基金。这个行业在中国差别很明显。有一些非常专业的基金做得很好, 因为他们有经验, 并且在这个行业做很久了, 而且他们知道如何利用金融业的低效。但大多数并不是专业的私募股权投资者。投资人民币市场的人并不是很娴熟的投资者, 他们将从股票市场或影子银行那里赚取的钱转投人民币市场。私募股权投资不仅需要娴熟的普通合伙人, 还需要有限合伙人。问题之一是, 做人民币投资的是投机者, 他们不明白私募是长期的价值投资。中国市场正在承受这种投机的痛苦后果。成熟的基金获利不错, 而不成熟的投资者过得很艰难。所以市场至少分为两

层。失败是市场成熟过程的一部分，现在它可能带来痛苦，但有利于市场的成熟。

PE 将是中国竞争性资本市场的一部分

黄静静 (鼎晖创业投资执行副总裁): 利兹先生在演讲中，比较了不同地区的投资回报率。与其他新兴市场相比，似乎亚洲新兴市场的内部收益率吸引力不够。中国仍然是一个对美国投资者有吸引力的市场吗？美国经济在复苏，美国有限合伙人对在中国投资是什么态度？

利兹：我们必须非常谨慎。亚洲私募投资主要是由中国和印度两个国家主导，2013 年公募市场表现很好，私募投资者理应比公募做得更好，因为风险更大，流动性差。在新兴市场，包括中国，私募的难题之一是你不能从更大的风险里得到期望的溢价。私募股权投资行业仍然处于成长时期，参与者的质量参差不齐。所以，把这些情况考虑进去，整个景象就不完美了，美元投资者几乎不能从他们在中国承担的风险中获得预期的溢价。

在以 10% 左右的速度增长了 30 年之后，中国经济增长放缓是不可避免的，不应当惊讶，中国将继续放缓。其他亚洲经济体也经历了相似的进程，从很低的基数开始了不凡的增长，之后就开始慢下来，变得平稳，再然后衰落。然而，这并不意味着表现不佳。在我看来，悲观情绪被夸大了。现在中国的融资环境比较困难，但对好的企业而言总是例外。中间市场需要找到方法来筹集资金。如果你今天有 25 亿美元的基金，一般的投资组合将包括 14 家公司，每家公司约 5000 万美元的投资。这些都不是中间市场的投资。在中间市场的机会将越来越少，并没有那么多的公司能吸收这

样多的投资。另一方面，更多的公司会争夺巨大的投资交易，简而言之，金字塔顶端的市场竞争越来越激烈。

黄静静：在中国什么样的基金将是最具吸引力的？

利兹：我偏向企业成长资本。我认为中国的收购会进展缓慢，而企业成长资本是一个巨大的市场，我认为这就是中国需要的。私营部门需要专业投资者快速增长。

赵亚赞（中国人民大学重阳金融研究院研究部副主任）：我认为中国的私募股权基金不是很有耐心。事实上，我觉得大多数中国私募股权基金应该被称为上市基金。如果国外私募股权基金不熟悉中国市场，他们又怎么能在中国取得成功？

杨东（中国人民大学法学院副院长）：为什么私募在中国发展很快？最直接的原因是金融服务在中国发展得不好。国家主导的金融机构对中国中小企业提供的服务不够，所以这为私募和其他类型的投资者提供了很大的空间。但是这会有很多问题。例如，现在因为中国 IPO 窗口关闭了，私募也已经停止了。同时，私募遇到了瓶颈，因为法律和监管系统存在许多问题。

另一个重要的观点是，网络金融将发展为中国多层次金融体系的重要组成部分。中国证监会很有兴趣在中国建立一个多层次的资本市场。简而言之，在这个多层次的系统中，私募、互联网金融和其他融资平台都将是竞争性资本市场的一部分。这将非常有利于私募和其他中小企业融资平台的发展。相比之下，网络金融在西方并不发达。我想听到更多西方国家对

网络金融的态度。

利兹：我要提出一个警告，创建新的证券交易所和融资工具，必须以适当的监管为前提。监管可以提供必要的透明度、公司治理和有效资本市场所需的标准。顺序是很重要的。监管框架在先，投资在后。如果没有监管框架，会带来很多问题。

中国人民大学重阳金融研究院
官方网站：rdcy-sf.ruc.edu.cn
邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn

新浪微博：[@人大重阳](#)
公众微信号：[rdcy2013](#)