

我国私募股权投资基金发展研究

占超¹ 夏球² 宋珊¹

(1. 中央财经大学 北京 100081 2. 中国矿业大学 北京 100083)

【摘要】 本文首先分析了我国现有的六只官办私募股权投资基金运作的基本情况,然后参考美国的私募股权投资基金,从规模、组织结构、投资标准等方面对我国私募股权投资基金的发展提出一些建议与思考。

【关键词】 私募股权 有限合伙 地域性

私募股权是指没有注册和不能公开交易的证券。而私募股权基金是由投资人注资无需注册、一般用于向私人企业投资的一种投资工具。以私募的方式投资于非上市公司或上市公司的非股权类投资而形成的私人股权,由专业投资人、基金管理人、风险资本家来管理这些基金。

《2006 中国金融稳定报告》显示,2006 年我国非金融机构部门直接融资和间接融资的比例分别是 18%和 82%。这说明我国企业融资过度依赖于银行贷款。上述报告同时显示,在直接融资方式中,95%以上是采取公开发行股票和企业债券的方式融资,而采用私募方式直接融资的比重非常小。当前这种间接融资和通过证券市场直接融资的比重过高的融资格局,使得大量风险集中于银行和证券市场,凸现了我国资本市场发展的不平衡。因此,在拓展延伸现有融资渠道的同时,我国资本市场应该更加注重其他直接融资的渠道,而大力发展私募股权基金是其重要方式之一。

本文首先分析了我国现有的六只官办私募股权投资基金的基本情况,然后参考美国等发达国家的私募股权投资基金的经验,对我国私募股权投资基金的发展提出一些建议。

一、我国私募股权投资基金的基本情况

距离我国第一家正式私募股权投资基金——渤海产业投资基金挂牌成立已经一年有余,期间不仅诸多国外私募股权投资基金加快了其在我国的发展投资步伐,而且随着相关法律政策的完善,政府的引导扶持,尤其是在相关经济利益的驱动下,国内一些私募股权投资基金也如雨后春笋般先后成立。正是借着这股东风,苏州中新高科技产业投资基金、上海金融产业基金、广东核电基金、山西能源基金以及绵阳科技城产业投资基金五只私募股权投资基金先后获得批准。

1. 国内私募股权投资基金的规模。从我国目前现有的六只私募股权投资基金的规模来看,资金规模介于 60 亿元~200 亿元之间,具体情况见表 1。

目前,我国私募股权投资基金总体规模很小。据不完全统计,我国私募股权投资基金占 GDP 的比例为 0.5%左右,该项数据仅为以美国为代表的发达国家同类数据的十分之一。美国私募股权投资基金市场规模庞大,目前有 1 500 多只,资金

表 1 我国六只私募股权投资基金规模

名称	规模(亿元)	首期募集规模
渤海产业投资基金	200	60
苏州中新高科技产业投资基金	100	50
上海金融产业基金	200	NA
广东核电基金	100	NA
山西能源基金	100	NA
绵阳科技城产业投资基金	60	NA

规模最小的为 5 000 万美元,规模最大的为 100 亿美元,且投资回报率较高,一般在 20%以上。

我国现在正处于消费及产业升级的重要阶段,大部分企业需要进行巨额投资以实现其产品服务品质的提升,于是,融通资金便成了企业普遍面临的一个重要问题,私募股权投资基金也因此拥有了广阔的发展空间,私募股权投资基金的规模也必将进一步扩大。根据清科研究数据显示,我国私募股权投资基金的规模大约为 100 亿美元。

2. 我国私募股权投资基金的组织模式。私募股权投资基金的组织模式大体可以分为传统型和非传统型。传统型的组织模式包括公司型、虚拟公司型等,非传统型即新型的组织模式主要是有限合伙制。经过多年的探索,美国的私募股权投资基金普遍采取的是有限合伙制,并被证明是行之有效的。目前,我国以渤海产业投资基金为代表的私募股权投资基金的组织模式更接近于契约型。以契约型为主要组织方式的渤海产业投资基金带有强烈的实验和折衷色彩,且实际上兼有公司制特征和有限合伙制特征。因此,渤海产业投资基金是一个“混合类型的投资基金”。契约型基金本质上是一种信托安排,又称信托型基金,一般由基金管理公司、基金托管机构和投资者(受益人)三方通过信托投资契约而建立。按照有关规定,契约型基金的投资者作为信托契约中规定的受益人,对基金运营及重要投资决策通常不具有发言权,投资者组成的是持有人大会而非股东大会,对投资决策没有太大的影响力。

3. 国内私募股权投资基金的投资领域。

(1) 行业分布。一般来讲,私募股权投资基金的投资行业

大都集中在传统行业、广义 IT、生物技术、服务业以及其他高科技行业。我国的传统产业是私募股权投资基金投资的重点领域,占 49%的案例数以及 56%的投资额。我国的私募股权投资基金大多投资于传统产业主要是因为我国大量高新技术企业还处于成长的初级阶段,现有股票市场机制不健全以及政府相应的扶持与鼓励政策不够。从清科创投所发布的《2008 年第一季度中国私募股权投资研究报告》发现,虽然传统行业仍然领跑,但私募股权投资基金在中国的投资过分集中于传统行业的趋势有所减弱,而在广义 IT 行业的平均投资额由 2007 年的 0.94 亿美元增加到 2008 年第一季度的 1.5 亿美元。

(2)地域分布。根据清科数据的统计,在 2008 年第一季度私募股权投资基金投资的地域分布中,北京摘得桂冠,共 10 个案例,获 13.3 亿美元投资额。其他地区私募股权投资基金投资案例数差异不大,但平均投资额的规模有很大差异。上海、深圳、广东(不包括深圳)2008 年第一季度获私募股权投资基金投资额都有所减少。值得注意的是,私募股权投资基金的投资除在东部沿海地区保持稳定增长外,在东北和中西部地区所获得的私募股权投资基金的投资也有逐渐增长的态度。2008 年第一季度,河北、河南、湖北、重庆、陕西、辽宁等中西部地区和东北地区私募股权投资基金投资表现活跃,这些地区一季度共获得 6.3 亿美元的私募股权投资基金投资额。由此可以预计,今后中西部地区和东北地区的私募股权投资基金投资额将会进一步增长。

(3)国内六只私募股权投资基金的投资范围见表 2。

表 2 六只私募股权投资基金的投资范围

名称	投资行业	投资地域
渤海产业投资基金	具有创新力的现代制造业项目、交通及能源等基础设施项目以及具有自主知识产权的高新技术项目等	环渤海地区
苏州中新高科技产业投资基金	具有创新力的现代制造业项目、交通及能源等基础设施项目以及具有自主知识产权的高新技术项目等	苏州或长三角地区
上海金融产业基金	浦东综合配套改革试点、上海国际金融中心建设以及上海世博会建设等	上海
广东核电基金	核电行业等	广东
山西能源基金	全国新型能源和工业基地等	山西
绵阳科技城产业投资基金	具有自主知识产权的高科技产业	四川绵阳科技城

二、对发展我国私募股权投资基金的若干思考

随着股权分置改革的实施,我国资本市场最终将进入全流通时代,这样,私募股权投资的境内退出风险将大大降低。新近出台的《外国投资者并购境内企业规定》正式明确了境外企业可以通过换股方式收购境内企业,这便为被投资企业境外红筹上市提供了便利,同时也方便了私募股权投资的境外

推出。此外,新修订的《合伙企业法》也正式确立了优先合伙制形式,在我国可以设立有限合伙制的私募股权基金。

1. 我国私募股权投资基金现阶段资金规模总体较小,但发展潜力巨大。同以美国为代表的发达国家的私募股权投资基金相比,我国私募股权投资基金发展尚处于初级阶段,接近于美国二战之后的“起步成长期”,虽然发展中面临许多障碍,但是正在快速成长,将在未来一段时间内得以完善,并成为我国乃至世界金融市场的重要支撑。同时,由于我国资本市场尤其是融资市场发展的不均衡,使得我国的私募股权投资基金有着极大的发展空间,随着像《产业投资基金试点管理办法》等各项法律措施的出台和完善,以及各种相关制度诸如二级市场的健全(创业板等的设立),我国的私募股权投资基金的规模必将有一个质的飞跃。

2. 有限合伙制应是我国本土私募股权投资基金组织模式的最佳选择。我国私募股权投资基金组织模式应该以有限合伙制为主。经过几十年的探索,发达国家的私募股权投资基金普遍采用的是有限合伙制。有限合伙制把公司制的优点和合伙制的优点很好地结合起来,同时基金管理人的责任和权力相对对等,对其既具有诱惑力又有压力,追逐利润最大化成为基金管理人的唯一目标。而且经过国外实践证明,有限合伙制确实是运作私募股权投资基金的最好模式。在法律层面,新修订的《合伙企业法》已于 2007 年 6 月 1 日实施,这表明在我国设立有限合伙制已经没有任何法律上的障碍。

3. 扩大我国私募股权投资基金投资范围,避免其成为地方债、企业债的替代品。从清科数据的统计来看,我国私募股权投资基金的投资范围无论是从行业分布还是从地域分布上看都存在非常严重的不均衡性。从行业分布来看,国内私募股权投资基金主要集中于传统行业,绝大部分投资都集中在该领域,而高科技行业却相对很少,其中一个重要原因就是我国与投资相关的整体环境有待完善,股票市场机制不健全。从地域分布来看,我国私募股权投资基金大都集中在中东部地区,几乎没有立足西部的私募股权投资基金,而且均以地方性区域投资为主,这必然使得资金无法在更大范围内寻找风险收益性价比更高的项目。在投资范围的区域局限性问题,我们绝对不能把申报私募股权投资基金作为当地目前发展基金来源的一个渠道,以免其在实质上蜕变为地方债、企业债的另一种形式。

主要参考文献

1. 吴晓灵. 发展私募股权基金需要研究的几个问题. 中国金融, 2007; 11
2. 周丹, 王恩裕. 私募股权投资基金存在性的经济学分析. 金融理论与实践, 2007; 6
3. 李建伟. 私募股权投资基金的发展路径与有限合伙制度. 证券市场导报, 2007; 8
4. 李青云. 信托型: 我国私募股权基金的现实选择. 中国城市经济, 2007; 5