

私募股权融资：融资方式的创新

张合金 徐子尧

(西南财经大学金融学院 成都 610074)

【摘要】作为一种新型的融资方式,私募股权融资已成为高科技中小企业、陷入财务困境以及寻求并购资金支持的企业的重要资金来源渠道。本文对私募股权融资的相关问题作一分析。

【关键词】 私募股权融资 发展 措施

一、私募股权融资概述

资本的基本形态有两种:一种是股权资本,另一种是债务资本。融资有两种基本的方式:一种是私募融资,包括私募债权融资和私募股权融资;另一种是公募融资,包括公开发行债权融资和公开发行股票融资。

就私募融资的两种方式而言,私募债券融资是传统的私募融资形式,从融资数量上看,私募债券融资也一直占主要地位。而私募股权融资以其独特的优势在近二十年取得了飞速发展,成为新兴企业、未上市的中小企业、陷入财务困境以及寻求并购资金支持的企业的重要资金来源渠道。具体而言,私募股权融资是指以非公开的方式发行证券取得权益性资金。私募股权大多以基金形式运作,通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集资金,由基金经理人决定基金的投向。

二、私募股权融资的主要应用形式

1. 风险资本融资。风险资本融资主要适用于新兴的、有巨大成长潜力的中小高科技企业。这些企业的特点是:高风险、规模较小、现金流量不稳定或短期内没有盈利的可能。根据企业的不同发展阶段,风险资本融资又分为种子期融资、初创期融资、发展期融资、扩张期融资、成熟期的“夹层”融资、公开上市准备期的过桥融资等。由于经营具有较高的风险,这些企业想要融资,除了以自身的资产作为抵押向银行取得贷款,主要的融资渠道就是私募股权融资。

2. 融资收购。对于寻求并购资金支持的企业而言,私募股权投资基金是首要选择。私募股权投资基金的一个重要资金投向是通过收购目标公司股权,获得对目标公司的控制权,然后对其进行一定的重组改造,项目增值后再出售或将其运作上市。收购对象通常为没有上市的成熟的大型企业,但现在也开始频频光顾上市公司。

3. 其他。对于陷入财务困境的公司而言,通过公开发行股票融资和对外借债融资摆脱困境都不大具有可能性。此时,这些企业会选择到私募股权市场寻找融资机会。

三、私募股权融资的参与主体

1. 融资者。传统私募股权的融资者主要是那些处于创业

期的、具有高成长性的中小企业。20世纪90年代以来,私募股权的融资者逐渐扩展到中等规模、处于经营稳定期的企业以及一些上市公司,它们通过私募股权融资来为管理层收购进行融资或摆脱财务困境。

2. 投资者。私募股权市场的投资者分为三类,即机构投资者、富裕阶层和大公司。以美国为例,养老基金的投资约占私募股权投资额的40%,排在其后的是捐赠基金和基金会、银行控股公司、富裕的家庭和个人,他们的投资额分别约占10%,其他的投资者包括保险公司、投资银行和非金融企业等。

3. 中介机构。中介机构是私募股权的投资运作机构。美国私募股权市场上的中介机构一般采取有限合伙制的组织形式。有限合伙制企业的合伙人分为有限合伙人和一般合伙人。私募股权投资基金的管理人作为一般合伙人,投入少量的资金(通常是1%)参与基金的运作和管理并以自己的全部财产对公司的债务和亏损承担无限责任。而私募股权投资基金的投资人作为有限合伙人,以自己的投资额对公司的债务和亏损承担责任,但不参与公司的日常管理和投资决策。有限合伙制这一中介组织形式的创新,有效地解决了投资者和中介机构之间以及中介机构与融资者之间的双重委托关系所产生的高度信息不对称问题。

四、我国私募股权融资的发展现状

我国私募股权融资市场的发展最初是以政府为导向的,国家科委和财政部于1986年发起成立的中国新技术创业投资公司,成为我国大陆第一家专营风险投资的股份制公司,其创立之初的目的是扶持各地高科技企业的发展,这是我国风险投资的第一次探索。1995年我国通过了《设立境外中国产业投资基金管理办法》,明确鼓励国外风险投资公司对我国进行风险投资,促进了国外风险投资公司进入我国市场。到1999年6月,全国共成立了92家风险投资机构,注册资金达74亿元人民币。

虽然我国的风险投资基金发展较为迅速,但它们仅涉及风险融资的需求,更广泛意义上的私募股权融资机构的发展总体上比较滞后。目前国内活跃的私募股权投资机构,绝大

部分是国外的私募股权基金,其大致可以归为以下几类:①独立的投资基金,如美国的凯雷集团、华平集团等;②大型多元化金融机构下设的直接投资部,如摩根士丹利(亚洲)公司、高盛(亚洲)公司等;③大型企业的投资基金,服务于其集团的发展战略和投资组合,如 GE 资本等。

相对于海外的私募股权基金而言,中资和中外合资的私募股权基金数量较少、规模较小,除上文专门提到的风险投资公司外,目前大致还有以下几种组织形式:①投资管理公司。由于 A 股市场的持续低迷,一部分私募证券投资基金和金融机构的优秀管理人员转行做实业,成立了各式各样的投资管理公司或顾问公司,投资于我国日渐兴起的中小企业并购市场,通过将所并购企业进行重组、再包装后出售获利。②中外合资基金。这种基金需要得到国务院的特批,大多具有政府背景。③产业投资基金。2005 年 11 月 15 日国家发改委会同科技部等十部委联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》规定:国家与地方政府可以设立创业投资引导基金,通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业。其目的是通过这部分引导基金来吸引民间资本,以定向募集的方式筹措资金用于特定项目的建设和投资活动,以投资收益回报投资者。④大型企业集团的投资公司。

五、发展我国私募股权融资的意义

私募股权融资的特质决定了其具有广阔的潜在需求空间,当前着力发展我国的私募股权融资是恰逢其时。

1. 私募股权市场可以促进我国高科技企业的创立与高新技术的产业化。高科技企业在创立之初,一方面技术成果转化为收益具有较大的不确定性,另一方面技术拥有者与投资者之间存在较大的信息不对称,这使得高新技术很难通过正式的、传统的融资渠道获得资金。风险资本追逐高利润、承担高风险的特性在客观上为高新技术产业的发展提供了必要的资金支持。

2. 私募股权融资是拓宽我国中小企业融资渠道的必然选择。我国传统融资体制的制约和中小企业自身的运行特点决定了“融资难”一直是限制中小企业发展的大问题,大量中小企业因为资金瓶颈而丧失做强、做大的机会。私募股权融资为中小企业的发展提供了新的融资渠道,通过吸引资深机构投资者投入资本金,不仅能满足企业资金需求,而且能为其提供管理、技术、市场等资源,帮助企业成长。

3. 私募股权融资为企业开展并购活动提供了重要的融资渠道。并购作为产业整合的一种重要方式,可通过优胜劣汰或强强联合,发挥出规模经济效应和企业经营、财务、战略等方面的协同效应,促进有限资源在国民经济范围内优化配置,是推动经济增长、提高经济效益的强劲动力。并购活动一般都有大规模的融资需要,通过私募股权基金对并购企业投资已成为大型并购活动的主要融资方式。

4. 私募股权融资可帮助陷入财务困境的企业渡过危机。一些具有较好市场前景但暂时陷入财务困境的企业,往往缺乏融资途径,私募股权市场通过权益融资和资源整合,可帮助这些企业渡过难关,走上正常发展的轨道。从某种程度上说,

这也大量节约了整个社会的破产成本。

5. 私募股权融资是我国建立多层次融资体系的必要步骤。我国目前的资本市场存在一个众所周知的缺陷,即缺乏层次性,公开发行政券、公开上市几乎成为众多不同规模、不同类型的企业的惟一选择,而私募股权市场才刚刚起步,相关法律法规尚不健全。国际经验表明,建立多层次的融资体系可满足不同企业的资金需求,促进社会资源的合理、有效配置。

六、推进我国私募股权市场发展的具体措施

我国的私募活动由于没有明确的法律定位,长期以来处于地下和半地下的状态。根据《中国地下金融调查》的统计数据,2005 年 12 月我国地下金融的规模已高达 8 000 亿元,其中私募基金的规模占到约 6 000 亿~7 000 亿元。由于私募股权市场的发展不规范,得不到鼓励和引导,欺诈性的私募活动难以禁止,从而影响了金融秩序,制约了私募融资方式在金融体系中作用的发挥。这需要我们采取一些措施,为私募股权市场的发展创造条件。

1. 完善有关私募股权投资的法律体系。2005 年 10 月我国通过了修订后的新《公司法》和《证券法》,允许上市公司采取非公开方式发行新股,为我国私募证券的发展提供了制度空间,一些制约私募股权市场发展的基础法律障碍已被消除。但有关私募活动的具体实施法则还有待完善,如:修订后的《证券法》规定私募还需报中国证监会核准,监管部门对私募的这种核准监管使证券私募无法发挥其简单、快捷的优势;修订后的《公司法》规定,股东转让股份除了可以在依法设立的证券交易场所进行,还可按照国务院规定的其他方式进行,但“其他方式”未具体指明,使得私募证券的转让交易还缺乏可操作性的规定,降低了私募证券的流动性。

2. 着力培育机构投资者。私募融资市场的特性决定了其投资者必然是以具有信息判断能力和风险承受能力的机构为主体,这类机构投资者包括保险公司、养老基金、社保基金、公益基金、银行、投资公司、投资基金等。目前,这些机构的投资选择在我国还受到法律的较多限制,所以应完善相关法律法规,为其提供良好的制度环境,促进机构投资者的发展。

3. 鼓励发展以柜台交易(OTC)市场为核心的多种形式的场外交易市场。私募证券相对于公开发行政券的最大缺陷是流动性差,尽量提高私募证券的流动性是促进其发展的关键。私募证券的特点决定了它不能在正式的交易市场进行大规模的流通,所以应发展柜台交易并建立健全各类产权交易的中介机构和组织,给私募证券提供一个良好、有效转让的平台。

主要参考文献

1. 刘鹤扬,盛立军,潘蒂.私募融资.北京:华夏出版社,2005
2. 杨育谋.私人股权投资基金淘金中国.金融经济,2005;12