

# 私募股权融资的制度经济学分析

杜朝运, 毕柳

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361005)

**摘要:**在我国,中小企业是推动经济社会发展的坚实力量,但融资难问题却成为制约中小企业发展的瓶颈。中小企业迫切要求拓展新的融资渠道,而私募股权投资基金是解决中小企业融资难问题的一项创新性制度安排。本文结合中小企业融资难现状,运用制度经济学的基本原理,从制度需求、制度供给和制度设计三方面入手,剖析了私募股权投资基金在我国的发展,并提出相关政策建议。

**关键词:**私募股权投资基金;制度需求;制度供给;制度设计

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-9031(2010)01-0034-03

## 一、引言

在我国,中小企业是推动经济社会发展的坚实力量,有数据显示,目前我国中小企业数量已达4200多万户,占全国企业总数的99.8%,对GDP的贡献高达60%,所缴纳税额占全国的50%,并提供了75%的城镇就业机会。<sup>①</sup>可以说,中小企业在促进技术创新、优化产业结构、维护社会稳定等方面都发挥着积极的作用。然而,长期以来中小企业面临着融资难的问题,成为制约其发展的瓶颈。中小企业迫切要求拓展新的融资渠道,私募股权投资基金就是解决中小企业融资难问题的一项创新性制度安排。

所谓私募股权投资基金,是通过非公开方式向特定机构投资者和个人投资者募集资金,对非上市企业进行权益性投资,待企业成熟后通过上市、并购、管理层收购等方式出售持股获利,实现退出。<sup>②</sup>私募股权投资基金不仅能为企业提供资金支持,解决企业资本不足的问题,而且还能为企业引进现代公司治理机制,提高企业管理水平,因此受到中小企业尤其是高科技企业的广泛欢迎。本文将运用制度经济学的基本原理,从制度需求、制

度供给和制度设计等方面对私募股权融资进行分析。

## 二、私募股权融资的制度需求分析

人们之所以会对某项制度安排产生需求,是因为它具有一定的经济价值或者能够给制度的消费者提供某项服务。在原有的制度安排下,可能无法获得某些潜在的利益,如果新的制度安排能够捕捉到原有制度安排下无法获得的收益,这时就会产生制度创新。私募股权投资基金的产生,正是源于中小企业在原有制度安排下难以获得进一步扩大发展的资金支持,导致融资缺口不断扩大。具体言之,中小企业融资难主要表现在以下几点。

1. 间接融资难度大。我国企业的外部融资主要以银行贷款为主。由于中小企业规模小,收益不稳定,抗风险能力差,缺乏合格抵押担保品,在很大程度上影响了银行对中小企业的贷款支持力度,尤其是这几年适度从紧货币政策的执行,进一步限制了中小企业的融资。据统计,占全国企业总数99.8%的中小企业所占有的贷款数额不超过总贷款额的20%。<sup>③</sup>虽然中央银行一再提倡要

<sup>①</sup>数据来源:2008年5月15日第四届亚太投资论坛,中国中小企业协会会长李子彬的讲话。

<sup>②</sup>本文所指的是狭义上的私募股权投资基金,注重企业成长性,一般不以控股为目的。

<sup>③</sup>资料来源:央行发布的2008年第二季度货币政策执行报告。

收稿日期:2009-08-17

作者简介:杜朝运(1973-),男,福建泉州人,经济学博士,厦门大学金融系主任、教授;  
毕柳(1986-),女,浙江丽水人,厦门大学金融系硕士研究生。

帮助中小企业解决流动性资金瓶颈,如小额贷款公司的放开、村镇银行的试点等,但是在稳健性经营的原则下,银行“慎贷”、“惜贷”现象仍然较为明显。

2.直接融资门槛高。2004年深交所推出中小企业板块,初衷是为了解决中小企业的融资难问题,但纵观其四年来的发展,由于只是作为主板市场的一个组成部分,其发行上市的条件、程序等要求与主板市场近乎一致,因此对于中小企业来说,上市门槛依然较高。另一方面,我国债券市场发展相对滞后,2002年6月法律规定中小企业经政府批准可以发放债券,企业债券融资虽然有所增长,但仍然处于较低水平。一般来说,能够成功获得发债融资的也是一些资信等级较高的大型国有企业。资本市场的完善,直接导致了中小企业难以通过上市和发行债券来吸纳社会资金。

3.民间融资成本高。与大型企业相比,中小企业在获得正规金融支持方面处于弱势地位,因此,急需资金的中小企业只好转向民间借贷。在民营经济较为发达的地区,民间融资相当活跃,但由于民间融资的利率较高,企业存在较大的支付压力,而且民众和企业之间的信息不对称也容易造成道德风险和逆向选择,一旦民众对企业未来发展的信心不足,势必大量抽回资金,导致企业陷入困境。

正是由于中小企业在原有的制度安排下面临融资难问题,为了满足其发展的需要,捕捉在原有制度安排下无法获得的潜在利润,私募股权投资基金就被选择和催生出来了。

### 三、私募股权融资的制度供给分析

如果一项制度安排能够被市场接受,那么它一定能成为市场参与者或者至少是市场中的某一类主体降低成本或提高收益,同时能够较好地解决本身所存在的委托代理问题。私募股权投资基金正是这种成功的制度安排。

随着家庭部门财富的积累,人们已不再满足于将闲置的资金存放在银行赚取较低的利息收入,人们需要多样化的金融工具,以提高资金配置效率,获得更高的预期收益。而且,伴随着资本市场的发展,投资者的风险识别能力和风险承受能力也在不断提高,追求更高盈利的动机也在不断增强。因此,充足的资金来源渠道使得私募股权投资基金的设立有了最初的物质基础。但是,私募股权融资制度安排之所以能够被中小企业融资选择,是因为它具备比原有制度安排以及未被选择的制度安排更高的效率。具体言之,私募股权投资基金同企业其他融

资方式相比存在如下优势。

1.风险承受能力强。相对而言,私募股权投资基金更关注企业的成长性,对企业的某些硬性指标要求较低,且愿意承担高风险,投资于一些传统正规金融机构不愿涉及的领域。因为他们秉承“高风险高收益”的投资理念,通过大多数项目的高收益来弥补少部分项目的损失。而且,私募股权投资都有一定的锁定期,从而保证了企业在几年内都有稳定且充足的资金来源。

2.降低交易成本。私募股权投资基金作为一种集合投资方式,能够将交易成本在众多投资者之间分担,并能够使投资者分享规模经济和范围经济的好处,提高投资效率。相比较于公募,私募的一大特点就在于它的非公开性,信息披露仅限于投资者,因此可以对竞争者保密,这对于正处在成长阶段的中小企业十分重要。

3.专家理财。银行贷款、发行债券、民间融资虽然不涉及企业的股权或控制权,但企业也难以从中获得专业服务。私募股权投资者注重与企业建立长期合作关系,凭借其丰富的专业技能和经验、成熟的管理团队和能力,改善企业治理结构,整合企业资源,提升企业价值。另外,还能给予企业更多的外部支持,如利用自身的声誉和资源协助企业进入新的市场,寻找新的战略伙伴,帮助企业上市等。<sup>[1]</sup>

4.股权集中。上市会造成企业股权分散、所有者对经营者约束弱化,产生委托—代理问题。通过私募股权融资,企业股权被少数具有丰富投资经验和较强监督能力的投资者所持有,有利于实现对企业的外部控制,基金管理者除了在董事会层面上参与企业的重大战略决策和财务管理外,一般并不参与企业的日常管理和经营。从其盈利模式就可以看出,它们的目的并不是要取得企业的控制权,而是培育企业成长后实现成功退出,以获取长期资本增值收益。<sup>[2]</sup>

5.巨大的发展潜力和空间。在欧美发达国家,私募股权投资基金每年投资额已占到这些国家GDP的4%~5%,成为仅次于银行贷款和企业上市的重要融资手段。而在我国,私募股权投资基金只占GDP的不到1%。根据清科集团发布的《2007年中国私募股权年度研究报告》显示,2007年私募股权投资机构在中国大陆地区共有177项投资,整体投资规模达到128.18亿美元;共有12支本土新私募股权基金成立,共募集37.30亿美元,比2006年增长了145.9%。这也表明了我国私募股权市场有巨大的发展潜力和空间。

#### 四、私募股权融资的制度设计分析

制度的形成既不是单纯的自发演进过程,也不是单纯的人为设计过程,而是两者相互交织的过程。仅靠制度的自发演进难以满足社会对有效制度的需求,因此制度的设计十分关键,它能够加速制度的演进。私募股权投资基金投资于中小企业,遵循“以退为进,为卖而买”的基本原则,在获得高收益的同时必然要承担相应的高风险,所以通过合理的制度安排以控制风险就显得尤为重要。

从国际上来看,目前私募股权市场上最重要的组织形式是有限合伙制,即由普通合伙人(基金的管理者)和有限合伙人(投资方)组成。<sup>[3]</sup>普通合伙人出资(通常认缴总资本的1%左右)出力,参与经营管理,对经营损失承担无限责任;有限合伙人只提供资金,不直接参与决策和经营,以出资额或承诺出资额为限承担有限责任。因此,普通合伙人的损益将直接与基金绩效挂钩,而有限合伙人的风险或损失也可得到一定的控制。这种制度安排能够有效地降低私募股权基金管理人投资过程中的不确定性因素,解决私募股权市场的信息不对称问题和有限合伙人对普通合伙人的激励约束问题。修订后的《合伙企业法》消除了我国私募股权基金发展中存在的合伙人承担无限责任、“双重税收”等法律障碍,为我国私募股权基金业的发展提供了基本的法律支持。<sup>[4]</sup>

对私募基金而言,管理人是基金的核心,是决定基金成败的关键。美国私募股权基金得以长足发展的一个重要原因就是信用度高,基金管理人凭借其多年的投资经验,建立了自身的品牌和信誉,吸引了一批资金雄厚、具有较高风险承受能力并且有迫切资产增值需求的投资者,所以双方的合作是基于一种信任和契约。鉴于此,尚处在起步阶段的我国本土私募股权投资基金亟需一批富有成功投资经验并具有良好的职业操守的专业基金管理人。

要降低投资风险,需要从源头上控制,也就是要谨慎选择投资项目,提高投资的成功率。私募股权投资基金选择对象的一个主要指标就是企业的发展空间和前景,即这个企业是否具备长期发展的核心竞争力。因此,前期的项目筛选、审慎调查、价值评估尤为重要,特别要重点考察企业所在行业的市场前景以及企业所处地位,这是对企业价值发现的过程。过去私募股权投资大多集中在互联网等高科技项目上,如今越来越多私募股权投资基金意识到,在我国,传统行业的市场机会似乎更大。

<sup>[5]</sup>根据清科集团的《2007年中国私募股权年度研究报告》,2007年度传统行业共发生88起私募股权投资案例,占全年投资案例总数的49.7%;该行业总投资额达83.29亿美元,占全年总投资额的65%。可见无论从投资案例数还是投资金额数上看,传统行业都位居第一。由于私募股权投资一般都有三到五年的锁定期,在成功退出之前都要承担可能失败的风险,因此还要考虑政策未来可能变化所带来的风险。

在投资入股之后,私募股权投资基金所要做的就是帮助企业价值增值。对于具有外资背景的私募股权投资基金进入中国,能否很好地“入乡随俗”,熟悉我国的市场,了解我国的政策,利用其专业的管理能力和丰富的经验帮助优化国内企业基本面是关键。在这一阶段,基金管理人要注重防范与企业之间的委托——代理问题所产生的道德风险,建立透明的信息披露机制就显得十分重要。虽然私募不必向公众披露信息,但为了有效的监督和约束,私募股权基金要定期向投资者公开其资产负债的规模和结构,增加经营透明度。基金管理人必须充分利用其在董事会中的一票否决权,严格把握企业的发展方向。同时,在投资初期,基金管理人也应充分考虑退出的可能性和方式。待企业成熟后,在合适的时间选择合适的渠道退出获利,这是私募股权投资基金的最终目标。退出方式包括公开上市、股权转让或者管理者回购等。

总之,中小企业融资难是由其融资市场的制度供求不平衡所造成的,或者说是由有效制度供给短缺造成的。从以上分析可以看出,私募股权投资基金是一种有效的制度安排,对解决中小企业融资难问题具有重大意义。随着相关法律法规的出台,我国多层次资本市场的完善,私募股权投资基金必将迎来一个新的发展契机。■

#### 参考文献:

- [1]杨弘炜,鄒永忠.私募股权投资基金 中小企业困境中融资有效渠道[N].中国证券报,2008-09-23.
- [2]姚国会.中国私募股权时代渐行渐近[J].经济导刊,2008(2).
- [3]李建伟.私募股权投资基金的发展路径与有限合伙制度[N].证券市场导报,2007(8).
- [4]江振华,王聪.私募股权基金对我国产业发展发展的促进效应[J].中国金融,2008(8).
- [5]樊志刚,赵新杰.全球私募基金的发展趋势及在中国的前景[J].金融论坛,2007(10).