

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 12020051300463

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

国际私募股权基金收购我国企业的
法律问题研究

Legal Problems on the acquisition of Chinese Enterprises

by International Private Equity Funds

王晶晶

指导教师姓名: 刘志云 副教授

专业名称: 经济法 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席:_____

评 阅 人:_____

2008 年 4 月

国际私募股权基金收购我国企业的法律问题研究

王晶晶

指导教师: 刘志云副教授

厦门大学

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

内容摘要

国际私募股权基金对我国企业的收购案例纷至沓来，但国际私募股权基金金融性资本的本质属性决定了它的逐利性——追求的是高回报和及时退出，因而会给我国企业带来短视和非理性发展等消极作用。在当前国内上市融资门槛高、银行金融功能负担重、国际私募股权基金有可能危及国家经济安全的条件下，尽快构建与完善对国际私募股权基金收购起到引导和规范作用的法律制度已经到了刻不容缓的地步。

本文从分析国际私募股权基金的概念和特征入手，对国际私募股权基金的本质属性和兴起原因进行分析，在此基础上寻找国际私募股权基金收购我国企业时所暴露的法律问题，同时借鉴发达国家及发展中国家对国际私募股权基金收购的立法经验，来构建与完善我国国际私募股权基金收购的法律体系。全文共包括引言、正文和结语三部分，正文分为四章。

第一章是国际私募股权基金概述。本章在介绍了国际私募股权基金的概念、特征之后，着重分析了国际私募股权基金与相关或类似概念的区别，最后介绍了国际私募股权基金的兴起及其原因。

第二章探讨国际私募股权基金收购我国企业所存在的法律问题。本章先通过介绍国际私募股权基金收购我国企业的现状及对我国所产生的影响，在此基础上阐述国际私募股权基金收购我国企业时所暴露的法律问题，主要表现在：并购立法的不足，对投资领域缺乏有效的法律引导，评估方面的法律制度不健全，监管法律制度不够成熟，尚未建立合理退出的法律机制。

第三章是国外对国际私募股权基金收购本国企业的法律规制及其借鉴。本章分别研究了发达国家和发展中国家的相关法律措施，在此基础上针对我国国情和经济环境，指出其中可借鉴之处。

第四章是国际私募股权基金收购我国企业的立法完善。本章按照并购流程中相关具体制度（制定统一的外商投资法、监管立法、收购过程方面立法及退出机制立法）的完善角度来阐述如何完善我国国际私募股权基金收购的法律体系，并

以此对国际私募股权基金收购行为进行规范和引导，欲求达到维护我国相关主体的利益和国家经济安全的目的。

关键词：国际私募股权基金；收购；国内企业

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

The cases of acquisition of Chinese enterprises by International Private Equity Funds are increasing in a dramatic manner, but the financial essential attribute of its profit-driven decision - pursuit of high returns and timely launch, which would bring short-sighted and non-rational to Chinese enterprises development. Listed in the current domestic high threshold of financing, banking and financial functions heavy burden, the International Private Equity Funds may threaten the country's economic security, conditions, as soon as possible to construct and complete construction of International Private Equity Funds acquired a guide and regulate production of the legal system has been used to delay stage.

From the analysis of International Private Equity Funds and features of the concept of starting with International Private Equity Funds and the essence of the cause of the rise, based on this finding International Private Equity Funds buy enterprises in China exposed by legal issues, drawing on developed countries and developing countries in International Private Equity Funds acquired legislative experience to improve the country's International Private Equity Funds acquired legal system. This paper can be divided into three parts, which include the introduction of the full text, text and closing. The body is divided into four chapters:

Chapter I is an overview of International Private Equity Fund. This part introduces the International Private Equity Fund concept, features, the focus of International Private Equity Funds and related concepts or similar concept of the difference between the final on International Private Equity Funds and the reasons for the rise.

Chapter II deals with the legal issues of International Private Equity Funds' acquirement by the enterprises in China. This chapter first introduced through International Private Equity Funds acquired the status of Chinese enterprises and the impact of China, and on this basis, the set of International Private Equity Funds buy enterprises in China exposed by legal issues, as demonstrated by: M & A lack of legislation, the lack of effective investment in the field of legal guidance, and evaluation of the legal systems, and monitoring the legal system not mature and have not yet established a reasonable mechanism for the withdrawal of the law.

Chapter III is other countries on International Private Equity Funds related to the acquisition of domestic enterprises' legal regulation and legal reference. This chapter study of the developed and developing countries related to legal measures, and on this basis the suits China's national conditions and the economic environment of the relevant legal measures to draw.

Chapter IV is about how to improve the legislation of an International Private Equity Funds acquiring Chinese enterprises. This chapter from the acquisition process of related legislation specific system (formulate a unified law for foreign investment, regulatory legislation, the legislative process of mergers and acquisitions and exit mechanisms legislation) to the perfect angle on how to improve the country's International Private Equity Funds acquired legal system, and to the International Private Equity Funds acquisition standardize and guide, protect our national interests and the related subject of national economic security.

Keywords: International Private Equity Fund; Acquisition;

Chinese enterprises.

目 录	
引 言	1
第一章 国际私募股权基金概述	2
第一节 国际私募股权基金的概念和特征	2
一、国际私募股权基金的概念	2
二、国际私募股权基金的特征	5
三、国际私募股权基金与相关或类似概念的比较	6
第二节 国际私募股权基金的兴起及其原因分析	11
一、国际私募股权基金的兴起	11
二、国际私募股权基金兴起的原因分析	12
第二章 国际私募股权基金收购我国企业的现状及法律问题	13
第一节 国际私募股权基金收购我国企业的现状	13
一、国际私募股权基金收购我国企业的现状	13
二、国际私募股权基金收购我国企业所产生的影响	14
第二节 国际私募股权基金收购我国企业时暴露的法律问题	16
一、并购立法的不足	16
二、对投资领域缺乏有效的法律引导	18
三、评估方面的法律制度不健全	20
四、监管法律制度不够成熟	21
五、尚未建立合理退出的法律机制	24
第三章 国外对国际私募股权基金收购本国企业的法律规制及其借鉴	27
第一节 国外对国际私募股权基金收购本国企业的法律规制	27
一、发达国家的相关法律措施	27
二、发展中国家的相关法律措施	30
第二节 借鉴	31

一、对发达国家相关法律措施的借鉴.....	31
二、对发展中国家相关法律措施的借鉴.....	32
第四章 国际私募股权基金收购我国企业的立法完善.....	33
第一节 制定统一的外商投资法	33
第二节 监管立法的完善	34
一、完善反垄断法律制度	34
二、完善国际私募股权基金收购的审查机制.....	35
三、对国际私募股权基金收购领域的引导和规范.....	37
第三节 收购过程方面的立法完善	38
一、资产评估制度的完善	38
二、税收配套制度的完善	39
第四节 退出机制的立法完善	39
一、构建多层次的资本市场退出体系.....	40
二、在一定程度上开放资本项目管制.....	43
结 语.....	45
参考文献.....	46

厦门大学博士学位论文摘要

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Summary of the International Private Equity Funds ...	2
Subchapter 1 Concept and Characteristics of the International Private Equity Funds	2
Section 1 Concept of the International Private Equity Funds	2
Section 2 Characteristics of the International Private Equity Funds	5
Section 3 Comparison between related concepts and similar concepts	6
Subchapter 2 Emergence and the reasons for the rise of International Private Equity Funds	11
Section 1 Emergence of the International Private Equity Funds	11
Section 2 Reasons for the development of the International Private Equity Funds	12
Chapter 2 Existence of the legal defects when Chinese enterprises are acquired by the International Private Equity Funds	13
Subchapter 1 Status of the International Private equity funds acquire the Chines enterprises	13
Section 1 Status of the International Private equity funds acquire the Chinese enterprises	13
Section 2 Impact of the Chinese enterprises acquired by the International Private Equity Funds	14
Subchapter 2 Existence of the legal defects when Chinese enterprises are acquired by the International Private Equity Funds	16
Section 1 Imperfect legislations on the Mergers and Acquisition	16
Section 2 The lack of legal guide in the field of effective investment	18
Section 3 Assessment of the legal system is not perfect	20
Section 4 Monitoring in the legal system is not mature	21
Section 5 Reasonable withdrawal in the legal mechanisms has not yet been established	24

Chapter 3	Other countries on International Private Equity Funds related to the acquisition of domestic enterprises' legal regulation and legal reference	27
Subchapter 1	Other countries to International Private Equity Funds to acquire its our country enterprise's legal regulation	27
Section 1	Development countries' related legal measures	27
Section 2	Developing countries' related legal measures	30
Subchapter 2	Legal reference	31
Section 1	Development countries' legal reference	31
Section 2	Developing countries' legal reference	32
Chapter 4	Legislative perfection of the acquisition in the International Private Equity Funds to purchase Chinese enterprises	33
Subchapter 1	Formulate a unified law for foreign investment	33
Subchapter 2	Improving regulatory legislation	34
Section 1	Improve the legal system for anti-monopoly law	34
Section 2	Improve the International Private Equity Funds acquired review mechanism	35
Section 3	The International Private Equity Funds acquired guide and standardize the field of	37
Subchapter 3	Acquisition in the legislative process perfect	38
Section 1	Property assessment system perfect	38
Section 2	Improve the tax system supporting	39
Subchapter 4	Perfect the mechanism of withdrawal from the legislative	39
Section 1	Construction of multi-level capital market withdrawal system	40
Section 2	To a certain extent control the capital projects	43
Conclusion		45
Bibliography		46

引 言

国际私募股权基金最主要的投资方式是收购，收购目标专注于成熟企业，因而也有“收购基金”的称谓。从实践来看，收购基金在国际私募股权基金行业中占据着主导地位。2005年10月25日，我国工程机械制造企业徐工集团与国际私募股权基金凯雷（the Carlyle Group）签署收购协议，在交易完成后凯雷将获得85%的股权，后来调整为50%，最后收购的比例降低到45%。这是国际私募股权基金收购我国大型企业接近绝对控股权的第一例。^①像KKR（Kohlberg Kravis Roberts & Co.）和凯雷这类的国际私募股权基金，在我国的主要买卖对象是国内成熟企业，尤其是基础产业领域的企业。国际私募股权投资行业的主角——收购基金在我国长期处于配角地位，造成这种局面的原因，与我国相关法律制度不完善和制度瓶颈有直接的关系。国际私募股权基金对我国企业的投资，往往要求买下收购目标的控制权——通常需要收购50%股权以上，很多时候甚至是100%，便于其顺利地获利套现退出。但是我国企业，尤其是基础企业^②，无论国企或民企，一般都不愿意让出控制权，因而与成熟的国际收购市场有一定落差。

国际私募股权基金对我国企业的收购，能够为企业带来资金和技术的支持，但我国企业尤其是基础产业领域的企业被国际私募股权基金控制后，可能会对我国经济产生不良影响，危及国家经济安全。本文立足于我国国情，结合国际私募股权基金的操作实践以及在这种实践过程中出现的问题，来解读国际私募股权基金收购我国企业所存在的法律漏洞，并在此基础上，结合国外应对国际私募股权基金收购行为的法律实践，构建或完善应对国际私募股权基金收购我国企业的法律体系。力争做到既能维护国家经济安全，又能很好地与国际市场接轨，并促进我国私募股权投资市场的快速发展。

^①刘刚．徐工集团欲借凯雷投资大步走向国际[EB/OL]．<http://www.mergers-china.com2005-12-02,2005-12-02>．

^②所谓基础企业，是指涉及国家安全的敏感行业重点企业，或大型的关系国民经济命脉、国计民生的垄断企业，或拥有优质资产、独有品牌、核心技术和制造能力的龙头企业，或其所属行业为比较优势的国家战略行业的基础企业。

第一章 国际私募股权基金概述

第一节 国际私募股权基金的概念和特征

一、国际私募股权基金的概念

国际私募股权投资基金中的“国际”是从宏观角度而言——把私募股权基金放到全球化的背景中来限定的，其是属于“私募股权基金”中的一个种类。因此，要理解国际私募股权基金的概念，必须先了解“私募股权基金”的概念。对于私募股权基金的界定，目前存在一些代表观点。

在欧洲大陆国家，流行的是欧洲风险投资和私募股权投资协会（EVCA）^①对于私募股权基金的界定：私募股权包括所有非上市公司交易的权益资本；私募股权基金可以用于研发新产品和新科技，增加运营资本，开展收购或是改善企业的财务状况；能够解决所有权与管理层方面的问题。^②同时，专注报道亚洲风险投资情况的《亚洲风险投资杂志》（AVCJ）也使用这一定义。^③

在美国，美国风险投资协会（NVCA）^④和美国两家最重要的研究机构 Venture Economics 与 Venture One 则将其界定为，所有的风险投资（VC）、管理层收购（MBO），以及夹层投资（Mezzanine investment）。基金的基金（Fund Of Funds）投资以及二级投资也包括在这个词最广泛的含义中，但不包括天使投资者、商业天使、房地产投资以及其他上市市场外的投资。^⑤美国著名经济学家约瑟夫·雷奈尔（Josh Lerner）下的定义是：所谓私募股权基金就是指那些提供给高风险、并潜在高收益项目的股权资本，市场投资主体在投资决策前执行慎重的调查并在投资后保留强有力的影响来保护自己的权益价值。^⑥而根据美国《联邦银行业监管条例》，私募股权基金的定义为：业务方向限于投资于金融/非金融公司的股权，

^①EVCA(European Private Equity & Venture Capital Association), 官方网站为: <http://www.evca.com>。

^②Evca.corporate_governance_guidelines [EB/OL].

<http://www.evca.eu/Toolbox/search.aspx?s=the+concept+of+private+equity+fund>, 2005(6).2.

^③AVCJ(Asia Venture Capital Journal), 官方网站为: <http://www.avcj.com.cn>。

^④NCVA(National Venture Capital Association), 官方网站为: <http://www.nvca.org>。

^⑤NVCA.Long Term Private Equity Performance Solid in 3 2005:Short Term Returns Showed Positive Fluctuation [EB/OL]. <http://www.nvca.org/pdf/Performanceq32005final.pdf>, 2006-12-30.

^⑥Paul Gompers & Josh Lerner. The Venture Capital Cycle [M]. The MIT Press,2006.12.

资产或者其他所有者权益，并且将在未来将之出售或以其他方式处置；不直接经营任何商业/工业业务；任何一家金融控股公司，董事，经理，雇员或者其他股东所持有的股份都不超过 25%；最长持续期限不超过 15 年；并非出于规避金融控股监管条例或者其他商人银行投资条例目的而设立。^①

我国也有许多学者对私募股权基金的定义或范围做出了界定。例如，郑伟鹤、盛立军指出，私募股权基金包括投资于种子期和成长期项目的创业投资基金、投资于企业扩张期的直接投资基金，适用于管理层收购在内的并购投资基金、投资过渡企业的过桥或上市前企业的基金也是私募股权基金的范畴，即凡是在一家企业上市前的获得的股权投资都属于私募股权这一投资产业，这一类基金叫私募股权基金。^②凌爱文指出，私募股权基金，从投资方式角度看，是指通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。同时他也指出了私募股权的广义与狭义之区分，广义的私募股权投资为涵盖企业首次公开发行人前各阶段的权益投资，即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和企业上市前融资各个时期企业所进行的投资，相关资本按照投资阶段可划分为创业投资（Venture Capital）、发展资本（Development Capital）、并购基金（Buyout/Buy-in Fund）、夹层资本（Mezzanine Capital）、重振资本（Turnaround）、Pre-IPO 资本^③（如 Bridge Finance），以及其他如上市后私募投资（Private Investment in Public Equity，即 PIPE）、不良债权（Distressed Debt）和不动产投资（Real Estate）等等。而狭义的主要指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分，主要是指创业投资后期的私募股权投资部分，其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。在我国，私募股权基金一词多指后者。

^④

显然，上述各种对于私募股权基金的定义都是从私募股权基金投资企业发展阶段和参与形式等角度给出的，并没有全面反映私募股权基金的本质属性。我们

^①Code of Federal Regulations: Banks and Banking, Chapter XV – Department of the Treasury, Subchapter A –General Provisions Part 1500 – Merchant Banking Investments (12 Code of Federal Regulations 1500.4).

^②郑伟鹤，陈耀华，盛立军. 私募股权基金与金融业资产管理[M]. 北京：机械工业出版社，2004. 1.

^③Pre-IPO 资本是指投资于企业上市之前，或预期企业可近期上市时，其退出方式是上市后，从公开资本市场出售股票退出。参见 MBA 智库百科. Pre-IPO 基金[EB/OL].

<http://wiki.mbalib.com/wiki/Pre-IPO%E5%9F%BA%E9%87%91>, 2008-4-20.

^④凌爱文. 私募股权投资试水中国[J]. 首席财务官, 2005, (1): 28.

认为，要对私募股权基金的定义做出一个准确的定位，既要从其词义出发，也需结合私募股权基金的属性。从词义上分析，私募股权基金，又称PEF(Private Equity Fund)。Private 的意思是“私人的、个人的”，Equity 的意思是“股本、股权、股票”，两个单词合起来就是“私人股权”，根据 PE 的特质也可以将其翻译成“私募股权”，而 Fund 的意思则是“基金”。

从性质上讲，私募股权基金是美国开创的一种专业的投资管理服务 and 金融中介服务，包含着三种属性。第一个属性是私募。私募有三个内涵：（1）私募基金募集对象或投资者的范围和资格有一定要求。如美国最早设定一个私募股权基金投资者人数不能超过 100 个人，投资者的资格是资金实力较为雄厚。最初投资者资格要求年收入在 20 万美元以上，家庭资产也须达到一定的水平；机构投资者净资产必须在 100 万美元以上。1996 年以后标准做出调整：投资者人数扩大到 500 人，个人投资者资产特别是金融资产规模在 500 万以上。^①（2）私募是指基金的发行不能借助传媒。主要通过私人关系、券商、投资银行或投资咨询公司介绍筹集资金。（3）投资者具有抗风险能力和自我保护的能力。第二个属性是股权投资，不是债权投资。私募来的基金主要用于企业股权的投资。一般是对未上市企业的投资，投资对象集中于非上市股权；但随着私募股权基金市场的发展，目前私募股权基金也直接投资于上市公司股权。第三个属性是金融资本而非产业资本，属于金融资本的私募股权基金关注的是高回报和能及时退出。而产业资本运作则是会把企业作为全球产业链中的一部分，追求的是供应和实现垄断。^②

至此，我们可以得出国际私募股权基金概念比较全面的界定，即一般是指投资者成立的、业务范围国际化的专门基金管理公司，向具有高增长潜力的未上市的母国和东道国企业进行股权或准股权投资，市场投资主体在投资决策前执行慎重的调查并在投资后保留强有力的影响来保护自己的权益价值，甚至参与到被投资企业的经营管理活动中，并通过其强大的产业、管理优势及资本市场运作优势使得被投资企业实现大幅增值后，待所投资企业发育成熟后通过股权转让实现资本增值。

^①潘英丽. 私募股权基金：在经济发展中发挥积极作用[N]. 上海证券报，2007-10-16(7).

^②同上。

二、国际私募股权基金的特征

国际私募股权基金作为一种投融资工具或形式，投资于企业股权，追求的是高回报和能够及时、顺利退出。它的本质属性是一种进行投资的基金，除了具备一般基金的特点和属性，国际私募股权基金还具有自己的特征，主要包括以下几个方面：

（一）从投资对象的选择上看是现金主导

国际私募股权基金更关注企业的成长性，尤其是关注是否有好的资金流和市场空间。过去我国企业一般只关注两张报表：一个是资产负债表，一个是损益表。但实际上，现金流量表也是非常重要的一张表，可以体现企业未来的成长性。^①企业不能单纯依赖净资产、注册资本来吸引国际私募股权基金，也不能依赖所有制或者说政府特权来说服国际私募股权基金投资者。

（二）从投资策略上看一般并不着力谋求被收购企业的控制权

国际私募股权基金是以提升企业价值，谋求短期利润为目的，因而投资行为具有相对短期性，投资目的很纯粹，倾向于寻找快速获利机会，追求的是高回报和能够及时退出，一般并不着力谋求被收购企业的控制权。

但也存在例外，由于母国或者东道国对国际私募股权基金投资相应法律制度不完善，特别是国际私募股权基金的退出渠道存在障碍和法律风险时，或者被收购企业属于母国或者东道国的基础企业，国际私募股权基金对该企业的投资，往往要求买下被收购企业的控制权，获得被收购企业的控制权，是为了拥有施行改造企业使其增值措施的绝对权力，也是为了更加顺利地获利套现退出。

（三）从投资方向上看是其专注于高速发展的投资领域和行业

国际私募股权基金投资项目时，对投资领域、项目收入、盈利规模和项目发展阶段都有相应的规定，国际私募股权基金一般在企业的高速成长期和扩张期时进入公司，通过提供企业发展必要的资金，并提供必要的增值服务，它们会在企业上市后套现退出。在对行业内企业的投资价值进行选择时，国际私募股权基金主要考察这个企业所在的领域和市场是否处于高速发展期。如果是太早，则整个行业还没有发展起来，风险太高；如果处于后期，市场没有成长性，主要的市场

^①王巍. 迎接私募股权基金的时代[J]. 中国金融, 2007, (11): 27.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库