

摘要

私募股权投资发源于美国并不断发展壮大，逐渐成为全球范围内重要的权益投资方式，关于其对企业价值产生的影响一直是学术界关注的话题。在私募股权参股型投资成为主流的情况下，我国私募股权发展出现了以下两方面的问题：一方面对于 PE 机构来说，我国企业股权比较集中，控股股东具有绝对的话语权，以参股型进行投资的 PE 机构几乎无法对公司经营决策产生实质的影响，处于被动地位，面临较大的投资风险；另一方面对于企业来说，PE 机构在参股型投资模式下往往更加投机，寻求短期经济效益，而这与企业追求长期价值增长的战略目标不一致。在这种背景下，PE 机构开始逐渐转变观念，往控股型投资方向尝试，寻求企业长期价值与 PE 投资收益的双赢。因此私募股权控股型投资是否能促进企业价值创造进而实现与企业双赢、以及该如何实现企业长期价值增长成为了一个值得探讨的课题。

基于价值创造等理论基础以及现有的文献研究，本文构建了私募股权投资影响企业价值创造的机理模型，即 PE 直接或通过公司治理、技术创新、盈余管理三条路径对企业价值产生影响。基于上述机理模型，本文在此选择了国内少有的已完成退出的私募控股型投资案例——高特佳控股投资博雅生物展开价值创造分析，在探究了高特佳控股博雅生物的动因后，验证补充了私募股权投资影响企业价值创造的机理模型并回答了上述问题。

本文通过梳理高特佳对博雅生物长达十四年的投资过程，首先分别从公司治理、技术创新、盈余管理影响价值创造三条路径，总结了高特佳通过完善公司治理制度奠定价值创造基础，加强自主研发、向外收购创新助推企业价值创造，后期盈余管理对企业未来价值创造产生负面影响的结论。然后从财务绩效和市场反应视角总体上评价和验证了高特佳通过上述三条路径对博雅生物价值创造的影响。综上分析，在高特佳控股期间博雅生物市值得到百倍的增长，高特佳也获得了数十倍的收益，PE 控股型投资方式通过利益绑定实现了双方共赢，但是同时也要注意高特佳控股后期出现的公司治理、盈余管理等问题对博雅生物后期价值创造产生一定负面影响的现象，即 PE 控股投资为企业创造了价值，但仍要关注可能出现的风险以避免价值创造路径不通畅

对公司价值造成损害。

通过该案例分析本文的主要贡献有：首先通过对高特佳控股博雅生物的价值创造分析，有效补充了私募控股型投资对公司价值的影响机制，同时深入探究其投资的动态过程，更加形象地展示了 PE 控股投资的作用机制，丰富了私募股权投资影响公司价值的路径研究；其次通过对价值创造水平的结果评价，即 PE 控股方式完成了 PE 和企业双赢，展示了 PE 对企业经营的积极影响，为企业对外部投资者的决策选择提供了新的方向；最后通过对高特佳控股后期出现的阻碍博雅生物价值创造的问题进行总结，为 PE 控股投资科学运营提示了值得关注的风险。

关键词：私募股权投资；控股型投资；价值创造

ABSTRACT

Private equity investment originated in the United States and has continued to grow and become an important equity investment method worldwide. The impact it has on corporate value has always been a topic of academic concern. In the context of private equity participation investment becoming the mainstream, there are two problems in the development of private equity in China: on the one hand, for PE institutions, the equity of Chinese enterprises is relatively concentrated, and controlling shareholders have absolute discourse power. PE institutions that invest through participation are almost unable to have a substantial impact on the company's business decisions, and are in a passive position, facing significant investment risks; On the other hand, for enterprises, PE institutions tend to be more speculative in the equity investment model, seeking short-term economic benefits, which is inconsistent with the strategic goal of enterprises pursuing long-term value growth. In this context, PE institutions are gradually changing their mindset and attempting to invest in a controlling direction, seeking a win-win situation between the long-term value of the enterprise and the return on PE investment. Therefore, whether private equity holding investment can promote the creation of corporate value and achieve a win-win situation with the enterprise, and how to achieve long-term value growth of the enterprise has become a topic worth exploring.

Based on theoretical foundations such as value creation and existing literature research, this article constructs a mechanism model for the impact of private equity investment on enterprise value creation, which means that PE directly or through three paths: corporate governance, technological innovation, and earnings management has an impact on enterprise value. Based on the above mechanism model, this article selects one of the few completed exit controlled investment cases in China - GTJA Holding's investment in Boya for value creation analysis. After exploring the motivation behind GTJA's investment in Boya, it verifies and

supplements the mechanism model of private equity investment affecting enterprise value creation and answers the above questions.

This article summarizes the 14-year investment process of GTJA in Boya, starting from three paths: corporate governance, earnings management, and the impact of technological innovation on value creation. GTJA lays the foundation for value creation by improving its corporate governance system, strengthens independent research and development, and promotes enterprise value creation through external acquisition and innovation. The conclusion is that later earnings management has a negative impact on the future operation of the enterprise. Then, from the perspectives of financial performance and market response, the overall evaluation and validation of GTJA's impact on the value creation of Boya through the above three paths were conducted. Based on the above analysis, during the period of GTJA Holdings, Boya 's market was worth a hundred times growth, and GTJA also gained dozens of times the profits. The PE holding investment method achieved mutual benefit through interest binding. However, we should also pay attention to the phenomenon that the corporate governance, earnings management and other issues that GTJA Holdings encountered in the later stage have a certain negative impact on Boya 's value creation, that is, PE holding investment can create value for the enterprise, However, it is still necessary to pay attention to potential risks to avoid damage to the company's value caused by an unobstructed value creation path.

The main contributions of this case study are as follows: Firstly, by analyzing the value creation of GTJA Holding Boya, it effectively supplements the impact mechanism of private equity holding investment on company value., at the same time, by deeply exploring the dynamic process of its investment, it can more vividly demonstrate the mechanism of PE holding investment, enriching the path research of private equity investment's impact on company value; Secondly, by evaluating the results of value creation level, that is, the PE holding method has achieved a win-win situation for both PE and the enterprise, demonstrating the positive impact

of PE on enterprise operation, and providing a new direction for enterprises to make decisions and choices towards external investors; Thirdly, by summarizing the problems that hindered the value creation of Boya in the later stage of GTJA Holdings, it pointed out noteworthy risks for PE Holdings' scientific investment and operation.

Key Words: Private Equity Investment; Holding Investment; Value Creation

目录

摘要.....	I
ABSTRACT.....	III
目录.....	VI
1.绪论.....	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.2 研究方法与论文框架	2
1.2.1 研究方法	2
1.2.2 论文框架	3
1.3 边际贡献与不足	4
2.文献综述及理论基础.....	6
2.1 关键概念界定	6
2.1.1 私募股权投资的概念	6
2.1.2 控股型投资的概念	7
2.1.3 价值创造的概念	8
2.2 文献综述	9
2.2.1 私募股权投资直接对企业价值影响的研究	9
2.2.2 私募股权投资影响企业价值的公司治理路径研究	10
2.2.3 私募股权投资影响企业价值的技术创新路径研究	11
2.2.4 私募股权投资影响企业价值的盈余管理路径研究	12
2.2.5 文献评述	13
2.3 理论基础	14
2.3.1 委托代理理论	14
2.3.2 公司治理理论	15
2.3.3 价值创造理论	16
2.3.4 信息不对称理论	17
2.3.5 相关假说	18

3.高特佳控股博雅生物案例介绍	19
3.1 高特佳公司简介	19
3.2 博雅生物公司简介	20
3.3 高特佳控股投资博雅生物历程	21
3.3.1 高特佳成为博雅生物控股股东	21
3.3.2 高特佳控股后投资管理历程	23
4.高特佳控股博雅生物动因分析	25
4.1 私募股权投资实现控制权的必要性	25
4.2 快速实现博雅生物 IPO	26
4.3 享受血液制品行业成长红利	27
4.4 打造医疗产业投资平台	28
5.高特佳控股博雅生物价值创造分析	30
5.1 基于公司治理路径的价值创造分析	30
5.1.1 从监管层面进行公司治理	30
5.1.2 从激励层面进行公司治理	33
5.1.3 PE 团队对价值创造的影响	35
5.1.4 小结	38
5.2 基于技术创新路径的价值创造分析	39
5.2.1 研发投入水平	40
5.2.2 收购创新水平	42
5.2.3 创新产出水平	46
5.2.4 小结	50
5.3 基于盈余管理路径的价值创造分析	50
5.3.1 商品赊销操纵销售	51
5.3.2 调节研发支出资本化率	52
5.3.3 小结	52
5.4 价值创造评价	53
5.4.1 财务绩效视角	53
5.4.2 市场反应视角	58

5.4.3 小结	62
6.研究结论及建议	63
6.1 研究结论	63
6.2 研究建议	65
参考文献	67
后记	73
致谢	74

1.绪论

1.1 研究背景及研究意义

私募股权投资（PE）于美国诞生，在有限合伙制推行、高新技术企业不断成长和养老金投资范围放宽至创业投资等背景下，私募股权投资在美国得到了快速的发展，实现爆发式的增长，并在全球蔓延开来。我国私募行业出现较晚，相比于美国晚出现约四十年，以国资引导建立的中国新技术创业投资公司为起点，在改革开放、经济发展、相关政策出台助推下，私募股权基金募集金额和数量不断上升，私募股权投资也逐渐成为我国一种重要的投资方式，为初创科技企业、高新企业等中小企业提供资金支持。

在以往对私募股权投资的研究中，部分学者发现私募股权投资能够通过经营绩效、公司治理、技术创新、盈余管理等途径对公司价值产生影响。Tykvova 等(2005)通过实证研究发现，PE 的参与能够提高企业经营绩效；Givoly 等（2010）通过研究发现 PE 能够缓解委托代理问题，通过监督企业管理层能够降低盈余管理，提高公司治理水平；Kortum 等(1998)在研究 PE 对企业创新水平时，发现 PE 加入能够提高中小企业的专利产出水平。但是也有学者得出了相反的结论。随着我国深交所创业板的建立、国家倡导多层次资本市场，私募股权投资也积极加入到资本市场中，产生的影响、发挥的作用越来越大，故而在我国国情下研究私募股权投资对企业价值的影响有着十分重要的战略意义。

私募股权投资最典型的投资形式是参股型投资，以成长资本、Pre-IPO 资本为主，以较少的出资金额获得目标公司的少部分股权，寻求在公司实现增值后退出得到股权溢价。在欧美情形下，公司内部股权较为分散，PE 选择参股形式进行投资仍能对公司决策经营产生影响，实现退出价值。在中国情形下，公司往往是一股独大，PE 控制权劣势使其不具有话语权，在这种情况下 PE 多数充当的是财务投资者，想要通过退出实现收益通常只能选择“搭便车”追逐热点以分享宏观经济发展红利，无法有效地控制风险，故而慢慢出现了 PE 进行控股投资的投资方式。PE 控股投资通过掌握控制权能够对公司决策

产生主要影响，同时也使其与公司利益绑定，PE 的角色也在这个过程中逐渐转变成为价值投资者，可通过对公司长期经营进行投后管理实现公司与 PE 的双赢。近年来我国出现了不少 PE 控股投资案例，包括深创投控股中新赛克、鼎晖和高领控股百丽帮助其私有化、中信资本控股哈药集团等，主要集中在高新技术行业和医疗健康行业，但是国内关于 PE 控股投资的研究较少，难以从现有研究中得出 PE 和公司应通过怎样的投后管理才能实现双赢。

基于以上考虑，本文选择高特佳控股博雅生物的案例进行分析。博雅生物是国内首个实现由 PE 主导上市并进行长期投资到最后退出完整过程的案例，具有典型性，且整个过程长达十四年，从投前投中投后采取的方案到公司价值反映都能完整体现。所以本文希望通过对高特佳控股博雅生物案例分析达到以下几个研究目的：第一，分析得到 PE 机构选择控股型投资方式的动因以及选择控股博雅生物的因素；第二，通过具体每一阶段的过程分析，探究 PE 机构控股投资是否实现了企业的价值创造；第三，如果 PE 控股型投资能够实现企业价值创造，应通过怎样的方式实现双方共赢，从而总结相关方式为我国 PE 控股投资长期发展提供可借鉴的经验。

1.2 研究方法 with 论文框架

1.2.1 研究方法

文献研究法：本文首先通过阅读各类期刊文献确定了选题，确定选题之后，便有目的地查阅有关私募股权投资的文献，深入了解了私募股权投资的概念、对企业价值影响的途径等，为本文写作奠定了理论基础。随后本文对已有的研究文献按照公司治理、技术创新、盈余管理等影响公司价值的路径进行归纳总结，从而形成了本文的研究思路。

案例分析法：由于 PE 控股投资在国内还不具有完备的数据进行实证分析，故而本文选择了高特佳控股博雅生物的单一案例进行纵向研究，旨在验证相关理论的基础上，对高特佳控股动态过程中的各个具体阶段进行解读，探究 PE 控股型投资方式的可行性和风险。

事件研究法：本文借助 R 语言对高特佳控股博雅生物期间主导博雅生物发起的七次重大并购事件进行事件研究分析。通过对正常估值期内个股收益

率于市场收益率的回归，得到预期市场模型 $\hat{R}_{i,t} = \hat{a}_i + \hat{b}_i R_{m,t}$ ；再将其带入事件窗口期得到个股预期收益率，实际收益率与预期收益率的差值即为异常收益率 $AR_{i,t}$ ，将得到的异常收益率累加即为累计异常收益率 $CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t}$ ，异常收益率和累计异常收益率的数值代表该事件为公司带来的短期价值，是资本市场反应的结果。

1.2.2 论文框架

本文一共分为六个章节：

第一章为绪论。该章节主要介绍了本文写作的研究背景和研究意义，在写作中用到的研究方法以及本文依照怎样的研究思路梳理的论文框架，最后总结了本文提供的边际贡献和不足之处。

第二章为文献综述和理论基础。在该部分首先对私募股权投资、控股型投资、价值创造等关键概念进行界定；然后将现有的文献按照直接对企业价值的影响和通过公司治理、技术创新、盈余管理三种路径影响公司价值进行分类总结，并对上述文献进行评述和建立了初步的企业价值创造机理模型；最后对委托代理理论、公司治理理论、价值创造理论、信息不对称理论和私募股权投资的相关假说进行阐述，为下文案例分析提供理论基础。

第三章为高特佳控股博雅生物案例介绍。该部分介绍了选择该案例的原因，接着为了更好的梳理这个案例，本章节先对案例双方高特佳和博雅生物进行了介绍，然后分控股前和控股后这两个部分对高特佳投资博雅生物的整个过程进行事实阐述。

第四章为高特佳控股博雅生物动因分析。在有了上一章节对高特佳控股博雅生物整个流程的大致了解后，本章节对于高特佳为何选择控股博雅生物的动因进行分析，得出了四点原因，第一点原因是在宏观背景下高特佳控股的必要性，第2至4点原因是在微观层面选择博雅生物作为控股对象的原因分析。

第五章为高特佳控股博雅生物价值创造分析。本章节是全文的核心部分，首先分别从公司治理、技术创新、盈余管理这三个路径角度分析了高特佳

控股下博雅生物的价值创造水平，然后从财务绩效视角和市场反应视角总体上评价了高特佳控股博雅生物整个过程中的价值创造效果。

第六章节为研究结论及建议。该部分是经过前文分析，得出的研究结论和研究建议。

1.3 边际贡献与不足

在现有关于私募股权投资的研究中大多集中于参股型投资，控股型投资对公司价值的影响研究还比较少，且不具有一个统一的结论。随着控股型私募股权投资在我国重视程度的提高，现有案例的增多，对于 PE 控股型投资的研究具有极大的理论意义和实践意义。本文选择对高特佳控股投资博雅生物案例进行具体分析具有以下两个方面的边际贡献。

（1）有助于丰富 PE 控股型投资对公司价值影响机理研究、公司治理理论和盈余管理理论。

以往的研究主要集中于私募参股型投资，本文通过对高特佳控股博雅生物这一典型案例的分析，能有效补充私募控股型投资方式对公司价值的影响机制。同时通过对其投资的动态过程进行深入探究，能更加形象地展示 PE 控股投资的作用机制——本文具体从公司治理、盈余管理、技术创新三个方面展现了私募控股对企业价值的影响，并通过财务和市场反应验证和总体评价了这一影响。

在本文研究公司治理对公司价值的研究中，不仅分析得到 PE 加入可通过监管和激励提高公司治理水平，丰富了以往研究得出私募机构加入将改善公司治理的结论；还从集团董事长掏空行为、“PE+上市公司”模式缺陷等角度中得出私募股权投资对于公司治理的不利影响，丰富了 PE 在公司治理中担当的角色研究；然后在得出员工持股计划的不完善易诱发盈余管理行为降低企业价值中，得出公司治理—盈余管理—公司价值的影响路径，丰富了 PE 控股型投资对公司价值影响路径研究、公司治理理论和盈余管理理论。

（2）为企业对外部投资者的决策选择和 PE 控股投资科学运营提供了现实参考。

本文通过对高特佳控股博雅生物近十四年完整投资过程的分析，总结得出了在 PE 控股情形下博雅生物市场价值得到总体提升，业务范围也得到扩张，为企业在发展过程中对外部投资者的相关决策选择提供了现实参考，即可以考虑引进与公司战略目标相符合的 PE 机构，借助 PE 的专业能力实现企业价值创造。

相较于之前对高特佳控股博雅生物案例的分析，本文不仅仅只聚焦在最后公司的财务绩效反映上，还全面地分析了 PE 影响企业价值创造的路径，总结了高特佳在公司治理、技术创新等方面值得借鉴的经验，同时也总结了 PE 控股过程中出现的制度缺陷、盈余管理问题等影响长期价值的因素，为之后 PE 控股投资科学运营提供了改善方向和提示了值得关注的风险。

本文存在的不足分为以下两个方面：一是本文做出的分析均基于公开资料，对于博雅生物上市前的公开资料较少，由于缺少相关信息，本文对于博雅生物上市前高特佳控股投资其所产生的价值创造分析存在不足。二是由于 PE 控股投资样本不足，特别是缺乏 PE 推动企业上市后还长期控股的案例，因此难以进行实证研究，故而本文选择单个案例分析 PE 控股的价值创造效应，考虑到行业特定性等因素，本文得出结论的普适性具有一定局限。

2. 文献综述及理论基础

2.1 关键概念界定

2.1.1 私募股权投资的概念

私募股权投资即 PE，区别于公开发行政权的运作模式，通常是以非公开发行的方式向特定投资对象出售股权以募集资金，再将募集到的资金以股票的形式投资于非上市公司，对公司进行管理，从而提高公司的价值。最后，通过上市、并购或管理层收购等方式进行股权转让等方式达到退出的目的，并获取利润。

私募股权投资最早起源于美国，在经历了一段时间的发展后，由于其对于提振经济的优异效用，迅速扩展至各国，成为全球范围内重要的权益投资方式。我国私募股权投资发展较晚，相关方面的研究也开始得较晚，吴晓灵在 2006 年 9 月 20 日出席“中国私募股本市场国际研讨会”时指出，私募股权投资面向的对象主要是未上市的企业股权，它将伴随企业成长的过程和发展的阶段，帮助企业在这段时期内不断积攒资源逐渐成长为有能力实现公开上市的企业。由于私募股权投资本质是对尚未上市的股权开展的投资活动，因此这一行为对企业发展的初始阶段即早期、成长期和拓展期都有着显著的影响。关于当前对私募股权投资的定义，国内主要以中国股权投资基金协会给出的定义为准，即以投资形式来看，私募股权基金主要是通过非公开方式对非上市公司实施的一种投资，其中对退出机制有着合理设定，根据投资阶段可进行区分。可以看出，在私募股权投资定义中，很大程度上是按照投资时间和投资对象进行划分，其投资对象包括了 IPO 前的企业初创期、成长期、成熟期、Pre-IPO 期的股权投资以及 IPO 后的权益投资和可转换债券等环节，相应地，对应投资对象可将私募股权投资划分为创业资本、风险资本、并购资本、Pre-IPO 资本和 PIPE 资本等类型。

简要来说，私募股权投资的运营过程分为“募投管退”四个环节。其中，管即投后管理与价值增值，是私募股权投资在这四个环节中最耗费人力物力时间的环节，也是企业增值和 PE 投资收益是否能够实现最关键的一环。在投

后管理和价值增值环节，私募股权投资机构运用多种方式积极参与被投资企业的经营管理决策，帮助企业价值的实现。故鉴于其重要性，PE 的投后管理对企业价值创造的影响也是本文接下来主要的研究内容和研究重点。

2.1.2 控股型投资的概念

控股型投资模式是相对于参股型投资模式而言的，二者均为私募股权投资的模式。其中，控股型投资模式指的是 PE 通过成为企业控股股东的投资方式，以在企业中绝对的控股地位实现对该公司的实质性影响。相对而言，参股型模式下，PE 拥有企业的股份不足以影响企业原有股东的控制地位，持有股份数量一般仅仅在 10%-20%左右。

近年来，参股型投资模式相较控股型模式应用更加广泛。参股型模式的存在是因为部分企业的实际控制者及大股东等比较抵触 PE，如果让 PE 成为企业的控股股东，原始大股东和创始人担心会影响到自身的利益，但是若仅仅以参股形式让 PE 成为企业的股东，其对企业的实际治理活动的影响有限，董事会制定的各项决策也不会受到干预，可以使得企业保持一定程度的自主性，公司大股东及创始人的控制权得到有效保障。在参股型模式下，PE 的身份仅局限为投资主体，所以对于公司治理活动的参与有限，且并未掌握控股权。根据前文对私募股权投资的定义可以看出，PE 需要通过对被投资企业进行投后管理实现企业价值的增值和私募机构的高额回报。在使用参股形式时，对于 PE 的管理能力要求不高，在被投资公司 IPO 后，PE 无法影响企业的实际治理活动，这会使得投资活动中不确定性因素的增加，所以，一旦可以自由支配股份，PE 一般会对自己持有的股份立即套现，最大程度上降低和防范投资风险。总得来说，参股型模式有以下几点优势：其一，降低了 PE 进入被投资公司的难度；其二，对于 PE 投后管理的能力要求不高；其三，对于分散投资和减少投资风险有着一定作用。但同时参股型模式也有着不可避免的弊端：其一，PE 对被投资公司的实际治理影响有限；其二，对于推动公司的 IPO 作用有限从而加大了退出风险；其三，PE 无法通过被投资公司来实施自身战略。

但是在私募股权投资发展更加成熟的国外，控股型模式更加常见。这种模式对 PE 要求更高，需要 PE 具有一定投资管理能力，同时必须能够足够了解

行业发展情况，进而可以有效整合行业资源，帮助投资对象快速发展。在控股型模式下，PE 实现了对投资对象的有效控制，即使在投资对象公司 IPO，其持有股份解禁后依然愿意保留手中大部分股份，并为其继续提供源源不断的各类资源，这样当公司市值增加后，PE 依然能够持续获益。

2.1.3 价值创造的概念

企业的价值创造并不是由单一活动产生的结果，Michael E.Porter（1985）在《竞争优势》中提出的价值链理论将公司的经营活动划分为一个个独立的活动，它们分处于不同的环节、彼此联系，每个活动都能创造价值。因此企业的价值创造过程是长期的、持续的、复杂的、综合性的，并不等同于用单一财务指标所衡量的企业绩效。

鉴于价值链理论对企业价值创造的界定，企业价值创造的内容也是多元丰富的，可以从多个视角划分：（1）从财务视角，企业的价值创造应以企业价值最大化为目标被越来越多人所接受。（2）从战略视角，公司战略制定与企业价值创造之间紧密相关，故而战略制定应以价值创造为导向，最终实现战略与价值创造的有效结合。（3）从用户视角，一方面企业应该满足客户需求以实现企业价值；另一方面客户、企业、利益相关者形成了一个价值网络，在这个网络里，每个用户都可以通过满足其他人的需求来获取自身价值，价值是共创共享的。（4）从结构视角，企业可通过各种公司治理手段，降低代理成本，提升效率，从而实现企业价值创造。（5）从多链重构视角，多链重构包括企业的生产链、产业链和价值链，生产链是指企业商品生产到使用的上中下游商户客户集合，产业链是指企业所在行业同类型企业或者技术经济相联系的所有企业集合，价值链是在生产链和产业链基础上能新增企业价值的连结点集合，三条链之间有一定的逻辑关系，可以通过链条重构实现企业价值创造。

（6）从双轮驱动视角，企业的价值创造取决于企业内部增长和外部环境或资源双轮驱动，企业的内部增长主要通过企业自身内部研发、资本运作、技术创新等方式实现，企业的外部环境或资源驱动增长是指企业通过向外并购、业务扩展、产业链延伸等实现，二者相互补充，提高了企业价值创造。

在阐述清楚价值创造概念和价值创造内容后，可以发现财务分析并不能

全面的衡量企业的价值创造效果，Pamela C K & Jonathan L(2001)在相关研究中指出应将非财务指标纳入评估体系更能有效体现企业价值的创造。因此本文也将在之后的分析中将高特佳控股博雅生物的价值创造分为非财务分析和财务分析两个部分。

2.2 文献综述

私募股权投资自美国发展并迅速扩展至全球的过程中，总体来讲其投资模式是以参股型投资为主，因此现有的大多数文献均围绕私募股权参股型投资展开论述。关于私募股权投资对企业价值的影响研究中，一类是私募股权投资对企业价值直接影响的文献，另一类是私募股权投资影响企业价值路径的文献，具体包括公司治理、技术创新、盈余管理三条路径的研究，因此在该部分将对上述两类文献进行分类总结。

2.2.1 私募股权投资直接对企业价值影响的研究

私募股权投资出现后其对于企业价值影响究竟如何是市场十分关心的问题，国内外学者也对此积极展开了研究。在国外研究中，Jain & Kini（1995）选择市值账面比和市盈率为衡量企业价值的指标，通过比较有无 PE 持股的两类公司发现在公司上市前，PE 监管能对上市公司带来正向价值，但随着时间的延长，PE 监管作用逐渐减弱，直至最后这两类公司并无差别。Megginson & Weiss（1991）认为在企业运营成本方面，私募股权投资利用其专业知识可以降低代理成本和承销费，提升了企业价值，同时在上市后私募股权投资往往选择长期持有，对企业进行积极管理以提升企业价值。Jensen 等（2006）国外学者认为私募股权投资要想实现募投管退的闭环并持续，就必须对被投企业进行积极管理，从改善企业资本结构、公司治理、股票绩效等角度实现企业价值的提升。Bergstrom & Grubb（2007）和 Guo（2011）在之后实践分析中发现，私募股权投资确实能够通过提供专业服务、提供更完善的合同等公司治理途径，实现企业的增值。但是在国外研究中也出现了完全相反的结论。例如 Wang K & Lu Q（2003）通过对新加坡上市公司分类发现，PE 参股使得企业股票绩效表现更差。

在国内研究中，向群（2010）、朱静（2011）以中小板上市公司为研究对

象，发现私募股权投资能够优化公司的融资结构，帮助企业价值和绩效的提升。冯慧群（2016）从 PE 影响控股股东掏空行为的路径，发现 PE 能够从内部治理和外部治理两个方面抑制控股股东的掏空行为，从而提升公司价值。邓尧刚（2010）分别对美国和中国资本市场进行研究，发现 PE 在美国通过监管、在中国通过改善财务报表信息实现公司增值效应。国内学者也有通过研究得出相反结论的现象，侯建仁等（2010）对我国 450 家创业企业为研究对象，发现 PE 参股创业企业后企业的投资绩效和获利性变差，而且随着持股时间的增加这个情况更严重。

2.2.2 私募股权投资影响企业价值的公司治理路径研究

公司治理作为解决委托代理问题的关键，自其被提出以来受到了众多学者的关注，并围绕公司治理进行了一系列的研究，其中认为 PE 作为企业的股东将通过监管、激励等方面参与公司治理，进而对企业价值产生影响。

首先私募股权投资从监管层面上进行公司治理角度，本文总结了以下研究结果。Gorman & Sahlman（1989）经过研究发现，私募股权投资会通过一系列积极的监督参与到公司治理当中，包括担任董事、参与公司发展战略制定等方式。Gompers（1996）在对 433 家上市公司的研究中发现，PE 通过向投资企业派驻董事对企业经营进行监督，第二代委托代理问题得到缓解，提高了企业的公司治理水平，对企业价值发挥了积极的作用。Givoly et al.（2010）经过研究发现，PE 的参加能够降低公司可操控应计更少，公司治理水平更高。于博（2014）经过实证研究发现，PE 出席董事会的次数越多越能改善公司的治理水平。

其次私募股权投资从激励层面上进行公司治理角度，本文总结了以下研究。Wong（2009）经过实证研究发现，私募股权投资在对公司治理上建立了有效的人才引进策略和激励机制，对公司业绩的增长发挥了正向作用。Hellman & Puri（2000）私募股权投资在人才引进、高管任职、管理层薪酬激励机制方面具有相对优势，能够帮助企业更规范专业地经营。王会娟和张然（2012）通过对 A 股上市公司的与实证研究发现，PE 的加入与高管薪酬敏感度具有正相关性，且随着其投资期限增加、投资规模变大、参与的 PE 数量增

加，高管薪酬敏感度更高，激励了高管更加努力地工作，提高了公司治理水平。同时王会娟、张然等（2014）进一步通过实证研究发现，PE 持股的上市公司更愿意发放现金股利，由此降低代理成本，完善公司治理。

2.2.3 私募股权投资影响企业价值的技术创新路径研究

创新能力是驱动企业不断向上发展、向外扩张的内生动力，对于企业价值创造之间存在正向促进关系，所以学界对于私募股权投资对企业价值的影响路径也扩展到了技术创新，试图得出私募股权投资对于企业技术创新能力的影响。

在私募股权投资对技术创新的影响关系研究中，大多数都认为 PE 提高了企业技术创新水平。Samuel & Kortum（2000）通过对美国 1965-1992 年的公司进行实证研究，发现私募股权投资的加入能够促进企业创新水平。Hellmann & Pur（2000）通过实证研究发现 PE 参股的企业新产品的研发周期更短，创新效率更高。Devigen et al.（2013）通过分析发现 PE 在筛选、监督、指导等环节发挥更好的作用，从而提高了企业创新水平。我国学者刘颖（2019）通过对 2015-2019 年新三板上市企业进行实证研究，发现 PE 与企业创新能力呈现正向关系，且随着 PE 持股比例的增加，这种促进作用也更强。但是也有学者通过研究发现两者呈现负相关关系，例如 Williams et al.（2006）通过对 PE 参股的医疗及生物技术上市公司进行研究，发现 PE 的加入与公司创新能力没有关系。

考虑到技术创新不能一蹴而就，有一个发展的过程，前期研发投入就对技术创新产生影响，通常技术创新和研发投入之间呈现正相关关系，故学者也就私募股权投资对研发投入的影响展开了研究。武巧珍（2009）认为 PE 由于自身资源优势能够帮助企业获得资金等以更好地进行研发，与此同时，通过 PE 发挥积极的监督激励作用改善公司治理水平，更进一步提升了企业的创新水平。谈毅、杨晔和邵同尧（2012）在进行理论分析和实证研究后，得出风险投资、私募股权投资能够增加研发机构、中大型工业企业研发投入。同时在近期王会娟、余梦霞等（2020）从社会关系网络角度研究，认为 PE 自身拥有的以校友为代表的人脉关系能够降低融资约束帮助企业获得所需资金，进而

促进了企业的研发投入。目前这些研究结论表示私募股权投资能够提高企业的研发投入水平。

高新技术企业的创新水平很大程度上是以专利产出来衡量的，专利产出的数量和质量所衡量的创新绩效反映了企业的创新能力。Kortum & Lerne(2000)通过研究美国私募股权投资对企业创新绩效的影响的研究中，发现相比于企业内部研发，PE所带来的创新绩效更高。Tykvova（2002）通过对德国公司进行实证研究发现，PE的参股行为能够增加被投企业的专利申请数量，在一定程度上提升了公司的创新水平。Brav et al.（2018）通过对美国公司的实证研究中，发现对冲基金能够帮助企业将资源集中在创新研发关键领域，从而提升企业的创新绩效。苑泽明、刘冠辰等（2019）通过对2010-2017年A股上市企业进行实证分析，发现PE参股能够提高被投资企业产出的专利数量，但只对非发明专利数量有显著作用。

2.2.4 私募股权投资影响企业价值的盈余管理路径研究

会计信息质量一直是市场关注的重点，会计信息失真将导致投资者丧失信心，使得证券市场资源错配，对于企业而言将损害其声誉、经营和价值。盈余管理作为影响会计信息质量的重要因素，是一种粉饰财务报表的行为，企业管理者在会计准则和法律法规范范围内通过有意粉饰财务报告数据以最大限度获得公司市场价值，损害了会计信息质量，最终对企业价值产生负面影响。关于盈余管理话题一直被大家高频讨论，在这种背景下也引发了学术界对私募股权投资影响盈余管理行为的研究。

在以往的研究中不少学者得出了私募股权投资能够抑制企业盈余管理行为的结论。Gompers（1996）认为私募股权投资为了吸引投资者的加入会倾向于提高披露的会计信息质量，抑制公司盈余管理行为。Megginson & Weiss(1991)在研究私募股权投资对企业日常活动影响中发现，PE作为信息充分的中介能够降低企业的盈余管理行为，提高会计信息质量，从而降低企业的融资成本，提升企业价值。Katz（2009）通过研究发现PE通过发挥积极的监督作用，向被投资企业派驻董事、完善公司治理制度等行为有效抑制了管理层的盈余管理行为。胡志颖、周璐等（2012）通过对2009-2011年在创业板

IPO 的企业进行实证分析，发现风险投资对加入降低了企业上市前的盈余管理，但是增加了企业上市后的盈余管理，以通过这种行为使股价高于上市时期，从而获得退出收益。

然而也有学者得出了与上述学者相反的结论。Degeorge & Zeckhauser (1993)认为 PE 为了更快的推动企业上市会选择进行盈余管理以达到上市标准，同时 PE 为了满足私募股权投资人的业绩也有动机参与盈余管理美化财务报表。王会娟、林成伟等（2019）以 2006-2011 年 A 股上市企业为样本，得出 PE 为了尽快推动企业上市，在 IPO 前 2 年 PE 进入后，公司的盈余管理行为上升，而且在 PE 退出公司后，公司盈余管理就得到了下降，说明私募股权投资增加了企业的盈余管理水平。徐成凯、金字等（2020）也同样得出了 PE 增加企业盈余管理的结论，他们认为 PE 为了推动企业 IPO 会有动机地操纵研发投入，即通过企业研发支出过度资本化的行为进行盈余管理，而在企业 IPO 后会显著抑制研发操纵行为。

2.2.5 文献评述

通过上文对私募股权投资对企业价值、公司治理、技术创新、盈余管理影响的文献归纳，发现由于样本选择背景、选择时间、研究方法、度量标准等存在不一致，在上述影响方面未能得到比较一致的结论。大多数学者认为私募股权投资能够通过有效的公司治理提升公司价值，同时能够凭借自身的专业背景和社会网络提升企业的技术创新水平，从而提升企业价值。在对于私募股权投资对盈余管理的影响时，学术界分成了两派，一派认同代理假说（王会娟，2019），认为 PE 的积极监管能够降低代理成本，降低企业的盈余管理行为，另一派认同机会主义假说（王会娟，2019），认同机会主义行为和 IPO 择时，PE 会为了推动企业 IPO 和满足 PE 投资者经营目标增加盈余管理行为。所以针对以上对私募股权投资的研究结论分歧，有必要进一步对私募股权控股型投资影响企业价值的效果展开研究，因此本文选择高特佳控股博雅生物的案例，具体分析 PE 控股投资通过公司治理、技术创新、盈余管理三个路径到最终影响公司价值的动态过程，可有效补充私募股权控股型投资的影响方式，丰富现有理论。

同时为了在下文顺利展开 PE 控股企业后的价值创造分析，在此基于现有文献研究建立一个初步的理论模型（见图 2-1），该模型在经过对案例的具体分析后将进一步修改和完善。

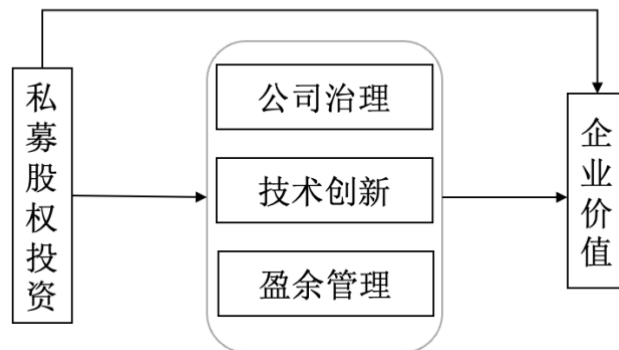


图 2-1 初步的企业价值创造机理模型

2.3 理论基础

2.3.1 委托代理理论

委托代理理论下，企业被视作委托人和代理人之间的一种契约安排，在这种安排下，公司股权属于委托人，而代理人掌握着企业的实际经营管理权。由于这种所有权和控制权的分离，委托人和代理人双方作为经济上的理性人，二者都有可能为了能够达到自身利益最大化这一目标而做出影响彼此利益的决策。特别是在信息不对称问题之下，代理人作为掌握信息优势的一方，更有可能借职位之便做出损害委托人利益的行为。因此，委托人作为信息弱势方，需要通过建立一套行之有效的机制来最大程度协调二者存在的利益冲突，用于限制代理人可能存在的利己行为并用各种方式激励其实现委托人利益最大化。

Jensen 和 Meckling（1976）以企业中存在的股东和管理层两权分离问题为主要研究对象，研究结果表明：企业管理层和投资者双方的利益目标函数是不同的，作为投资者的股东关心的更多的是企业价值最大化，但是实际管理人员最关注的是能否获得私人利益。由于信息不对称问题的存在，管理人员的努力程度并不能被股东完全看到，因此在不一样的融资结构下激励作用也

有所不同。冯根福（2004）研究发现，针对我国企业股权高度集中的现象，企业的实际控制权往往是在控股股东手上，相对而言的中小股东面临经理人和控股股东的双重利益冲突，因此他提出了企业存在着控股股东与经理人、中小股东与代理人的双重委托代理问题。

在代理关系方面，私募股权投资过程中存在着双重代理关系，这是由私募股权投资的过程特性决定的。前文提到私募股权投资包括四步：募、投、管、退，涉及到的主体分别为投资者、PE 机构和被投资企业。首先，PE 机构作为投资者的代理人，由其专业的基金管理人员代理投资者这一委托方进行投资业务，由于投资者对于基金管理人的专业能力和职业道德水平认知方面信息有限，存在一定委托代理问题，基金管理者有可能利用自身信息优势在投资者未知情况下进行高风险投资，伤害投资者利益。其次，第二重代理关系是在 PE 机构和被投资企业之间，此时 PE 机构作为委托人，被投资企业作为代理人负责着企业的实际经营管理。由于 PE 机构对企业真实经营情况存在信息不对称问题，而且在被投资对象选择上，大部分为未上市企业，存在的各种风险和不确定性等问题会更加明显，从而使得 PE 机构面临的委托代理问题更加严峻。但是，这种问题在控股型模式下可以得到一定缓解。

2.3.2 公司治理理论

Fama 和 Jensen 于 1983 年指出，公司治理的核心主要在于所有权和经营权分离的两权分离问题，这引起了企业中相关的利益核心方中间的博弈。因此，对于企业控制权的合理划分，既可以在一定程度上提高企业的整体管理水平，还可以对企业的经营绩效形成有效提升。具体而言，股权激励和薪酬制度的设计就是方式之一，通过这些举措，不但完善了企业现有管理制度，大大提高了管理人员的工作积极性，也达到了控制企业成本的目的，更好地提升了企业的市场价值。

董事会作为一家企业的最高管理部门，对于公司治理的重要性也是不言而喻的，董事会规模以及其独立性的提高，是改善企业的公司治理水平的有效手段。伊志宏（2010）在研究董事会规模这一问题时发现，董事会规模更大的公司相应的社会网络资源水平往往更加丰富，基于此，公司对于吸纳人才

方面的能力通常更加优异。而这可以更好地提高管理层素质，进一步提升企业管理水平和信息披露质量。在私募股权投资领域的相关研究进一步发现，PE 机构可以有效改善董事会的结构和信息披露质量，具体表现为，PE 持股比例越高的企业信息披露的质量相对更高。而在董事会的独立性方面的研究表明，独立性越强，企业的监管效果和整体治理水平就越高。一般而言，外部董事的存在对于董事会监管质量和提升董事会独立性都有显著作用。如果 PE 机构具备专业的行业知识将有助于提升被投资对象公司的董事会监管有效性。当 PE 机构深度参与被投资公司的治理活动，为企业提供高层管理人员的招募培训等，对于提升企业董事会管理水平和监管能力将会大有裨益，从而实现企业的价值增值并最终获益。

2.3.3 价值创造理论

企业的价值创造理论主要围绕着企业经济利润这一核心，探讨其产生与维持的具体方式方法。按照其发展的历程可以划分为古典利润、企业创新和企业能力这三大理论。

古典利润理论中，资本家获得的份额被视作股本或作为资本的利润。克拉拉克在这一基础上继续研究后认为，企业家利润是作为超出管理报酬和资本利息后的剩余价值部分，其中，企业的技术和具体组织架构是影响经济过程中创造利润的重要作用因素。PE 作为企业重大资本投入部分，不但会持有企业股份，还能够进入董事会，实现对公司管理人员的控制，真正对企业实际治理过程进行管理和监控，进而达到获取资本利得的目的。

创新理论最早由熊彼特提出，他明确区分了经济利润和资本利得这两个概念，他指出在创新型的企业中，管理者可以在现有生产工具及新发明的条件下，通过使用方法和创新的组合方式实现企业经济价值的增值。而企业的创新不仅仅需要大量的外源资金，还需要前沿科技的相关信息，私募股权投资可以很好地满足这一需求。作为专业的机构，PE 投资于企业时除了可以提供雄厚的资金弥补企业创新研发缺口外，还能持续为其提供前沿科技信息，整合资源，提供长期帮助。

企业能力理论研究的核心是企业竞争优势的来源和维持问题,其中又分为内在成长和持续竞争的两种理论流派。内在成长理论主要强调的是企业核心竞争力和竞争优势的产生根源。企业的运营过程中,专业化的分工对于提升企业价值,更好地利用各部门协调发展有着很好的促进作用。持续竞争优势理论下,主要将研究重心放在企业持续成长的问题上,一般认为持续成长更多的依赖的是可持续的竞争优势,企业只有打造出专属于自身的核心竞争力才能更好地保持长期发展,持续获利。PE 机构在投资中以长期投资为基本理念,为了最终取得利益,愿意对被投资企业进行长期培养,通过支持其提高创新水平用以打造核心竞争力,最终让企业能保持长期盈利状态。尤其是在资源更加丰富的机构,专业化水平高,经验丰富,这种机构参与企业的时间越长,对于被投资企业保持长期盈利的状态就越有利。

2.3.4 信息不对称理论

信息不对称理论作为信息经济学的核心理论,最早由美国经济学家 Akerlof (1970) 提出,他发现,市场买卖双方对于信息的了解情况存在差异,买方掌握着更多的信息,应用于资本市场后情况同样有效。在资本市场的企业管理者比投资者更了解企业经营信息,是信息的优势方。信息不对称理论指出:委托方与代理人双方在同一时间拥有的信息不平等就说明存在信息不对称。这一定义指出了两种情况,分别是时间上和信息内容上的不对称。

从信息不对称的发生时间来看,可以分为事前和事后两种状态,分别表现为逆向选择和道德风险问题。逆向选择指的是交易的两个对手方在进行交易前所了解的消息并不一致,占据信息优势的交易方就会出于自身利益考虑,做出损害对手方利益的事情,降低了市场经济效率。私募股权投资中,由于逆向选择这一问题,PE 机构往往通过合约的方式规范双方的行为,这也可以在一定程度上激励 PE 机构和企业共同为达成企业价值最大化这一目标努力。道德风险指的是投资方在与企业签订合同后,身为企业的实际活动控制者,管理人员有可能为了自身利益最大化不按照事前商量的合约行事,做出损害投资方利益的决策,而投资方却无法时刻对其进行监管。因此,私募股权投资参与企业后,可以通过监督功能以及最大化利用社会资源达到对管理层行为的

约束，从而避免道德风险。

2.3.5 相关假说

私募股权投资对企业的影响方面，学者展开了各种研究，提出了以下假说。

筛选假说认为，由于 PE 机构在确定被投资公司前会对大量待选企业进行详尽调查，最终选择其中最优质的公司进行投资，因此投资者可以反向推断，根据企业是否接受了私募股权投资来判断企业是否在治理经营方面优于其他公司，进而进行投资。PE 机构在辨识优质标的公司的能力方面往往会随着投资经验的累积和自身专业团队的不断成长过程而逐步提升。

监督假说针对的是私募股权投资的投后管理阶段，它强调了 PE 机构会主动积极地参与和监督被投资公司的实际运营，并且帮助其实现价值增值。具体来说，PE 机构为了自身利益最大化，对于公司的经营管理会时刻关注，而机构本身具备的专业团队往往经验丰富，可以为公司治理提供专业知识，因此可以通过有效的监督和参与经营改善公司状况，实现公司绩效的提高。

认证假说是基于以上筛选和监督假说而提出的，由于 PE 机构的参与对公司来说是一个积极的信号，它向投资者传达了该公司具有投资价值的信号，因此投资者会依此判断发行价是否被低估，能否反映其公司内部信息，即私募股权投资为企业披露信息的真实性做了一个认证。

逆向选择假说则与筛选假说恰恰相反，它认为由于信息不对称的存在，真正优质标的公司是不需要依靠私募股权投资来获得外源融资的，急于获得 PE 机构关注的企业往往是自身管理存在问题的企业。

逐名假说认为，对于部分未成熟的 PE 机构，为了能够在较短时间提高机构声望进而保证下一轮资金筹集顺利完成，他们有可能提前将尚未准备完全的公司快速上市。这样的公司由于经营期限不足，实际经营状况等各方面尚不成熟，很难从私募股权投资机构中实现有效增值。

3.高特佳控股博雅生物案例介绍

随着中国资本市场的发展，近年来国内也出现了不少 PE 控股投资案例，包括深创投控股中新赛克、鼎晖和高领控股百丽帮助其私有化、中信资本控股哈药集团等，主要集中在高新技术行业和医疗健康行业，本文选择高特佳控股博雅生物这一案例进行深入分析主要基于以下原因：（1）目前国内 PE 控股的上市公司不足 20 家，由 PE 主导上市目前只有两家，博雅生物是国内首个实现由 PE 主导上市并进行长期投资到最后退出完整过程的公司，具有典型性，同时十四年的控股时间提供了充足的分析数据。（2）从数据可得性角度，博雅生物是上市公司，信息披露比较及时和完备，易从公开渠道获得所需要的研究数据。接下来本章节将具体介绍案例双方以及控股过程。

3.1 高特佳公司简介

深圳市高特佳投资集团有限公司（以下简称“高特佳”）曾命名深圳市高特佳创业投资有限责任公司，2001 年于深圳成立，专注医疗健康产业投资，以战略性股权投资为主导，投资理念围绕研究驱动投资、关注两端项目（具有高成长潜力的早期项目及具有高确定性和回报率的成长期龙头企业）、强化投后赋能、可持续发展这四个基本点，布局在以生物医药、医疗器械、医疗服务为核心的三大领域，投资覆盖并购、PE、VC、天使等全阶段。高特佳拥有国内少有的深度聚焦医疗健康赛道的专业投资团队，致力于构建医疗健康产业投资生态平台，成为具有全球影响力的医疗健康投资机构。截止 2021 年末，高特佳的股权结构如图 3-1 所示。

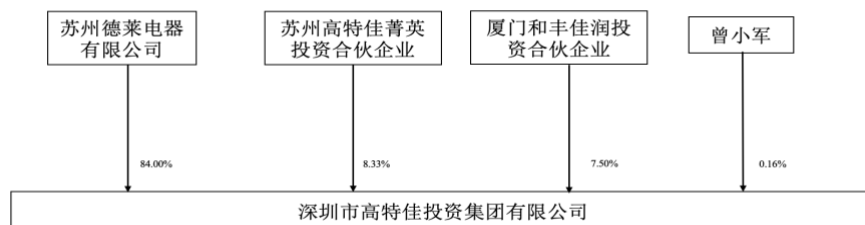


图 3-1 高特佳股权结构图

高特佳专注于医疗健康产业投资，是在业内提出“主题行业投资”投资模式的领头羊。但自高特佳 2001 年创立后差不多十年的时间里，公司的投资主题是综合型，覆盖了川大智胜、澳优乳品、联创电子、郑煤机等各行业项目。2006 年高特佳投资的迈瑞医疗在美国纽交所上市，打开了公司医疗健康领域的投资视野。2008 年国家相关医改政策出台，中国健康产业进入了新的发展阶段，接连着在 2009 年创业板设立并正式启动，募投管退全链条被打通，中国本土 PE 迎来了崭新的局面，高特佳掉转船头，开始全面布局医疗健康赛道。在 2012 年，由高特佳控股的博雅生物成功在创业板上市，完成了高特佳历时 4 年的赛道转换，并接连打造了联影医疗、迈瑞医疗、热景生物、圣湘生物、康方生物等医疗健康产业投资的明星项目。自成立 22 年来，高特佳管理资产规模超 200 亿元，成立医疗健康产业基金 35 支，先后投资了 160 余家企业（其中医疗健康企业 90 余家），实现了 91 个项目成功退出、36 家企业成功上市的投资成绩。瑞士当地时间 2023 年 2 月 16 日，高特佳凭借在医疗健康领域专业的投资能力和优秀的投资业绩，再次入选“2022 年全球最佳投资机构榜单”。

3.2 博雅生物公司简介

华润博雅生物制药集团股份有限公司（以下简称“博雅生物”）曾命名博雅生物制药集团股份有限公司、江西博雅生物制药股份有限公司、江西博雅生物制药有限公司，成立于 1993 年 11 月 6 日，由江西省卫生厅、抚州地区卫生局、抚州市卫生局共同出资组建，前身为抚州市中心血站。1998 年率先在全国血液制品行业中通过国家药品 GMP 认证。2001 年，博雅生物股份制改革获批，成功整改为股份公司。2007 年，博雅生物控股股东变更为高特佳投资集团，且其控股地位一直持续到了 2021 年。在高特佳的主导下，博雅生物于 2012 年 3 月 8 日在深圳证券交易所创业板上市（证券代码:300294），成为国内首个由 PE 主导 IPO 并成功上市的公司。2021 年 11 月 25 日，华润医药控股有限公司（以下简称“华润医药”）成为博雅生物控股股东，截止 2022 年 12 月底，华润医药持有其 29.28%的股权和 40.59%的表决权。

博雅生物是以血液制品业务为主，集生化药、化学药、原料药等为一体的

综合性医药产业集团，同时是全国少数人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类产品齐全的企业之一，其核心产品人纤维蛋白原产品在国内市场占有率和收得率都处于领先地位。在高特佳为博雅生物控股股东期间，博雅生物围绕“世界级血液制品企业、中国制药企业标杆”的发展战略，坚持以血液制品为主导的原则，积极发展非血液制品业务，实现血液制品业务、非血液制品业务协同发展。早期公司只有血液制品，但鉴于血液制品的特殊性，仅仅依靠血液制品无法获得快速发展，高特佳便主导其进行了一系列的外延并购。2013年，公司收购贵州天安药业，将业务范围由血液制品拓展至糖尿病治疗药及慢性病服务；2015年，公司收购南京新百药业，布局骨科及产科等领域生化药的研制；2017年，公司收购广东复大医药，进军血制品经销业务，打通了下游渠道，借助后者营销网络，拓宽了各类产品的销售渠道。在非血液制品业务的加入下，公司总收入逐年上升，为公司发展注入了活力。

2021年博雅生物控股股东变更为华润医药，“成为世界一流血液制品企业”成为公司的发展战略，截止2022年6月底，公司拥有6家成员企业，14个单采血浆站（含1家在建），2021年采浆量420吨，采浆规模与处于第一梯队的天坛生物、上海莱士和华兰生物（年采浆量1000吨以上）还具有相当的差距，公司在血制品行业处于第二梯队。

3.3 高特佳控股投资博雅生物历程

本章的前两节分别介绍了高特佳、博雅生物，可以说博雅生物的快速发展离不开背后高特佳的专业运作。回顾高特佳对博雅生物的运作可以分为两个部分、三个阶段：（1）2007年前取得博雅生物控制权。（2）2007-2012年，对博雅生物进行股权调整，稳定团队，准备上市；2012-2021年，在上市后以博雅生物作为支点进行资产重组，通过向外并购，丰富其产品线，提升市场竞争力。

3.3.1 高特佳成为博雅生物控股股东

博雅生物自2001年2月完成股份制改革到2007年12月高特佳取得其控制权期间共经历了9次股权变动，经过仔细研读博雅生物2012年年报可以发现这9次股权变动其实是控制权从郑跃文（科瑞天诚的控股股东）转让给高

特佳的过程。

早在 2000 年郑跃文便通过其控股公司瑞泽网络、亚太世纪科技合计持有博雅生物 70.01%的股权；2004 年瑞泽网络、亚太世纪科技将持有的全部股份转让给科瑞天诚；2006 年青岛健特生物将 13.30%的股权以 867.27 万元转让给科瑞天诚的控股子公司北京科瑞诚矿业投资有限公司，至此郑跃文足足控股博雅生物 83.31%的股权。而在 2007 年，科瑞天诚便将所持全部股权共计 85.00%悉数转让给南昌合瑞（其中 14.99%由新兴生物代持）。究其原因，科瑞天诚在 2004 年也取得了上海莱士 50.00%的控制权，上海莱士与博雅生物同属于血液制品公司，科瑞天诚为了推动上海莱士的上市，避免左右手互搏的情况，故而清仓了博雅生物。

高特佳早就有意进入医疗健康行业，2006 年 7 月高特佳出资 3200 万元（其中 825 万元作为注册资本，2375 万元作为资本公积金）入股景达生物，获得景达生物 20%的股权，成为其第二大股东。景达生物是国内较大的血浆供应商，控股南岳制药，南岳制药拥有国内稀缺的血液制品许可证。在入股景达生物后，高特佳意在推动其上市，想凭借景达生物自有的平台完善医疗健康行业布局，但由于缺乏话语权无法有效影响公司决策，事情的发展开始渐渐与其所愿背道而驰。景达生物的董事长毛金武此时想全资控股南岳制药，而南岳制药的第二大股东紫光古汉并不愿放弃控制权转而加入股权争夺中，最后造成景达生物经营乱象丛生，股权纷争不断，高特佳迟迟不能抽身。经历过此次景达生物事件后，高特佳便开始主动寻找其他可进行长线投资的平台布局医疗健康产业。2007 年 10 月在得知江西抚州市计划卖掉博雅生物后，高特佳第一时间派出团队奔赴江西，尽管当时博雅生物因为医疗事故濒临危机，但高特佳却看中了其在血液制品行业的经验和前景，而且博雅生物股权结构相对清晰，两个月后即 2007 年 12 月，分别以 1678.80 万元、7841.12 万元的价格收购博雅生物原股东新兴生物和南昌合瑞所持有的博雅生物 14.99%、70.01%股权，高特佳成为博雅生物控股股东，共计持有 85.00%的股权。

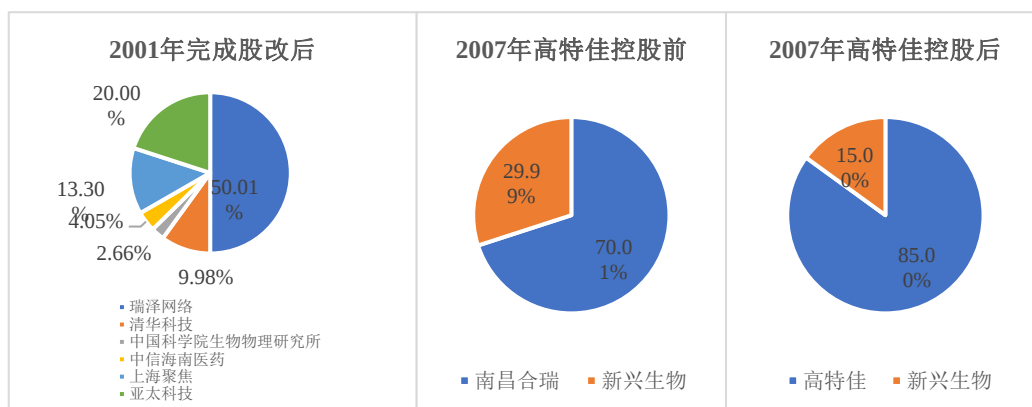


图 3-2 博雅生物受高特佳控股前后的股权变化

3.3.2 高特佳控股后投资管理历程

高特佳在取得博雅生物控制权后，对博雅生物的运作可以分为上市前、上市后两个阶段。

2008年5月12日，高特佳将其持有博雅生物股份的10.00%、10.00%、5.00%分别转让给徐建新、张翔、张建辉，该项股权激励计划的目的是为了稳定博雅生物管理团队和核心技术成员。

2009年7月，博雅生物执行增资扩股方案，增发股份分别由海峡创投、大正初元、高特佳汇富投资认购，增资后海峡创投持有15.63%股份，大正初元持有3.13%股份，高特佳汇富投资持有3.13%股份，这三位战略投资者的加入进一步优化了博雅生物的资本结构。

2010年9月，高特佳为了筹划博雅生物上市对博雅生物高管持股进行了相关调整，同时清理了信托持股以保证其股权清晰。张翔将所持全部股份（占总股本7.81%）转让给融华投资（高特佳控股子公司），徐建新将3.89%股份转让给融华投资；海峡创投将所持全部股份转让给顺加投资和盛阳投资，其中顺加投资占股6.25%、盛阳投资占股9.38%。

2012年3月8日，博雅生物在深圳证券交易所创业板上市，同时高特佳承诺自愿将持有股份锁定期从通常的3年延长至5年，表现出高特佳长期投资博雅生物的决心。经查阅其招股说明书，IPO前公司的股权结构及IPO后高特佳集团持股比例变化如图3-3所示。

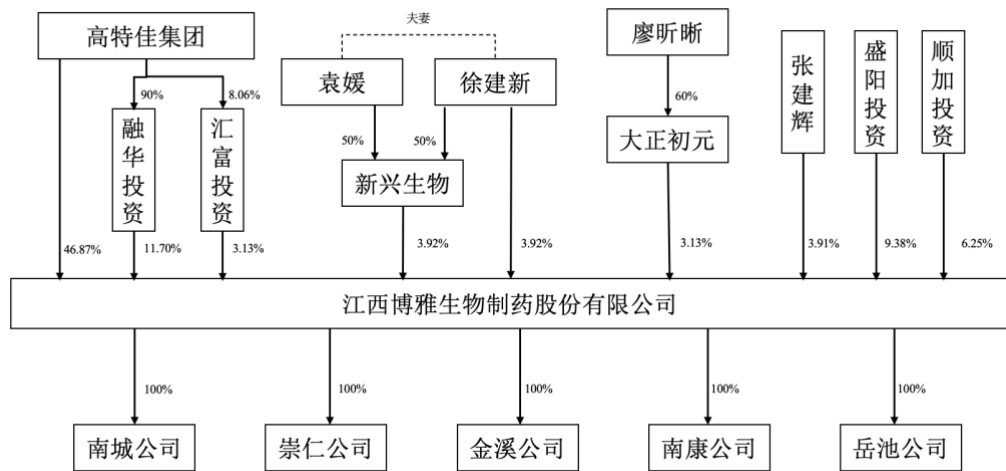


图 3-3 2012 年博雅生物上市前股权结构图

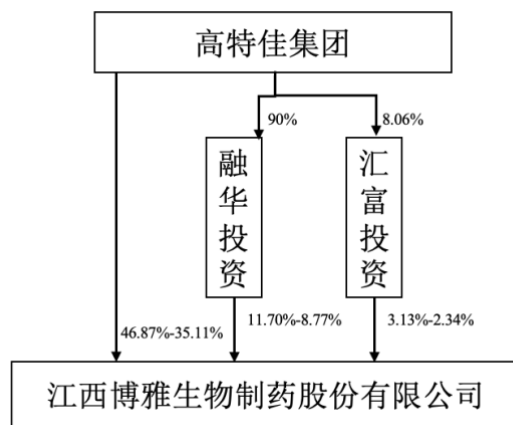


图 3-4 2012 年博雅生物 IPO 后高特佳集团股权变化

在博雅生物上市后，高特佳实行金融资本与产业资本相结合的方式不断对医药领域的公司进行投资并购，以丰富博雅生物产品线，整合医药行业资源，提升综合实力。博雅生物在 2013-2017 年陆续投资并购了海康生物、天安药业、仁寿药业、新百药业和复大医药等公司。2017 年后，随着对并购融资活动的监管审核逐渐严格，高特佳主导的两次并购受阻（罗益生物、丹霞生物），萌生了退出的想法，经过了一系列的减持后，终与华润医药签订股权转让协议，2021 年博雅生物控股股东易主为华润医药。

4.高特佳控股博雅生物动因分析

高特佳控股博雅生物动因主要有以下两类原因：一是从宏观层面上高特佳需要选择控股型投资方式对公司经营产生实际影响以降低风险实现投资收益；二是在微观层面上高特佳需要通过控股博雅生物快速实现博雅生物 IPO，享受血液制品行业成长红利和打造其成为医疗产业投资平台实现其医疗产业投资布局。本章节将对以上两个层面、四个原因进行具体分析。

4.1 私募股权投资实现控制权的必要性

为什么要实现控制权呢？随着公司经营范围、规模等的逐渐扩大，现今企业所有权和控制权分离已经成为常态，目的是帮助公司更好的运行，然而在这样的背景下却产生了由于委托人和代理人目标不一致导致的代理问题。特别是在股份制背景下，公司内部股权相对分散，股东之间存在“搭便车”问题，没有足够的动机对经理人实施有效的监督，因而适度的股权集中能够缓解代理问题，有利于所有者控制权的实现。在众多已有研究中也显示出了股权集中所带来的好处：例如拉菲·拉波塔（2009）等在研究投资者保护与控制权模式时指出，在投资者保护较为薄弱时，适度地集中控制权有利于投资者利益的实现；李明辉（2009）利用我国上市公司 2001-2006 年的数据进行实证研究，得出股权集中能够降低股权代理成本，改善公司治理，提升公司业绩。

PE 为什么要实现控制权呢？私募股权基金投资运作分为“募投管退”四个环节，从基金发展可持续角度来看，私募股权投资的退出是最最重要的环节，找到合适的投资者将手中的权益资本出售获得收益从而退出是私募资本保持持续的流通性和发展性的根本。在中国私募股权投资大背景下，PE 主要面临以下几个问题：（1）我国私募股权投资发展早期退出方式主要以 IPO 为主，但 PE 投资对象大多都是非上市企业，我国上市审核标准严格难以在短期内通过 IPO 退出，PE 要承受较大的投资风险。（2）在王会娟、张然（2012）的研究中显示 2006-2010 年有 PE 参与 IPO 的公司中，PE 持股平均为 13.2%，

而第一大股东持股平均为 35.6%，说明 PE 是中小股东，难以在公司决策上发挥主导作用。（3）PE 的目的是最大化投资收益，退出时所投资企业价值越大，PE 收益越高，故其有强烈的公司治理监管动机，但由于持股份额低缺乏话语权，就算派驻董事进行监管很多时候也是流于形式。综上所述，PE 在整个投资过程中处于有心无力的状态，如果大股东与 PE 机构一致，专心推动公司 IPO，那双方激励相容、合作共赢；如果大股东不急于推动公司上市，那么 PE 退出难以实现无法获得投资收益，面临被套牢的尴尬局面，此时会出现大股东与中小股东之间的代理问题。

高特佳在景达生物的投资上就遭遇了持股份额低无法对公司经营产生实质影响，导致后续公司经营不善，又陷入了南岳制药股权纷争，最后狼狈离场的事件。故而私募投资机构转变传统参股投资方式，控股投资企业成为大股东有非常重要的实践意义，此时 IPO 目标明确，解决了大股东与中小股东之间的代理问题，同时通过私募股权投资机构的积极治理将完善公司治理机制，提升企业价值，最终顺利 IPO。

4.2 快速实现博雅生物 IPO

在方红艳、付军(2014)对私募股权基金退出方式选择的研究中发现 1999-2011 年间 PE/VC 的退出方式 43.72%为 IPO，是最主要的退出途径。为何 IPO 这种退出方式如此受 PE 喜爱，本文总结了以下几点原因：（1）公司成功上市投资者能收到较高的回报，高的甚至能达到投资金额的数十倍，同时上市后流动性增加降低了退出成本。（2）选择 IPO 是投资者、企业管理层、企业自身的三赢选择，都可享受公司股权价值提升所带来的收益。（3）IPO 退出是对私募投资机构专业能力和经营能力的肯定，有利于提高 PE 的知名度。综上，不难理解高特佳助推博雅生物 IPO 的实现。

2007 年 12 月高特佳取得博雅生物控制权，按照 2006 年证监会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》规定公司上市前 3 年内实际控制人不得发生变更，这就意味着博雅生物最早在 2011 年提交上市申请材料。事实上，2010 年 6 月证券公司便已经开始对博雅生物开始初步尽职调查，2010 年 12 月立项，2011 年 7 月提交了创业板首发招股说明书，2012 年 2 月就收到了同意批

复，能够如此快速地实现博雅生物 IPO 离不开高特佳在背后的努力。一是经营业绩。高特佳在控股博雅生物后便对股权结构进行调整，并对博雅生物高管予以相应的股权激励，控股股东和公司管理层利益达到高度一致，博雅生物净利润从 2008 年 1071.33 万元到 2009 年 3150.58 万元、2010 年 4997.65 万元、2011 年 6523.41 万元，完全满足创业板上市“最近两年连续盈利，最近两年盈利累计不少于 1000 万元，且持续增长；或者……”的要求。二是高特佳的券商背景。高特佳最初是由知名券商国泰君安 2001 年发起设立的，其董事长蔡达建便是从国泰君安投行部副总经理、并购部总经理调任，事实上高特佳大多数管理层都曾在国泰君安任职。券商背景使高特佳更加了解上市要求、流程及其他资本运作，能够更快推动博雅生物的上市，同时风险认证效应降低了 IPO 抑价率，提高了上市成功的概率。

4.3 享受血液制品行业成长红利

人体血液分为血浆和血细胞（红细胞、白细胞、血小板）两大部分，其中 55% 为血浆，血浆中仅有约 7% 为蛋白质。血液制品是将这些蛋白组分分离后制备成的各类产品，主要包含人血白蛋白、人免疫球蛋白类和凝血因子类三大类别。血液制品的适应症比较广泛，在医疗急救及某些特定疾病的预防和治疗中有着其他药品不可替代的重要作用，属于不可或缺的国家战略性储备物资。血液制品在生产过程中安全性要求很高，这是由其易传播传染病的特性所决定的，故而我国血液制品行业监管政策严格，不断出台监管措施，涵盖了从供血浆者管理和筛选、浆站设立安全措施以及 GMP 改造，到过程中全自动机采、供血浆者身份识别，再到多层病毒灭活程序，最后成品签发等方面，都表明血液制品的生产技术要求高。

在血浆的来源方面，我国不允许使用临床回收血浆生产血液制品，血浆只能来自于单采血浆站，而且单采血浆站的血浆只提供给唯一的一家血液制品公司，未经批准禁止调拨；在血浆站的设立方面，自 2001 年以来，国家不再批准新的血液制品生产企业，隔绝了新竞争者的加入，未来血液制品生产企业只减无增，行业竞争成为内部存量竞争。随着国内血浆监管政策愈发严格、血浆具有稀缺性，提高了血液制品行业准入门槛以及经营成本，促使行业

内优胜劣汰强强结合，行业走向集中。同时由于血液制品行业的特殊性，一家公司生产的产品越多，血浆利用率越高，越能实现规模经济，而生产规模越大的公司越能产生协同效应，推动行业走向集中。同时经过与欧洲发达国家血制品人均使用量对比，我国人均使用量还有较大的提升空间，特别是免疫球蛋白、凝血因子类产品，未来血制品市场规模有待扩大，业绩增长可期。

综上，在血液制品行业具有血液制品不可替代性、技术壁垒高、政策壁垒阻挡了新竞争者的加入、行业集中度提高、血浆供给偏紧、消费需求存在翻倍空间的多重特性下，博雅生物作为当时血制品行业的明星企业，拥有先进的生产技术、完整的生产流水线，为新设立节约了巨额成本，同时业务净利润率超 30%，是非常理想的投资选择。高特佳控股博雅生物后，成功布局血液制品行业，可以在博雅生物这个成熟平台上实现迅速向外扩张，抢占市场份额，充分享受行业成长红利。

4.4 打造医疗产业投资平台

高特佳 2003 年投资的迈瑞医疗 2006 年在美国纽交所上市，当年营业收入近 20 亿元，其发展速度之快让高特佳感受到了医疗健康行业发展的巨大潜力，高特佳因此开始对医疗健康行业进行深入研究。当时正处在 2008 年医改阶段，国家“健康中国”等战略性政策大力支持医疗健康产业发展，同时我国拥有 13 亿人口的巨大基数加之人口快速老龄化、居民消费结构升级、人民健康意识提高、医保商保体系完善、二胎放开等背景，中国医疗健康产业市场规模发展巨大，如此经过对医疗健康行业的深入了解后，高特佳掉转船头主攻医疗健康产业投资。事实上，医疗健康产业规模从 2011 年的 1.6 万亿元增长至 2017 年的 5.1 万亿元，产业规模扩大了 3 倍以上，的确是一个理想的投资标的行业。

可是高特佳如何才能布局医疗健康行业，拓展业务体系，快速发展获得投资收益呢？受中国政策制度的规制，私募机构是很难在 A 股上市的，那么通过其控股子公司 IPO 就成为了最佳选择。高特佳最开始选择的是景达生物，欲推动其 IPO，可惜由于股权纷争不了了之，之后才有了高特佳认购博雅生物股权成为其控股股东的后续。博雅生物处于医疗健康行业的医药细分领域，

在上市后拓宽了融资渠道，高特佳可凭借博雅生物在其原有业务的基础上向上中下游拓展，打造博雅生物成为医疗产业投资平台，逐渐完善医疗健康产业布局。回顾博雅生物上市以来多次收购重组事件，不难发现几乎每次资产重组背后都有其控股股东高特佳的身影，例如 2013 年天安药业的收购、2015 年新百药业的收购、2017 年复大医药的收购等等。

5.高特佳控股博雅生物价值创造分析

本章是对高特佳控股博雅生物价值创造效应的具体分析，按照前文依据现有研究所建立的初步价值创造机理模型，将首先从公司治理、技术创新、盈余管理三个路径方面分别探讨高特佳对博雅生物的价值创造效应，然后从对财务绩效和市场绩效的分析中直接得到高特佳控股投资对博雅生物价值创造的影响。

5.1 基于公司治理路径的价值创造分析

随着公司制的出现，现代企业普遍存在由于两权分离造成的委托代理问题，完善的公司治理制度就成为了解决问题的关键。公司治理制度不仅向企业发展提供了重要的制度框架，而且也为企业提高竞争力、提升绩效提供了组织框架，它是公司所有者向经营者进行监督和激励的重要制度。因此，高特佳是否通过一个科学的公司治理制度管理博雅生物从而提升公司价值是值得探讨的问题，本节将在下文进行详细分析。

5.1.1 从监管层面进行公司治理

高特佳在控股博雅生物后采用积极监督的方式来治理博雅生物，包括向其派驻董事、引入独立董事制度和委派监事等。

（1）向博雅生物派驻董事

首先在派驻董事方面，高特佳控股博雅生物的近 14 年里博雅生物董事会中一直都是 2 名由高特佳委派的董事。2010 年 11 月前公司董事会规模为 5 人，高特佳派驻董事占五分之二；2010 年 10 月后博雅生物董事会扩至 7 人（3 名独立董事、4 名非独立董事），高特佳仍是派驻 2 名人员担任非独立董事。董事长一职除了刚取得博雅生物控制权的一年由高特佳董事长蔡达建担任，主要是为了完成双方团队磨合，之后便一直由博雅生物原管理人员担任（具体非独立董事变化见表 5-1）。观察以往控制权转移事件，大股东为了实现控股公司的绝对话语权，通常会更换原董事会和管理团队，而高特佳也保留了博雅生物的原有管理团队，将专业行业的管理交给专业的人去做。如此

对比，高特佳给予了博雅生物原有领导管理团队极大的尊重和信任，为后续双方的良性合作奠定了基础。

表 5-1 高特佳控股期间博雅生物非独立董事变化

	2007.12- 2008.12	2009.01- 2009.06	2009.07- 2010.10	2010.11- 2015.08	2015.09- 2017.02	2017.03- 2021.02	2021.02- 2021.12
董事长	蔡达建*	徐建新	徐建新	徐建新	徐建新	廖昕晰	廖昕晰
董事 (*为高 特佳委 派)	徐建新	黄煜*	黄煜*	黄煜*	黄煜*	徐建新	朱士尧*
	黄煜*	洪大诚	洪大诚	洪大诚	廖昕晰	曾小军*	周漪军*
	洪大诚	范一沁*	范一沁*	范一沁*	范一沁*	范一沁*	梁小明
	陈采芹	陈采芹	黄斌艺				

(2) 引入独立董事制度

其次在引入独立董事方面，高特佳为准备博雅生物的上市于 2010 年引入了独立董事制度，独立董事在防止控股股东及管理层内部控制，维护投资者利益、提升公司价值方面有着重要意义。张斌、姚志远等（2022）以 2015-2019 年 A 股制造业公司为样本研究行业专长型独立董事对企业绩效的影响，发现行业专长型独立董事能够弥补公司管理层缺乏异质性的不足，可提供建设性的意见和相关资源，充分发挥监督功能，抑制由于多元化经营降低企业绩效的现象。查阅博雅生物历年定期报告，其独立董事占董事会七分之三，共 3 名，各自具有医药、法律、财务专业背景，为公司的投资决策、日常经营等提出独立的专业性建议。

表 5-2 博雅生物历届独立董事变化

时间	姓名	工作经历
2010.11- 2017.03	程信和	曾担任北京大学法律系讲师,现为中山大学法学院教授、博士生导师,中山大学法学研究所所长,校务委员会委员。同时兼任中国法学会经济法学研究会副会长,广东金启律师事务所律师等
	高基民	从事免疫学、分子生物学等领域的医学研究。现任温州医学

时间	姓名	工作经历
		院科技处处长、钱江特聘教授、博士生导师。
	沈建林	立信会计师事务所(特殊普通合伙)高级合伙人、浙江省注册会计师协会副会长、奥普控股集团有限公司独立董事。
2017.03- 2021.02	吴晓明	中国药科大学博士生导师、教授，曾任中国药科大学校长
	宋瑞霖	毕业于中国政法大学，法学学士学位，中欧国际工商学院工商管理硕士。曾任国务院法制办公室科教文卫法制司副司长。现任中国医药创新促进会执行会长等
	赵焕琪	从事证券业务审计咨询服务近 20 年，现任立信会计师事务所（特殊普通合伙）合伙人等
2021.02- 2021.12	章卫东	现任江西财经大学会计学院教授、博士生导师，兼任中国审计学会理事，中国注册会计师协会法律援助委员会委员等
	黄华生	曾任中国银行江西省分行法律事务部门负责人，现任江西财经大学法学院教授、博士生导师等
	赵利	曾任河北医科大学药学院教授、药化室副主任，现任河北省药学会常务理事等

在最近发生的康美医药财务造假事件中，由于独立董事职责缺位导致其受到连带处罚引发众多上市公司独立董事纷纷辞职一事再一次引起了市场对于独立董事制度有效性的关注。那博雅生物的独立董事是否发挥了应有的作用呢？浏览公司历年的董事会决议，发现并未出现独立董事反对和弃权的情况。2020 年 9 月 10 日，一封由高特佳董事长蔡达建妻子金慧丽书写的《致每一位高特佳人的公开信》在网络上公开，震惊了整个 PE 界，不仅让人关注到蔡达建本人私德败坏问题，也再次引起了公众对博雅生物无实际控制人声明的怀疑。早在 3 个月前，深交所便向博雅生物是否具有实际控制人提出问询，博雅生物坚称由于控股股东高特佳股权结构分散，无实际控制人，故而博雅生物也不具有实际控制人。2020 年 9 月 4 日深交所向蔡达建本人出具了问询函确认其是否为博雅生物实际控制人，10 天后蔡达建出具了否定的回复。针对公开信称蔡达建为博雅生物实际控制人的内容，深交所于 2020 年 9 月 16 日再次向蔡达建本人出具关注函确认其是否对博雅生物实际控制，蔡达建并

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/418073130061006031>