

国外产业基金研究

国外产业投资基金研究之一

编者按：为做好产业投资基金试点工作，最近我司与北京大学等单位共同对国外产业基金的运作制度和机制，以及开展沿革等做了一些研究，现陆续将有关材料整理刊登，供参阅。

国外产业投资基金概况

一、国外关于私募股权基金(即产业投资基金)的界定

产业投资基金名称虽然在中国已经有十多年的历史，但并没有较为标准的定义。在研究产业投资基金之前，需要先界定产业投资基金的范围，然后才能提出相应的标准建议。我们认为，中国产业投资基金的定义应该类似于国际上通称的 Private Equity Fund，或称私募股权基金。

私募股权基金虽然形成了一个规模庞大的行业〔全球规模超过万亿美元〕，但是在法律上还没有明确的定义。根据美国联邦银行业监管条例¹，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，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，雇员或者其它股东所

¹ 出处：Code 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).

持有的股份都不超过 25%；

- 最长持续期限不超过 15 年；
- 并非出于躲避金融控股监管条例或者其它商人银行投资条例目的而设立。

私募股权基金行业起源于创业投资〔亦称“风险投资”〕，在开展早期主要以中小企业的创业和扩张融资为主，因此创业投资在相当长的一段时间内成为私募股权投资的同义词。也因为如此，私募股权基金行业协会通常的名称都冠以创业投资协会〔VCA〕。从 1980 年代开始，大型并购基金〔如 KKR〕的风行使得私募股权基金有了新的含义。由于历史原因，各国对于私募股权/创业投资的定义也稍有差异。美国〔NVCA〕一般认为创业投资基金投资范围限于中小公司的初创期和扩张期融资，私募股权基金那么涵盖所有为企业提供长期股权资本的私募基金〔包括创业投资基金〕。欧洲〔EVCA〕、香港〔HKVCA〕和台湾〔TVCA〕那么将创业投资基金和私募股权基金完全等同，都是提供长期股权资本的集合投资形式。本文如未特别说明，创业投资基金和私募股权基金的含义均参照美国说法。

二、私募股权基金的历史简介

早期的私募股权基金是政府为了实现特定目的而设立的基金。这些目的可能是为了促进中小企业的开展，向之提供长期资本〔英国〕；可能是为了促进特定领域的科技研发〔美国〕；或者推动特定产业的开展〔台湾〕。私募股权基金作为一个成熟的产业出现是

在 80 年代。杠杆并购基金的大量出现引发了不少争议，但在许多案例中为投资者提供了高额回报。

私募股权基金开展的最大障碍在于缺乏资金。私募股权基金的特点决定了公众资本很难成为其主要资金来源，需要依赖于私人资本或者金融机构投资。美国从 70 年代末开始放松对机构投资者的投资限制，允许养老基金投资于私募股权基金。英国也在 70 年代开始允许银行等金融机构投资于私募股权基金。欧洲各国也相继放松管制，允许银行和保险公司进入这个领域。

私募股权基金开展的另外一个重要动力在于税收处理方式的改变。有限合伙制的出现使得机构投资者可以在享受税收优惠的同时，承担有限的风险，并且方便不同司法制度下的投资者联合进行投资。大多数私募股权基金都采取有限合伙形式进行投资。不同司法制度下，某些公司还可能采取其它公司形式，如我国的有限责任公司制度。欧洲某些特定类型的基金采取了公开上市基金的方式，但是数量较少。

90 年代是一个低通胀时期，固定收益证券〔包括债券和优先股等〕的收益率相对较低。大量金融机构的投资进入高绝对收益率的私募股权基金领域。这一时期是私募股权基金的开展的顶峰时期，也是创业投资的顶峰时期。2000 年之后的网络泡沫破灭对创投行业影响巨大，目前私募股权基金重新进入上升期。

三、私募股权基金的资金来源

私募股权基金的投资期限非常长，因此其资金来源主要是长期

投资者。一般来说，私募股权基金的资金会大量来自于其主要投资地域的机构投资者。以欧洲为例，欧洲私募股权基金业 70%以上的资金来自欧洲外乡。中国是其中的例外，大量的资金来源于海外，局部归因于国内缺乏完善的资本市场和相应的监管架构。以下为私募股权基金的资金来源分布：

投资者	欧洲*	投资者	台湾**
银行	24%	银行	7.25%
保险公司	12%	投资银行	1.76%
养老基金	22%	保险公司	9.52%
基金之基金	9%	金融控股公司	5.51%
政府机构	6%	投资机构	18.44%
个人投资者	6%	工商企业	39.25%
基金自身盈利	5%	政府机构	4.35%
资本市场	1%	个人投资者	13.90%
其它来源	15%		

* 基于 1998 – 2024 数据，资料来源：欧洲创业投资协会。

**数据截至 2024 年，资料来源：台湾创业投资商业同业公会。

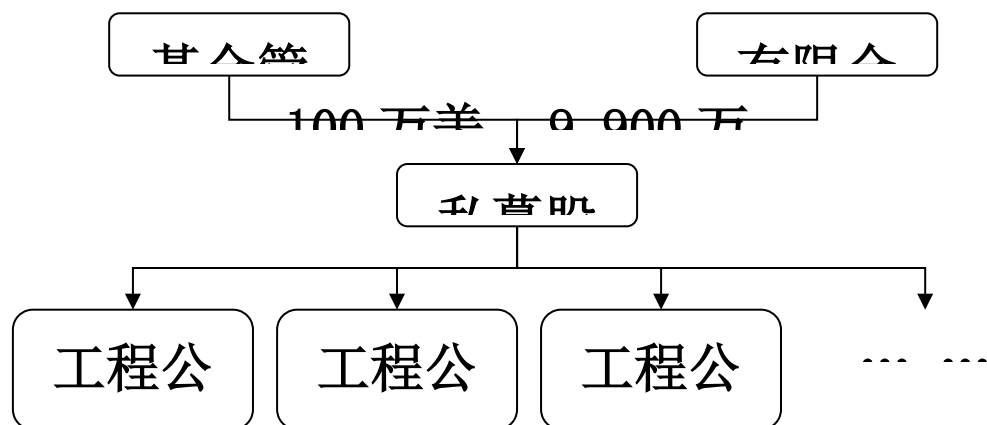
私募股权基金的筹集方式不同于普通基金，通常采用资金承诺方式。基金管理公司在设立时并不一定要求所有合伙人投入预定的资本额，而是要求投资者给予承诺。当管理者发现适宜的投资时机时，他们只需要提前一定的时间通知投资者。这存在一定的风险，如果投资者未能及时投入资金，他们按照协议将会被处以

一定的罚金。因此，基金宣称的筹集资本额只是承诺资本额，并非实际投资额或者持有的资金数额。

在实际的筹资活动中，基金有一定的筹集期限。当期限满时，基金会宣布认购截止。同一个基金可能会有屡次认购截止日，但一般不超过 3 次。实践中，基金可能会雇佣代理机构来进行筹资活动。

四、 私募股权基金的投资模式

在欧美基金中，基金管理人一般会出资 1% 左右。管理人出资份额越高，往往投资者信心越高。基金管理人除了获得管理费之外，还会获得分红。在这种鼓励机制之下，基金管理人有很强的动力去追求最大利润。另外一方面，私募股权基金的存续期间一般在 15 年以下。基金管理人有可能在原有基金尚未到期之前就必须重新融资成立新的基金。在融资过程中，基金管理人的声誉和历史业绩非常重要。这种约束机制也是私募股权基金在没有严格监管情况下，仍然健康成长的重要原因。



私募股权基金

典型的私募股权基金条款〔欧洲创投协会〕

单投资者最低出资额	一般在 500 至 1,000 万美元之间
管理人出资	管理人出资份额需要超过 1%
合伙期限	合伙期限一般介于 7 至 10 年，期间投资流动性很差，但基金也有可能通过出售投资向合伙人派发盈利。
投资承诺期	基金一般在获得投资承诺的 3 到 6 年之内将承诺资本投资出去。
管理费	每年基金管理费一般固定为承诺资本额的 1.5%至 2.5%，接近基金的运营本钱。
鼓励机制	基金管理人一般会获得额外收益的 20%作为分红。
优先收益	当基金收益率超过优先收益率时，管理人才能从额外收益中按比例提取分红。

五、私募股权基金的历史表现

私募股权基金作为一项机构投资者偏爱的长期投资，其历史表现可以用以下三个特点概括：

- 高长期收益率；
- 高收益率波动性；以及
- 与主流投资工具相关系数低。

从美国私募股权基金的历史表现我们可以看出，私募股权基金在过去 1，3，5，10 和 20 年中的年度平均收益率均高于纳斯达克指数〔代表小盘股票〕和标准普尔 500 指数〔蓝筹股〕，也高于债券工具的收益率。

美国私募股权基金历史表现〔截止 2005 年 12 月 31 日〕

单位: %

基金类型	1年期收益	3年平均	5年平均	10年平均	20年平均
初创型创业投资基金	8.3	3.1	-10.9	41.5	20.4
平衡型创业投资基金	24.3	11.7	-3.5	18.9	14.6
成熟期创业投资基金	6.9	8.6	-4.1	11.3	13.5
创业投资基金	15.6	7.5	-6.8	23.7	16.5
总体					
小型并购基金	11.5	7.8	2.1	7.9	25.4

中型并购基金	33.8	10.0	2.9	10.9	16.5
大型并购基金	18.2	16.0	4.0	10.2	12.7
超大型并购基金	35.7	17.8	6.0	8.8	11.4
并购基金总体	31.3	16.3	5.2	9.2	13.3
夹层投资基金	12.2	4.8	2.2	6.4	8.9
私募股权基金	22.6	13.1	1.5	12.3	14.2
总体					
纳斯达克指数	5.2	14.2	-2.2	7.7	12.4
标准普尔500指数	6.3	10.1	-1.1	7.3	11.0

资料来源：Thomson Financial/美国创业投资协会

数据说明：资料涵盖 1,841 家私募股权基金，总资本额达 6,570 亿美元，收益率数据为扣除管理费及管理人分红后的有限合伙人收益率。小型、中型、大型及超大型并购基金的资本额分别为小于 2.5 亿美元，2.5 – 5 亿美元，5 – 10 亿美元以及 10 亿美元以上。

从上面的数字我们也可以看出，不同类别的私募股权基金之间收益率差异甚远。同类基金在过去 20 年中的收益率波动也较股票和债券更为明显。除此之外，私募股权基金的风险还来自于它们的低流动性。私募股权基金缺乏一个公开的交易市场。投资者如果需要短期内变现其投资可能会遭受不小的损失。目前，私募股权基金的二级交易市场正在形成中。即便如此，私募股权基金

的流动性风险仍然远高于股票和债券。

私募股权基金与股票和债券的收益率相关系数都很低。在构建投资组合时，增加私募股权基金将会扩大有效资产组合边界的范围。私募股权基金的出现使得资产组合可以在不降低平均收益率的前提下，降低组合收益率的预期标准差，也即风险。以下是美国私募股权基金历史收益率与股票/债券收益率之间相关系数一览。

	股票市场		债券市场	
	长期	短期	长期	短期
年度收益率	0.57 至 0.59	0.49 至 0.58	-0.18 至 0.12	-0.37 至-0.07
季度收益率	0.58 至 0.59	0.58 至 0.61	0.00 至-0.11	-0.22 至 0.03

资料来源：Venture Economics, Investment Benchmark Report: Venture Capital (2024 Edition)，转引自欧洲创业投资协会。

六、私募股权基金的法律监管

美国的“投资公司法”涵盖了各种公众集合投资形式，对它们的运作提出了许多标准性要求〔如信息披露义务〕。私募股权基金通常会根据“投资公司法”的豁免条款来设立，因此它们的筹资对象便限定于非公众的“合格投资者”。除此之外，私募股权基金通常还会根据“证券法”和“投资参谋法”的豁免条款来躲避监管。因此，私募股权基金很大程度上游离于美国金融监管体系之外，与对冲

基金类似²。

美国法律对私募股权基金的监管主要是对基金投资者的标准。养老金法案〔ERISA〕确立了“谨慎投资者原那么”，要求养老金资产的管理者根据此原那么进行投资操作。多数私募股权基金都会接受养老金的投资³，因此也受到该法案的管辖。由于美国的养老金通常也会投资外国尤其是私募股权基金，因此这些被投资的私募股权基金也需要遵守相关法律。为合理躲避监管，不少基金将 ERISA 监管的投资者单列为一类，为之设置专门投资结构。⁴银行控股公司法⁵那么将银行控股公司对单一私募股权基金的投资比例限制在 25%以下〔有投票权的份额须低于 5%〕。

英国的私募股权基金⁴监管体系略有不同。根据 2000 年⁶金融效劳与市场法案⁷的 S235 条款，私募股权基金可以作为一种不受监管的集合投资形式〔Collective Investment Scheme〕来成立。但是私募股权基金必须由接受金融效劳局⁵监管的管理公司⁶来进行管理。基金管理公司需要获得金融效劳局的批准才能从事私募股权基金的管理业务。

英国金融效劳局的监管手册设置了三方面的标准〔High-Level Standards, Prudential Standards and Business Standards〕，对私募股权基金管理公司进行标准。第一方面的监管涉及基金管理公

² 对冲基金（Hedge Fund）的监管更加松散，也可以从事私募股权投资。

³ 譬如加州公共雇员养老金（CALIPER），其投资的私募股权基金数量接近 600 家，累积投资额超过 1000 亿美元。

⁴ 不同于英国行业协会，英国法律定义中没有私募股权基金的概念，而将之说成创业投资基金（VC），但两者所指内容是一致的。

⁵ Financial Services Authority，英国的金融超级监管机构

⁶ 由于普通合伙人一般是躲避风险的影子公司，因此实质管理工作是由受监管的基金管理公司来执行的。

司的董事和高级经理，以及内部控制制度。第二方面的监管要求基金管理公司在其管理的基金中投入高于一定数额的自有资本。第三方面的监管那么涉及反洗钱法案，商业道德标准等方面的内容。

总体来说，私募股权基金很大程度上都躲避了政府监管。这其中的原因有以下方面：投资者多数是资深的机构投资者，有足够的资源自行监控投资；私募股权基金的合伙协议对基金的运作进行了较为严谨的标准；私募股权基金高度依赖于基金管理人的个人信誉和历史业绩，从而降低了委托代理本钱。另外，私募股权基金行业协会也在行业开展中起到了非常重要的引导作用。它们制定了一些行业通行准那么，如投资价值评估标准〔EVCA 和 PEIGG〕。这些行业准那么有利于全球私募股权基金行业的健康开展。

〔北京大学金融系产业基金课题组〕

当前国外产业投资基金开展的主要趋势

产业投资基金在国外也称私募股权投资基金。近年来私募股权投资基金加快开展，呈现出以下主要开展趋势：

一、私募股权投资基金在并购活动中发挥了重要作用

近年来，私募股权投资基金在并购市场的交易数量和规模显著增加。已公布的私募股权投资基金参与的杠杆收购规模从 2000 年的 710 亿美元增加到 2024 年的 2370 亿美元，2024 年前三季度为 3090 美元。交易的平均规模由 2000 年的 4.02 亿美元增加到 2024 年的 13 亿美元（见图 1）。

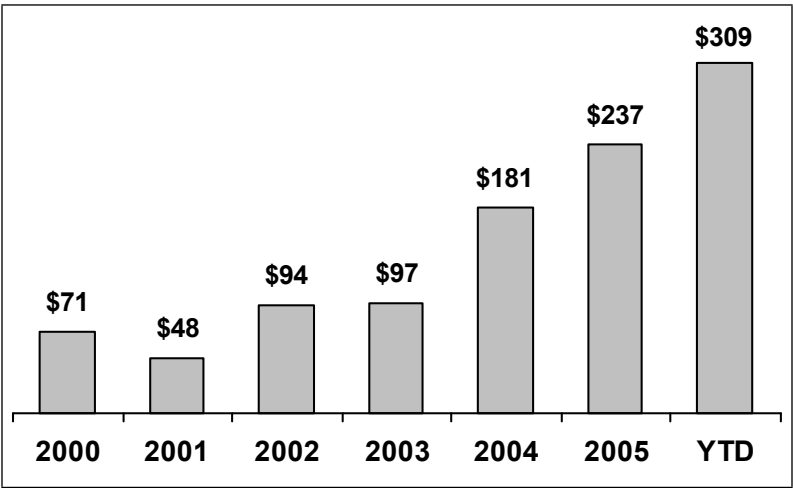


图 1 全球公布的私募股权投资基金参与的杠杆收购规模（单位：10 亿美元）⁷

⁷ 包括净债务。来源 Marketview (Goldman Sachs);Thomason Financial(SDC)

2024 年前三季度，私募股权投资基金参与的杠杆收购规模占全球并购总额的 13%，除换股交易外，私募股权投资基金参与的杠杆收购占现金并购额的 17%（见图 2）。

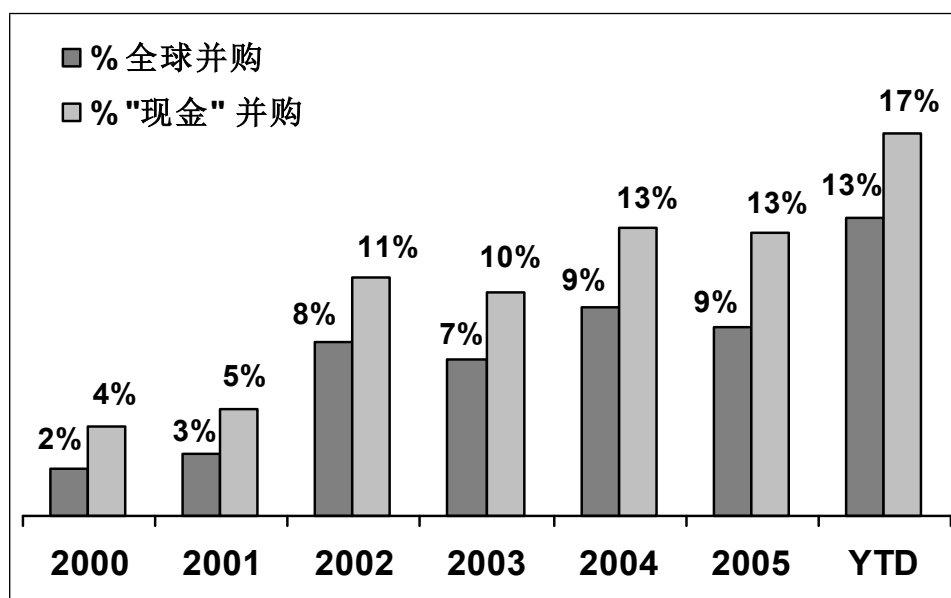


图 2 杠杆收购占全球并购份额⁸

私募股权投资在并购市场中的地位日益重要。据《华尔街日报》报道，HCA(Hospital Corporation of America)目前正在就一宗价值为 210 亿美元的收购进行谈判，这将是此类交易中规模最大的一宗。3 Com China Venture Lures 的三个竞购者（私募股权公司）为网络运营业务出价到达 15 亿美元；有数家大的私募股权投资公司在竞购飞利浦半导体工厂，出价超过 102 亿美元。据《亚洲华尔街日报》报道，Brambles 出售了另外两项业务，KKR 同意出价 13.5 亿美元。据路透社报道，KINDER MORGAN 的执行总裁促成了一宗 134 亿美元的并购。

二、资金规模庞大

⁸ 仅包括私募股权基金作为收购方的交易。来源：Marketview(Goldman Sachs);Thomason Financial(SDC)

由于拥有大规模的资金，私募股权投资基金可以购置数量更多、规模更大的公司。

1、近年的基金融资规模越来越大。2024 年募集金额 1730 亿美元，2024 年前三季度 850 亿美元。10 个规模最大的基金 2024 年占融资总额的 24%，2024 年前三季度占 41%。估计全部待投资基金规模 2250 亿美元，意味着 6750 亿美元的购置能力（见图 3）。

2、2024 年规模超过 10 亿美元的基金有 135 个以上，而 1995 年仅有 14 个。目前有 18 个基金规模超过 50 亿美元，6 个基金规模超过 10 亿美元（见图 4）。

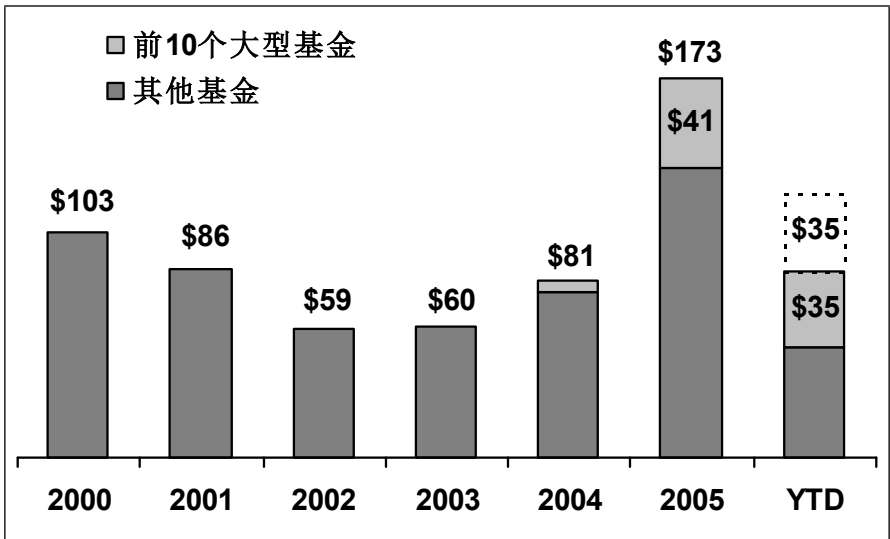


图 3 全球融资规模⁹

1. 全球融资仅包括杠杆收购基金，不包括创业、夹层和基金的基金。单位：10 亿美元。其中，前 10 个大型基金包括 Blackstone, KKR, Permira, TPG, Bain Capital, Apollo, TH Lee, Warburg Pincus, Carlyle, 和 GS Capital Partners. 截止 2006 年 9 月 26 日。

9

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/736005054223010104>