

中国的私募股权投资：监管制度对私募股权公司的影响

Hannah Bradford[1]和Riley McKinzie[2]

[1] Hannah是2021届德克萨斯大学奥斯汀分校哲学和东亚研究专业的学生。

[2] Riley是2022届德克萨斯大学奥斯汀分校 国际关系和东亚研究专业的学生。

摘要：本报告研究了中国经济、私募股权以及中国监管制度对外资和本土私募股权公司的影响。为了对经济、金融市场和各部门之间的关系有更细致的了解，我们逐一对它们进行了研究：第一部分梳理了中国经济增长在1978年脱离计划经济后的经济发展；第二部分解释了中国的金融体系，包括银行和金融部门在内的历史和发展；第三部分中分别从西方和中国的角度对私募股权和投资方法进行了更深入的探讨；第四部分和第五部分研究了外国和本地私募基金的资本增长和行业趋势；最后一部分讨论了新出台的《外商投资法》对当前和未来外商投资企业的影响。

关键词：私募股权；中国经济；全球金融体系；外国投资法

在线发布

2021年1月

参考资料

Bradford, Hannah and Riley McKinzie. 2021. "Private Equity in China: The Impact of Regulatory Systems on Private Equity Firms [中国的私募股权投资：监管制度对私募股权公司的影响]." IUCJ 1 (Winter), 27-35.

中国和中国经济简介 简述

在过去的几十年里，中国经济经历了非凡的增长和发展。从加入世界贸易组织，成为世界第二大经济体，到扩大其金融和银行业，中国自2000年代初以来的经济增长几乎超出了所有的预测。按购买力平价计算，中国现在的GDP排名、¹商品贸易和外汇储备都排名世界第一。²中国不仅在GDPPP以27万亿美元（2019年）排名世界第一，而且中国的GDPPP比美国（21万亿美元）高近6万亿美元[2]。虽然中国的实际GDP增速开始放缓，但中国的增速仍然高于大多数发展中国家和西方国家。

1979年以前，中国实行经济国有化和经济保护主义，大部分的经济是通过“中央计划”由国家控制。³这使得中国政府能够将资源分配给关键产业和基础设施以促进发展和增长。这些政策的实施是为了确保中国经济可以相对自给自足，不依赖对外贸易。虽然中国在1949-1978年间发展了一些现代工业和基础设施，而且名义GDP年增长率达到6.7%，⁴但许多西方经济学家认为计划经济是低效的。按照西方标准，1949-1978年间的中国仍然是一个相对贫穷的国家。

1978年，中国开始了包括农业改革、开放部分市场经济、建立四个经济特区、部分贸易自由化等在内的“改革开放”时代，这些都使中国经济迅速发展。从1978年到2018年，中国GDP年增长率为9.8%；因此，中国的经济规模每八年就会翻

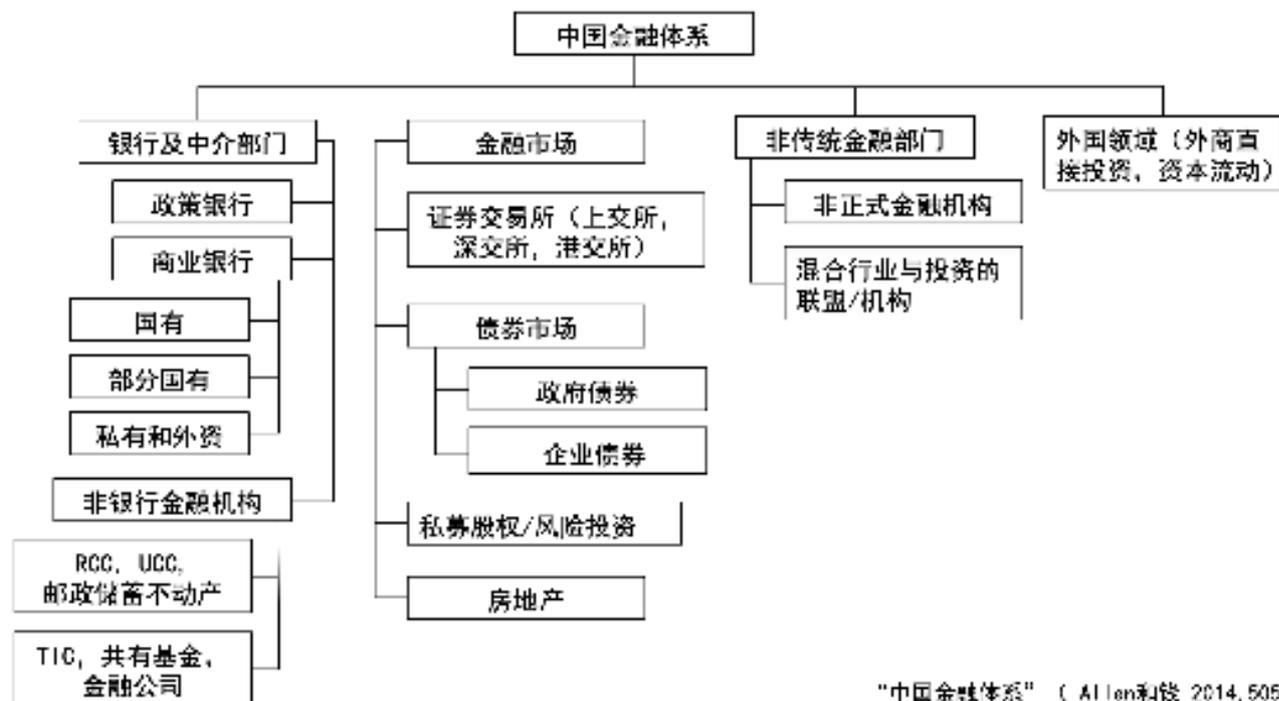
一番[4]。2008年全球金融危机爆发时，中国出台了5860亿美元的经济刺激计划，重点是投资基础设施和放松银行贷款，这使得中国经济得以迅速复苏，GDP增速迅速回升[4]。尽管如此，过去六年中，中国的GDP增速有所放缓，2019年的增速为6.1%[4, p.9]。许多经济学家提醒说，如果与美国的贸易紧张局势持续下去，那么中国的实际GDP增速可能在2021年下降到5%[4, p.6]。

中国政府的政策和计划在过去40年里支持了中国经济的大幅增长，而且中国现在也允许增加国内自由市场活动和国际贸易。世界银行将中国的经济增长描述为“历史上主要经济体最快的持续扩张[4, p.11]。”例如，中国最近的“中国制造2025”计划寻求几个高科技领域的增长，如现代制造业、农业机械、基础材料产品、高科技海洋船舶、电动汽车、电池和发动机、医疗设备的核心部件、高性能计算机、工业机器人、先进医疗器械等[2, p.1]。

国家主导的发展

1978年，中国开始逐渐摆脱计划经济。⁵如今，中国利用国家主导发展的方针来促进经济增长。国家主导的发展一般被认为是宏观经济规划，允许国家通过激励、投资或所有权来引导经济和某些行业或项目。但是，中国并不像在“计划经济”时那样对商品和服务的规划、生产和分配拥有唯一的控制权。在国家主导发展的方针下，中国采用了多种机制，如建立经济特区和自

图1：中国金融体系概览



“中国金融体系” (Allen和钱 2014, 505)

由贸易区，设定短期、中期和长期发展计划和首要任务，对某些行业项目采取激励措施以及对国家战略重点行业拥有所有权和投资权（如电信业通常是国有企业）。⁶所有这些机制结合在一起使得中国政府能够在不采用“计划经济”或直接下达经济命令的情况下推动中国经济的增长。

1978年至1990年左右的快速发展主要集中在农业改革、逐步摆脱“计划经济”和建立支持国际贸易的经济特区。中国政府开设了四个经济特区（深圳、珠海、汕头、厦门）以促进对外贸易。在这些经济特区成功之后，其他几个经济特区也相继建立来更好地推动中国经贸融入世界。既1978年改革开放之后，2001年中国加入WTO进一步刺激了中国的经济增长和在全球经济一体化中的参与度。

中国还不断向经济价值链上游移动，以确保其经济增长不会停滞不前。多年来，中国的经济发展已经从农业部门转向制造业部门，再转向服务业部门。目前，服务业约占中国GDP的52%。此外，中国还通过制造业向高附加值产业转型来优化经济结构。中国政府也通过投资建设项目来刺激就业，支持经济增长。通过鼓励私营和国有部门的发展也使中国发展出了多元化的“混合”经济。这种转变鼓励了就业增长，大约90%的新工作岗位来自私营部门。一个常见的误解是外国直接投资是私营经济增长的主要动力。外国直接投资（FDI）一般占GDP的2%-3%，如果占5%-6%之间则对经济增长有显著作用。自2000年初以来，

中国的FDI占GDP比重一直在2-4%之间徘徊。⁷近年来，分析人士估计，中国的国有部门占GDP的40%左右，而私人部门占GDP的60%左右。

金融体系 银行业务

银行部门和金融部门构成了中国的金融体系，这些部门共同鼓励和促进投资。中国的金融体系在很大程度上是由银行业主导的，而且银行业的规模仍然远远大于中国的金融市场。

1949-1978年间，中国的银行体系由一家大型国有银行，中国人民银行组成，它的资产占中国金融总资产的93%。⁸中国人民银行能够控制几乎所有的个人和商业金融交易。从1978年到1984年，银行业进行了重大改革。作为中国摆脱“计划经济”的一部分，中国人民银行于1979年正式与财政部脱钩[8, p.504]，同时成立另外三家国有银行：

1. 中国人民建设银行
2. 中国农业银行
3. 中国工商银行

这三家银行开始处理大部分的商业银行业务。在此期间，中国人民银行正式成为中国的中央银行。这一转变使个人和企业有更多机会获得贷款和银行服务。

20世纪80年代，中国政府不断推动银行体系的发展。20世纪90年代，银行业进一步发展，

三家政策性银行（中国开发银行、中国出口银行和中国农业发展银行）和三家专业银行（中国农业银行、中国银行和中国工商银行）成立。⁹此外，一些农村和城市合作社也相继成立。虽然在此期间银行系统在扩张，但中国政府仍然控制着大部分行业并向低绩效的国有企业提供贷款，这导致许多低绩效的国有企业贷款违约和倒闭。为了应对这一情况，财政部对四家国有商业银行进行了重组，¹⁰并提供了330亿美元的资本金来消除不良贷款[9, p.1615]。通过这些改革，目前中国已有一百多家商业银行获准经营。虽然银行系统在不断扩张，但中国人民银行仍然是银行系统的中央机构。中国人民银行负责：制定货币政策，降低风险和促进金融体系的稳定，监管贷款和外汇，以及监督支付和结算系统等[9, p.1614]。

对中国银行系统的改进建议往往强调提高效率的必要性，特别是在贷款分配方面。由于大部分银行信贷都给了国有企业，这些贷款经常不还或迟迟不还，于是就有人猜测给国有企业的贷款可能是基于个人关系，而不是商业价值。此外，贷款的整体需求大于供给。在许多企业无法获得贷款的情况下，近年来其他银行中介机构迅速发展，以满足这种资金需求。

金融市场

近年来，中国的金融业发展迅速，这在很大程度上是由于本地企业和外国企业之间允许进行自由投资。中国的金融市场由三个证券交易所（上海证券交易所、深圳证券交易所和香港交易所）、债券市场、风险投资/私募股权以及房地产组成[8, p.501]。在整个20世纪90年代，中国的金融体系见证了内地两个新的证券交易所（上交所和深交所）和房地产市场的同步发展[8, p.501]。然而，中国股票交易市场和房地产市场往往波动性高，部分原因是由于相关法律框架还在不断发展中。2001年中国加入WTO后，中国允许外资金融机构更频繁、更大规模地进入股票和房地产市场。此外，在2001年，中国允许机构投资者在退出投资后自由撤出资金。¹¹这使市场从封闭式基金系统过渡到开放式基金系统。这一转变为

图2：私募股权的架构



根据James Baldwin“什么是私募股权架构”（P5）绘制

私募股权投资公司带来了丰厚的利润，使总资产净值从1998年的13亿美元增长到2008年的3320亿美元。¹²虽然与银行业相比，私募股权只占资产的一小部分，但私募股权的发展标志着中国金融市场的变化。

私募股权 中国私募股权投资的历史

随着中国金融业不断发展，中国在一定程度上沿用了全球最为通行的西方私募股权模式。然而，中国模式的一大特点在于中国热衷于开创自己的道路，这一点在私募股权投资行业也表现得非常明显。不同的监管环境和私募股权的发展历程导致了中西方私募股权的根本差异。¹³虽然中国从1978年就开始经济增长，但直到20世纪90年代初才引入私募股权投资。国务院首次引入广义的私募股权投资是为了加大金融创新力度并提供更多的融资机会[13, p.79]。在20世纪90年代末和21世纪初，中国的金融从业者对私募股权投资知之甚少，或存在误解。私募股权在中国的兴起与2007年中国投资公司（中投公司）和全球领先的私募股权公司黑石公司的交易有很大关系。¹⁴这笔交易之所以被媒体高度关注，主要有因为两大原因：1. 中投公司为收购黑石公司约10%的股份支付了高达30亿美元的金額；2. 这是中投公司的第一笔投资交易，而且发生在中投公司正式注册成立之前。因此，这笔交易引起了公众对于黑石公司的兴趣，不少国内企业也由此了解到了私募股权这一新资金来源渠道。包括私募股权公司在内的外资企业非常希望有机会投资国内企业，而这对于以前几乎完全依靠国有银行融资的国内企业来说是一个重要的新选项。由于中国的资本市场刚起步，外资私募股权的进入为中国企业提供了真正的价值。这种价值体现在资金的增加、管理技能的提高以及金融业整体专业性的提升。

中国的私募股权投资 基金的类型：所有权和货币

中国的基金主要按所有权和货币这两种性质分类。外国投资者对一支外国基金拥有完整所有权。中国认为任何不是中国公民的投资者都是外国投资者。在本文中，当我们讨论外国所有权时，我们指的是美国投资者。不过，原则上任何外国私募股权基金都可以投资中国股本。中国投资者对一支本地基金拥有完整所有权。¹⁵一支基金可以由外国和本地投资者混合持有，成为混合型基金。区分所有权是必要的，因为从过往案例看，所有权决定了哪些公司需要遵守特定的中国金融和市场法规。¹⁶

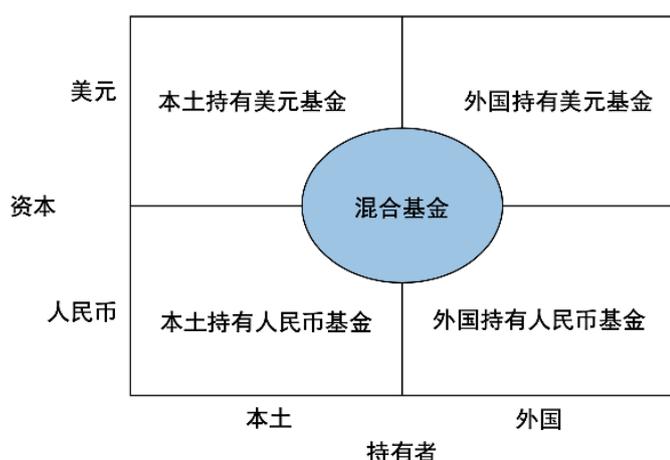
在所有权确立后，私募股权基金需要决定

是以美元、人民币或两者结合的方式来募集资金。外资和本土基金都可以用美元或人民币募集资金，并不必根据国籍来决定募集资金的货币形态。在选择募集货币时，私募股权公司可能会考虑到自己的退出计划和可兑换货币的需求。以美元和人民币组合募集的基金很可能是外资和本土投资者共同拥有的混合基金。由外资或本土投资者独资的基金一般不会用两种不同的货币募集资金。

根据下图，私募股权基金可分为以下几类。大部分基金属于1号、3号或5号；

1. 外资美元基金

图3:中国私募股权基金形式



根据Yong “中国私募股权基金” (P98) 绘制

2. 外资人民币基金
3. 国外/本地美元和人民币混合基金
4. 本地美元基金
5. 本地人民币基金(私人或国有)

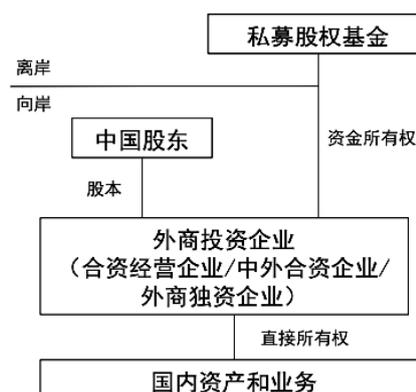
结构：在岸公司和离岸公司

私募股权投资以离岸公司或在岸公司的形式合法设立。离岸结构使私募股权公司能够避开中国的资本利得税和冗长的表格和法规，更快地转让股权，并在货币兑换方面获得更大的灵活性。离岸结构通常“为通过IPO或贸易销售退出投资提供了一条更快捷的途径”。外资和本土企业都可以使用离岸结构，但本土企业用离岸结构较少。在过去十年中，中国政府逐渐意识到离岸结构会带来的资本利得税的流失，因此对相关法规进行了改革。

在中国合法注册的私募股权公司（既“在岸结构”）根据所有权和目标行业的不同有不同的结构。在中国，外国在岸企业被称为外商投资企业（Foreign Investment Enterprises 简称FIE。

外商投资企业是一个总称，指在中国境内根据中国法律注册成立的企业，其全部或部分投资来自外国投资者。¹⁷ 私募股权公司采取的外商投资企业类型将根据所有权而有所不同。例如，外商独资企业（Wholly Owned Foreign Enterprise 简称WFOE）由外商独资出资，而合资企业（Equity Joint Venture 简称EJV）则由外商和本地合伙人出资。

图4：向岸的外商投资架构



根据雍桂平 “中国的私募股权投资” (P102) 绘制

每个外商投资企业都有相应需遵守的法律。例如，以合资经营企业形式成立的公司必须遵守1979年出台的《中华人民共和国合资企业法》。对于合资经营企业，外国投资者需要至少出资25%。相关法律规定，“利润和亏损按照各合伙人的出资比例进行分担。” 每项法律都对出资、所有权结构、必须遵守的其他法律等进行了明确规定。上图列出的结构并不是一份详尽的结构，但却是外商投资企业中最受欢迎的结构。

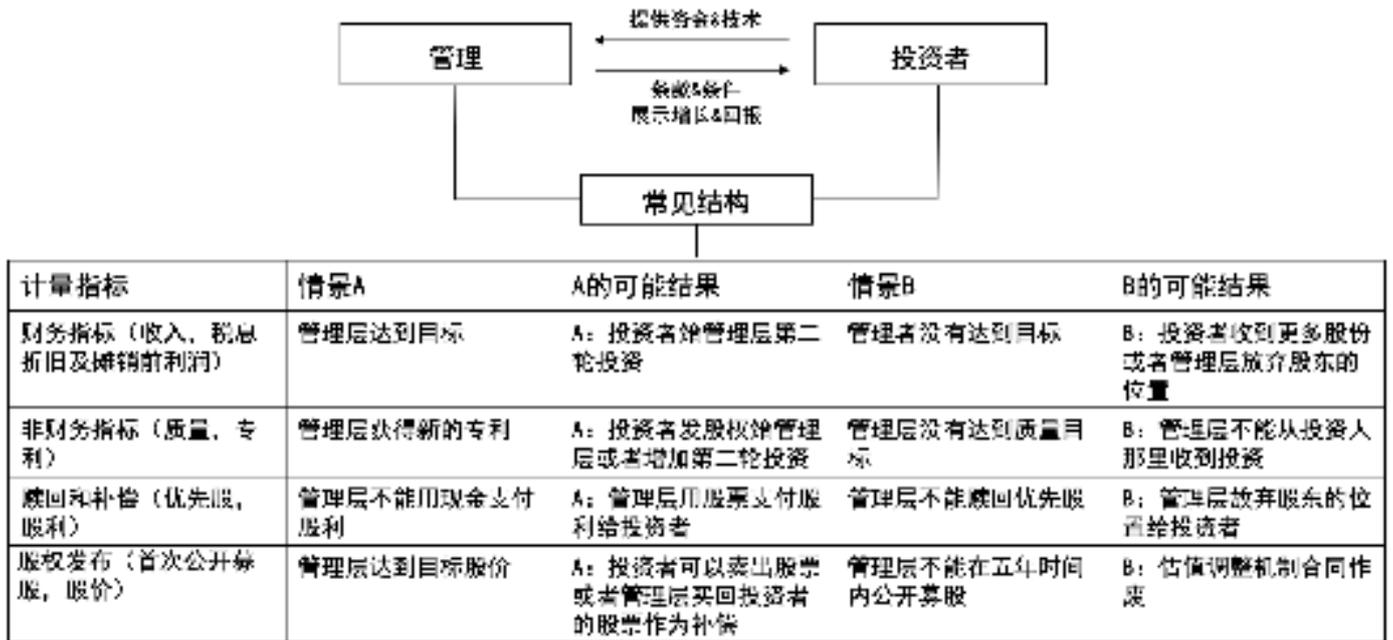
投资过程

外资和本土私募股权公司在募资和设立基金的过程中总会面临挑战。如果外国公司试图在中国筹集资金，他们将面临作为局外人的种种挑战，比如他们无法有效地与投资者建立联系，尤其是在他们不懂中文的情况下。通常外国投资者在中国以外的地方筹集资金更成功，而中国金融专业人士在中国筹集资金更成功。

语言和文化的障碍可以严重影响外国基金在目标公司实行的增值和提升业绩的方法，但外国公司往往具有专业知识上的优势。在私募股权投资领域，知识和经验是至关重要的。不仅要成为私募股权投资领域的专家，而且要在公司投资的行业中拥有丰富的背景，这一点越来越重要。

在中国，对一家公司进行充分估值的过程是十分复杂的，因为财务报表往往会掺杂编造和美化成分，或者有些中国公司直接拒绝公布财务报表，这都会使得外国投资者保守谨慎。不

图5：评估调整机制



“中国私募股权基金” (Yung 2012, 115)

确定性通常需要通过正规的交易来源和充分的尽职调查来消除。尽管有这些顾虑，但私募股权公司可能会同意采用估值调整机制 (valuation adjustment mechanism 简称VAM)以帮助“降低风险”[13, p.115]。估值调整机制可以采取金融或非金融措施，下图总结了估值调整机制的可能情况。

在中国，私募股权投资通常是“具有某种形式的广泛控制权的少数成长型资本，或者是IPO前的投资。”由于大多数交易采用少数股权结构，私募股权公司对投资公司的影响力经常受到质疑。私募股权公司在构建交易结构时旨在确保控制权，因此通常会在协议中设定合同义务。此外，当私募股权公司拥有少数股权时，他们会寻求确保积极的投资组合管理和与投资对象间开放的沟通。在特定的投资期限内，合伙人往往会希望进行投资重组，准备退出。

美元基金和人民币基金的目标退出策略通常会有所不同。人民币基金很可能会在国内退出。如果基金决定进行首次公开发行，它很可能在国内交易所（比如上海证券交易所）上市，因为国外交易所的成本很高。但是，中国证监会会有更严格的规定，所以人民币基金需要遵守规定，做好充分的准备，否则会被拒绝。随着2010年北京金融资产交易所的成立，贸易和二级销售作为人民币基金的退出策略越来越受欢迎。贸易销售要快得多，成本也相对较低，而且向战略买家的贸易销售可以以现金支付（股权互换在中国并不常见）[13, p.179]。杠杆收购是人民币私募股权基金中最不常见的退出结构，这主要是因为这类基金在投资中持有少数股权，因此杠杆收购并不是必要的。基金通常选择少数股权以提高交易完成

和退出的效率。

美元基金最常见的退出策略是通过首次公开发行或交易销售。通过首次公开发行退出意味着投资将首次在公开交易所上市。投资公司不需要在其地理位置附近的交易所上市，实际上，许多公司会根据其行业或目标受众选择上市。常见的中国大陆境外的证券交易所有纳斯达克、纽约证券交易所和香港证券交易所。中国大陆境内最受欢迎的股票交易所是上海证券交易所和深圳证券交易所。2019年，在上交所上市的企业有120家，在深交所上市的企业有77家，¹⁸ 这些IPO上市带来了约400亿美元的收入[18]。

贸易销售通常在境外进行以避免税收和法规，但有些交易仍需要中国证监会的批准。股权和所有权将通过一个离岸实体转移给买方。然后，买方将通过离岸控股公司将股份回流，使其回到中国[13, p.130]。

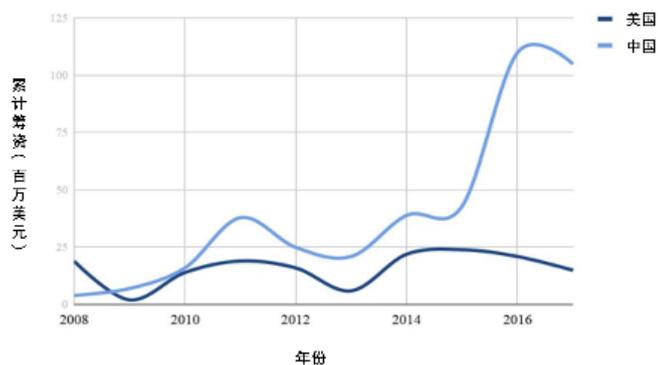
与首次公开发行和交易销售相比，二次销售和杠杆式资本重组不太常见。二次出售比较低调，所需的法规较少，与其他退出方式相比相对简单。二次出售一般发生在两家私募股权公司之间，而且与其他退出方式相比，二次出售更为直接。交易条款可以由双方协商，不需要政府干预，从而实现盈利退出[13, p.131]。

对于经过管理的资本重组退出，中国对股东的支付分配有严格的限制。中国的法规往往不允许在任何时候撤回股权，这就带来了额外的障碍。此外，公司一般没有足够的流动资金来进行杠杆式资本重组[13, p.132]。

近年来，在中国运营的几家领先的外资私募股权投资公司有黑石集团、凯雷集团、贝莱德、贝恩和瑞银。¹⁹ 黑石集团是世界上最大的私募股权投资公司之一，在全球范围内管理着950亿美元的资产，是在中国运营的主要外国私募股权基金。²⁰ 庞大的资金使其成为中国私募股权投资行业（尤其是房地产市场）最具影响力的外资基金之一；然而，黑石公司在中国参与了涉及多个行业的几笔重大交易。近期的两笔交易包括：黑石公司于2017年将其欧洲物流公司Logicor以145亿美元的价格出售给中投公司以及黑石集团在2016年以65亿美元的价格向中国公司海航集团出售希尔顿全球25%的股份[20]。

在中国，自2014年以来，外资美元私募股权基金的资产管理规模和募资数额均有所下降，²¹ 而同期本土人民币基金的资产管理规模和募资数额均有所增加。²² 2018年，中国的私募股权投资公司的资产管理规模为6000亿美元[22]，其中大部分资产管理规模的增长来自于近年来本土人民币基金募集的增加。²³ 美元募资额有所下降，2008年募资额为180亿美元，2017年募资额为150亿美元[22, p.8] 外资基金的资产管理规模和募资额下降的原因是投资法规复杂，外币基金的货币转换时间较长。另外，2014年IPO热潮中释放的资金，使资金从美元基金转向国内人民币基金。此外，西方企业对中美贸易争端的担忧也导致了私募股权投资的减少。²⁴ 再者，在2018-2019年间，外国私募股权投资减少了64%，2019年其在中国的投资额为50亿美元[22, p.9]。2015年，在中国运营的私募股权投资公司超过1300

图6: 国外的中国本土私募股权累计筹资

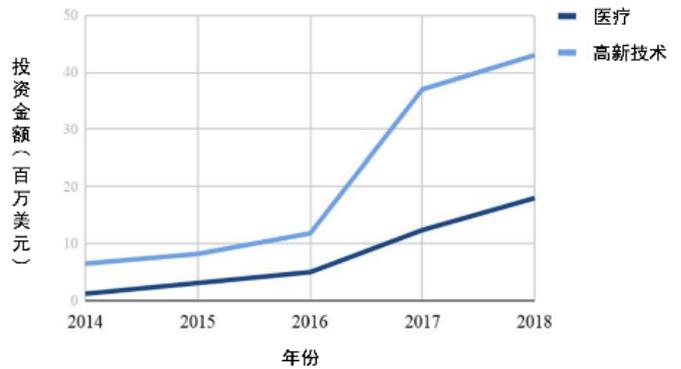


家，其中外国基金约占400家。这些外资基金平均管理着1亿美元的资产[23, p.13]。

近年来，外资私募股权投资公司在中国投资的主要领域是消费、医疗和科技[19, p.3]。在新兴行业中，排名靠前的是医疗和高科技。2018年，医疗保健行业的总投资额为430亿美元，外国基金占总投资额的180亿美元[22, p.16]。2019年，医疗保健行业的投资额又增长了22%，其中对制药和生物技术公司的投资额占了很大比重

[22, p.17]。这一增长部分可以归因于2019年新型冠状病毒肺炎的爆发。例如，在中国运营的最大外资企业之一黑石集团向中国增长最快的制药公司之一宜昌东阳光长江药业股份有限公司投资了

图7: 国外私募股权在医疗和高新技术上的投资



4亿美元[20]。这项投资说明了有影响力的外国公司投资中国新兴产业的趋势。

国外私募股权投资公司对技术密集型行业的投资正在快速增长。²⁵ 信息技术是高科技行业的主要市场之一。2018年，信息技术行业的总投资额达1030亿美元，外资基金占总投资额的430亿美元[22, p.22]。此外，在2013-2017年间，对中国的互联网和科技交易已占外国私募股权投资增长的85%[25, p.13]。互联网和科技交易的平均投资交易规模从2013年的3000万美元上升到2018年的2.13亿美元[25, p.17]。贝恩公司的调查显示，由于传统的私募股权估值方法与中国市场估值存在差异，约85%的私募股权投资者认为很难评估中国的“新经济企业”[25, p.13]。然而，中国的私募股权投资市场正在不断发展，并为各行业的外资私募股权投资创造了越来越多的机会。

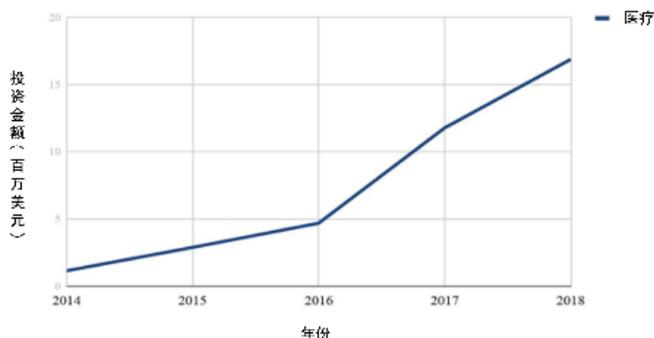
本土私募股权公司

本土私募股权投资基金在私募股权市场上的影响力持续增强，其资产管理规模、募集资金、退出交易额均有所增长。近年来，中国本土私募股权投资的领军企业有：弘毅投资、中信资本、²⁶ 博裕资本、九洲创投[23, p.9]。弘毅投资拥有120亿美元的资产管理规模。²⁷ 这些资金使弘毅投资投资了100多家中国公司，成为了行业领军者。他们的投资组合是多样化的，在2015-2019年中国私募股权投资公司对西方公司进行海外投资的趋势中，弘毅投资发挥了重要作用。例如，弘毅投资2014年对英国的PizzaExpress进行了10亿美元的投资[27]。弘毅战略的一个关键因素是跨境投资。在中国，自2000年以来，本土人民币私募股权基金的资产管理规模和募资额都在增加[22, p.7-8]。2018年，中国6000亿美元的资金管理规模[22, p.16]中的大部分来自于本土人民币基金近年来的增资，2008年增资40亿美

元，2013年增资210亿美元，2017年增资1050亿美元[22, p.20]，这些增资的原因是本土私募股权投资市场加速成熟，本土基金管理人扩大了本土企业的规模，以及2014年中国国企IPO热潮后资本的涌入。2015年，在中国开展业务的私募股权投资公司超过1300家，其中本土基金约占900家。本土基金的资产管理规模从3200万美元到9000万美元不等[23, p.14]（见图8）。

近年来，中国本土私募基金投资的主要行业有医疗健康、自由消费、科技、媒体和电信[19, p.4]。这与国外基金的投资趋势类似，本土私募股权投资基金也瞄准了医疗和科技行业。2018年，医疗健康行业的总投资额为430亿美元，本土基金的投资额占总投资额的170亿美元[22, p.16]。2019年，医疗健康行业的投资资本又增长了22%，本地基金占投资资本总额的210亿美元[22, p.23]。这种增长可以通过本土私募股权投资公司：中信资本和正心谷资本的投资看出。中信资本对哈尔滨制药投资4.47亿美元，正心谷资本对康方生物投资1.5亿美元。这些投资表明了本土私募股权投资和中国政府在帮助医疗行业投

图8: 本土私募股权在医疗上的投资



资方面的作用。

法律和监管制度 各部和委员会

中国的法律制度是比较新的，因为中国的法律制度是在1978年以后才随着经济的增长而开始现代化的。当前的中国法律体系与西方法律体系的标准不同。然而，中国政府已经努力提高制度的先进性，减少不一致的地方。这一点在外商投资法规中表现得尤为明显。过去五年实施的新法律法规旨在为本土企业和外国企业提供公平的竞争环境。

所有的“法律”都是由最高立法机关--全国人民代表大会通过的”。²⁸所有的“行政法规”都是由最高行政和执行机关--国务院发布的[28, p.1]。”国务院负责监督各监管委员会和部委[13, p.285]。众多部委，每个部委负责不同的部门或职能。以下图11和图12显示了监管金融市场、外国投资

和外国企业所必需的法律法规和部委。²⁹

外商投资法

表1: 中国的监管机构

规范中国金融市场	规范外商在华投资
中国证监会 (CSRC)	商务部 (MOFCOM)
中国人民银行 (PBOC)	国家发展和改革委员会 (发改委)
中国保险监督管理委员会 (CIRC)	国家工业和信息化部商业局 (SAIC)
国家发展和改革委员会 (发改委)	国家外汇管理局 (SAFE)
中国银监会 (CRBC)	国有资产监督管理委员会；国务院办公厅 (国资委)
中国资产管理协会 (AMAC)	国家市场监督管理总局 (SAMR)

表2: 私募股权立法

外贸企业	监管程序
外商投资法	国家负面清单
中华人民共和国公司法	自贸区负面清单
证券法	
契约或合资企业经营法	
外商独资企业法	
合资企业法	

2020年1月1日颁布的《外国投资法》导致以前所有的外国投资法被废除。这些法律包括中外合作经营企业法，外资企业法，中外合资经营企业法；³⁰所有这些法律以前都是对外国投资和外资流动的管理法。³¹外商投资法的出台是中国迄今为止在公司治理和外商投资方面最重要的改革之一。外商投资法适用于所有在中国进行外商投资的公司，并使这些公司受《中华人民共和国公司法》的约束。外商投资法的目标是在外国公司和本土公司之间实行平等待遇。这些法规基本上是相同的，只有一些不同的其他规定。外商投资法的附属规定罗列了外商投资和本土投资不太相同的一些领域。下文强调的规则并非包括所有，但具有代表性。

关于外国直接投资的附属规定示例[31, p.1]

信息报告 关于外国投资信息的报告事项的公告。³²

外商投资企业注册 → 国家行政管理总局关于外商投资企业实施外商投资企业注册有效工作的市场监管通知。³³

图9：重要外商投资规定时间线



根据普华永道中国“私募股权基金网络研讨会系列”相关内容绘制

司法解释 → 最高人民法院关于适用中华人民共和国外商投资企业若干问题的解。³⁴

清理 → 商务部废止具体规定的决定。³⁵

根据《外商投资法》，外商投资将包括：
 外国投资者单独或者与其他投资者共同在中国境内设立外商投资企业；
 外国投资者取得中国境内企业的股份、股权、财产份额或者其他类似权益；
 外国投资者单独或者与其他投资者共同在中国境内投资新建项目；
 法律、行政法规或者国务院规定的其他方式的投资。

目前还不清楚可变利益实体(VIE)、³⁶ 返程投资、目前在国外的中国公民的投资或外国政府组织是否会被视为外商投资法下的外国投资。对可变利益实体的定性可能会引起私募股权投资公司的兴趣，因为他们通常使用这种结构。

外商投资法的关键组成部分可分为四个：投资促进、投资管理、投资保护和法律责任。投资促进包括对外国和本土资金的平等待遇和提高立法程序的透明度。投资管理包括市场前国民待遇准入和负面清单管理；^{37 38} 新的投资报告制度；国家发改委以项目为基础的法规；行业特定法规；以及继续规范本土和外国公司的公司结构。投资保护包括资金汇出、知识产权保护和政府合法承诺的履行。³⁹ 根据外商投资法，法律责任旨在使监管体系现代化，保护公司免受不公平或苛刻的限制，并创造平等的法律分配（包括政府）[31, p.1]。在所有这些变化中，外商投资法最大的影响是对公司治理结构的调整。

自2020年1月1日起，《外国公司条例》成为所有现有外国公司和所有新设外国公司的总领法

律。在此之前，现有公司有五年时间更改注册和结构，以符合外商投资法并遵守中国公司法。

结论

中国经济以前所未有的速度增长，这种增长迅速扩大了金融体系，并产生了对全面监管体系的需求。1978年，中国摆脱了“中央计划”的束缚，标志着经济快速发展的开始。在国家主导的发展下，中国实施了经济特区和自由贸易区各种发展计划，以及政府在特定行业实施激励措施。诸如此类的措施使中国能够影响发展，包括经济体系中的私营和外资部门的巨大增长。在1978-2018年，中国的GDP平均增长率为9.8%。然而，这种快速的经济增长并没有伴随着金融系统（包括私募股权投资行业）类似的监管加强。

私募股权投资公司向成熟的大中型企业投资，将风险降至最小。私募股权投资公司获得公司的所有权，积极参与公司的管理，以改善其财务业绩。然后，私募股权投资公司出售公司或其公司的股权以退出。

在中国，在中国本土私募股权投资行业发展之前，外资私募股权投资公司就已经进入了市场。这导致外国和本土私募股权投资公司有不同法律法规。此外，一些外资企业如果与本土企业分享其知识，则允许进入中国。中投公司在2007年收购黑石公司10%的股份就是一个例子。中国的外资和本土私募股权投资公司拥有许多相同的市场利益，特别是在医疗和科技领域。然而，目前本土私募股权投资行业的规模已经超过了外资行业，并且发展迅速。

从2020年1月起，中国正试图根据相同的法律对外国公司和本土公司进行监管。新的外商投资法为外国公司和本土公司建立了标准化的公司治理结构。以前所有关于外国投资公司的法律都不再有效，现有公司有五年时间改变注册和结

构，以与外商投资法保持一致，并遵守中国公司法。这些新的法律法规的影响还有待观察；但是，随着对外资和本土私募股权投资公司的明确和平等的法律法规，外资私募股权投资行业可能会在中国再次增长。

参考文献

- [1] 购买力平价比较世界各地货币的购买力，以确定其理论汇率，使其能够购买相同数量的商品和服务。
- [2] Congressional Research Services. Made in China 2025 Industrial Policies: Issues for Congress. Congressional Research Services, 2020 : 11.
- [3] 从1953年开始，中国采用了“中央计划”，有时也被称为“命令经济”。在“中央计划”下，政府拥有并集中规划所有的生产，包括每一个单位、价格、装运等。这种制度在20世纪80年代和90年代初逐渐被打破。
- [4] Wayne M. Morrison. 中国的经济崛起：历史、趋势、挑战和对中国的影响[History, Trends, Challenges, and Implications for the United States]. 美国国会研究局，2019: 6.
- [5] 在国家主导的发展下，政府通过奖励和/或投资来引导经济和某些行业。
- [6] 中国的“战略”产业包括电信、金融、能源、原材料和基础设施。
- [7] Susan V. Lawrence. China's Political Institutions and Leaders in Charts. Congressional Research Service, 2013: 4.
- [8] Franklin Allen and Jun Qian. China's Financial System and the Law. 2014: 503-504.
- [9] 陈丽丽和斯坦文森. An Overview of Chinese Banking System: Its History, Challenges and Risks. Journal of Business and Economics, 2016: 1614.
- [10] 这四家银行包括中国人民银行、ABC、中行和工行。
- [11] 机构投资者是指PE基金的大型认证投资者，包括养老基金、银行、富裕的个人等。
- [12] 资产净值 (NAV) 是指PE基金内所有资产的现值减去所有负债的价值。
- [13] 雍桂平. 中国的私募股权投资：挑战与机遇. John Wiley & Sons, 2012: 77.
- [14] 中投公司是一家主权财富基金，资产规模约9400亿。
- [15] 本地基金通常被称为国内基金、中国基金，偶尔也有其他表示国内所有权的术语。
- [16] 新的FIL旨在为外国基金和本地基金创造一个公平的竞争环境，因此这应该不再是一个大问题。然而，目前还不清楚新的外国投资基金是否会创造公平的竞争环境，我们要等到五年过渡期结束后才能知道。
- [17] 周倩. 如何解读中国新的外商投资法. 德赞世联律师事务所China Briefing, 2019.
- [18] EY. 全球IPO趋势. Ernest Young, 2019.
- [19] 摩根大通. 中国公募和私募股权投资的机会. 摩根大通, 2019: 3.
- [20] Blackstone. 私募股权投资. Blackstone, 2020.
- [21] AUM也被称为基金规模。
- [22] Preqin.大中华创新经济中的私募股权与风险投资. Preqin Ltd, 2019: 7-8.
- [23] Herbert Smith Freehills. 大中华区私募股权投资评论. 2018: 9.
- [24] Maria Madi. Private Equity and Venture Capital in China in the Aftermath of the Sino-American Trade Disputes. 2020: 75.
- [25] 贝恩公司.全球私募股权投资报告. 贝恩, 2019: 12.
- [26] 中信是一家由财政部控股的私募基金公司。
- [27] 弘毅投资. 私募基金. 2019
- [28] Michael Fosh and Katherine Yang. A Brief Introduction to PRC Government and Legal Structures. Reed Smith, 2017.
- [29] 这个名单并不全面，但是我们认为在了解金融业方面最重要的部委、委员会、法律和项目。
- [30] EJV、WFOE和CJV都是外商投资企业 (FIE) 的结构。每种名称相同的外国投资企业结构都有相应的法律。
- [31] PWCCN. 私募基金网络研讨会系列. 普华永道中国, 2020.
- [32] 商务部. 中国对外贸易经济合作公报. 中华人民共和国, 2019(68).
- [33] 郭思建. 国家市场监管总局关于切实做好外商投资企业注册登记工作落实外商投资法的通知. LexisNexis, 2019(247).
- [34] 最高人民法院. 最高人民法院解释.法释, 2019 (20)
- [35] 对原产于美国的太阳能级多晶硅进口反补贴措施的终审立案. 中国经济周刊, 2009(1).
- [36] 当投资者虽然没有投票权，却拥有合同控制权时，就会发生VIE。通常情况下，中国国内公司会被外国投资者控制。这是为了避免资本和行业限制。
- [37] 根据Matthew Dresden和Sara Xia的说法，国民待遇”意味着只要所投资的行业不在负面清单上，外国投资者在”准入阶段”就会受到不低于中国投资者的待遇”。这意味着，中国政府不能因为外商投资企业是外商而正式歧视他们。没有任何不在负面清单上的歧视性法规被废除。
- [38] 负面清单控制外资企业可以投资哪些行业。
- [39] Matthew Dresden and Sara Xia. How China's New Foreign Investment Law Affects You (Or Not). China Law Blog, 2020.