

本期目录 contents

一. 新书推荐



《直击新三板》

——第一本全面解析新三板的实务书

作者：北京市道可特律师事务所

道可特投资管理（北京）有限公司

出版社：中信出版集团

二. 业界聚焦

- ★ 寻求境外 PE 投资机会 社保基金拟在港设立机构
- ★ 农行 H 股上市后走势稳健 有望纳入各主要指数
- ★ 15 家券商冲刺第三批融资融券试点资格
- ★ 纳斯达克计划收购 SMARTS 集团
- ★ 上半年 PE/VC 外币 PE 基金募资 178 亿美元 重夺领先地位

三. 专业评述

- ★ 企业如何认识新三板？
- ★ 银行+PE：1+1>2 或其他

四. 视野与观察

- ★ 道可特刘光超：“新三板”——私募股权基金退出新方式
- ★ 道可特刘光超：“新三板”——高新技术企业的融资平台
- ★ 商业银行牵手 PE：一把双刃剑

——律所电子刊物——

2010 年 8 月 1 日 第 8 期

北京市道可特律师事务所

总编：熊文芳

责任编辑：赵爽、高清湫、王涛

电话：(010) 8586-2880

传真：(010) 8586-2900

Email: email@docvit.com

网址: www.dtlawyers.com.cn

地址: 北京市朝阳区八里庄西里

100 号住邦 2000 商务中

心 1 号楼西区 16 层

邮编: 100025

巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所副所长

博士生导师、中国银行业协会首席经济学家

自中国成功应对全球金融危机之后，结构转型成为中国经济下一步持续健康发展的关键因素之一。如何建立一个有效的金融市场体系，来支持中国经济的转型，为大量富有活力的中小企业提供一个更为市场化的市场平台，建立一个富有效率的新三板，是金融结构转型中的重要内容。

2009年中国的银行业在应对危机方面发挥了巨大的作用，但是高速增长的信贷投放，也使得这整个融资结构中间接融资的比重显著攀升；大量信贷集中到大型的基础设施和垄断企业，使得中小企业融资受到挤压。从整个经济结构的转型看，如何激发经济运行的创新活力，把社会金融资源交给富有活力的企业家来运用，推动整个经济结构的调整，改善中小企业的直接融资环境，同样是结构调整中的重要课题。从这个意义上说，在创业板成功推出之后，研究完善一个健康的新三板市场，就显得十分重要。

自2004年国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》以来，“建设多层次资本市场体系”的概念就被屡屡提及，经过艰苦的努力，开始陆续见到一些成效。2005年，中小板市场开始建立，至今已经为300多家中小企业实现融资，总市值超过两万亿；刚刚过去的2009年，创业板启动，70余家企业已实现上市，激发了许多优秀企业的上市热情。

相比而言，中国场外交易市场的发展可谓“一波三折”。2000年以前，场外市场以地方性产权交易为主导，各地的产权交易所在当时的条件下，在一定程度上帮助解决国有企业改革中的产权转移平台问题，但是也因标准不一、监管不力而导致局部的风险集聚，促使监管者在亚洲金融风暴爆发时予以全面清理。1990年建立起来的全国性法人股流通市场初具规模，为建立现代企业制度、发展地方经济做出了一定的贡献，

却也因种种原因在阵痛中退出了历史舞台。直到2001年6月代办股份转让系统重新开通、2006年1月中关村园区公司进入系统进行试点，我国的场外市场才有了新的发展契机。

新三板的开办，无疑是对建设我国多层次资本市场体系中场外市场的又一次探索，也是落实国家大力推动结构调整、利用资本市场支持高新技术等新型企业的一次实践。应当说，任何一次制度性的改革都不可能一蹴而就，全国性场外市场的搭建，也自然应当从新三板试点企业开始逐步推进。

在开办初期，园区企业和投资者对新三板的认同度较低，最初两年，主动挂牌的企业比较少，更多的企业是在中国证券业协会和中关村管委会的推动下，抱着尝试的心态在新三板挂牌。2008年以来，新三板呈现出稳健发展的势头，交易规模和挂牌企业数量稳步增长，也被越来越多的高新技术企业所看好。

从挂牌企业数量上来看，2006年至2009年，园区挂牌企业分别是10家、14家、17家、20家，呈现稳步增长趋势。近两年，不仅中关村科技园区企业对新三板有很高积极性，各省的高新技术园区也都在积极争取进入代办股份报价转让系统。

实际上，挂牌企业对新三板的认同感得以提升，并不仅仅是因为新三板能够为高新技术型企业提供融资的平台。新三板除了实现融资的规范化之外，还为挂牌企业带来了市场声誉的提高、财务管理的规范和现代公司治理制度的建立。民营企业在创立之初，往往并不十分注重严格意义上的企业管理制度，尤其是高新技术企业的创办人更多是技术人才，对规范经营、成本控制方面经验相对欠缺。园区企业挂牌新三板的过程中，券商、会计师、律师等专业人士的尽职调查，将促使其完善公司治理结构和管理制度，为公司业务的发展壮大提供组织和管理上的支持。

2009年，新三板进行了开办以来的第一次改革，建立了投资者适当性制度、调整了园区企业申请挂牌的条件，同时优化了交易制度，提

高了交易效率，并对限售股份的解禁制度予以完善。改革当年，新三板的交易量就从 2008 年的 2.9 亿增长到 4.8 亿，增长率接近 70%；而 2010 年初始两个月的时间，交易量就达到了 1.3 亿。可以说，改革后的新三板，交易制度更加成熟、高效，为今后市场的进一步扩大铺平了道路。

截止目前，新三板挂牌企业前后已达 65 家，其中有 11 家成功实现了拟定价格的定向增资，融资规模最高达 8700 万。实际上，近两年的中关村，已经在新三板的影响下成为了新的创投和私募股权基金的聚集中心。许多风险投资公司已经集聚在中关村，在中关村寻找优质的、有潜力的企业，直接推动了挂牌企业与投资机构的对接，同时也推动了创业投资和风险投资的活跃和发展。

在经营业绩方面，挂牌公司也有着值得关注的表现。曾在新三板挂牌的久其软件已在 2009 年 7 月成功登陆中小板，北陆药业已成为创业板的首批企业之一，另外还有 25 家达到了创业板的上市标准，其中 6 家正在接受证监会发审委的审核。可以预期，新三板除了为中小企业提供股份交易和融资平台之外，还将成为上市资源的“孵化器”和“蓄水池”。

然而，相对于如火如荼的场内市场，新三板受到的关注度却不是很高，许多熟悉场内市场的投资者，对新三板的基本概念和交易制度还不太了解；而对于尚未进入新三板试点的高新技术园区企业而言，新三板的交易制度和操作流程也缺少必要的信息来源。《直击新三板》一书的出版，无疑对解决此类问题有所裨益。

总体而言，这本书结合了新三板的理论体系和实务操作，融入国外场外市场交易制度的比较分析，有助于广大投资者了解新三板交易状况，尤其是对希望在新三板挂牌的园区企业而言，具有实务操作上的借鉴意义。

由于我国尚不存在全国性的场外交易市场，各地的发展参差不齐，再加上三板市场的停办和重新启动，形成了若干容易混同的概念。场外

市场、产权市场、三板、新三板、股权交易所，这些概念在这本书中得以一一澄清，有助于读者梳理我国场外交易市场的发展路径和现状。

这本书对新三板业务规则的解读较为系统，辅之以操作实务中常见问题的解答，使其成为拟挂牌企业的重要参考资料。其中，对挂牌企业的分类介绍及案例解读，可对其他园区企业挂牌新三板的决策提供参考；对主办券商和相关机构的介绍，则有利于挂牌企业熟悉挂牌流程中与各个机构的衔接、合作。

过去的十年，我国的主板和中小板得到了长足的发展；未来的十年，随着结构调整成为整个经济发展的主线之一，有助于推动结构调整的创业板和场外交易市场必然会获得强大的增长动力。新三板企业的资金需求，常常体现出规模小、速度快、频率高的独特性，而高效、便捷、低成本的新三板融资，也因此形成了其独特的投融资功能。

2010年将是新三板的又一个改革年，试点范围扩容在即，据了解做市商和转板制度的引入也在紧锣密鼓的研究当中。可以想见，未来几年新三板将迎来广泛关注，越来越多的民营高科技企业将从中受益，资本市场体系也将因此得以完善。改革后的新三板，将带来更多的金融创新，也将在场外交易市场当中占据越来越大的比重。希望在这一过程中，能够有更多关于新三板的著作面市，为我国资本市场的建设作出贡献。《《《返回

二、业界聚焦

● 寻求境外PE投资机会 社保基金拟在港设立机构

全国社会保障基金理事会（下称“社保基金会”）理事长戴相龙，昨日在“香港高峰论坛”午餐会上表示，社保基金将在香港设立机构，进一步增加境外投资。他表示，在股市稳定的情况下，2015年社保基金规模可超过1.5万亿元。（第一财经日报）[《《《返回](#)

● 农行H股上市后走势稳健 有望纳入各主要指数

自7月16日上市以来，农行H股股价走势稳健。7月22日国际知名基金Capital Research and Management Company (CRMC)在香港联交所网站上披露其集团持股量已达39.3亿股，约占农行H股总股本的12.8%，成为仅次于卡塔尔投资局的农行H股第二大股东。这一消息极大地提振了市场的信心，带动农行H股一路上涨，截至7月26日，农行H股收于每股3.5港元（相当于人民币每股3.05元），较发行价上涨9.4%。（金融时报）[《《《返回](#)

● 15家券商冲刺第三批融资融券试点资格

消息人士27日表示，第三批融资融券试点技术系统联网测试当日在深圳证券交易所启动，上海证券交易所随后也将开展这一测试。共有15家证券公司冲刺第三批融资融券试点资格。（中国证券报）[《《《返回](#)

● 纳斯达克计划收购 SMARTS 集团

据纳斯达克网站消息，纳斯达克 OMX 集团 (NASDAQ OMX Group) 计划收购 SMARTS 集团。SMARTS 是一家为交易所、监管机构和经纪公司提供市场管理解决方案技术的世界顶级公司。此次收购是纳斯达克进入商业技术业务和经纪管理市场战略的一部分。

消息称，纳斯达克并未披露此次交易的财务条款。交易有望在 2010 年第三季度完成。(中国新闻网) [《《《返回](#)

● 上半年 PE/VC 外币 PE 基金募资 178 亿美元 重夺领先地位

自金融危机以来，我国人民币 PE/VC 基金募集以较强的竞争优势快速赶超外币基金，让人民币基金在今年上半年中国企业 IPO 的井喷中赚得盆满钵满。但令人眼红的赚钱效应迅速吸引了外币基金的关注，经过二季度的强势反弹，2010 年上半年，外币基金尽管在新设基金个数上远不及人民币基金，但从募资总金额来看，已重夺领先地位。(中国证券报) [《《《返回](#)

三、专业评述

● 企业如何认识新三板？

来源：北京市道可特律师事务所

新三板的开办，是我国多层次资本市场逐步趋于系统化的一个重要体现，并且为园区企业提供了融资的途径和交易股份的平台。

对于园区企业而言，初识新三板的疑问主要集中在以下三个方面。

一、新三板新在哪儿？

新三板的“新”，首先在于它是一个有别于主板、中小板和创业板的新资本市场，即“新市场”。新三板属于我国多层次资本市场体系中的一部分，它的开办是为了满足高新技术型中小企业的融资需求，同时也满足不同发展阶段企业多元化融资需求。这个“新市场”对具有发展潜力、符合国家产业政策的创新型中小企业的股份流通、企业融资提供平台。

其次，新三板作为一个立足于服务中小型企业的资本市场，进入的条件是特别的，即其具有“新门槛”。比如，目前进入新三板市场的都是国家级高新技术园区的非上市股份有限公司，并且需要满足成立满两年、由主办券商推荐挂牌、主营业务突出、具有持续经营能力等条件。这些进入条件在一些方面是上市公司所不需要的，另一些方面又不必达到上市公司那么严格的要求，总之是有特点的“新门槛”。

再次，在新三板进行投资的主体有别于主板市场，即新三板拥有“新投资者”。根据《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法（暂行）》（以下简称“《试点办法》”）的要求，目前能够在新三板市场交易的主要是机构投资者，包括法人、信托、合伙企业等，一般的自然人还不允许参与。当然，一些特别的自然人，例如公司挂牌前的自然人股东、通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东，可以买卖其持股公司的股份，但不能参与其他挂牌公司股份的买卖。

最后，在交易规则方面，新三板有其“新规范”。例如三万股的最低交易额度要求、股东分类限售制度等等。而随着新三板的成熟，做市商制度、转板制度等，也都将纳入新三板的交易规则之中。

总而言之，新三板的新颖之处是与其市场定位密切相关的，它体现了发展场外交易市场和鼓励高新技术企业的双重政策导向，是三板市场的一次成功扩容。

二、新三板适合哪些企业？

总体而言，新三板适合那些目前还不符合主板或创业板上市要求，但是有进入资本市场意愿、希望在公司治理结构上能规范化发展的企业。这类企业一方面希望借助资本市场实现股份流通，通过定向增资实现融资、扩大业务规模；另一方面希望通过外部督导建立现代化企业制度，优化公司治理结构、规范管理操作，从而在短期内做大做强。

1. 从企业类型和发展阶段来看

新三板的市场定位，决定了挂牌企业必须是拥有专利和创新技术的公司，这些公司在技术发展方向上符合国家创新产业发展政策，具有一定的规模，拥有自身的盈利模式，在技术、财务、资产、人员等方面能够体现其突出的主营业务，且具有持续经营记录。而在发展阶段上，这些企业大多处于初创期，亟需提高知名度和信誉度以扩大市场，并且具有比较突出的融资需求。

2. 从企业性质来看

根据《试点办法》所规定的挂牌条件，挂牌企业首先必须是非上市股份有限公司，这就意味着如果园区公司注册时是有限责任公司，则需要在挂牌之前完成改制。其次，《试点办法》要求挂牌企业必须是在中关村科技园区注册的高新技术企业，这里包含了两个要件，一是挂牌企业必须注册在中关村科技园区之内¹，二是挂牌企业必须获得高新技术企业资质的认定。

¹ 新三板现在只限于在中关村科技园区注册的企业申报。根据目前的发展趋势来看，新三板的扩容已成必然，未来将扩大到其他国家级高新技术园区的高新技术企业。

北京市的高新技术企业资格认定工作由北京市高新技术企业认定小组办公室负责，它是由北京市科委、财政局、国税局、地税局共同组成的。

3. 从企业存续时间来看

依规定，挂牌企业的存续时间必须满两年。需要注意的是，对于有限责任公司改制后申请挂牌的，存续年限并不是从企业改制为股份有限公司之日起算，而是从有限责任公司成立之日起算。此外，如果企业经营中控股股东或其他经营层发生变化，存续年限也不受影响，这是与上市公司明显不同的。

三、新三板能给企业带来什么？

新三板开办近五年以来，无论是挂牌公司本身的经营业绩，还是市场的定向增资和股份交易额，都呈现出企稳向好的态势。毋庸置疑，新三板为挂牌企业带来了很大的积极效益，而挂牌企业反过来也推动了新三板市场的繁荣。但任何事物都具有两面性，新三板同样也存在着一些需要挂牌企业适应的方面，从成本的角度考虑，我们也可以称其为新三板带来的“消极”方面。

（一）新三板为挂牌企业带来的积极效益

1. 股份流动性增强

企业挂牌新三板，无疑为其股份流通寻得一个很好的交易平台。园区公司的股份实现挂牌后，将吸引更多投资者的关注，也将带来更多投资者的选择；挂牌后的信息披露，将使得企业的经营状况有更高的曝光度，也将增强投资者购买其股份的可能性；交易系统完成的股份交割，将使股份交易的安全性得到保障，也将大大提高投资者的操作效率。这些原因将共同作用于挂牌企业的股份转让，使其流动性得到增强。

2. 融资更为便利

实现挂牌的园区企业，首先能够通过新三板实现定向增资，其次在其他方面的融资也将因为其信用等级的提升而更为便利。例如，挂牌企业可以在银行的间接融资中得到更高的授信额度，可以通过发行集合债券的方式获得融资，可以基于其公开的挂牌股价而在股权质押时融得更多资金，还可以通过其公开披露的经营状况获得更多的战略性投资。借助新三板的品牌效应，挂牌公司将在市场融资中得到更多的信任。

3. 实现员工激励

挂牌后的园区公司，其经营状况将直接体现在挂牌股价上，形成一定的公众效应，对普通员工形成激励。而对于持股的高级管理人员，则是将公司利益和个人利益形成捆绑，使得经营层更加关注公司业绩，激发管理人员的工作热情。这种公众化的员工激励，实际上是员工股权激励的更高形式，将为公司和员工带来双重效益。

4. 获得政策支持

为鼓励园区企业上新三板，中关村管委会给予了很多政策上的支持，不但在资金上给予补贴，而且在信息服务、办事程序等多个方面均有支持。相应地，企业发展所需要的技术、市场、人才等资源要素也随之而来。

（二）新三板为挂牌企业带来的“消极”方面

新三板为企业带来重大利好的同时也有其“消极”的一面，即需要挂牌公司努力适应、逐步改进的一面。

首先，登陆新三板意味着进入资本市场，必然要面临金融风险，需要适应资本市场的游戏规则，承担股价波动带来的市场风险；其次，在新三板挂牌意味着曝光度的提高，必然面临各方面的监督，有来自监管机构的、社会组织的、主办券商的，投资者的，甚至包括来自社会公众

的舆论监督，这种监督尤其体现在信息披露上，挂牌公司必须公开披露公司经营状况和重大事项，并承担真实、准确披露的责任；再次，挂牌公司不仅要处理好与原始股东的关系，还要处理好与一般投资者的关系，公司股份实现流通过后，企业的经营决策将会直接影响投资者的判断，如果处理不当，将会直接影响挂牌公司的股价；最后，挂牌企业每年将因为股份转让增加一些费用开支，包括信息披露费用、中介费用、股份交易费用、定向增资费用等等，当然，这些费用相比于企业因此所得的积极效益，是必要且适当的。

总体而言，新三板为园区企业带来的积极效益是更加显著的，申请挂牌的过程和挂牌后的市场监管，将使得园区公司从硬件到软件都发生巨大改变，并使其核心竞争力得到显著提升。对挂牌企业来说，无论是积极的效益，还是“消极”的变革，都是不断适应和改变的过程，也是不断进步的过程。通过挂牌新三板，园区公司能够更加彻底地融入资本市场，渐进式地完善公司治理结构，进而建立起现代化的企业管理模式，由此看来，新三板无疑正在成为带动我国高新技术型企业蓬勃发展的契机。

（注：此文节选自北京市道可特律师事务所、道可特投资管理顾问（北京）有限公司所著《直击新三板》）[《《《返回》》》](#)

★ 银行+PE：1+1>2 或其他

来源：北京市道可特律师事务所

一、金融危机中的投资银行

在尚未过去的金融危机中，五大投资银行²，美林银行被收购，雷曼兄弟、贝尔斯登先后倒闭，高盛、摩根士丹利转型为传统的商业银行，纯粹的投资银行已不复存在。而传统银行在金融危机虽然也遭受了损失，但是基本是因为投行业务引起的，如花旗银行、汇丰银行等因为参与

² 严格说，投资银行并不属于银行，而是一些券商机构，本文只是沿袭“投资银行”说法，其他处的“银行”指传统的商业银行。

了次级债券发行遭受了巨额损失，其传统的商业银行业务并未有过多的损失和折损。传统的商业银行因为稳健的内控机制，在此次金融危机中可以避免覆顶之灾，并可以保存实力将投机银行收购进一步扩张其实力。在此次金融危机中，中国的商业银行或多或少受到次贷危机的影响，但毕竟受到国家法律法规的监控，其并未过多介入投行业务中，基本还是以传统商业银行业务为准，因此保持了较为稳健的发展。在此消彼长之后，工中建等银行市值已经在世界十大银行之列。

一段时间以来，投机银行或者投行在美国华尔街可谓是风生水起，风光四面，成为财富、智慧和地位的象征，对于美国政治经济以及世界经济产生不容忽视的影响。或者就像郎咸平说的，现今世界政治经济的策源地就在华尔街，每一次的经济风暴都可以在华尔街找到根源，换言之，那地方充满了“阴谋和诡计”。但是金融危机中，投机银行风光无限的背后，其脆弱和不堪一击也暴露无遗，或许像投行或证券市场中经常说的一句话，“只有在退潮的时候，才知道谁在裸泳”。

二、从历史发展看 PE 与银行的关系

投资银行一般专门从事证券经营和为公司的收购兼并、项目融资、资金管理、公司理财等提供综合性金融服务与金融咨询的行业。PE 投资业务属于投资银行业务的一个重要部分，投资银行不少投资是以私募股权投资形式出现，像高盛、美林、雷曼兄弟等投资银行都是私募股权基金的佼佼者，是这一行业内不可置疑的引领机构。

投资银行最早发源于 19 世纪，当时人们认为证券市场风险较大，不适宜银行投资，因此美国 1864 年通过《国民银行法》严格禁止国民银行从事证券投资业务，只有那些私人银行可以通过吸收储户存款，然后在证券市场上开展承销或投资活动。可以认为，这些私人银行就是投资银行的雏形。

虽然有 1864 年《国民银行法》禁止商业银行从事证券承销与销售等业务，但美国商业银行想方设法绕过相关的法律规定，仍然可以通过控股的证券公司将资金投放到证券市场上。美国的 J.P. 摩根、纽约第一国民银行、库恩洛布公司都是私人银行与证券公司的混合体。1927 年的《麦克法顿法》则干脆取消了禁止商业银行承销股票的规定。在 20 世纪 20 年代，银行业的两个领域终于重合了。

1929 年 10 月，华尔街股市发生大崩盘，引发全球性的金融危机，导致了 20 世纪 30 年代的经济大萧条。事后调查研究认为，商业银行、证券业、保险业在机构、资金操作上的混合是大萧条产生的主要原因，尤其是商业银行将存款大量贷放到股票市场导致了股市泡沫，混业经营模式成为罪魁祸首。1933 年美国通过的《证券法》和《格拉斯-斯蒂格尔法》要求金融机构在证券业务与存贷业务之间做出选择，必须进行分业经营。

20 世纪 60 年代以来，美国金融业及其面临的内外环境已经发生了很大的变化：工商业以发行债券、股票等方式从资本市场筹集资金的规模明显增长，资本市场迅速发展，资本商品也日新月异，并且保险机构、投资基金都分别进入资本市场。

20 世纪八九十年代，日本、加拿大、西欧等国相继经历了金融大爆炸，银行几乎可以毫无限制地开展投资银行业务。1999 年 11 月《金融服务现代化法案》先后经美国国会通过和总统批准，正式终结分业经营制度框架，标志着美国乃至全球金融业真正进入了金融自由化和混业经营的新时代。

在本世纪次贷危机发生后，人们对于金融自由化和混业经营产生了置疑，如上所述，原有的五大投资银行受到了重大打击，存续的高盛和摩根斯坦利从投资银行转型为传统的银行控股公司。

PE 作为上世纪五六十年代兴起的投资工具，被投资银行广泛的运用于其投资业务之中。其兴起和快速发展并对经济生活产生极其重大作

用，与投资银行在上世纪 60 年代银行业逐渐打破混业经营，到 90 年代彻底实现金融自由化和混业经营不无关系。PE 在这过程中，充分与银行机构结合，利用银行的金融实力和渠道，大大增强了 PE 对外投资和资本运作的实力，从而获得了超常规的发展。而银行在其中也获益不少，甚至一度投资银行引领了金融行业的发展潮流。但是在此次次贷危机引发的金融危机中，人们再一次对于银行混业经营置疑，忧虑其可能带来的风险和隐患甚于收益和好处。由此，商业银行投资 PE 等资本高风险行业受到严重关注。

三、PE 与商业银行的关系透析

从金融行业属性而言，PE 和商业银行都属于金融行业，都进行金融资本运作。但是，两者之间存在着比较大的区别，银行一般以吸储公众存款然后利用公众存款进行贷款进行盈利，其由于涉及到公众利益，所以对其经营业务范围有着严格规定，银行应遵循谨慎性经营原则，不允许其投资经营高风险性或者投机性行业，法律或者政府对其有着很强的规制和控制；并且经过几百年的发展，国际银行业内已经形成若干关于内部风险控制机制，此次金融危机后巴塞尔银行监管委员会修改的“巴塞尔协议 III”进一步提高各国银行增加资本金并提高资本质量，进一步控制银行经营风险。

而 PE 由于私募特征，一般不通过公开途径募集资金，并不涉及广大公众利益；并且对其投资对象和风险控制并无法律严格限制，一般由私募股权基金内部决定，更具有自由和自愿原则，当然投资风险和收益也是由私募投资者内部自由协商确定，由此，私募股权基金更侧重于当事人意思自治和自由意志，PE 投资更讲究风险自担。当然由于其具有更大的风险投资性质，也决定其投资收益也非一般银行业务所能比拟。通常 PE 投资业务失败的案例最高会达到百分之五六十（或者更高），但是一个成功的投资案例带来的回报完全可以弥补其他失败的案例的损失。

在此高风险和高收益的情形下，商业银行谨慎投资原则并不适合于 PE 投资。现今商业银行参与的 PE 投资通过其控股子公司进行，通过有

效的隔离墙进行有关 PE 的投资，完全放开银行进入 PE 还有待时日。

但是，PE 和商业银行并非完全没有合作空间，现今 PE 进行的有关杠杆投资就充分吸收了银行资金投资，在一些长期基础性设施投资收益保障比较高的领域，PE 和商业银行还是可以找到双方合作的契合点，一方具有比较强投资眼光和专业运作能力，一方具有比较强资金实力和金融渠道，可以取长补短，发挥各自优势，从而达到强强联合，达到合作 1+1>2 的效果。

现今中国已经放开了商业银行并购贷款，对于银行介入 PE 并购投资已经提供了法律的基础和渠道。但是否进一步放开银行直接投资 PE，需要进一步考量银行从业人士以及金融专业人士的智慧，三思而后定。《《《返回

四、视野与观察

★ 道可特刘光超：“新三板”——私募股权基金退出新方式

来源：中国经济网

“新三板”成立以来，已有久其软件和北陆药业两家企业分别成功登陆中小板和创业板，另外还有二十五家达到了创业板的上市标准，其中六家正在接受证监会发审委的审核。随着“新三板”转板制度的即将出台，将会有更多的企业走向上市之路，挂牌企业也会成为私募股权基金的投资热点。

“私募股权基金，是股权投资者中最为特殊的一类主体，它的股权投资是从进入到退出的一系列行为。”北京市朝阳区人大代表、北京道可特律师事务所主任刘光超律师告诉记者，“私募股权基金在投资公司股权时就已经将资金将来的退出机制考虑进去，目前常见的退出方式包

括上市、并购、回购、清算等。通常，并购、回购、清算的周期都较长，相应的风险也较大，而通过 IPO 的方式退出是私募股权基金获利最大、也最乐意接受的方式。”

由于私募股权投资期限长、流动性低，投资者为了控制风险都会选择安全有效的退出渠道，且私募股权投资退出渠道多样化，被称作“新三板”的代办股份转让系统为何受私募业界期待，成为其新的退出方式？刘光超律师表示：“高新技术企业虽然研发周期较长，但资金需求量并不大，并且通常会在技术或产品推向市场的当年实现井喷式的收益。实际上，新三板挂牌公司通过持续的信息披露和报价系统提供的路演平台，已经吸引了一批创业投资机构和战略投资者，它们在挂牌公司的定向增资机构投资者中占据了超过半数的席位。”

随着“新三板”市场的发展，做市商和转板制度也将陆续推出，私募股权基金在“新三板”中的退出渠道将会更加安全。《《《返回

★ 道可特刘光超：“新三板”——高新技术企业的融资平台

来源：中华网

“新三板”在中关村开始试点以来，不少企业都体会到了融资的方便快捷。有关数据显示，截止目前，新三板挂牌企业前后已达六十五家，其中有十一家成功实现了拟定价格的定向增资，融资规模最高达 8700 万。

对此，北京市朝阳区人民政府法律顾问、北京道可特律师事务所主任刘光超律师认为，新三板的推出表明了国家支持高新技术企业发展的态度，通过转让系统的搭建和券商的引导，使更多的高新技术企业阳光化、市场化。尤其是 2009 年的新三板改革，建立了更为高效的转让平

台、开办了股份报价和交易信息的行情系统，真正为新三板挂牌公司的直接融资提供了有利条件。

长期以来，我国在经济发展中只重视改善大型企业的生存环境，而对中小企业发展尤其是中小高新技术企业的融资问题没有引起足够的重视，造成了中小高新技术企业融资难的困境。刘光超律师告诉记者：“企业融资无非间接融资和直接融资两种手段。中小企业，尤其是创办初期的高新技术企业，在间接融资渠道中很难获得银行的授信，在直接融资渠道中又很难达到证监会要求的上市条件，尽管资金需求量并不大，但其融资难的问题却一直广泛存在。”

据记者了解，目前在新三板挂牌企业的股份交易并不活跃，且交易规模比较小，在未来的发展中，“新三板”对中小高新企业的融资有哪些帮助呢？刘光超律师表示：“虽然目前新三板交易量并不大，但对于创办初期的高新企业来说，却已经成为其宣传公司业绩、寻找战略合作者、进而获得资金注入的重要来源。新三板的存在，使得高新技术企业的融资不再局限于银行贷款和政府补助，更多的股权投资基金将会因为有了新三板的制度保障而主动投资。可以预见的是，随着试点范围的扩大和交易系统的日渐成熟，将有更多高新技术型中小企业有机会利用代办股份报价转让系统这一平台进行融资活动。”

随着“新三板”的扩容在即，我们有理由相信，将会有更多的中小高新技术企业通过“新三板”这一平台解决融资难的问题，促进我国经济繁荣发展。《《《返回

★ 商业银行牵手PE：一把双刃剑

来源：中国财经网

近日，中国民生银行联手阳光私募，推出了一系列面向其高端客户直接投资的阳光私募信托产品。时隔不久，渣打银行亦通过投资设立私募股权基金，投资于其位于亚洲地区的基础设施。近期银行与 PE 的联手频频爆出，在国内银行与信托公司合作推出的理财产品全面叫停的情况下，众多私募纷纷向商业银行“投怀送抱”，但银行+PE 这一模式是否可行呢？

对此，记者采访了北京市人民政府特邀建议人、北京市道可特律师事务所主任刘光超，刘光超律师表示，“银行+PE”合作模式并不少见，特别在私募股权基金进行杠杆收购时，经常借助于银行借贷实现对于目标企业的投资。在 PE 杠杆投资中，PE 通常通过对于投资的目标项目向银行借贷，银行向其贷款完成对于目标企业的最终投资。

商业银行与 PE 牵手，两者结合效果如何？能互惠互利吗？刘光超律师认为，虽然在这种投资模式中，看似 PE 有些一本万利的意思，但是这正好反映出了商业银行与 PE 两者的特点和优势。PE 在发现项目、运作经营项目和退出方面具有专业的技术、能力及经验，而商业银行则在资金实力和资金运作能力更有优势，特别在与一些需要大规模投资和长期投资的项目中（诸如基础设施），银行更具有一般金融机构不具有的优势。因此，在商业银行与 PE 有着比较好的合作基础。

有关资料显示，在国外，PE 产品近 15 年的平均收益率是 18%，但国外 PE 投资的成功比例是 10%。也就是说投资 10 个项目，只有 1 个项目能成功退出。可见，私募股权基金是一项高风险的投资，这不禁让人好奇，一向谨慎的国内商业银行会以怎样的方式进入私募股权市场。“由于商业银行具有公众性，一般而言对其对外投资持有比较谨慎的态度，特别是金融危机发生后，更加强调银行与其它金融机构（诸如保险、担

保、信托等)应当分业经营,不提倡混业经营,这样可以有效隔离风险,避免由于投资经营不善带来的连锁反应。所以至今中国对于商业银行投资私募股权投资并未放开,现今商业银行更多通过其子公司进行有关私募股权投资方面的业务,例如建设银行通过其在港全资子公司——建银国际(控股)有限公司推出有关人民币股权投资基金。”刘光超律师告诉记者。

相对于国内商业银行谨慎的态度,渣打银行大手笔试验 PE+银行模式,已投资 2.52 亿美元在中国和印度的基础设施市场,对于西方商业银行在私募股权投资领域的表现,刘光超律师称:“渣打银行通过投资设立私募股权基金,并由后者投资于基础设施,实现了对于基础设施的投资,同时也实现了与私募股权基金的有效合作。是西方银行牵手 PE 较为成功的一个案例。相对于中国商业银行而言,西方商业银行迈的步伐更大些,西方的商业银行和金融机构在私募股权投资领域投资所占的比重一般在百分之十左右,其原因西方金融机构监控机制和经营经验相对于而言更成熟;但是在金融危机中也可以看出,西方金融机构其实在金融投资等衍生产品等方面存在很大的监管漏洞。西方金融机构也在反思金融危机带来的一些教训并适时调整经营和监管。”

商业银行与 PE 牵手,犹如一把双刃剑,一方面为我国私募股权基金市场提供了新的合作模式和渠道,双方一旦找到各自合作的契合点,将发挥出巨大的合作优势和作用,达到 1+1>2 的效果。但如果不能处理好监管和风险问题,势必是一把悬在银行与投资者头上的达摩克利斯之剑。《《《返回