

---

---

# 日本私募股权产业的安全隐患 及其产生原因

常思纯

内容提要: 日本是亚洲最早发展私募股权产业的国家,但是近年来日本私募股权产业的发展与欧美国家的差距却日益拉大。根据相关指标对日本私募股权产业的生存安全和发展安全进行评估发现:当前日本私募股权产业面临诸多安全隐患,产业发展缺乏竞争力,尤其是私募股权投资案大幅减少和投资回报率过低,严重制约了产业发展。出现这些问题,主要源自制度、经济、人文等三方面因素的影响。研究日本私募股权产业的安全困境,对中国发展私募股权产业将提供重要的借鉴与启示。

关键词: 私募股权产业 私募股权基金 产业安全 安全隐患

作者简介: 常思纯,北京交通大学中国产业安全研究中心博士后。

中图分类号: F832.51 文献标识码: A

文章编号: 1002-7874(2012)06-0095-16

## 一 日本私募股权产业的发展概况

私募股权基金(PE),又被称为私募股权投资基金,发端于创业投资基金,是金融创新和产业创新的结果。自1946年美国成立第一家PE——美国研究和发展公司(ARD)以来,现代私募股权产业经过60多年的时间,从二战后小规模、非正式的萌芽状态逐渐发展壮大,目前已进入大规模、多层次的成熟时期。据统计,截止到2011年末,全球共有1823个PE,筹集资金达7396亿美元。<sup>①</sup>2011年,全球PE共实现

---

<sup>①</sup> Prequin, *Private Equity Fundraising Remains Weak in Q4 2011*, 2012, p. 1.

投资案 2751 起，投资金额达 2582 亿美元。<sup>①</sup> PE 已成为可与银行贷款和首次发行新股（IPO）比肩的重要融资手段，有助于推动世界经济的持续稳定发展。

目前，世界各国对私募股权投资还没有形成一个统一的界定。日本作为最早发展私募股权产业的亚洲国家，将“私募股权投资”定义为“对未上市企业股权进行投资的一种方式，一般分成两大类，即创业投资（发掘和支持未上市企业、推动企业发展并依靠卖出股权实现资金回收的一种投资方式，简称 VC）和收购投资（取得已奠定一定发展基础的企业经营权并在提升企业价值后实现资金回收的一种投资方式）”<sup>②</sup>。20 世纪 90 年代末以前，日本基本没有收购投资，所以私募股权投资几乎等同于创业投资。20 世纪 90 年代末以后，日本逐渐出现了收购投资方式，私募股权投资的领域也因此进一步扩展。

1963 年 6 月，日本政府效仿美国的《小型企业投资法》制定了《日本中小企业投资扶植法》，并依据该法于同年 11 月建立了三家中小企业投资扶植公司。以此为契机，日本的私募股权产业出现了初步的萌芽。1972 年 11 月，为振兴京都地区经济圈，日本仿照美国的 ARD 成立了第一家民营私募股权投资公司——京都开发公司（KED）。日本的私募股权产业开始快速发展，并先后在 1970～1975 年、1983～1986 年、1995～2008 年三次推动日本出现创业投资热潮，培育了一大批以高新技术为主的创业企业，为日本经济的起飞与发展做出了积极的贡献。1999 年，日本政府通过《产业活力再生特别措施法》，放宽了购买股票的对象范围及金额上限，允许国内外投资者通过建立收购基金进行私募股权投资。该法令的推出，大大拓宽了私募股权投资的领域，推动日本私募股权产业与世界接轨。

尽管日本的私募股权产业已取得了将近 50 年的发展，但与欧美国家相比，仍有很大差距。据世界经济论坛的统计，作为全球第二大经济体，1991～2007 年日本的私募股权产业总规模为 700 亿美元，仅占经济合作与发展组织（OECD）成员国总规模的 1.82%，是位居第一的美

<sup>①</sup> Prequin, *Private Equity - Backed Buyout Deals and Exits Witness Further Decline in Q4 2011*, 2012, p. 3.

<sup>②</sup> VEC「2008 年ベンチャービジネスの回顧と展望」、2009 年、30 頁。

国 (3330 亿美元) 的 21%，在 OECD 各国中排名倒数第五，仅领先于希腊、葡萄牙、冰岛和韩国。<sup>①</sup> 相比美国、英国的私募股权投资在 2010 年占其国内生产总值 (GDP) 的比重分别达到 0.9% 和 1.5% (2007 年分别为 3.9% 和 3.0%)，日本的私募股权投资规模极小，仅占 GDP 的 0.1% (2007 年为 0.4%)。<sup>②</sup> 目前，在 OECD 国家中，日本位居企业创业难度排名的第 98 位、企业最易停业排名的第 1 位<sup>③</sup>，但是在创业投资规模方面，日本与欧美国家却差距显著 (参见图 1)。这反映出，日本的私募股权产业在推动科技创新、促进企业家成功方面发挥的作用远低于欧美国家。

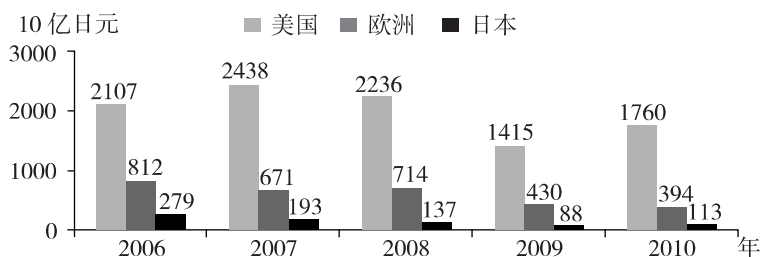


图 1 2006 ~ 2010 年度日美欧创业投资额的演变

资料来源: VEC「2011 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果 (速報値)」, 2011 年 11 月、3 頁。

本文试图从产业安全的角度出发，分析当前日本私募股权产业安全现状及其面临的安全隐患，并在此基础上探究日本私募股权产业发展滞后以致出现诸多安全隐患的深层原因，为中国发展私募股权产业、维护产业安全提供借鉴与启示。

## 二 日本私募股权产业安全的现状与隐患

产业安全是指特定行为体自主产业的生存和发展不受威胁的状态。<sup>④</sup>

① WEF, *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010*, 2011, p. 12.

② McKinsey&Company, *Private Equity Asia - Pacific*, March 2011, p. 5.

③ OECD, *Economic Survey of Japan 2011*, <http://www.oecd.org/japan/economicsurveyof-japan2011.htm>.

④ 参见李孟刚:《产业安全理论研究 (第三版)》,北京:经济科学出版社,2012年,第76页。

以 PE 投融资为核心的私募股权产业隶属于金融产业，是一个关联度很高的产业。其中，私募股权产业的生存安全，主要是指该产业生存不受威胁的状态，包括该产业所处的宏观经济环境、市场竞争状况以及外资控制情况等方面的安全状态面。私募股权产业的发展安全，主要是指该产业发展不受威胁的状态，包括该产业发展所面临的政策环境和运行环境等方面的安全状态面。

基于私募股权产业的“私募”特性，各国对 PE 的信息公开要求普遍较低，使得 PE 在操作中存在极大的不透明性，理论上没有任何一个超级机构或超大型数据库能够囊括所有的私募股权交易。而且，由于对 PE 没有一个统一的定义，因此不同机构对其进行分析时的统计口径也存在着较大差别。这都使得对私募股权产业安全进行评估和预警成为一个难题。本文拟根据日本私募股权产业的生存安全和发展安全，从其所处的经济环境、安全控制、政策环境和运行环境等四个角度，选取对私募股权产业安全存在影响的诸多指标，对日本私募股权产业的安全现状做初步评价（参见图 2）。

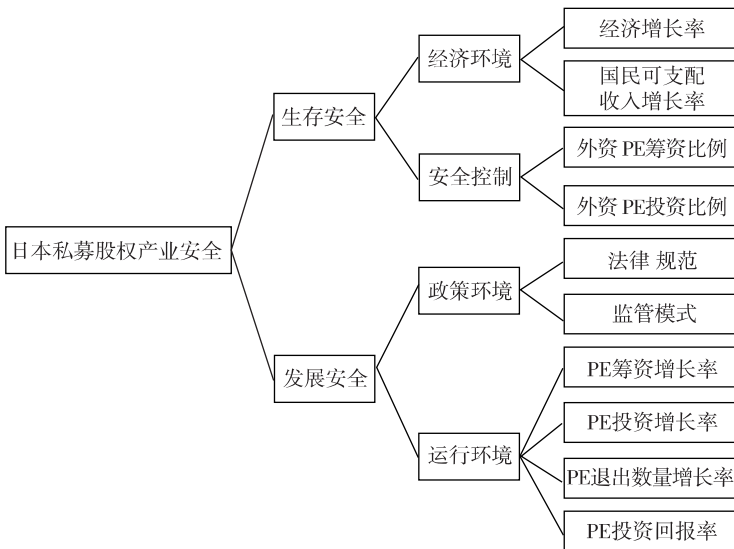


图 2 日本私募股权产业安全的评价体系

(一) 日本私募股权产业的生存安全现状与隐患

1. 经济环境

一国的经济增长率和国民可支配收入增长率可反映该国私募股权产

业所处的经济环境状况。如果这两个指标处于持续增长态势，表示该国的私募股权产业处于良好的经济环境之中；一旦这两个指标出现持续下降趋势，则有可能危及该国私募股权产业的基本生存安全。

### (1) 经济增长率

日本经济在经历长期萧条后，从 2002 年初开始进入二战后第三个长周期扩张期，到 2007 年 10 月实现了二战后持续时间最长的一次景气扩张。不过，2008 年国际金融危机遏止了日本经济连续多年增长的势头，日本实际 GDP 连续两年出现负增长。此后，尽管 2010 年日本经济出现强劲复苏，实质 GDP 增长率达到 4.4%（参见图 3），成为 20 世纪 90 年代以来增长率最高的一年。但是 2011 年在外部需求不足和自然灾害频发的双重困扰下，日本经济增长再次放缓，实质 GDP 增长率仅为 -0.7%。

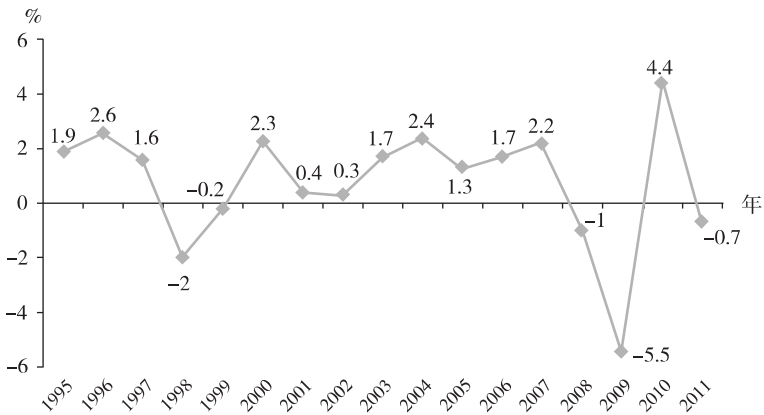


图 3 1995 ~ 2011 年日本实际 GDP 增长率的演变

资料来源：内閣府「国内総生産（支出側）実質暦年（前年比）」、[http://www.es-ri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/sokuhou/files/2011/qe114\\_2/\\_icsFiles/afieldfile/2012/03/08/ritu-jcy1142.csv](http://www.es-ri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2011/qe114_2/_icsFiles/afieldfile/2012/03/08/ritu-jcy1142.csv)。

### (2) 国民可支配收入增长率

国民可支配收入持续增长，将推动个人投资者在资产配置中更加关注私募股权投资。如图 4 显示，伴随经济的持续增长，日本国民可支配收入从 2003 年开始持续增长，2007 年达到 21 世纪以来的最高值。此后，2008 年开始日本经济增长之势放缓，随之而来的是国民可支配收入连续两年大幅下跌，2009 年降至 376.83 万亿日元，同比下降 6.64%，为 21 世纪以来的最低水平。2010 年，随着经济的强劲复苏，日本国民

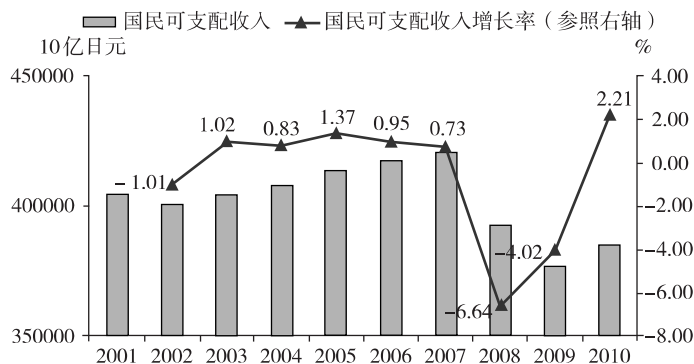


图4 2001~2010年日本居民可支配收入及其增长率

资料来源：内閣府「2010年度国民経済計算」、2011年12月26日、[http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/kakuhou/files/h22/tables/22a2\\_jp.xls](http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h22/tables/22a2_jp.xls)。作者根据相关数据计算得出。

可支配收入也止跌回升，但仍大大低于2007年以前的平均水平。并且，从2011年日本内外交困的经济形势来看，刚刚出现的国民可支配收入增长态势有可能再次出现波折。

## 2. 安全控制

外资对日本私募股权市场控制力的强弱可以反映日本国内资本对该产业控制力的大小，进而可以判断外资对日本私募股权产业安全的影响程度。本文根据数据的可测性，选取外国投资者在日本PE募资总额中所占比例和外资在日本PE投资总额中所占比例对其进行评价。

### (1) 外资PE筹资比例

日本产业投资企业中心(VEC)的调查显示，在日本的VC基金或者收购基金中，外资筹资所占的比例都较低。截止到2008年度，VC基金中的外资基金数量仅占总数的3.75%，筹资规模仅占总金额的3.38%。收购基金中的外资基金数量略高，占比达到20.59%，但是筹资规模却仅占日本收购基金筹资总额的2.24%。<sup>①</sup>可见，在日本的私募股权市场上，日资基金在筹资中占据绝对优势。此外，2009年度外资在日本PE筹资总额中所占比例也仅达到11.3%，远远低于国内投资者

<sup>①</sup> VEC「2008年ベンチャービジネスの回顧と展望」、2009年、132~133頁。作者根据相关数据计算得出。

的投资规模。<sup>①</sup>

## (2) 外资 PE 投资比例

从投资情况来看，日本私募股权投资市场上也同样呈现出国内 PE 占主导的趋势。如图 5 显示，日本的海外 PE 投资案所占比例在 2007 年达到创纪录的 41% 后，近年来呈快速下降趋势，2010 年海外 PE 投资案占日本私募股权投资案例总数的比重已下降到 18%。

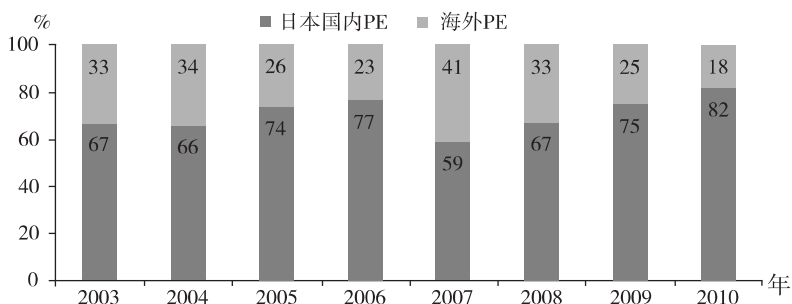


图 5 2003 ~ 2010 年日本私募股权投资市场中的投资主体占比

资料来源: McKinsey&Company, *Private Equity Asia - Pacific*, March 2011, p. 13.

## 3. 日本私募股权产业的生存安全隐患

总的来说，从经济环境和安全控制两个指标来看，目前日本私募股权产业具备基本的生存安全，但也存在着一定的安全隐患。

首先，2011 年以来，欧洲主权债务危机和日元升值使得日本经济面临严峻形势。一方面，经济增长放缓会制约企业对私募股权融资的需求，导致 PE 资金无处可投；另一方面，国民可支配收入的减少有可能降低日本国民对资产管理的需求，使得 PE 筹集资金的渠道缩窄，从而对私募股权产业链的上下游都形成制约。其次，尽管日本国内 PE 对国内私募股权投资市场具有绝对的控制权，但是与国外成熟市场相比，外资参与度过低并不利于国内的市场竞争环境，也不利于日本私募股权产业的持续发展。

### (二) 日本私募股权产业的发展安全现状与隐患

#### 1. 政策环境

一国针对处于私募股权产业链核心地位的 PE 所制定的法律规范和

<sup>①</sup> VEC「2011 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査速報版」、2012 年、16 頁。

监管模式，可以体现出该国私募股权产业所处的政策环境是否完善以及宽松度如何。

### (1) 法律规范

到目前为止，日本并没有直接针对 PE 的法律规定，但《金融商品交易法》（原《证券交易法》）和《投资信托及投资法人法》中都对“私募发行证券”的相关问题进行了明确规定，尤其是确立了“合格投资者”制度，以规范 PE 的运作。此外，1998 年日本政府出台了《中小企业等投资事业有限责任组合契约法》（《LPS 法》），允许以有限合伙的方式建立 PE，这是国际 PE 最常采用的组织形式，从而大力推动了日本 PE 国际化、规模化发展的进程。1999 年，日本政府通过的《产业活力再生特别措施法》允许国内外投资者建立收购基金进行私募股权投资，有力推动了日本私募股权产业的发展。

### (2) 监管模式

与欧美国家为 PE 创造了较为宽松的监管环境相比，日本对 PE 的监管较为严格，政府对私募股权产业的干预力度较大。

日本政府针对 PE 筹集资金的方式、投资者人数、投资者构成等方面都制定了详细的规定，并严格限制 PE 的投资活动。1972 年 11 月日本公正交易委员会出台的《创业投资指导方针》规定：PE 持有被投资企业的股份不得超过 50%；不得派遣人员担任被投资企业的董事；只能收购被投资企业的新股；其投资目的不是为了控制被投资企业，而是支持该企业的发展。直到 1994 年，日本政府才部分修改了这一指导方针，允许 PE 向被投资企业派遣董事，使得 PE 可以在被投资企业的公司治理和经营活动中发挥更多的作用。

在 PE 的报告义务和信息公开方面，日本的要求也比较严格，规定 PE 可以免于注册，但要承担申报义务。此外，还要求 PE 对自身运行状况，包括借贷对照表、损益计算表等制成财务表格，备于办公室以供合伙人查阅，并由注册会计师对财务表格进行外部监督。日本很多 PE 是以法人公司的形式设立的，所以还需要根据相关规定承担公开公司章程等信息的义务。

2002 年 11 月，日本成立了第一个私募股权行业性自律组织——日本创业投资协会（JVCA），作为代表 PE 利益的公益性组织。但与欧美



国家主要依靠行业自律的监管模式相比，JVCA 作为行业协会在推动日本私募股权产业发展方面发挥的作用远不如欧美国家明显。

## 2. 运行环境

### (1) PE 筹资增长率

近年来，受金融危机影响，日本的 PE 筹资额大幅减少。如表 1 所示，在日本私募股权投资市场上，无论是新基金设立案还是认缴筹资额都呈现出大幅下降的趋势，其中收购基金的下降趋势在 2008 年后尤为明显。2010 年以来，尽管日本私募股权市场上 VC 基金和收购基金筹资额的降幅都有所减缓，但是仍保持缓慢降低的趋势。

表 1 日本 VC 基金和收购基金筹资案例及其增长率

| 年度   | VC 基金设立案 |         | VC 基金认缴筹资额 |         | 年份   | 收购基金设立案 |         | 收购基金认缴筹资额 |         |
|------|----------|---------|------------|---------|------|---------|---------|-----------|---------|
|      | 个        | 增长率 (%) | 亿日元        | 增长率 (%) |      | 个       | 增长率 (%) | 亿日元       | 增长率 (%) |
| 2005 | 70       |         | 2816       |         | 2005 | 24      |         | 2794      |         |
| 2006 | 44       | -37.14  | 1980       | -29.69  | 2006 | 22      | -8.33   | 5608      | 100.72  |
| 2007 | 39       | -11.36  | 2740       | 38.38   | 2007 | 18      | -18.18  | 5380      | -4.07   |
| 2008 | 23       | -41.03  | 848        | -69.05  | 2008 | 21      | 16.67   | 5069      | -5.78   |
| 2009 | 15       | -34.78  | 474        | -44.10  | 2009 | 3       | -85.71  | 972       | -80.82  |
| 2010 | 13       | -13.33  | 454        | -4.22   | 2010 | 4       | 33.33   | 665       | -31.58  |
|      |          |         |            |         | 2011 | 4       | 0       | 600       | -9.7    |

资料来源：VEC「2011 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果（速報値）」、2011 年 11 月、日本バイアウト研究所「日本バイアウト市場の推移」、2012 年 4 月 23 日。作者根据相关数据计算得出。

### (2) PE 投资增长率

在 PE 筹资受挫的情况下，2008 年以来日本 PE 投资额也出现了急剧萎缩。如表 2 显示，日本私募股权投资市场上的 VC 基金投资案自 2006 年以来持续下降，2010 年投资案还不到 2005 年的三分之一。VC 基金的投资规模也从 2007 年度起连续三年大幅下降，尽管 2010 年度的投资额同比增长了 29.37%，但仍不及 2006 年度的一半。从收购基金的投

表 2 日本 VC 基金和收购基金投资案例及其增长率

| 年度   | VC 基金<br>投资案 |            | VC 基金<br>投资额 |            | 年份   | 收购基金<br>投资案 |            | 收购基金<br>投资额 |            |
|------|--------------|------------|--------------|------------|------|-------------|------------|-------------|------------|
|      | 个            | 增长率<br>(%) | 亿日元          | 增长率<br>(%) |      | 个           | 增长率<br>(%) | 亿日元         | 增长率<br>(%) |
| 2005 | 2834         | 3.4%       | 2345         | 5.7        | 2005 | 49          | -10.91     | 4551        | -38.37     |
| 2006 | 2774         | -2.12      | 2790         | 18.98      | 2006 | 77          | 57.14      | 9245        | 103.14     |
| 2007 | 2579         | -7.03      | 1933         | -30.72     | 2007 | 90          | 16.88      | 6558        | -29.06     |
| 2008 | 1294         | -49.83     | 1366         | -29.33     | 2008 | 67          | -25.56     | 12446       | 89.78      |
| 2009 | 991          | -23.42     | 875          | -35.94     | 2009 | 59          | -11.94     | 4177        | -66.44     |
| 2010 | 915          | -7.67      | 1132         | 29.37      | 2010 | 46          | -22.03     | 2933        | -29.78     |
|      |              |            |              |            | 2011 | 53          | 15.21      | 7457        | 154.24     |

资料来源: VEC「2011 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果(速報値)」、2011 年 11 月、日本バイアウト研究所「日本バイアウト市場の推移」、2012 年 4 月 23 日。作者根据相关数据计算得出。

资情况来看, 投资案自 2008 年起连续三年下降, 跌幅接近一半, 就投资规模而言, 波动较大, 且总体呈下滑趋势。2011 年日本收购基金的投资案和投资规模都实现了增长, 但仍然大大低于 2008 年的水平。

### (3) PE 退出数量增长率

目前, 日本 PE 主要通过 IPO、出售、清算等方式实现资本的退出。如表 3 显示, VC 基金的退出自 2005 年以来呈现出持续减少的趋势, 尽管 2009 年退出数量再次增长, 却仍低于 2004 年的数量。其中, IPO 曾经是最主要的退出方式。但是由于日本股票市场持续低迷, 通过 IPO 退出的数量自 2005 年开始呈持续减少之势。另一方面, 以企业并购(M&A)和二次收购等方式出售的数量则有所增加。与此同时, 收购基金的退出也在 2008 年创下历史最高纪录后表现低迷。如表 3 所示, 2009 年的降幅为 36%, 2010 年进一步减少了 9.38%, 仅有 29 个退出案。2011 年, 收购基金的退出数量转跌为升, 升幅为 72.41%, 但总规模也仅为 50 个。

表3 日本 VC 基金和收购基金退出案例及其增长率

| 年 度   |         | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008  | 2009   |
|-------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| VC 基金 | 个 数     | 1041   | 861    | 768    | 709    | 670   | 823    |
|       | 增长率 (%) | 12.06  | -17.29 | -10.80 | -7.68  | -5.50 | 22.84  |
| 收购基金  | 个 数     | 25     | 35     | 40     | 36     | 50    | 32     |
|       | 增长率 (%) | 177.78 | 40.00  | 14.29  | -10.00 | 38.89 | -36.00 |

资料来源: VEC「2010年ベンチャービジネスの回顧と展望」、2011年、日本バイアウト研究所「日本バイアウト市場の推移」、2012年4月23日。作者根据相关数据计算得出。

#### (4) PE 投资回报率

从目前日本 PE 退出的交易金额来看,平均每笔退出案的收益从2008年的3.48亿美元降到2010年的0.82亿美元<sup>①</sup>,这直接影响到 PE 的投资回报情况。如图6显示,日本 VC 基金的年均投资回报率在1994年时曾高达32.0%,但此后大幅下跌,从2000年开始年均投资回报率一直为负,2005年更创下-18.8%的历史最低。2010年日本 VC 平均投资回报率也仅为-16.3%。

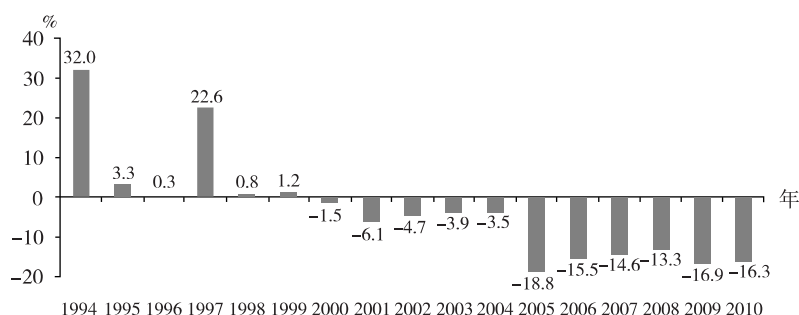


图6 1994~2010年日本 VC 基金的年均投资回报率

资料来源: 大和総研「我が国経済の活性化を担うファンドの有効活用に向けた事業環境整備に向けた基礎調査」、2011年3月、31頁。

### 3. 日本私募股权产业的发展安全隐患

尽管目前日本私募股权产业的政策环境日渐改善,运行环境也初现恢复迹象,但是总体来说,该产业的发展安全相比生存安全而言面临更

① McKinsey&Company, *Private Equity Asia - Pacific*, March 2011, p. 14.

大隐患。

首先，与欧美国家相比，日本政府对私募股权产业的监管较为严格，而政府干预过多容易导致 PE 缺乏行业自律性，不能实现充分的市场竞争，不利于培养现代、高效、透明的资本市场，结果造成整个日本私募股权产业的效率大大下降，威胁产业安全。

其次，日本私募股权产业的整体运作环境不佳，从 PE 筹资、投资到退出的各个环节都持续低迷，不仅远远落后于欧美等成熟市场的发展，也落后于中国、印度等新兴市场。尤其是 PE 投资数量持续下跌，投资回报率过低，使得整个私募股权产业链脱节，严重缺乏活力，危及产业安全。

此外，日本 PE 的主要投资者是银行、证券公司和保险公司等金融机构。据日本经济产业省的调研显示，截止到 2007 年 3 月，日本创业投资余额的 60.2% 来源于银行、证券公司和保险公司等金融机构下设的 PE，其中银行系列占 21.9%，证券公司系列占 31.2%，保险公司系列占 7.1%。如此高的金融机构参与度，也给日本私募股权产业安全埋下极大隐患，一旦 PE 投资失败，不仅会给私募股权产业自身带来重大打击，而且会增加金融机构的不良债权，给整个金融运行造成不利影响。

### 三 日本私募股权产业安全出现诸多隐患的原因

日本私募股权产业在发展之初，曾经推动国内几次出现创业热潮，在经济增长和企业成长方面发挥了积极的助推作用。但是，21 世纪以来，日本私募股权产业的发展态势却与其世界第二大经济体的地位极不相符，不仅落后于欧美国家，也被亚洲的中国、印度等赶超。而且，日本私募股权产业安全也面临着诸多隐患，其深层原因主要可从三方面因素的影响进行探究。

#### （一）制度因素

日本政府对私募股权产业的支持力度远不如欧美及亚洲其他主要国家，某些制度甚至制约了私募股权产业的进一步发展。比如，日本的稳定持股制度和反垄断政策都对 PE 通过并购方式进行投资及以二次并购

方式实现退出造成了影响。

日本鼓励集团企业之间、交易伙伴之间相互持有股份，结果使持股人之间相互成为支持经营层的稳定股东。这些稳定股东不会向公司经营层的敌对方出售股份，因此针对那些稳定股东持股率较高的企业，即使其在经营上遇到问题需要外部资金的注入，PE 也很难成功收购这些企业。通过相互持股，日本大企业和中小企业之间还形成了系列化的企业集团，这也给 PE 收购具有发展潜力的中小企业造成了影响。

而日本的反垄断政策，尽管可以防止经济力量过于集中，但有关“敌意收购”等方面的限制没有明确界限，也在某种程度上制约了 PE 对目标企业的并购，尤其给外资 PE 并购日本企业造成了重大影响。另外，受反垄断政策的影响，PE 在退出时也较难以并购或二次收购的方式卖出企业。

日本的税制也影响了外资参与日本私募股权产业的积极性。截至 2009 年，日本一直对外国投资者实行双重征税的政策。尽管 2009 年 4 月日本改革税制，对投资日本国内 PE 的外国投资者实行免税政策，但是对外国合格投资者仍有诸多限制，而且由于宣传不到位，很多外国投资者对政策的改变并不完全知晓，导致仍有大量资本撤出日本转投亚洲其他国家。这些制度上的制约影响了日本私募股权产业链的各个环节，使得日本私募股权产业安全出现隐患。

## （二）经济因素

在日本经济形势长期低迷的背景下，日本私募股权产业的筹资、投资和退出等各个环节出现恶性循环，给该产业的安全造成了不利影响。

首先，由于 PE 投资回报率过低和经济不景气，日本 PE 筹集资金的难度较大。与美欧的机构投资者向 PE 投资占其总资产的比重分别达到 7% 和 5% 相比，日本的机构投资者在资产配置中仅有 3% 投向 PE。<sup>①</sup>尤其是养老基金，与欧美等成熟市场相比，日本的养老基金对私募股权产业的参与度极低。根据日本大和综合研究所 2009 年的一项问卷调查显示，在 264 家日本养老基金中，仅有 31 家（占 11.7%）向 PE 投资，其中没有一家养老基金的投资额超过其总资产的 10%，71% 的养老基

<sup>①</sup> The City UK, *Private Equity* 2011, p. 8.

金对 PE 的投资额都在 3% 以下。与此同时，外资对日本 PE 的投资也呈现缩小趋势。如表 4 显示，2003 ~ 2007 年美国对亚洲各经济体 PE 的投资额出现巨大变化，对日本 PE 的投资由 2003 年的排名第一降至 2007 年的第四位，落后于印度、中国和韩国。可见，日本 PE 在获得外资支持方面已经远远落后于亚洲的中国、印度等新兴发展中国家。受上述因素影响，一方面日本中小 PE 筹资困难，另一方面 PE 在选择投资项目时更为谨慎，对 PE 投资增长率形成负面影响。

表 4 2003 ~ 2007 年美国针对亚洲 PE 的投资额

(单位: 百万美元)

| 年份   | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|------|------|------|------|------|------|
| 日本   | 1491 | 324  | 123  | 677  | 486  |
| 中国   | 740  | 790  | 1166 | 1567 | 1890 |
| 中国香港 | 144  | 154  | 62   | 103  | 241  |
| 中国台湾 | 70   | 45   | 3    | 459  | 48   |
| 印度   | 147  | 271  | 609  | 1033 | 2003 |
| 韩国   | 947  | 642  | 367  | 887  | 772  |

资料来源: VEC「2008 年ベンチャービジネスの回顧と展望」、2009 年、24 頁。

其次，近年来随着日本国内生产要素状况的改变及其他国家经济实力的提升，日本企业的国际竞争力日益下降，再加上长期经济景气低迷造成日本中小企业经营状况不佳，从而导致优质投资资源严重匮乏，投资失败案例增多，很多 PE 都持币观望，投资量大减。尤其是很多外资 PE 在雄心勃勃进军日本后，由于投资对象欠缺和谈判遇阻等问题又缩小了投资活动，有的甚至撤出日本，转而投向更具发展潜力的其他亚洲国家。很多外资 PE 高管都指出：“在日本找不到一个合适的投资机会，筹集的资金只能闲置，这让人非常沮丧。”<sup>①</sup> 如全球著名 PE 帕米拉 (Permira) 自 2005 年进入日本至今仅完成了一笔投资交易，而科尔伯格 - 克拉维斯 (KKR) 于 2006 年进军日本以来也仅完成了一笔交易。

<sup>①</sup> Maya Ando, "Japanese GPs prepare for a smaller future", *Asian Venture Capital Journal*, Jun 2011.

美国凯雷集团倒是完成了几笔投资，但是 2010 年其对日本移动运营商 WILLCOM 的投资以 4.41 亿美元的损失而宣告失败。

最后，由于日本 PE 多选择以 IPO 方式退出，而日本股市长期低迷，尤其是 2008 年以来日本股市接近崩盘，使得 PE 的年均投资回报率非常低。以东证 Mothers 股票指数为例，其在 2004 年 6 月曾达到 2672 点的高值，而 2008 年 10 月仅为 269 点，是最高时的 10%，此后也一直在三四百点左右徘徊。股市的大跌，使得日本私募股权市场上的 PE 投资回报率大跌，PE 退出渠道受阻，这反过来又影响到 PE 筹资和投资的状况，造成整个私募股权产业链的恶性循环，威胁产业安全。

### （三）人文因素

人文因素也是导致日本目前私募股权产业增长乏力的一个重要因素。第一，日本投资者一向厌恶风险，看重短期收益。尤其是 20 世纪 90 年代泡沫经济崩溃以后，日本人的投资倾向更趋谨慎，对风险的接受能力较差。而 PE 以未上市公司的股权为投资对象，在带来高收益的同时风险也极大，投资周期也比较长。因此，很多投资者因为惧怕风险而对 PE 望而却步，使得 PE 筹资面临困境。

第二，日本人一向看重“面子”，传统上他们认为寻求第三者帮助就是承认失败。因此，一些企业在面临经营困境时，尽管可以通过争取 PE 投资来获得资金和先进管理经验，帮助企业重新获得活力，但都对借助 PE 之力进行企业重组采取抵制态度。一些日本企业即使寻求外部合作，也坚持将确保公司原有职工的终身雇佣作为协议内容之一，因此常常使得 PE 对企业进行重组改革的目标难以实现。

第三，日本的企业家普遍将外部投资者认定为贪婪的投机商，而非可以合作的伙伴。因此，日本企业尽管面临国内需求不振和国外企业竞争的双重困境，但却很少愿意通过与 PE 合作来进行企业重组。而且，即使对企业已经没有任何贡献，很多大企业还是坚持保留自己非核心的业务部门，等到这些企业愿意接受外部的投资和建议时，却已经濒临破产、回天乏术了。日本企业固有的抵抗外部投资者的心理对外资 PE 的影响更为深远，很多外资 PE 都感慨“日本难以发展私募股权投资”。

#### 四 对中国私募股权产业发展的借鉴与启示

中国作为亚洲的一个重要经济体，私募股权产业起步较晚，却发展迅速。据统计，2010 年，与日本仅获得 39.2 亿美元的私募股权投资相比，中国获得了 177 亿美元的投资。而在 2005 年中日两国获得的私募股权投资分别为 95 亿美元和 96.1 亿美元，差距很小。<sup>①</sup> 可见，中国已经超越日本，成为全球私募股权资本最看重的投资目的地之一。

中日两国在私募股权产业发展过程中有一些相似之处。例如，中日两国政府对 PE 的监管都较为严格，对外资准入的限制比较多，PE 退出方式都以 IPO 为主，等等。作为一衣带水的近邻，日本近年来私募股权产业发展的滞后也应该引起中国的警惕。特别是进入 2012 年，中国 PE 筹资和投资增长率都出现了降温迹象，PE 投资回报率也开始从高点回落。鉴于此，应该吸取日本私募股权产业发展中的经验与教训，在维护中国私募股权产业安全的同时，推动中国私募股权产业进一步发展。

首先，应该学习日本不断完善私募股权产业政策，从规范 PE 运作、明确 PE 监管部门、制定合格投资者制度、建立信息公开制度以及加强行业自律性等方面着手，规范私募股权产业链的运作。

其次，有必要吸取日本的教训，完善私募股权运作环境，积极拓宽 PE 筹资渠道，不仅积极引导民间资金进入 PE 投资行业，还要推动社保基金、银行、证券公司、保险公司等机构投资者在风险可控的机制下投资 PE，促进 PE 筹资渠道的多元化；引导私募股权投资与新兴战略产业相结合，关注实业和中小企业，积极培育优质投资资源；完善多层次资本市场，为 PE 的退出提供更多渠道。同时，也应适当放宽政策，允许更多有经验的外资 PE 和风险抵抗能力较高的外国投资者参与中国的私募股权产业。此外，还应从资本募集、项目决策到增值服务、股权退出等各方面综合提高 PE 从业人员的专业化水平，走专业化的发展道路。

(责任编辑: 叶琳)

<sup>①</sup> Maya Ando, "State of the Union (s)", *Asian Venture Capital Journal*, Jan 2011.



「内奏」行為の保留は、日本の政治家が天皇の権威を得るための一環や手段の一つであり、そこに天皇の元首化を実現しようとしている一部の保守政治家の企てが託され、同時に、戦後の天皇が日本の内政外交に参与するための隠れルートを開いたことになる。「内奏」を通して形成してきた天皇と政治家達の感情は、天皇権威の強化に役立つ。

## 日本の対中貿易収支の動向及び原因分析

梁 軍

概ねに貿易バランスを維持していた1990年代に比べれば、21世紀に入ってから、日本の対中貿易収支は、黒字を維持しつつ、なお、益々拡大する傾向にある。その原因といえば、貨幣的要素は、その主要原因ではなく、むしろ中日経済の発展段階の差異、一人当たりの収入増加率の差異による影響はより大きくて、構造的要素、特に日本の対中貿易構造と投資構造の段階的な変化は、その根本要因である。今後、長い間、日本の対中貿易黒字は継続し、中日両国経済成長の差異、消費と投資構造の変動及び中国対外貿易発展戦略の調整、日本の大震災と欧州経済危機などの要素は、両国貿易の未来発展に影響を与えるのであろう。

## 日本のプライベート・エクイティ業界の安全性研究

常 思純

日本は、アジアにおけるプライベート・エクイティ業界を発展させた最初の国であるが、近年、欧米諸国のプライベート・エクイティ業界との差はますます拡大されている。関連指標に基づいて、日本プライベート・エクイティ業界の生存安全性と開発安全性を評価した結果、日本のプライベート・エクイティ業界は多くのリスクに直面し、競争力が欠如していることがわかった。特に、プライベート・エクイティの投融資ケースの大幅減少、低すぎる投資収益率によるその産業発展への制約が非常に深刻になっている。こういった問題は、主に制度・経済・文化的な要素によるものである。日本のプライベート・エクイティ業界の安全性研究は中国におけるプライベート・エクイティ業界の発展のために参考と示唆を提示することができるであろう。

## 戦後派について

李 徳純

軍国主義に対する日本全民族の憤慨と憎しみは、長期的な束縛から突然解禁