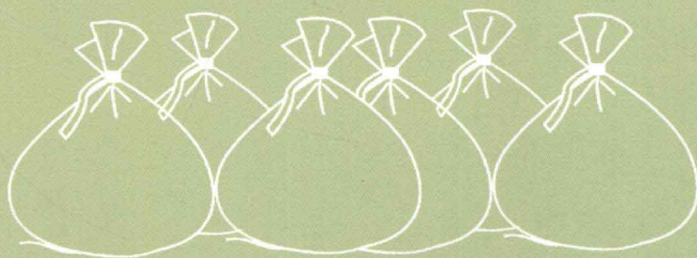




私募基金 的运作与发展 ——以宁波为例

田剑英 著

SIMU JIJIN DE
YUNZUO YU FAZHAN



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社



私募基金 的运作与发展 ——以宁波为例

田剑英 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

私募基金的运作与发展:以宁波为例 / 田剑英著.
—杭州:浙江大学出版社,2012.3
ISBN 978-7-308-09409-2

I. ①私… II. ①田… III. ①投资基金—研究—宁波市 IV. ①F832.755.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 256083 号

私募基金的运作与发展——以宁波为例

田剑英 著

责任编辑 吴伟伟 weiweiwu@zju.edu.cn

封面设计 十木米

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 浙江时代出版服务有限公司

印 刷 杭州日报报业集团盛元印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 17.5

字 数 296 千

版 印 次 2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-09409-2

定 价 49.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

目 录

引 言	(1)
第 1 章 我国私募基金的投资策略与监管	(19)
1.1 我国私募基金的运作方式	(20)
1.2 我国私募基金的投资策略分析	(25)
1.3 我国私募基金投资运作中存在的问题	(28)
1.4 我国私募基金投资运作的规范与监管	(30)
附录:我国私募基金发展历程	(36)
第 2 章 有限合伙私募基金的规范运作——以浙江省为例	(40)
2.1 有限合伙私募基金的发展现状	(41)
2.2 有限合伙的组织机构	(47)
2.3 有限合伙私募基金的投资运作	(49)
2.4 有限合伙私募基金的意义	(52)
2.5 有限合伙私募基金存在的问题	(54)
2.6 有限合伙私募基金的发展对策	(56)
2.7 结 论	(59)
附录:我国有限合伙制私募产生的背景	(60)
第 3 章 宁波市私募基金开展股权投资的现状	(61)
3.1 宁波市开展私募股权投资的重要性	(62)
3.2 宁波市私募股权投资运作流程	(65)
3.3 宁波私募股权投资的投资方式	(70)
3.4 宁波市私募股权投资的运作特点	(74)
3.5 宁波市私募股权投资退出及收益研究	(77)
3.6 宁波市私募股权投资面临的困境	(82)
3.7 宁波市私募股权投资平稳发展的对策	(86)

3.8 结 论	(88)
附录	(89)
第4章 宁波市私募股权投资项目的收益与风险	(92)
4.1 宁波市具有私募基金投资企业的项目优势	(92)
4.2 宁波市私募股权投资对项目投资的倾向性	(95)
4.3 样本选取与数据获得	(100)
4.4 宁波市私募基金的收益分析	(101)
4.5 宁波市私募基金的风险分析	(107)
4.6 宁波市私募基金对所投项目风险防范的对策	(110)
附表:宁波市现有股权投资企业名单	(114)
第5章 宁波市私募基金对高新技术项目投资运作	(116)
5.1 宁波市私募股权基金对高新技术项目投资的重要性	(117)
5.2 宁波市私募基金对高新技术项目投资的现状	(120)
5.3 宁波市私募股权基金对高新技术项目的投资运作特点	(122)
5.4 宁波市私募股权基金对高新技术项目的投资方式	(127)
5.5 宁波市私募股权基金对高新技术项目的投资退出机制	(131)
5.6 宁波市私募股权基金对高新技术项目投资存在的问题	(135)
5.7 宁波市私募股权基金对高新技术项目的投资对策	(138)
第6章 宁波市私募股权投资对接产权交易中心的退出	(141)
6.1 产权交易市场促进私募股权投资退出	(142)
6.2 私募股权投资在产权交易市场退出的现状	(147)
6.3 私募股权投资在产权交易市场的运作流程	(149)
6.4 民间资本已成为宁波市产权交易中心的重要交易对象	(152)
6.5 宁波市私募股权基金在产权交易市场退出的必要性	(156)
6.6 私募股权投资基金在宁波市产权交易中心退出路径	(159)
6.7 宁波市产权交易中心促进私募股权投资退出的对策	(161)
6.8 结 论	(165)

附录:我国产权交易市场的演变	(166)
第 7 章 阳光私募:证券公司直投业务	(169)
7.1 券商直投业务发展现状	(170)
7.2 券商直投业务的运作方式	(174)
7.3 券商开展直投业务的积极作用	(178)
7.4 券商开展直投业务的风险	(181)
7.5 券商开展直投业务的风险防范与发展对策	(184)
附件 1:我国证券公司(券商)直投业务的相关政策	(188)
附件 2:我国证券公司(券商)直投业务的重要事件	(189)
第 8 章 私募基金在证券市场的运作——以浙江省为例	(191)
8.1 我国私募基金在证券市场发展的历程及意义	(192)
8.2 股权私募基金在证券市场运作的表现方式	(195)
8.3 私募基金在股票市场运作存在的问题	(201)
8.4 私募基金在股票市场运作存在的风险	(206)
8.5 私募基金在证券市场规范运作的对策	(208)
附件:券商集合理财运行情况	(214)
第 9 章 私募基金欺诈行为及其防范——以浙江省为例	(219)
9.1 私募基金欺诈行为的表现形式	(219)
9.2 私募基金欺诈行为的特性	(226)
9.3 私募基金欺诈行为产生的原因	(228)
9.4 私募基金欺诈行为防范对策研究	(231)
9.5 结 论	(235)
参考文献	(237)
附 件	(246)
附件 1 我国 PE 市场主要的政策法规	(246)
附件 2 浙江省股权投资企业、股权投资管理企业登记办法	(247)
附件 3 宁波市鼓励股权投资企业发展的若干意见	(249)
附件 4 宁波市私募股权投资基金调查问卷	(253)
附件 5 宁波市私募股权投资公司项目投资计划书式样	(261)
后 记	(275)

引 言

私募基金(Private Equity Fund,简称 PE)在中国通常称为私募股权投资,从投资方式角度看,依国外相关研究机构定义,是指通过私募形式对私有企业,即非上市企业进行的权益性投资,在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制,即通过上市、并购或管理层回购等方式,出售持股获利。私募基金已成为 21 世纪重塑全球资本市场的重要新兴力量,它作为一种寻求高投资回报的风险投资工具,以市场的眼光去发现技术的市场价值,去筛选创新种子和技术半成品,从而提高了市场的效率,其利益机制客观上对于社会上的创新活动的兴起和新技术的发展起到了重大作用。在欧美发达国家,私募基金已成为新兴企业、陷入财务困境的企业以及寻求并购资金支持的上市公司的重要资金来源。随着我国多层次资本市场建设的稳步推进,美国黑石集团(The Blackstone Group)、美国华平投资集团(简称华平,Warburg Pincus L. L. C.)、新桥资本集团(简称新桥,Newbridge Capital L. L. C.)等国际知名 PE 大举进入中国,中国风险投资有限公司(简称中国风投)、深圳市创新投资集团(简称深创投)、红杉资本(Sequoia Capital)等本土 PE 迅速崛起,由政府主导型的各类产业基金、引导基金业在各地纷纷设立,发展 PE 已经成为各地政府加速推进经济社会转型发展的重要抓手。

一、国内外私募基金发展现状

(一)国外私募基金的发展现状

国际市场把私募基金的内涵一般分为对冲基金、私募股权基金和创业投资基金(也可称为风险投资基金)。最早的私募基金采取信托方式,1864年英国成立的第一家投资信托公司——北美投资信托公司被认为是“集合投资、专家理财”的现代私募基金的鼻祖。从国外发展情况来看,私募基金源于最早的私人银行业务,随后其服务对象日益扩大,功能日益完善。如国际上著名的投资大师沃伦·巴菲特(Warren E. Buffett)1956年设立的伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway Cooperation)、乔治·索罗斯(George Soros)和吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)1969年创建的量子基金(Quantum Fund)等都属于私募基金。国际私募基金市场发展速度很快,成为重要的金融服务内容之一。国际上开展私募基金的机构很多,包括私人银行、投资银行、资产管理公司和投资顾问公司等,特别是随着国际上金融混业的发展,几乎所有国际知名的金融控股公司(集团)都从事私募基金管理业务。据英国调查机构(Private Equity Intelligence,简称 PEI)的统计数据,截至2007年2月,全球共有950只私募股权基金。目前全球私募股权投资基金的总额达到7380亿美元,比2005年增长了一倍。私募股权基金规模日益庞大,发挥的作用也越来越大,在资本市场的表现越来越引起各界人士的关注。

(二)我国私募基金的发展现状

我国的私募基金发展较晚,这主要与我国的宏观经济政策和我国证券市场的发展有关,私募基金在发展的十几年中,充满着争论与期待。1993—1995年是私募基金的萌芽阶段,这期间证券公司与大客户逐渐形成了不规范的信托关系;1996—1998年是私募基金的形成阶段,此期间上市公司将闲置资金委托承销商进行投资,众多的咨询顾问公司成为私募基金操盘手;1999—2000年私募基金处于盲目发展阶段,由于投资管理公司大热,大量证券业的精英跳槽,凭着熟稔的专业知识,过硬的市场营销,一呼百应;2001年以后逐步规范、调整阶段,其操作策略由保本业务向集中投资策略转变,操作手法由跟庄做股到资金推动和价值发现相结合转变。中央

财经大学的研究报告显示,2007年私募基金占投资者交易资金的比重达到30%~35%,资金总规模在6000亿~7000亿元之间,整体规模超过公募基金一倍。在地区分布上,我国的私募资金主要集中在北京、上海、广州、辽宁和江苏等地,但主体地域却在动态演变。从2001年11月开始,广州地区的交易量攀升很快,并已经超过上海、北京,形成“南强北弱”的格局。据私募排排网统计,截至2009年年底,中国各类私募证券投资基金总规模虽然达1.1万亿元左右,但通过信托公司成为较少法律瑕疵的私募证券投资基金规模不过400亿元。

我国金融市场中常说的“私募基金”或“地下基金”,往往是指相对于受我国政府主管部门监管的、向不特定投资人公开发行受益凭证的证券投资基金而言,是一种非公开宣传的,私下向特定投资人募集资金进行的一种集合投资。我国私募基金目前可以分为两大类:一类是有官方背景的合法私募基金,主要包括券商集合资产管理计划、信托投资公司的信托投资计划和管理自有资金的投资公司;另一类是没有官方背景,民间的非合法私募基金,这类私募基金通常以委托理财的形式为投资者提供集合理财服务,其业务的合法性不明确。

二、国内外专家学者对私募基金的研究

(一)基于契约关系的私募基金组织机构的研究

1. 国外专家学者对私募基金组织机构的研究

从国际上来看,私募股权投资基金主要有公司制、有限合伙制和信托制三种组织形式,这些组织形式的存在以及发展的状况取决于它们解决投资者与基金管理人之间的委托代理问题的效率。国内外学者对私募股权投资基金组织结构的研究主要采用了两种理论:一种是契约理论;另一种是信号选择理论。契约理论认为投资者与基金管理人之间是契约关系,而且这个契约关系在一定条件下可以解决投资者与基金管理人之间的委托代理关系。法玛(Fama,1980)使用契约理论研究了私募股权投资基金的组织结构,认为“时间”可以解决激励的问题,因为基金管理人的市场价值以及收入取决于其过去的经营业绩。从长期看,基金管理人必须对自己的行为完全负责,即使没有显性的激励合同,基金管理人也会有努力工作的积极性,因为这样可以改进自己在基金管理人市场中的声誉,通过暂时牺牲

初期的一些效用,来获得未来投资期间内报酬的提高和筹资机会的便利。而亨克尔(Heinkel,1994)认为,在订立创业投资契约之前,基金管理人对于自身业务能力的了解优于外部投资者。在这种信息约束条件下,基金管理人的业务能力信息往往通过契约的具体订立明确反映,所以投资者的事前分析对契约的订立有重要的作用。戈珀斯和勒纳(Gomper and Lerner,1998)也认为,投资者与基金管理人之间的契约是处理代理问题的一种有效方法,投资者与基金管理人订立契约时,往往要求基金管理人具有甄选高质量可投资项目的能力和为项目增值的能力,这些能力也构成了基金管理人的业务水平信息。

信号选择理论认为,投资者与基金管理人之间存在信息不对称,私募股权投资基金管理人需要通过一些特殊的机制来向投资者传递代表其能力的信号,例如,首次公开发行股票(Initial Public Offerings,IPO)。私募股权投资基金内部存在双重“委托—代理”关系,包括投资者与基金管理人之间的关系、基金管理人与创业企业管理者之间的关系(罗比,赖特(Robbie K. and Wright,1997))。乔吉布斯(Gibbon,1992)认为,由于私募股权投资基金的运作特点,基金管理人的业务能力很难被投资者全面了解,投资者所知道的都仅为该业务能力的一般分布,在这样的情况下,基金管理人的首期业绩将会成为其自身和外部投资者借以衡量其业务能力的依据。赫尔曼、伯纳德·布莱克和罗纳德·吉尔森(Hellmann, Bernard S. Black and Ronald J. Gilson,1998)进一步指出,由于信息不对称,基金管理人与基金投资者之间存在一个学习的过程,成功的IPO成为反映私募股权投资基金管理人能力的一个重要信号,IPO机制也成为基金管理人与基金投资者之间的信号传递机制。

基于契约理论和信号选择理论,威廉·萨尔曼(William A. Sahlman,1990)详细论述了私募股权投资基金运作的方式,而且指出在20世纪80年代以后,美国的私募股权投资基金主要采用有限合伙制。芬恩、梁和普罗斯(Fenn,Liang and Prowse,1997)的研究结果也支持这个结论。

2. 国内专家学者对私募基金组织机构的研究

著名金融专家夏斌(2001)《中国私募基金报告》的发表对私募基金在国内产生了深远影响,认为私募基金包括以非公开方式建立资金池,而后投资于公开上市权证和非上市企业等模式,即投资于二级市场上市公司股票之模式就是私募证券投资基金;投资于非上市企业之模式就是私募股权

(投资)基金(石仁坪、夏斌,2007)。邢成(2004)介绍了信托公司私募产品在规模、营销宣传、区域性限制、流动性操作和合格投资人等方面我国的规定,并就合格投资人制度进行了中美立法比较。吴晓灵(2006)指出,“银监会规定信托公司可以做集合信托计划,证监会规定证券公司可以做集合资产管理,这些都为契约型私募基金的设立奠定了法律基础”,认为私募股权信托基金是一种契约型组织形式,与合伙型、公司型并列。

国内目前的研究中,李青云(2007)对“信托型私募股权基金”作出定义:“信托型私募股权基金是指依据《信托法》、《信托公司集合资金信托管理办法》等相关法规设立的投资基金,通过信托契约明确委托人(投资人)、受托人(投资管理机构)和受益人三者的权利义务关系,实现资金与专业管理能力的协作。”通常,私募股权信托基金可定义为:“发起人以非公开方式与投资人订立信托合同,投资人将自己的资金信托给发起人,由发起人将资金以组合方式投资于非上市企业,并将收益按照信托合同的约定交付给受益人的资产管理模式。”在该模式中,信托关系是核心法律关系,投资人是委托人,基金发起人是受托人,而受益人是投资人或其指定的第三人。

(二)国内外专家学者对有限合伙私募股权投资基金的研究

有限合伙制私募基金由投资人与基金管理人合伙组成一个有限合伙基金,投资人对合伙基金负有限责任,管理人在合伙基金董事会的监督下负责基金的具体运作并对合伙基金负无限责任。对于私募基金组织机制的问题,Gompers 和 Lerner(1999)认为私募股权投资机构的组织形式是决定私募股权投资资本筹集的一个很重要的因素,这方面的研究主要集中于有限合伙制的研究。大卫·帕特里克·克埃奇(David Patrick Eich,2007)、李川(Chuan Li,2007)、杰西·谢尔利(Jesse Sheley,2007)对私募基金的各种组织形式的优缺点以及法律监管进行了研究,认为有限合伙制是介于有限责任制和合伙人制之间的一种经济实体,它可以同时享有有限责任制的有限责任(对有限合伙人)和合伙人制的税收优惠。认为公司型的私募股权投资基金是按公司法进行的,而契约型私募股权投资基金是根据一定的信托契约关系建立起来的代理投资制度,通过发行收益凭证来募集资金。

对于私募基金的组织机制问题,金永红(2007)建立模型比较了公司制和有限合伙制两种机制下基金经理人的最优努力水平,在有限合伙制和公司制两种制度安排中,当风险投资家选择最优努力水平时,有限合伙制的

投资者的收益要远远大于公司制的投资者所获得的收益,得出从投资者角度来说有限合伙制严格优于公司制的结论。邹菁(2009)指出,有限合伙制私募基金特征如下:(1)财产独立于各合伙人的个人财产;(2)各合伙人权利义务分明;(3)仅对合伙人征税而避免双重征税;(4)设立程序简便,有效的激励机制。

有关有限合伙制私募基金的运作及管理模式,刘卿文(2008)简单概括为普通合伙人和有限合伙人共同组成有限合伙企业,其中私募股权投资公司作为普通合伙人(GP),^①发起设立有限合伙企业,并认缴少部分出资,而有限合伙人(LP)则认缴基金出资的绝大部分。LP不参与有限合伙企业(基金)的经营管理,而GP(主要由创投家组成的集中管理者和决策层)负责基金的投资、运营和管理,承担无限责任。

(三)国内外专家学者对私募股权投资运作的研究

1. 国外专家学者对私募股权投资运作的研究

乔治亚大学的豪伯特(Mull Frederick Hobert)认为,私募股权投资基金作为金融中介,介入其所投资的项目,发挥减少信息不对称、降低风险、降低自身和经营高风险项目的企业家之间代理成本的作用。科罗拉多大学的汤普森·理查德·查尔斯(Thompson Richard Charles)认为,私募股权投资基金不仅将股本资金注入企业家公司,而且将自己的专家技术也注入其中。Josh Lerner 和 Felda Hardyman(2003)认为,在一个典型的成长型股权交易中,私募股权投资公司会对一家已经度过创业阶段且有一定业绩,但还缺乏进一步发展所需的资金或专业管理团队的公司进行少数股权投资。Gompers(1997)指出,在信息条件约束下,私募股权投资公司在投资初期,基于建立声誉的目的,愿意接受较低的报酬。布莱克(Black,1998)和吉尔森(Gilson,1998)强调高信誉的私募股权投资公司能为企业提供优质的增值服务,能吸引优秀的管理人员、优秀的证券承销商,可以降低企业的上市成本和经营成本,获得更高的投资回报。

2. 国内专家学者对私募股权投资运作的研究

吴晓灵(2007)认为,私募股权投资是以非上市企业股权为主要投资对

^① 普通合伙人(General Partner):泛指股权投资基金的管理机构或合伙人,英文简称为GP。

象的各类创业投资或产业投资,争取产业重组的主导权需要产业投资基金的推动,并且中国应该给产业组合和市场要素整合提供金融工具。王巍阐释了私募股权投资基金就是专家管理的投资于企业股权的基金,通过私募股权市场这个平台把我国各地的产业制造优势和本地资本优势结合起来(刘丽莉、刘锡宾,2008)。

对于私募股权投资的项目选择问题,王先祥(2008)认为,私募股权投资应倾向风险较低的项目,且偏好于后期投资。对高新技术行业的偏爱必须有适度的把握和新颖的战略视角。对于私募股权投资的风险控制问题,庄文韬(2009)指出,私募股权投资除了注重财务、市场、道德和操作风险外,必须回归最为基本的经济原则,回归以实体经济为基础的经济价值和财富创造,以此来消除不必要的风险。

关于私募股权投资基金与中小企业的关系,王新奎(2008)认为,私募股权投资基金的发展既能够解决中小企业的长期融资困难问题,又能够引进一个战略伙伴来提高管理水平。王巍(2007)认为,与股市融资和银行贷款相比,私募股权投资更适合中小企业。孙茹(2010)认为,随着知识经济时代的到来,使本已非常激烈的争夺人才的“无硝烟战争”愈演愈烈。民营企业要想改变目前人才大量流失、匮乏的现状,在这场战争中扭转不利局面,就必须做到知己知彼,在发展中寻找一条适合自身人才战略的道路来。

(四)国内外专家学者对私募基金投资高新技术项目的研究

针对私募基金投资高新技术项目方面,美国学者阿伦·博格和乔治里·乌代尔(Allen Berger and Gregory Udell)认为,天使资本和风险资本等私募股权融资具有严格的挑选标准,只有那些有良好成长潜力的小企业才能获得此类融资,这促进了高新技术企业的优胜劣汰。对于高新技术企业来说,真正的赢家是那些能够通过IPO上市的企业,而在这一过程中,风险资本等外部股权融资起到了重要作用。默顿(McMerton,1998)认为,由于高新技术企业在融资过程中和投资者之间信息的严重不对称,使得风险投资家不敢轻易涉足。对这种现象梅森(Mason)提出两种解释:其一,一些地区缺乏企业生存的环境;其二,一些地区存在着地区偏见、投资意识缺乏和对边远地区投资难以监控等不利因素。王连杰(1996)从风险投资入手研究其对高新技术企业的促进作用,并对如何发展中国的风险投资事业提出了富有建设性的对策。吴熙雨、赵国杰(2004)等认为,高新技术企业在

不同时期应制定最佳的股权融资比例,我们要发展创新技术的企业,要增加创新的投入源。这样,通过发展私募股权基金可以引入民间基金,促使资本加入到私募股权基金,帮助高新技术产业的发展。

关于投资高新技术项目的风险,莫里亚蒂和考士尼克(Moriarty and Kosnik,1989)认为,高新技术项目投资风险可分为市场风险和技术风险。索德和贝瑟(Souder and Bethay,1993)认为,应该分为商业、市场和技术三类风险。贝利(Beley)则将其分为技术、资金、设计、支撑体系、成本与进度和外部因素六大类。针对私募基金的高新技术项目退出问题,卡明和麦金托什(Cumming and Macintosh,2002)认为,在法律体系比较完善的国家,基金管理人更喜欢投资于高科技中小企业,而且在退出时更倾向于选择IPO方式获得较高的收益。

(五)国内外专家学者对券商直投业务的研究

20世纪中叶以来,受科技浪潮推动、产业更新速度加快,直接投资业务的基金应运而生。国外投行直投业务盛行于80年代,各大投行的直投业务都在总业务中占了很大的比例,而且直投业务的投资对象大都为中小高新技术企业。

关于直投业务的模式选择问题,陈峥嵘(2008)认为证券公司成立专业的子公司,可以有效控制风险,更具现实性,而采用内部事业部制必须建立“防火墙”,以有效隔离直投业务与券商其他业务。

关于创业板对直投业务的影响,陈曦(2010)通过实证分析发现“直投+承销”的模式为券商带来了高收益。基于创业板首批上市企业仅28家,他还提出上市资源的稀缺性催生了企业的高估值,许多公司已经透支了未来较长时间的增长业绩,如果企业上市后没有相应业绩增长的支撑,股票价格将面临大幅下降,投资回报也将大幅缩水。聂锋(2008)认为,创业板的推出将会为直投资金提供一个很好的渠道,而券商直投业务则是创业板上市企业的催化剂,有利于中小型高科技企业和风险投资型企业的健康发展。并认为直投业务具有资金来源广泛,主要通过利用自由资金或向少数机构投资者或个人募集资金;以股权投资为主,不形成债权债务关系;主要投资于非上市的中小型企业,以高科技企业或高风险项目为主;退出渠道多样化等特点。

关于直投业务的风险管理,陈曦(2010),认为如果定位于 Pre-IPO^①项目,项目寻找、合同签订、退出路径设计自然成为券商直投的关注重点,投资后管理则可能成为盲区。王涵(2006)提出了如何控制投资风险的方法,主要表现在两个方面:(1)创业投资机构成立初期明确投资方向和领域;(2)实施投资后的管理和方法。郑兴山(2002)提出风险投资主要关注的是政策风险、管理风险和评估风险。

关于对直投业务的监管问题,陆冰(2009)概括出我国现行法律法规对券商直投业务的监管主要表现在以下方面:对试点证券公司等级的要求,风险指标的要求和公司内部管理系统的要求以及第三方存管的要求,提出了对开展直投业务的证券公司进行市场准入监管和业务监管的建议。马瑞(2009)提出了监管部门应对证券公司综合实力和管理能力;证券直投业务和其他业务的关联作出相应的控制要求。他还针对直投业务本身的特点提出对开展直投业务组织形式的控制和运作风险的控制,包括融资风险、投资决策风险和退出风险的控制。他还对国外直投业务的监管政策进行分析从而得出了经验和教训以及对我国开展直投业务的启示,提出了证券公司直投业务监管政策思路,审慎监管原则,扩展性监管原则,并着重建设检查道德风险的监管规则。

关于券商开展直投业务的特点、优势、可行性与必要性以及意义的研究较为全面,但直投业务的相关问题还有很多,如对券商开展直投业务的风险问题以及券商的内部风险控制问题和监管措施的研究较少,对各家券商的直投模式和投资收益的研究也较少。

(六)国内外专家学者对私募基金在股票市场上运作的研究

1. 国外专家学者对私募基金在股票市场上运作的研究

国外的私募基金源于最早的私人银行业务,随着服务对象的日益扩大而逐渐形成私人资金的管理业务。斯温森(Swenson, 2005)通过对私募股权的研究提出大多数的收购型基金不愿用大量的时间和财富去解决一些非常不合理的费用结构。戈特沙尔克(Gottschalg, 2007)通过实证研究发现,私募股权基金在实际表现上面其投资额是相应时期的 1.77 倍,远远低

^① Pre-IPO 是指投资于企业上市之前,或预期企业可近期上市时,其退出方式为上市后,从公开资本市场出售股票退出。

于一般投资在股票市场上相同时间的 2.1 倍,甚至更多。

对于私人股本对股票市场的收购,2005 年至 2007 年 6 月为高峰年,估计占 1984 年至 2007 年期间世界各地完成的交易的真正价值的 30% 和 43%(卡普兰 and 斯特罗贝格,2009;斯特罗贝格,2008)。其中,2007 年总交易额是在 459 亿英镑,6 倍于 1989 年的价值 75 亿英镑,是收购第一波的高峰。施莱弗和维什尼(Shleifer and Vishny,1992),哈克巴特(2006)等认为,企业应该调整其资本结构,以回应经济条件。此外,公约宽松的债务谈判使得许多私人股本管理与银行签订协议可以非常容易地投资注入新的资金。

2. 国内专家学者对私募基金在股票市场上运作的研究

我国私募基金完全是基于市场需求而自发成长起来的,因此带有自发性、灵活性、地下性,但基本上是按市场化原则操作的。

对于我国私募基金在股票市场运作的方式,路运峰(2010)认为,要从发展中大国资本市场不发达、经济结构亟待转型的现实出发,探讨适合中国 PE 发展的法律规范、制度安排、机制设计与团队文化建设。

针对我国私募基金在股票市场存在的问题,蒋颢頔(2010)认为,目前我国的私募基金还存在法律地位不明确,缺乏统一的监管标准,民间私募证券投资基金缺乏,监管私募股权投资基金的监管体制有待明确等问题。

针对私募基金对股票市场的规范和引导的研究,邓小勇(2010)认为,应修订相关法律,给予私募基金明确的法律地位。刘大壮(2010)认为,应完善公司治理机制与组织构架。

(七)国内外专家学者对私募基金欺诈行为的研究

1. 国外专家学者对私募基金欺诈行为的研究

美国证监会(SEC)依据《投资顾问法》公布《反欺诈规则》征求公众意见,2007 年 8 月该规则正式定案并于 2007 年 9 月 10 日实施。该规则禁止美国或境外的“集合投资载体”顾问(管理人)针对投资者或潜在投资者,进行虚假或误导性陈述或其他欺诈活动。拉里·索德基斯特(Larry D. Soderquist,2005)认为,私募基金欺诈骗可用市场欺诈理论解释,即市场价格被有效地确定,且不存在无法察觉的操纵行为使价格人为抬高,并从而间接地依赖股票价格据以作出陈述的真实性。

哈佛商学院的延森(Jensen,1991)和行为金融学的代表人物萨哈曼

(Sahlman, 1985)认为,机构投资者那种非理性的倾向于过度投资或投资不足的方式导致基金募集的剧烈变动,所以,机构投资者的投资选择和投资倾向也是影响私募股权投资资本来源的因素。对于投资者保护的研究,理查德·博克斯坦博(Richard Bookstaber, 2009)认为,投资者应培养七个习惯来预防私募基金欺诈,其中具有无独立风险控制报告、透明程度不高、所管理的资产规模下降、基金过于庞大,利用效率低下等特征的基金都值得被高度怀疑。

2. 国内专家学者对私募基金欺诈行为的研究

对于私募基金欺诈的成因,刘艳军(2007)认为,有市场竞争与人性非理性、法律威慑功能低微、资源优势滥用、国有企业解困的历史背景、制度缺陷,包括审核制度的行政色彩太浓、信息披露不实、公司退市难、治理结构存在缺陷、投资者保护机制缺乏等。赖秋霞(2003)认为,欺诈给证券市场带来了严重的危害,其中包括欺诈行为将造成垄断导致市场竞争失灵和信息失灵,加剧市场的高风险性,“多米诺”效应还会波及货币市场、外汇市场。

对于私募基金欺诈的防范,董军(2006)认为,恶意欺诈行为具有复杂性、隐蔽性和动态性等特点,金融机构对恶意欺诈行为所致操作风险的防范是一个复杂艰巨的系统工程。林淘沙(2008)认为,应通过对基金发起人和管理人进行规范、建立投资者风险教育机制、实行私募基金行业的监督管理制度等三个方面实现对私募基金的风险控制。

(八)国内外专家学者对私募股权投资基金退出的研究

1. 国外专家学者对私募股权投资基金退出的研究

关于私募基金的交易方面,乔希·勒纳(Josh Lerner, 2002)认为,如果将经济系统中投资于企业的权益资本按是否可以在公开市场自由交易这个标准来划分,则存在可公开交易和不可公开交易的权益资本两种类型,后者就是私募股权(Private Equity),它是指不必经过证券交易监管机构审批登记的,在私人、各金融或非金融机构之间交易的权益资本。

关于私募股权投资基金的退出机制方面,Lerner 和 Gompers 在 2002 年的研究中指出,成功的退出在私募股权投资基金的运作中起着至关重要的作用,它可以确保对投资者的吸引力以筹集到更多的资金。

关于私募股权投资基金的退出方式方面,Kaplan 等(2004)收集了