

资本市场世纪丛书

私募 基金

SIMU JIJIN

稳定因素还是紊乱因素

主编 / 韩志国 段 强

WENDING YINSU

HAISHI

WENLUAN YINSU



经济科学出版社

资本市场世纪丛书

私募基金： 稳定因素还是紊乱因素

主 编：韩志国 段 强

副主编：吴敏文 于宝刚

经济科学出版社

责任编辑：张 力

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

私募基金：稳定因素还是紊乱因素

主编 韩志国 段 强

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

中国科学院印刷厂印刷

华丰装订厂装订

850×1168 32 开 8 印张 150000 字

2002 年 5 月第一版 2002 年 5 月第一次印刷

印数：0001—4100 册

ISBN 7 - 5058 - 3009 - 0 / F · 2377 定价：14. 50 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

中国股市正在“危机变法”

(代 序)

世纪元年的中国股市，可以用两句话来概括：风云变幻，曙光初现。说它风云变幻，是因为在这一年里，股票市场经历了大起和大落，在发展中陷入了前所未有的困境和出现了数不清的难点。从中科创业的崩盘到亿安科技的股价操纵，从银广夏的大肆造假到麦科特的欺骗上市，从三九集团挪用上市公司的巨额资金到市场上大范围的违规理财行为，大案要案和重大违规行为不但一个接着一个，而且从年初到年末都始终未断；湖北立华与中天勤会计师事务所帮助和参与上市公司造假，以及国家审计署在年底公布的16家具有上市公司财务审计资格的中介机构的审计报告的大面积失实，使得中介机构出现了严重的信用危机；因国有股减持的决策失当所

诱发的连续 4 个月的股市暴跌，使得市场的投资者在遭受了巨大的财产损失的同时也对股市的发展前景陷入了深深的困惑，市场出现了严重的信心危机。说它曙光初现，是因为管理层在市场的重重压力之下处乱不惊，并且果断地开始“危机变法”，在平均每 3 天就推出一个新的规范市场政策的情况下，政策走向也一步一步地向市场化的方向发展。可以毫不夸张地说，刚刚过去的 2001 年是我们在制度创新上步伐最大、进展最快、方向最为正确的一年，也是中国股市在经历了长达 10 年的行政权力与市场机制激烈对抗、市场机制被重重钳制和严重扭曲之后，市场的力量开始逐步取代行政的力量、市场机制开始逐渐发挥重大作用、市场开始发生重大转折的一年。

——市场的发展宗旨正在进行调整。“类别股份”与定向为国企服务，是我国股票市场的两个最重大缺陷。“类别股份”导致市场上只有 1/3 的股票可以流通，2/3 的国有股和法人股的沉淀不但造成了上市公司股权结构的严重扭曲，而且还导致上市公司的社会评价机制发生紊乱，市场价格与上市公司的经营实绩出现了比较大的偏

离和市场信号严重失真；由于定向为国企服务，市场经济本身所应有的平等竞争原则在这里流于形式，对国有上市公司的温情脉脉的“父爱主义”保护和“一股独大”进而“一股独霸”的局面使得上市公司大都保留着原有的国有机制，公司治理结构的失效也使得股市的优化资源配置功能受到了严重制约。2001年，中国股市的发展宗旨发生了悄悄的但却是意义深远的变化，国有股减持机制的启动和一大批民营企业的上市预示着市场的发展宗旨已经开始了重大调整，这对中国股市的长远影响将不可估量。

——市场的监管方针出现了重大改变。在这方面，最为引人注目的是我们正在从长达10年的“政策市”中走出来，并且开始了市场与监管部门的功能归位过程。虽然由于国有股减持的决策失误使得中国证监会不得不启动了紧急叫停机制，从而使这一举措带有了“救市”的性质，但必须指出的是，这一次的“救市”与以往的“政策市”有着重大的不同，它首先是纠错，是在一个极为特殊的背景下所采取的一个非常措施。可以预见的是，中国股市正在走出“政策市”而走向市场化，股市

政策的变化与市场价格的走势将会出现日益疏离的趋势，管理层的职责将会越来越转向保护投资者利益和惩处市场的违规行为。今年以来，行政问责机制和法律追究机制的启动与一线、二线监管体系的初步形成，对违规、违法行为惩处力度的加大和违规成本的大幅度提高，都将对市场的不正当竞争和不合规行为形成强大的威慑，可钻的市场漏洞也在呈现出日益缩小和减少的趋势。

——市场的制度创新出现了加快的趋势。2001年，市场上制度创新的步伐可谓越来越快。退市机制的正式推出结束了我国股市中只能进不能退的历史，市场对上市公司的压迫机制明显加大；财务会计制度与信息披露制度的日益完善从源头上堵死了“报表重组”和“虚假重组”的路子，“垃圾股”只要一与“资产重组”沾边就“鸡犬升天”的局面在市场上已经结束，崇尚绩优和追捧蓝筹将会日益成为市场上的新的投资理念和投资主流；信息披露制度的日趋完善、对中介机构监管力度的日益强化以及董事对上市公司披露年报须承担法律责任等一系列重大措施的实施都将不断提高市场的透明度和公信度，再

加上民事赔偿制度的逐步建立，投资者特别是中小投资者的权利和利益都将会得到越来越有效的保护。

——市场的评价机制正日益趋向统一。制度创新步伐的加快将逐渐地把行政权力挤出市场，对企业和市场的评价机制将从行政评价转向市场评价，评价体系也将从双重评价转向单一评价。在社会化的市场评价体系逐步建立起来以后，企业的股票发行与上市、企业的发展与淘汰都将在一个统一的市场机制下进行，这不但可以大大地强化优胜劣汰机制的作用，而且也将为投资者提供一个更公平的市场环境，并且在企业和投资者的双向选择与市场的相互竞争中不断地提高资源的配置效率。

“出了问题正是发展的契机。”（樊纲，2001）从短期来看，股市中问题迭出不可避免地会对市场和投资者造成伤害，但也应该看到，这些问题的出现也恰恰暴露了市场的内在缺陷，并且可以为我们下决心解决这些矛盾和问题找到切入点和着力点。在我看来，我国股市的规范化进程还只是刚刚起步，随着中国加入 WTO 和国际资本步步紧逼地叩击中国的大门，我国股市的制度创新步伐还必定会出现加快的趋势。

就我国股市的总体状况来说，我们现在已经站在了现代市场经济的门槛上，如果我们在国有股减持问题上能够再走出实际的和科学的一步，那么我们就可以在上市公司中完成股权革命，这就可以大大地推进集生产社会化、资本社会化、风险社会化和经营社会化于一体的股份经济的发展进程，也就可以在国民经济的主体上实现从计划经济向市场经济的制度跨越，到那时，我国整个经济体制走向市场经济的改革目标的实现也就为期不远了。对此，我们充满信心也充满期待！



资本市场世纪丛书

私募基金：

稳定因素还是紊乱因素

WENDING YINSU
HAISHI
WENLUAN YINSU

资本市场世纪丛书

国有股减持：历史机遇还是现实风险

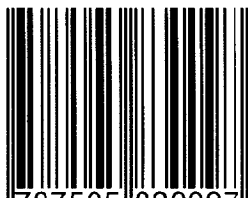
退市机制：市场压迫还是压迫市场

独立董事：管制革命还是装饰革命

创业板与主板：相互排斥还是协调发展

私募基金：稳定因素还是紊乱因素

ISBN 7-5058-3009-0



9 787505 830097 >

ISBN 7-5058-3009-0

F·2377 定价：14.50 元

目录

中国股市正在“危机变法”（代序）	（1）
------------------------	-----

第一章 私募基金的历史演进

私募基金的出现，是中国基金市场上的一次思想革命。

如果说公募基金较多地有类似股份有限公司的特点，那么私募基金则更多地具有股份有限公司的特点。由于每个个人的资金在私募基金中都占相对可观的份额，它使得这些资金的产权特点比公募基金的中小投资者资金的产权特点更加突出，有利于塑造社会的产权意识，有助于推动资金的增值冲动

（1）

第二章 私募基金的现实分析

随着一国经济实力的增长和市场经济结构的提升，“私募基金”是难以阻止的，是一国市场经济体制趋于成熟后必然出现的一个重要的金融工具。面对我国已经存在的约估 7000

亿元左右的“私募基金”，对我国“私募基金”是一律取缔还是因势利导，这已是摆在决策者面前必须正视的问题，而且是一个严重的问题 ……………（11）

第三章 私募基金的发展模式

私募基金作为一种主要的资金融通渠道在一国实现资源优化配置和风险收益投资组合中起着核心功能。从金融产业角度上可以说，这些金融活动代表着一种新型的产业力量，这种力量将使进行这些活动的我国以及其他国家的创造力与生产力迈进新的高度，人们的生活水平得以持续提高 ……………（42）

第四章 私募基金的运作机制

我国现实中的私募基金是非常有限的。一般的委托理财、信托公司与证券公司的代客理财是“阳光下的经营”，具有充分的法律依据，同时它们根本就不具有私募基金的特点，所以我国“地下私募基金”的数量远远达不到 7000 亿元，乐观地估计也不会超过 3000 亿元 ……………（73）

第五章 私募基金的框架构建

国内私募基金的异军突起，实际上是对现有规则的一种突破，它直接源于同公募基金有着不同风险与收益的理念所反射出的强大的投资理财需求。目前市场中大量存在着想把闲置资金运转起来、但对投资市场又不太了解的投资者。我国证券市场上现有公募基金的投资操作及年终分配情况对于这部分投资者没有太大的吸引力，而把钱交给游离于法律体系之外的地下私募基金，却又要他们承担较大的非市场风险 ……………（95）

第六章 私募基金的制度设计

私募基金“阳光利润”的获得，有赖于适度而又灵活的政府监管，以达到保护投资者、确保市场完整和降低系统风险这三个金融监管目标。管理层要对私募基金在我国证券市场发展中的作用做出客观、公正、全面的评价，充分肯定私募基金的积极效应，并从制度安排上鼓励这种作用的进一步发挥……………（110）

第七章 私募基金的规范方式

私募基金既然是市场经济运行中不可或缺的投资方式，那么，其合法化就是我国证券市场不断向前发展的必然要求，它可以在很大程度上弥补公募基金的缺陷。因为对公募基金来说，它不太适合于风险投资和产业投资，前者的投资风险较大，而后的投资回收期又相对较长。私募基金和公募基金是两种不同的投资工具，不能相互替代，而应当有机结合，共同发展……………（127）

第八章 私募基金的法律界定

契约型私募基金和公司型私募基金都是以独立的基金财产为基础的，并围绕着这一独立的基金财产在各当事人之间建立起以信托法律关系和委托法律关系为核心的复杂的法律关系，信托法律关系和委托法律关系构成了私募基金的基础法律关系……………（141）

第九章 私募基金的途径选择

私募基金有两个可能的发展方向：一个是依托私募基金

业务所建立的优势，向公募基金和基金超市方向拓展；另一个是在条件成熟时，向海外拓展私募基金的业务。由于私募基金受到的政策监管相对较少，在积累一定经验的基础上，可以考虑把私募基金业务拓展到海外……………（154）

第十章 私募基金的市场环境

在实现基本相同的经济目标时，存在着不同的制度安排。但这些制度所产生的成本和收益是不同的，因此不同的制度对应着不同的制度效益与效率。当人们放弃效益低的制度转向效益高的制度时，就是为了获取更多的利润。但当效益不同的制度同时存在时，在低效益制度和高效益制度之间就存在着一个利润差额，这个差额就是制度交叉利润……………（168）

第十一章 私募基金的实证研究

现在的私募基金最主要的操作手段是进行对冲操作，“对冲”的原理是利用相关或无关的反向交易力图降低风险，从利用对冲操作进行保值来说，可能是一种比较有效的手段。但私募基金经理利用“对冲”的目的不在于保值，而是进行投机活动，投机活动的本身就具有高风险的特征，投机与保值处于对立面……………（181）

私募基金：稳定因素还是混乱因素

——关于私募基金问题讨论综述……………（212）

后记……………（235）

第一章 私募基金的 历史演进

私募基金的合法化出现将是中国基金市场的一场思想革命。它的出现符合居民财富增长的宏观经济背景，符合居民财富寻找增值途径的要求。如果说公募基金更多的是符合中小投资者的要求，那么私募基金的出现则是尊重了中产以上阶层的投资要求。如果说公募基金较多地有类似股份有限公司的特点，那么私募基金则更多地具有股份有限公司的特点。由于每个个人的资金在私募基金中都占相对可观的份额，它使得这些资金的产权特点比公募基金的中小投资者资金的产权特点更加突出，有利于塑造社会的产权意识，有助于推动资金的增值冲动。

市场对私募基金问题的关注起始于2000年11月在深圳召开的“2000年中国投资基金立法国际研讨会”上，在提交全国人大讨论的《中华人民共和国投资基金法》草案第四稿中有专门一章用于规范“向特定对象募集的

基金”，这一消息一经有关证券报刊披露即引起市场的密切关注，认为这一规定意味着我国的私募基金将有可能出现，市场敏锐地觉察到这将对我国的资产管理业、资本市场乃至金融市场产生极大的影响。私募基金将对中国的资本市场产生怎样的作用并承担什么样的历史责任，则成为我们关注和研究的焦点。

由于私募基金是向少数特定对象募集资金，这使其投资目标更加具有针对性。目前我国，准私募基金确实存在。由于它们是应市场需求而自发“成长”起来的，缺乏法律保障，其“游资”性质明显

（一）何为私募基金

所谓私募基金，又可以称为向特定对象募集的基金，是指通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集资金而设立的基金，它的销售和赎回都是基金管理人在私下与投资者协商进行的。由于私募基金的这种特点，其相关信息公开披露的很少。

为了更好地把握私募基金的特点，我们不妨把它与一般的公募基金相比较，二者的区别主要体现在：首先，募集方式不同。公募基金是公开募集，而私募基金则是通过非公开方式募集，这是私募基金与公募基金的主要区别。在美国，共同基金和退休金基金等公募基金，一般是通过在公开媒体上大做广告来招徕客户，而对冲基金证券法规

定对冲基金在吸引客户时不得利用任何传播媒体做广告，其参加者主要是通过在上流社会获得的所谓可靠投资消息或者直接认识某个对冲基金管理者的形式来参与投资。其次，募集对象不同。公募基金面向不确定的广大公众；而私募基金的募集对象是少数特定的投资者。最后，信息披露要求不同。一般说来，公募基金对信息披露有非常严格的要求，其投资目标、投资组合等信息都要披露；而对私募基金的要求则低得多。

（二）私募基金的优缺点

这里通过私募基金与公募基金的比较来分析私募基金的优缺点。就优势而言：首先，由于私募基金是向少数特定对象募集的，因此，其投资目标可能会更有针对性，更像是为客户量身定做的投资服务产品，因而更能满足客户特殊的投资要求。其次，由于法规对私募基金的约束相对较松，因此，私募基金的投资会更加灵活。私募基金不必像公募基金那样定期披露详细的投资组合，因此，其投资更具隐蔽性，如果运作得好的话，投资的收益可能会更高。同时，私募基金也存在着一些缺陷：首先，由于私募基金的信息披露较狭窄，因此相对不利于基金持有人利益的保护，在私募基金可能取得更好收益的同时，也蕴涵着较大的风险。据有关资料介绍，对冲基金的一大特点是投资战略绝对保密。因此，私募基金存在着更大的代理风险，如果不是富裕阶层，是没有足够的监督能力与财富能力去玩对冲基金游戏的。其次，由于私募基金的信息披露