

金融法学文库

刘志云 主编

私募股权基金 所得课税 问题研究

林垠 著



FINANCIAL
LAW

法律出版社 LAW PRESS (CHINA)

刘志云 主编

福建师范大学学术著作出版基金资助出版

私募股权基金 所得课税 问题研究

林焱 著



FINANCIAL
LAW

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权基金所得课税问题研究 / 林焯著. —北京:
法律出版社, 2017

ISBN 978 - 7 - 5197 - 1215 - 0

I. ①私… II. ①林… III. ①股权—投资基金—税法
—研究—中国 IV. ①D922. 229

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 198198 号

金融法文库

私募股权基金所得课税问题研究
SIMU GUQUAN JIJIN SUODE KESHUI
WENTI YANJIU

林 焯 著

策划编辑 黄琳佳
责任编辑 黄琳佳
装帧设计 马 帅

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 固安华明印业有限公司

责任校对 晁明慧

责任印制 陶 松

编辑统筹 学术·对外出版分社

开本 720 毫米×960 毫米 1/16

印张 15.75

字数 218 千

版本 2017 年 9 月第 1 版

印次 2017 年 9 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号 (100073)

网址/ www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/ info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/ jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号 (100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5197 - 1215 - 0

定价: 55.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

总 序

金融作为现代经济的核心,具有优化资源配置,调节经济运行之功效,其资本运作良善与否甚至关乎社会稳定的实现。基于此,金融业的发展成为各国政府关注的重中之重,而通过制度供给促进金融业的良好发展也成为普遍可行的路径。在此背景下,金融法研究乘势而起,成为近世之显学。兴起虽晚,却生机勃勃,在深入汲取相关部门法的理论积淀的同时,也广泛容纳各种跨学科知识与方法,并探求自身内省性之品格,最终成就如今的这个底蕴深厚、逻辑自洽的新兴学科体系。

我国金融法的产生和发展伴生于改革开放的推进,经济体制转型的既有进路,型构了中国金融法制变迁之现实。虽然西方先验逻辑提供的立法技术素不匮乏,但我们真正所要面对的,却是如何让成熟的技术真正地契合本国的现实国情,发挥其应有的功效。内生金融交易秩序的制度根基的缺乏,曾使中国金融法制在本土化复归的路途中一再迷失。同时在另一方面,全球化的推进,又敦促着中国必须及时完成经济转型,早日实现我国金融市场与国际金融市场的有效对接,从而更是加剧了国内金融法制的发展困境。对于从事金融法研究的学者而言,任务艰巨如斯,前路漫漫,任重而道远。当

然,恰逢这一转型之历史路口的吾辈,能直面历史之转折,兢兢业业,矢志科研;鉴前世之兴衰,考当今之得失;博观而约取,厚积而薄发。显然,从另一个视角观之,这是一种幸运。

“非学无以广才,非志无以成学。”为了进一步推动金融法的学科建设以及促进国内金融法研究的繁荣,我们于2014年起决定编辑出版连续性的《厦门大学金融法学文库》。期以“前沿意识、精品理念”为指导,以系列学术专著、译著的形式,集中展现我国金融法领域的专题研究成果,促进学术繁荣和理论争鸣。“盖文章,经国之大业,不朽之盛事。年寿有时而尽,荣乐止乎其身,二者必至之常期,未若文章之无穷。是以古之作者,寄身于翰墨,见意于篇籍,不假良史之名,不托飞驰之势,而声名自传于后。”诚如斯言,我们期以本文库作为思想传播之媒介,学术交流之平台,博学审问,慎思笃行,自由争辩,自察自省,通过严肃认真的学术讨论和学术批评,推动金融法研究的不断创新。

在法律出版社的支持下,2016年伊始,《厦门大学金融法学文库》正式更名为包容性更大的《金融法学文库》。本文库稿件来源不限于厦门大学法学院金融法研究中心的学者、校友,而以最大的诚意广泛征集海内外金融法专著、译著。当然,我们亦知,就整个金融法学研究而言,本文库仅为沧海一粟。庙廊之才,非一木之枝,希望能与学界同仁相濡相闻,砥砺共进。

是为序。

刘志云

2016年7月22日

缩略语表

缩写语	英文全称	中文全称
AFOFs	Australian Fund of Funds	澳大利亚风险投资基金中的基金
ARD	American Research and Development Corporation	美国研究与发展公司
BDC	Business Development Company	美国的企业发展公司
BOFip	Administrative Regulation	《管理条例》
CFA	The Committee on Fiscal Affairs	财政事务委员会
CIV	Collective Investment Vehicle	集合投资工具
CGI	French Tax Code	《税法典》
EVCA	The European Private Equity and Venture Capital Association	欧洲私募股权投资与创业投资协会
ESVCLPs	Early Stage Venture Capital Limited Partnerships	早期阶段风险投资有限合伙组织形式
FIRPTA	Foreign Investment in Real Property Tax Act	《外商投资房地产税法》
FSA	Financial Services Authority	英国金融服务局
FoF	Fund of Funds	基金的基金
GP	General Partners	普通合伙人
IBFD	International Bureau of Fiscal Documentation	国际财政文献局
ICG	Informal Consultative Group	非正式讨论小组
IFA	International Fiscal Association	国际财政协会

续表

缩写语	英文全称	中文全称
IPO	Initial Public Offerings	首次公开募股
LP	Limited Partner	有限合伙人
MBI	Management Buy-in	保留管理层的收购
MBo	Management Buy-out	管理层收购
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development	经济合作与发展组织
PE	Private Equity Fund	私募股权基金
PIC	Productivity and Innovation Credit	生产力及创新优惠计划
PIPE	Private Investment in Public Equity	上市后的私募投资
SEBI	Securities and Exchange Board of India	印度证券交易委员会
VC	Venture Capital Fund	风险投资基金
VCLPs	Venture Capital Limited Partnerships	风险投资有限合伙组织形式
VCMP	Virtual Clustered Multiprocessing	风险投资管理合伙组织形式

目 录

绪 论 /1

第一章 私募股权基金所得课税制度概述 /28

第一节 私募股权基金的概念辨析 /29

第二节 私募股权基金所得课税制度的立法模式 及其评析 /54

第三节 私募股权基金所得课税制度的基本构成 /61

本章小结 /63

第二章 私募股权基金所得课税制度的基本原理 /65

第一节 私募股权基金所得课税制度的理论基础 /65

第二节 私募股权基金所得课税对税法基本原则 的挑战 /74

第三节 私募股权基金所得课税制度原则的确立 要素与构成 /83

第四节 私募股权基金所得课税制度的构建要求 /97

本章小结 /101

第三章 私募股权基金设立过程中所得课税问题 /103

第一节 私募股权基金设立流程及其对所得税的具体影响 /103

第二节 私募股权基金设立过程中所得税问题 /109

第三节 我国私募股权基金设立所得课税制度现状与完善 /123

本章小结 /159

第四章 私募股权基金运营过程中所得课税问题 /161

第一节 私募股权基金运营流程及其对所得税的具体影响 /162

第二节 私募股权基金运营所得课税制度中的问题分析 /170

第三节 我国私募股权基金运营所得课税制度现状与完善 /193

本章小结 /212

结 论 /214

参考文献 /217

致 谢 /241

绪 论

一、选题背景与研究价值

2014年9月初阿里巴巴奔赴美国纳斯达克上市引起全世界关注,每股68美金的首次公开募股(Initial Public Offerings, IPO)定价并未挡住投资者的热情,当日就以93.89美金收盘。其中作为阿里最大股东、占股34.4%的私募股权基金“软银”^①以2.3亿美元的总投资增至596亿美元,^②暴赚593.8亿美元,投资回报率高达258倍,创造了世界投资史上的奇迹,充分展现了私募

① 日本软件银行集团,是日本一家综合性的风险投资公司。由孙正义于1981年创立,并于1994年在日本上市。软银在全球投资过的公司已超过600家,在全球主要的300多家IT公司拥有多数股份。参见软银集团股份有限公司:《公司简介》,载 <http://www.softbank.jp/cn/corp/data/>,最后访问日期:2016年5月17日。

② 1999年以马云为首的18人在杭州创立了阿里巴巴集团,2000年1月阿里巴巴集团从软银等数家投资机构获得2000万美元的融资。2002年12月阿里巴巴集团首次实现全年正现金流入。2003年5月阿里巴巴集团创立淘宝网,软银集团通过专注于中国投资的软银中国基金再次投入2000万美元。截至2014年阿里巴巴上市,软银集团累计投资约2.3亿美元。可以说软银基金伴随着阿里巴巴从一个初创企业,发展到2016年集团平台交易额突破3万亿元人民币的商业航母。参见阿里巴巴官网:《公司简介》,载 <http://www.alib-abagroup.com/cn/global/home>,最后访问日期:2016年5月19日。

股权基金的巨大魅力。^① 私募股权基金不仅可以为投资者带来丰厚的回报,也被认为是国家经济发展的“助推器”。^② 它的具体功能包括:本土民间资本可以通过私募股权基金得到集中利用,缓解流动性过剩的风险;促进资金投向互联网、生物医药、金融等高成长性产业,有利于国家经济增长方式转变和产业结构升级;同时又能够使投融资双方有效对接,拓宽企业投融资渠道,为自主创新发展提供资金保障;并且私募股权基金不仅可以为企业提供资金支持,还能通过增值服务使被投资企业获得资源、渠道和经验,加速中小企业的发展壮大。为了鼓励创投主体多元化,拓宽创投资金来源,2016年9月20日国务院发布了俗称“创投国十条”的《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》。“创投国十条”要求进一步完善商事制度改革,盖上创业环境,做好双创(创业创新)的配套服务体系建设,特别提到需要加大对创业公司的税收优惠力度等。此外,我国也陆续出台了一系列法律法规以完善私募股权基金的相关制度,但受制于私募股权基金的特殊性和复杂性仍留下诸多缺失,其中私募股权基金所得课税问题尤为突出。

所以,本书试图对我国私募股权基金所得课税问题进行研究。研究思路主要从私募股权基金的概念和法律本质剖析入手,从理论和实践的不同角度分析私募股权基金发展中所面临的税务挑战。同时,本书试图尝试借鉴一些典型国家和地区的私募股权所得课税制度,重点分析目前我国私募股权基金所得课税存在的问题,探寻如何立足中国国情和税法环境完善私募股权基金所得课税路径。

(一) 选题的背景

1. 世界范围内私募股权基金蓬勃发展的浪潮

私募股权基金最常采用的定义来自拜恩斯(Bance),他将私募股权基金(Private Equity Fund, PE)定义为“通过谈判,对有价值证券进行投资”。^③

^① 清科研究中心:《软银解密——18个月造就阿里巴巴庞大帝国》,载 <http://pe.pedaily.cn/201409/20140924371537.shtml>,最后访问日期:2016年5月19日。

^② 清科研究中心:《2015年中国股权投资市场回顾与展望》,载 <http://report.pedata.cn/1480041343219182.html>,最后访问日期:2016年5月19日。

^③ Alex Bance, *Why and How to Invest in Private Equity*, <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>, 2016-05-21.

耶鲁捐款基金在2002年报告中称,“私募股权基金具有极端诱人、长期可调整风险回报的特点,该回报来源于那些能增加企业价值并极具稳定性的职业管理团队,他们利用市场的无效性创造了私募股权基金”。^①因此,私募股权基金一直吸引着中外投资者。而私募股权基金又能为那些难以获得银行贷款的种子公司提供直接融资,甚至常常会引入经验老到的管理团队入驻企业辅助发展,以最大化投资收益。可见,活跃的私募股权基金对资本市场乃至整个市场经济的繁荣功能显著。

私募股权基金是指投资者通过有经验的管理者对非上市的企业进行股权投资,通过为企业提供增值服务,^②发展壮大被投资企业,并通过成功上市、并购等目标途径退出企业以获得巨大盈利的一种集合投资工具。私募股权基金不同于证券投资基金,其投资针对的是未上市企业,按照投资目标和企业发展阶段的不同可以分为天使基金、风险投资基金和成长基金。根据国际知名私募数据提供商 Preqin 2016 年的报告,截至 2015 年 12 月底全球私募股权基金的年募资额从 2010 年的 3060 亿美元增加到 2015 年的 5500 亿美元,这使 2015 年全球私募股权基金管理资金总量达到创纪录的 4.2 万亿美元,比 2014 年同期增加了将近 11%。^③我国私募股权基金市场同样增速惊人。据统计,从 2006 年到 2016 年年末,中国私募股权基金市场投资案例数平均每年增长超过 38%,11 年内从 453 例激增至 9124 例,年投资金额从 1152 亿元人民币增加到 7449 亿元人民币。而新设立的基金数也以平均近 50% 的增长率快速增加,从 2006 年年度设立 79 家至 2016 年一年内新增 2438 家,私募股权基金的年募资金额也从 1419 亿元人民币增至

① Cohen Strong, *The Yale Endowment Report* (2002), http://www.yale.edu/investments/Yale_Endowment_02.pdf, 2016-05-21.

② 一般来说,不同类型的私募股权基金为被投资企业提供增值服务的深度和侧重点不同,但总体上来说包括为进入被投资企业的董事会进行重大决策的监控、通过其自身的资源和名望来吸引新的合作伙伴、顾客或供应商、利用丰富的投资经营帮助被投资企业获得后续融资或进行上市。参见[美]安德鲁·梅特里克:《创业资本与创新金融》,贾宁等译,机械工业出版社 2011 年版,第 63~65 页。

③ PREQIN, 2016 *Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*, https://www.preqin.com/docs/samp-les/2016-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf, 2017-05-21.

13712 亿元人民币。^① 而根据我国私募股权基金的备案机构——中国证券投资基金业协会的数据显示,截至 2017 年 4 月底私募股权基金(包括风险投资基金等)已经备案的管理机构数量达到 10553 家,已备案私募基金 21,523 只,认缴规模达 55.92 万亿元。^② 几何级数的增长意味着我国私募股权基金已然步入深耕期。

2. 私募股权基金所得课税对传统税制的挑战

私募股权基金的常见组织形式为公司制、合伙制和信托制。不同组织形式所面对的所得课税模式也不尽相同。国内外经济学界的广泛研究表明,^③私募股权基金所得课税制度与私募股权基金组织形式的选择、投资人投资热情度和投资企业的最终成功率都有经济学上的相关性。而作为一种新型投资工具,私募股权基金因其投资结构的复杂性、利益分配的激励性、参与者的多元性、收益的风险性和交易的灵活性,必将对传统所得税制提出挑战。具体问题,如对赌协议涉及支付现金或股权的所得性质、是否有利用递延课税进行避税的可能等方面的争论,附带权益的定性将决定管理人的所得税率从而会影响其积极性等,这些问题都对我国金融课税制度形成了巨大的挑战。从收集的外国文献来看,已有许多国家对私募股权基金进行专门立法,或给予特殊税收优惠待遇。而目前我国私募股权基金的相关税收法律制度存在很大不足,只有一些国税总局和财政部的部门规章或其他规范性文件对之从某一方面进行规定,且往往因不成体系而颇具争议。同时,我国金融市场的发展已大大超前于相关税制的改革进度,投资者背负着较大税负,投资积极性受到影响。并且,私募股权基金对地方金融市场的刺激作用促使各地政府为引入私募股权基金设立以推动投资,制定了一些不符合税收法定和平等原则的涉嫌不公平竞争的地方性规定。

从功能上来说,私募股权基金在国外及我国应处于同样的市场地位,即为企业发展尤其是具有发展潜力的早期企业提供资金对接。税制作为私募

① 清科研究中心:《中国股权投资市场 2016 全年回顾与展望》,载 <http://report.pedata.cn/1480041343219182.html>,最后访问日期:2017 年 5 月 19 日。

② 中国证券投资基金业协会:《私募登记备案月报第 27 期》,载 <http://www.amac.org.cn/tjsj/xysj/smdjbaqk/392016.shtml>,最后访问日期:2017 年 5 月 19 日。

③ 详见下文的文献综述。

发展的重要影响因子,无疑发挥着杠杆功能。因此,立足于现实,设计出符合我国国情的私募股权基金所得税法的规范和制度架构,已成为当今私募股权基金税法理论与实践研究亟待解决的重要课题。

3. 我国私募股权基金所得课税立法的缺陷

我国私募股权基金所得课税并未有专门立法,而是根据股权基金的具体组织结构套用固有组织形式的课税模式,再通过较单一的税收优惠方式希望促进针对中小企业或高新企业的私募股权基金的投资。各地为吸引当地私募股权基金的设立和发展,往往通过制定各种各样的地方性规定提供税收优惠,形成“税收洼地”,甚至由此可能造成中央和地方立法权的冲突。

具体来看,我国私募股权基金所得税制存在以下问题:

第一,一些税收优惠有违税收法定原则。根据《中华人民共和国立法法》(以下简称《立法法》)第8、9条规定,税收方面的具体事项只能由法律规定,只允许立法机关就尚未立法的部分事项授权国务院制定行政法规。但与私募股权基金有关的立法中未被授权的国家机关却经常行使立法权,例如国务院颁布的财税[2000]91号、国税总局和财政部颁布的一系列有关私募股权基金税收优惠制度的行政法规、部门规章,甚至地方政府颁布的地方性规章等。这不仅导致下位法违反上位法而造成严重侵蚀税收法定原则的现象,而且产生我国私募股权基金税收立法层级较低,稳定性较差等问题。

第二,一些税法规定有违税收公平原则。具体问题如同种性质的行为因为私募股权基金外在组织形式的不同而被差异课税、私募股权基金利用对赌协议掩盖投资的债权性以获取股权投资相关税收利益的投资行为的所得课税、基金管理人获得的附带权益等所得按照较低税率课征等。

第三,一些税法规定带来的具体实践有违税收效率原则。私募股权基金结构和运营的复杂性,使有关所得的税收征纳存在一定困难。例如,对赌协议中双方损益的最终确定往往是在签订协议的几年后,那在这段时间内,税务机关如何确定双方的年度应纳所得额就存在争议。又如,如果私募股权基金的管理机构是个人,则它的附带权益所得应当缴纳个人所得税,不过该个人所得税应该适用“工资、薪金所得”还是“利息、股息、红利所得”税目在立法中并没有得到明确,这就可能造成税收征纳的混乱。类似征收困局

将会导致税收效率的低下,行政成本被不必要地增加。

因此,我们可以看出我国私募股权基金所得税制存在诸多不足,急需进行税制的改革与完善。

(二) 本书的研究目的和意义

私募股权基金的蓬勃发展及其与现有税制间的不协调,急需私募股权基金所得税制及时作出反应,而目前税制研究中法律研究的缺失必然会影响未来私募股权基金税收制度的健康发展。通过对各国私募股权基金税制的初步研究,我们发现,与世界各国在私募股权基金税收上的普遍优惠相比,我国的私募股权基金税制则与其他非企业的税收制度基本一致,并没有税负方面的优势,税收在私募发展中的杠杆作用并没有体现出来,而具体层面的税收规章也并没有完全依据所得性质课征,而是采取笼统立法的方式。因此,本书的主要意义在于针对中国问题,从税法角度出发,探究私募股权基金所得课税的理论基础,并结合我国立法现状中存在的问题与国外先进经验进行比较法研究,在此基础上立足于税法的基本原则对构建和完善我国私募股权基金所得税制提出法律方面的建议,弥补目前理论研究的不足。

二、国内外文献研究评述

由于私募股权基金在全球大部分国家的资本市场都备受瞩目,关于私募股权基金的运作、监管和税务等方面的研究从未淡出。相较于国内,私募股权基金在国外已经有一定数量的研究成果。

(一) 国外研究概况与评述

本书所涉及的国外资料(包括论文及著作)主要是以“Private Equity”、“Venture Capital”加“Taxation”或“Tax”为主题在 HeinOnline、Westlaw、ProQuest、IBFD 等数据库,Google 搜索、Google 学术等网站进行检索下载,并借助厦门大学图书馆包括外文保存书库、馆际互借等途径获得。根据检索到的国外文献可以发现,目前国外的相关研究主要关注于以下几个方面的内容:私募股权基金税制的功能导向是什么;专门的私募股权基金税制究竟会对私募股权基金的发展产生什么影响;私募股权基金税制建构过程中可能存在的问题;资本市场国际化背景下的私募股权基金主要面临的问题。

通过回答这些问题,我国私募股权基金所得税的整体建构方向以及建构过程中可能会面临的问题就能得到前瞻性观察,也有助于为我国私募股权基金所得税制的建构规划蓝图。

1. 国外研究概况

在国外对私募股权基金的研究中,有不少著作已经被翻译成中文,对我们的研究大有裨益。其中包括由瑞典学者汉斯·兰德斯顿主编的《全球风险投资研究》,^①它集合了15篇顶尖外国学者从风险投资结构、投资决策、管理层融资收购和与政府政策关系等方面介绍风险投资内在机理和重点问题的文章,对把握风险投资的基本经济学框架有很大帮助。英国学者托马斯·梅耶尔的《超越J曲线——私募股权基金投资组合管理》的中文译著^②则能很好地帮助我们了解私募股权基金的结构、投资程序和管理工具等情况,特别是其中私募特有的J型收益曲线的研究可以对递延课税问题的研究产生重大帮助。欧洲风险投资协会和山西省科技基金发展总公司编译的《欧洲风险投资运作规程通览》^③通过四份报告和八篇目录对欧洲各国私募股权的组织结构、董事责任和相关税收问题进行了介绍和分析。但这本著作于2001年发行出版,里面所涉内容难免有些滞后。张陆洋和美国学者克里斯托弗·莱恩·戴维斯共同编著的《美国风险(创业)投资有限合伙制》^④对理解美国有限合伙制风险投资的金融经济价值、内在机制、结构和法律基础等方面有较大帮助,但其范围限定于美国的有限合伙制风险投资基金,并且它所涉及的税收方面的研究微乎其微。美国学者哈利·曾德罗夫斯基的《私募股权投资——历史、治理与运作》^⑤主要介绍了美国私募股权投资行业的历史发展趋势和在基金运营过程中的法律问题。德国学者马

① [瑞典]汉斯·兰德斯顿:《全球风险投资研究》,李超等译,湖南科学技术出版社2010年版。

② [英]托马斯·梅耶尔、皮埃尔·依维斯·马森内特:《超越J曲线——私募股权基金投资组合管理》,程凤朝等译,经济科学出版社2008年版。

③ 欧洲风险投资协会、山西省科技基金发展总公司:《欧洲风险投资运作规程通览》,安虎森等译,山西人民出版社2001年版。

④ 张陆洋、[美]克里斯托弗·莱恩·戴维斯:《美国风险(创业)投资有限合伙制》,复旦大学风险投资研究中心译,复旦大学出版社2005年版。

⑤ [美]哈利·曾德罗夫斯基:《私募股权投资——历史、治理与运作》,孙春民、杨娜译,金融出版社2014年版。

提亚斯·君德尔的著作《私募股权——融资工具与投资方式》^①则以德国的私募股权市场为背景,介绍了私募股权基金的运作流程和投资准则,其中涉及德国相关的税法规定。

翻译文献的相对有限,可以通过对原著的研究予以补足。通过对英文原著的进一步研究,可以发现以下研究方向与重点内容。

(1) 私募股权基金基本特性研究

关于私募股权基金,国外已有大量文献对其历史、定义、基本架构和运作流程等进行研究。如史蒂文·卡普兰(Steven N. Kaplan)与斯特姆伯格(Per Stromberg)^②介绍了私募股权基金运作机制,以黑石、凯雷和KKR为例分析了私募股权基金的组织结构,并对筹资、运营和退出等不同阶段的私募股权特征进行了总结。作者运用实证分析的方法证明私募股权基金的活动提升了社会的平均经济价值,并发现私募股权基金有繁荣和萎靡的时间循环规律。虽然美国私募股权基金在经历了2005年到2007年的空前繁荣后,在接下来的几年出现了回调,但基于现在私募股权结构的稳定性和复杂性,作者认为未来私募股权基金的发展应该是持续的。乔纳森·科恩(Jonathan B. Cohn)和艾琳·托尔里(Erin M. Towery)^③主要试图通过1995年到2009年美国企业所得税的申报数据分析私募股权基金并购私人企业的影响因素和结果。他们的研究表明并购公司的目的、结果可能根据被并购公司的性质表现出差异性。私募股权基金通过两种有效方式帮助目标企业增值:帮助在破产线上苦苦挣扎的企业扭亏为盈或者是有效缓解那些有发展前景但苦于没有资金的健康企业的财政压力。文章称,以往研究表明,并购公有公司旨在解决超额投资的问题,作者的研究则显示并购私营公司可以通过解决投资不足的问题来实现企业增值,即私募股权基金在改造私营企业方面起到积极作用,从这里也可以解释为什么私募股权基金投

① [德]马提亚斯·君德尔,[德]布庸·卡佐克:《私募股权——融资工具与投资方式》,吕巧平译,中信出版社2011年版。

② Kaplan Steven N, Stromberg Per, "Leveraged Buyouts and Private Equity", *Journal of Economic Perspectives*, 2008, 22(4), pp. 1-27.

③ Cohn Jonathan B., Towery, Erin M, *The Determinants and Consequences of Private Equity Buyouts of Pri-vate Firms: Evidence from U. S. Corporate Tax Returns*, http://faculty.mcombs.utexas.edu/jonathan.cohn/pap-ers/CT_2013dec18_final.pdf, 2016-05-02.