

本文为浙江省科技厅软科学重点课题《关于浙江省引导私募基金
投资促进经济转型升级对策研究（2015C25011）》成果

浙江省引导 私募基金 促进经济转型升级研究

刘建和 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

本文为浙江省科技厅软科学重点课题《关于浙江省引导私募基金
投资促进经济转型升级对策研究（2015C25011）》成果

浙江省引导 私募基金 促进经济转型升级研究

刘建和 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

本书对浙江省私募基金的发展现状、私募基金管理层特征影响、私募基金发展的区域经济影响效应、私募基金业绩持续性评价、私募基金的市场影响效应以及私募基金预警机制进行检验。本书对私募基金的实证研究补充了现在相关研究成果的不足,在四个方面做出了相应的贡献:第一,对浙江省私募基金现状如规模总量、结构特征、地域分布、管理者特征和对区域经济的影响进行了全面梳理;第二,结合生存偏差现象研究私募基金业绩持续性,并引入了分组比较法和游程检验法进行检验;第三,从现金股利政策的角度研究私募股权投资基金的市场影响效应;第四,设计了私募基金风险预警模型。

图书在版编目(CIP)数据

浙江省引导私募基金促进经济转型升级研究 / 刘建和
著. —上海:上海交通大学出版社, 2017
ISBN 978-7-313-18065-0

I. 浙… II. ①刘… III. ①投资基金—作用—区域经
济发展—研究—浙江 IV. ① F832.755 ② F127.55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 216576 号

浙江省引导私募基金促进经济转型升级研究

著 者: 刘建和	地 址: 上海市番禺路951号
出版发行: 上海交通大学出版社	电 话: 021-64071208
邮政编码: 200030	
出 版 人: 谈 毅	
印 制: 虎彩印艺股份有限公司	经 销: 全国新华书店
开 本: 787mm × 1092mm 1/16	印 张: 13.75
字 数: 139千字	
版 次: 2017年9月第1版	印 次: 2017年9月第1次印刷
书 号: ISBN 978-7-313-18065-0/F	
定 价: 50.00元	

版权所有 侵权必究

告 读 者: 如果发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系
联系电话: 0769-85252189

作者简介

刘建和，男，浙江绍兴人，管理学博士，理论经济学博士后，美国伊利诺伊大学香槟分校访问学者，浙江财经大学金融学院教授，投资系主任，浙江省151培养人才。在金融市场和家庭金融等方面具有一定的研究专长。主持国家社科和省级重点课题3项，参与多项国家社科、国家自然、浙江省哲社重点项目、教育部人文项目和浙江省自然科学基金项目。已发表专著4本，在 *China Agricultural Economic Review* 等中英文期刊发表论文多篇，有多份研究报告被浙江省省级领导采纳批示。

前 言

截至 2016 年 8 月 31 号，浙江省备案登记的私募基金公司数量总共有 1359 家，其中证券投资基金的有 570 家，股权投资基金的有 628 家，创业投资基金的有 112 家。私募基金已经成为重要的投资力量。但是私募基金的投资绩效如何？私募基金的投资行为对行业和企业有什么样的影响？私募基金对浙江省的实体经济投资有什么样的影响？如何引导私募基金以促进浙江省经济转型升级？这些问题值得研究。

正因如此，本书对浙江省私募基金的发展现状、私募基金管理层特征影响、私募基金发展的区域经济影响效应、私募基金业绩及其持续性评价、私募基金的市场影响效应以及私募基金预警机制进行检验。实证研究的结果表明，浙江省私募基金的城市分布以杭州为中心向周边扩散，其私募基金经理的特征和基金业绩关联度不高；浙江省私募基金对区域经济创新有正向推动作用，其数量与区域经济存在显著正相关关系，但仍未充分发挥作用；浙江省私募基金业绩主要受承担的系统性风险补偿影响，各类评价指标的评价结果差异很大，部分私募基金显著倾向于投资小盘成长股为主；浙江省私募基金总体业绩持续性不强，生存偏差高估了私募的业绩持续性水平，在业绩评价时有必要考察生存偏差的影响；私募股权投资基金对上市公司现金股利政策具有正向影响；可以利用风险预警模型对私募基金风险进行预先监管。根据这些结论本书提出了相应的对策和建议。

本书对私募基金的实证研究补充了现在相关研究成果的不足，本书在四个方面做出了相应的贡献：第一，本书对浙江省私募基金现状如规模总量、结构特征、地域分布、管理者特征和对区域经济的影响进行了全面梳理；第二，本书结合生存偏差现象研究私募基金业绩持续性，并引入了分组比较法和游程检验法进行检验；第三，本书从现金股利政策的角度研究私募股权投资基金的市场影响效应；第四，本书对私募基金风险预警进行了模型设计。

本书共分八章，其中引言、第一章、第二章和第八章主要由刘建和负责，第三章和第四章主要由陈磊和刘建和负责，第五章由林鲁森和刘建和负责，第六章由阮伟东和刘建和负责，第七章由张淑、施炳宽和刘建和负责。全文由刘建和统一定稿。由于作者水平有限，文中错误在所难免，望各位读者海涵。

目 录

引言 / 001

0.1 背景 / 003

0.2 意义 / 007

0.3 研究内容和思路 / 009

0.4 拟突破的难点问题 / 011

0.5 主要的创新点 / 011

第 1 章 关于私募基金研究的文献综述 / 015

1.1 关于私募基金业绩持续性的研究 / 018

1.2 生存偏差因素 / 025

1.3 关于私募基金影响企业发展和经济水平的研究 / 028

1.4 关于私募基金研究成果的小结 / 033

第 2 章 模型和方法设计 / 037

2.1 私募基金的区域经济影响模型 / 040

2.2 私募基金业绩评价模型 / 041

2.3 私募基金的市场影响效应模型 / 050

2.4 私募基金业风景预警模型 / 051

2.5 本章小结 / 055

第3章 浙江省私募基金发展现状调研 / 057

3.1 私募证券投资基金 / 062

3.2 私募股权投资基金情况 / 068

3.3 私募创业投资基金状况 / 075

3.4 浙江省私募基金管理者特征分析 / 082

3.5 私募基金和区域经济 / 086

3.6 本章小结 / 094

第4章 浙江省私募基金业绩评价 / 097

4.1 私募基金绩效评价 / 099

4.2 浙江省私募基金投资组合偏好 / 107

4.3 小结 / 114

第5章 浙江省私募基金业绩持续性评价 / 117

5.1 数据处理 / 120

5.2 基于分组比较法的阳光私募业绩持续性 / 121

5.3 基于游程检验的阳光私募业绩持续性 / 123

5.4 浙江省私募基金业绩持续性 / 128

5.5 本章小结 / 131

第 6 章 私募股权投资基金对上市公司现金股利政策的影响研究 / 133

6.1 私募股权投资基金和现金股利政策 / 135

6.2 研究假设 / 137

6.3 变量选择、模型和数据 / 139

6.4 计算结果及分析 / 143

6.5 模型拟合 / 149

6.6 稳健性检验 / 154

6.7 本章小结 / 156

第 7 章 私募基金风险预警机制研究 / 159

7.1 文献回顾 / 163

7.2 样本及风险预期指标选择 / 166

7.3 计算结果 / 169

7.4 本章小结 / 174

第 8 章 结论和建议 / 175

8.1 结论 / 177

8.2 建议 / 183

参考文献 / 187

索引 / 209

引言

早在 21 世纪初,夏斌(2001)即对我国 A 股私募基金进行了定义,认为 A 股私募基金是非公开而向特定投资人私下募集的集合投资组织形式。刘建和等(2011)把 A 股私募基金的组织形式分为民间灰色私募和官方合规私募两大类。民间灰色私募包括个人私下委托、公司型的代客理财业务和个别违规私募基金;官方合规私募包括咨询机构的理财工作室、信托投资计划(俗称“阳光私募”)、券商集合理财和基金专户理财等形式。在 2014 年中国证券投资基金业协会要求私募投资基金进行备案后,协会将私募基金管理人主要分为私募证券投资基金(自主发行)、私募证券投资基金(顾问管理)、私募股权基金、创业投资基金和其他私募基金等五大类。

0.1 背景

在我国近年来的经济发展转型过程中,金融体系随之发生了互动影响和巨大变化。但是由于缺少灵活性和层次性,我国金融部门的功能实现与实体经济的金融需求之间仍然存在差距,并且对经济增长的

持续性和利益分享的合理性都形成了扰动影响 (Yao and Wu, 2011)。流动性过剩、资本大量输出对于我国这样一个发展中国家来言,至少说明内部的投融资渠道并不顺畅。而在以浙江为代表的沿海先发展省份,一方面是产业转型升级的金融需求难以满足,另一方面是民间高息集资,投机炒作导致金融风险积聚。

(1) 私募基金疏导民间资本、促进产业发展的作用,越来越被管理层所重视。值得注意的是,为了顺应金融改革的内在要求,我国在决策层面鼓励完善金融功能、提高直接融资比例,在实务部门层面对新型投融资方式也进行了各种尝试。私募基金作为新金融形态之一,目前主要包括证券私募和股权私募两大类。其中,证券私募包含私募证券投资基金、信托投资计划、公募基金专户理财一对多业务和券商集合理财产品等多种形式;股权私募则包含天使投资基金、风险投资基金、并购投资基金、成长投资基金等多种形态。这种面向特定群体的金融制度安排交易成本较低,在合约选择和组织形式上比公募基金更加灵活,并且可以进行主动性的、包含企业家才能的投资活动。根据发达金融市场的经验,基金业已经与银行业、证券业等并驾齐驱 (Wilson, 2007),以私募形式进行的基金业态可以有效调动社会储蓄,是疏导民间资本、促进产业发展的重要途径。正因如此,这一形态正日益成为民间资本进行投资的重要形式。私募基金也越来越被管理层所重视:早在1998年,成思危代表民建向政协提交《关于加快我国风险投资事业的提案》就成为当时两会的一号提案;2008年,国务院办公厅发布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》出台了股权投资基金管理办法;2013年,新基金法正式出台,私募基金纳入监管

范围；2014年，基金业协会发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，要求私募基金管理人及其私募进行登记备案。

（2）经济结构调整和高净值人群的增加为私募基金发展提供了有利条件。宏观经济在新常态条件下面临经济结构调整，伴随宏观经济的增速放缓，经济结构中第一产业和第二产业的比重不断下降，第三产业的比重则不断上升。

从经济结构来看，第一产业的比重有所下降。全国农业占GDP的比重从2010年的10.10%下降到2014年的9.17%，而浙江省农业所占GDP的比重从2010年的4.90%下降到2014年的4.42%。长期以来，工业发展是我国经济发展中的重点，工业所占GDP比重一般在50%左右。但2010年以后工业占GDP比重也在不断下降。全国工业占GDP比重从2010年的46.67%下降到2014年的42.72%，而浙江省则从51.13%下降到47.73%。伴随农业和工业占据GDP比重的不断下降，第三产业所占GDP比重则在不断上升。全国服务业所占GDP比重从2010年的43.24%上升到48.11%，浙江省则是从43.97%上升到47.85%。据统计，发达国家第三产业占GDP的比重往往在70%左右的水平。因此，浙江省第三产业占GDP比重仍有相当大的改善空间（见图0-1、图0-2）。

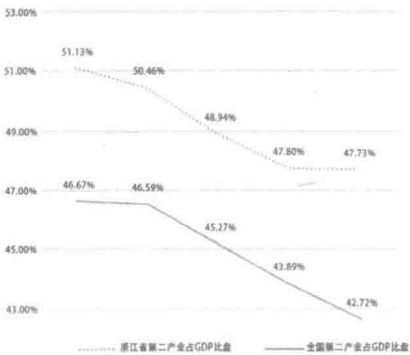


图 0-1 第二产业占 GDP 比重对比

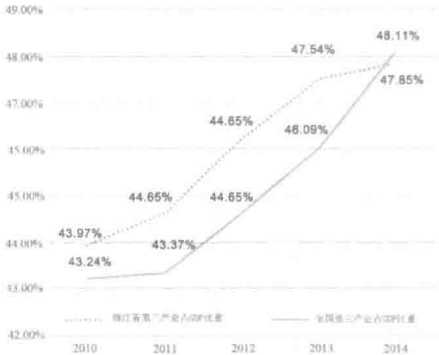


图 0-2 第三产业占 GDP 比重对比

（数据来源：中国统计年鉴、浙江省统计年鉴）

随着经济结构的调整、居民收入的提高和存款余额的增长，浙江省高净值人群已经达到一定的规模，作为服务业的财富管理市场增长很快。根据银监会 2011 年公布的《商业银行理财产品销售管理办法》，金融资产达到 600 万元以上的客户为私人银行客户。因此，可以把资产达到 600 万元以上的视同高净值人群，即财富管理市场的目标客户（见表 0-1）。

表 0-1 高净值人群数量

地区	600 万资产	千万资产	亿资产	5 亿资产	合计
全国	3140000	1210000	78000	17000	4445000
浙江	410000	146000	8790	2004	566794
杭州	99600	38250	2500	—	140350

（数据来源：中国统计年鉴、浙江省统计年鉴）

2015 胡润浙江地区财富报告显示，全国资产达到 600 万以上的高净值人群共有 444.50 万人，其中浙江省高净值人群数量达到 56.68 万人，占全国的比重 12.75%；而杭州市高净值人群数量达到 14.04 万人，又占到

浙江省的 24.76%。富裕人群数量的增加，对财富管理的需求上升，给财富管理市场带来了诸多的目标客户。而集中度的提高，比如全国高净值人群大量集中在像浙江省这样的东部沿海省市，而浙江省的高净值人群又集中在杭州这样的发达地区，给当地发展财富管理产业、提升服务业比重、经济转型升级带来了机遇。

这些情况为浙江省私募基金的发展提供了有利条件。

0.2 意义

私募基金是盘活存量资金的重要渠道。2009 年以来，发改委及各地方政府多次出台鼓励民间投资的意见和细则；2014 年，国务院常务会议又提出要积极推广政府与社会资本合作（PPP）模式。民间投资、社会资本对经济活动的参与有利于盘活存量资金，而私募基金的发展也可以成为盘活资金存量，有效管理社会财富和民间资本，打通民间资本支持实体经济的通道，为社会财富和民间资金的有效转化提供专业化的渠道和创新平台。浙江省在 2014 年 3 月提出《杭州财富管理中心 2014—2018 年实施纲要》，设立了“以私募金融服务为核心和龙头，以场外交易市场、财富管理中介为两翼，构建独具优势的杭州财富管理产业‘金三角’，形成符合自身优势和特质、具备核心竞争能力的财富管理标志性和核心业态”的发展目标。所以，私募基金也将是未来浙江省盘活资金存量的重要手段之一。

随着监管层对新型金融业的认可，私募基金在我国金融市场的影

响越来越大，其中证券私募在 2007 年规模已经达到万亿元，信托投资计划截止到 2011 年年中处于存续期的产品就有 1814 个。从私募基金的整体来看，在 2014 年 1 月基金业协会发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》后，截止到 2014 年 6 月 12 日，共有 4503 家私募基金管理机构提交登记申请，办结登记的达 3491 家，管理私募基金共 5220 只，公开登记的私募基金管理规模即达到 1.96 万亿。1995 年私募股权基金仅为 10 家（清科研究报告）；而到 2012 年，仅新募集的私募股权数量已达 369 家（中国私募股权投资年度研究报告）。浙江省的情况也是如此。以股权私募基金为例，自 2000 年 10 月省政府发布《关于印发浙江省鼓励发展风险投资的若干意见》以来，到 2013 年底，浙江省创业投资基金、股权投资基金和产业投资基金等总计规模达到 1027 家（2013 年浙江省股权投资行业发展报告）。可以预料随着经济发展在质与量两方面的同时推进，私募基金的总规模将进一步扩大。

可是，对于这一发展规模越来越大的投资群体，私募基金的投资效率如何？私募基金的投资行为对行业和企业有什么样的影响？私募基金对浙江省的实体经济投资有什么样的影响？如何引导私募基金以促进浙江省经济转型升级？目前学术界对私募基金的研究，大量的成果以合法化、组织架构、运作方式、类别比较、监管对策等定性讨论为主，缺乏对投资效率、行业影响、投资导向等的实证研究。事实上，既然私募基金的发展有利于盘活资金存量、打通民间资本支持实体经济的通道，那么这一系列的问题，仍有待于浙江省学者深入研究。正因如此，本文的研究有三个方面的意义：①了解私募基金投资行为对