

私募股权投资基金的应用分析及发展策略

陈鸿祥

(中国人民银行 盐城市中心支行 江苏 盐城 224001)

摘要: 作为一项富有成效的制度安排,发展私募股权投资基金有着重要而现实的经济功能,文章在对当前我国私募股权投资基金应用分析的基础上,提出了相应的发展策略。

关键词: 私募股权投资基金; 经济功能; 应用分析; 发展策略

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2013)04-0028-05

私募股权投资基金(Private Equity Investment Fund,简称 PE)起源于美国的创业投资(Venture Capital,简称 VC),是由发起人向特定投资者募集资金,对非上市私有公司进行权益性投资,等待所投资企业发育成熟后通过转让权益获得增值收益。作为金融创新与产业创新相结合的资金融通模式,私募股权投资基金能够有效缓解创新型中小企业融资难题,已经成为企业仅次于银行贷款、公开上市的重要融资渠道。我国作为亚洲最活跃的私募股权投资市场,有着广阔的市场空间和巨大的发展动力,对当前私募股权投资基金进行应用分析并提出相应发展策略,有着重要而现实的意义。

一、私募股权投资基金的经济功能

作为一项富有成效的制度安排,私募股权投资的逻辑机制主要是:大量拥有科技创新能力而急需发展资金的中小企业,私募股权投资基金寻找这类企业发展潜力,进行有效识别、筛选,给予必要的资金扶持与成长培植,促进投资项目发展壮大。随着私募股权基金不能满足企业发展需要,最终实现步入证券市场 IPO 公开募集社会化资本。私募股权投资基金有着以下现实的经济功能。

(一) 缓解创新型中小企业融资难题,促进产业结构优化升级

科技创新型中小企业在创业阶段、成长阶段存在盈利能力不强、缺乏信用记录等不足,有着诸多风险,银行贷款限制多、股票上市门槛高等障碍无疑使融资可得性极低。而私募股权投资基金主要以企业的核心竞争力、潜在成长性为投资原则,融资准入门槛相对较低,科技创新型中小企业是私募股权基金的主要投资对象。通过发展私募股权投资基金,一方面,使受制于传统信贷约束、融资需求得不到满足但确有发展潜力的创新型中小企业,促进金融资源向创新能力强、运营效率好、市场潜力大的这类企业倾斜;另一方面,实行专业团队主动参与管理,在帮助解决技术创新、市场开发和组织管理等方面提供专业化服务,推动科技创新型中小企业稳健发展。

(二) 增加民间富余资本增值途径,缓解资金流动性过剩

近年来,随着我国经济快速发展,积累了大量的闲散民间资金和各类社会基金,具有较强追逐利润的动机和保值增值的目的,但由于缺少有效投资渠道,形成了资金流动性过剩。一方面,这些游资集中在房地产市场、重要商品市场进行投机炒作,加剧资产价格泡沫的形成;另一方面,大量实体经济却得不到急需资金,嗷嗷待哺。而通过发展私募股权投资基金,可以将过剩资金流动性与实体经济有效结合,为民间富余资本提

收稿日期:2013-06-14

作者简介:陈鸿祥(1968-)男,江苏泰州人,工商管理硕士、注册会计师,研究方向为金融理论、会计实务。

供一条实现投资收益的较好增值途径。

(三) 拓宽直接融资渠道,改善资本市场结构失衡

首次,有利于提高创新型中小企业直接融资比重,积极参与兼并收购和行业整合,推动实现在中小企业板、创业板上市融资;其次,有利于形成多层次资本市场体系,减少信贷扩张压力,提高储蓄资金转化为直接投资的比率;再次,有利于建立适应市场的公司治理结构,有效降低基金投资者与基金管理人之间委托代理风险,^[1]形成明晰、均衡的激励约束机制。

(四) 实现投资合理组合,优化配置金融资源

私募股权投资基金具有高收益、高风险的特点,同时又与股票市场、债券市场的相关系数低,金融资产持有者可以根据各自风险控制水平和风险承受能力,对持有的金融资产实行贷款、债券、股票、私募股权基金等不同组合方式,按照市场风险合理流动,通过资本市场增强金融资产优化配置的弹性,降低金融风险。

二、私募股权投资基金的应用分析

作为全球重要的新兴经济体,近年来,我国私募股权投资热情高涨、发展迅速,境外资本、国有产业资本、民营资本等纷纷参与,已经成为亚洲规模最大、最为活跃的私募股权投资市场。

(一) 取得的积极成效

1. 法律基础逐步建立。近年来,我国积极推动私募股权投资基金法律制度体系建设,逐步出台修订与私募股权投资基金密切相关的《公司法》、《证券法》、《信托法》、《证券投资基金法》等法律,以及颁布一批国务院行政法规、证券主管机关部门规章,现行法律法规体系为私募股权投资基金提供了初步法律框架。已经初步建立创业投资基金制度、产业投资基金制度,酝酿已久的《股权投资基金管理办法》已经上报国务院。2007年修订《合伙企业法》增加有限合伙制度,为私募股权投资基金引入有限合伙制提供法律依据。

2. 运行机制日益成熟。鉴于私募股权投资在调整经济结构、推动产业升级中的重要作用,各级政府争相出台鼓励私募股权投资的政策措施。在机构设立方面,从2009年开始,各级地方政府纷纷出台《关于鼓励股权投资基金发展的若干指导意见》,争相安排财政专项引导资金,在注册、税收等方面也制定相应优惠政策,吸引私募股权投资机构设立。在募集资金方面,2006年,商务部联合六部委颁布修订《关于外国投资者并购境内企业规定》,境外企业可通过换股方式收购境内企业,为企业境外红筹上市创造条件;^[2]2010年,国务院出台《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(简称“新36条”)、《关于进一步做好利用外资工作的若干意见》,并向保险资金开放股权投资。另外,新《公司法》正式取消公司对外投资额度限制,新《合伙企业法》有效避免公司制双重征税。

3. 退出渠道逐渐多元。多层次资本市场体系有利于不同类型产权找到合适便捷、高效的流通市场,我国正逐渐形成主板、中小板、创业板、柜台交易市场和产权交易市场等分层递进的退出渠道。尤其取得重大进展的是,为缓解大量创新型中小企业难以通过主板IPO较高门槛的现实状况,2004年6月在深圳证券交易所成功推出中小企业板基础上,2009年3月证监会颁布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》,备受瞩目的创业板终于开闸,多元化融资退出渠道逐渐形成。

4. 监管体系趋于完善。近年来,逐步形成了以行政监管为主导、市场监管为补充的私募股权基金监管体系。国务院分别颁布《创业投资企业管理暂行办法》(2005年)、《产业投资基金管理暂行办法》(2006年),对这两类投资基金的“设、融、投、管、退”以及备案等方面制定了相应的监管条款;2008年,国务院转发《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》,对处于初创期、成长期末上市创业投资企业进行股权融资,制定了相应的监管意见。

(二) 面临的制约障碍

1. 相关法律法规零散,没有形成统一法律体系。具体法律条款补充和解释有待完善。除2004年颁布实施《证券投资基金法》,至今还没有针对私募股权投资的统一法律体系,合法私募和非法集资的界限难以把

握,^[4]人们对行为后果预期不明,投资者利益得不到法律保障。基金募集和运营的相关法律依据,需要各自援引修订后的《证券法》、《公司法》及《合伙企业法》等项条款。现行法律法规在制定时未能有效考虑私募股权投资行业的运作特点。相关法律层级较低,具体条款甚至存在不一致、相冲突。根据《公司法》规定,公司不得对所投资企业的债务承担连带责任,而我国没有个人破产法,基金经理个人必须承担无限连带责任,存在实施矛盾与障碍。没有股权投资基金核准和管理的相关法律法规。知识产权保护机制有待完善。

2. 资金筹集渠道狭窄,缺乏成熟机构投资者。成熟机构投资者有着丰富的投资经验和有效的管理机制,是私募股权投资行业的发展基础。资金存量丰富的国有资本包括商业银行和保险公司资金,但受制于现行法律法规限制,大量成熟金融资源不能参与投资私募股权基金;仅有社保基金具备参与投资资格,但需要经过相关监管部门层层复杂的审核与批准。目前私募股权投资基金主要是,一部分来源于政府引导基金,有较为强烈的政策意图和行政色彩,容易导致投资失误、降低投资效率;一部分来源于民间资本,但在市场化运作方面缺乏成熟理念,多数投资者存在急于短期获得高额收益的投机心态,大量不具备投资经验和风险识别能力的普通公众被引诱参与私募股权投资,容易引发投资风险甚至群体事件。

3. 多层次资本市场培育不够,退出渠道不够顺畅。实践表明,完善的多层次资本市场体系是私募股权基金分散投资风险的必要保障,退出渠道不畅成为制约私募股权投资发展的障碍。欧美已经形成 IPO、产权交易、柜台交易、并购市场、资产证券化等无缝对接的成熟资本市场与完善退出渠道。近年来,我国正逐渐形成股权转让、并购、主板 IPO 等多种方式退出渠道,但股权转让、并购等占比较少,场外交易市场仍存在制度性缺陷,现行《公司法》、《证券法》以及证交所上市规则侧重关注经营业绩、盈利能力等“硬指标”,较少关注技术创新、研究开发等“软指标”,投资企业欲通过主板 IPO 退出门槛较高;中小企业板和创业板只是比照主板标准,实质没有降低上市标准,补充作用甚微。现有资本市场体系无法满足私募股权投资基金发展需要。

4. 监管主体多头低效,缺乏统一监管部门。目前,我国涉及私募股权基金的监管职能的有发改委、人民银行、证监会等不同部门,除《创业投资企业管理暂行办法》规定外,其它类型私募股权基金的设立、运作没有相应专业化监管机构,监管职能没有明确划分。实际监管中形成多重监管格局,出现监管“越位”、监管“缺位”并存现象,涉及权力领域争相管、涉及责任领域互推诿。同时,目前对私募股权基金主要实行核准制,核准制将私募股权基金发起设立核心权利归属于行政审批,容易产生“寻租”现象,降低自由市场的选择效率。

5. 存在重复征税,总体税负偏重。我国企业所得税采用“独立核算”标准,私募股权投资者、私募股权投资机构和被投资企业都作为独立纳税人,这样,被投资企业创造利润则要分别缴纳三次所得税,存在重复征税问题。同时,没有考虑私募股权投资收益具有高风险特征,对合伙制基金个人合伙人参照个体工商户生产经营所得缴纳个人所得税,税率明显偏高。私募股权投资总体税负明显偏重。

6. 执业经验不足,高水准专业人才缺乏。作为一项新型投融资模式,私募股权投资专业性强、技术含量高,私募股权投资从业人员不仅要精通金融市场、财务分析、企业管理,而且要洞察行业发展、敏锐市场动态,拥有丰富成功经验与失败教训,优秀基金管理人实际上是资本家与企业家有机结合的高素质人才。目前,国内在从事私募股权投资理论研究或实践应用上具有较高造诣的人才较少,多数从业人员为“半路出家”,从业经验不丰富、投资理念不成熟,适应发展需求的复合型人才更是稀缺,具备国际水准的较高综合素质专业人才缺乏成为制约我国私募股权投资发展的一大桎梏。

7. 中介服务不成熟,中介机构不健全。私募股权投资活动中投资资金与投资项目之间存在信息不对称,容易产生内幕交易、转移利润等现象,一般参与主体难以作出科学预测与合理判断,完善规范的中介服务可以有效降低降低委托—代理成本。目前,缺少与私募股权投资相关的权威性中介机构,不能提供科学有效的投资咨询、资产评估、信用担保、法律服务等等,以诚实、信用为基础的运行奖惩机制还有待完善。^[3]

三、当前私募股权投资基金的发展策略

目前,我国正处于经济发展转型与私募股权投资的理性调整时期,需要认真借鉴发达国家私募股权投资

的失败教训与成功经验,完善相关配套政策措施,促进我国私募股权投资走上健康发展道路。

(一) 修改完善相关法律法规,制定统一基金管理法

相关部门起草与《证券投资基金法》相配套的《股权投资基金管理办法(草案)》已报国务院待批。尽快制定统一的《私募股权投资基金管理法》,专门规范私募股权投资基金发起、运作、退出等机制,扫除制约长远发展的法律障碍。修改现行《证券法》、《信托法》、《公司法》、《合伙企业法》等法律条款,适当放宽注册资本、成立时间、上市规定等硬性约束,对涉及外商投资、境内并购、海外投资、海外上市等相关法规予以修改整合;出台个人破产法,加大投资者利益保护约束;修订或取消《贷款通则》,适时放宽商业银行贷款限制。

(二) 拓宽多元化资金来源,培育合格机构投资者

长期稳定且多元化的资金来源是私募股权基金持续发展的基础条件。首先,拓宽民间富余资本保值增值渠道,支持鼓励民间资本以机构投资者参与设立私募股权投资基金,使现实存在的非法形式“地下钱庄”走向合法化、阳光化;其次,扩大机构投资者规模,对现行商业银行法、保险法和社保基金管理办法等法律条款作合理修改,适当放宽投资限制,准许商业银行、保险公司、社保基金等为代表的长期机构投资者根据资产负债匹配管理,适度参与投资私募股权基金,提供一个长期稳定高收益的投资渠道;再次,加强对机构投资者的风险教育,提高识别、判断、评估风险的能力,形成良好投资理念,避免普通公众投资者承担超越自身能力风险。

(三) 健全多层次资本市场体系,形成顺畅退出机制

1. 完善中小企业板、创业板市场。对首次上市融资,适当放宽连续盈利能力、经营年限、公司股本等标准;对实施配股再融资,适当放宽净资产收益率、配股间隔期、配股比例等标准。

2. 发展柜台交易市场。严格规范柜台交易的准入资格、交易规则、结算纪律等,营造良好运转机制,成为非上市公司融资的重要补充渠道。

3. 整合产权交易市场。产权交易市场具备健全的交易规则、完善的网络体系和便捷的信息发布,可以在股权投资退出中发挥平台作用。要有效整合上海、北京、天津等区域性产权交易中心,促进运作规范合法,并创造条件组建全国性产权交易市场。

(四) 完善税收优惠措施,加强政策有效引导

当前私募股权投资基金总体税负偏重,推动科技创新的政策激励作用没有得到发挥。要加大相关税收政策的优惠措施,引导、调动各市场主体参与私募股权投资基金的主动性与积极性。一方面,要减少征税环节、避免重复征税。对公司制与合伙型私募股权投资主体只征收企业所得税,自然人投资者分配股利免征个人所得税,使公司制与合伙制的参与主体之间税负保持均衡。另一方面,要实施再投资退税。对于私募股权投资机构将投资收益用于再投资,要享受再投资退税优惠,促进产生新的私募股权投资活动。

(五) 加强高层次专业人才培养,实施资格认证制度

作为人才密集型行业,发展私募股权投资业务,需要大量专业型投资人员和复合型管理人员。首先,现实而便捷的途径是通过开设高层次私募股权基金培训班,加快培养我国私募股权基金行业经营和资本运作的复合型人才;其次,加大政策优惠力度,积极引进海外具有丰富管理阅历和实战经验的行业精英,逐步提升本土投资理念与投资策略;最后,加强理论研究与工作实践的有机结合,通过相关高等院校本、硕教育培养私募股权投资人才是长远发展的必然基础,并实施相应资格认证标准。从而逐步培养锻炼出一批具有创业精神和创新能力适应我国私募股权投资发展的人才队伍。

(六) 合理确定监管模式,建立统一监管体系

私募股权投资基金与证券市场联系较为紧密,要进行合理有效的制度安排,对私募股权投资基金实施“大统一、小分权”监管模式。首先,建立由证监会统一行使行政监管权、人民银行、发改委、财政部协调配合的监管体系,^[4]确保监管机构的独立性,明确监管职责、做到职权清晰。其次,要遵循市场化原则,改变具有浓厚行政色彩的个案审批制为备案制,动态监控基金规模、大额交易、投资方向、投资期限等重大风险事项。

(七) 完善社会中介组织,提供规范中介服务

成熟的私募股权投资市场离不开规范完善的社会中介组织体系。要大力发展高执业水准的资产评估机构、信用评定机构、技术评定机构、信用担保机构、知识产权评估机构等专业性社会中介机构。同时规范社会中介机构的准入退出制度,并加强信用等级管理,对违反职业道德、不讲诚信记录的中介机构或从业人员,及时清除出中介服务市场。

(八) 成立全国性自律组织,强化行业自我约束

由于私募股权投资基金是向特定对象非公开募集资金,应该强调行业自律组织的规范约束。考虑地方性自律组织缺乏权威性和统一性,有必要成立统一的全国性行业自律组织。可以借鉴中国银行间市场交易商协会做法,由各个市场参与者自愿参加,组成全国性的非营利性社会团体法人,接受私募股权投资基金的登记、备案和投资运作的财务报告,构建和规范包括基金投资组合、增减基金份额、预期收益风险以及其它重大事项的信息披露制度,协调、监督全国私募股权投资基金市场。

参考文献:

- [1]周 丹,王恩裕.私募股权投资基金存在性的经济学分析[J].金融理论与实践,2007(6).
- [2]范俏燕.私募股权投资战略选择[J].财经科学,2009(9).
- [3]安国俊,李 飞.国际私募股权投资基金的发展态势及我国的路径选择[J].国际金融,2011(3).
- [4]王荣芳.论我国私募股权投资基金监管制度之构建[J].比较法研究,2012(1).

Analysis of the Application and the Development Strategy of Private – Equity – Investment Fund

CHEN Hongxiang

(Yancheng Center Branch of the People's Bank of China ,Yancheng ,Jiangsu 224001 ,China)

Abstract: As an effective system arrangement ,the development of private equity investment fund is of important and practical economic function ,This paper ,based on the analysis of the current development of private – equity – investment – fund application ,proposes the corresponding development strategy.

Key words: private equity investment fund; economic function; applied analysis; development strategy

(责任编辑: 沈 五)