

美英日私募股权基金比较与启示

何 瑛(博士) 黄 洁

(北京邮电大学经济管理学院 北京 100876)

【摘要】 发达国家的证券市场经历了一百多年的发展,积累了比较丰富的经验,其私募股权基金的成功运作就是亮点之一。本文对美英日三国私募股权基金的监管模式、组织模式、投资模式、退出方式等进行了深入比较,并在此基础上得出了促进我国私募股权基金发展的几点建议。

【关键词】 私募股权基金 监管模式 退出方式 组织模式

私募股权基金(PE),是近年来全球金融市场出现的金融亮点,它对促进我国产业与金融资本的有效结合发挥着重要的作用。PE于20世纪40年代起源于美国,得到快速发展后逐渐拓展到欧洲及亚洲地区。2006~2008年,PE发展达到顶峰,年募资额近5 000亿美元。但全球金融危机的阴影使得PE一度进入低迷期,2010年全球PE投资额仅为1 100亿美元,资金募集额约为1 400亿美元。

目前,全球PE市场已呈现出美欧亚三足鼎立的格局,美国PE的行业规模和市场完善程度均排在全球之首,英国次之,亚洲地区也呈现出强劲的增长趋势,其中尤以我国为甚。我国PE虽然起步较晚,但在经历了2009年骤跌与2010年强劲反弹之后,2011年迎来了大发展,规模和成长速度十分可观,只是在快速发展过程中还存在诸如监管不力、融资有限、退出受阻等方面的问题,严重制约了PE的健康发展。

一、美英日私募股权基金的国际经验

私募股权基金作为金融创新和产业创新相结合的产物,从监管模式、组织形式、投融资模式、退出机制都有其独特的契约安排。基于不同的法律政策、经济发展程度、社会文化和科技水平,各国的PE都有着其不同的发展路径和特点,形成了比较典型的美国模式、英国模式和日本模式,下面拟对美英日私募股权基金的经验从四个方面进行比较分析。

(一)PE监管模式比较

1. 美国PE的监管模式。美国作为PE行业的起源地和领航者,经过长期的持续发展,以模式成熟、体系完备成为全球PE业效仿和借鉴的对象。在监管方面,美国可以看作是法制式监管的代表。法制式监管是指由多个机构各自依据法律法规履行金融监管职责。截至目前,美国尚未出台专门的PE管理办法,PE的监管框架由1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1940年《投资公司法》和《投资顾问法》、1982年《D条例》及1996年《证券市场促进法》等构成。美国PE监管的重点包括注册豁免和对PE行为方面的约束,其运作尤其要受到证

券交易委员会(SEC)的监管。

2. 英国PE的监管模式。英国作为基金行业的发源地,拥有欧洲最大的基金市场,PE规模仅次于美国,可以看作是自律式监管的典型。自律式监管系通过“道义劝说”对金融业的业务活动和经营行为进行的监督管理。相较于美国,英国也没有专门监管PE的法律和机构,其对PE的监管更为宽松,法律表述更为模糊,豁免范围的界定也不够清晰完整。2000年颁布的《金融服务和市场法》构建了英国PE的监管框架,其监管机构是金融业全能监管机构——金融服务局(FSA)。英国PE业内自律监管的另一个自律组织创业投资协会(BVCA)在监管中起到了比FSA更为重要的作用。

3. 日本PE的监管模式。日本PE以严格的政府监管而闻名全球,是干预式监管模式的代表。干预式监管模式是指一国政府为了达到特殊经济目的而对金融进行全面干预。20世纪90年代以前,PE在日本一直得不到法律的承认,直到进行金融体系改革之后,PE才得以迅速发展壮大。1951年《证券投资信托法》与1986年《证券投资顾问业管理法》是日本PE行业监管的主要法律。尽管日本对于行业自律监管方式给予了肯定,赋予了自律组织一定的监管权限,但是政府的严格监管使其难以发挥太大的作用。

(二)PE组织形式比较

1. 美国PE的组织形式。美国PE通常采取有限合伙制,这种形式的PE大约占80%。有限合伙制是指由普通合伙人和有限合伙人组成的一种组织形式。其中普通合伙人提供专业的投资知识和经验,对企业承担无限连带责任并享有全面管理权;有限合伙人提供投资资金,以其出资额为限对合伙债务承担责任但无管理权限。在这样的组织形式下,两类合伙人责权利清晰,经营权归普通合伙人(即基金管理者)所有,管理权的行使较为简便,无需受到过多限制就可充分发挥自身的经营才能,管理经营更富效率。有限合伙制被美国机构广泛采用,固然有税收方面的考虑,但其治理机制的设计和制

度创新才是胜出的关键。

2. 英国PE的组织形式。目前英国PE主要存在三种组织形式,即有限合伙、创业投资信托(VCTs)及创业和发展资本投资信托(VCITs),以信托制为主。所谓信托制是指依据信托模式建立投资者、投资家和托管人之间的契约关系。投资者认购基金后由托管人保管,委托投资家负责基金的经营管理。投资者无权直接干预投资活动,投资收益归投资者所有,基金经理人和托管人只收取管理费和保管费。税收优惠、金融环境宽松,使得PE投资的代理成本较低,这是英国大部分投资者选择信托制PE的重要原因。

3. 日本PE的组织形式。日本PE以公司制为主。所谓的公司制是指有限责任公司的形式。投资者是公司的股东,以不同的形式参与PE的重大决策,并以其出资额为限对公司债务承担有限责任。基金管理人可以是股东,也可以是外聘人员。在日本,虽然公司制拥有管理规范、监管机制健全、运作压力小等优点,但同时还存在管理成本高昂、双重赋税等缺点。虽然国际普遍不看好公司制,但从日本金融系统自身的特点来看,采取公司制更为合适。

(三)PE投融资模式比较

PE行业存在高风险性,要求投资者必须具有一定的风险意识和风险承担能力,因此各国都设定了投资者准入标准,这在一定程度上也决定了各国的融资渠道。相比之下,美国的法律规定最清楚详细,每种合格机构投资者和个人投资者的范围在法律上都有明确的界定和进入门槛;英国投资者准入标准相比于美国显得逊色不少,缺少对部分名词的具体界定;日本投资者准入标准也相对比较严格,但对于少数人私募股权基金的准入标准没有明确规定。

1. 美国PE的融资来源与资金投向。美国PE的融资来源十分广泛,主要为大型机构投资者,其中养老金占比较大,其次是捐赠基金,银行、保险公司和大型企业基金也占有一定份额,但是个人或家族投资者对PE市场的影响较小。在投资方面,美国PE通常以有限合伙人的身份参与,但也不乏一些实力及规模较大的机构单独或联合进行直接投资,一些实力较弱的银行也会采取间接投资方式,即通过基金的基金(Fund of Fund, FOF)间接投资于PE。美国PE明显地集中于高新技术产业,对新兴产业的扶植力度非常大,在计算机软硬件、生物技术、医药、通讯等行业的投资占其总投资的90%左右。美国投资家大量投资于创业企业的成长期和扩张期,创建期和成熟期获得的支持较少。

2. 英国PE的融资来源与资金投向。英国PE对于投资者准入的规定较为宽松,因此融资渠道也就相对较多,资金来源主要包括养老金、保险公司资金、银行资金及个人资金等。与美国显著不同的是,国外资金也是英国PE的重要来源之一。在投资方面,英国相对美国稍显保守,除了向高新技术产业大量投资外,对传统产业也有一定涉足,适当的投资组合有利于降低投资风险。与美国相比,英国PE的投资更加国际化,

并且随着欧盟国家一体化进程的深入,国际化程度仍在不断提高。民间投资基金重点关注成长期和种子期的投资,而政府性质的投资机构则更加青睐成熟期的投资。

3. 日本PE的融资来源与资金投向。日本PE投资者准入标准较为严格,资金来源十分有限。由于日本PE大多是金融机构的附属机构,所以证券公司、银行、保险公司等就构成了日本PE的主要融资来源。在投资方面,日本PE所涉及的产业分布较为广泛,且以传统产业为主,如制造业、商业、其他服务业等,高新技术产业所占份额不多。日本PE投资企业所处的发展阶段也比较分散,既有创业初期的企业,也有成熟企业,而对于高新技术产业的投资则以成熟期为主。

(四)PE退出方式比较

私募股权投资的目的是获取投资收益而不是持有,因而退出成为私募股权投资流程中最为重要的环节,在投资企业发展成熟之后将手中的股权转换为预期的高额收益是投资者必然的选择。到目前为止,国际比较成熟的退出方式主要有IPO、并购、股份回购和清算等。

1. 美国PE的退出方式。美国完善的多层次资本市场为PE的退出提供了极大的便利,企业可根据自身规模、发展程度选择退出渠道,健全的退出机制是美国PE繁荣发展的重要原因,选择IPO和并购方式退出在美国市场十分常见,股份回购的比例很小。IPO是美国近期最主要的PE退出方式,投资者可以从中获得高回报,目标企业则能够募集到更多的资金并且收回控制权。但是要想实现IPO难度也较大,它需要耗费更高的时间成本和经济成本,且资金不能在IPO之后立即变现,资金链循环周期长,面临的风险相当大。

2. 英国PE的退出方式。英国的资本市场也比较完善,退出机制相当健全,选择IPO和并购方式退出在英国PE也很常见,但基本是以并购为主,IPO只占较少部分。在PE资金无法实现IPO退出时,并购成了最理想的选择。当然,也有许多企业是出于战略目的而进行并购,使企业获得协同效应,抢占市场份额,扩展产业链。并购退出的适用范围较广,成本低且方便快捷,投资者可以立即收回现金,再无后续风险,但是也可能存在找不到买家、价格不合理及遇到并购欺诈等问题。并购退出收益率虽然不如IPO高,但仍不失为一种精明的退出方式,所以在PE市场中越来越活跃。

3. 日本PE的退出方式。日本PE在很大程度上服务于母公司战略,因此退出方式一般仅限于并购和股份回购,并且是以并购为主。股份回购方式对公司经营状况要求相当高,虽然产权明晰,操作简便,但回报率较低,是最为保守的一种退出方式。日本公司法关于公司回购股份条件的不断放松,使得股份回购成为一个顺畅的退出渠道。

总之,美国完善的多层次资本市场为PE提供了多样化的退出方式,IPO和并购方式退出在美国PE市场很常见,且以IPO为主。英国资本市场同样发达,IPO和并购方式常见,但英国PE更偏好并购退出方式,IPO只占了很少的部分。日本

PE的特殊性导致其退出方式仅限于并购和股份回购,回购方式的过多限制使得并购成为其主流退出模式。

综上所述,美英日三国私募股权基金都有着不同的发展路径和特点,其监管模式、组织形式、投融资模式、退出方式都有独特的契约安排,现对比分析如下:

美英日私募股权基金的国际经验比较

		美国	英国	日本
监管模式	监管特点	法制式	自律式	干预式
	监管机构	证券交易委员会(SEC)	金融服务局(FSA)	证券局
	自律机构	全美风险投资协会(NVCA)	创业投资协会(BVCA)	
组织形式		有限合伙制为主	信托制为主	公司制为主
资金来源		养老金、捐赠基金、金融机构、大型企业基金	养老金、金融机构、富有个人	金融机构
投资偏好	投资产业	高新技术产业	高新技术产业 传统产业	范围较广
	投资阶段	成长期、扩张期	种子期 成长期/成熟期	较为分散
主要退出方式		IPO为主 并购为辅	并购为主 IPO为辅	并购为主 股份回购为辅

二、对促进我国私募股权基金发展的启示

1. 建立健全PE法律体系,明确PE的政府监管主体,组建全国性的PE行业协会。目前,我国尚无专门的PE监管法律法规,相关法规分散于各政府部门的规章制度中,缺乏统一的监管法规和审核标准,存在不少法律空白,因此我国亟须出台完整清晰的法案,对现有法律法规进行修订、调整和规范。我国目前有权对PE进行监管的机构有发改委、证监会、银监会、商务部等,各机构之间存在权力重叠或划分不清的问题,导致了PE监管的混乱无序。与美英日等国相比,我国缺乏明确的政府监管主体。从理论上讲,对于市场化运作的PE,行业自律是对政府监管的有效补充,各国几乎都有自律性行业协会组织来配合政府。目前我国已相继成立了数十家省级PE行业协会,但其权威性远远不够,因此国家应组织成立职能清晰的全国性PE协会,以政府他律监管为主、行业自律为辅的互动方式监管来促进我国PE的健康成长。

2. 培育以有限合伙制为主、多种组织形式并存的PE市场。从法律角度看,三种PE组织形式虽然在我国都有各自的立法保障,但从具体实施角度看相应配套措施欠缺。总体来看,公司制PE相关法律基础较健全,合伙制PE和信托制PE相关法律基础相对薄弱,甚至还存在一定的空白和漏洞。尽管目前我国PE的主流组织形式为公司制,但在可以预见的未来,有限合伙制将成为我国私募股权投资基金的主要组织形式,宜培育起多种组织形式并存的PE市场。

3. 拓宽直接融资渠道,合理引导企业闲散资金进入,鼓励资金投向战略性新兴产业。从发达国家PE发展情况看,养老金、大型企业基金是美国股权投资基金的主要来源,银行

资金则是日本股权投资资金的主要提供者,这三大资金来源对PE的快速发展起到了巨大的推动作用。

而我国目前虽然已准许社保基金和保险基金进入PE行业,但对其限制条件过多;最大的资金持有机构——商业银行目前还不能涉足PE;政府引导银行贷款多投向于基础设施建设和城市改造,对实业投资力度不大;国内企业积累的大量资金集中于房地产或证券市场,闲散资金得不到合理高效利用,中小企业融资难题仍缺乏有效的解决办法。因此,我国应该适当放宽对保险基金的限制,逐步允许商业银行参与PE,合理引导企业和社会闲置资金流入PE,促进私募股权基金更多地投向实业和中小企业。与美国和英国PE相比,我国对于高新技术企业的扶持和投资力度明显不够,所以应鼓励和提倡向战略性新兴产业大力投资,通过结构调整和产业重组升级,从而优化产业结构。

4. 构建多层次资本市场,发展多样化的退出方式,推进场外交易市场创新。我国目前PE市场退出通道尚不顺畅,以致投资者信心不足。加之存在上市门槛高、股份转让受限、并购程序复杂、中介服务体系运作效率低、境外资本市场进入难等问题,使得私募股权资本难以变现退出。与美英日发达国家PE多种退出形式并存的情况相比,我国在退出形式方面太过单一,过于依赖IPO方式。数据显示,2011年我国PE的150笔退出案例中,通过IPO方式的就有135笔,占据了90%的份额。虽然目前我国已推出了创业板和新三板(场外交易市场),但是结合欧美等国的经验,我国需要致力于构建多层次、立体化的资本市场,包括建立柜台交易市场和全国性的产权交易市场。促进创业板快速发展,为高成长的中小企业提供投资退出渠道;同时,通过完善产权交易市场为无法在创业板上市的中小企业提供投资退出渠道。

【注】本文系国家自然科学基金项目(项目编号:71302124)和中央高校基本科研业务费专项(项目编号:2021RC1013)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 赵忠义.私募股权投资基金监管研究.北京:中国金融出版社,2011
2. 曹和平,倪正东.中国私募股权市场发展报告(2011).北京:社会科学文献出版社,2012
3. 孔杰.国际PE基金监管的实践与中国的选择.国际经济评论,2008;11
4. 庞跃华,曾令华.私募股权基金组织形式的比较及中国选择.财经理论与实践(双月刊),2011;3
5. 王中,卞英丹.商业银行视角下的私募股权融资研究.金融论坛,2008;10
6. 李昌.促进金融创新治理流动性过剩——对我国私募股权投资监管的思考.宏观经济管理,2011;4
7. 张杰.基于后危机视角的我国私募股权基金发展方略研究.经济问题探索,2011;5