

# 厘清中国式PE误区 适度发展并购投资基金

深圳市创业投资同业公会常务副会长兼秘书长 王守仁

《证券投资基金法》经过两年多反复修改,于今年1月份提出《证券投资基金法(修订草案)》,并向业内广泛征求意见。据悉,《证券投资基金法》修法已经正式列入今年人大常委会立法计划。令人不解的是,该法名为《证券投资基金法》,而实际内容却成为一部既包括证券投资基金,也包括非证券股权投资基金的混合物。它有悖国际惯例,更不符合中国实际。

## 一、把“股权”与股票债券等证券及其衍生品混为一谈

何为“股权”?顾名思义,即股东权益。其科学内涵是投资人对某企业法人出资入股,拥有法定的权力、责任和利益等,即拥有企业财产所有权、经营决策权、监督管理权、收益分配权及财产处置权,并对企业债务承担相应的责任。其法律形式有两种:一类是非证券化的实物形态股权,即在工商行政管理部门依照《公司法》和《工商行政管理条例》有关规定注册登记的凭证,投资者所拥有的股权,表现为其投资额在被投资企业全部净资产中所占份额及比例。

第二类是依法发行的股票及其衍生品(如可转换优先股,可转换债、认股权证等),其法律依据是《公司法》和《证券法》。我国证券市场经过20年持续稳健快速发展,什么是股票等证券,如何发行、交易及监管,已成为国人的常识。依法发行和交易的有价证券股票和工商注册登记的股权凭证,是两类性质完全不同的投资品。

由于发行方式不同,股票等有价证券可分为公募发行证券和私募发行证券。所谓公募发行就是通过公开媒介等方式,向社会公众发行认购,其发行对象不确定;所谓私募发行就是根据法律法规的相关规定,向具有投资资格的特定对象发行,即采用私下发行募集的方式。

至于股票等有价证券的交易,由于其发行分为公募和私募,因而根据多层次资本市场的相关规定,又区分在不同资本市场上采取不同方式挂牌交易。比如美国便分为纽交所、纳斯达克和OTCBB等。在我国多层次资本市场体系中,凡是在上海证券交易所主板、深圳证券交易所中小企业板和创业板挂牌交易的股票,统称为上市股票,而在中关村股份代办转让系统(即OTC)挂牌交易的则不属于上市股票,尽管这种股票是私募发行,但允许在OTC公开交易。

由上可知,无论在法理上还是我国的实际情况都充分说明,所谓股权的科学内涵,包括广义和狭义两种,一种是广义,指笼统的股东权益,它是经济学意义上的学术概念。另一种是狭义,在我国行政管理部注册登记的凭证,这种凭证是非标准化的实物股权形态。因此,它不是证券投资基金的投资对象和投资工具。将股权和证券混为一谈,并且以此为依据加以立法,就会使基金法成为一盘大杂烩。

## 二、股权投资基金(PE)在欧美专指杠杆金融并购投资基金

### 1、何为“基金”

基金是金融学理论的一个学术概念,指的是依据相关法律法规,并按照设定的经济或社会目标和一定的运行规则而招募的一种资金集合体。而这种集合体必须依照相关法律法规规定的企业组织形式设立和运作,如公司型、合伙型和信托型等(《基金法草案》把信托型称作契约型是不妥的)。基金按其设立的功能分为两类:一类是投资类盈利性基金,包括证券及其衍生品投资基金、货币基金、创投基金、并购基金和对冲基金等。另一类是非盈利性社会公益基金,如各类捐赠基金、社会慈善基金等。此外,基金按投资主体又可分为政府设立的基金和民间投资机构设立的基金。

近年来,国人对“基金”这一概念存在诸多认识误区,集中表现为把“基金”这一资金集合体当作法定组织形式的投资主体。某些地方政府自行立法,允许按“基金”二字注册设立,有违国家颁布的《公司法》、《合伙企业法》,按照这些法律,基金必须是依法在工商行政管理部门注册登记为法定的企业组织形式。此外,有些机构和个人打着“基金”的旗号,行非法集资之实,甚至从事某些诈骗活动。

### 2、美国对杠杆金融并购投资基金进行监管

在美国20世纪70年代末80年代初的第四次并购浪潮中,以KKR为代表的杠杆并购投资基金开始崭露头角。随后因垃圾债券蓬勃兴起,杠杆并购投资基金得以成为并购浪潮中的新生力量,到20世纪80年代末90年代初,由于垃圾债券破灭及一些企业纷纷破产倒闭,从而导致杠杆并购投资基金名声扫地,并进入萧条期。20世纪90年代中期,由于美国经济持续增长,杠杆并购投资基金又再次兴起,改头换面,不再称自己为LBO并购或MBO并购,而改称为私募股权投资基金。

与此同时,在欧洲,一方面并购需求市场庞大,另一方面由于并购基金易于带来企业裁员、减税和研发投入减少等负面效应,而引起政府当局的担忧和势力强大的工会的抵制,于是,他们学习美国也将杠杆并购投资基金改称为私募股权投资基金。据英国学者盖伊·弗雷泽·桑普森《资产的博弈》一书所讲,在英国和欧洲创业投资联合会的会员中,绝大多数是杠杆并购投资企业,而不是创投企业。香港的类似行业组织就称为“创业/私募股权投资协会”。

美国并购投资基金高峰期在2004年~2007年,他们利用克林顿政府1999年废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》并通过《金融服务现代化法案》后放宽金融管制,加上银行利率很低,其杠杆率常常高达十倍甚至数十倍,并以被并购企业的资产抵押和将来收益担保发行债券(即CLO和CDO)募集并购资金,一方面使被并购企业背上沉重的债务负担,另一方

《证券投资基金法》的立法范围,应限定在从事各类证券及其衍生品投资的基金。建议将《证券投资基金法》(修订草案)第十章“非公开募集基金的特别规定”中有关股权投资基金的相关条款予以删除,修改为“非公开募集证券投资基金的特别规定”。

另外,要积极发展专业化并购投资基金,借鉴欧美国家杠杆并购基金的经验和教训,大力发展各类债券市场,在风险可控和有效监管前提下,有步骤地开展适度的并购投资活动。

面通过投资银行设计和包装债券,由评级机构评级后销售出去。除此之外,像KKR、黑石、凯雷、TPG及弗斯特曼—利特尔等杠杆并购大鳄,除从事并购投资外,还提供银行融资、经营对冲基金和投资银行服务等,被称为“金融超市”。尽管他们在推动美国产业重组和升级等方面起到了重要作用,但在美国次贷金融危机中,却又不光彩地充当了推波助澜的角色。有鉴于此,奥巴马政府在颁布的《德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》中制定相关条款,除对对冲基金加以监管之外,也对专业从事杠杆并购活动的股权投资基金进行必要的监管,强制要求其去杠杆化,但对于创业投资基金和家族类投资基金等非杠杆化的投资基金则予以豁免。

### 3、变味的中国式股权投资基金

让我们考察一下中国式股权投资基金提法的由来。20世纪90年代末,国家发改委和国务院法制办共同草拟了《产业投资基金管理暂行办法》(送审稿),但在上报高层时被否决。据悉理由是,投资产业的资本是产业资本,而投资基金的资本是金融资本,不应将二者相混淆,也不应以产业投资基金的名义向社会募集资金。因为产业投资无非是投资实业项目,而一些大型项目投资周期长,国家可运用财政资金和发行国债进行投资。进入本世纪后,国家有关部委以加快产业升级为名,再次祭出产业投资基金这一法宝,以行政审批方式,先后批准设立了数十家产业投资基金。于是,全国从省到市甚至到县掀起了一股申报设立产业投资基金的风潮,但由于其投资功能定位不明确和管理运作机制背离市场法则,因而导致诸多产业投资基金经营状况不佳。

欧美的名为私募股权投资基金而实为并购投资基金,传到中国却变了味。某些权威人士和专家居然人为地将股权投资基金(PE)定义为专注投资成熟后期即IPO之前的非上市企业,而把创业投资(VC)定义为专注投资初创期或成长早期的非上市企业。这种划分的客观依据何在?

众所周知,创业企业的创业活动是一个长期成长的过程,在上市前,均要经过若干成长阶段,如创业期(早期)、成长期和扩张期等,尤其是我国的中小创业企业在改革开放中发展起来,他们往往在进入扩张期之后虽然有了一定规模的销售收入和利润,但却遭遇诸多发展瓶颈,成长的不确定性很大,尤其是由于存在管理、财务、市场、政策等风险而难以渡过扩张期的“死亡之谷”,急需创业投资和创业板市场予以资金支持并帮助其规范运作。中国的创业企业别谈上市前,就

是上市后也不能说完全进入成熟期,我们决不能用传统产业的生命周期论去套用中小创新创业企业,更不能拿全球500强企业的生命周期来套用我国刚刚兴起的中小创新创业企业。

关于中国式股权投资基金的一些变味理念,实际是鼓励国有资本及社会民间资金一窝风去抢投PRE-IPO项目。但是,某些人士却又要大家警惕“VCPE化,PE泡沫化”,并极力反对PE突击入股。

近两年多来的实践表明,由于中国式股权投资基金乱象丛生,给创新创业企业的新型投融资市场造成极大的混乱,突出表现在某些大专院校高价举办PE培训班,有意无意地制造诸多认识理念上的误区;本来PE即股权投资基金专注从事杠杆金融并购,但有些人却打着PE旗号从事融资传销,私下借贷,抢购上市公司定向增发股份(PIPE),进行虚假并购、哄抬项目、哄抬价格等;还有的借助有限合伙法的相关条款,虚报注册股权投资基金,套取国有金融机构及民间资金,或抽逃管理资本从事非创业业务,有的甚至和境外某些机构勾结,通过地下渠道引进境外热钱,从事某些隐蔽的非法投资活动。这些问题已经到了引起监管高层高度重视的地步,有关部门应尽快采取措施加以制止,对违法者要严加惩处。

上述现象同时也恰好反映了我国创投行业亟待抓紧建设全国统一的运行规则和监管体系,以便更有效地引导社会闲散资金转化为专业化的创投基金和并购投资基金。

### 4、借鉴欧美经验教训,从中国实际出发,大力发展创业投资基金,积极发展并购投资基金

现阶段,我国经济已进入社会经济的战略转型期,党中央和国务院已发出战略攻坚总动员,并重点实施两大战略攻坚:

一是大批中小创新创业企业要快速成长并且做优做精做强,使战略性新兴产业尽快成为我国的支柱产业。然而,由于这些企业在成长过程中存在诸多不确定性因素,生命周期很短,抗风险能力较弱,亟需创业投资及创业板市场这种新型投融资业大力支持。同时,也亟需通过成长并购来完善产业链,不断增强核心竞争力;

二是我国还面临着国有企业改制和技术升级,以及大批民营企业由粗放型向集约型转变,由低附加值、高投入、高耗能和高污染向高附加值和绿色经济转变。但因许多民营企业家族或类家族色彩浓厚,管理比较落后,内部治理僵化,更加迫切需要通过收购兼并来加速

其资产的有效整合和效率的提高。

美国有一本书叫《并购成长》,讲的就是微软和英特尔如何通过并购而成为跨国经营的新兴科技企业集团。形象地说,创投基金投资中小企业目的是让“丑鸡变凤凰”,而并购投资基金通过对企业展开并购重组的目的是让“触板变航母”。只有将两者并行发展,才能推动产业有效重组整合,使企业做优做强,才能迅速批量创造类似华为、中兴、联想、百度、腾讯等大型现代企业集团。

由于我国在今后相当长一段时期仍将处于“新兴+转轨”时期,产业重组整合和优化升级的紧迫性,同样需要积极发展类似美国KKR等优秀的金融并购投资基金。

我国潜在的并购投资市场非常巨大,包括低效率的国有企业、仍处于产业链低端的大量民营企业等要加快向产业链前端和后端延伸,亟需展开三类并购:同类企业的横向并购、上下游企业的纵向并购及对外国企业的跨国战略并购。然而,美国并购活动的经验教训证明,只要在严格监管和规范运作的前提下,积极发展专业化金融并购投资基金,必将极大地推进我国经济发展方式的转变。目前大量的外国并购投资基金正在以各种方式并购我国的许多产业。他们利用发达的金融工具和成熟的管理技巧,对我国的农业、生物医药、装备制造、IT、新材料、新能源和消费等行业展开并购,并且这一趋势正愈演愈烈。有关部门应采取强有力措施,防范重要产业落入别人的怀抱,危害国家的经济安全。

很高兴地看到,我国已出现创投基金和并购投资基金并行发展的良好态势。国家已出台相关政策鼓励发展并购业务,允许银行为企业并购提供资金。证监会已制定相关办法,鼓励上市公司之间开展并购和上市公司并购非上市公司等。在这些方面,苏州已做出了样板,几年前就与国家开发银行共同成立20多亿元的创投引导基金,并成功投资一大批中小创新创业企业;最近又共同成立了600亿元的引导基金,其中大部分资金用于引导发展并购投资业务,少部分资金用于引导创业投资业务。

虽然我国发展并购投资基金已势在必行,但要使并购投资基金业真正兴起并发挥其应有的作用,首先要大力发展各类债券市场,拓宽并购投资基金的融资渠道。美国因金融危机而监管并购基金去杠杆化是完全必要的,而我国在借鉴美国教训的同时,应理性地反向思维,加快金融创新步伐,积极而谨慎地试点并购投资适度杠杆化;其次是要加快制定并购投资基金相关法规及实施细则,强化监管机制,引导其规范运作。世界经济发展史证明,一个国家的产业进入新的转型周期后,要有序而快速地完成实现全面的战略转型,绝对离不开新型金融业的强力推动。

### 三、对《证券投资基金法》的几点修改建议

《证券投资基金法》的立法范围,应限定在从事各类证券及其衍生品投资的基金,并规范其运作行为。根据国际通行规则及我国证券投资基金运作实践,在法理上明确证券投资基金应属广

义的信托投资类型,是一种专注于从事各类证券及其衍生品产品投资的信托基金,基金出资人与管理人之间的治理关系是信托—代理关系。

在日本、韩国及台湾地区,证券投资基金均称为证券信托投资基金,并予以单独立法和监管;香港、新加坡和澳大利亚由于与英国的渊源,至今仍沿用英国法律体系,将证券投资基金称为证券信托单位,并加以立法和监管,而英国恰好是信托法的鼻祖。上述国家和地区从未将专注于从事非上市企业股权投资的创业投资基金与证券信托投资基金合并立法,而对其单独立法和监管。

因此,现对《证券投资基金法》(修订草案)及相关问题,提出以下建议:

1、鉴于以上阐述,首先建议将《证券投资基金法》(修订草案)第十章“非公开募集基金的特别规定”中有关股权投资基金的相关条款予以删除,而修改为“非公开募集证券投资基金的特别规定”。

我国创业投资基金已经有国家十部委颁发的《创业投资企业管理暂行办法》和商务部等五部委颁布的《外商投资创业投资企业管理规定》等规章,并有人大正式修订和颁布实施的《企业所得税法》关于创业投资配套税收立法等。全国人大应以此为基础,通过总结我国创业投资十年实践所创造的经验,将现行的创业投资规章上升到法律层面,进行单独立法,增强其权威性,以进一步完善我国创业投资的法律体系和市场秩序,全力推进国家自主创新战略的实施和战略性新兴产业的加快发展。

2、由于我国金融业还不发达,金融产品和工具单一,尤其是金融创新不足,管制甚严,债券市场发展严重滞后,因此,我国上市企业之间的收购兼并仍仍处于主要是用现金和少量股权置换的低水平上,而非上市企业也只能通过银行借贷和民间借贷进行并购融资。企业通过现金和少量股权置换进行收购兼并,其规模、速度和效率必然大受限制。为此,要积极推动发展专业化并购投资基金,应主要依托大型证券公司直投部门进行试点。同时,还要借鉴欧美国家杠杆并购基金的经验和教训,大力发展各类债券市场,在风险可控和有效监管的前提下,有步骤地开展适度的并购投资活动。为此,全国人大要抓紧进行立法,对发展并购投资基金业予以更多支持和规范。

此外,建议全国人大、国务院有关部门专家及相关研究机构和投资机构,组成调研组分赴欧美,对并购投资基金进行全面深入地考察和调研,包括并购投资基金产生和发展的历史演变及其社会经济背景、基金募集及杠杆融资方式和结构、基金运作及管理模式、被并购企业成功和失败案例、基金通过被并购企业资产抵押和将来收益所发行债券的操作模式,以及奥巴马政府通过立法对基金实行监管等,以便透彻地了解美国所谓私募股权投资基金的真实面貌、主要特征及对社会经济的正负效用,以便在全面借鉴的基础上,紧密结合我国实际,积极而慎重地分步推进我国金融并购投资基金健康发展。

## (上接A10版)

6)加强对中介机构监管,充分发挥中介机构对上市公司治理的外部约束作用。一是加强保荐机构和保荐业务监管。修订《中小企业板保荐工作指引》,进一步明确持续督导方面的权利和义务;建立保荐业务代表制度,加强与保荐机构业务联络和协调;建立保荐业务专区,保荐机构办理发行上市和持续督导业务全面实现电子化。二是加强审计评估机构的监管。全面梳理中介机构执业情况,并与证监局联动,加强会计监管,督促7家上市公司更换存在严重质量问题的年报审计机构。三是探索建立中介机构黑名单。针对会计师事务所、保荐机构、财务顾问等中介机构的不当表现和诚信问题,探索建立相关中介机构黑名单。

3、加强会员监管,深入推进投资者适当性管理

1)持续做好创业板市场投资者适当性管理工作,推动会员建立长效工作机制。制定并发布《会员持续开展创业板市场投资者适当性管理业务

指引》,对加强会员客户交易服务、深化投资者教育与风险揭示以及完善客户交易行为管理等作出明确规定,推动会员建立和完善适当性管理的长效机制。

2)全力做好融资融券业务试点监管工作,确保业务试点顺利启动、平稳运行。一是根据市场发展情况适时完善融资融券各项业务制度,确保业务试点顺利启动。二是建立健全融资融券业务制度与操作流程,严格规范各部门业务操作、防范业务风险。三是积极加强所内外融资融券业务培训和指导。四是认真做好日常业务的统计与报告工作,定期全面总结试点情况,为下一步扩大试点、试点转常规打好基础。

3)继续加强会员日常监管工作,密切关注会员风险状况。一是针对市场情况,本所从事行业整体财务、各项业务发展等多方面着手,详细分析会员财务状况、业务收入等情况。二是继续做好会员月报和年报的分析工作,持续关注会员业务方面的进展、动

态以及会员总体财务经营状况。三是继续推进会员巡检工作,组织所内相关部门对齐鲁证券、方正证券相关工作实施了专项检查。四是优化完善ETF交易权限设定等业务流程,提高监管效率。五是组织会员技术系统故障应急演练,并完成2010年度会员技术故障报告应急演练,提高会员技术系统故障反应能力。

### 三、新形势下自律监管面临的新挑战和应对措施

2011年是“十二五规划”开局之年,中央经济工作会议提出要健全多层次资本市场体系,提高直接融资比重,多层次资本市场建设面临进一步发展的重大战略机遇。然而,在新形势下,资本市场发展面临的内外部环境也更趋错综复杂,主要表现在以下四个方面:一是市场结构层次多元化,系统性风险隐现;二是多层次资本市场需要差异化监管制度安排;三是内幕交易成为当前市场监管主要矛盾,打击证券违法违规行为仍然任重道远;四是多层次资本市场加速发展,迫切要求投资者保护水平进一步提升。以上这些,对本所自律监管

工作提出了诸多挑战。

为因应上述挑战,本所将从以下五个方面着手,来完善制度,创新机制,进一步提高自律监管工作质量。

(一)统筹兼顾做好业务规则建设的“加法”和“减法”工作,建立健全与多层次资本市场建设相适应的业务规则体系,进一步夯实自律监管制度基础

以业务规则体系的规范化和科学化为本,以体现多层次市场差异化监管需要为导向,积极做好各个层次市场业务规则的规划和制定工作。不仅要适应新形势下多层次市场差异化监管的需要,适时制定出台适应中小板、创业板特殊需求的规则、指引,做好“加法”工作;同时也要方便市场主体对于业务规则的理解和遵守,强化自律监管规则体系的简化、整合和归位,做好“减法”工作,以建立健全与多层次资本市场建设相适应的业务规则体系,进一步夯实自律监管制度基础。

(二)坚定不移推进多层次资本市场机制制度创新,在发展实践中通过创新思维和措施解决发展中遇到的诸

多问题

一是要加大创业板基础性制度建设,推动尽快推出创业板直接退市实施办法,探索健全退市责任追究机制。二是适应高成长中小企业对人才、资金、技术、市场的迫切需求,对业绩优秀、诚信规范的中小板上市公司给予小额再融资、股权激励、并购重组简易程序绿色通道,支持中小板上市公司利用资本市场平台快速成长。三是要深入研究并购重组在类型、方式、主导力量及具体交易行为中的现实突出问题,开拓思路,创新手段,继续探索推动主板上市公司规范治理、做优做强。

(三)继续强化日常监管工作,积极推进依法监管、依法治市

一是不断完善适应板块层次特征和企业发展的需要的一线监管制度,落实“分道制”监管思路,提高高风险公司监管效果。二是要树立“大市场、大监管、大执法”观念,加强与中国证监会稽查局、处罚委等的沟通交流,充分发挥“三位一体”体制优势。三是要持续深化创业板投资者适当性管

理工作,完善会员客户管理长效机制。四是要不断创新监管方式和手段,有效防范和精确打击内幕交易,提高监管有效性。

(四)创新自律监管执法机制,加大对证券违法违规行为打击力度

适时创新纪律处分机制,改进纪律处分委员会成员结构,进一步完善纪律处分标准和工作程序,加大对新型证券违法违规行为的打击力度。同时,创新限制交易执法机制,逐步强化限制交易执法手段的透明度,探索将限制交易执法手段运用于规制涉嫌内幕交易和操纵市场行为的可行性和实现路径,打击和遏制违规交易行为。

(五)丰富投资者教育渠道和方式,提升投资者保护水平

继续围绕多层次资本市场的平稳运行和制度创新,丰富投资者教育渠道和方式。继续坚持以投资者为导向开展资本市场建设,根据投资者的结构和行为特点,围绕投资者的服务和保护,开展基础设施建设、规则制度设计和业务产品创新,将投资者教育、服务和保护工作提高到一个新的水平。