

金融危机下私募股权投资基金的发展

林松池

(温州职业技术学院 浙江温州 325035)

【摘要】 私募股权投资基金在我国处于起步阶段,法律、法规的健全、资本市场发展的程度和管理水平等方面与发达国家的相比还有很大差距。我国应加快法制建设进程,促进私募股权基金的可持续发展;完善退出机制,加速构建多层次的资本市场;培育高素质的基金管理团队,提升团队管理水平;发展社会服务机构,助推私募股权投融资市场发展。

【关键词】 私募股权投资基金 退出机制 金融危机

一、私募股权投资基金在我国的发展现状

私募股权投资基金(PE),是指通过非公开宣传的方式向有专门投资经验、不需要政府特别保护的特定投资者募集货币资金,以基金方式运作,对具有融资意向企业的非公开交易的权益资本进行投资并参与企业管理,在交易实施过程中附带了将来的退出机制,即通过上市、并购或者管理层回购等方式出售持股获利的集合投资制度。

1. 筹资方面。2008年,针对亚洲市场(包括中国内地)的私募股权投资基金募资额较2007年呈持续增长态势。本年度共有51家可投资于中国内地的亚洲私募股权投资基金完成资金募集,募资总金额达611.54亿美元,新募基金数量较上年度减少了13家,但募资额比2007年的高出71.9%,保持持续增长的态势。其中,新募基金平均募资额由上年度的5.56亿美元上升到2008年度的11.99亿美元,同比增长115.6%,如图1所示:

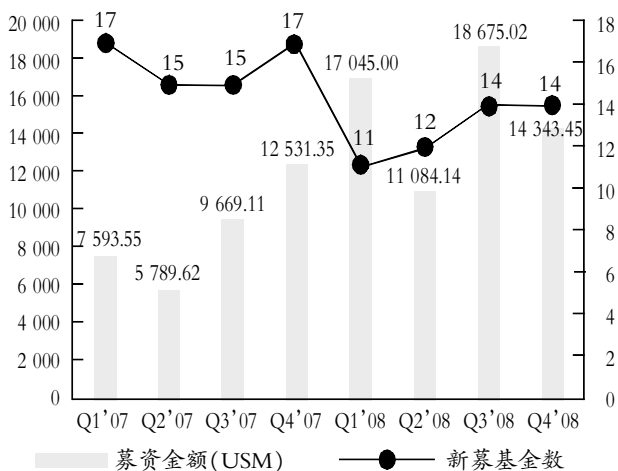


图1 2007、2008年亚洲(含中国大陆)私募股权投资基金募资情况

2. 投资方面。受全球金融危机的影响,中国私募股权投资市场出现调整迹象。2008年中国内地共有155个私募股权投资案例,比去年的减少了22例,合计投资额达96.06亿美元,与2007年全年128.18亿美元的投资总额相比,下降达

25.1%,如图2所示:

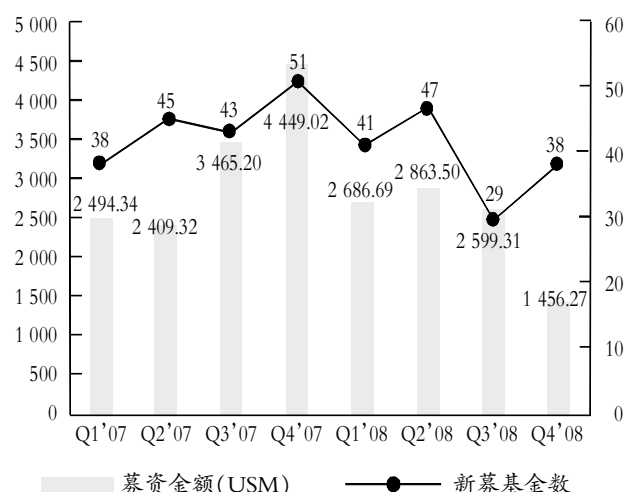


图2 2007、2008年私募股权投资总量对比

3. 退出方面。2008年国内外股市持续低迷,全年私募股权投资基金退出交易大幅减少,退出案例总数为24笔,较上年度的减少了70笔,下降幅度达74.5%。2008年私募股权投资基金的退出方式主要有IPO、上市后减持和并购退出。其中以IPO方式退出的案例数为19笔,占2008年退出案例总数的79.2%,但与2007年79笔IPO退出案例相比锐减60笔。从退出企业的行业分布情况来看,2008年24笔私募股权投资基金退出案例中,有19笔属于传统行业,占退出案例总数的79.2%。此外,服务业和清洁技术行业分别有3笔和2笔退出案例。

二、我国发展私募股权投资基金面临的问题

1. 法律、法规有待健全。目前,我国私募股权投资基金的发展缺少相关的法律、政策法规及配套制度的支持。《公司法》、《证券法》、《合伙企业法》等法律在制定时缺乏对私募股权投资基金的考虑,难以满足私募股权投资基金的发展。根据《公司法》的规定,除法律另有规定外,公司不得成为对所投资企业的债务承担连带责任的出资人,而由于我国没有个人破

产法,基金经理个人承担无限连带责任的压力又过大,给《合伙企业法》的实施带来障碍。国内企业面对私募股权投资基金中可转换优先股、可转换债券、反摊薄条款、肯定性条款、优先股购股权和共同卖股权、业绩奖惩条例(对赌条例)、强制原有股东卖出股份的权利等事项的时候明显准备不足。这表明我国企业对私募股权投资基金了解不足,也凸显我国在私募股权投资基金立法方面的不足。

2. 管理水平有待提高。私募股权投资基金对专业化要求很高,属于高风险、高收益行业,基金的运营管理十分重要。但是,我国目前还缺乏具有国际水准的专业管理机构,缺乏优秀的基金管理团队,同时外部监管不足,基金经理人道德风险较大,容易产生内幕交易、利润转移等违法行为。同时,我国多数私募股权投资基金具有政府背景,这些基金很容易将行政关系带入企业运营管理体系。由于政府风险投资资源同时具有扶持性和稀缺性的特点,容易在投资过程中产生寻租行为,对于项目投资的可行性、盈利性以及资金的退出事宜缺乏考虑,弱化了市场规则的作用。

3. 退出机制有待完善。投资私募股权投资基金的目的是获取高额收益,而退出机制是关系私募股权投资基金产业能否顺利发展的重要问题。这就要求健全退出机制,让投资者能够顺利地把资金撤出。我国私募股权投资基金退出的机制主要有IPO、在技术产权交易市场上出售、买壳上市、收购与兼并、管理层回购和破产清算等几种方式。其中IPO是最理想的退出方式,也是私募股权投资基金在投资后获得的回报额最高的一种退出方式。而目前多层次的资本市场体系尚未建立,除了沪深两大交易所之外,没有真正的创业板和柜台市场,主板市场门槛较高,且上市成本高,退出渠道狭窄,产权市场交易不活跃,加大了资金退出的难度,减弱了基金的流动性。现有资本市场无法满足私募股权投资基金顺畅进入的需求,出口又不发达,不少本土私募股权投资基金对本土企业的投资不得不通过境外渠道进行,这将制约国内私募股权投资基金的发展。

4. 融资企业股权估值有待准确量化。私募股权投资我国市场时较难通过财务报表、企业发展的市场前景等投资估值方法确定融资企业股权的价值或确定的价值较难获得双方或外界的认同。在我国私募股权投资基金市场上,对于试图通过私募方式进行股权融资的国有企业而言,主要的障碍是担心国有资产流失。民营企业虽然不存在这个问题,但我国市场透明度不高,财务信息的披露不够规范。因此,对民营企业进行价值评估也很困难。一般来说,投资者对企业的估值是建立在对企业以往业绩的评判和未来业绩的预期上,但是无论采用哪种估值方法,未来收益、无形资产等都是难以准确量化的因素。在市场缺乏作价尺度的情形下,所谓公平的价格,最终只是买卖双方的心理均衡。在我国私募股权投资基金发展的初级阶段,由于市场成熟度不高,价值评估成为私募股权投资基金发展的一大障碍。

三、发展我国私募股权投资基金的政策建议

1. 加快法制建设进程,促进私募股权投资基金的可持续

发展。我国现有法律框架为私募股权投资基金的存在提供了初步的法律依据和规范,但这些具体法律条款的解释和补充则有待完善。政府应进一步为私募资本市场提供健全的法律环境,保护投融资双方的利益。在法律和政策层面,明确基金管理公司、投资者等各方主体的进入门槛,扫清制约私募股权投资基金健康发展的法律障碍。应指定主管部门,明确各部门责任,确立监管原则;尽快出台相关法律、法规的实施细则,让私募股权投资基金的发展有法可依,并在实践中不断总结经验;出台优惠政策,吸引社会资金进入私募资本市场,鼓励本土私募股权投资基金的发展。

2. 培育高素质的基金管理团队,提升团队管理水平。私募股权投资基金行业完全以人为本,最大的资产就是那些目光敏锐、反应灵敏、严于律己并拥有大量成功经验的投资人。面对对中国市场无限的机遇和庞大的市场需求,我们需要更多的私募股权投资基金职业经理人。要推动我国私募股权投资基金的顺利、迅速发展,必须鼓励更多的企业家和金融界人才加入私募股权投资基金行业,促使该行业职业经理人市场的形成。

应加大力度培养本土管理人才,建设一批具有国际水准的优秀专业基金管理团队,逐步形成职业基金管理人市场。注重私募股权投资基金的内部管理,学习、借鉴境外管理机构的运作模式和操作规程,建立有效的激励和约束机制,确保专业投资人士在获取较大收益的同时,承担相应的责任,以全面提高我国私募股权投资基金的管理水平。建立行业自律组织,提倡诚信和依法经营,特别是对基金管理人的主体资格要严格限制,最大限度地保护投资者的利益。

3. 完善退出机制,加速构建多层次的资本市场。私募股权投资基金要健康发展,必须有畅通的退出渠道。因此,我国应尽快创造条件健全由主板、中小板、柜台交易市场和产权交易市场等构建的多层次资本市场,使各类产权都能够找到交易成本低、流动性强的流通市场。

(1)完善主板市场。在主板市场直接上市转让股权是最容易得到溢价的退出途径,也是私募股权投资基金最为推崇的变现渠道。但由于我国证券市场发育程度较低,市场容纳能力有限,对于大多数被收购企业而言,选择主板市场上市有很大难度。而且主板市场上市门槛高,对上市企业的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求较高,且上市企业多为大型成熟企业,具有较大的资本规模以及稳定的赢利能力。在其他退出渠道尚未健全的情况下,主板市场上市门槛的过高要求已经明显限制了我国私募股权投资基金在主板市场的套现退出。政府应积极完善证券市场、促进经济发展,适时调整政策法规,在一定程度上增加被收购企业在主板市场上市的机会。

(2)建立健全中小板市场。中小板市场是私募股权资本退出的主要途径。欧美国家都有各自的中小板市场支持私募股权资本的退出,我国对中小板市场应该放宽上市条件,对高新技术企业上市适当放宽对连续盈利年限、连续经营记录以及公司股本的要求;放宽再融资条件,少数急需资金实施高新技

金融危机下企业并购之纳税筹划

胡茜茜(博士) 朱永祥(博士)

(西南大学经济管理学院 重庆 400715)

【摘要】面对金融危机,我国企业通过并购实现产业结构的调整是不可避免的。本文主要探讨了金融危机下我国企业在并购中如何充分考虑税收因素,缩减并购成本,实现产业升级的问题。

【关键词】金融危机 税收因素 风险

源于华尔街的金融危机使美国的金融业遭受重创,但是美国金融业却以此为契机,通过大规模的金融企业之间的并购,实现金融行业的调整。在这些并购中我们发现并购相关各方表现得极为理性,充分考虑税收因素,积极地选择符合税法实质要求的并购方式进行纳税筹划,为整个产业的整合节约了大量的税收成本。本文拟结合我国的情况对金融危机下企业并购的纳税筹划作一探讨。

一、税制机理

首先分析一下联邦税制体系关于企业合并的相关纳税处理。针对企业合并、改组等涉及企业形式重大改变的相关事

术项目的上市公司在配股时,净资产收益率、配股间隔期以及配股比例等要求都可以适当放宽。

(3)发展柜台交易市场。不同规模和不同发展阶段的企业有不同的融资要求,单靠证券交易所的场内市场很难满足多元化的需求,必须尽快推出柜台交易市场。建立和完善一个运转良好的柜台交易市场,为私募股权投资基金提供良好的、多元化的退出渠道,能够保证私募股权投资基金获得相应的回报,并有助于优质的成长性中小企业的发展。我国应该开放场外交易市场,在充分考虑主板以及未来创业板市场发展需要的同时,在上柜交易的资格、条件、交易规则、结算和监管等方面进行严格规范,使场外交易市场成为证券市场的必要补充和私募股权投资基金的主要退出渠道。

(4)完善产权交易市场。私募股权投资基金退出的实质是产权在投资者之间的转移,其是否顺利有赖于产权关系是否明确,也有赖于产权市场是否健全。近年来,我国的产权交易市场快速发展,已成为资本市场的重要组成部分,在防止国有资产流失和产业结构调整等方面起到了不可替代的作用。我国资本市场还比较单一,目前证券市场只能对上市公司的股权流通提供服务,而大量非上市企业的并购重组是在产权市场完成的。但对于未能上市交易的被收购企业而言,虽然可以通过产权交易市场进行转让,但在实践中,私募股权投资基金通过产权交易退出仍存在许多问题。完善产权交易市场,放宽产权交易的政策限制,充分发挥市场机制的作用,使其成为私

项,该税制体系严格区分了应税重组和免税重组。对于免税重组,可从以下两个方面进行严格的规范:

1. 以法律的形式界定免税重组的基本结构。主要有四种形式:①合并,一个公司收购另一个公司的实质性全部资产或者至少大部分有表决权资产;②资产转让,一个公司将其全部或者部分资产转让给另一个公司,但是转让结束以后转让者仍然控制着该公司;③资本重组;④公司形式的改变。

2. 以法律的形式界定免税重组的方式。主要包括:①换股合并;②低价收购资产;③债务重组的豁免等。

联邦税制体系对企业并购之所以允许采用特殊的处理方

募股权投资基金退出的重要渠道。

4. 发展社会服务机构,助推私募股权投资融资市场的发展。在我国,与私募股权投资相关的中介服务机构还不成熟、不成体系,绝大部分的相关工作是由基金管理公司独立完成的。在私募股权投资实践中,只有多样化的社会服务机构的参与,私募股权投资活动才能顺利进行。这些服务机构包括律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所、管理咨询公司、项目评估公司、信用评级公司、商业银行、证券公司,以及一些为监管私募股权投资活动而专门设立的特殊中介机构,如标准认证机构、知识产权估值机构、项目市场潜力调查机构、专业性融资担保机构、督导员机构、私募股权投资基金行业协会等。另外国内私募股权投资基金虽然获得了一定的发展,但是目前还没有私募股权投资基金行业协会,私募股权投资公司的行业规范、管理也就无从谈起。

主要参考文献

1. 吴晓灵. 发展私募股权基金需要研究的几个问题. 中国金融, 2007; 11
2. 李建伟. 私募股权投资基金的发展路径与有限合伙制度. 证券市场导报, 2007; 8
3. 周慧兰. 私募股权投资基金的制度困境. 21世纪经济报道, 2008-10-13
4. Delia Marciukaityte, Anita K. Pennathur. Equity with Warrants in Private Placements. The Financial Review, 2007; 42