

# 有限合伙型:私募证券投资基金“阳光化”的首选

徐明亮

(浙江工商职业技术学院 宁波 315012)

**【摘要】** 本文首先分析了我国私募证券投资基金的发展现状及存在的问题,然后剖析了有限合伙型私募证券投资基金的制度优势,最后在借鉴美国私募基金模式并结合我国实际情况的基础上,就如何规范有限合伙型私募证券投资基金的发展提出了政策建议。

**【关键词】** 有限合伙型 私募证券投资基金 制度优势 政策建议

私募证券投资基金是相对于公募证券投资基金而言的一种基金类型,是通过非公开募集方式,集中人数有限的特定投资者的资金投资于证券市场的股票、债券、权证等的一种组合投资工具。私募证券投资基金的“阳光化”,是给予私募证券投资基金合法地位,规范其运作方式,并对其进行有效监管,使其成为我国资本市场的主要力量。近年来,我国私募证券投资基金在快速发展的同时,也存在着许多问题。鉴于此,笔者拟对其进行深入探讨。

## 一、我国私募证券投资基金的发展现状

1. 券商集合资产管理计划。券商集合资产管理计划是由券商委托理财业务演进而来。这类私募基金由证券公司依据证监会相关条例设立,接受证监会审批和监管。证券公司充当基金管理人,选取一家银行作为其托管人,募集到一定数额的资金就开始运作,每个月开放一次,向基金持有人公布一次基金净值,办理一次基金赎回。集合资产运作的各个环节都参照公募基金,目前已演变为证券公司管理的“公募基金”。

2. 信托公司集合资金信托计划。信托公司集合资金信托计划的出现始于2004年,是目前私募基金“阳光化”的主要选择。这类私募基金由信托公司依据《信托公司集合资金信托计划管理办法》设立,接受银监会审批和监管。与券商集合资产管理计划不同的是,信托公司不负责基金投资管理,而是指定其他机构负责基金运营,基金资产由银行托管,基金管理人收取固定管理费和一定比例的业绩表现费。

3. 民间协议型私募基金。该类基金是市场中出现最早的、尚未得到法律认可的私募基金,由于处于“地下状态”,数据难以统计,但规模很大。由民间理财机构(如投资咨询公司、投资顾问公司和投资管理公司)充当基金管理人,以委托理财方式为投资者提供投资服务。采用这种操作方式时,双方当事人先签订委托理财协议,约定投资方向和投资收益分成等事宜。如果委托人数少,单户委托资金规模较大时,通常以委托人的名义开户,投资管理人在委托人账户上进行证券投资操作,委托人负责交易监督;如果委托人数众多,单户委托资金规模较小时,投资管理人开立委托理财账户,集合多个委托

人的资金,提供集合理财服务,委托人按委托资金占比分享投资收益。

4. 公司型私募基金。一些集团公司、上市公司等大型企业,依据《公司法》成立投资公司,授权专业人士管理公司自有资金,同时管理集团成员企业自有资金,提供集合理财服务。公司型私募基金有完整的公司架构,设立简便,运作合规合法,投资策略比较灵活,但面临的管理成本和税负较高。

## 二、我国私募证券投资基金发展中存在的主要问题

券商集合资产管理计划在运作的各个环节都参照公募基金,已失去私募基金的特点,出现了明显的公募基金化趋势。由此,本文主要分析信托公司集合资金信托计划、民间协议型私募基金、公司型私募基金在发展中面临的瓶颈问题。

### 1. 信托公司集合资金信托计划发展中面临的瓶颈问题。

①发行门槛高。银监会审批前,不仅审查信托公司的发行资格和发行条件,而且审查基金管理人的资格(基金管理人的任职资格、从业年限和历史业绩等),符合标准的才准予发行。②数量有限。目前,集合信托产品累计发行规模为2千亿元,而公募基金发行规模已超过3万亿元。与公募基金相比,规模偏小,竞争力有限,在资本市场中缺乏话语权。③费用偏高。集合信托产品涉及信托公司、托管银行、基金管理人等单位,收费标准高,收费项目多。④基金管理人的道德风险。基金管理人除了获得固定管理费之外,还可按业绩提成,但不承担投资损失,这样就可能诱使基金管理人滥用职权,为追求更多的个人利益而使投资者的资产面临更大的风险。

### 2. 民间协议型私募基金发展中面临的瓶颈问题。①民间

私募基金在我国尚没有明确的法律地位,这种委托理财协议完全靠民间的个人信誉维系,投资者和基金管理人的权益都缺乏有力的法律保障。②集合账户管理风险大。众多投资者的资金集合后转移到基金管理人的委托理财账户,资金安全缺乏保障。③单户管理面临公平交易风险。一个基金经理同时管理多个账户,很难保证交易过程中各个账户的公平性。

### 3. 公司型私募基金发展中面临的瓶颈问题。①双重税

赋。尽管公司型私募基金具有很多制度优势,但公司的自然人

股东面临 25%的企业所得税和高达 45%的个人所得税的双重征税,这就制约了公司型私募基金的发展。②管理成本较高。公司运行和管理自有资金,需设置机构、配备人员,在公司经营中会发生人力成本、管理费用、培训费用等各种开支。

### 三、可供借鉴的美国私募基金模式

1929 年美国大萧条爆发以前,连续几年的牛市行情诱使广大投资者纷纷入市。由于缺乏投资知识和技巧,很多中小投资者委托基金管理人进行操作,于是私募基金如雨后春笋般成长起来。

自 1990 年以来,随着金融全球化趋势的加快和各种投资工具的创新,美国私募基金获得较快的发展,基金的数量和规模以年均 20%的速度增长。美国私募基金在宏观和微观等方面采取的风险控制措施,成为世界各国效仿的对象。

美国先锋对冲基金研究公司等机构将美国私募基金划分为两大类:一类是宏观基金,主要是研究世界各国的宏观经济情况,当发现一国的宏观经济变量偏离均衡值时,便集中资金对其股市进行大笔的反向套利操作。另一类是相对价值基金,相对价值基金只对密切相关的证券的相对价格进行投资,使用高杠杆操作,以追求收益最大化。

美国私募基金主要采用有限合伙型的组织形式。有限合伙型私募基金涉及两类合伙人:一类是一般合伙人,即基金管理人(投入占基金总额 1%~2%的资金),其负责基金投资管理,承担基金投资风险的无限责任。另一类是有限合伙人,是基金的主要投资者,但不参与基金的运行管理,只起监督作用,承担以投资额为限的法律责任。

美国私募基金的投资者通常被要求为“合格的投资者”或称为“有资格的买家”。美国于 1940 年实施的《投资公司法》的新增条款将“有资格的买家”界定为:①任何一个拥有不少于 500 万美元投资的自然人;②一个拥有不少于 500 万美元投资的家族企业;③某些信托机构;④其他(如机构投资者)拥有不少于 2 500 万美元投资、具有自由支配权的组织。美国私募基金投资者人数限制在 100 人以内,但基金管理人员购买证券不受此限。

美国关于私募基金的相关法令主要包含在 1933 年颁布的《证券法》、1934 年颁布的《证券交易法》、1940 年颁布的《投资公司法》和《投资顾问法》内,同时私募基金还受各个州《蓝天法》的监管。

相对于公募基金,私募基金的法律监管较宽松,美国政府主要采用间接监管的方式:①对私募基金发行方法的限制。投资者一般通过四种方式参与投资:依据上流社会的“可靠信息”;认识某个基金经理;通过其他基金转入;由投资银行、证券中介公司或投资咨询公司特别介绍。②依据《商品交易法》进行注册。在美国,金融期权交易受《商品交易法》的约束,因此私募基金也必须遵守关于货物的约束,办理《商品交易法》规定的注册手续。③投资管理人登记制度。投资管理人应当按照《投资顾问法》的规定向美国证券交易委员会办理投资顾问登记。如果在 12 个月内投资管理人的客户不足 15 名,则投资管理人可以免于登记。

### 四、有限合伙型私募证券投资基金的制度优势

1. 具有高效的激励机制。有限合伙型私募证券投资基金可以根据基金管理人的投资经营效益,在合伙协议中约定灵活的分配方式和激励措施。高比例的投资回报,对基金管理人而言是一种高效的激励机制,有利于调动基金管理人的积极性。而公司型私募基金的股东是按出资比例分享投资收益的。

2. 有效降低了道德风险。在有限合伙型私募证券投资基金中,基金管理人唯一的无限责任者。这样,不仅基金的投资收益会影响到基金管理人的利益,而且当基金管理人投资失误造成一定损失时,也会用基金管理人投入的资金弥补损失。这就使基金管理人的风险和收益完全对称,能够在一定程度上降低基金管理人的道德风险,从而有效保护投资者的产权。而在民间协议型或公司型私募基金中,则缺乏有效的约束机制:既没要求基金管理人以自有资金投入基金,也没要求其投资损失负责,风险和收益极度不对称。

3. 具有税收规避优势。我国新《合伙企业法》第 6 条规定,有限合伙型私募证券投资基金在企业层面并不具有纳税义务,合伙基金的全部收入分配给每一个合伙人,由合伙人分别缴纳所得税。即有限合伙型私募证券投资基金只需在合伙人层面一次纳税,税负较低。而公司型私募基金的投资者面临双重税赋,公司对经营所得缴纳企业所得税,自然人股东对红利所得缴纳个人所得税,税负较高。

4. 利润分配无限制。新《合伙企业法》第 18 条、33 条和 69 条规定,合伙人利润分配额度由合伙协议约定,无需强制提取公积金、公益金。因此,有限合伙型私募证券投资基金的实现利润可以进行百分之百的分配,投资者可获得全部收益,回报率较高。而公司型私募基金必须根据《公司法》的规定,在税后利润分配时提取 10%的法定公积金和 5%~10%的公益金。

5. 经营机制灵活。有限合伙型私募证券投资基金管理人与投资者签订的《合伙人协议》中,一般没有短期的利润指标,也不明确限制资金投向和投资组合,这样基金管理人就具有一定的操作空间,能够灵活地进行投资操作,获取长期的高额利润。而集合资金信托计划,必须借道信托公司发行集合信托产品,信托公司对基金投资限制过多,基金投资指令也由信托公司下达,基金管理人丧失操作自由度和灵活性,投资效率大大降低。

### 五、政策建议

1. 确认有限合伙型私募证券投资基金开户资格。我国《证券法》第 166 条规定:“投资者委托证券公司进行证券交易,应当申请开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户。投资者申请开立账户,必须持有证明中国公民身份或者中国法人资格的合法证件。国家另有规定的除外。”该规定表明,只有中华人民共和国的公民和法人才允许开立证券账户。由于合伙制企业不具有法人地位,根据我国《证券法》的开户规定,除非国家另有规定,否则以有限合伙企业形式设立的私募基金无法开立证券账户。因此,国家应在《证券法》第 166 条中增加补充规定,给予有限合伙型私募证券投资基金开户资格。

# 我国A股市场IPO定价影响因素的实证分析

刘春玲

(郑州航空工业管理学院 郑州 450015)

**【摘要】** 本文以实行询价制后沪深两市首次公开发行的A股为研究对象,选取2005年1月到2007年8月的144家发行新股的公司作为样本,搜集了公司上市前披露的信息、大盘运行状况以及行业特征等资料,建立指标体系,运用因子分析、逐步回归等方法构建了IPO定价的多因素模型,并据此判断IPO定价的影响因素。研究表明,财务状况、经营成果、新股发行数量、行业特征等因素对IPO定价有较为重要的影响。

**【关键词】** IPO定价 因子分析 逐步回归

## 一、IPO定价问题概述

IPO(首次公开发行)定价问题一直是国内外学者关心的问题。近年来,国内学者结合我国股票市场特点对IPO定价影响因素进行了深入的研究。

郭国雄等(2003)选择了流通股本、行业、区域、中签率、净资产收益率和市盈率6个指标作为影响新股发行价格的主要因素,对2000年到2002年发行的129只股票进行了回归分析,并计算出各因素对IPO定价影响所占的权重。

段进东、陈海明(2004)认为,确定发行价格时不仅要考虑新股的内在价值,还要考虑市场环境。他们选取了1996年1月1日到2003年6月30日在沪市发行的所有新股(A股)作为样本进行实证研究。他们发现,我国新股发行价格基本反映了新股发行量、发行前市场景气度、归属行业、盈利因子及规模因子等因素或信息,新股发行定价具有一定的信息效率。

陶冶、马健(2006)选取沪市A股市场2001年4月17日至2005年5月31日发行的230只新股为样本,设计了19个

2. 建立合格投资人制度。由于我国法律制度不够完善,投资者自我保护意识相对较弱,应借鉴美国私募基金模式建立合格投资人制度,严格限制有限合伙型私募基金投资者的资格和数量,以防止私募基金风险的外部化。有限合伙型私募基金证券投资基金的投资者应满足如下要求:①具备一定经济实力和风险承受能力;②掌握相关投资信息和必要的专业知识;③资金必须是合法、合规的,金额不少于200万元。根据新《合伙企业法》的规定,投资人数量应限制在50人以内。

3. 建立有限合伙型私募证券投资基金管理人资格制度。私募基金管理人的素质和品质决定着基金投资的业绩。美国对私募基金管理人并无严格的资格限制。我国目前尚未建立起完善的社会信用体系,在有限合伙型私募证券投资基金发展初期,可能会面临操作风险、系统性风险和基金管理人的道德风险。为有效控制基金投资风险,我国应建立有限合伙型私募证券投资基金管理人资格制度。监管机构重点审查基金管理人的投资经验、专业资格、学历和经济能力等,对审查合格的基金管理人准予注册。

4. 严格规范私募基金销售方式。从美国的实践来看,有限合伙型私募证券投资基金的管理人不允许借助广告传来发售基金,而是通过特定销售渠道向特定投资者发售基金,并与每一位潜在投资者签订《合伙人协议》,吸纳投资者的资金,然后成立有限合伙型私募证券投资基金。我国迫切需要非公开募集方式允许和禁止的销售渠道和销售方式加以明确,

对《证券法》规定的“公开劝诱”和“变相公开方式”进行细化,统一标准。

5. 建立信息披露制度。与公募基金不同的是,有限合伙型私募证券投资基金信息披露对象只限于投资者和监管部门。有限合伙型私募证券投资基金的组织结构是一种典型的委托代理机制:投资者将资金交给私募基金管理人负责经营,只对资金的使用做出一般性约定,通常并不干预基金管理人的具体运营。为加强基金管理人和投资者之间的交流与合作,应建立“长期互动”机制,如基金管理人每月向投资者披露基金净值信息,每半年召开一次投资者会议,向投资者披露基金投资策略、投资组合、投资收益和财务状况等信息,倾听投资者的意见和建议。另外,基金管理人应向监管部门定期和不定期地披露信息,如规定每季度披露一次与投资组合、证券交易和投资收益等有关的信息;当投资者增减或者基金份额转让致使有限合伙型私募证券投资基金发生变更时,应及时披露相关的信息。

## 主要参考文献

1. 徐新阳. 论我国发展信托型私募证券投资基金的现实障碍与对策. 浙江金融, 2008; 7
2. 李安方. 美国私募基金的发展及运作机制研究. 经济管理文摘, 2002; 8
3. 吴士君, 程大中. 试析私募基金的“收益保底”承诺. 证券市场导报, 2001; 12