

论我国私募股权投资基金现状与前景

王园园

摘要: 近年来,我国已成为亚洲最为活跃的私募股权投资市场之一。本文对什么是私募基金,私募股权投资基金和私募证券投资基金又有何区别进行了论述。通过分析指出为了“构建多层次金融市场体系”,完善我国的资本市场,我国需要私募股权投资基金。并针对如何完善我国私募股权市场提出了几点建议。

关键词: 私募基金 私募股权投资基金 私募股权投资信托 流动性过剩

伴随着我国经济持续快速的发展,经济体制改革的深入进行,股权分置改革的成功,全流通时代的来临,以及人民币升值预期的不断高涨,目前我国已成为亚洲最为活跃的私募股权投资市场之一。资本投向正循着上市、并购、私募的轨迹发展,私募作为新的资本力量正在成为主流融资渠道之一。在中国今天这个充满着机遇和挑战的市场里,很多中小企业渴望通过私募获得成长、壮大,很多业内人士对中国私募基金业的发展也充满期待。私募基金作为一个新事物,其未来充满着诸多的不确定,但也正是这些不确定,更增添了它的神秘气质和非凡的吸引力。

一、何谓私募基金

所谓私募基金(Private Fund),是指通过非公开方式,面向少数特定对象的机构投资者募集而设立的基金。私募基金的主要特点是销售和赎回都是通过基金管理人或投资者私下协商来进行的。同时,我们应该区别对待私募证券投资基金和私募股权投资基金,这两个基金在资本市场上所起的作用是不同的。私募证券投资基金,主要投资于已上市的证券,这一类基金里包括对冲基金,因投资于上市的证券而对活跃证券二级市场

发挥着比较大的用。私募股权投资基金(Private Equity Fund)是主要投资于未上市的企业股权,它将伴随企业成长阶段和发展过程培育公开上市的企业资源。因为它是对未上市的股权进行投资,因而它对企业早期、成长期和扩展期都发挥着比较大的作用。

私募股权投资基金根据其投资方式和操作风格的不同,通常将私募股权基金分为三种类型:一种是风险投资基金(Venture Capital Fund),专门投资于创业期的企业;一种是成长型基金(Growth Oriented Fund),专门投资于成长阶段未上市企业的股权;一种是收购基金(Buy in/out Fund),专门投资于成熟企业的上市或未上市股权;其中,成长型基金又被称为狭义私募股权基金。在欧美发达国家,私募股权投资基金是新兴企业、陷入财务困境的企业以及寻求并购资金支持的重要上市公司的重要资金来源。

二、中国需要私募股权投资基金

私募股权投资基金在我国尚属新生事物,而在发达国家,私募股权投资基金是资本市场的重要组成部分。据不完全统计,在我国,私募股权投资基金占GDP的比例在0.5%左右,在欧美发达国家,私募股权投资基金每年投资额已

占到GDP的4%至5%,成为仅次于银行贷款和IPO的重要融资手段。由此可见,发展我国私募股权投资基金,正是“构建多层次金融市场体系”的题中应有之义。没有私募股权的资本市场是不完善的资本市场。

(一) 私募股权投资基金的发展有助于促进我国产业结构的大调整

美国新经济的发展历程充分表明:没有以私募股权市场快速发展为主要内容的金融创新活动,就没有美国新经济的出现。发达国家的重化工业在发展的最顶峰时期占工业产值的比重为65%,而目前我国的重化工业比重已达70%,明显的出现了超重的特征。如今,我国的金融体制改革与创新在传统金融领域和支持稳定增长的传统产业方面取得了显著的成绩。但相比之下,在支持产业创新方面则相对缓慢。急需发展的现代服务业、高新技术产业、各类消费品制造业和消费服务业大都以中小企业和民营企业为主。但现有的金融体系却没有为他们提供相应的融资渠道,使他们的成长、壮大受到限制。

我国的重化工业以大中型国有企业为主,现有金融渠道主要向大中型国有企业敞开,再加上重化工业具有自循环

进入新一轮项目投资。股份没有国家股、法人股、公众股的划分,然而,主要股东有最低持股量及出售股份的限制。

(四) 从市场风险波动的特征来看,创业板市场是一种高风险和高收益市场

创业板市场的上市公司规模小、业务处于初创时期,企业属于新兴行业,缺乏盈利业绩,面临着技术风险、市场风险、经营风险以及内幕交易和操纵市场风险,上市公司破产倒闭的概率比主板市场要高。

(五) 从市场投资者结构来看,创业板市场的投资主体是由专业的个人投资者与机构投资者组成

由于投资高风险的特性,创业板市场主要是针对寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构和个人投资者。

四、创业板的影响和作用

创业板市场的设计与运作是一个国家资本市场或证券市场组织结构与功能是否完善的重要标志;是将传统的场外证券交易纳入规范化管理和改善资本市场深度与广度的创新过程;有利于从体制上克服信贷融资的局限性和拓展风险投资的市场准入与退出途径;有利于优化市场参与主体的结构,改善证券交易价格的发现机制和适应证券市场制度与技术新发展的需要;有利于在改善市场的流动性和证券市场一体化基础上融入国际证券市场网络市场新格局;能够改善中小企业与高新企业融资的环境,能够在深化国有企业改革的基础上扩大社会再就业和实现国家经济的稳步增长。

参考文献:

- 【1】王园园 中国创业板市场研究 北京 社会科学文献出版社 2002
- 【2】林毅夫 苏剑 论创业板市场在我国的发展前景中国软科学 2000(11) 16-20
- 【3】林毅夫 新世纪我国金融市场的发展模式 中国改革 2001(3) 12-15
- 【4】林毅夫 李永军 再论创业板市场在我国的发展前景改革 2002(2) 94-104
- 【5】谢百三 中国二板市场应无限期推迟——从海外二板市场的教训看中国开设二板的艰难性 复旦学报(社会科学版) Fudan Journal Social Sciences Edition 2003(01)
- 【6】吴艳鹏 创业板市场 北京 中国民航出版社 1999
- 【7】汪玲 创业板市场:全球模式比较及对我国的启示 国际经济合作 International Economic Cooperation 2003(06)

(作者单位:四川大学经济学院)

或自我加强的性质,使得我们的金融体系明显向这个产业倾斜。而私募股权基金真正的优势就在于它是真正市场化的。基金管理者完全以企业成长潜力和效率作为投资选择原则。投资者用自己的资金作为选票,将社会稀缺生产资源使用权投给社会最需要发展的产业,投给这个行业中最高效率的企业,只要产品有市场、发展有潜力,不管这个企业是小企业还是民营企业。这样整个社会的稀缺生产资源的配置效率可以大幅度提高。产业创新是经济系统中最有活力、最有生命力的因素,正是这些承受了高风险的创新活动推动了经济系统的可持续发展。而这也正是私募股权基金大有作为的领域。因此发展私募股权投资基金有助于促进我国产业结构的调整。

(二) 私募股权投资基金的发展有助于促进我国中小企业的发展

长期以来,我国的中小企业一直受着“融资难”的困扰。在间接融资方面,由于各种制度性安排,中小企业获得银行贷款的难度远甚于国有企业;就直接融资而言,无论是发债还是上市,各种资源也都是有利于大企业而不是中小企业。而正如上文所指出的,私募股权投资基金是真正的市场化,以企业成长潜力和效率作为投资选择原则。在这种情况下,私募股权基金如若能迅速壮大,对我国中小企业而言推动作用将不可估量。无论是蒙牛还是哈药,都是从成长型企业通过私募基金的加入在几年间发展成大型企业集团的。

私募股权投资基金对我国企业来说是很好的机会,与股市融资和银行贷款相比更适合我国的中小企业,私募股权投资基金以公司的核心竞争力、成长性为主要的考察点,一次融资的平均规模和对企业的资格限制相对较低。与银行贷款需考察企业资产规模等相比,私募股权投资基金的投资原则和偏好有本质不同。私募股权基金不仅具备增加资本金的好处,还可能给融资企业带来管理、技术、市场和其他需要的专业技能。私募股权基金背后具有大量的专业人才,对私募基金的投资人来说,他们是收益的保证,而对私募基金所投资的企业来说,他们可为企业在治理结构、业务方向、财务管理等方面提供智力支持。私募股权管理者管理咨询的有效性和增值性是被实践所证明的。

且私募股权投资基金一般情况下占有公司股份不超过30%,他们只需要在董事会占有一席,但是要求拥有一票否决权,这就意味着他们不想参与企业的日常经营,但是希望严格控制企业的发

展方向。从这个角度讲,私募股权投资对公司治理及管理渗透程度的影响要高于股市融资和银行贷款。

(三) 私募股权投资基金的发展有助于缓解我国流动性过剩

据中央银行公布的数据,截止到2008年1月,中国金融机构本外币各项存款余额为402,489.07亿元,各项贷款余额为286,705.45亿元,存贷差达到了创纪录的115,783.62亿元,比2007年同期增加了6551.13亿元,流动性泛滥已经成为中国当前经济生活中的突出问题。但我们应该看到,流动性过剩并不意味着没有好的投资项目或好的投资机会。现实的情况是:一方面是流动性过剩、资产泡沫;另一方面是大量的新建项目、在建项目、创业企业、中小企业和重组改制企业需要宝贵的资金投入。流动性过剩说到底还是金融结构出了问题,而大力发展私募股权投资市场对于建立和培育新型市场化的投融资主体、促进我国投融资体制的市场化改革有着十分重要的现实意义。

私募股权基金可以促进多层次资本市场的发展,拓宽投资渠道,疏导流动性进入抵补风险后收益更高的投资领域。私募股权基金的发展,首先有助于增加直接融资在整个金融结构中的比重,减少信贷扩张的压力,提高储蓄向投资转化的效率;其次可减缓股市房地产领域的泡沫生成压力,有利于防止证券市场、房地产市场泡沫化,进而有效防范金融风险;再次可培育更多更好的上市企业,供投资者公众选择,使投资者通过可持续投资高收益来分享中国经济的高成长,并且可以推动我们国内创业板和中小企业板市场的发展。

三、如何完善我国私募股权市场

近年来,国外的私募股权基金在中国频频出击,投资规模和数量增长迅速之快令人吃惊。跨国并购引发了中国经济安全问题的大讨论。在此背景下,人们有权质疑海外股权私募是否是另一种隐形的经济侵略?是否会对我国宏观和微观的两个层面的经济安全造成影响呢?我国上市制度苛严,大量尚未上市的成长企业,蕴藏着巨大的竞争力和产业价值,为海外私募基金大开国门,是否会出现大批优质企业和资产寻求海外上市筹资?更多未来上市公司的收益为国际投资者瓜分?私募基金与生俱来的套利本性是否会加剧企业纯财务性并购带来的战略短视行为?海外私募基金买走了优质企业的明天,是否将为跨国公司进入中国铺路?在我们积极引进海外私募基金的同时,大力发展本土私募股权投资

基金,似乎更是一条着眼于长远的战略之路。因此,有必要探索一条既符合国际惯例又适合中国国情的中国私募股权市场的发展模式。

(一) 私募股权投资信托是进一步完善中国私募股权市场的一条有效路径

私募股权市场的创新发展离不开一国既有的法律制度,考虑中国现有的信托制度及其发展的新趋势,为私募股权投资信托提供了法律保证。私募股权投资信托具有的特点有:管理专业化,运作成本低;资金具有高度的独立性和安全性,信托制度所特有的风险隔离特征可以充分保证专业的管理人(公司)对信托财产加以独立的运用,而避免公司制中可能出现的股东对公司的过多干预,提高代理效率;可以免于双重征税;投资人退出机制灵活;社会认可度日渐增强。此外,中国信托制度而产生的私募股权投资信托与发达国家私募股权市场的运作机制特征相吻合。私募股权投资信托具有独特的金融属性,是金融产品和融资工具,被纳入金融体系之中,有利于中国私募股权市场规范而快速发展。

(二) 加强市场监管,提高投资者风险防范意识

相对而言,私募股权市场是一个高风险的市场。私募基金的操作手段是利用金融衍生工具,在控制风险的同时,也加大了风险。且私募股权投资在我国尚属新生事物,因此对其的监管一直游离在法律监管之外,没有取得合法的法人地位,面临巨大的法律风险。私募基金信息披露要求低,高财务杠杆投资模式的特殊性,决定了它的高风险性和社会震荡性,从而使得我国的私募基金发展缓慢、步履艰难。因此,我国要尽快出台对私募基金管理的法案,维护其正常的市场秩序,加强市场监管,完善市场规则。同时,要强化对投资者的教育,提高风险意识,培育理性和成熟的投资者。只有这样,才能保证我国私募股权市场健康顺利地发展,从而可以很好地维护不成熟的私募基金投资者的利益,促使私募基金自身的完善和浮出水面,促进我国市场经济的发展。

(三) 完善私募股权投资基金的市场退出机制

私募股权投资基金多投资于高科技行业和风险性行业,而且这些企业大多处于创业阶段,不具备上市条件。同时,私募股权投资基金的目的不是控股,无论成功与否,退出是私募股权投资基金的必然选择。私募基金目前在中国发展得不是特别好,主要是因为在中国境内

我国货币政策区域效应差异的实证分析

刘 昕

摘要: 统一的货币政策与区域金融发展不平衡,导致了我国货币政策区域效应的差异。在借鉴国内外研究的基础上,本文运用向量自回归模型(VAR),从定性和定量两个角度分析了货币政策的区域效应。研究发现我国的货币政策在显著的区域差异,其中,东部地区对货币政策最为敏感,东北、中部、西部逐渐减弱。文章认为,在确保统一货币政策目标实现的基础上,建立充分反映地区差异的灵活的货币政策,有利于减少货币政策效应的区域差异。

关键词: 货币政策 区域差异 向量自回归

一、引言

货币政策的区域效应是指由于区域经济发展水平的差异,由中央银行实施统一的货币政策将导致各区域间在经济增长、就业以及物价水平等宏观经济指标上体现出不同的政策效果。

国外从20世纪50年代开始研究货币政策的区域效应。Scott(1955)通过图示比较了不同行政地区和不同组别银行的自由储备的时间变动,研究了货币政策的差异影响。70年代中期以后,国外学者把研究焦点放在国家货币政策的变化会给区域真实经济造成怎样的影响上。货币学派运用圣路易斯方程的简约式模型进行了研究,最具代表的文献就是Bearé(1976)的文章。而Carlino和DeFina(1998)、Delucio和Izquierdo(2002)、DiGiacintó(2003)等学者,运用了结构向量自回归模型来分析货币政策的区域差异。

随着经济的发展,区域发展不平衡问题已成为中国经济中的一个突出问题。孙天琦(2004)结合了我国区域经济发展的不平衡性提出了相应的政策建议。焦瑾璞等(2006)具体分析了我国货币政策传导机制的地区差异,并对我国主要货币政策工具的执行效果进行了分析。但是,这些分析都基于理论层面。从2006年上半年开始,许多学者研究的重点开始转向实证分析。例如,丁则(2006)选取1990~2003年的年度数据利用VAR模型和聚类分析法进行了研究。杨晓等(2007)选取了1978~2005年的数据,利用VAR模型分析了货币供应量M1对东西三大区域经济的不同影响。

二、VAR模型的适用性

1980年,希姆斯(Sims)提出了向量自回归模型即VAR模型,它的提出是在对原来的联立方程组模型缺陷改进的基础上进行的。在实际的运用中,联立方程组模型存在着许多不容易解决的问题,这影响了模型估计的准确性。由于利用联立方程组进行预测时,首先要对个别解释变量进行单独的预测,这有时候比建立联立方程组模型本身还要复杂,在实际的运用中遇

到越来越多的问题。向量自回归模型在很多方面改善了联立方程组模型所面临的问题。首先,对VAR模型中所有的变量不再区分是内生变量还是外生变量,可以全部作为内生变量来处理,这减少了由主观判断有误而增加模型的不确定性。其次,由于VAR模型中,方程的右边所有元素都为向量的滞后量,在使用所得出的模型表达式进行预测时,右边使用的变量值都是历史数据,而不要对某些变量进行事先的预测。

向量自回归模型(VAR)是基于数据的统计性质建立模型,VAR模型把系统的每一个内生变量作为系统中所有内生变量的滞后值的函数来构造模型,从而将单变量自回归模型推广到由多元时间序列变量组成的“向量”自回归模型。虽然该模型的建立并不是以严格的经济理论为依据,但近年来VAR模型受到越来越多的研究者重视,常用于预测相互联系的时间序列系统及分析随机扰动对变量系统的动态冲击,从而解释各种经济冲击对经济变量形成的影响。

VAR(P)模型的数学表达式是:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t$$

其中: y_t 是k维内生变量, x_t 是d维外生变量。 A_1, \dots, A_p 和B是要被估计的系数矩阵。 ε_t 是k维随机扰动向量,他们相互之间可以是同期相关,但不与自己的滞后值相关以及与等式右边的变量相关。

三、变量、数据的选取处理及检验

(一)数据的选取和处理

本文在数据的选取和处理上分以下几个步骤:(1)区域的确定。区域的划分按照中国国务院发展研究中心(2005)提出的标准将中国划分为东部、中部、西部、东北4大板块*。(2)样本数据的来源。本文采集的数据为1978年到2006年的年度数据,原始数据来源于《新中国55年统计资料汇编》、《中国金融年鉴》、《中国统计年鉴》、《高校财经数据库》以及国家统计局官方网站。(3)变量的选取。人均真实GDP是测度区域经济协调

市场退出有很大的局限。有很多的私募基金投资的企业都绕道去海外上市,为的就是解决这个问题。为此,我国应该建立多层次的场内市场,鼓励企业境内上市,我国国内的场内市场上市标准过于统一、也过于严格,应该分成不同层次的场内市场;同时应该建立合格投资人的场外市场,可以建立电子报价系统的场外市场,现在证监会也在改造深交所的股份代转让系统,但是并没有明确地把它界定为是一个合格的投资人的场外市场。另外还可以借鉴外商投资企业股权协议转让的外汇政策。既然我国的中资

企业可以到海外投资,那么外商投资的企业要把股权转让给中资企业,中资企业需要外汇的时候,我国应该也能向中资企业提供相应的便利。

作为金融创新与产业创新相结合的私募股权投资市场的发展对于发达国家经济结构调整和新经济的出现起到了重要的推动作用,与之相比,中国的私募股权投资市场发展相对滞后,存在诸多问题,不适应建立创新型国家发展战略的需要。因此逐步完善对于我国实体经济有推动作用的私募股权投资基金,能够使我国的资本市场更好地发展,使我国

的金融业更加健康!

参考文献:

- [1]夏斌 陈道富 中国私募基金报告 [M] 上海 上海远东出版社 2002
 - [2]吴晓灵 发展私募股权基金需要研究的几个问题 [J] 中国企业家 2007 5
 - [3]潘道义 何长领 私募基金理论·实物与投资 [M] 北京 机械工业出版社 2002
 - [4]李建华 张立文 私募股权投资信托与中国私募股权市场的发展 [J] 世界经济 2007 5
 - [5]田晓林 我国私募基金:威胁、出路与前景 [J] 经济研究参考 2006 13
- (作者单位:厦门大学经济学院05级金融系)