

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学 号: X2006120019

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

私募股权投资基金立法问题研究

The Legislative Study on Private Equity Investment Fund

刘 畅

指导教师姓名: 肖 伟 教授

专业名称: 法 律 硕 士

论文提交日期: 2010年4月

论文答辩时间: 2010年 月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010年4月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其他方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 内容摘要

私募股权投资基金在推动经济发展、拓宽融资渠道、鼓励企业创新和加速产业升级等方面起着十分重要的作用。我国私募股权投资基金行业发展很快，在经济生活中逐步占据重要地位。但在发展进程中出现了大量新情况和新问题，至今未有一部完整的私募股权投资基金法律对其加以调整和规范。

本文第一章从私募股权投资基金的概念辨析入手，讨论其法律组织形式及发展私募股权投资基金的重要意义。第二章重点比较分析我国台湾地区和美国私募股权投资基金法律制度，尤其突出了对我国台湾地区立法经验的参考和借鉴，提出对我国私募股权投资基金立法的启示。第三章进而详细阐述我国私募股权投资基金的立法现状，深入剖析立法中存在的主要问题，提出我国私募股权投资基金的立法建议。

本文的主要观点是我国应充分借鉴私募股权投资基金立法较为成熟的国家和地区经验，尽快形成一部完整的私募股权投资基金法律制度。立法要始终围绕保护投资者利益这一核心原则，以实现市场公开、效率、透明为首要目标，坚持政府适度监管，不断加强行业自律，全面促进和推动我国私募股权投资基金行业健康发展。

**关键词：**私募股权投资基金；立法问题研究

## ABSTRACT

Private Equity Fund in the promotion of economic development, broaden the financing channels and encourage enterprises to innovate and accelerate industrial upgrading and so plays an important role. Private Equity Investment Fund industry in China developed rapidly in the economic life gradually occupy an important position. However, in the development process emerged a large number of new situations and problems, has not been a complete Private Equity Investment Funds to adjust their laws and norms.

The first chapter from the Private Equity Investment Fund Concept paper discusses the legal form of organization and development of its private equity fund importance. The second chapter focuses on comparative analysis of the Taiwan Area and the United States legal system, Private Equity Investment Funds, in particular, highlighted the experience of China in Taiwan's legislative reference for proposed Private Equity Investment Fund in China Legislation. Chapter III then expounded China's Private Equity Investment Funds legislation status, in-depth analysis of the main problems in legislation proposed Private Equity Investment Fund in China's legislative proposals.

The main point is this country should take lessons from Private Equity Investment Funds legislation more mature experience of the countries and regions, as soon as possible a complete legal system of Private Equity Funds. Legislation should always focus on the core principle of protecting the interests of investors in order to achieve the open market, efficiency, transparency, led to goals, insisted that the government appropriate supervision, improve self-discipline to fully promote and promoting China's Private Equity Investment Fund sectors.

**Key Words:** Private Equity Investment Fund; Legislative Study

引 言 .....	1
第一章 私募股权投资基金概述 .....	2
第一节 私募股权投资基金的概念和法律特征 .....	2
第二节 私募股权投资基金的概念辨析 .....	3
第三节 私募股权投资基金的法律组织形式 .....	4
第四节 发展私募股权投资基金的重要意义 .....	9
第二章 我国台湾地区和美国私募股权投资基金法律制度比较研究 .....	11
第一节 我国台湾地区私募股权投资基金法律制度研究 .....	11
第二节 美国私募股权投资基金法律制度研究 .....	17
第三节 对我国私募股权投资基金立法的启示 .....	19
第三章 我国私募股权投资基金立法现状、存在问题和立法建议... 23	
第一节 我国私募股权投资基金的立法现状 .....	23
第二节 我国私募股权投资基金立法中存在的问题 .....	29
第三节 我国私募股权投资基金的立法建议 .....	31
结 语 .....	36
参考文献 .....	37

**CONTENTS**

<b>Preface .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 A Summary of Private Equity Investment Fund.....</b>	<b>2</b>
<b>Subchapter 1 The Concept and Features of Private Equity Investment Fund..</b>	<b>2</b>
<b>Subchapter 2 The differentiate and analyse of Private Equity Investment Fund</b> <b>.....</b>	<b>3</b>
<b>Subchapter 3 The Organizational Form of Private Equity Investment Fund ...</b>	<b>4</b>
<b>Subchapter4 The importance of the development of Private Equity Investment</b> <b>Fund .....</b>	<b>9</b>
<b>Chapter 2 The Legal System of the External Supervision of Private</b> <b>Equity Investment Fund.....</b>	<b>11</b>
<b>Subchapter 1 The Legal System of Chinese Taipei of Private Equity</b> <b>Investment Fund .....</b>	<b>11</b>
<b>Subchapter 2 The Legal System of America of Private Equity Investment Fund</b> <b>.....</b>	<b>17</b>
<b>Subchapter 3 The enlightenment of the legislation of China’s Legal System ..</b>	<b>19</b>
<b>Chapter 3 The proposal of China’s Legal System of Private Equity</b> <b>Investment Fund .....</b>	<b>23</b>
<b>Subchapter 1 Present Situation of Private Equity Investment Fund in China</b> <b>.....</b>	<b>23</b>
<b>Subchapter 2 Problems in the existing Legal Systems Concerning Supervision</b> <b>of Private Equity Investment Fund in China .....</b>	<b>29</b>
<b>Subchapter 3 A Proposition of Improvement on China’s Legal System of</b> <b>Private Equity Investment Fund .....</b>	<b>31</b>
<b>Conclusion.....</b>	<b>36</b>
<b>Bibliography.....</b>	<b>37</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## 引 言

2009年10月30日上午9点,首批28家创业板公司在深圳证券交易所挂牌上市。开市后,各公司股票大幅上涨,平均市盈率达到56.7倍。据清科研究中心提供的报告称,以发行价计算,在第一批登陆创业板的28家创业板公司背后,多家私募股权投资基金获得了14倍的平均投资回报倍数。其中德瑞投资所投资的特锐德电气,账面回报率达到了225.10倍,信中利投资公司投资的华谊兄弟,以及深创投与康沃投资一同投资的网宿科技,分别获得了21.27倍和22.91倍高额账面回报率。

通过分析28家创业板公司发起人股东背景,深创投、招商局科技等本土创投机构等成为创业板开板最主要的收获者。除此之外,外资背景、国资背景、合资背景的创投机构都分别闪现其中。如华谊兄弟的股东信中利投资公司、中元华电的股东中比基金均为合资背景;北京科投投资、浙江科投、重庆风投等则带有厚重的国资色彩;英特尔投资、兰馨亚洲等外资背景创投则通过及早布局,也分享了此次创业板的“盛宴”。至此,以往一贯神秘的私募股权投资基金正式登上中国资本市场的舞台。

中国私募股权投资基金市场发展速度很快,2009年度募资完成基金125支,募集完成基金数量同比上升6.8%;募集完成规模123.33亿美元,募集基金完成规模同比上升38.1%;平均单笔基金募资规模0.99亿美元,中资基金从数量和规模上都大大超过外资基金。目前,私募股权投资基金约占中国GDP份额0.5%,发展潜力仍很大,私募股权投资基金在我国经济生活中将占据十分重要的地位。遗憾的是,时至今日,我国仍然没有专门的法律法规赋予私募股权投资基金合法的地位。E·博登海默在《法理学、法哲学与法律方法》中提到,人们在从事某种行为时应能根据有关法律规定来预测自己行为的后果或对未来有某种安排。我国社会经济生活处于转型期,对于新生事物的出现,都是本着先发展后规范的原则。本文通过研究私募股权投资基金法律规范,旨在探索如何建立一种相对稳定的制度体系来规范私募股权投资基金,保护投资者利益,实现政府适度监管,保证市场的公平、效率和透明,增加人们对自己行为合理性的预期。

## 第一章 私募股权投资基金概述

### 第一节 私募股权投资基金的概念和法律特征

#### 一、私募股权投资基金的概念

私募股权投资基金 (Private Equity Investment Fund, PE), 是通过私募形式向特定的投资者募集资金, 并且对未上市企业直接提供资本支持, 以未上市企业为投资对象的投资基金。私募股权投资基金涵盖企业在首次公开发行前 (Pre-IPO) 各阶段的权益投资, 即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和在 IPO 前各个时期企业所进行的投资。

#### 二、私募股权投资基金的法律特征

##### (一) 投资对象特殊

私募股权投资基金专门投资非上市公司股权, 而且主要是以实业投资为主。尤其是高新技术企业, 有效率的基础产业, 如互联网、医药健康、IT、电信、传媒娱乐、能源、教育、城市公共设施建设, 促使产业升级, 实现高风险高收益。

##### (二) 投资期限长

私募股权投资基金一般在企业发育成长期时投入, 到企业相对成熟后才退出投资, 投资期限长, 通常为 3-7 年。

##### (三) 实行资金加服务的运作模式

私募股权投资基金在给企业提供资金支持的同时, 还要积极参与被投资企业的经营管理, 提供专业化的资本经营、增值管理服务, 是一种专家管理型的资本投资, 区别于单纯的投资。

##### (四) 募集的对象特殊

在募集对象方面, 私募股权投资基金不向普通社会公众提供理财服务, 仅限于少数特定资格的投资者, 如商业银行资金、保险资金、社保资金等, 其投资者人数限于一定范围之内, 一般从几十人至 100 人或者 200 人。私募股权基金对投资者风险承受能力要求较高。

##### (五) 募集方式非公开

各国一般要求私募股权投资基金以非公开的方式募集，即私募投资基金不得利用任何传播媒体进行广告宣传寻求投资者，只能通过私下方式征询特定投资者并向其中有投资意向的投资者发售，一旦采用任何公开方式进行发售即认定为违法行为。

#### （六）监管较为宽松

为鼓励私募股权投资基金发展，各国政府对私募股权投资基金一般采用较为宽松的监管态度。私募股权投资基金不进行公开的信息披露，只对特定投资者和监管部门披露信息，投资更具隐蔽性，运作更加灵活。

#### （七）流动性低

私募股权投资基金的投资对象是非上市公司股权，实现股权增值需要时间，不存在公开的股权交易市场，投资者只能通过协议转让股份，投资缺乏流动性。

#### （八）高回报和高风险并存

私募股权投资基金所投资的企业，不管是初创阶段的中小企业还是需要重组的大型企业，或是处于快速发展时期急需资金的企业，都蕴含着较大的风险和不确定性。伴随着高风险的是私募股权投资的高回报率。在我国，私募股权投资基金的投资项目年平均回报率高于 20%，甚至超过 30%。

## 第二节 私募股权投资基金的概念辨析

### 一、私募股权投资基金与私募证券投资基金的区别

私募股权投资基金与私募证券投资基金虽同属于私募基金范畴，但两者之间有着明显的区别。

首先，投资对象不同。私募股权投资基金投资于非上市企业股权，根据企业的需要提供管理方面的服务，是直接的投资方式。私募证券投资基金主要投资于各类上市流通证券，不向投资者提供管理方面服务，是间接的投资方式。<sup>①</sup>

其次，运行机制、投资期限和退出方式不同。私募股权投资基金向被投资企业提供管理和经营商服务，扶持其上市，在企业 IPO 后退出，以获得资本增值的变现，投资时间长。私募证券投资基金主要关注于证券市场行情，频繁变换投资

<sup>①</sup> 张蕾. 证券投资基金法律制度[M]. 北京: 学苑出版社, 2004. 63.

组织，随时在证券市场上出售所持有的证券，具有很强的投机色彩，主要从证券市场的波动中套利。

再次，两者优势不同，私募股权投资基金投资回报率高，私募证券投资基金流动性强。

两者之间本质的区别是，私募股权投资基金帮助企业成长，通过资产增值实现财富的创造，私募证券投资基金本身不创造财富，只是财富的转移。

## 二、私募股权投资基金与创业风险投资基金的联系

创业风险投资基金属于股权投资基金的一种，是指投资于风险高、新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业种子期和成长期的一种权益性投资，以高科技企业为主。这类企业具有高速增长潜力，但同时存在大量不确定因素，给基金带来的收益较高但风险也大，因此称为创业风险投资基金，也有人称作创业基金。

近年来，创业风险投资基金所投资企业发展阶段出现变迁，难以清晰界定。在欧洲和亚洲的法律规定中，私募股权投资基金等同于创业风险投资基金。

## 三、私募股权投资基金与产业投资基金的联系

产业投资基金通常是指投资于成熟企业、传统产业的未上市企业的基金。这是一个中国化的概念，是借鉴西方发达国家的创业投资基金发展起来的。我国产业投资基金的实践，最早是从设立境外产业投资基金开始的，从 20 世纪 80 年代中后期开始，在境外陆续设立了许多主要投资于中国概念或境内企业的股权投资基金。从投资领域上，也属于股权投资基金，从投资对象的阶段、规模和类型上，区别于创业风险基金。

从概念的辨析上，可以看出私募股权投资基金是一个概况更准确，更能与国际接轨的名词。重点研究私募股权投资基金，研究的工作才会更有方向和价值。

# 第三节 私募股权投资基金的法律组织形式

## 一、公司型私募股权投资基金

### （一）概念

公司型私募股权投资基金系借用公司的外壳来组织和运作基金而形成的私募股权基金。<sup>①</sup>即由所有投资人共同出资设立基金公司，投资人成为基金公司的股东，其对公司的出资成为公司的法人财产，即形成基金。公司型基金的设立主要在工商管理部门注册，并在证券监督管理机构备案。

公司型基金在组织形式上与一般的公司类似。基金公司虽有股东会、董事会等机构，但通常没有自己的雇员，通常将公司资产委托给专门的投资管理公司或投资顾问公司（基金经理人）。基金公司资产为投资者（股东）所有，由股东选举董事会，由董事会选聘基金管理公司，基金管理公司负责管理基金业务。

## （二）公司型私募股权投资基金制度优势分析

公司型私募股权投资基金比较稳定，投资人和基金经理人的权利、义务、较为均衡，可以从根本上避免治理结构上存在的缺陷，解决私募基金持有人的缺位问题。

### 1、有利于保护投资者利益

“有限责任”即以公司以其全部的资产为限对公司的债务承担责任，投资者以其出资额为限对公司的债券承担有限责任。“有限责任”的规定减少了投资者的投资风险，有效的保护了投资者的利益。

### 2、具有独立的法人地位与独立的财产权

公司型私募股权投资基金作为法人在法律上具有独立的法律地位。在开展业务活动时，既可以独立地行使经济权利，又能够独立地履行经济义务，承担经济责任，这为开展投资业务活动带来了极大的便利。同时公司型私募股权投资基金由于被赋予了独立的法人财产权，因此不会由于个别投资者的退出而受到影响。投资者对公司的出资，仅仅获得公司的最终所有权即股权，不能对公司的法人财产行使权利，而且只能通过转让股权的形式退出私募股权投资基金。

### 3、具有无限存续的制度基础

这从根本上克服了由于受到存续期的限制而缺乏稳定性的缺陷，因此，有利于长期稳定地开展投资活动。

## （三）公司型私募股权投资基金制度劣势分析

### 1、存在公司层次和股东层次双重征税的问题

<sup>①</sup> 李惠. 走进私募基金[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001. 45.

公司型私募股权投资基金是具有独立主体资格的法人组织，其设立及运作均由公司法来调整，在税法上是所得税的纳税主体。对公司型私募股权投资基金的收益要实行两次征税，即私募基金投资获得盈利时，公司要先缴纳法人所得税，然后股东还要为从基金获得的股利缴纳个人所得税。私募基金利润中很大一部分将以税收的形式被征收，使其承担的高风险与最终获得的收益明显有失均衡，加重了公司型私募股权投资基金的运营成本。

## 2、存在较高的管理成本

公司型私募股权投资基金作为主营业务为金融投资，并由专家负责专门经营的特殊性质公司，要遵守公司法关于公司设立、组织形式、存续、变更、终止的一般性规定。同时，根据公司法的规定，要实行财务和重大信息进行公告的社会监督机制，而且法律关系复杂，操作手续比较繁琐。因此，公司型私募股权投资基金通常存在着较高的管理成本。

## 二、信托型私募股权投资基金

### （一）概念

信托型私募股权投资基金是指依据信托契约，通过发行收益凭证而组建的私募股权投资基金。该基金的特征比较突出，基金本身只是一个信托财产，不具有法人资格，此时基金本身的人格完全被信托设计中的受托人即基金管理人和托管人所吸收，基金财产所产生的权利和义务都必须借助于基金管理人和托管人来进行和完成。这类基金一般由基金管理人、保管人及投资者三方当事人订立信托契约，并依据信托法及各方当事人的信托契约组成与运作。<sup>①</sup>

### （二）信托型私募股权投资基金制度优势分析

#### 1、运作低成本

信托实质上只是一种法律关系，有法律地位而却无实际主体，无须注册专门的有限合伙企业或者投资公司，从而免除大量独占性不动产、动产和人员的投入。其次，信托型私募股权投资基金通常都采用类似承包的方式支付给经营者和保管者一笔固定的年度管理费用，以此来控制公司的日常开销。如果经营者和保管者的年度管理费用超过了这笔固定的数额，投资者不负有另行支付的义务，因此，其交易及运营成本极为低廉。

<sup>①</sup> 陈向聪. 信托法律制度研究[M]. 北京：中国检察出版社，2007. 5-7.

## 2、决策效率高

在信托框架下，投资者作为受益人，把信托财产委托给管理公司管理之后，投资者对财产便丧失了支配权和发言权，信托财产由管理公司全权负责经营和运作，所以，信托型基金的决策权一般在管理人层面，决策效率较高。

## 3、免于双重课税

信托作为一种法律关系通常不被视为法律实体，而是被当做一种财产流动的管道，因此信托本身不构成应税实体，其所得课税均有受益人直接承担，因此采用信托型的私募股权投资基金可以避免公司型面临的双重征税问题，有效降低投资人的税收负担。此外，参照我国现行公募证券投资基金税收政策，在一定时期内信托型私募股权投资基金还有可能享受所得免税的优惠待遇。

## 4、灵活性

信托型私募股权投资基金的优势之一就是其灵活的组织形式，投资者与管理者之间信托契约的订立可以满足不同客户群的不同要求。

### （三）信托型私募股权投资基金制度劣势分析

#### 1、不利于代理人风险的控制

在信托型私募股权投资基金中，管理公司作为信托财产的管理人，并不像有限合伙型架构中作为普通合伙人的创业投资家那样对公司的债务承担无限连带责任，而只是在有过错（如违反相关法律及信托合同）时对信托财产的亏损和债务承担有限的责任（如罚款、降薪和撤职等），但是对于一般情况下信托财产的亏损与债务无须承担责任。其次，在信托框架下，投资者作为受益人，把信托财产委托给管理公司管理之后，由管理公司全权负责经营和运作，而投资者对信托财产的重大决策便丧失了支配权和发言权。

#### 2、不利于融资

公司型私募股权投资基金在发售证券方面有很多优势，可以迅速将股票销售完毕。同时公司型基金由于具有法人资格，因此可以向银行借款，有利于公司扩大资产规模，使公司发展有雄厚的资本做保证。信托型私募股权投资基金因为不具备法人资格，一般不能通过向银行借款来扩大基金规模。

## 三、有限合伙型股权私募基金

### （一）概念

有限合伙型私募股权投资基金是指至少一个普通合伙人和至少一个有限合伙人组成的私募股权投资基金，普通合伙人对有限合伙债务负担无限连带责任，有限合伙人仅以其出资额为限对有限合伙债务承担有限责任。

有限合伙型私募股权投资基金的普通合伙人通常是资深的基金管理人，负责合伙组织的投资，并在合伙的资本中占有很小的一个份额。而有限合伙人主要是投资者包括机构投资者，他们是基金的主要提供者。每个有限合伙基金都事先商定一个存续期，一般为 10 年，也可以根据条款提前终止或延长存续期，但延期最多不会超过 4 年。管理人（普通合伙人）将资本对外进行投资，随后，管理人逐步将投资变现，将收益以现金或证券的形式分配给有限合伙人。合伙的经理人在合伙的投资期将要结束的时候开始募集新的资金。因此，经理人每 3-5 年左右建立一个新的有限合伙基金，并同时管理着几家有限合伙基金，每家有限合伙基金在法律上完全独立。在这种有限合伙制度下，有限合伙人实际上放弃了对有限合伙基金的控制权，只保留一定的监督权，将有限合伙基金交给普通合伙人经营。普通合伙人的报酬结构以利润分成为主要形式。<sup>①</sup>

## （二）有限合伙型私募股权投资基金制度优势分析

有限合伙制产权关系明晰，治理结构合理，报酬制度科学，作为投资中介具有独特的合理性，对私募股权投资基金的发展起到了重要的作用。

### 1、可避免双重征税

主要体现在税收优惠上，政府对有限合伙私募股权投资基金的收益不征收所得税，仅当其分配收益时由合伙人缴纳一次性个人所得税。

### 2、具有完善的风险约束机制

首先，投资者作为有限合伙人，仅以其出资为限承担责任，与个人的其他财产无关，这使得投资者可以将其风险控制在可预期的范围内。

其次，普通合伙人作为私募基金资本的经营者和管理者，要对投资的亏损与债务承担无限连带责任，他们的个人财产处于高度的风险之中。这样，使普通合伙人的个人责任与整个合伙组织的成败捆绑在一起，从而把风险尽可能降低到最低程度。

### 3、实现共同利益最大化

<sup>①</sup> 范柏乃. 创业投资基金法律制度研究[M]. 北京: 机械工业出版社, 2005. 82-83.



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库