

学校编码: 10384

分类号____密级____

学 号: 12920061150549

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

私募股权投资基金监管法律制度研究

Research on the Legal Systems
Concerning Supervision of Private Equity

魏 炜

指导教师姓名: 李国安 教授

专 业 名 称: 国 际 法 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 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、缩印或者其它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

本文主要从监管的视角对私募股权投资基金加以分析。私募股权投资基金通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行权益类投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购、管理层收购等方式，出售持股获利。本文在对私募股权投资基金自身特征分析的基础上，对其内部控制制度进行探讨，比较分析私募股权投资基金发展较为成熟的英美两国私募股权投资行业协会的自律监管和政府机构的监管制度，对我国私募股权投资基金的法律监管提出一些建议，认为应从有限合伙制度、行业自律监管、投资人数量和资格限制等方面完善我国对私募股权投资基金的监管制度，从而使其有法可依，在保护投资者，维护我国资本市场稳定的同时，促进我国私募股权投资行业的发展。全文共分为四章：

第一章从私募股权投资基金的概念和特征着笔，进而介绍了私募股权投资基金的组织形式，并对其商业模式的运作加以介绍。

第二章从有限合伙制度的组织形式、基金管理人的薪酬设计及基金与被投资企业之间的合同安排来阐述私募股权投资基金自身的内部控制制度。

第三章以英美两国为例，从政府机构和行业协会两个方面对私募股权投资基金的外部监管法律制度进行分析。

第四章介绍了我国私募股权投资基金的发展现状，分析了我国私募股权投资基金监管制度存在的问题，并试图对我国监管制度的完善提出一些建议，以期促进我国私募股权投资基金监管制度的发展。

关键词：私募股权投资基金；监管；法律制度

ABSTRACT

This thesis mainly demonstrates the private equity fund from the perspective of supervision. Private equity is finance provided in return for an equity stake in non-public corporations. However, instead of going to the stock market and selling shares to raise capital, private equity firms raise funds from sources such as pension funds, endowments, and high net worth individuals by private placement. In the private equity transactions included the implementation process, private equity funds take account of future exit mechanisms, such as initial public offering, merger and acquisition and Management Buy-out, and therefore they make a great profit by the sale of their equity. The thesis sets forth on the analysis of the characters of private equity funds, exploring the funds' own internal control systems, comparing the UK and US's self-regulations of the private equity industry and the legislations whose private equity industries are more mature, and puts forward several suggestions of our own regulation system of private equity. In order to consummate Chinese private equity funds' regulation system, the suggestions are provided as follows: consummate the relevant law concerning the limited partnership, the industrial self-regulation, the limits of the private equity investors, so that we can protect the private equity investors, maintain the stability of our capital market as well as promote the development of our own private equity industry.

The first chapter discusses the concept of private equity, analyses its principle features, and introduces the organizational forms of private equity and its business model.

The second chapter illustrates the internal control systems of private equity from the aspects of the adoption of limited partnership, the manager's compensation arrangement and the contract arrangements between the private equity fund and the portfolio companies.

The third chapter analyses the legal system for the supervision of private equity from the aspects of UK and US's governmental supervision and private equity's industrial self-regulation.

The fourth chapter introduces the development of our own private equity fund, analyses the existing problems of our own regulation system, and tries to make some suggestions to improve the regulation system and promote the development of our own private equity industry.

Key words: Private Equity Fund; Supervision; Legal System

前 言	1
第一章 私募股权投资基金概论	3
第一节 私募股权投资基金的概念和特征	3
一、概念	3
二、特征	4
第二节 私募股权投资基金的组织形式	6
一、公司型和契约型私募股权投资基金	6
二、合伙型私募股权投资基金	6
第三节 私募股权投资基金的商业模式	8
一、资本募集	9
二、投资目标公司	9
三、退出	11
第二章 私募股权投资基金的内部控制制度	12
第一节 有限合伙制的组织形式	12
第二节 基金管理人的薪酬设计	13
第三节 基金与被投资企业之间的合同安排	14
一、对赌协议	14
二、可转换优先股作为投资工具	15
三、分期分段投资	15
第三章 私募股权投资基金外部监管法律制度	16
第一节 政府机构的监管	16
一、监管原则	16
二、具体的监管制度	20
第二节 行业协会的自律监管	22
一、自律监管的必要性	22
二、自律监管的具体内容	22

第四章 我国私募股权投资基金监管法律制度构想	25
第一节 我国私募股权投资基金发展现状	25
第二节 我国私募股权投资基金监管法律制度存在的问题	26
一、我国私募股权投资基金的内部控制制度及存在的问题	26
二、我国私募股权投资基金协会的自律监管及存在的问题	29
三、我国政府机构的外部监管及存在的问题	30
第三节 完善我国监管制度的构想	30
一、完善有限合伙制度	31
二、完善行业自律管理	31
三、完善政府机构的监管	32
结 语	36
参考文献	37

厦门大学博硕士学位论文摘要

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 A Summary of Private Equity Fund	3
Subchapter 1 The Concept and Features of Private Equity Fund	3
Section 1 The Concept of Private Equity Fund	3
Section 2 The Features of Private Equity Fund	4
Subchapter 2 The Organizational Form of Private Equity Fund	6
Section 1 Private Equity Fund of Corporate Type and Contract Type	6
Section 2 Private Equity Fund of Limit Partnership Type	6
Subchapter 3 The Business Model of Private Equity Fund	8
Section 1 Fund raising	9
Section 2 Investment	9
Section 3 Exit	11
Chapter 2 the Internal Control System of Private Equity Fund	12
Subchapter 1 The Organizational Form of Limit Partnership	12
Subchapter 2 The Compensation Arrangement of Private	
Equity Fund Manager	13
Subchapter 3 The Contract Arrangement between Private	
Equity Fund and Portfolio Firms	14
Section 1 Valuation Adjustment Mechanism	14
Section 2 Convertible Preferred Stock	15
Section 3 Phased Investment	15
Chapter 3 the Legal System for the External Supervision	
of Private Equity Fund	16
Subchapter 1 Governmental Supervision of Private Equity Fund	16
Section 1 The Principle of Supervision	16
Section 2 The Specific Regulatory Regime	20
Subchapter 2 Industrial Self-regulation of Private Equity Fund	22
Section 1 The Necessity of Self-regulation	22

Section 2 The Concept of Self-regulation	22
Chapter 4 A Proposition on China's Legal Systems	
Concerning Supervision of Private Equity Fund	25
Subchapter 1 Present Situation of Private Equity Fund in China	25
Subchapter 2 Problems in the Existing Legal Systems Concerning	
Supervision of Private Equity Fund in China	26
Section 1 Problems in the Existing Internal Control Systems	
of Private Equity Fund in China	26
Section 2 Problems in the Existing Industrial Self-regulation	
of Private Equity Fund in China	29
Section 3 Problems in the Existing Governmental Supervision in China	30
Subchapter 3 A Proposition of Improvement on China's Legal	
Systems Concerning Supervision of Private Equity	30
Section 1 Improvement on Limited Partnership	31
Section 2 Improvement on Industrial Self-regulation	31
Section 3 Improvement on Governmental Supervision.....	32
Conclusion	36
Bibliography	37

厦门大学博硕士学位论文摘要库

前 言

私募股权投资基金已有近百年的历史,从上个世纪 20 年代以来得到迅猛发展。各种形式的私募股权投资基金作为有效的金融工具,以其方便灵活、投资领域独特的优势,将处于不同发展阶段的企业与多层次的资本市场结合起来,极大地提高了资本市场的资源配置能力和风险分散能力。^①私募股权投资基金常常以“以一赚十”的财富神话引发人们无穷的想象。然而这个行业又严格恪守只接纳少数精英的游戏规则,以至于外人除了对那些带来数十倍高额回报的投资故事耳熟能详之外,对私募股权投资基金的运作却往往并不了解,同时也没有多少人了解私募股权投资行业正在给社会带来什么样的风险。^②

在我国,私募股权投资基金不仅是我国产业结构调整与公司改制提升的巨大力量,而且发展私募股权投资基金将满足创新企业不同发展阶段的资金需求,有利于创业企业走出融资困境,提升自主创新能力;同时私募股权投资基金是现代金融体系的有机组成部分,是构建完善的多层次资本市场的必需。^③近几年来我国私募股权投资市场发展迅猛,不仅外资私募股权投资基金在国内创造出一个又一个“上市神话”,本土私募股权投资基金也开始逐步发展,据清科集团发布的《2006 年中国私募股权投资年度研究报告》显示,中国已经成为亚洲最为活跃的私募股权投资市场。^④

相比行业飞速发展的状况,我国私募股权投资行业的监管体系和制度建设还不够完善。与国外发展成熟的私募股权投资行业相比,我国资本市场的发展程度、私募股权投资基金自身组织结构的发展、行业协会的自律机制还不够成熟。随着越来越多的资金融入私募股权投资行业,私募股权投资基金越来越多地受到人们的关注,监管机构应该对此进行相应的制度反映。

对私募股权投资基金的研究,并非一个新鲜的话题,如同经济学界一样,

① 吴明珠.我国私募股权基金的立法问题研究(硕士学位论文)[D].上海:上海交通大学,2007.1.

② 同上,第 2 页.

③ 江曙霞.私募股权投资基金及厦门市应对策略研究[A].厦门大学王亚南经济研究院,新加坡管理大学中国资本市场研究中心.中国私募股权投资基金研究报告[C].北京:中国财政经济出版社.2007.55-57.

④ 清科研究中心.2006 年中国私募股权投资年度研究报告[R].北京:清科研究中心,2007.

在法学界也有文章对其进行分析研究，但其大都只对私募股权投资基金的组织形式加以分析，或是对如何完善整个私募股权投资基金的法律环境作以探讨，对私募股权投资基金的监管涉及不多。

鉴于此，笔者从监管的视角对私募股权投资基金进行深入分析，以期对我国相关监管制度的构建有所裨益。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 私募股权投资基金概论

第一节 私募股权投资基金的概念和特征

一、概念

私募股权投资基金 (Private Equity, 简称为“PE”), 亦被翻译为非公开权益资本、私人股权投资基金、私人权益资本等。其是指通过私募形式对私有企业, 即非上市企业进行的权益类投资, 在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制, 即通过上市、并购、管理层收购等方式, 出售持股获利。许多创业资本需要大量资本, 企业的创始人可能自己没有足够的资本来独自支撑这些项目因而需要寻找外部融资。那些除了几年亏损只有大量无形资产、并且未来不确定的企业一般不能得到银行贷款或者其他形式的债务支持。同样, 正处于困境中需要重组的企业可能会发现外部融资比较困难。私募股权投资基金就是为这些高风险、并有潜在高收益的项目提供资本, 它们通过在做出投资决定前执行仔细的审慎调查以及在投资后保留有力的影响来保护自己的投资价值。^①

私募股权投资基金起源于 19 世纪末 20 世纪初的那些为富有个人管理财富的家庭办公室, 而第一家正式的私募股权投资企业——美国研究发展公司 (以下简称“AR&D”) 直到第二次世界大战之后才建立。AR&D 企业被设计成可以公开交易的封闭式基金并主要面向个人投资者, 其投资对象主要是科技型的新兴企业。但这种私人基金解决不了广大中小新兴企业的资本需求的困难。1958 年美国国会通过了《小企业投资公司法》, 创立了小企业投资公司这种新的投资组织形式, 首次允许银行和银行控股公司投资于合格的小型企业。但因为小企业投资公司的设置存在一些制度上的缺陷, 许多小企业投资公司在设立后运营不久就破产倒闭了。^②20 世纪 70 年代, 有限合伙投资形式进行了有益的探索和尝试。有限合伙不受 1940 年美国投资法的约束, 可以向普通合伙人提供与业绩挂钩的薪酬激励, 从而吸引了大量有管理经验和投融资经验的精英投身于风险

^① [美]乔西·勒纳, 费尔达·哈迪蒙. 风险投资和私人权益资本案例 (2) [M]. 胡波, 朱琳, 王芬译, 北京: 经济科学出版社, 2002.3-4.

^② 彭丁带. 美国风险投资法律制度研究[M]. 北京: 北京大学出版社, 2005.13-15.

投资业。1978年美国劳工部对《雇员退休收入保障法》中“审慎人”规则解释的决定，（所谓“审慎人”规则是指以养老基金投资时必须基于一个审慎人的判断，即投资的风险必须控制在相当范围内。根据以前对此规则的解释，养老基金是不能投资于新兴小企业或风险投资公司的。而1978年的重新解释是，只要不危及整个养老基金的投资组合，养老基金是可以投资于风险资本市场的。）使得养老基金可以投资于风险资本市场，自此，小企业股票和新股发行市场立即活跃起来，养老基金成为私募股权投资资本的最大提供者。同时20世纪80年代的高收益债券融资（亦称为“垃圾债券”）的蓬勃发展，美国的私募股权投资再次迈进一大步。90年代，私募股权基金可供运用的借贷杠杆从10倍降至了仅3倍左右，大多数私募股权投资基金开始更深入涉入公司经营，通过改善公司经营来实现增值。尤其是90年代中后期，以雅虎、亚马逊等为代表的一大批高科技公司不断登陆纳斯达克市场，私募股权投资基金获得天价回报，极大刺激了该行业的发展。虽然高科技泡沫破裂，私募股权投资基金受到重创，但近几年私募股权投资基金又重新进入上升期。2005年，全球私募股权新筹资金3111亿美元；2006年全球私募股权新筹资金超过了4320亿美元；据英国调查机构Private Equity Intelligence统计，截至2007年2月，世界共有950只私募股权投资基金，直接控制了4400亿美元。^①

广义的私募股权投资基金为涵盖企业首次公开发行前各阶段的权益投资，即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和Pre-IPO各个时期企业所进行的投资，相关资本按照投资阶段可以分为创业投资、发展资本、并购基金、夹层资本等。狭义的私募股权投资基金主要指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权基金部分，主要是指创业投资后期的私募股权基金部分，而这其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。^②在我国私募股权投资基金多指后者，和风险投资基金分开。本文中的私募股权投资基金取其广义的定义，包括风险投资。

二、特征

私募股权投资基金有一些主要的特征，虽然并不是所有的私募股权投资基

^① 耿群.私人股权基金风头正劲[J].新财富,2007,(7):12-18.

^② 郑鸣,刘真,李海坤.中国私募股权基金的法律环境[A].厦门大学王亚南经济研究院,新加坡管理大学中国资本市场研究中心.中国私募股权投资基金研究报告[C].北京:中国财政经济出版社.2007.109.

金都在相同程度上体现这些特征，但总体而言，以下这些特征使得私募股权投资区别于其他的投资方式。

（一）较高的财务杠杆

私募股权投资基金的资本通常既采用股权融资也有债权融资。在投资相关公司时私募股权投资基金普遍使用较高的财务杠杆，因为债权融资相对于股权来说更有税收优势。在杠杆收购最热的 20 世纪 80 年代末和 90 年代初，欧洲杠杆收购的杠杆比例一般在 3-4 倍，美国的杠杆比率则达到 9-10 倍。^①

（二）较长的投资期限

私募股权投资基金一般存续时间是 10 年左右。基金通常会在前 5-6 年投资以留足时间改善投资企业。一般私募股权投资公司持有单个投资的时间是 3-5 年，然后通过上市或出售公司以变现投资。这种较长的持有期导致投资者投资的流动性较差，因此投资者会要求高于公开市场的回报。

（三）积极管理被投资企业

与投资于公众证券组合以谋求资本长期增值的被动投资者不同，向企业投入资金仅仅是私募股权投资的开始，私募股权投资的高风险高收益性质要求基金管理人在投入资金后还必须对被投资企业提供一系列的增值服务，并建立相应的约束及激励机制以保证投资的成功。基金管理人是否参与后续管理，所提供的增值服务的多少，直接关系到投资的成败。虽然基金管理者很少介入被投资企业的日常管理工作，但多数私募股权投资管理者都把自己看作投资对象的积极管理者，会通过一系列特殊的制度设计来把握和控制所投资企业的发展方向 and 战略方针。

（四）非流通证券

当私募股权投资公司投资一家上市公司或一家私人公司，其所获得的证券一般都是“受限制证券”，也就是在投资之后的一段时间内会受到转让限制。按照美国法律，只有在联邦和州相关机关“登记”或享有特定豁免权的证券才能自由交易。^②

（五）注重高收益

① 盛希泰. 投 1 赚 10 的神话——海外私募股权基金八大家族[M]. 广州：广东经济出版社. 2007.4.

② 戴义，李川，石捷新. 创业精神之演变：私募股权概述. [A]. 中国收购兼并研究中心，东方高圣投资顾问公司编著. 中国需要私募股权投资基金吗？[C]. 北京：经济管理出版社, 2007.16-18.

私募股权投资公司一般会注重于在几年内有大幅增值可能的投资机会。其投资追求高度复合收益，通过交易相对高风险、优先权低于债权的证券，达到每年 25%-30%或更高的投资回报。因此，私募股权投资公司倾向于持有普通股或可转换成普通股的优先股，然后赚取股票价值超过原股价的差额。

第二节 私募股权投资基金的组织形式

对于私募股权投资基金而言，组织形式是否适当直接影响到基金的运作效率。从世界范围来看，私募股权投资基金的组织形式大体可以分为合伙型、契约性和公司型。

一、公司型和契约型私募股权投资基金

在公司型私募股权投资基金中，投资者是公司股东，以其出资为限对公司债务承担有限责任。基金管理人的存在则有两种形式，一种是以公司常设董事的身份作为公司高级管理人员直接参与公司投资管理，另一种形式则是以外部管理公司的身份接受基金公司的委托进行投资管理。

契约型私募股权投资基金是指投资者和管理人通过订立契约来规定双方的权利义务，早期的契约型基金规模都很小，更多地依赖于投资者和管理人之间的个人信誉。随着信托制度的发展，信托逐渐成为契约型私募股权投资基金的主要形式。投资者的身份是委托人兼受益人。投资者出资设立信托，基金管理人依照信托合同作为受托人，以自己的名义为基金持有人的利益行使基金财产权，并承担相应的受托人责任。^①

二、合伙型私募股权投资基金

合伙型的组织形式又可分为有限合伙制、普通合伙制和特殊的普通合伙三种类型。从世界范围来看，合伙型中的有限合伙制作为私募股权投资基金的组织形式最为流行，其中，美国 80% 以上的私募股权投资基金都采用这种形式，欧洲的私募股权投资基金也大都采用此种组织形式。^②

^① 李昕昉，杨文海.私募股权投资基金理论与操作[M].北京：中国发展出版社.2008.62-63.

^② 李连发，李波.私募股权投资基金理论与案例[M].北京：中国发展出版社.2008.60.

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 for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库