

从 PE 腐败问题看后危机时代的中国 资本市场监管

何朝丹*

摘要: 本文从当前资本市场热议的 PE 腐败问题入手,在后危机时代各国不断强化资本市场监管的背景下,逐层分析了 PE 腐败问题的症结及其监管思路。本文认为 PE 作为现代经济中一个新的投资载体,对于企业发展和经济增长有着积极的影响,但当前国内的 PE 过于偏重投机性的短期投资,因而需要加强监管与价值投资的引导,对于因存在利益冲突和利益输送而受到质疑的券商直投业务,本文通过借鉴境外监管经验提出了相应的监管建议。

关键词: PE 腐败 直投 利益冲突 资本市场监管

引言

“PE 腐败”已成为目前我国资本市场热议的一

* 经济学博士、世纪证券有限责任公司投资银行部高级业务经理。

个焦点问题,有人将 PE 腐败视作危害性超过内幕交易的中国资本市场最大毒瘤,也有人认为 PE 腐败是一个中国式名词,PE 腐败问题是一个与 PE 并没有多少直接关系的伪命题。^①从监管层到实务界、学界,都开始高度关注 PE 腐败的监管与治理:一方面,如何才能避免乱象丛生的 PE 腐败,打击这种扭曲资本市场“三公”价值理念的一夜暴富;另一方面,监管风暴会不会在打击 PE 腐败的同时“殃及池鱼”,使得刚在中国资本市场兴起的 PE 投资、券商直投被误打误杀,面临窘境。而本次全球金融危机之后,各国特别是美国开始重新反思自己的资本市场监管政策,市场主导的治理模式将会做出适当调整,更多地表现出加强管制、政府干预、减少投机等后危机时代监管特征。那么,在这一时代背景之下,在中国新兴加转轨的资本市场之中,我们如何对 PE 腐败问题进行逐层的抽丝剥茧,提出相应的监管对策,这也正是本文所要思考和探究的重要论题。

一、私募股权投资(PE)的发展与监管

PE 腐败问题是一个混杂着许多内容的大筐,我们首先要厘清的是 PE 并不必然与腐败相连。PE 是私募股权投资(Private Equity Investment)的英文简称,作为一项舶来品,PE 最早兴起于 20 世纪 70 年代中期的美国,但直到 90 年代末整个 PE 行业的投资总额也仅为 50 亿美元,伴随着 IT 国际化浪潮,从 2003 年开始 PE 行业迅速崛起,交易量激增,迄今 PE 已经成为美国乃至全球经济的重要部分,2005 - 2006 年间,PE 的市场规模已相当于美国资本市场规模的 5%,约占全球 GDP

^① 关于 PE 腐败问题的讨论,可参见:叶檀:“危害已超内幕交易 警惕 PE 腐败愈演愈烈”,载中国财经报网,《每日经济新闻》,参见网页 http://www.cfen.com.cn/web/meyw/2010-06/18/content_639638.htm,2010 年 6 月 18 日访问。王燕辉:“‘PE 腐败’冷说”,<http://www.eeo.com.cn/observer/shijiao/2010/07/23/176308.shtml>,2010 年 7 月 23 日访问。

的 1.4%。^②

(一) PE 对企业发展 and 经济增长所带来的积极影响

PE 是基于特定的投资策略,由基金管理者与投资者之间的契约协议所形成的一种投资者所有权结构。PE 基金通常以有限合伙的形式组成,并有固定的投资年限(如 10 年),它所吸引的投资者大多为机构投资者,如捐赠基金、养老基金、保险公司以及银行。这些投资者作为有限合伙人(Limited Partner, LP)将资金交付给 PE 基金,但不参与基金的投资运营,并以出资额为限承担有限责任;基金的运营主要由作为普通合伙人的(General Partner, GP)并承担无限责任的基金经理负责,为了使 PE 基金经理和投资者的利益相捆绑,基金经理也是基金的共同投资者,除了管理费和一小部分运营绩效之外,除非基金获得成功,基金经理是没有其他报酬的,其目的是为了激励各方去创造一个长期的、可持续发展的价值。

从企业发展的层面来看,一些新兴的中小企业由于存在高风险性、信息不对称、代理成本过高等问题而往往难以从银行获得信贷支持,但 PE 可以通过阶段性融资、私人契约、持续监督等形式来克服这些困难,为企业提供重要的融资支持。今天那些声名显赫的公众公司如苹果、思科、康柏、谷歌等当初都从私募股权基金获得过资金支持。而 PE 除了为企业提供最初的资本支持外,还提供管理和运作方面的建议,为企业的发展投入大量的努力。相对于其他机构投资者而言,PE 具有更长的投资期,据统计测算,一般的机构投资者投资于公众公司的持股期通常多在一年以内,而 PE 的投资年限大多超过 6 年,PE 投资者可以基于企业的长远利益来进行决策。^③

现代经济中,创新是提高企业生产效率和推动经济增长的重要元素,而各种实证研究证实,PE 投资活动与创新有着密切的联系。Levine

^② 关于 PE 投资规模的相关数据,参见:Lloyd L. Drury, *Private Equity and the Heightened Fiduciary Duty of Disclosure*, *NYU Journal of Law & Business*, Vol. 6, p. 101, 2009。

^③ 关于 PE 投资年限的相关数据,参见:Per Strömberg, *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*, *Stockholm School of Economics*, working paper, October, 2009。

(1997)论述了PE基金在培育创新和竞争性企业中的作用,认为强大的PE市场是现代经济商业化和创新的基石。^④ Popov, Roosenboom (2008)的研究表明,PE投资活动带来了专利申请数量的大幅增加,促进了企业的研发投入和创新积极性。不同国家的研究数据表明,PE投资能促进资本的有效配置和经济的效率,与经济增长有着明显的正相关关系。^⑤ Mario Levis(2010)研究了1992~2005年间在伦敦交易所上市的1595个IPO企业样本,实证结果表明在企业上市的36个月内,PE参与投资的IPO企业有着更为显著的业绩表现。^⑥ 哈佛大学的Shai Bernstein(2010)等四位学者研究了1991~2007年间26个国家的20个行业的PE投资的相关数据,发现那些过去5年间PE投资比较活跃的行业往往比其他行业有更快的增长率,这些表现不仅是在英国、美国等英美法系国家,而且在欧洲等大陆法系国家中也是如此。^⑦

(二) PE产生的负面影响以及对PE的监管

PE并非单纯为新兴企业提供股权融资和管理运营支持的天使,资本的逐利性以及PE投资的高风险必然要求的是高收益、高回报。PE投资活动所产生的各种负面影响也引起了人们的忧虑和质疑。首先,PE投资作为一种私人股权投资,往往缺乏透明性,常被诟病隐含着暗箱操作或精于此道的操作者之间的共谋。PE公司所取得的巨额利润往往成为社会舆论抨击的目标。例如,德国社会民主党主席曾在2005年抨击黑石之流的PE投资公司为“一群蝗虫”。其次,PE投资者常因投机行为受到人们的谴责,与创立企业、提供工作岗位、产生相关社会经济利益的价值创造活动不同的是,PE更多地关注于财富的重新分

^④ Levine, Ross, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature* 35, 688-726, 1997.

^⑤ Alexander A. Popov and Peter Roosenboom, On the Real Effects of Private Equity Investment: Evidence from New Business Creation, EFA 2008 Athens Meetings Paper, February, 2008.

^⑥ Mario Levis, The Performance Private Equity Backed IPOs, City University London, working paper, March, 2010.

^⑦ Shai Bernstein, Josh Lerner, Morten Sorensen and Per Strömberg, Private Equity and Industry Performance, Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 10-045, 2010.

配,他们常常通过控制和利用公司资源来谋求短期利益,从所投资公司获取超额的利益或分红。2007 年的达沃斯经济论坛中,有人将 PE 公司的运营哲学归纳为“购买它,剥削它,抛弃它”。^⑧ 再次,PE 投资中的杠杆收购(LBO, Leveraged Buy Out)要通过目标公司的大量举债来收购其控股权。2007 年全球有 1/4 的并购与 PE 相关,金融危机爆发后,PE 的并购交易从 2007 年的 2815 宗下降到 2009 年的 979 宗,资本的募集也从 2007 年处于顶峰时的 2.96 亿美元下降到 1.4 亿美元。在人们讨论 PE 究竟是金融危机的受害者还是这次金融危机的始作俑者之一时,哈佛法学院的 Ladapo(2010)指出,PE 的过度杠杆加重了本次的金融危机,PE 在创造流动性泛滥时与银行所扮演的角色类似。^⑨ 最后,PE 的高收益和低税负也引来了人们的质疑和抨击,由于 PE 通常采用有限合伙制,根据美国国内税法,它获得的基金利润只需缴纳 15% 的资本利得税,而不用缴纳 35% 的公司所得税,对此,一个形象的批评是,黑石集团董事长施瓦茨曼的所得税税率还没有他自己的厨师高。^⑩

可以说,PE 既非天使亦非魔鬼,PE 对社会经济所带来的积极价值已得到了各种的实证验证,作为一种投资载体,PE 在资本市场中有其独特的地位和作用,Badunenko, Barasinska and Schaefer(2009)研究指出,PE 资本与证券市场的公众股权资本并非相互替代关系,而是一种相互补充的关系。^⑪ 对于 PE 所产生的各种负面影响,只有通过强化监管、完善法制,才能缩减其弊端,使其健康发展。学者们的研究也表明,法律的完善对于 PE 的发展有着重要的作用。Douglas Cumming et al.(2008)研究指出,不同国家的法律制度差异包括法律渊源、会计标准

^⑧ Eilis Ferran, Regulation of Private Equity - Backed Leveraged Buyout Activity in Europe, ECGI - Law Working Paper No. 84/2007, May, 2007.

^⑨ Lawale Nicholas Ladapo, Private Equity in a Deleveraged Economy: Lessons from the Financial Crisis, Harvard Law School working paper, June, 2010.

^⑩ 张明:“黑石集团的如意算盘——我看私募股权基金之四”,载《上海证券报》2007 年 8 月 1 日。

^⑪ Oleg Badunenko, Nataliya Barasinska and Dorothea Schaefer, Are Private Equity Investors Good or Evil? DIW Berlin Discussion Paper No. 901, September, 2009.

对于 PE 的发展有显著的影响,完善的法律能够促进 PE 的交易和发展。^⑫ Douglas Cumming and Sofia Johan (2007)考察了荷兰机构投资者参与 PE 投资基金的情况,研究发现在缺乏相关的监管制度时,PE 的投资活动和回报往往缺乏透明性,当 2005 年荷兰颁布了新的《国际金融报告标准》时,机构投资者参与 PE 投资的意愿和积极性大大提高,使得 PE 吸引到了更多的资金。^⑬ Cumming, Walz(2010)通过对 39 个国家的实证数据研究提出,PE 基金经理为了吸引投资者参与到后续的基金募集中,往往会夸大他们投资的价值,基金机构投资者所获得的关于基金投资绩效的报告存在显著的系统性偏差。那些会计准则并不严格、法律体系并不完善的国家,对投资绩效的过分夸大会更加明显。^⑭ 对于 PE 的缺乏透明性和过度杠杆化,哈佛法学院的 Ladapo(2010)总结了金融危机后美国对 PE 监管的最新动态。作为华尔街改革和消费者保护法案的第四篇章“私人基金投资顾问注册法”在 2009 年 12 月获得白宫通过。该法案要求管理资产超过 1.5 亿美元的 PE 基金都要在 SEC 进行注册,并登记和报告以下信息:管理的资产规模、对杠杆的使用、暴露的信贷风险以及各种交易活动。这些信息被要求向投资者、交易对方、债权人等进行披露。此外,为降低金融系统性风险,大的 PE 公司还要遵循更为严格的资本和流动性要求,而奥巴马政府提出的“沃克尔规则”,也开始限制银行拥有、投资或发起对冲基金和 PE 基金。^⑮

(三)我国的 PE 发展状况和立法监管空白

随着全球经济、金融一体化程度的加深,最初兴起于美国的私募股权投资开始向全球延伸。当前美国成为风险投资交易最主要的输出国,而中国已成为风险投资交易最大的输入国,而且,根据 2010 年 9 月

^⑫ Cumming, Douglas, Daniel Schmidt and Uwe Walz, *Legality and Venture Governance around the World*, *Journal of Business Venturing*, 2008.

^⑬ Douglas Cumming and Sofia Johan, *Regulatory Harmonization and the Development of Private Equity Markets*, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, pp. 3218 - 3250, 2007.

^⑭ Douglas Cumming and Uwe Walz, *Private Equity Returns and Disclosure Around the World*, *Journal of International Business Studies*, 2009.

^⑮ Lawale Nicholas Ladapo, *Private Equity in a Deleveraged Economy: Lessons from the Financial Crisis*, Harvard Law School working paper, June, 2010.

《亚洲创业投资期刊》的研究数据显示,中国的 PE 投资可谓热浪汹涌,2010 年迄今中国的私募股权集资额比去年同期增长逾 90%,达 140 亿美元,甚至在未来 20 年后,中国将超越美国成为全球最大私募股权投资市场。^⑥ 本次金融危机的爆发,从全球其他国家来看,PE 都陷入了一个低谷期,但中国的 PE 投资却如火如荼,甚至引发了全民 PE 热潮。这股 PE 热潮的兴起,最直接的一个经济背景就是近两年中小板市场的不断扩容和创业板市场的推出,中小盘股的高估值、高发行市盈率、高发行价,这“三高”给 PE 投资者带来了巨额的利润回报,从而吸引越来越多的资金涌入 PE 市场。目前,在中国市场上赚得盆满钵满的 PE 投资机构可以分为三类:一是外资 PE 基金,二是政府主导或官办、国有的产业基金,三是民营资本投资的 PE 基金或创投公司。

外资 PE 是随着 IT 国际化浪潮进入中国这个新兴市场的,在中国的投资活动最常采取的是“多头在外”的“红筹模式”,即资金海外募集,企业海外上市,所投企业也一般都做成海外离岸结构。但 2006 年 8 月六部委联合发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》以及为限制热钱出台的 2008 年 8 月《关于完善外商投资企业外汇资本金支付结汇管理有关业务操作问题的通知》对这种投资模式形成了挑战:前者要求境内企业到境外设立公司再返程投资,需经商务部审批,此类公司要境外上市,需经中国证监会批准;后者要求外资 PE 在华投资都需要根据单个投资项目走报批程序,获得审批后才能结汇,这些审批及程序上的要求使得外资 PE 的投资效率受到影响。此外,我国中小板和创业板投资的高回报也将外资 PE 的目光吸引回中国国内资本市场中,例如,高盛投资海普瑞的账面回报倍数就高达 180.25 倍,这些都促使外资 PE 寻求改变了以往的投资模式。^⑦ 外资 PE 开始积极争取国民待遇,参与设立发起人民币股权投资基金,在政策支持方面,无论是中央政府还是地方政府都报以积极支持和鼓励的态度,2010 年 8 月出台

^⑥ 姚远:“中国正赶超美国成全球第一私募股权市场”,载财新网, <http://finance.caing.com/2010-09-13/100180172.html>,2010 年 9 月 13 日访问。

^⑦ 陶盈舟:“黑石高盛成最大赢家 中小板创业板是海外 IPO 回报 7 倍”,文章来源《华夏时报》, <http://stock.jrj.com.cn/cgem/2010/07/2322577808810.shtml>,2010 年 7 月 25 日访问。

的《贯彻落实国务院关于进一步做好利用外资工作若干意见部门分工方案》就体现了鼓励利用 PE 基金的态度。然而,外资 PE 多为有限合伙的组织形式,在投资年限上有较长的投资锁定期,这使得外资设立人民币股权投资基金在设立形式和审批上以及吸引国内投资者方面存在一定的障碍和困难,新的投资模式也正在摸索之中。

国有产业投资基金的正式兴起可追溯至 2006 年年底的天津渤海产业投资基金的挂牌成立,根据 China Venture 的数据统计显示,截至 2010 年 8 月,全国共成立产业投资基金 64 支,总目标规模接近 5000 亿元,其中目标投资规模超过 200 亿元的产业基金就有 12 支。^⑭ 国有产业基金的一个最大特点就是政府主导的色彩浓厚,当前各地方政府竞相推动产业基金的发展,为产业基金、创投基金的设立提供各种优惠政策,是现有体制下地方政府为促进当地企业产业结构升级和新兴产业发展,通过产业投资基金来撬动更大规模企业投资和地方经济发展的一种新的招商引资举措。政府主导的产业投资基金并不完全遵循市场化的运作,往往对投资地域和投资领域提出一定的限制和要求,要求产业投资基金对当地的投资占有较高的比例,而且在具体运作中也难以形成市场化的决策流程与激励措施,这使得国有产业基金的盈利模式并不清晰,资金使用效率不高。此外,由于运作模式不清晰,政府干预性较强,国有产业基金难以广泛吸收社会资本,因而造成当前产业基金的目标募资规模与实际资金到位率存在巨大差异。

民营 PE 和创投公司的设立集中在 2007 年之后,主要受到股票市场牛市行情的影响以及财富效应的刺激而纷纷成立:一方面,多年积累的民营资本要为手中的资金寻找投资方向,另一方面,与炒房、炒煤、炒农产品所不同的是股权投资既是一种金融投资也是一种实业投资,既有着丰厚的回报又与民营资本所有者的实业投资经验有一定的契合。许多民营创投公司集中在民营资本比较活跃的地区,例如,在温州工商部门注册的创投企业就多达 300 多家,^⑮由于民间募集资金与非法集

^⑭ 冯坡:“投中观点:产业基金爆发式增长 政府推动难掩募资窘境”,文章来源:China Venture, <http://report.chinaventure.com.cn/z/t/251.aspx>,2010年9月9日访问。

^⑮ 陈周锡:“温州预警:产业空心化”,载《经济观察报》2010年9月11日。

资的界限比较模糊,因而民营创投公司的资本来源多为民营实业家们的自发联合。在政策支持方面,2010年5月出台的拓宽民间资本投资领域的《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》以及7月发文的《国务院办公厅关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知》对于民营资本进入股权投资领域予以了积极支持。此外,根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》的规定,国有创投公司需要将上市公司首发时发行股份数的10%交给全国社保基金理事会,为规避该规定以及实现股权结构的多元化,国有创投公司也纷纷向民营资本抛出橄榄枝,这在一定程度上也刺激了民营PE的发展。

与这股PE热潮形成反差的是我国的PE监管却存在诸多空白,尚未形成整个PE行业的监管法规和管理规则,目前主要由国家发改委牵头制定一些相关的管理制度或办法,其中包括2005年11月发改委等10部委联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》;2009年7月《关于加强创业投资企业备案管理严格规范创业投资企业募资行为的通知》(发改财金[2009]1827号);2009年10月发改委和财政部发布的《关于实施新兴产业创投计划、开展产业技术研究与开发资金参股设立创业投资基金试点工作的通知》(发改高技[2009]2743号)等。可以看出,目前所规范的主要是一些创投公司的设立、备案的相关内容,对于私募股权投资基金如何设立,如何募集资金,合格投资者范围和标准如何,如何运作,如何进行信息披露,如何监管等并没有相应的法律依据。对于如何制定PE行业监管法规,我们还有很多问题需要探讨和厘清,例如,市场调节和政府监管的边界在哪里,小型的创投公司和大型的PE基金在监管上有何不同;如何对PE进行定位,是否要将其视为类金融企业或准金融企业而纳入金融监管范畴,在分业监管的体制下,由谁对PE进行监管;对于PE基金的组织形式是选择国外通常采用的有限合伙制还是公司制,哪种形式更能有效地减少代理成本、道德风险,哪种形式更能符合我国的法律实践;金融危机之后成熟资本市场开始不断严格PE监管,为避免金融系统性风险,美国已禁止银行投资和发起PE基金,对此我们又如何进行有益的借鉴;全球金融一体化的背景下,大量的海外PE进入我国进行股权投资,我们又如何进行不

同监管体制和监管主体之间的对接和协调。

二、PE 腐败问题的症结与治理

前文我们分析了 PE 的发展与监管,私募股权投资与证券市场的社会公众投资存在相互补充的关系,对企业发展和经济增长有着积极的影响,PE 并不必然与腐败相连。下面我们就要详细分析 PE 腐败中的“腐败问题”,腐败的并不一定是 PE,除了 PE 还有哪些被纳入这个问题筐中,那些 PE 腐败中名为 PE 者,有多少是伪 PE 或者是中国式的 PE 变异,对于 PE 腐败问题,我们又要如何进行治理呢?

(一) 中国式的 PE 变异

从 2009 年 10 月创业板正式开板到 2010 年 8 月,创业板的上市企业共有 114 家,其招股说明书中披露有 PE 等创投公司在首发前入股的共有 76 家,占上市企业家数的 66.67%,这些 PE 从参股到被投资企业首次公开发行上市,短则 4 个月,长则 2 年多,其入股价格与新股发行首日收盘价相比,账面盈利获利 10 倍以上者不在少数,其投资效率和投资回报率不可谓不丰厚。^② 通过以上数据,我们不难理解为什么当前的 PE 投资热潮集中在 PE 竞相争取 Pre-IPO 项目,力争在企业首次公开发行上市前突击入股。中国的 PE 投资与国外成熟资本市场的 PE 投资行为相比有何差异,PE 作为舶来品在引入中国的过程中是否背离了其基本业务模式和核心投资理念而产生了某种变异?

当前的中国 PE 投资行为与成熟资本市场的 PE 投资相比,主要存在以下一些方面的差异:(1)从投资形式和退出渠道来看,海外 PE 主要向非上市的私人企业进行股权投资,投资形式包括创业投资、发展资本、杠杆收购和 Pre-IPO 投资等,海外 PE 的退出渠道包括并购、赎回、商业出售、IPO、转售给其他 PE 等,其中投资 Pre-IPO 企业以及通过所投资企业 IPO 来退出获利也只是其中一种占比并不高的投资和退出策略选择而已;而在中国,投资 Pre-IPO 企业成了 PE 最主要的一种策略

^② 上述数据由本人根据深交所创业板公开披露信息整理所得。

选择,许多 PE 通过各种渠道和方式力争搭上 Pre - IPO 企业的“顺风船”,或将其进行财务包装和概念制造来推动其上市进程,而对于被投资企业而言,企业即将通过公开市场进行大规模的股权融资,从资金需求来看 PE 参股的这点“小钱”对其并不是那么迫切和重要,企业看重的是 PE 背后的能量,是否有助于其尽快上市。(2)从投资年限和投资理念来看,海外 PE 注重的是对企业的长期投资,不仅对其进行股权融资,还在公司治理改善、发展策略调整、竞争力量加强等诸多方面为企业提供各种支持,以提升公司的价值,投资年限通常较长;而国内 PE 更多的是一种投机获利的心态,追求的是一级、二级市场的套利差价,并没有通过各种管理和运营的参与来提升公司价值,不是一种价值创造的行为,而是一种财富分割行为,体现的是一种短期获利的投机思维。(3)从资金来源来看,由于 PE 投资是一项高风险、高收益的投资活动,而且投资周期较长,投资者一旦投入就会面临一个较长的锁定期,因此,海外 PE 基金所吸引的多为风险承受能力较高的机构投资者,如大型的养老基金、捐赠基金、保险公司、金融机构等,即便有少数的个人投资者,也是面对富豪阶层,个人投资者的门槛很高,绝非中小散户所能参与的;而国内机构投资者向 PE 投资正处于试点探索阶段,根据财政部的要求,全国社保基金只能投资经国家发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金,所能投资的 PE 基金仅是规模较大的寥寥数家,2010 年 9 月保监会虽出台了《保险资金投资股权暂行办法》,但对投资对象做出了严格限定,要求 PE 基金所管理的资产余额不低于 30 亿元,能够受益的 PE 基金也是屈指可数,实践中大量的 PE 资金来源于民营资本,但这些资本流动性较大,且倾向于短期投资,甚至还有一些创投公司利用普通投资者对 PE 投资的不了解进行非法集资而锒铛入狱的。^④(4)从基金管理的职业化和运作的规范性来看,海外 PE 基金由高度职业化的专业投资团队进行管理,基金经理作为一般合伙人对于基金投资的成败要比作为有限合伙人的投资

^④ 胡俊华:“‘民间创投第一人’刘晓人涉非法集资被判死缓”,《成都商报》2010 年 6 月 30 日;何勇:“上海汇乐创投老总黄浩涉嫌非法吸收公众存款”,载《中国经营报》2009 年 5 月 23 日。

者承受更大的风险,而在 PE 的运作上,由于比公募基金的信息透明度低,要吸引投资者就必须更加严格、自律地进行规范管理;而国内 PE 大多良莠不齐,职业投资经理缺乏,有些只是简单拼凑出来的草台班子,在 PE 的运作上也规范性较差,有些虽号称创业投资公司,却并非真正的 PE,创投公司经理与创投公司甚至分别持股 Pre - IPO 公司股份,这在国外属于严重的利益冲突,而在中国却大行其道。

(二) 突击入股的暴富神话

人们之所以痛恶 PE 腐败,并非对 PE 投资本身有过多质疑,而在于以 PE 为典型代表的突击入股 Pre - IPO 企业一夜暴富的行为,这种堂而皇之的利益攫取,高额暴利的造富神话,极度挑战大众的神经。对于民营企业通过多年努力将企业发展壮大,因企业上市而晋身为亿万富豪,人们虽艳羡但依然敬佩,但对于那些并不创造价值,通过毫不透明的暗箱操作,趁机在这场造富运动中分得一杯羹的寄生虫,社会公众投资者更多的是对其腐败行为的愤慨。这些突击入股者,除了 PE 以及那些名不副实的 PE 之外,还包括保荐上市过程中与保荐代表人、相关中介机构有各种瓜葛的利益相关人,上市公司实际控制人的亲朋好友,与上市公司看似毫无关联的自然人或法人以及那些神秘的“蒙面”持股者。

企业一般的增资行为或转让股份行为只要符合相应的法律程序,是相关各方的真实意思表示,就属于民事意思自治的范畴,无须法律监管的多加干预。对于上市前的突击入股,也有人认为“即便明知上市前入股价格有失公允,但人家一个愿打一个愿挨,又有什么办法呢?”^②但这种突击入股行为所涉及的并非民事行为的两方,为其最终买单的是社会公众投资者,其中的利益输送、暗箱操作、投机牟利损害的是资本市场“三公原则”的基石及社会公众对资本市场的信心。PE 的突击入股行为扭曲了 PE 原有的价值创造的投资理念,变异为牟取暴利的短期投机;与企业保荐上市相关的各中介机构利益相关者的突击入股,则构成了一种严重的利益冲突,利益的结盟如何使中介机构在执业过

^② 张淑贤:“准新股上市前夕频现突击入股潮”,<http://www.shbiz.com.cn>,2010年8月4日访问。

程中还能保持独立、客观、公正、谨慎；那些与上市公司业务发展并无关联的突击入股者，则留给了人们更大的联想空间，是否其中暗藏着摆不上台面的商业贿赂等。

对于突击入股的种种诟病，证券监管机构也采取了一定的监管措施。一方面 2010 年 4 月以来创业板发审部要求保荐机构严格审查和披露企业的突击入股，对于申报材料前一年内新增股东的，除按招股说明书准则披露外，如是自然人股东还需补充披露近 5 年的履历情况，如是法人股东，则要披露其主要股东、实际控制人的相关情况；对于申报前 6 个月发生增资或转让的，需提供详细的专项说明，并由保荐机构、律师核查并发表意见。另一方面对于突击入股者的限售股份锁定期，2009 年 6 月的《深圳证券交易所创业板股票上市规则》原规定“申报前 6 个月内增资的，新增股东除要遵守一年限售期外，自股票上市之日起两年内，转让的新增股份不得超过新增股份总额的 50%。”而目前的监管动态是，监管层拟将一年限售期延长为 3 年，但相关文件并未正式出台。而这些监管措施对于治理突击入股的腐败行为是否有效呢？由于一年或 6 个月的计算起点是以证监会受理 IPO 申请材料为准，而这个时间点的灵活性完全是由申报企业来掌握的，其完全可以通过适当的延后进行规避。而且，为了规避监管，突击入股的形式也会被设计得比较巧妙，为了规避自然人股东的披露要求，通过投资或设立 PE，PE 再参股 Pre-IPO 企业，虽为间接持股，却并不影响其获利，还有保荐代表人互换项目入股，以远方亲友身份入股等各种隐蔽形式入股的，可谓是有政策、下有对策。此外，即便是突击入股者的所持股份被锁定 3 年，但以目前的高发行价、高市盈率来计，其投资回报依然相当可观。

（三）对 PE 腐败问题治理的思考

治理 PE 腐败问题关键在于改变当前对这种“短期投机、牟取暴利行为”的监管不力和监管滞后，如果任由这种投机牟利行为堂而皇之，蔚然成风，势必会形成一种错误的导向指标，进而损害证券市场的稳定性和投资者的信心。PE 腐败问题之所以产生与我们的市场环境有着密切的联系：首先，从 Pre-IPO 企业来看，企业家为什么愿意给这些突击入股者提供赚快钱的机会，这是因为上市仍然是一种稀缺资源，企业一旦上市，如同鱼跃龙门，身价倍增，而这些突击入股者大多或明或暗

地向企业表示能加速其上市进程;其次,新股发行的高发行价、高市盈率进一步刺激了资本的逐利性和投机性,为突击入股者获利套现买单的是社会公众投资者,如果突击入股者能在企业上市时帮助企业抬高发行价的话,企业与突击入股者就更容易形成利益联盟;再则,企业首次公开发行前的股份变动并未纳入严格的监管,而谁来入股、占比多少、参股价格如何,都是毫不透明的暗箱操作,这就为寻租、腐败的滋生提供了土壤;最后,由于市场法制监管的不完善,对于突击入股者的投机行为并没有相应的制约、处罚机制,那些违规代持者,由于隐蔽性高,查处难度大,使得投机者的违法成本较低,加剧了投机行为的泛滥。因此,PE 腐败问题与市场的投机氛围,高发行价的利润刺激,转轨经济中的关系、人情文化,对投机行为的监管缺位等诸多因素有关,对其治理并非简单地通过某一监管细节的改变所能奏效的。

现阶段而言,打击 PE 腐败,可以从两方面着手:一是减少投机者的获利,二是增加投机者的成本。减少投机者获利方面可以采取的措施包括:完善新股发行制度改革,改变高发行价、高市盈率的双高现象,去除新股发行的泡沫化;企业的上市申报材料中要详加披露新增股东参股的必要性,入股价格的合理性和公允性,并要求保荐机构和中介机构对此进行严格审核;利用税收调节机制,通过级差税率和征纳环节的巧妙设置来调控投机者的获利程度;当投机者的获利倍数超过某一标准时,可规定其向投资者保护基金缴纳一定的现金或拨付一定的股份来对普通公众投资者做出相应的利益补偿。增加投机者成本方面可以采取的措施包括:延长突击入股者新增股份的限售期,以鼓励其进行长期的价值投资,而非短期的套现获利;在企业申请上市的审核过程中,对于突击入股进行严格审核和重点关注,对于存在问题较多、质疑较大的企业建议整改或予以否决,从而倒逼企业对上市前的股份变动予以重视并谨慎行为;加大对违规持股和代持股份的查处力度,无论是 PE,还是保荐机构、中介机构相关人员,一旦发现存在违规持股行为就要对其严格处罚,不仅如此,违规行为发生时的其他知情股东也要承担一定的连带责任,从而加重投机者的违法成本。

这次金融危机之后,各国特别是次贷危机发源地的美国开始进行金融管制改革的探索,后危机时代的金融管制改革对我们治理 PE 腐

败问题有何借鉴意义呢?金融管制改革的一个重要方面就是扩大金融监管范围,注重系统性风险的防范,除了强化银行等金融机构的监管之外,并将之前缺乏监管的场外衍生品市场、对冲基金、私募基金等纳入监管视野。此次金融危机形成的一个重要原因就是大量的投机和流动性所聚集的泡沫造成了房地产市场和证券市场严重的错误定价,增加了市场崩溃的风险,因此,法律和金融监管应当修正市场的泡沫化,减少因过量投机行为造成的资产错误定价。而金融创新缺乏适当的金融监管和风险管理也是危机演化的一个重要因素,金融创新一方面能带来金融效率的提高,但另一方面也加大了金融体系的脆弱性,因此,未来的金融监管要适应金融业务综合化的要求,加强对金融创新的风险防范,重视金融安全和消费者权益的保护。这些金融管制改革的新方向带给我们的启示包括:要尽早把 PE 基金和投资行为纳入监管的范畴之中,PE 投资在我国还属于发展中的新生事物,我们要为其发展提供空间,创造条件的同时,要引导其走价值投资之路,限制其过多的投机行为,关注其可能带来的金融风险,促使其健康、理性地发展。

三、券商直投业务的质疑与监管

当前谈及 PE 腐败问题,一个绕不开的话题就是对券商直投业务,特别是“保荐+直投”业务模式的质疑与争议。一方面有人认为保荐机构参与直投涉及利益冲突和利益输送,对于这种业务模式所带来的巨额利润,尤其是近期保荐代表人违规持股产生的 PE 腐败问题浮出水面,使得这种模式成为舆论炮轰的对象。但另一方面也有券商喊冤,认为 PE 直投业务是国际投行的常规业务,现已成为境外投行的重要利润来源,如果因此而限制国内券商业务模式的扩展,必然不利于我国证券公司业务竞争力的提升。那么,我们要如何理性地看待券商保荐+直投的业务模式,并完善相应的监管呢?

(一) 券商直投所引发的质疑与争议

直接投资(业内简称为“直投”)业务是指证券公司利用自身的专业优势寻找并发现优质投资项目或公司,以自身或募集资金进行股权

投资,并以获取股权收益为目的的业务。2007年9月中国证监会批准中信证券、中金公司和中银证券三家公司进行股权直接投资的试点,2009年5月,证监会下发《证券公司直接投资业务试点指引》,截至2010年9月共有21家证券公司获得试点资格,试点指引中除了规定从事直投业务的相应门槛外,还要求证券公司通过设立从事直接投资业务的子公司来开展直投业务。

创业板开板以来,券商加速开展直投业务,据长江证券研究部相关统计,截至目前有券商背景的直投子公司或投资基金投资项目达到34家,总投资金额超过30亿。其中上市项目已有16家,投资金额为5.6亿元。根据现行市价,综合考虑分红配股等情况,计算出项目的隐含收益,16个项目总的隐含收益达到64亿元。除去个别项目(金风科技)计算出平均隐含收益率为720%,平均年化收益率为199.88%。^②截至2010年8月在创业板已上市公司中,采用直投加保荐业务模式的共有9家,直投平均账面回报率超过6.4倍。^③具有“近水楼台”之便的券商参与直投业务所取得的骄人业绩,连PE都自叹不如,有PE基金经理发出这样的感叹,“不仅券商参股的成本低得难以想象,而且,从播种到收获时间之短让我们这些普通的PE望尘莫及,一般的PE投资时间在3年左右,而券商的直投平均周期仅9个月。”^④面对这样的巨额暴利,招致的批评自然不绝入耳。券商作为保荐机构在企业进行IPO时充当着绝对的重要角色,券商直投入股Pre-IPO企业相比PE有更多的谈判话语权,券商通过直投入股与企业搭上同一条船,利益的联盟会使券商更加卖力地协助企业上市,甚至可能采取包装、美化等多种手段为其保驾护航。有统计显示,截至目前创业板“保荐+直投”项目的11

^② 朱茵:“券商‘直投+保荐’潜在收益率达720%”,载《中国证券报》2010年9月10日。

^③ 雷李平:“低市盈率入股 保荐+直投之暴利链条”,载《21世纪经济报道》,转载于新浪财经网, <http://finance.sina.com.cn/stock/newstock/zxdt/20100630/23228211330.shtml>,2010年6月30日访问。

^④ 周科竞:“券商直投创业板 狂揽灰色暴利”,<http://www.chinanews.com.cn/stock/2010/07-28/2429827.shtml>,2010年7月28日访问。

单保持着 100% 的过会率。^② 对于企业而言,分一杯羹给券商的直投子公司绝对是有利可图的,更何况发行时有券商为其“抬轿”,发行价也会更高。这样的利益链条,人们无法不质疑保荐机构是否还能保持其独立、客观、公正的执业要求,其中是否隐含着利益输送、包装上市等内幕交易。

券商方面则认为直投是国际投行的常规业务,一方面境外投行就常通过提供承销保荐、直接投资、财富管理等一揽子业务来获取利润,像摩根士丹利、高盛、美林等国际知名投行早将承销保荐和直接股权投资业务渗透到了我国境内并获利颇丰。券商有自己的研发机构和多年的资本市场运作经验,能够为客户提供更多的综合性服务,另一方面券商开展直投业务,可以有效地整合内部资源,实现协同发展,培育新的利润增长点,提高企业经营的稳定性和整体竞争力,改变证券业经营赢利模式单一的业务格局。至于人们质疑的“保荐+直投”业务模式存在利益冲突和利益输送,券商方面则认为:首先,保荐机构的独立性早有相应的法规予以约束,例如,《证券发行上市保荐业务管理办法》就明确规定,保荐机构及其重要关联方等持有发行人的股份合计超过 7%,就必须联合 1 家无关联保荐机构共同保荐,且该无关联保荐机构为第一保荐机构。其次,券商的保荐业务受到严格监管,违规成本巨大,无论是否参股 Pre-IPO 企业,都必须严格按照证监会的相关规定履行保荐职责,不会因一部分的直投利益而以身犯险,为其进行虚假披露和重大隐瞒。此外,目前券商开展直投业务都是通过直投子公司进行的,只要直投子公司在人员、机构、财务、资产、经营管理、业务运作等方面完全与母公司隔离,直投与投行保荐业务之间建立有效的防火墙,同样可以实现直投业务的规范、透明,如果因为潜在的利益冲突可对其施加禁令的话,就有可能造成在泼脏水的时候,把澡盆里的孩子也一起泼掉了。

(二) 利益冲突下的券商直投如何监管

质疑与争议下的券商直投业务正面临着新的十字路口,是应当叫

^② 伊莎·戴韵:“华泰证券保荐+直投首单 一年净赚至少 7500 万”,载《投资快报》,转载于新浪财经网,参见网页 <http://finance.sina.com.cn/stock/newstock/xzdt/20100819/00258506467.shtml>,2010 年 8 月 19 日访问。

停还是继续?建立防火墙,强调自律和加强监管是否能有效地避免利益冲突?如果说这是国际投行的常规业务,那么存在的是否就是合理的?在金融危机之后市场监管不断强化的趋势之下,境外的监管经验和新的监管动向对我们有何借鉴呢?

金融中介机构的利益冲突问题向来是各国金融监管的重点,特别是金融聚集使得金融业务日趋复杂化,组织结构呈现集团化的发展趋势,因而,利益冲突问题就变得越发不可避免。由于券商提供广泛的金融中介服务,而这些金融服务构成了金融体系有效运作的不可分割的部分,某些业务通常会具有潜在的利益冲突,例如,券商研究部门发布研究报告与自营、资产管理业务之间存在利益冲突,公司投资价值研究与股票发行承销之间存在利益冲突等,这些利益冲突既包括券商与客户之间的利益冲突,也包括不同客户之间的利益冲突。利益冲突会带来券商违背诚信义务的道德风险问题,券商有可能通过风险的转嫁获取不当利益或牺牲某一客户利益使另一客户获利,这会极大地影响投资者对证券市场的信心。这对我们的证券监管提出了挑战,如果因为券商不同业务之间存在利益冲突就对某些业务予以禁止,无疑束缚了券商适应市场发展的手脚,如果不对其利益冲突业务施加限制,又担心其像“出笼的老虎”一样对市场带来危害。

对于股票发行承销商向客户提供股权融资和借款所带来的利益冲突问题,国外学者也对此做了大量研究。Li, Masulis (2004)研究了当承销商是发行人的风险资本投资者时的IPO定价问题,作者在对1993~2000年间美国纳斯达克市场相关案例进行实证研究后发现,承销商对发行人进行股权投资,使得发行人与承销商之间建立了一种利益同盟的关系,会促使承销商提高IPO定价,即便发行人的条件较弱,持有发行人股份的承销商仍有很大激励推荐其上市,而且所持股权比例越高,这种激励效应就越大,这会造成承销商与外部投资者之间的道德风险问题。^⑦ Xie (2007)研究也表明,负责承销的投行在推荐那些与其存在资金借贷关系的公司上市时,往往存在激励去隐藏或美化关于

^⑦ Xi Li and Ronald W. Masulis, *Venture Capital Investments by IPO Underwriters: Certification, Alignment of Interest or Moral Hazard?* Working paper, June, 2004.

这些公司质量和风险的相关信息。^⑳ Santos, Sliveira, Barros (2009) 研究了 2004 年至 2007 年间巴西的 106 个 IPO 案例,在巴西,投行会向谋求上市的公司提供贷款和股权融资,这样的做法会产生一种错误的激励,促使投行向证券市场推荐的是缺乏财务稳定性和组织成熟度,并不符合公众投资者预期的一些公司。不仅如此,它还促使投行抬高这些公司的发行价格。^㉑ 这种利益冲突不仅损害了外部投资者,而且侵蚀着资本市场长期稳定性的基础。由此可见,“保荐加直投”业务模式不仅在国内受到了质疑,在其他国家也同样引起了广泛的关注和批评。

一般而言,解决金融中介机构利益冲突问题的监管措施主要分四类:预防、管理、披露、处罚。^㉒ 首先,预防措施主要指具有利益冲突的业务类型或金融服务功能最好由不同的法律实体来执行,例如,券商的直投业务是需要通过成立直投子公司来执行的,但问题在于,尽管是名义上不同的法律实体,但它们通过资本的连结或在同一集团公司之下也会存在密切的联系。其次,管理措施主要包括通过公司的内部治理,信息隔离墙的设置等从组织结构上来防止利益冲突或尽量减少其影响,但实际上是否能达到相应的隔离效果要靠内控管理的规范性和有效性,并非制度文件的简单颁行就能达到的。再则,披露措施主要是对利益冲突进行强制性的披露,披露是现代金融管制的核心手段,披露减少了交易各方的信息不对称,使行为人在获得信息的基础上进行行为决策,有助于提升市场效率,但这次的金融危机再一次证实了市场行为人并不能适当处理所获得的信息,这一方面是由于现代金融产品的复杂性,有限理性的投资者难以完全理解复杂金融产品的机制和风险;另一方面是由于市场参与者大多存在盲从或随大流的心理和行为特征。最后,处罚措施主要是对因利益冲突违背诚信义务的事后惩戒,包括自

^⑳ XIE, L, Universal banking, conflicts of interest and firm growth, *Journal of Financial Services*, v. 32, pp. 177 - 202, 2007.

^㉑ Rafael Liza Santos , Alexandre Di Miceli da Silveira and Lucas Ayres B. de C. Barros, *Underwriters Fueling Going Public Companies? Evidence of Conflict of Interest in the Brazilian 2004 - 2007 IPO Wave*, working paper, July, 2009.

^㉒ Mirjana Radovic, *Measures for Preventing and Managing Conflicts of Interest in Investment Firms*, Faculty of Law University of Belgrade working paper, July, 2010.

律组织的处罚、监管机构的处罚以及外部投资者集团诉讼所面临的民事赔偿等,但处罚是否能达到相应的威慑力依赖于违法行为被发现和查处的概率,获利所得与罚金赔偿之间的对比,监管的严格程度与法令执行的有效性等。

对于券商如何开展直投业务,能否采取“保荐+直投”的业务模式,在我们当前的市场环境和监管约束下确实需要慎之又慎。“保荐+直投”业务模式的确存在严重的利益冲突和一种不公平的优势地位,如果我们的监管措施非常完备,防火墙确实能进行有效地隔离,券商面对巨额的利益诱惑有较强的自律能力,市场纪律和声誉机制能对券商不适当、不道德的执业行为构成有效约束,我们可以开放这些具有潜在利益冲突的业务,但这些环境和条件未能成就之前,我们只能选择谨慎。人们在反思这场金融危机,质疑监管不力时,有观点就认为,美国监管投行的工作非常艰难,主要体现在“上有政策,下有对策”,投行似乎总能找到钻法律漏洞的伎俩,华尔街已经将如何逃避监管,不断获取暴利作为公开的“专业课题”,并将其发展到极高的水平。^⑩如同我们当前,有券商就开始采取变通策略来开展隐性的“保荐+直投”业务,券商之间达成协议进行协同作战,通过项目互换,“你保荐的项目我直投,我保荐的项目你直投”,来实现利益的互惠。在美国这样一个相对健全的监管市场中,对于高盛这样的投行金融巨头,尚且被冠以“贪婪的华尔街”受到大众舆论的谴责和抨击,在我们这个新兴加转轨的市场中,我们又如何在利益冲突面前将券商设定为道德、自律的理想角色呢?因此,对于券商直投业务的开展,我们只有在试点范围内针对发现的问题,逐步完善监管,控制推广的节奏和范围,才有可能尽量减少利益冲突的负面影响和控制金融风险。

^⑩ 席孜:“华尔街‘猫捉老鼠’游戏仍将继续——访加拿大帝国商业银行经济学家卢菁”,http://www.cs.com.cn/xwzx/04/201006/t20100611_2469741.htm,2010年6月11日访问。

结语

由于我们尚处于新兴加转轨的资本市场之中,市场的投机氛围浓厚,因而 PE、直投这样的新生事物常常是“其利未见,其弊先现”,使得我们金融市场监管尤为困难。这场金融危机再一次告诫我们,金融创新与资本市场监管如同一场持续不断的拉锯战,而我们所能做的也只有一次又一次地迎接挑战。