

PE/VC 行业的监管博弈和外部治理机制完善

郭卫锋^{1,2} 周建^{2,1}

(1. 南开大学 中国公司治理研究院, 天津 300071; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071)

摘要: 国内对股权和创业投资基金的监管存在很多争议。本文在简要回顾国内监管对股权和创业行业影响的基础上, 通过对现有监管问题的各种观点进行评述, 提出了应基于更微观层面的公司治理视角来研究股权和创业投资基金问题的观点。通过分析国外监管体系, 本文针对国内监管提出一些建议并认为应当构建股权和创业投资行业的外部治理机制。

关键词: 监管; 治理机制; 股权投资; 创业投资

中图分类号: F **文献标识码:** A

“是否应将 PE 入法”的争议随着《证券投资基金法》的正式修订盖棺定论, 而作为前述立法的第一个配套文件《私募证券投资基金业务管理暂行办法》(征求意见稿)(简称“征求意见稿”)又在向社会公开征集意见, 再次引发了股权和创业投资(简称“PE/VC”)监管权“花落谁家”以及行业监管“何去何从”的探讨。这场讨论映射的是当前国内 PE/VC 行业监管“九龙治水”的现状, 以及由于立法缺位、部门博弈导致 PE/VC 行业外部治理机制缺失的事实。PE/VC 行业的发展需要消除部门利益之争, 重塑一个统一、透明、有效的监管体系, 并以此为基础构建一个多方参与的外部治理机制。

一、股权和创业投资行业的监管现状

从创业投资(又称风险投资)概念的导入、民建中央提出关于发展风险投资“一号提案”、创业投资的快速发展到之后“全民 PE”时代的到来, PE/VC 行业蓬勃发展, 行业监管问题也日益凸显。

(一) 存在立法冲突, 监管有效性不足

我国针对 PE/VC 的规定散见于各个法律、法规和办法之中, 没有专门关于 PE/VC 的设立、运作、监管的法律, 且由于系统规范的法律制度环境的缺失, 零散的规定之间缺乏协调性, 条文之间存在冲突。如《创业投资企业管理暂行办法》规定 VC 的投资范围为“未上市企业”, 《关于股权投资企业规范发展的通知》规定 PE 的投资范围为“非公开交易的股权”, 但新基金法允许公募基金、私募证券投资基金涉足股权和创业投资, 证监会颁布实施的《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》规定符合条件的股权投资管理机构、创业投资管理机构可以从事公募基金管理业务, 征求意见稿亦允许 PE/VC 投资公开发行未上市的证券。相关法律规定之间的冲突, 要么造成 PE/VC 在法律适用上的机会主义, 要么无所适从, 难以形成有效监管。

(二) PE/VC 的定义缺位, 监管存在模糊地带

目前，国内尚无法律明确定义 PE/VC 的属性（金融机构还是实体企业）、法律地位及监管主体，并且 PE 和 VC 一直处在难以被明确区分的窘境。虽然发展改革委对于 PE、VC 采取不同的监管措施，PE 采取强制备案，VC 的备案则采取自愿制。但对两者的区分依然停留在注册名称字样，或注册时经营范围的描述，缺乏更为全面、深入、系统性的界定，致使注册为创业投资但实际从事股权投资业务的基金或取消“股权投资”、“创业投资”字眼却仍从事相关业务的机构成为监管模糊地带，不利于 PE/VC 行业的长远发展。

（三）多头监管，市场效率受到影响

目前，我国对 PE/VC 的监管主要涉及国家发展改革委、商务部/外管局、证监会、银监会、保监会等单位 and 部门。其中，发展改革委作为 PE/VC 的备案和主要监管部门，其他部门主要负责对 PE/VC 在募集或者投资过程中可能涉及的相关内容进行监督。如涉外 PE/VC 需向被投资企业当地的商务主管部门备案，PE/VC 投资的企业上市时，需要证监会的审批，同时证监会还直接负责券商直投子公司和直投基金的审批，信托型的 PE/VC 受到银监会监管，保险公司投资股权需要保监会审批，具有国资背景的 PE/VC 同样受到发展改革委和国资委的多头监管。但部门间对 PE/VC 的理解尚未统一，部门协调不足，市场公平和效率也因此受到影响。

（四）频繁的监管权博弈，影响行业发展

从《证券投资基金法》的修订历程以及此次公布配套政策的征求意见稿可以看出，证监会有意将除券商直投外的 PE/VC 纳入证监会的监管范围之内，虽然新基金法最后并未直接将 PE/VC 纳入该法中，但其关于“非公开募集财产的证券投资”的定义为证监会获得 PE/VC 的监管权做了留白。

新基金法颁布后，证监会通过相继颁布《非上市公众公司管理暂行办法》、《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》等一系列规定逐步布局对 PE/VC 的监管，加之新三板的运行，证监会实际上已取得了对 PE/VC 的部分监管权（PE/VC 投资新三板挂牌公司或其他非上市公众公司公开发行但未上市的股票或其涉及公募基金管理以及二级市场时，都需纳入证券监管的范围）。其次，无论主动或是被动，不仅数十家知名 PE 加入中国证券投资基金业协会成为特别会员，部分地方股权投资协会亦成为了基金业协会的会员，这与新基金法修订时 25 家 PE/VC 协会联名上书反对 PE/VC 入法的情形形成鲜明对比。但发展改革委亦通过相关规定强化其已有的监管权力，其他部门也站在各自立场出台规定介入其中。监管部门频繁的监管权博弈，让众多 PE/VC 机构忧心行业前景无从选择，进而影响行业的发展。

由于存在上述问题，PE/VC 在投资及退出过程的预期和行为被不断扭曲，资源无法得到最优配置，而 PE/VC 行业的发展需要良好的内部和外部治理环境，统一监管思路，构建以监管体系为核心的外部治理机制已经刻不容缓。

二、国外对股权和创业投资行业的监管经验

PE/VC 在我国的发展时间尚短，对其的监管也处于摸索阶段。而美国、欧盟等国是国际上 PE/VC 产业较为成熟的国家，其有一套较为成熟、专业的产业链和行业标准，因此，对国外监管经验的分析有利于构建符合我国国情的监管模式。

（一）美国对 PE/VC 的监管——双重豁免注册

立法层面，美国并没有对 PE 进行单独、直接的界定，而是归于“私募基金¹”的范畴，因此美国没有专门针对私募股权基金的法律规定，而是通过《证券法》（1933 年）、《证券交易法》（1934 年）、《投资公司法》（1940 年）、《投资顾问法》（1940 年）以及《金融监管改革法案—多德弗兰克法案》（2010 年）等一系列法案构建了私募股权基金监管的法律框架，在法律框架内对满足一定条件的 PE 及其管理人采取“基金和管理人双重豁免注册”的监管

模式，在信息披露和投资方式上具有较高灵活性。

监管机构方面，一方面，由全美创业投资协会（简称“NVCA”）作为协调管理行业的自律监管机构，建立了有效的行业制度和标准，并于1996年发布了《美国风险投资协会交易标准》，用于规范从业人员的职业标准；另一方面，由于美国《证券法》对证券的定义相当宽泛，私募股权基金份额属于证券的范畴，因此由证券交易委员会（简称“SEC”）来承担政府监管职能。

2008年金融危机后，出于风险控制的考虑，美国修改立法以提高私募基金管理人的豁免标准，尤其是2010年的《多德弗兰克法案》将缺乏监管的场外衍生品市场、对冲基金、私募基金都纳入了监管的范畴，并通过取消通常利用的豁免条款使得大多数PE管理人必须进行注册，其次还建立了严格的信息报告制度。但是，在收紧对PE监管的同时，美国考虑VC对实体经济的支持作用而对其采取了新的豁免。从监管角度而言，尽管PE和VC都属于私募基金的范畴，但美国仍根据投资方式的不同对其进行了划分，并因PE、VC不同的功能对其采取了不同的监管策略。

（二）欧盟对PE/VC的监管 —— 基金豁免注册

2006年欧盟委员会制定了PE的官方解释，²该解释为欧洲的从业机构所采纳，成为行业内界定PE的统一标准。

在监管上，欧盟通过《可转让证券集合投资计划》（“UCITS”）确定了PE属于另类投资基金，然后通过《招股书指引》（“Prospectus Directive”）、《金融市场工具指引》（“MiFID”）以及2013年正式生效的《另类投资基金管理人指引》（“AIFMD”）这三部指引规定了PE的监管模式。与美国PE的双重豁免不同，尽管欧盟的PE在载体上获得了注册豁免，但其管理人（即投资顾问）只能向专业客户提供服务，同时还要受到一国当局的监管。但是，对管理资产1亿欧元以下以及管理资产5亿欧元以下且5年内不能赎回的非杠杆基金管理人，仍可豁免注册。同时，对VC另行制定了《欧盟创业投资基金管理人指引》，采取较为宽松的政策，以体现对PE和VC的区别监管。

三、对我国股权和创业投资行业监管的建议

（一）明确PE/VC的界定，区别对待PE和VC

美欧立法对PE和VC有着较为明确的定义和区分，虽然二者在资金来源上都采用“私募”的方式，但其发展特征和功能作用完全不同。例如美国SEC对VC的界定条款非常详细，规定了VC的投资范围及投资方式；在欧洲，尽管VC属于广义的PE范畴，但VC与狭义PE的官方解释也有着清楚的边界。我国VC享受了税收和补贴等政策优惠，因此为了避免政策套利和机会主义，建议应明确界定PE/VC的法律属性，并将VC从PE中单独列出，对VC及其管理人的资格条件做出不同规定。

（二）解决立法冲突，做好立法衔接

鉴于短期内制定专门针对PE/VC的法律困难较大，可参考美国立法经验，通过其他一系列相关的法律、法规、规章共同构成PE/VC的监管框架，但前提是立法部门应当对作为监管框架的不同规定进行协调统一，对存在立法冲突的规定进行修订，做好中央与地方、部委之间、新旧法之间的立法衔接。

（三）明确监管主体和监管重点，建立信息共享的监管平台

在美欧，由于PE具有准金融机构性质，其监管均由金融监管部门来承担，从长期来看，在“大资产管理”的趋势下，我国可考虑以证监会为主导构建PE/VC的监管框架，并对PE/VC

基金和基金管理人采取不同的监管态度和标准，重点对基金管理人进行监管，尤其要加强对基金管理人信息披露的监管。如由证监会统一负责 PE/VC 的备案或注册，监管基金管理人遵守“合格投资人”规定和私募基金的发行营销，并负责监督基金的信息披露。此外，由有关部门在各自职责范围内进行监管：银监会、保监会、商委和国资委等部门分别监管各自的监管对象在投资时是否遵守“谨慎”规则，财税部门监管基金管理人纳税和跨国交易税收安排等。

但是，如短期内无法构建统一的备案及监管机关，则发展改革委和证监会应当加强协调合作，改变各自为政的监管思路，合理划分部门之间的监管权限，在双重备案、共同监管的体制下适当、有效的履行其职能，避免过度监管或无序监管。此外，为了减少 PE/VC 信息披露的成本，避免重复检查，应建立一个信息共享的长效机制，使商务部、银监会、保监会、工商、税务等政府部门内部能够随时共享、查阅到与其相关的 PE/VC 的动态信息。

（四）确立以适度监管为核心的外部治理机制

“私募性”决定了 PE/VC 行业是一个政府有限监管的行业，应更多发挥行业自律的作用。国家在出台 PE/VC 监管制度和各类优惠政策的同时，应建立和完善自律组织，逐步形成自律文化，减少官办协会，培育独立的、市场化的自律组织，制定统一有效的行业准则。此外，除了政府监管和行业自律外，还应当充分发挥各种如银行、律所、会计师事务所、媒体等外部服务机构对 PE/VC 的约束作用，构建包括市场竞争、政府监管、行业自律、专业机构等相关利益群体参与及监督在内的外部治理机制。

四、结语

中国公司治理实践经验表明，围绕规则、合规和问责进行的公司治理结构、机制建设使得治理的合规性明显改善，治理的有效性日益显现。同样，PE/VC 行业同样也会面临前述问题，而治理的有效性很大程度上取决于以监管为基础的外部治理机制的建立和完善。

金融危机后，尽管美欧对 PE/VC 的监管内容增加，但其监管和自律的原则并没有发生根本改变，只要未涉及到系统性风险和公众利益，都基本由行业自律机制发挥作用。尽管中国 PE/VC 行业发展过程中，曾出现过诸如“伪 PE”非法集资等乱象，但这绝非政府机关强化行业监管的藉口。笔者认为，第一，政府部门应深入探讨背后原因，改“监管思维”为“治理思维”，避免“管制”而应“适度”监管，加强监管部门合作而避免各自为政，充分尊重 PE/VC 的自律管理，提升 PE/VC 机构内部治理，强化投资者教育，促进形成良好的行业治理文化，进而形成发展良好的内外部治理环境。其次，PE/VC 也应改变视监管为“虎”的心态，提升自身内部治理水平，积极参与到行业的外部治理中，组建以 PE/VC 为主导的、市场化的行业自律组织，在 PE/VC 相关立法或政策制订过程中勇于发出行业的声音。第三，相关行业组织或个人作为 PE/VC 行业的利益相关者也应积极参与行业外部治理中，共同促进行业健康、有序的发展。

参考文献

- [1] 刘健钧，《欧洲创业投资发展及启示》[J]，《证券市场导报》2012年第01期。
- [2] 郭雳，《论私募基金的发展及监管——美国的经验及启示》[J]，《环球法律评论》2009年第4期。
- [3] 黄亚玲 赖建平 赵忠义，《我国私募股权基金监管当议》[J]，《证券市场导报》2010年第4期。
- [4] 戴相龙，《股权基金管理要解决五个关键问题》[N]，中国企业报，2009年。
- [5] 张瑞彬，《海外私募股权投资基金监管风向的转变与启示》，《证券市场导报》2009年第8期。

[6] WILLIAMS K SJOSTORM, A Brief History of Hedge Fund Adviser Registration and Its

Consequences for Private Equity and Venture Capital Advisers, the University of Arizona, Feb. 2011.

[7] ROMAN KREASSL, "Has Europe Be Catching Up? An Industry Level Analysis of Venture Capital Success over 1985-2009", VU University Amsterdam, 2011.

The supervision and the improvement of external governance mechanism about private equity and venture capital funds

Guo Weifeng^{1,2}, Zhou Jian^{2,1}

(1. China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin, China

2. School of Business, Nankai University, Tianjin, China)

Abstract: There are different arguments about the supervision on private equity fund and venture capital funds. The article briefly reviews on the effect of the supervision on the private equity fund and venture capital industry, comments on different problems on the current supervision, and argues that the study on the problems should focus on the micro perspective such as corporate governance. By analyzing foreign supervision systems, the article proposes some suggestions on the domestic supervision and suggests that we should construct external governance mechanism of the private equity fund and venture capital industry.

Key words: Supervision; governance mechanism; venture capital, private equity

收稿日期: 2013-03-15;

基金项目: 国家自然科学基金项目: “基于战略决策资本的企业战略治理与可持续竞争优势研究”(编号: 71272184); 国家自然科学基金项目 “中国企业国际化进程中制度转型、战略选择与竞争优势源泉研究”(编号: 70872048); 教育部新世纪优秀人才支持计划项目 “国际化战略背景下中国国有企业公司治理评价与竞争优势研究”(编号: NCET-08-0302); 教育部人文社科重点研究基地重大项目 “基于董事会能力的企业投融资战略治理研究”(项目编号: 11JJD630005)。

¹ 美国私募基金分为两个种类: 投资于一级市场的私募股权投资基金和投资于二级市场的对冲基金。

² 欧盟将PE分为三类, 分别是创业投资(VC)、扩张期投资和并购, 界定类别少于美国, 但方式和内容与美国类似, 都是以所投企业的发展阶段为标准进行界定的。