

治理现代化下基于前景理论的私募违规分析和治理建议

杨玉晨

(南开大学商学院, 天津 300071)

摘要: 私募基金是我国资本市场的后起之秀, 然而它在快速成长的同时, 也频繁曝出了公司治理的违规案件。基于治理现代化的理念, 本文引入行为金融学的理论成果——前景理论, 构建了私募基金管理者违规操作的效用模型; 通过模型的求解与分析, 结合 2015 年上海宝银公开宣传的私募违规案例, 进一步提出改善私募违规乱象的治理建议。前景理论在私募基金公司治理中的应用是本文的创新之处, 本文的研究结果对改善私募基金违规乱象具有重要的理论与现实意义。

关键词: 私募基金; 公司治理; 私募违规; 前景理论; 行为金融

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

一、引言

私募基金作为我国资本市场的后起之秀, 是推动金融创新、市场良性竞争的重要动力, 在最近几年逐渐受到社会各界的普遍关注。李九斤等(2015)的研究表明, 有私募股权投资参与的企业, 其企业价值普遍高于无私募股权投资参与的企业。2015 年 12 月 23 日, 国务院总理李克强在国务院常务会议中强调, 要“发展创投、天使投资等私募基金”。

然而随着私募基金市场地位的逐步攀升, 私募基金的公司治理违规案件也层出不穷。除备受关注的徐翔案外, 金中和内幕交易、上海宝银违规宣传、以及各种伪私募组织非法集资、操纵股价等违规现象也在监管部门的严厉打击下浮现出来。2015 年, 证监会对 141 家私募管理者及其销售机构展开现场检查, 对 27 家私募管理者采取行政监管措施, 惩罚了 20% 的私募机构; 2016 年 5 月, 近 2000 家私募基金因未发行实际产品被注销备案, 众多“三无”公司在劫难逃。私募行业频频曝出的违规案件为加强私募基金的公司治理敲响了警钟, 相关的研究迫在眉睫。

十八届三中全会对于国家治理能力和治理体系的现代化提出了新的要求, 私募基金作为资本市场的重要参与者, 其公司治理水平的提高也应提上日程。针对私募基金的违规行为, 私募基金管理者(以下简称管理者)是主要责任人, 他们对于违规行为的决策直接导致了违规现象的产生, 在这种情况下, 我们可以通过研究管理者的决策心理、影响因素, 设计相关治理机制, 来减少私募基金的违规乱象。

基于治理现代化的理念，本文从私募基金管理者风险决策的角度出发，根据前景理论构建管理者违规操作的效用模型，通过研究影响管理者违规总效用的影响因素，探究减少私募违规行为的治理途径。前景理论在私募基金公司治理中的应用是本文的创新之处，本文的研究对于减少私募基金的违规乱象、推动私募行业治理现代化的进程具有重要意义。

二、文献综述

关于前景理论在违规行为中的应用，何红渠，肖瑛（2005）依据前景理论，研究了纳税主体的税收遵从行为，得出了税率与纳税遵从水平负相关的结论。^[1] 龙朝阳，田银华（2008）应用前景理论，研究了惩罚力度、官员薪资对贪腐行为选择的影响。^[2] 高欣，吴晓伟（2015）改进了累积前景理论的价值函数，构造演化博弈模型对施工企业的安全参与行为进行了研究。^[3] 许娟娟（2014）从舞弊决策的理性与非理性的界定入手，应用前景理论研究了会计舞弊行为。^[4] 苑宏宪，王雪青（2014）将前景理论引入不完全信息演化博弈，研究了注册建筑师诚信执业的行为。^[5] 刘晓红（2015）基于前景理论构建了食品安全演化博弈模型，解释了食品市场中存在违法生产经营而缺乏监管治理主动性的现实悖论。^[6]

对于前景理论在公司治理中的应用，张功富，蒋基路（2007）从行为财务的视角分析了经理人过度自信、恶性增资、羊群行为等三种非理性行为与企业投资失败的关系。认为改善公司治理机制是预防投资失败的根本措施。^[7] 陈思思（2013）基于前景理论确定效应、参照依赖等观点，研究了公司治理结构对非理性资本支出的影响，提出完善公司治理结构系列政策建议。^[8] 陈继萍（2013）从期望效用理论、前景理论和公司治理理论对风险回报关系进行了综述，并分析了研究对我国的启示。^[9] 陈斐等（2012）基于前景理论研究了效用函数，同时利用委托代理理论分别研究了确定性环境和不确定性环境下知识型员工激励机制中奖励与惩罚的特征。^[10]

上述文献为推动私募基金健康发展，推动公司治理现代化进程做出了重要的理论与现实贡献。

三、前景理论简介

20世纪50年代，基于理性人假设的期望效用理论因难以解释“阿莱斯悖论”、“埃尔斯伯悖论”等现象受到了众多学者的质疑。在这种情况下，许多学者试图将心理学引入经济学研究，通过实验研究等方法提出了多种非期望效用理论。众多理论当中，Kahneman和Tversky提出的“前景理论”（Prospect Theory）^{[11][12]}脱颖而出，对人们的风险决策行为做出了较好的解释。

前景理论把人的风险决策过程分为编辑、评价两个阶段。在编辑阶段，个人凭借参照点（reference point）、框架（frame）等收集、整理信息。在评价阶段，个人以编辑的结果为基

基础，通过主观概率的权重函数（weighting function）和价值函数（value function）对信息进行评价和判断，最终做出决策。在评价阶段中，期望的总效用 $V(T)$ 由权重函数 $W(P)$ 和价值函数 $v(X)$ 决定，满足如下关系式：

$$V(T) = \sum W(P_i)v(X_i) \quad (1)$$

如上(1)式所示，人们决策时的总效用 $V(T)$ 由价值函数 $v(X)$ 和决策权重 $W(P)$ 共同决定。 X_i 代表事件结果， P_i 代表事件发生概率。总效用 $V(T)$ 的大小决定了一件事情对决策者的激励程度。其中价值函数 $v(X)$ 是决策者主观感受所形成的价值，满足以下关系式：

$$v(X) = \begin{cases} X^\beta & (X \geq 0) \\ -\lambda(-X)^\beta & (X < 0) \end{cases} \quad (2)$$

(2) 式中， λ 为损失厌恶系数，衡量个人对于损失风险的厌恶程度， $\lambda > 1^i$ ； β 为价值效用系数，衡量 X 对于个人价值的满足程度， $0 < \beta < 1^{ii}$ 。价值函数 $v(X)$ 的图像如图 1 所示。

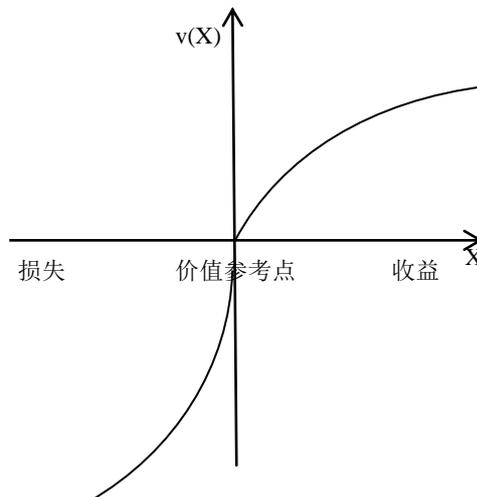


图 1：前景理论中价值函数图像

$V(T)$ 的第二个决定因素——决策权重 $W(P)$ 描述对事件客观概率的主观判断，是结果范围在 $[0,1]$ 的非线性单调增函数。大量实验表明，决策者对小概率通常赋予过大的权重，即 $W(P) > P$ ；对大概率通常赋予过小的权重，即 $W(P) < P$ ，权重函数的图像如图 2 所示。

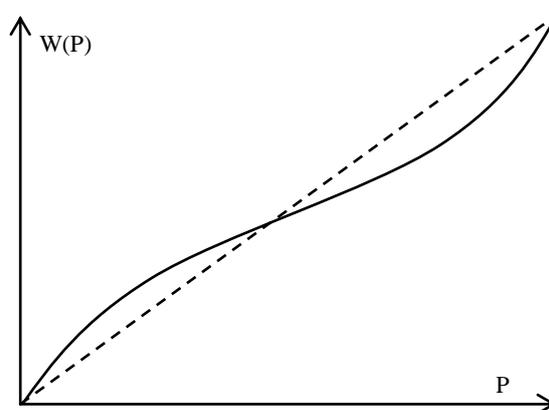


图 2：累积前景理论中权重函数图像

总体来看，前景理论最终得到以下的主要结论：

1、人们在面临获得时更倾向规避风险。在确定的收益面前，多数人会选择见好就收，称之为“确定效应”。

2、人们在面临损失时更倾向偏爱风险。在面临损失时，多数人会表现得不甘心从而更希望“赌一把”，尝试冒险，称之为“反射效应”。

3、人们对损失比对获得更为敏感。即同等财富量变化时，损失时的痛苦感要大于获得时的快乐感，称之为“损失厌恶”。

4、人们对损失或收益的判断由选择的参照点决定，人们更看重财富的变化量，而非绝对量，称之为“参照依赖”。

5、人们对小概率事件往往高估其概率值。即便成功的可能性微乎其微，仍然抱有侥幸心理，称之为“迷恋小概率事件”。

四、基于前景理论的私募违规效用模型

Kahneman 和 Tversky 的前景理论是行为经济学的重大理论成果，并且获得了大量的实证支持ⁱⁱⁱ，但在基金违规操作的分析中尚未得到广泛应用。为此本文从近年来私募基金公司治理违规案件频发的现实背景出发，基于前景理论设置相关变量，构建私募基金管理者违规操作的效用函数模型，并通过理论结果探究减少管理者违规操作的治理途径。

1.模型的建立

假设：违规成功时，管理者能够获得的违规收益为 R_1 ，管理者违规的操作成本为 C ，管理者违规成功的概率为 P ；违规失败时，管理者承受的罚金为 R_2 ，蒙受的声誉损失为 F ，违规的操作成本为 C ，违规失败的概率为 $1-P$ 。^{iv}

根据公式（1）、（2）和模型假设，管理者违规操作的总效用 $V(T)$ 满足如下关系式^v：

$$V(T) = (R_1 - C)^\beta W(P) - \lambda(R_2 + F + C)^\beta W(1 - P) \quad (3)$$

2.模型的解析

若想制止管理者违规，则需促使违规操作的总效用为负，这样管理者就没有动力去进行违规操作。令 $V(T) < 0$ ，得到如下不等式：

$$\left[\frac{R_1 - C}{\lambda(R_2 + F + C)} \right]^\beta < \frac{W(1 - P)}{W(P)} \quad (4)$$

为促使上述不等式成立，我们可以从以下几个角度入手采取相关措施：

- 降低违规获利的资金 R_1 。
- 增大管理者违规操作的成本 C 。

- 加大违规后惩罚力度 R_2 。
- 加大违规后声誉损失 F 。
- 降低违规成功的概率 P 。
- 增大风险厌恶系数 λ 。
- 减小价值效用系数 β 。
- 提高管理者的道德水平。^{vi}

3.基于效用模型的治理建议

在管理者的考察方面，我们可以从 λ 、 β 、道德水平方面进行考虑，其中较高的道德操守可以直接抑制管理者的违规操作。为提高基金管理者的道德水平，我们可以加强诚信档案的管理，通过无记名投票、谈话考察等多种办法加强对其道德水准的考核，提高私募基金管理者准入的道德门槛。而对于风险厌恶水平较低（即 λ 系数较低），有明显的拜金倾向（即 β 系数较高）的基金管理者，他们因对金钱有更高的需求而更容易从事违规行为，为此我们可以在准入时通过问卷调查等进行测试，做好档案记录，在后期的监督工作中对他们进行重点审查。

除此之外，违规成功的概率 P 也是一个具有决定性的变量^{vii}，我们可以采取多方面措施降低 P 值。当外部监管部门与内部制衡机制较为有效时，基金管理者违规操作成功的可能性大大降低，因此我们可以通过加强基金业协会等自律组织的监管，提高合格投资者、基金托管人的监管效率，加强外部治理现场检查的有效性等方法来降低管理者违规成功的概率。

在违规惩处方面，加大惩罚力度 R_2 、增加声誉损失 F 都会促使 $V(T)$ 减小。为此我们需要强化私募行业的声誉机制，并加大惩处，起到杀鸡儆猴的作用。

对于违规获利资金 R_1 和违规操作成本 C 的改变较为困难，因此对于获利非常丰厚、操作成本较低的私募违规行为，我们应该有所侧重地做好事前事后监督检查工作。

五、基于前景理论的案例分析

2011 年至今，私募基金违规案件层出不穷，我们以 2015 年上海宝银创赢投资公司违规宣传的案件为例，从前景理论的视角入手，进行治理机制的探究与分析。

1.案例梳理与分析

2015 年 6 月 2 日，上海宝银在公司官网和 500 倍基金网上发布了一封写给新华百货^{viii}全体股东的公开信。公开信中，上海宝银的实际控制人崔军提出了针对新华百货的多项议案，

包括收购网络销售平台进行封闭路演；利用新华百货多余资金作为私募基金的优先资金，每年给予 10% 的固定利息；要求定期转增股票；收购小型保险公司以扩大资金来源；要求提名董事会成员等。公开信对上海宝银的私募业绩有所提及，包含了一定的夸大色彩；并且提出了定期转增股票等建议，似乎有意拉拢中小股东，抬升新华百货股价。公开信随即引起了投资者和监管部门的关注。2015 年 6 月 4 日，中国证券基金业协会表态，认为公开信的内容构成对上海宝银私募基金的宣传推介，并对其开展自律调查。证监会宁夏局指出上海宝银在非指定信息披露媒体发布重要信息，违反现行信息披露制度，做出 40 万元罚款决定。证监会上海局从私募基金监管的角度认为上海宝银构成违法宣传推介，要求其进行整改并采取监管措施。

经过分析我们可以看到，公开信此举的动机有二：一、借公开信之名宣传推介自身的私募平台；二、制造新闻热点借机抬升新华百货股价，之后再减持获利。两个动机隐藏在“公开信”这样一个外壳之下，着实不易察觉。实际上，上海宝银是首家私募基金违法公开宣传被查的案例，在此之前，发布公开信大肆宣传是崔军的惯用手法。由于外部治理的松懈，依经验判断，违规宣传的成功概率较高；而套路轻车熟路，效益丰厚、颇有收获。这些促使崔军达成判断：违规宣传的总效用非常高，于是便有了上面描述的案件。

在这起案件中，以往外部治理的缺失促成了违规操作的最主要动力，它促使管理者对违规成功的概率估计较为乐观，直接导致了违规操作的总效用值提高；崔军打擦边球、不顾现行法规的逐利心理是造成案件发生的重要的主观因素，即决策者的 λ 较低， β 较高，道德约束失效；内部治理约束的缺失使得管理者的操作成本极低，管理者一人独断专行；声誉机制的缺失使得管理者违规失败后的声誉损失较小，违规失败的成本又进一步降低。种种因素的叠加促使违规行为的总效用较大，管理者最终选择了违规操作。

2.治理建议

(1) 基于效用模型的治理建议

为减少上述案件的发生，我们可以从多方面入手完善相关治理机制：1.加强私募基金内部治理机制的建设以提高管理者违规操作的成本。这要求我们完善管理者违规操作的内部约束机制，制造相应的利益冲突，提升私募行业的公司治理水平。如在本案中，设立合规部门对管理者行为进行审核监督；或者加强托管方的独立性来加强托管银行对管理者行为的约束监督（如在托管方和基金管理公司之间插入中介机构进行统一随机分配）。2.强化外部治理的监督与约束，定期进行现场检查，设立信息调研专员监察市场的违规操作迹象，以降低管理者违规成功的概率。3.完善基金管理者的信用档案，对于 λ 、 β 系数、违规历史等进行统一的测量、记录，有侧重地进行监督检查。4.完善私募行业的声誉机制，进一步增大管理者违规的声誉成本。

（2）基于其他结论的治理建议

人们的决策心理是复杂多变的，根据前景理论的“确定效应”和“参照依赖”，我们也可以进行一些治理机制的设计。

“确定效应”说明，人们在面临获得时更倾向规避风险，在确定的收益面前，大多数人会选择见好就收。而人们在进行风险决策的过程中经历的第一个阶段是编辑的过程，在对相同的信息进行处理时，不同的化简、归纳方式会对人们的决策选择产生影响。应用“确定效应”，我们可以进行如下设计：对管理者收缴的“管理费”、“手续费”进行一定比例的扣押，由托管方统一保管。到每年的年底，如果经过核查管理者没有进行违规操作，则将扣押的资金如数归还，否则分摊给投资者和托管方。在这种情况下，不违规，管理者能够得到一部分确定的收益，违规，管理者有很大风险失去这些资金，在“确定效应”的心理下，管理者很有可能选择遵守法纪。

“参照依赖”说明，人们对损失或收益的判断由选择的参照点决定。Kőszegi 和 Rabin (2007)^[13] 提出参照点是个体的一种理性预期，认为参照点是关于近期信念(recent beliefs)的结果，比如，如果预期这个月会交 800 元税款，结果最终交了 700 元税款则会产生一种收益的感受。在私募基金中也是如此，如果业内违规成性，违规操作成为心照不宣的共识，那么在看待违规操作这一行为时，决策者的参照点难免会发生改变：不违规会觉得自己吃了亏，违规获利才会觉得理所当然。行业内的风气对决策者的预期有一定的影响作用。“参照依赖”的现象告诉我们，对私募行业不良风气的打压很重要。比如，在外部治理难以深入，内部行情难以知晓时，我们可以通过大力奖励检举等方式，来制造业界中遵纪者与违规者的利益冲突，充分发挥行业内部治理机制的作用。在治理私募基金违规操作的过程中，我们要充分关注业界内的风向变化，为管理者的决策树立一个积极健康的参照标准。

六、结语

私募基金是我国衍生品市场举足轻重的投资者，因其运作手法灵活、回报丰厚受到高端投资者的青睐。然而近年来，频繁发生的私募基金违规案件也暴露出这个新兴行业公司治理的缺陷与不足。

基于治理现代化的理念，本文引入行为金融学的理论成果——前景理论，构建了私募基金管理者违规操作的效用模型；通过模型的求解与分析，结合 2015 年上海宝银公开宣传的私募违规案例，本文又进一步提出改善私募违规乱象的治理建议。私募基金作为资本市场的新兴主体，其违规乱象的诱导因素是多样而复杂的。结合心理学的研究理论，从管理者风险决策的角度出发进行治理机制的探索，不失为一个新颖而实用的视角，这正是本文的创新之处。随着私募基金相关法规的不断完善，国家治理现代化水平的不断提升，相信私募基金会一步步走向规范，趋于成熟，继续为活跃我国资本市场、促进良性竞争、推动金融创新贡

献力量。

参考文献

- [1]何红渠,肖瑛. 基于期望理论的纳税遵从行为研究[J]. 财经研究, 2005, 03:100-108.
- [2]龙朝阳,田银华. 腐败行为及其治理选择——基于前景理论的研究[J]. 公共管理学报, 2008, 04:46-52+124.
- [3]高欣,吴晓伟. 基于改进累积前景理论监管奖励博弈模型分析——政府监管方视角[J]. 社会科学家, 2015, 03:74-79.
- [4]刘晓红. 基于前景理论的食品企业安全监管演化博弈研究[J]. 中国商贸, 2015, 04:166-168+170.
- [5]许娟娟. 基于前景理论的会计舞弊研究[J]. 当代经济研究, 2014, 05:87-91.
- [6]苑宏宪,王雪青. 基于前景理论的注册建造师执业行为监管演化博弈分析——基于承包商视角[J]. 软科学, 2014, 04:140-144.
- [7]张功富,蒋基路. 经理人非理性行为对企业投资决策的影响[J]. 会计之友(下), 2007, 01:27-28.
- [8]陈思思. 公司治理结构对非理性资本支出的影响[D]. 湖南大学, 2013.
- [9]陈继萍. 风险与回报关系研究综述[J]. 财会通讯, 2013, 36:101-103.
- [10]陈斐,邓玉林,达庆利. 基于展望理论的知识型员工激励机制[J]. 东南大学学报(自然科学版), 2012, 05:1016-1020.
- [11]Kahneman D, Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47(2) : 263-291.
- [12]Tversky A, Kahneman D, Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty[J]. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1992, 5(4) : 297-323.
- [13]Köszegi, B., &Rabin, M. (2007). Reference-dependent risk attitudes. *The American Economic Review*, 97(4), 1047 - 1073.

Analyzing Private Equity Scandals by Prospect Theory and Suggesting Corporate Governance Solutions under National Governance Modernization

Yang, Yuchen¹

(1.Department of Financial Management, Business School, Nankai University)

Abstract: As an up-rising star in Chinese capital market, private equity has shown its promising prospect. However, with constant illegal cases springing up, time has come to look into the governance defects of

private equity. Based on prospect theory, I originally set up a utility model, displaying the factors that influence managers' illegal behaviors. Then, I utilize the model to study the scandal of Shanghai Baoyin in 2015 and propose corporate governance solutions. My innovation point lies in the utility model, which I establish utilizing prospect theory and apply to the corporate governance of private equity. The paper has important implications for the healthy development of private equity and the promotion of national governance modernization.

Key Words: Private Equity; Corporate Governance; Private Equity Scandal; Prospect Theory; behavioral finance

收稿日期: 2016.06.30

基金项目: 2012 年国家自然科学基金重点项目(71132001) “我国集团企业跨治理与评价研究”、2014 年度教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(14JJD630007) “基金治理和基民利益保护研究”、2015 年南开大学亚洲研究中心资助项目

作者简介: 杨玉晨 (1994-), 女, 河北省沧州市人, 南开大学商学院财务管理系本科生, 研究方向: 投资组合、公司治理、行为金融学。E-mail: 172241244@qq.com

ⁱ一笔损失引起的烦恼要大于同样收益所带来的快乐, 这在前景理论中被称为损失厌恶 (loss aversion)。

ⁱⁱ边际效益递减。

ⁱⁱⁱ参考 Kahneman' s Nobel Lecture(2003), Camerer 和 Lowenstein(2003)。

^{iv}上述变量均为正值。

^v假设管理者均为理性经济人, 不考虑道德操守对其违规行为的约束。

^{vi}上述模型中未考虑管理者的道德水平。若管理者具有较高的道德操守, 则其违规成功的价值 $v(X)$ 为负值, 直接促使总体期望价值 $V(T)$ 为负。

^{vii}当 $W(P)$ 为 0 时, $V(T)$ 一定呈现负值; 较高的道德水平也具有这样的效果。

^{viii}当时上海宝银是新华百货的大股东之一。