

研究报告

RESEARCH REPORT

中国私募基金发展前景和当前问题研究

课题研究员 王霞



深圳证券交易所综合研究所

2006.09.20 深证综研字第0145号

内 容 提 要

1. 本报告所研究的私募基金指通过非公开发行方式向特定投资者募集，进行证券投资活动的基金。从我国私募基金概念的经济内涵看，与美国的 hedge fund 和开曼群岛的 mutual fund 或 4(3)条款基金非常相似。

2. 全球私募基金的发展主要集中在 20 世纪 90 年代以后。1988 年后，私募基金数量以平均每年超过 17% 的速度增长，并在进入本世纪后继续保持高速增长。截至 2005 年底，全球私募基金管理资产规模已达到 14,000 亿美元。目前全球私募基金主要集中在美国和开曼群岛，离岸基金所占比重近年来不断扩大。

3. 私募基金的经营管理有更大自由度，投资方式更加灵活多样；私募基金委托代理关系简单，投资人与基金经理之间有着密切的联系和紧密的利益关系；私募基金是一类适合于高收入富有阶层的投资方式。因此，私募基金才得以在众多投资方式中存在和发展。从全球私募基金的历史表现看，其平均收益高于共同基金，平均风险则低于共同基金。与共同基金相比，私募基金的激励机制更加有效，私募基金通常按照绝对收益收取业绩表现费。

4. 海外对私募基金的监管是在认同其基本特征合理性的基础上加以规范和监管的。首先，认同私募基金在经营管理模式上的多样性，所以监管的重点不在于私募基金的投资风险和信息披露，而通常将监管重点放在制定相关豁免条件，以及审查相关私募基金是否符合豁免条件上；其次，认同私募基金的委托代理关系相对简单的特征，对投资者人数有明确的要求；第三，认同私募基金作为富人投资工具的特征，对投资者的资产和收入水平，以及投资额度等都有各种明确的规定。这些监管措施，进一步凸现了私募基金的特点与优势，有力地推进了私募基金的发展。

5. 我国私募基金目前可以分为两大类：一类是有官方背景的合法私募基金，主要包括：券商集合资产管理计划、信托投资公司的信托投资计划和管理自有资金的投资公司；另一类是没有官方背景的民间非合法私募基金。这类私募基金没有合法的形式，其业务的合法性不明确。这类基金常常以投资顾问公司和投资管理公司等名义，以委托理财方式为其他投资者提供集合理财服务。

6. 我国私募基金未来发展前景广阔。迅速发展的金融市场，为私募基金的发展提供了广阔的投资空间。我国私募基金投资者队伍不断壮大，保证了私募基金未来旺盛的需求。同时，证券和基金市场的发展为私募基金提供了充足的私募基金经理人才储备。

7. 发展私募基金在我国具有重要的现实意义。发展私募基金，可以更好地满足不同类型投资者的投资需求，进一步完善我国证券市场的投资者结构。同时还有利于建立我国证券市场的流动性机制，提高市场流动性。

8. 目前我国私募基金监管的重点是私募基金管理人资格审批，以及基金投资方向和投资比例限制。民间私募基金协议双方的委托理财关系及其理财协议的合法性一直处于灰色地带。我国现有的各种经济主体组织形式对私募基金都难以适用，无法确立其合法地位。另外，目前我国关于非公开募集对象，以及非公开募集的发行渠道和发行方式的界定都很不清晰。

9. 我国对私募基金的政府监管应该遵循以下几个原则：（1）明确私募基金在我国金融市场的合法性及其地位，既不能一律封杀，也不能放任自流。（2）明确私募基金的特色和优势，通过政策鼓励和发展它的特色和优势，促进我国证券市场的投资者结构优化。（3）明确对私募基金的监管重点和方向，避免使私募基金与共同基金趋同。

10. 我国私募基金监管和发展的具体建议：（1）转变私募基金监管重点和思路，通过禁止私募基金从没有自我保护能力的小投资者吸纳资金，保护普通投资者的利益。（2）明确私募基金的界定标准，同时加强对违反私募基金监管规定行为的监管和处罚。界定标准可以从私募基金投资人资格、投资人数量、私募基金销售渠道和销售方式几方面确定。（3）明确私募基金投资管理人资格要求。（4）对投资者人数超过一定数量、管理资产超过一定规模的私募基金实施备案制度。（5）对私募基金的投资等具体运作放松监管，免除对私募基金投资范围、投资比例、私募基金管理费和业绩报酬提取办法的监管。（6）尽快发展基金行政管理服务行业，鼓励私募基金通过银行托管基金资产。（7）加强证券操纵等违法行为监管和处罚。（8）抓紧研究目前适合私募基金发展的合法形式，提供政策支持。

关键词：私募基金 发展 合法性 监管

目 录

一、导言	1
二、私募基金及其全球发展	2
(一) 私募基金概念的界定	2
(二) 私募基金的全球发展概况	6
(三) 全球私募基金发展的区域性分布	8
三、海外私募基金的运作	9
(一) 私募基金的募集方式和募集对象	9
(二) 私募基金的历史表现和收益评价基准	10
(三) 私募基金激励机制	12
(四) 私募基金的透明度和投资方式	17
(五) 私募基金资产和份额的流动性	17
(六) 私募基金区别于共同基金的主要特点小结	18
四、海外私募基金的监管	19
(一) 私募基金监管的法律框架	19
(二) 私募基金监管思路和监管重点	20
(三) 对私募基金投资人资格和个数的限制	22
五、我国私募基金市场现状及未来前景	26
(一) 我国私募基金市场现状	27
(二) 我国私募基金发展前景分析	29
(三) 我国发展私募基金的现实意义	32
六、我国私募基金当前问题及建议	34
(一) 我国私募基金监管现状及问题	34
(二) 我国非公开募集方式的现行规定及问题	37
(三) 我国私募基金监管和发展建议	39
参考文献	44

一、导 言

关于私募基金，在我国已经历了反反复复，几轮讨论。市场对于私募基金合法化的呼声，也随着证券市场的起起落落和我国相关法律出台的进程忽高忽低。2003 年颁布实施的《基金法》中，将私募基金剔除在基金法适宜的范围之外。关于私募基金的讨论也进入低谷。

但是，私募基金市场的发展并没有停步。在中国股票市场持续 4 年多的熊市中，一批私募基金倒下了。与此同时，私募基金经过市场的洗礼也脱胎换骨，投资理念得到磨练，投资管理人更加成熟，投资行为更加理性。

中国经济持续高速发展，造就了大批资金实力雄厚的个人投资者和有大量富余资金的企业。持续多年的熊市教育了投资者，专业理财的观念开始被更多人接受。共同基金经过几年的“超常规发展”，其局限性逐渐暴露，同时也造就了大批的投资精英。

证券市场的逐步复苏再一次激发了市场的投资热情，私募基金的话题再次受到市场关注。在本轮关于私募基金的讨论中，私募基金合法化的重要性和紧迫性相继得到央行数位高层的公开认同。

本报告在研究海外私募基金的运作特点和监管制度的基础上，从我国证券市场发展和投资者机构演变的角度，分析我国私募基金未来发展前景，结合我国私募基金的市场现状和存在的问题，提出我国私募基金监管和发展的建议。报告结构如下：

第一部分首先对我国私募基金概念进行分析，确定本报告研究的边界。同时分析海外与我国私募基金相对应的概念。在此基础上，分析了私募基金的全球发展概况和地区分布特点。

第二部分从基金的募集方式、募集对象、收益表现和评价基准、激励机制、透明度、投资方式，以及基金资产和份额的流动性等方面分析海外私募基金不同于共同基金的特点和运作模式。

第三部分在分析海外私募基金的监管时，以目前海外私募基金的主要运作地美国和开曼群岛为基础，主要从其监管法律框架，监管思路和监管理念的角度进行分析，同时介绍其主要监管条款——私募基金投资人资格和人数的限制。

第四部分首先分别分析有官方背景的合法私募基金和没有官方背景的民间非合法私募基金的市场现状，然后从我国证券市场发展和投资者结构演变的角度，分析我国私募基金未来的发展前景和发展私募基金的现实意义。

第五部分通过分析我国私募基金目前的监管架构和监管思路，以及我国对非公开募集方式的法律界定，指出其中的主要问题，进而提出我国私募基金监管和发展的政策建议。

二、私募基金及其全球发展

（一）私募基金概念的界定

1. 我国私募基金概念界定

在我国，私募基金没有合法身份，其概念比较模糊，是人们相对于公募基金，私下里对非公募基金的一种模糊称呼。我国一些学者曾对私募基金的定义进行了讨论。如韩志国、段强（2002）认为：“所谓私募基金，又可以称为向特定对象募集的基金，是指通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集资金而设立的基金，它的销售和赎回都是基金管理人在私下与投资者协商进行的。”夏斌、陈道富（2002）认为，“所谓私募基金是指非公开宣传地向少数或有专门投资经验、不需政府特别保护的特定的投资者募集货币基金并以基金方式运作的集合投资制度。私募基金与一般的公募基金的本质区别在于‘私募发行’，与一般信托行为的区别在于‘基金运作’。”

以上两个关于私募基金的可以视为广义的私募基金定义，在这两个定义中，主要通过基金的募集方式界定其是否属于私募基金，只要是采用非公开发行方式募集的基金，无论其投资方向是高流动性的金融产品还是低流动性的私人股权，都称为私募基金。

我国市场上以及媒体上讨论私募基金时，通常所指的是狭义的私募基金：通过非公开发行方式向特定投资者募集，进行证券投资活动的基金。为了与目前关于私募基金的讨论保持一致，本文在讨论私募基金时，系指符合上述狭义的私募基金概念。

2. 海外与我国私募基金相对应的基金概念

私募基金，如果按照字面翻译，用英文可以翻译成 privately offered investment company（私募投资公司）或 private fund, privately offered fund（私募基金）。这些词汇在海外非常生僻。

从我国私募基金概念的经济内涵看，与美国的 hedge fund 和开曼群岛的 mutual fund 或 4(3)条款基金非常相似。只是我们以前通常把 hedge fund 翻译成对冲基金，mutual fund 翻译成中文则为共同基金。

(1) 美国的 hedge fund

与我国的私募基金一样，美国的对冲基金也不是一个法律概念。根据美国证监会对 hedge fund 的定义是：对冲基金是一个常用的非法律名词。过去，对冲基金发展主要指在公司股权市场中使用复杂的对冲和套利交易技术的，私下的、非注册的投资集合。对冲基金的投资者仅限于成熟富有的个人。随着时间的推移，对冲基金的活动不断扩展到其他金融工具和市场。今天，对冲基金这一概念已不再强调使用对冲工具的特点了，对冲基金有的使用有的不使用对冲工具。目前这一概念更加强调该投资集合的私下募集和无需注册两大特点。

在美国其他主要的私募基金研究机构对对冲基金的定义中，有的更强调私募基金的私募性和不受共同基金相关监管规则约束这一特点¹，有的更强调对冲基金无需注册²，有的则更强调对冲基金大多采用有限合伙这一组织形式³。

¹ 如在最知名的投资者教育网站 investorword.com 上，对冲基金的定义是：A fund, usually used by wealthy individuals and institutions, which is allowed to use aggressive strategies that are unavailable to mutual funds, including selling short, leverage, program trading, swaps, arbitrage, and derivatives. Hedge funds are exempt from many of the rules and regulations governing other mutual funds, which allows them to accomplish aggressive investing goals.

² 如知名的对冲基金信息披露网站 hedgeCo.net 上对冲基金的定义是：Hedge funds normally do not register with the SEC. Hedge Funds are designed as partnerships, with the general partner typically being the hedge fund's manager.

³ 如 hedge fund center 给对冲基金的定义是：A hedge fund is a private investment limited partnership that invests in a variety of securities. There are two types of partners in a hedge fund, a general partner and limited partners. The term hedge fund is misleading in that a hedge fund does not necessarily have to hedge. The term "hedge

目前我国市场上很多人以为，对冲基金都是高杠杆的，是指进行对冲交易的基金。从上述美国相关机构对私募基金的定义和解释可以看到，这实际是对美国对冲基金的一种误解。只是由于采用对冲交易的方式进行投资始于私募基金，而且很多进行对冲投资的基金都采用这种形式，因此被称为对冲基金。

事实上，对冲基金也存在各种投资类型，有的使用高杠杆的工具较多，有的则不是。2005年，Van Hedge Fund Advisor International 公司对对冲基金行业使用杠杆工具投资的情况进行了专项研究，统计了截至2004年底，各种不同类型对冲基金，在投资过程中使用杠杆工具和进行卖空交易的程度，调查的结果如表1所示。需要注意的是，该调查在统计时，将卖空的仓位视为借入的负债计入杠杆比例计算。也就是说，如果一个基金不使用杠杆工具，那么就意味着该基金投资时没有卖空的仓位。如果一个基金全部满仓卖空，同时不使用其他杠杆工具，则其杠杆比例为2:1。

从表1可以发现，20%的对冲基金根本不使用杠杆工具，不进行卖空交易；50%的对冲基金使用杠杆工具和进行卖空交易的比例较低；只有宏观基金和市场中性套利基金通常较多使用杠杆工具，大量进行卖空交易。这一统计结果，有利地澄清了对冲基金大量使用杠杆工具和进行卖空交易的市场错觉。

表1 全球对冲基金使用杠杆工具情况表⁴

对冲基金类型	不使用杠杆工具的 对冲基金比例	使用杠杆工具的对冲基金比例	
		杠杆比例小于 2:1	杠杆比例大于 2:1
积极成长基金(Aggressive Growth)	20%	60%	20%
新兴市场基金(emerging market)	20%	50%	30%
市场中性股权基金 (Equity Market Neutral)	15%	50%	35%
事件驱动基金 (Event Driven)	15%	60%	25%
固定收益基金 (Income)	35%	30%	35%
宏观基金(Macro)	10%	30%	60%
市场中性套利基金(Market Neutral Arbitrage)	10%	25%	65%
市场选时基金(Market Timing)	55%	35%	10%
多战略基金(Multi-Strategy)	10%	50%	40%
机会主义基金(Opportunistic)	10%	60%	30%
卖空基金(Short Selling)	30%	40%	30%
价值投资基金 (value)	20%	60%	20%
所有样本	20%	50%	30%

资料来源：2005 Van Hedge Fund Advisor International, LLC and/or its licensor, Nashville, TN, USA

fund" now means any type of private investment partnership.

⁴ 卖空的仓位被计入杠杆部分，衍生工具则未计入。

(2)开曼群岛的 mutual fund

与全球大部分地区一样，开曼群岛也没有与私募基金完全对应的法律概念。根据《2003 共同基金法》，在开曼群岛注册或建立基金，或在开曼群岛进行基金的资产管理或行政管理，共同基金必须符合几种情况：

第一种情况为由政府批准的共同基金(licensed mutual fund)，指在开曼群岛拥有注册的办公室的公司型和有限合伙制基金，以及以开曼群岛官方认可的信托公司作为信托人的单位信托型基金；

第二种情况为由政府批准的管理人负责管理的共同基金，即由政府批准的管理人负责管理的共同基金，基金或基金信托人未经开曼政府批准，但基金的管理公司已获得开曼政府批准，并且该基金管理人的主要办公地点位于开曼群岛。

第三种情况为，符合基金法 4(3)条款的共同基金。具体包括两种：一是每个投资者在基金中的投资都超过 40 万美元或等值其他货币的基金，二是基金份额在由 CIMA(Cayman Island Monetary Authority，开曼群岛货币管理局)认可的股票交易所或场外市场（OTC）上市，同时在 CIMA 注册的基金⁵。对于这种情况，基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

第四种情况为，符合基金法 4(4)条款的共同基金。基金法 4(4)条款规定，如果基金投资者不超过 15 个，并且如果多数投资者达成一致，投资者可以聘请或更换基金运作人（指公司型基金的董事长，信托型基金的信托人，以及有限合伙型基金的普通合伙人），则基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

目前，开曼群岛 90%以上的共同基金都属于第三种情况。开曼群岛对所有的共同基金的投资方向都没有限制。因此，从基金投资监管的角度看，开曼群岛的共同基金与美国对冲基金和我国私募基金相似，从基金和投资管理人资格监管的角度看，开曼群岛符合 4(3)豁免条款的基金与美国对冲基金和我国私募基金相似。

由于海外对私募基金的称呼各不相同，为了保持本报告中概念的连续性，在本报告此后的部分中，将美国的 hedge fund 和开曼群岛的 mutual fund 统一翻译为私募基金。

⁵ 主要指在开曼注册的 ETF。

（二）私募基金的全球发展概况

1. 私募基金发展简史

第一只私募基金是有阿尔弗雷得·文斯勒·琼斯（Alfred Winslow Jones）于 1949 年在美国创立的。这个基金以有限合伙形式创立，主要从事股票交易。琼斯在进行投资时进行了两种投机交易以避免其投资组合在市场下跌时不会遭受重大损失——杠杆交易和卖空。琼斯认为无论市场涨跌，选股是投资表现的关键。因此，在他的投资组合中买入一些在市场上涨时涨幅会超过市场的股票，同时卖空在市场上下跌时跌幅将超过市场的股票。同时，他通过杠杆放大交易规模。通过这种方法，他的投资组合在市场上涨和下跌时都赚钱。同时，琼斯还首次采用了对冲基金目前通常采用的收费方式，对投资组合的盈利部分收取业绩表现费⁶。

随着琼斯成功的故事在华尔街和具有雄厚资金实力的投资者中迅速传开，其他的财富管理人设立了类似的基金。由于很多基金经理在进行杠杆交易的同时没有通过卖空等方式降低市场风险，结果当市场下跌时许多私募基金迅速下跌。因此，私募基金被视为一种高风险的投资方式，该行业未能得到蓬勃的发展。同时，由于其投资者群体很小，被称为“富人俱乐部”，因此私募基金长期存在于社会公众视野之外。

20 世纪 70 年代末，一些杰出的对冲基金经理，如麦克·斯帝芬哈特(Michael Steinhardt)、朱利安·罗伯特森(Julian Robertson)和乔治·索罗斯(George Soros)，逐渐通过媒体引起了公众的关注。索罗斯和他的量子基金由于 20 世纪 90 年代打破了维持英镑高汇率的政策，以及在亚洲金融风暴中的惊人表现，引起全球关注，对冲基金也从此也走进了中国投资者的视野。

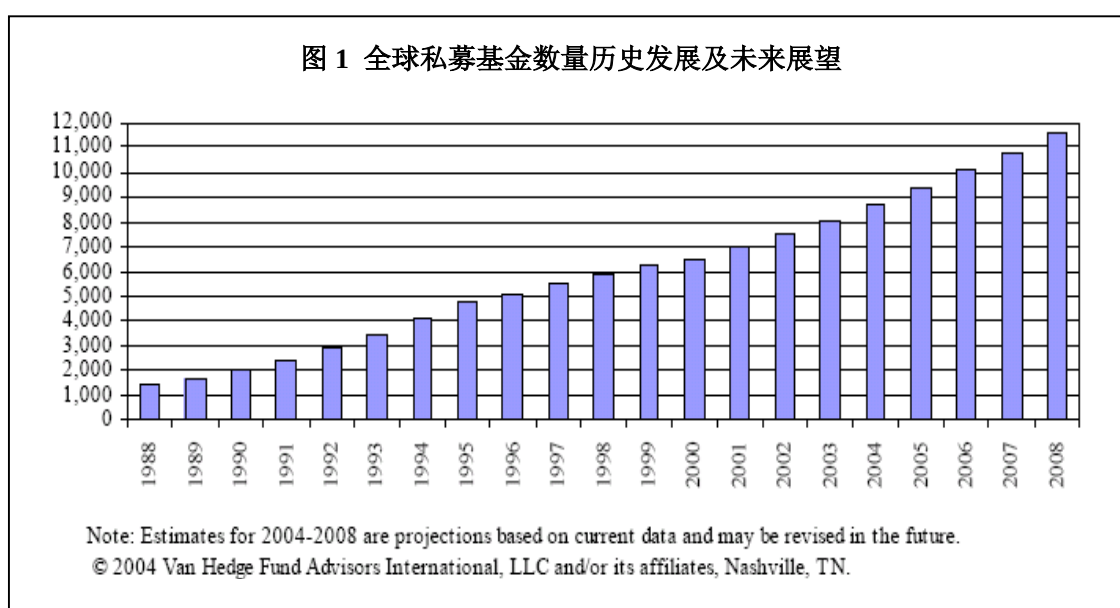
2. 全球私募基金发展概况

由于各国政府对私募基金的监管都比较松，私募基金通常无需在金融监管部门注册，因此很难得到私募基金行业的准确的统计数据。从现有数据看，尽管早在 1949 年私募基金就已经存在了，据市场观察者估计，1968 年以前大约有 200 只对冲基金，但是由于前面提到的原因，到 1984 年时只能找到 68 只对冲基金。私

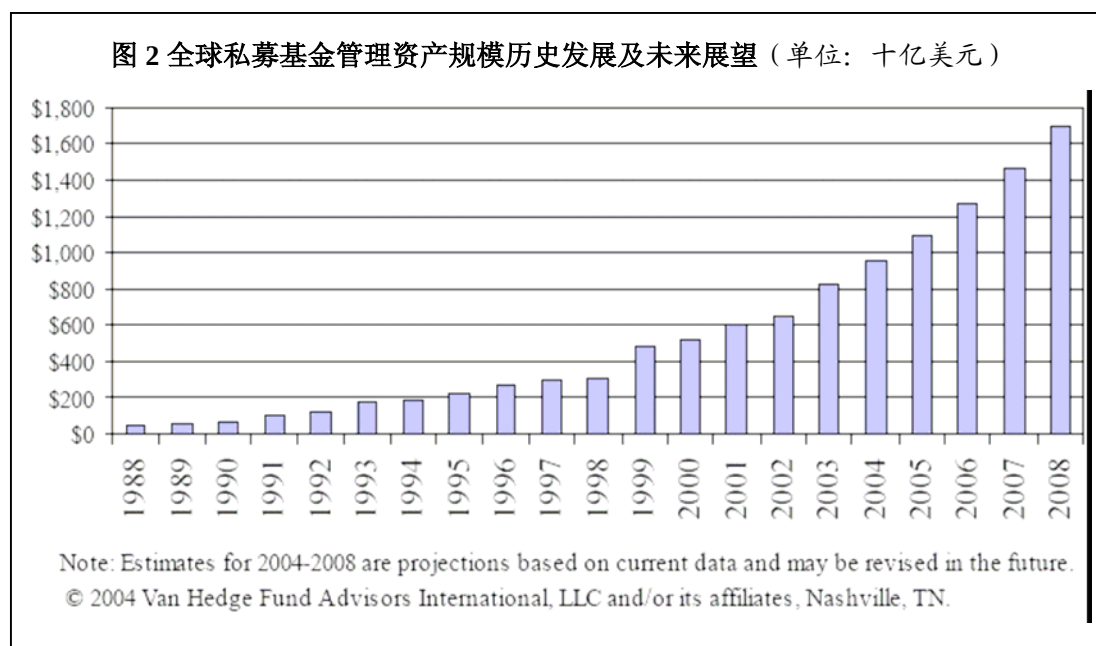
⁶ 琼斯当时收取盈利的 20% 作为个人收益。

募基金行业的发展主要集中在 20 世纪 90 年代以后。1988 年后，私募基金数量以平均每年超过 17% 的速度增长，并在进入本世纪后继续保持高速增长。

图 1 和图 2 分别描述全球私募基金个数和资产规模的历史发展状况和未来估计。图中数据由 Van Hedge Fund Advisor International 公司提供，其中 2004 年以前的数据为历史数据，2004 年及以后的数据为按照私募基金行业历史发展速度计算得到的未来估计。



从图 1 和图 2 可以看出，无论是从基金个数还是管理资产规模看，私募基金行业在 1988 年后一直保持持续稳定的发展。1988 年时全球私募基金仅仅 1373 家，管理资产规模不足 420 亿美元，到 2003 年底，全球私募基金的数量已超过 8000 家，管理资产规模已超过 8000 亿美元，在 15 年的时间里，基金数量增加近 5 倍，管理资产规模增加约 20 倍。从近两年私募基金的实际发展状况看，Van Hedge Fund 的估计偏于保守，私募基金近两年的实际发展速度远远高于其预测，在 2004 年就达到 9500 亿美元，甚至高出 Van Hedge Fund 预测的 2005 年规模，2005 年则达到 14,000 亿美元的规模。



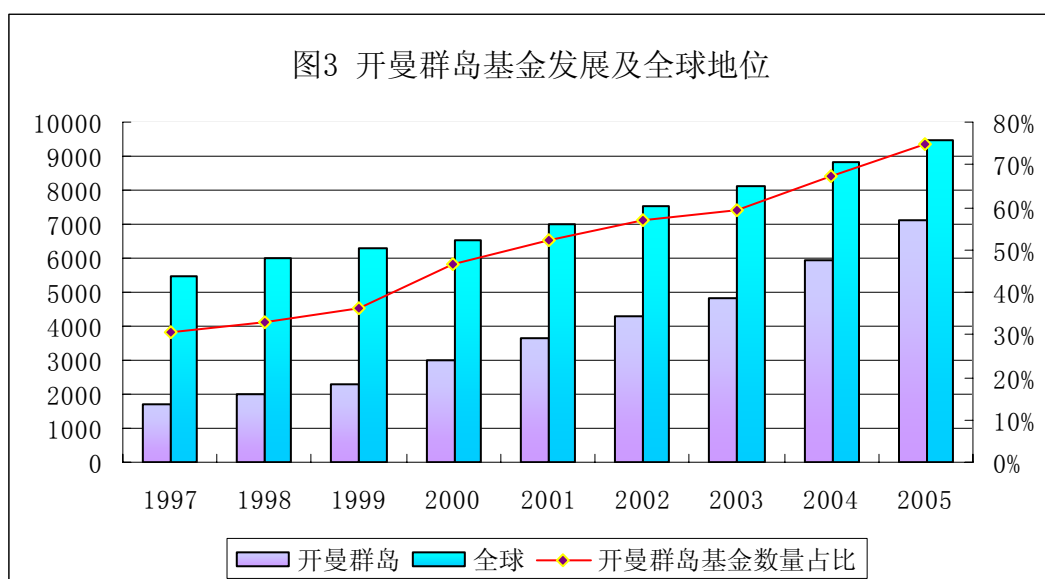
在 1988 年后的 15 年间，私募基金所管理资产的增长速度是基金数量增长的 4 倍，单个私募基金管理资产平均规模由 3000 万美元增加到 1 亿美金，但是，由于超大型宏观对冲基金的消亡，导致当期最大私募基金规模反而降低。

（三）全球私募基金发展的区域性分布

作为全球最大的经济体，到 20 世纪末，美国私募基金规模在全球各国际和地区中还排名第一。近年来，离岸基金市场迅速发展，其中开曼群岛私募基金行业发展尤其迅速。

设立离岸基金，对许多投资者充满吸引力：首先，各国通常对境外投资者人数和最低投资限额的要求更低；其次，离岸基金受那些希望进行匿名投资的投资者的青睐。境外投资者通常通过私人银行向对冲基金投资。在这种情况下，对冲基金的管理人很难知道真正的投资者。一笔来自瑞士某个私人银行的资金，可能至少代表了 5 至 10 个投资者。另外，离岸基金通常选择在税收最少的地区注册，投资者仅需向自己所属的税收当局申报税收。

如图 3 所示，开曼群岛 2003 年新增对冲基金 560 个，2004 年新增 1100 个，截至 2005 年底开曼群岛注册的基金数量达到 7106 个。2006 年的前 5 个月，开曼群岛新增基金 665 个。开曼群岛对冲基金的个数已经远远超过英属维京群岛和百慕大等其他税收天堂，占有离岸基金的 80%。



开曼群岛基金业的迅速发展得益于该地区完善的法律体系和金融服务业，以及严格的政府监管。可以发现，有相当一部分美国退休基金投资于美国对冲基金管理人管理的离岸基金以合法避税。这部分资产超过 1300 亿美元。

三、海外私募基金的运作

由于采用不同的发行方式，面对不同的投资者群体，私募基金的历史表现和收益评价标准，对基金投资管理人的激励机制，投资的透明度和投资方式，以及基金资产和份额的流动性都具有不同于共同基金的特点。

（一）私募基金的募集方式和募集对象

私募基金采用私募方式发行。所谓私募⁷，是指发行人通过非公开的直接洽商方式，向少数以投资而非转售为目的的特定对象发行证券的行为。因此，从私募基金的发行方式看，其主要特点是：

（1）基金募集仅针对特定对象。各国和地区通常将投资者分为没有自我保护能力的社会公众投资者和具有自我保护能力的专业投资高手。对于采取非公开方式，仅面对少数特定对象的基金，证券法规和政府监管机构不进行过多干预。因此，为了获得监管方面的豁免，私募基金只能针对少数高收入或高财产的特定对象。

⁷ 见孔翔（2005）

(2) 基金募集采取非公开方式。公开方式所针对的是社会公众投资者，必然影响社会公众投资者利益，需要进行严格监管。为了获得监管方面的豁免，私募基金的募集必须为非公开方式，不得采取一般性广告或公开劝诱行为。所谓公开指以公告、广告、广播、电传信息、信函、电话、发表会、说明会或其它方式。例如，美国Rule 502(c)规定，“发行人或任何为发行人处理事务之人，均不得以任何一般劝诱(General Solicitation)或广告(General Advertising)⁸方式招募或出售证券”。一般劝诱或广告包括下列各种方式：(1)任何登载于报纸、杂志、其它类似平面媒体或广播电视媒体的广告、文章、通知或其它意思表达形式；(2)以一般劝诱或广告方式邀请不特定人参加说明会或会议。因此，在私募基金在募集资金时，发起人不得主动以一对多的大众传播工具或点对点联系方式，向尚未建立特别关系的一般投资者进行投资要约及劝诱。

(3) 基金的申购与赎回通过直接洽商方式进行。发行人与投资者之间一对一的直接洽商过程，可以保证私募证券发行与转售的非公开性和仅面对特定对象。

(4) 投资者参与私募基金的目的是为了投资而非转售。判断投资者参与私募基金的目的是投资而非销售的标准是其持有私募基金的时间。正是由于对投资者参与私募基金的目的有限制，为私募基金降低开放频率提供了制度基础。

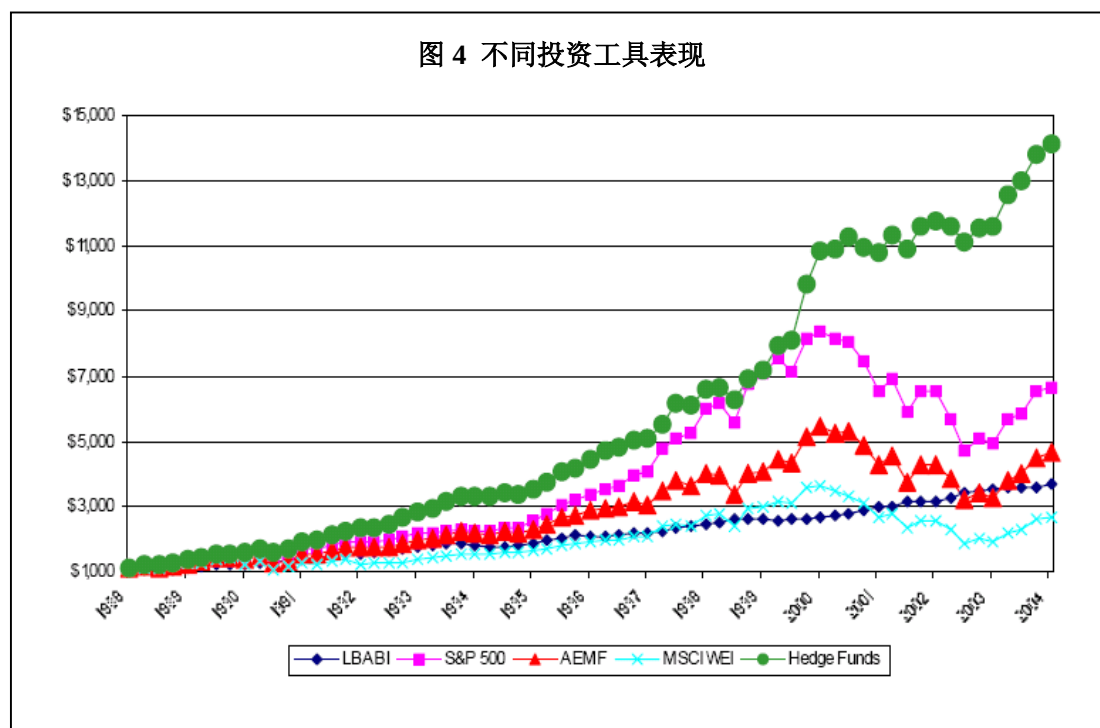
(二) 私募基金的历史表现和收益评价基准

一些学术研究和很多行业研究表明，在同样的风险水平上，私募基金的历史表现更具有吸引力⁹。图4给出了自1998年1月1日至2004年3月31日，各种不

⁸ 如何界定一般劝诱或广告的范围？SEC解释Rule 502(c)时，认为“一般劝诱或广告”有别于“有限度的劝诱与广告”(Limited Solicitation or Advertising)，前者为Rule 502(c)所不许，而后者不在禁止之列。两者最主要的区别在于发行人或为其处理事务之人与应募人是否已事先建立起关系(Pre-Existing Relationship)。SEC判断的标准有四：(1)发行人与劝诱者或广告发布者间的关系。劝诱者或广告发布者如为发行人的内部人，该劝诱或广告即较可能属于Rule 502(c)所禁止之一般劝诱或广告行为。如该劝诱或广告为独立不相干的第三人所为，该第三人非Rule 502(c)所规范之对象。一旦确定劝诱或发布广告者系发行人之内部人或受任人后，SEC必须再确认消息散布、劝诱或广告系以证券招募或出售为目的。(2)应募人与劝诱者或广告发布者间的关系。SEC解释Rule 502(c)时，并不禁止有限度的劝诱及广告。而有限度的劝诱及广告系指发行人借与应募人事先建立起的实质关系(Substantive Relationship)，提供相关信息予应募人。从而，有限度的劝诱及广告相当于私募前的准备行为，并不构成证券招募。因此，唯有双方建立实质关系后，发行人方有事实基础评估应募人的净资产、年所得及资历经验，但如何以有限度的劝诱及广告与应募人建立实质关系而不越界构成招募及出售行为，亦为发行人于私募前必须周密准备的工作。(3)劝诱及广告发布的时机。发行人与应募人建立起实质关系后，发行人可了解应募人的投资目的、净资产、年所得、一般或特别经历及知识、投资纪录等。此一实质关系的建立必须先于发行人的一般劝诱及广告。(4)劝诱及广告的内容。劝诱或广告内容如系针对某一特定证券，即可被视为违反Rule 502(c)的规定。SEC因此建议，发行人劝诱及广告内容宜强调二项认购条件：(1)应募人尚未取得发行人依规定应揭露的全部信息前及(2)发行人未确认应募人的经历及资格前，不得收受价金及承诺发行证券。

⁹ 见 Thomas Schneeweis, Richard Spurgin, and Vassilios N. Karavas(2000)

同投资工具各季度的投资收益。其中，LBABI 对应的 Lehman Brothers Aggregate Bond Index，是最具权威性的债券指数，S&P500 Index 是美国市场比较有代表性的股票指数，AEMF 对应的 Morningstar Average Equity Mutual Fund Index 是一个共同基金的指数，MSCIWEI 对应的 MSCI World Equity Index 是一个被机构投资者广泛使用的全球股票指数 Van U.S. Hedge Fund Index 是一个比较权威的美国私募基金指数。这些指数的表现可以反映相应投资工具的整体表现。



基于以上数据，表 2 对不同投资工具的收益风险状况进行比较。从表 2 中可以看出，与其他所有股票市场的投资工具相比，私募基金的收益率最高，而且可以说是遥遥领先。从度量风险的标准差指标看，私募基金的风险仅仅高于债券市场，但远远低于其他投资股票市场的投资工具。从 SHARPE 比率来看，私募基金的单位风险所获得的收益高于其他产品。

表 2 私募基金与股票指数收益率比较表

指数	复合年收益率	Sharpe 比率 ¹⁰	标准差
Van U.S. Hedge Fund Index*	17.7%	1.7	9.2%
MSCI World Equity Index	6.3%	0.4	16.3%
S&P500 Index	12.4%	0.7	15.4%
Morningstar Average Equity Mutual Fund Index	10.0%	0.6%	15.9%
Lehman Brothers Aggregate Bond Index	8.4%	1.5	4.3%

*扣除 Fund of Fund

资料来源：Van Hedge Fund Advisors International, LLC and/or its affiliates, Nashville, TN

表 3 对不同类型私募基金的波动率进行了比较¹¹。从表 3 可以看出，几乎所有类型的私募基金，其收益的历史波动性都小于标准普尔指数。即使没有分散投资，对冲基金仍可以在不降低投资组合的预期收益率的前提下降低收益的波动性。

表 3 不同类型私募基金收益的历史波动性

私募基金类型	历史波动率（%）
CSFB/Termont 对冲基金指数	9.54
可转换套利基金	4.93
做空倾向基金	18.89
新兴市场基金	19.75
股票市场中性基金	3.34
事件驱动基金	6.36
固定收益套利基金	4.19
全球宏观基金	13.73
长短仓基金	12.26
有管理的期货基金	11.32
标准普尔 500 指数基金	15.09

共同基金在评价业绩时则往往与相关的基准指数比较，如前所述，在收取与投资绩效相关的费用时，也是按照基金业绩相对于业绩基准指数的表现收取的。私募基金追求的是绝对收益，其业绩表现费按照基金投资者的绝对收益提取。

（三）私募基金激励机制

私募基金投资管理人的主要收益来自于基金的业绩表现费。通常，基金经理和投资管理团队在私募基金中有较大的投资比例。如果基金发生亏损，投资人不能收取业绩表现费，同时还要承受其自有基金份额的投资损失。而且，很多

¹⁰ SHARPE 比率是度量投资工具风险收益的一个指标。Sharp Ratio = R / σ ，R 为投资收益一无风险收益， σ 为收益率的标准差。它反映了单位风险收益超过无风险收益率的程度。如果夏普比率为正值，说明在衡量期内收益率超过了无风险利率。夏普比率越大，说明单位风险所获得的风险回报越高。

¹¹ 见斯图亚特·A·麦克奎瑞（2004）

私募基金还设有高标记位(high water mark)，基金经理必须在弥补投资损失后，才能收取业绩表现费。因此，私募基金的激励机制比共同基金更加有效。

1. 私募基金的收费结构

共同基金通常按照投资者在基金中投资的资产规模收取基金管理费，基金托管费，基金申购费和赎回费。其中，基金管理费和托管费通常每日计算，按月提取，申购费和赎回费则在申购和赎回时按次收取。随着共同基金的不断发展，一些新的基金产品收费结构不同，如货币市场基金通常不收取基金申购费和赎回费，以基金销售管理费代替（该费用也采用按年收取的形式）。

对于主动管理的共同基金，其管理人的主要收入为基金管理费，该项收入按照基金资产规模的固定比例收取，与基金投资收益无关。共同基金通常不允许收取于投资收益挂钩的费用。但是，美国 SEC 允许了一种特例：“支点费（fulcrum fee）”。支点费的收取多少由基金相对于其基准指数（benchmark）的表现决定。例如，有的基金规定，基金只收取 0.5% 的基金管理费，同时如果其收益率超过标准普尔 500 指数 2%，则收取 0.1% 的绩效奖，如果其收益率低于标准普尔 500 指数 2%，则需减收 0.1% 的基金管理费。由于支点费的收取标准较为苛刻，因此采用此收费方式的共同基金比例并不大。

私募基金的费用结构显著不同，而且计算相对比较复杂。其中最主要的区别在于私募基金通常都需要收取业绩表现费，通常为收益的 20—30%。在收取业绩表现费时，很多私募基金都设有最低预期报酬率（hurdle rate）。只有当基金收益高于最低预期报酬率时，基金管理人才能收取超过该报酬率部分相应比例的业绩表现费。如果基金收益低于设定的最低预期报酬率或基金亏损，基金管理人收取业绩表现费。例如，AA 基金募集时设定每年最低预期报酬率为 5%，业绩表现费比例为 25%，如果 AA 基金 2000 年收益率为 45%，则基金管理人向所有投资者按照其期初投资金额收取比例为 $(45\% - 5\%) \times 25\% = 10\%$ 的业绩表现费。

由于基金收益是不断波动的，如果基金管理人在向投资者收取前一期的业绩表现费后，基金发生亏损基金管理人不能收取业绩表现费，直到基金收益重新达到基金管理人上一期收取业绩表现费时的净值后，超过上一期收取业绩表现费时净值的收益才可以收取业绩表现费。此时，上一期收取业绩表现费时的净值称为

高位标记。可以看出，高位标记实际上是每份投资计算业绩表现是起点。当投资者在基金发生损失后追加投资时，就可能对该投资者使用多重高位标记。

仍然借用上一段所举的例子，假设投资者甲在 2000 年初投资 100 万元于 AA 基金，则到 2000 年 12 月 31 日时，甲的投资增值为 145 万元，扣除向基金管理人支付的业绩表现费 10 万元，其投资份额价值为 135 万元（不考虑基金管理费）。甲将上述资产继续投资于 AA 基金。2001 年 AA 基金亏损 20%，甲无需支付业绩表现费，其投资份额在 2001 年底的价值为 108（ $=135 \times 80\%$ ）万元。2002 年初，甲不仅没有赎回原来在 AA 中的投资，而且在该基金中追加投资 200 万元。此时，甲在 AA 的投资中有 108 万元的高位标记是 20%，另外 1 万元没有高位标记，或者说高位标记为 0。甲的运气很好，2002 年 AA 基金投资收益率为 85%，那么 2002 年原来一部分投资需支付的业绩表现费为 $108 \times (85\% - 20\% - 5\% \times (1 + 20\%)) \times 25\% = 15.93$ 万元；新增投资需支付的业绩表现费为 $200 \times (85\% - 5\%) \times 25\% = 40$ 万元。甲当年需支付的业绩表现费为 $15.93 + 40 = 55.93$ 万元，其投资增值为 $(108 + 200) \times 1.85 - 55.93 = 513.87$ 万元，当年增值 207.87，当年投资收益率为 68%。可以看到，使用高位标记有利于保护投资者利益。在此例子中，如果不使用高位标记，2002 年甲需支付的业绩表现费为 $308 \times (85\% - 5\%) \times 25\% = 61.6$ 万元，比使用高位标记多支付 $61.6 - 55.93 = 5.67$ 万。

从以上介绍可以看到，私募基金的业绩表现费是基金管理人重要收入来源，其规模完全取决于基金的长期表现。事实上，为了维持基金管理人的基本收入，与共同基金一样，私募基金通常也按照其管理资产规模，收取固定比例的基金管理费，通常为每年 1~2%。与共同基金不同的是，各私募基金该费用计提频率不同，通常与允许投资者进出基金的时间频度一致。

另外，绝大部分的私募基金不收取申购和赎回费，当然也有一些私募基金也收取赎回费，用于补偿由于赎回引起的资产变现产生的交易费用和对其他投资者的影响。

2. 基金经理个人在基金中所占份额

2003 年，美国基金丑闻曝光后，美国基金业进入重整阶段。基金公司采取各种手段表示其整改决心，基金经理拥有基金份额的数量成为业界关注的焦点之一。

美国晨星公司还就此推出了受托责任评级。正如在同一条船上的人风险相连一样，基金经理将多少自身资产投入在自己管理的基金中体现了其与投资者共担风险的意愿，体现了基金经理利益与投资者利益一致的相关程度。

丑闻过后，许多基金公司将基金经理的报酬与基金利益联系起来，如丑闻的源头 Janus Capital Group，以及 Franklin Templeton 开始将基金经理的部分奖金或其他激励性报酬以基金份额的形式发放¹²。此外，公司内部发布指引，鼓励基金经理至少将相当于基本薪水两倍的金额投资于自己管理的基金。Legg Mason 下的 Royce & Associates Funds，高级基金经理必须在其管理的所有基金中累计投资至少 100 万美元，而基金助理必须投资 50 万美元。涉及丑闻的另一基金公司 Putnam Investments 则已将基金经理持有基金的信息披露在基金的招股书和公司网站上。从 2005 年开始，美国证监会要求在基金的附加信息表(Statements of Additional Information)中公开披露基金经理持有基金数量的信息。

另一方面，美国仍有许多基金公司对此表示各种各样的托词。根据美国晨星公司最近的一项统计，针对在美国境内发行的股票型基金，调查其基金经理持有自己管理的基金的情况，剔除了其中基金成立不足 1 年的基金和基金经理任期不足 1 年的基金。统计结果如表 4 所示。从表 4 中可以看到，各基金管理公司基金经理在共同基金中所占的份额差异很大。排名第一的是卷入丑闻的 Janus，其旗下的基金经理平均在自己管理的每个基金中投资 93.3 万元，体现了其挽回投资者信心的决心。Bridgeway 和 Morgan Stanley 的大部分基金经理根本没有投资于自己管理的基金。TIAA-CREF 的基金经理的平均投资额则仅有 1 万美元。

¹² 此前则以现金或基金管理公司股权的形式发放。

表 4 美国共同基金在自己管理的基金中的投资情况

基金公司	基金经理平均在单个基金中的投资（美元）	基金经理未投资的基金个数	基金经理投资超过1百万美元的基金个数	管理基金个数
Janus	933,000	0	5	9
Royce	877,000	0	6	13
Artisan	712,000	0	1	4
American Funds	597,000	0	0	9
T. Rowe Price	471,000	1	6	27
Fidelity	444,000	10	7	39
Vanguard	393,000	3	3	20
Wasatch	389,000	0	1	7
MFS	379,000	3	1	12
TCW	322,000	2	0	12
Putnam	249,000	4	2	22
Franklin Templeton	226,000	5	0	23
AllianceBernstein	193,000	6	2	15
Oppenheimer	187,000	9	2	20
Riversource	153,000	8	0	20
American Century	136,000	11	0	32
Federated	104,000	13	0	19
Bridgeway	69,000	6	0	11
Morgan Stanley/VKAC	66,000	21	0	36
TIAA-CREF	10,000	17	0	24

我国目前不允许基金经理投资自己管理的基金，对于基金管理公司投资基金也有较多限制，具体包括：(1)基金管理公司净资产在 5000 万元以上的，方可运用固有资金进行基金投资，且其持有的基金份额总金额不得超过该公司净资产的 60%。(2)基金管理公司运用固有资金投资封闭式基金的，其持有该基金份额的比例不得超过该基金总份额的 10%，且持有的基金份额在基金合同终止前不得出售，而且要在相关基金季度报告中将所持有份额及变化等情况予以披露；持有该基金份额的比例超过该基金总份额的 5%时，应当在两个交易日公开披露，此后持有该基金份额的比例每增加 2%时，应当在两个交易日内公开披露。(3)基金管理公司运用固有资金投资本公司管理的开放式基金的，持有基金份额的期限不少于六个月，持有该基金份额的比例不超过该基金总份额的 10%，而且申购和赎回都需要至少提前两个交易日将拟投资公开披露。截至 2006 年 2 季度，我国基金管理公司在封闭式基金中的投资规模为 7.7 亿份，占封闭式基金总规模的 0.94%。

相比之下，私募基金的基金经理在基金中的投资份额比重则较大。私募基金的基金经理通常在基金中作为无限合伙人，承担基金投资的无限风险，同时拥有相当比例的基金份额。因此，私募基金的基金经理和管理团队的自身利益与基金收益更加紧密。

（四）私募基金的透明度和投资方式

美国、台湾私募制度对发行人的信息披露要求，均考虑投资者的自我保护能力。如果投资者具有自我保护能力，则如果他们认为有必要获得发行人的特定信息以决定是否投资时，会主动要求发行人提供。因此，相关法规并不要求发行人必须向这类投资者提供特定信息。相反，如果私募对象不完全具备这种能力，则要求发行人必须提供特定信息。

私募基金的透明度低，从表面上看这似乎对投资者不利。事实上，任何事情都是有利有弊的，过高的透明度对基金的投资是有一定不利影响的¹³。私募基金的信息披露制度可以使私募基金的最新投资组合和投资意图更隐蔽。由于私募基金与共同基金的这种信息不对称性，私募基金可以通过分析共同基金的投资组合调整自己的投资策略，做到知己知彼。因而，私募基金的投资更加灵活，也更可能获得更高的投资收益。

由于共同基金是面对广大没有投资知识的普通投资者的产品，这些投资者不能接受过高的风险，海外通常通过对共同基金的投资方式、杠杆比率、卖空比例以及投资分散度进行限制，从而控制共同基金的风险。

私募基金面对的客户群是完全不同的。理论上说，私募基金的客户有能力了解私募基金的投资方向和投资方式，能够了解其所面对的投资风险，具有相应的风险承受能力。因此，海外证券监管机构通常不限制私募基金的投资方向。

（五）私募基金资产和份额的流动性

共同基金通常指开放式基金，允许投资者提供每日申购或赎回。投资者持有的基金份额流动性很高，投资者每天都可以按当日净值进行申购或赎回。为了保

¹³积极管理型 ETF 在美国至今仍未推出就是一个典型的证据。

证基金份额如此高的流动性，SEC 对共同基金资产的流动性有严格限制，不允许其投资非流动性资产。基金管理人为了应付可能面临的赎回，通常都在基金资产中配置一定比例的高流动性资产。

私募基金通常不允许每日的申购赎回。海外大部分私募基金只允许投资者每季度或每年进行申购赎回，有的甚至要求的投资期限更长，具体要求视基金投资方向而定，由基金管理人和投资人自行商议决定。随着私募基金管理的成功，他们通常要求 3 年或更长时间的锁定期，以保证其资产更好的稳定性。开放频率低，开放周期长的私募基金，通常不必保证其资产的高流动性，从而可能获得更高的流动性溢价，为投资人获得更高的回报。

（六）私募基金区别于共同基金的主要特点小结

通过上述对全球私募基金发展与运作的系统考察，发现它是一种不同于共同基金的，具有广泛发展空间的投资方式，至少有以下几个特点：

（1）私募基金是一类在经营管理上有着更大自由度和多样性的投资方式；无论是募集方式还是募集对象，无论是其管理模式还是流动特性，私募基金都与共同基金有着显著的区别，适合于不同投资者的不同投资偏好。

（2）私募基金的委托代理关系比较简单，投资人与基金经理之间有着密切的联系和紧密的利益关系，整个基金是建立在相互信任和共同的投资理念基础上的契约关系。而共同基金委托代理关系相对更加复杂，由投资人委托基金管理公司，公司再委托基金经理运作，投资人与基金实际运作者之间缺乏联系与沟通，利益关系不密切。

（3）私募基金是一类适合于高收入富有阶层的投资方式。私募基金自由度和委托代理链短的特征决定了其参与者少，人均投资数量大的特点；所以私募基金的投资者应该是那些有一定投资理念和分析能力，同时来自资金相对宽余的社会阶层，而不适合向广大的普通投资者开放。

上述几点是私募基金的基本特征，也是它在众多投资方式中得以存在和发展的重要理由。在对私募基金实施政府监管时，显然应该使这些特征得以保持。

四、海外私募基金的监管

海外对私募基金的监管是在认同其基本特征合理性的基础上加以规范和监管的。首先，认同私募基金在经营管理模式上的多样性，所以监管的重点不在于私募基金的投资风险和信息披露，而通常将监管重点放在制定相关豁免条件，以及审查相关私募基金是否符合豁免条件上；其次，认同私募基金的委托代理关系相对简单的特征，对投资者人数有明确的要求；第三，认同私募基金作为富人投资工具的特征，对投资者的资产和收入水平，以及投资额度等都有各种明确的规定。

这些监管措施，进一步凸现了私募基金的特点与优势，有力地推进了私募基金的发展。事实证明，合理的监管措施对于这些年来全球私募基金的迅速发展及风险规避起到了非常重要的作用。

（一）私募基金监管的法律框架

美国规范私募基金的法规主要包括《1940 年投资公司法》和《1933 年证券法 D 条例》（Regulation D of the Securities Act of 1933）。《1940 年投资公司法》规定了可以豁免的私募基金的条件和类型。1933 年证券法 D 条例则明确规定了私募基金可接受的投资者类型，区分各种类型投资者的条件，以及允许接受各类投资者个数的上限。

开曼群岛规范私募基金的法规主要包括《2003 年共同基金法》（Mutual Funds Law 2003 revision）、《2003 年公司法》（the Companies Management Law 2003 revision）和《2003 年证券投资业务法》（The Securities Investment Business Law）。

开曼群岛规范共同基金的法规是《2003 年共同基金法》，该法律规定，所有的共同基金需在 CIMA 注册，并接受 CIMA 监管。共同基金必须提供其当期资料，并在发生重大变化是向 CIMA 申报。共同基金必须向 CIMA 提供经过有资格的开曼审计师审计的会计报表。共同基金必须遵守开曼反洗钱法的规定。同时，该法律还规定了获得监管豁免的条件。

规范投资管理人的法律主要有《2003 年公司法》和《2003 年证券投资业
务法》。《公司法》规定，作为非共同基金的公司的投资管理人必须获得政府
认可，作为非共同基金的其他经济实体的投资管理人，则无需获得政府许可。《证
券投资业务法》规定，所有从事证券投资业务者¹⁴必须获得政府认可。同时，该法
律还规定了豁免政府审批的证券投资管理人条件。

（二）私募基金监管思路和监管重点

海外并没有专门的私募基金监管法规。通常采用的方式是，首先对各类集
合投资产品设定统一的监管框架，在此基础上允许符合条件的私募基金，将之放在
共同基金监管要求之外。对私募基金，各国都采取豁免的方式，不监管私募基
金的投资风险和信息披露，将监管重点放在制定相关豁免条件，以及审查相关私
募基金是否符合豁免条件上。一旦某些基金不符合相关的豁免条件，则不能获得
相关豁免，其身份即转变为普通的非豁免集合投资产品，必须符合集合投资类产
品统一的监管规定。一旦未符合相关监管规定，则在该统一的监管框架下予以处
罚。

由于，各国都不直接对私募基金内部运作的进行法律规范，因此规范私募基
金运作的规则主要源于基金的公司章程、合伙协议或信托计划书。这些基金内部
约定通过私募基金各参与主体的自我约束和相互监督实施。私募基金通常投资
者范围小，而且投资人和管理人通常都相互认识，相互间很大程度上是建立在个
人信任的基础上的，因此其内部信息交流和沟通比较顺畅，自我约束和相互约束
机制可以发挥较好的作用。

另外，尽管私募基金无需遵守所有为保护投资者而制定的共同基金相关监
管规则，但是，对冲基金整体作为一个投资主体，仍然必须遵守反欺诈等相关证
券法律。

1. 美国私募基金豁免资格的监管

美国对于私募基金豁免资格的监管，重点强调两方面的要求：一是强调对
投资者结构的要求，即每个投资者必须符合相关法定要求，同时投资者个数不超
过法定上限；二是强调对其销售渠道的限定，即严格限定基金的销售渠道，禁止公

¹⁴其中，证券的范围非常广泛，包括股票、债券产品、权证、期权、期货以及其他类型的合约。证券投资业务
包括以下行为：全权管理他人证券和某些情况下的证券投资建议。

开销售。从而确保其投资者有能力并且有可能（私募基金必须提供必要的信息）实现自我保护。同时，确保私募基金不能吸收普通投资者的资金，控制私募基金投资风险的波及面。

美国 SEC 在私募基金的解释文件中说，私募基金与共同基金相似的地方是两者都是一种集合投资的工具，都接受投资者的资金，并以集合起来的整体形式进行投资。但是，私募基金与共同基金差异非常大，因为根据美国联邦证券法律，私募基金不需要注册。私募基金不需要注册是因为，它们通常只接受财务成熟的投资者，而且不公开募集其份额。另外，某些（但并非全部）类型的私募基金仅限于不超过 100 个投资者。

为了保护投资者，SEC 对共同基金订立了很多监管规定。例如，要求基金资产必须保持足够的流动性规定，要求共同基金的份额可以随时赎回的规定，要求基金利益发生冲突时的相关保护规定，要求保证基金份额估值的公平性的规定，信息披露的规定，限制使用财务杠杆的规定，等等。对共同基金的所有这些规定对私募基金都不要求，正是由于私募基金获得监管豁免的自由，使私募基金可以在更大程度上使用杠杆和其他复杂的投资技术。

2. 开曼群岛私募基金豁免资格的监管

作为全球最大的离岸基金聚集地，开曼群岛对于私募基金豁免资格的监管，则主要强调基金投资者投资规模、投资者人数和投资者控制基金运作的的能力。另外，从开曼群岛私募基金监管规则中都可以看出，当地政府尽可能避免对基金重复监管的监管思路。

(1) 针对符合相关基金投资人资格的基金豁免规定

《2003 年共同基金法》4(3)条款的第一种豁免情况就是针对投资者的，该条款对于每个投资者在基金中的投资都超过 40 万美元或等值其他货币的基金，可以认为是对于在基金中投资超过 40 万美元的投资者，可以视为具有足够的资金实力和风险承担能力的成熟投资者。

《证券投资业务法》规定，为一个或多个“成熟投资人”，“高净资产个人”，“由以上两类人作为股东、信托持有人和有限合伙人额公司，合伙企业或信托”进行证券投资管理业务，投资管理人可以豁免政府认可。

(2) 针对符合投资者人数和投资者基金控制能力的基金豁免规定

《2003 年共同基金法》4(4)条款规定，如果基金投资者不超过 15 个，并且如果多数投资者达成一致，投资者可以聘请或更换基金运作人（指公司型基金的董事长，信托型基金的信托人，以及有限合伙型基金的普通合伙人），则基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

(3) 避免重复监管和过度监管的规定

《2003 年共同基金法》对基金投资没有任何限制，为开曼群岛各种投资类型的基金提供发展空间。

《2003 年共同基金法》4(3)条款的第二种豁免情况就是海外交易所或 OTC 市场上市的基金。该条款规定，如果基金份额在由 CIMA (Cayman Island Monetary Authority, 开曼群岛货币管理局) 认可的股票交易所或场外市场 (OTC) 上市，同时在 CIMA 注册，基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

《证券投资业务法》规定，由海外监管当局批准的证券投资业务和为同一集团中公司进行证券投资管理业务，投资管理人可以豁免政府认可。

(三) 对私募基金投资人资格和个数的限制

1. 美国对私募基金投资人资格和数量的规定

(1) 三类私募基金的投资者资格和数量限制

根据私募基金豁免所依据的法律条款不同，可以把美国的私募基金可以分为三类，即根据《1940 年投资公司法》第 3(c)(1)、第 3(c)(7)条款设立的基金，以及所谓的“祖父基金 (Grandfather Fund)”。这三类基金的投资者不同，允许的投资者个数的上限也不同。

A. 根据《投资公司法》第 3(c)(1)条款设立的基金。1940 年的《投资公司法》的第 3(c)(1)条款规定了可以豁免相关注册的条件：基金受益人不得超过 100 个，且所有投资者都是可接受投资者的基金。为了防止有些基金逃避 100 人的限制，3(c)(1)(A)规定了“穿透条款 (Look-through Provision)”，对于拥有私募基金 10% 以上份额(voting securities) 的持有私募基金份额的非实业机构的机构投资者，将其

股权所有人视为基金受益人¹⁵。

3(c)(1)条款中人数限制只对私募基金募集份额的过程进行约束，对于分拆、离婚、死亡等不可抗事件导致的基金人数变化，或由于其他机构拥有基金份额赎回导致某些原来不满足“穿透条款”条件的机构满足了要求的情况，都不视为基金人数超过 100 人的限制。另外，如果基金的管理人员或参与管理的雇员购买了基金份额，这些人不计算在 100 人限额内。

B. 根据《投资公司法》第 3(c)(7)条款设立的基金。1996 年，《美国证券市场促进法》新增加了一种私募基金的形式，并将之加入《投资公司法》的第 3(c)(7)条款。该条款对于私募发行的所有基金投资者都是合格买家的基金没有规定基金投资人个数上限。根据目前美国规范私募发行的 1933 年《证券法》第 4（2）节、D 条例和 144A 规则的相关规定，为了满足私募发行的限制，此类基金的投资人上限是 500 人。同样，如果基金的管理人员或参与管理的雇员购买了基金份额，这些人不计算在 500 人限额内。

C. 祖父基金。《美国证券市场促进法》在引入 3(c)(7)基金的同时，为了解决原 3(c)(1)基金的衔接问题，引入了祖父条款。祖父条款规定，1996 年 9 月 1 日已经存在的 3(c)(1)基金，如果事先获得直接受益人和间接受益人（依据穿透条款认定的受益人）的同意，在满足下列条件后可以转为 3(c)(7)基金。(i)向所有受益人告知，今后的投资者将局限于合格买家且不再受 100 人的限制；(ii)披露同时或之后，向所有受益人提供合适的机会按基金净资产部分或全部赎回其所持有份额（基金赎回必须采用现金方式，除非基金给予受益人选择权，允许受益人选择以证券等进行赎回，受益人又表示同意）。这类转化而成的基金称为祖父基金。祖父基金最多可以保留 100 个原有的非合格买家而且这些人有权继续增加投资，但是 1996 年 9 月 1 日后参加 3(c)(1)基金的非合格买家则不能适用祖父条款，不能参加转化后的 3(c)(7)基金。

（2）可接受投资者范围界定

美国私募基金的投资者可分为两类：可接受投资者（accredited investor）的投

¹⁵穿透条款对于将股权所有人视为基金受益人的机构投资者限制较多，除要求该机构投资者拥有私募基金 10% 以上具有投票权的份额(voting securities)还要求其在私募基金中的投资超过该机构投资者总资产 10%。1996 年通过的《美国证券市场促进法》(National Securities Market Improvement Act)对此条款进行了修改，将实业机构排除在外，同时废除了对机构在私募基金中投资占自身总资产比例的限制。

资者和合格买家(qualified purchaser)。美国 1933 年证券法 D 条例(Regulation D of the Securities Act of 1933)对可接受投资者的范围进行了规定。其中将可接受投资者分为八类:

(1) 机构投资者(Institutional Investor): (i)银行; (ii)注册证券经纪商或自营商; (iii)保险公司; (iv)经一九四〇年投资公司法(Investment Company Act of 1940)注册的投资公司及企业发展公司; (v)小企业投资公司; (vi)资产超过五百万美元的退休基金。

(2) 经一九四〇年投资顾问法(Investment Advisers of 1940)注册的私人企业发展公司(Private Business Development Company)。

(3) 根据所得税法享受免税待遇的机构, 包括股份有限公司、信托及合伙机构, 其总资产价值必须超过五百万美元, 成立的目的不得为取得私募证券。根据 SEC 公告, 免税机构成立的目的不限于营利或非营利, 而总资产值的计算可包括其子公司或分支机构。如成立的目的系为取得私募证券, 除非全部股东或成员均属合格投资人, 否则该机构则受“特别目的”的例外限制, 其成员均应纳入认购人数计算。

(4) 发行人的内部人, 包括董事或经理人(Executive Officer)及无限责任合伙人(General Partner)。Rule 501(f)定义的经理人范围, 包括总经理(President)、副总经理(Vice President)、任何有决策权力(Policy Making)的经理人。如果发行公司子公司的经理人有参与发行人决策的权力, 亦可视为合格投资人。

(5) 拥有净资产超过一百万美元的自然人。净资产计算应以认购证券的时点为准。

(6) 个人最近二年年所得平均超过二十万美元或与配偶最近二年合并所得平均超过三十万美元, 且当年度所得可合理预期达相同金额者。对年所得的计算, SEC 曾经提供一試算式供参考, 即以所得税申报所得为基准, 加上长期资本利得、损耗、利息等扣除额, 再加上有限责任合伙之损失。

(7) 总资产超过五百万美元的信托财产。除总资产额要求外, 该信托成立的目的不得为招募证券, 且该信托的投资决策者的资格必须符合 Rule 506(b)(2)(ii)要求。信托除可符合第七类合格投资人外, 还可作为第三类及第一类合格投资人。

信托若要符合第一类合格投资人，其受托人必须为银行或其它机构投资人。

(8) 任何全部由合格投资人作为权益所有人所组成的机构。权益所有人(Equity Owner)的类别因其组织而异。对股份有限公司而言，其权益所有人指公司普通股及特别股股东。而有限责任合伙事业的权益所有人指有限责任合伙人(Limited Partner)。

(3) 合格买家资格范围界定

《投资公司法》第 2(a)(51)(A)对合格买家进行了界定，规定合格买家包括四类：

(1) 任何拥有不少于 500 万美元可投资资产的自然人；(2) 任何拥有不少于 500 万美元可投资资产的家族公司¹⁶；(3) 符合下列条件的信托组织：(i) 此信托组织并非为获得该私募基金证券而专门成立的；(ii) 受托人或经授权管理信托组织的人、发起人(settlor)及其他参与者均为合格买家(第一、二、四类)；(4) 其他拥有不少于 2500 万美元及投资自由支配权的组织¹⁷。

2. 开曼群岛关于基金投资人资格和数量的规定

(1) 豁免基金监管的投资人资格和数量限制

《2003 年共同基金法》4(4)条款规定，如果基金投资者不超过 15 个，并且如果多数投资者达成一致，投资者可以聘请或更换基金运作人(指公司型基金的董事长，信托型基金的信托人，以及有限合伙型基金的普通合伙人)，则基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。而且此类属非监管类基金，无需接受开曼群岛的监管。

(2) 豁免基金和基金行政管理人审批的投资人资格

《2003 年共同基金法》4(3)条款的第一种豁免情况就是针对投资者的，该条款对于每个投资者在基金中的投资都超过 40 万美元或等值其他货币的基金，可以认为是对于在基金中投资超过 40 万美元的投资者，可以视为具有足够的资金实力和风险承担能力的成熟投资者。符合这一条件的基金，基金和基金行政管理人都可以豁免资格审批。

¹⁶ 家族公司指由 2 个和 2 个以上的兄弟姐妹、配偶(包括离异的)、直系亲属(包括收养的)及其配偶直接或间接拥有的企业。

¹⁷ 满足该条件的合格买家可以代表自己，也可以代表其他合格买家持有私募基金份额。

(3) 投资管理人豁免监管的私募基金投资人资格

开曼群岛《证券投资业务法》规定，除满足豁免条件以外，任何人从事证券投资业务都必须获得政府认可。其豁免条件中除由海外监管当局批准的证券投资业务和为同一集团中公司进行证券投资管理业务外，还规定：为一个或多个“成熟投资人”，“高净资产个人”，“由以上两类人作为股东、信托持有人和有限合伙人额公司，合伙企业或信托”的证券投资管理业务，投资管理人可以豁免政府认可。

其中，成熟投资人的标准是：（1）由 CIMA 监管的机构；（2）由其他认可的海外监管机构监管的机构；（3）在认可的证券交易所上市的机构；（4）根据金融和经营的知识和经验，有理由视为有能力评估所从事交易的价值者；（5）参与的单个交易设计价值相当于 10 万美元以上。

高净资产个人的标准是：净资产不低于 100 万美元的个人，或总资产不低于 500 万美元的个人。

五、我国私募基金市场现状及未来前景

2000 年中国投资基金立法国际研讨会上，《基金法》草案第四稿中，专门有一章用于规范“向特定对象募集的基金”。相关证券报刊对此进行报道后，私募基金一度成为市场热点，引起广泛密切关注。

由于各方分歧较大，在 2003 年颁布实施的《基金法》中，将该法适用范围仅仅局限在了“在中华人民共和国境内，通过公开发售基金份额募集证券投资基金，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，以资产组合方式进行证券投资活动”的范围内。对于私募基金，则只有“本法未规定的，适用《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关法律、行政法规的规定。”的相关文字。自此，私募基金逐渐被市场所淡忘。

近两年，随着证券市场的逐步复苏，市场流动性问题越来越受到关注，私募基金合法化的问题逐渐受到市场和有关政府部门的关注，市场呼声渐高。

（一）我国私募基金市场现状

我国私募基金目前可以分为两大类：一类是有官方背景的合法私募基金，主要包括：券商集合资产管理计划、信托投资公司的信托投资计划和管理自有资金的投资公司；另一类是没有官方背景，民间的非合法私募基金。这类私募基金通常以委托理财的形式为投资者提供集合理财服务，其业务的合法性不明确。媒体和市场讨论私募基金合法化问题时，主要指后一类民间的非合法私募基金。

1. 有官方背景的合法私募基金

事实上，券商集合资产管理计划是目前我国相关法规明确认可的，有确定法律地位的，非公开募集进行证券投资的集合投资计划。因此，券商集合资产管理计划目前是我国标准的私募基金。随着券商集合资产管理计划发行得越来越多，其投资特色越来越少，不收取业绩表现费只收取管理费的现象越来越普遍，非公开募集的方式越来越公开化，在券商集合资产管理计划上所能看到的私募基金的特点越来越少。因此，很多媒体在讨论我国私募基金的时候反而常常将我国这类标准的私募基金忽略了。

信托投资公司的资金信托投资计划可以分为准保底型证券投资信托和不保底证券投资信托两类。央行 2002 年《信托投资公司资金信托管理暂行办法》明确了资金信托计划的合法性，并规定由信托投资公司专营。所有的信托投资计划都只允许非公开募集，因此这两类信托投资计划，都属于合法的私募基金。

目前我国大部分证券投资信托都属于准保底型，发行准保底型证券投资信托计划的信托投资公司较多，这类信托中市场影响比较大的有上国投的蓝宝石计划和华宝信托的点金系列结构化证券投资计划。

只有深圳国际信托投资公司和平安信托发行了不保底的证券投资信托。这类信托的投资者没有投资收益保障，信托的投资顾问不承担额外风险。这类信托都收取管理费和业绩表现费，对投资者最低投资金额的限制也较高（目前都是最低 100 万），更接近于海外的私募基金。目前深国投已经发行的此类信托计划有四个。这类信托计划目前比较受欢迎，投资者和投资管理人都很踊跃，但这种方式也存在成本高，效率低，灵活性差的问题，为了获得合法身份这类私募基金的隐性成

本实际也不低。

一些大企业，有时以单个企业出资或联合几家企业共同出资，成立投资公司管理企业自有资金。这类投资公司用于证券投资的是自有资产，目前合法。几个企业联合出资成立的这类投资公司，实际上是以公司的形式通过证券投资进行集合理财，因此也属于合法的私募基金。采用这种方式，在获得合法形式的同时，必须面对较高的税收和管理成本，而且在投资者发生变更时手续也比较繁杂。因此，采取这种形式的私募基金不多。

2. 民间的非合法私募基金

目前媒体和市场最为关注的主要是没有官方背景的民间非合法私募基金。这类基金常常以工作室、投资咨询公司、投资顾问公司和投资管理公司等名义，以委托理财方式与其他投资者提供投资服务的集合理财计划。其操作中主要当事人只有两类：委托人和投资管理人。这类私募基金的资金通常以委托人的名义开户：如果委托人资金规模较大，通常不采用集合投资的方式，而是单独开立帐户。如果单个委托人资金规模不是太大，则以几个委托人商议好的一个名义开立，同时与开立资金帐户的营业部约定需经几个委托人一致同意才允许从该帐户中转出资金。

采用这种操作方式时，委托双方商定投资收益分成比例后，委托人将帐户名称、开户地址、帐号和交易密码等信息告知投资管理人，投资管理人负责日常交易，但由于没有资金密码，不能转移帐户上的资金。委托人只能进行交易监督，但不能直接进行证券交易。近年来，这种操作方式也在不断改进中。如委托双方开始事先就投资理念等问题进行沟通，有的会在协议中明确限定资金投资方向，如不得买入权证、不得买入 ST、不得买入近期涨幅过大的股票等，有些合作中甚至注明双方在投资合作过程中进行信息交流和沟通的方式和频率。

按照这种方式，资金集合管理会增加投资者的资金风险，在操作中有一定困难，因此大部分私募基金实际上是单户理财。从理论上说，单户理财不属于集合理财方式，不是私募基金。但由于采用这种方式，无论单户理财还是集合理财，其运作方式相同。而且，很多表面上的单户有时实际上又是由多个投资者共同出资的，难以区分。另外，目前这种操作方式被市场普遍认定为私募基金，加之采

用这种方式的单户理财随时可能发展为集合理财，因此仍将其纳入私募基金讨论。

由于没有法律保障，目前我国民间私募基金大多以个人名义开户，以各种变通形式存在。因此，我国私募基金的实际发展状况没有准确的统计数据。现有的数据都是根据不同资料进行估计的结果，其中影响较大的是 2001 年夏斌等“中国私募基金报告”中根据抽样调查的估计，基金规模大约 7000 亿元。无论这些估计是否准确，至少可以说明我国目前处于灰色地带的私募基金规模庞大，市场需求旺盛。

（二）我国私募基金发展前景分析

1. 我国金融市场迅速发展，私募基金的投资空间广阔。

我国金融市场不断发展，股票市场、期货市场、债券市场、货币市场的规模不断扩大。市值不断增加，流动性不断提高，同时金融衍生品市场即将推出。截至 2006 年 6 月末，我国境内上市公司（A、B 股）达 1375 家，总市值已超过 4 万亿，流通市值大约 1 万 7 千亿，债券市场规模已近 9 万亿。2006 年上半年，沪深两市股票成交金额近 3.8 万亿，债券现货交易金额近 5 万亿，债券回购交易金额超过 11 万亿。

随着证券市场的发展，交易制度不断创新，发展衍生品市场是历史必然。从全球共同基金的发展看，各国对共同基金使用杠杆工具和投资衍生品市场都有严格的限制，共同基金很少参与衍生品交易。目前，我国对证券投资基金投资权证市场有严格的限制¹⁸，估计未来对共同基金进行融资融券业务、参与卖空交易和投资衍生品都将有更为严格的规定。

目前，我国现货市场已经推出权证产品，融资融券制度刚刚开始实施，金融衍生品交易所已经筹备，预计 2006 年内将推出第一个股指期货产品。融券卖空以及投资衍生产品，显然不适合散户操作，主要由各种专业和机构投资者组成。其中，共同基金作为机构投资者的主力不可能成为衍生品市场的主要投资者，私募基金将成为我国未来杠杆工具和金融衍生产品的主要投资者之一。

¹⁸基金可以买入和持有在股权分置改革中发行的权证。但一只基金在任何交易日买入权证的总金额，不得超过上一交易日基金资产净值的千分之五；一只基金持有的全部权证，市值不得超过基金资产净值的百分之三；同一基金管理人管理的全部基金持有的同一权证，不得超过该权证的百分之十。

随着我国金融市场的不断发展，相关制度的不断完善，新产品不断出现，市场规模不断扩大，流动性不断增强，可供私募基金的投资空间日益扩展。私募基金在市场中的重要性将不断提高。

2. 我国私募基金投资人队伍不断壮大，私募基金需求旺盛。

海外私募基金的投资者主要包括以下几类：个人投资者、捐赠基金(endowments)、基金会(foundations)、养老基金和企业投资者。表 5 给出了美国各类投资者将资产投资于私募基金的比例和规模。其中 2000 年数据为历史数据，2005 年数据则是有自由人公司（Freeman and Company）估计的。

表 5 美国各类投资者在私募基金中投资状况

投资者类型	占投资者总资产比重(%)		投资资产（亿美元）		占私募基金资产的比重(%)	
	2000 年	2005 年	2000 年	2005 年	2000 年	2005 年
个人投资者	2.3	4.0	2875	7347	83.5	80.3
捐赠基金	5.0	10.0	134	392	3.9	4.3
基金会	5.0	10.0	130	381	3.8	4.2
公司	0.5	1.2	114	404	3.3	4.4
养老基金	0.5	1.0	151	445	4.4	4.9
寿险公司	0.1	0.3	32	141	0.9	1.5
其他保险	0.1	0.3	9	39	0.3	0.4

资料来源：Organization for Economic Cooperation and Development, Nelsons, AM Best, Freeman & Co. estimates.

从表 5 可以看出，个人投资者是私募基金的主要投资群体，私募基金超过 80% 的资产来自个人投资者。据自由人公司估计，2000 年美国个人投资者拥有的可投资资产大约有 12.5 万亿美元，是其他类型投资者可投资资产总和的 4 倍多。个人投资者投资于私募基金的比例不高，大约占他们拥有的可投资资产的 2.5%，相比之下，捐赠基金和基金会可投资资产数量较小，大约分别为 2670 亿和 2590 亿美元。目前，大约 60% 的捐赠基金和基金会和 20% 的养老基金将资产投资于私募基金，投资于私募基金的资产大约占捐赠基金和基金会资产的 5%，养老基金只将其 5 万亿美元资产中大约 1% 投资于私募基金。

目前，我国私募基金的潜在投资人群体在迅速成长，其资产规模也在迅速增长。截至 2006 年上半年，我国居民人民币储蓄存款余额超过 15.5 万亿元。其中大约 80% 的资产掌握在 20% 的人手中。根据我国某经济发达地区某国有银行的调查，在该行存款超过 5 万元的居民，其存款占该行所有居民存款的 80%，存款超过 100

万元的居民，其存款占该行所有居民存款的 11%。如果按照这一比例，考虑到我国地区间经济发展的不平衡因素，以及我国家庭通常以不同家庭成员的名义，在多家银行开立银行帐户等因素，全国存款规模超过 100 万元的居民，其储蓄存款总额将超过 1 万亿元。

富有个人占有规模如此庞大的现金类资产，其投资需求将成为我国私募基金发展提供充足的资金供给。而且，随着我国经济的快速发展，富有个人资产规模将进一步迅速扩大，私募基金的发展潜力巨大。另外，我国企业经营中的闲置资金数量庞大，也是私募基金的有效资金供给源。

3. 我国有大量的私募基金经理人才储备。

美国私募基金经理主要出自华尔街出色的交易员和基金经理。华尔街被称作年轻人的世界，经纪商通常采用水平型的组织体系，很少有资深交易员可以晋升到总经理层。有些合伙制企业甚至希望他们的合伙人 50~55 岁就退休，为有潜力的年轻人创造机会。因此，一些非常成功的基金经理很年轻就退休。

那些经验丰富并且有较好历史表现的基金经理发现，利用私募基金可以增加他们的个人收益。私募基金管理公司收取类似于薪酬的管理费，以此来代替薪酬。同时，私募基金收取激励费用，以此取代奖金。私募基金经理可以为投资者提供更具有吸引力的回报，同时获得与基金经理一样多，甚至更多的报酬。

私募基金为基金经理提供了一个新的舞台，使他们可以利用一种完全不同的商业模式来施展才华。例如，曾经在共同基金中创造了无数奇迹，全球最大共同基金——麦哲伦基金的基金经理彼得林奇，在退休后也从事了私募基金行业。私募基金不鼓励经理人提早退休，基金经理的投资经验会增加基金对潜在投资者的吸引力。

中国股市发展至今已走过 16 个年头，十多年来股市起起落落。股市中的投资者除最初的个人投资者外，券商自营和资产管理业务，以及共同基金的发展已培养出一大批投资人才，为私募基金的发展做好了充足的人力资源储备。

（三）我国发展私募基金的现实意义

1. 发展私募基金，可以更好地满足不同类型投资者的投资需求。

目前，我国可供投资者选择的理财品种主要包括：银行存款、国债、保险计划、信托计划、共同基金、券商委托理财和券商集合资产管理计划。其中，银行存款是风险极低的选择，也是目前投资者选用最多的方式。其他风险较低的投资选择包括国债、货币基金和债券基金，以及投资于货币市场和债券市场的其他理财计划（如券商集合资产管理计划）。这些产品具有风险低、收益略高于储蓄存款、流动性好的特点。投资股票型基金、信托或其他理财计划¹⁹，可以分享我国经济和证券市场成长的收益，但同时风险也较高。

目前，在我国的金融监管体系中，为了防范风险，对各种类型投资于证券市场的投资计划，包括股票型基金、信托以及券商集合资产管理计划等其他理财计划的投资范围、投资比例都进行了严格的限制，结果导致共同基金、理财计划和信托计划的同质化趋势明显。

“羊群效应”是全球共同基金的通病，造成这个问题的原因有基金的评价标准和基金经理的个人考核制度等多方面因素。我国的共同基金也面对同样的问题，乐嘉春（2003），徐国杰（2005），刘俊（2002），谢非（2004），杨淑梅（2004），都对我国共同基金的投资行为进行了研究，得到了共同的结论：我国共同基金的“羊群效应”也非常显著。目前，数十家上市公司基金高度控盘，持股比例占其流通盘 50%以上；几乎所有的基金都持有宝钢股份、长江电力。投资风格雷同和投资组合的高度一致导致不同共同基金间的差异减小。

随着我国经济的发展，民间财富不断增长，我国现有的理财产品中，缺乏为这些资金实力雄厚的投资者量身定做的不同风险偏好的投资产品，无法满足他们多样化的投资需求。正如周小川所说，在风险可以买卖的情况下，将来可能比较愿意承担风险的主要是私人投资类组织和私募投资的基金²⁰。

私募基金的投资者以这些具有自我保护能力和风险承受能力的财富拥有者为

¹⁹ 具体包括偏股型、股债平衡型

²⁰ 2005 年 9 月中国人民银行行长周小川指出，在风险可以买卖的情况下，将来可能比较愿意承担风险的主要是私人投资类组织和私募投资的基金，今后民间财富是需要着重培养的，在政策上要考虑它们的地位问题。

主，由于私募基金通常所受的监管较少，投资具有更高的自由度，可以更大程度上根据客户的风险偏好、资产规模等特点设计产品和投资方案。而且，其投资的范围也更广泛，投资集中度则可能更高。因此，发展私募基金，可以进一步丰富我国投资者可选择的投资理财工具，满足不同类型投资者的投资需求。

2. 发展私募基金，可以进一步完善我国证券市场的投资者结构。

目前我国证券市场的投资者结构存在个人投资者比重较大，机构投资者结构比较单一的问题。事实上，这两个特点是相互联系的。正是由于我们可供个人投资者选择的产品结构单一，不能满足他们多样化的投资需求，个人投资者的比重才居高不下。发展私募基金，可以为不同类型的投资者，尤其是经济实力强、风险承受能力高的投资者，提供更加多样化的投资渠道，有利于降低个人投资者比重。

目前，我国证券市场的机构投资者主要有：共同基金、券商自营、券商委托理财、券商集合资产管理计划、保险资金、企业年金、信托计划和私募基金。其中，共同基金是我国近年来发展的重点。正如波涛（2004）中所指出的，随着证券投资基金的大力发展，我国证券市场的机构投资者队伍出现了剧烈的结构性变化，证券投资基金所占比重迅速提高，同时其他机构投资者和个人投资者则出现相对萎缩现象。

券商集合资产管理计划的收费方式、开放频率、还是信息披露，都逐渐与共同基金趋同。而且募集对象逐渐散户化，募集方式逐渐公开化。券商集合资产管理计划和信托投资计划的投资方向和投资限制与共同基金也趋同²¹。因此，总体上看，我国证券市场机构投资者呈现出“同质化”的特点，破坏了证券市场应有的机构投资者的“异质化”结构，证券市场上各类机构投资者之间应有的相互竞争、相互补充的生态平衡局面被破坏，出现独家垄断性发展的生态失衡。

私募基金的发展，有利于改变我国机构投资者中共同基金所占比重过大，机构投资者“同质化”等问题，增加市场主体的多样性。同时，有利于建立各类投资者之间互补的良性竞争格局，恢复证券市场生态多样性。另外，目前我国的私募基金部分是以信托、理财计划等机构的形式存在的，同时还有大量的私募基金

²¹央行对信托计划的投资限制与共同基金基本一致。

以委托人名义开户，其中很大一部分是以个人名义存在的。因此，让私募基金“阳光化”，有利于让私募基金恢复其本来面目，从统计上增加机构投资者比重。

3. 发展私募基金，有利于建立我国证券市场的流动性机制，提高市场流动性。

证券市场的生命力在于其流动性，证券交易的意义在于通过降低交易成本，加快信息流动，优化资源配置。近几年，我国大力倡导价值投资理念，发展证券投资基金等长期机构投资者，一方面遏制了过度投机和操纵市场的行为，但另一方面，也造成了机构投资者同质化的现象，证券市场必要的投机活动也受到打击，证券市场的换手率逐年下降。因此，必须大力发展多样化的投资者队伍，使其形成相互竞争、相互补充的生态平衡状态，从而发展我国证券市场市场流动力提供机制。

市场中不同投资理念、投资风格、风险偏好的投资者的存在，是产生证券交易的原始动力。从目前我国现有的各种机构投资者看，保险资金和企业年金对投资安全性要求高，属于风险极端厌恶者，不可能提供很高的市场流动性；共同基金、券商集合资产管理计划、证券投资信托计划如前所述，同质化严重；券商自营、券商委托理财和私募基金将成为未来市场流动性的主要提供者。

私募基金的募集对象、操作方式、风险控制都与共同基金不同，而且私募基金的投资范围和投资方向所受限制较少，交易方式较为灵活，其中部分可能表现得更加激进和极端，对价格的发现也可能更敏锐，其资金调拨灵活和高效。私募基金的良性发展，将有效刺激市场交易，提高市场流动性。而流动性的提高，将惠及证券市场中所有投资者。

六、我国私募基金当前问题及建议

（一）我国私募基金监管现状及问题

1. 我国私募基金监管架构和监管思路

目前我国有明确法律地位的私募基金主要包括券商集合资产管理计划和有价证券集合信托计划。其中，券商集合资产管理计划的监管规定主要包括 2004 年 1

月证监会颁布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》和《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》。另外，2006年7月25日，证监会又公布了《证券公司集合资产管理业务实施细则》征求意见稿。该细则正式颁布实施后，将成为券商集合资产管理业务的主要监管法规。

规范有价证券集合信托计划业务的主要法规包括《信托法》，央行2002年《信托投资公司资金信托管理暂行办法》与《信托投资公司管理办法》；另外银监会2004年和2005年集中发布的一些文件，主要包括《信托投资公司资金信托管理暂行办法》《中国人民银行关于信托投资公司资金信托业务有关问题的通知》《中国银行业监督管理委员会关于进一步规范集合资金信托业务有关问题的通知》。

这两种业务的监管规则由不同机构制定和颁布。由此可以看到，目前我国私募基金的监管框架是，依据从事私募基金业务的机构，由其主管部门负责监管。从这两种业务的相关监管规则看，目前我国私募基金监管的重点仍放在对私募基金管理人资格的政府审批，以及通过限制基金投资方向和投资比例控制基金投资风险。

从目前我国这两种业务的监管规则可以看出，其监管思路与共同基金的监管思路非常相似，将所有投资者纳入私募基金的投资者范畴，同时也纳入监管者试图通过监管政策保护的投资者范畴。因此，在制定具体的监管政策时，很大程度上仍从保护公众投资者的角度出发，与共同基金监管同质化。

根据全球私募基金发展的经验，私募基金的监管主要是通过禁止私募基金募集没有自我保护能力的小投资者的资金，从而保护普通投资者的利益。因此，私募基金监管的重点应放在对投资者的自我保护能力进行区分，仅允许私募基金为那部分具有相当经济实力和自我保护能力的投资者提供投资理财服务。

2. 民间委托理财关系合法性模糊

目前我国民间私募基金协议双方是典型的委托理财关系，而我国目前对这种委托理财业务是否合法一直没有明确的规定。因此，该理财方式和理财协议的合法性一直处于灰色地带。合作双方在此合作关系中都面临一定风险，如果对方违约，任何一方都很难通过法律手段保护自己的权益。例如，如果委托人到期不按照协议向投资管理人支付投资咨询费或投资收益分成，投资管理人可以采取的措

施非常有限。另外，如果投资管理人从事为他人锁仓、拉抬，以及其他不正当投资行为造成损失，委托人也很难了解其中内幕，追索投资损失。

实际操作中，采用这种方式的委托双方通常有一定的私人关系，对对方个人有一定了解和信任。因此这种合作方式是建立在相互了解和信任基础上签订的君子协定基础上的，很难大面积推广和发展。

因此，目前急需解决民间委托理财关系的合法性问题。只有明确了民间委托理财关系的合法性，民间私募基金当前普遍采用的这种方式才可能有长期发展的前景。

3. 民间私募基金合法性模糊

目前私募基金在进行集合投资时，为了保障每个投资者的资金安全，通常的做法有两种：一种是与开户营业部签订协议，规定必须所有投资者签字认可，才允许将资金转出；另一种做法是，进行集合投资的投资者相互认识，有一定了解，推选其中部分大家都可以信任的投资者作为代表，与营业部约定，只要所有指定代表都签字认可，就允许资金转出。

2006 年新颁布的证券法明确规定，投资者必须以本人名义开立证券帐户。以他人名义开立证券帐户的行为不受法律保护。因此，采用上述两种方式，投资者的资金安全都存在法律风险。

同时，这些集合投资的开户方式，在操作中也存在一定问题。采用第一种方式，如果投资者数量很少，具有一定的可操作性。但如果投资者人数超过 5 个，在操作中就可能遇到很多问题。采用第二种方式，对投资者群体的相互关系和了解有较高的要求，一般不容易做到，难以商业化操作。而且，采用这种方式，投资者的资金安全是建立在指定代表人格信任的基础上的，仍存在一定的风险。

由于集合投资在实际操作中困难较大，目前我国民间私募基金中单户理财所占比例较大。由于投资管理人的时间和精力有限，按照这种方式其管理的帐户有限，管理的资产规模扩展空间有限。而且，投资管理人同时管理多个帐户时，在交易过程中还存在帐户间公平性的问题。

由于我国现有的各种经济主体组织形式对私募基金都难以适用，私募基金没

有适宜的法律形式，无法确立其合法地位。目前我国发展私募基金具有重要的现实意义。私募基金市场需求旺盛，而且随着证券市场的发展，衍生品的推出，其市场需求将继续膨胀。在这样的市场背景下，应该顺应市场发展的要求，为私募基金的发展提供一个合适的平台，建立私募基金的资金筹集机制，使私募基金以一种适宜的法律形式，集合客户资金进行投资管理，从而引导其健康发展。

同时，为私募基金搭建一个适应平台，明确其法律地位，对于证券市场的稳定也具有至关重要的作用。在适应的法律环境下，私募基金将逐渐以真实面目出现，其市场交易行为更容易监控，可以解决目前面临的很多私募基金违法行为的监管问题。尤其是，在金融衍生产品推出后，对私募基金市场交易的监控至关重要。

（二）我国非公开募集方式的现行规定及问题

1. 我国目前关于非公开募集对象的法律界定和监管问题

目前我国关于非公开募集对象的法律界定不是非常清晰，涉及相关内容的规定有：

《证券法》第十条规定，“公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。有下列情形之一的，为公开发行：（一）向不特定对象发行证券；（二）向累计超过二百人的特定对象发行证券；（三）法律、行政法规规定的其他发行行为”。

《信托投资公司管理办法》第四十五条规定，“信托投资公司接受由其代为确定管理方式的信托资金，应当符合下列规定：（一）信托期限不得少于一年；（二）单笔信托资金不得低于人民币 5 万元。”

《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第六条规定，“信托投资公司集合管理、运用、处分信托资金时，接受委托人的资金信托合同不得超过 200 份(含 200 份)，每份合同金额不得低于人民币 5 万元(含 5 万元)。”

《证券公司客户资产管理业务试行办法》第三十条规定，“证券公司办理集合资产管理业务，只能接受货币资金形式的资产。证券公司设立限定性集合资产管理计划的，接受单个客户的资金数额不得低于人民币五万元；设立非限定性集合

资产管理计划的，接受单个客户的资金数额不得低于人民币十万元。”第三十四条规定，“客户在参与集合资产管理计划之前，应当已经是证券公司自身或者其他推广机构的客户。”

《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》规定，“证券公司、推广机构应当保证每一份集合资产管理合同的金额不得低于《试行办法》规定的最低金额，并防止客户非法汇集他人资金参与集合资产管理计划。”

《证券法》中未明确界定“向特定对象发行”。信托相关法规中关于每份信托资金不得低于人民币 5 万元的规定，券商设立限定性集合资产管理计划接受单个客户的资金最低人民币五万元，设立限定性集合资产管理计划接受单个客户的资金最低人民币十万元，都可以视为对“特定对象”的具体解释。

截至 2005 年底，我国股票和混合型开放式基金单户平均规模为 5.86 万元，债券型为 3.39 万元，货币型为 17 万元。可见，目前我国券商集合资产管理业务和资金信托业务的投资者最低投资金额的下限，仅相当于共同基金投资者的平均参与金额，无法保证投资者的资金实力和风险承受能力。因此，我国目前关于非公开募集针对的“特定投资对象”，不是具有自我保护能力的投资者，与海外私募基金的投资者群体有显著差异。

我国的“非公开募集”呈现出普及化的特征。因此，针对现有的“特定投资对象”的私募基金，采用与共同基金同质化的监管方式也情有可原。

2. 我国非公开募集发行渠道和发行方式的监管问题

目前我国关于非公开募集发行方式的法律规定非常少，具体规定有：

《证券法》第十条规定，非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第四条规定，信托投资公司办理资金信托业务时不得通过报刊、电视、广播和其他公共媒体进行营销宣传。《证券公司客户资产管理业务试行办法》第三十四条规定，“证券公司可以自行推广集合资产管理计划，也可以委托其他证券公司或者商业银行代为推广。”《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》规定，“证券公司可以自行推广集合资产管理计划，也可以委托其他具有证券投资基金代销业务资格的商业银行或证券公司代为推广集合资产管理计划”。“严禁通过广播、电视、报刊及其他公共媒

体推广集合资产管理计划”。

从这些规定可以看到，目前我国对非公开募集的发行渠道和发行方式的界定也很不清晰。“公开劝诱”和“变相公开方式”如何界定？通过银行向银行客户推广，算不算非公开募集？短信推介形式是否属于非公开募集允许范畴？这些问题急需解决。

目前我国的资金信托和券商集合资产管理计划在销售中，广泛使用了短信推介等宣传方式，部分资金信托和券商资产管理计划的代销银行还使用了广播等媒体进行宣传。因此，我国的“非公开募集”目前有严重的公开化趋势。

（三）我国私募基金监管和发展建议

根据前面的分析，我国对私募基金的政府监管应该遵循以下几个原则：（1）明确私募基金在我国金融市场的合法性及其地位，既不能一律封杀，也不能放任自流。（2）明确私募基金的特色和优势，通过政策鼓励和发展它的特色和优势，促进我国证券市场的投资者结构优化。（3）明确对私募基金的监管重点和方向，避免使私募基金与共同基金趋同。具体建议如下：

1. 转变私募基金监管重点和思路

目前我国私募基金监管的重点仍放在对私募基金管理人资格的政府审批，以及通过限制基金投资方向和投资比例控制基金投资风险。这种监管思路与共同基金非常相似，将所有投资者纳入私募基金的投资者范畴，同时也纳入监管者试图通过监管政策保护的投资者范畴。其结果导致现有合法私募基金的投资者结构和投资策略都与共同基金严重同质化，无法体现私募基金投资灵活、风险水平各异的市场特点，无法满足资金实力雄厚投资者的投资需求，对我国证券市场投资者结构优化的积极作用不显著。

为了促进我国私募基金的发展，给予私募基金更大的空间，允许私募基金表现出与共同基金不同的特点，同时保护广大普通投资者，我国应借鉴国际经验，限制私募基金风险扩散范围，通过禁止私募基金从没有自我保护能力的小投资者吸纳资金，保护普通投资者的利益。在制定监管制度时，首先区分具有不同自我保护能力的投资者，仅允许私募基金为那部分具有相当经济实力和自我保护能力

的投资者提供投资理财服务。同时，通过限制私募基金的销售范围，避免私募基金风险扩大化、普及化和公众化。将私募基金监管的重点放在限制私募基金投资者资格和数量，以及私募基金销售渠道和销售方式上。

2. 明确私募基金的界定标准，加强对违反私募基金监管规定行为的监管和处罚

目前我国对于私募基金没有明确的界定标准。尽管海外法律中也没有明确界定与我国私募基金相对应的概念，但海外各国在相关法律中都明确界定了非公开募集方式和允许豁免共同基金相应监管规定的基金标准。由于我国私募基金的发展路径与海外不同，海外私募基金是最原始的集合投资形式，从产生之初就没有目前我国私募基金所遭遇的“合法化”问题。而我国私募基金的合法性已经收到广泛的关注，通过相应法规明确界定私募基金这一法律概念，会比较容易得到市场的认可。

事实上，是否在法规中明确界定私募基金的法律概念，没有什么本质的区别。我国也可以借鉴海外方式，不明确界定私募基金的法律概念，只明确非公开募集方式和允许豁免的基金标准。无论以何种形式，问题的关键是，我国当前急需明确私募基金的界定标准。

可以借鉴海外经验，从投资人资格、投资人数量、私募基金销售渠道和销售方式等几方面界定私募基金。为了控制私募基金投资风险的社会影响，建议可以先将标准制定得严格一些。具体建议如下：

(1)私募基金投资人资格界定。海外大多通过对私募基金投资人的个人年均收入、家庭年均收入、机构总资产、个人净资产或可自由支配资产等指标来界定投资人资格。我国由于个人资产构成不透明，这些指标可操作性较差。因此，我国比较可行的办法是，规定私募基金投资者的最低投资金额，以此控制投资者资格。具体规定可借鉴目前不保底证券投资信托计划的最低投资金额，确定为 50 万或 100 万人民币。

(2)私募基金投资人数量。海外通常针对不同类型的投资者，对私募基金的投资者数量有不同的限制。如美国规定 3(c)(1)基金的投资者为“可接受投资者”，投资者数量上限为 100 人；第 3(c)(7)条款基金的投资者为“合格买家”，投资者数量上限为 500 人。我国可以借鉴上述方式，对接受投资者类型不同的私募基金

规定不同的投资者数量上限。如果只对投资者设定一种最低投资金额，不再细分，如规定最低投资金额不低于 100 万，可将投资者上限设为 200 人或 100 人。

海外对私募基金投资者人数进行限制时，通常都将投资于私募基金的投资管理人和管理团队计算在外。我国在制定相关制度时也应该借鉴此做法。

(3)私募基金的销售渠道和销售方式。我国急需明确非公开募集允许和禁止的销售渠道和销售方式，对证券法中规定的“公开劝诱”和“变相公开方式”进行细化，统一标准，对目前相关业务中与之矛盾的规定进行规范。

在明确私募基金界定标准的基础上，必须加强对违反相关规定的行为的监管和处罚。首先，必须在制定私募基金界定标准的同时，在相关规则中制定严格的违规处罚办法，提高违规成本。其次，在相关规则颁布实施后，必须加大执法力度。对于不符合私募基金界定标准的集合投资计划，应视为共同基金。由于我国对共同基金的管理人和运作等有非常严格的规定，这些不符合要求的私募基金不可能达到目前共同基金的要求。应视为违规设立共同基金，追究法律责任，加大执法力度。做到有法必依，执法必严，违法必究。

3. 明确私募基金管理人资格要求

按照前面对我国私募基金监管思路的建议，私募基金管理人不再是私募基金监管的重点。因此可以取消对私募基金管理人的监管。

为了与我国现有的金融监管体系和监管习惯配套，另一个办法是过渡的方案，对私募基金投资管理人进行适度监管。例如，规定私募基金的管理人必须以投资管理公司的名义注册，注册资本不得低于 1000 万，必须具有基金投资管理必要的场所和设备等等。

4. 建立私募基金的备案制度

为了便于监管私募基金的投资行为，控制私募基金投资风险的社会影响，可以借鉴 2004 年美国 SEC 对私募基金备案规定，要求我国投资者人数超过一定数量、管理资产规模超过一定规模的私募基金在相关监管机构备案。

5. 对私募基金的投资等具体运作放松监管

建立相关制度可以控制私募基金的投资者自我保护能力和私募基金投资风险

的社会影响，在这样的背景下，应该免除对私募基金投资范围、投资比例、私募基金管理费和业绩报酬提取办法的监管。为私募基金发挥其投资灵活，激励机制作用大等优势，为私募基金提供更大的发展空间。

6. 鼓励发展私募基金服务行业

海外的基金投资顾问公司通常只负责基金的投资管理工作，其他所有行政管理工作，如基金投资者的登记结算、基金会计和审计、对基金持有人的信息披露等等，则由基金行政管理公司负责。由于业务单一，因此人员构成简单，经营成本较低。我国的基金管理公司的主要工作是负责基金的投资管理，同时其他基金行政管理工作大都也由基金管理公司自己负责。结果导致我国基金管理公司普遍经营成本高企。

私募基金管理资产规模通常较小，基金投资人数量小，基金的投资人登记结算和基金会计审计工作都很简单。如果让每个私募基金投资顾问负责，非常不经济。因此，应借鉴海外经验，鼓励发展基金行政管理服务行业，降低私募基金管理的行业成本，促进私募基金投资管理、共同基金投资管理和基金行政管理行业的发展。

我国共同基金的银行托管模式有效地控制了投资者资金挪用的风险，如果私募基金也可以采用这种资金托管模式，一方面可以有效保证投资者的资金安全，另一方面可以提高投资者对私募基金的信心，有利于私募基金的长远发展。另外，采用这种方式还有利于监管机构监管私募基金投资行为。因此，应制定相关政策，鼓励或强制私募基金通过银行托管基金资产。

7. 加强对证券交易违法行为的监管和处罚

发展私募基金，让私募基金合法化，目前最大阻力来自于担心私募基金投资不受限制，扰乱市场秩序。因此，在制定私募基金监管政策时，一方面要缩小私募基金投资风险的影响范围，另一方面要加强对私募基金市场操纵等违法行为的监管和处罚。

所有投资者是平等的，都不能违反相关证券法律规定，所有的违法行为都应该受到处罚，私募基金当然也不例外，但也不应该受到政策歧视。与目前私募基金隐身现状相比，给予私募基金合法地位后，通过前述的私募基金备案制度和私

募基金开户实名制度，可以更好地监管私募基金。

8. 抓紧研究目前适合私募基金发展的合法形式，提供政策支持

目前我国私募基金的合法化呼声很高，但合法化的形式还不清晰。因此，应该深入研究我国私募基金合法化的具体形式、各种方案的可行性，以及目前存在的困难，从而为私募基金发展提供法律基础和政策支持。

参 考 文 献

- 1, “别问我是谁——委托理财的法律辨析”, 廖凡, 法律论文资料库
<http://www.law-lib.com/lw/lw-view.asp?no=2786>
- 2, 波涛 (2004), “股市三大结构性缺陷亟待大修”, 中国证券报 2004 年 7 月 19 日
- 3, “对冲基金”, 夏理逊, 香港联合交易所网站, 2000 年 3 月
- 4, 孔翔 (2005), 《我国需要什么样的证券非公开发行制度? ——发挥证券非公开发行制度优势促进企业融资与发展》
- 5, 乐嘉春 (2003), “基金投资组合凸现三大问题——投资风格雷同、选股数量有限、庄股特征明显”, 上海证券报, 2003 年 07 月 23 日
- 6, 刘俊 (2002), “投资基金羊群效应分析”, 资本市场, 2002 年 03 月 05 日
- 7, “浅析“信托计划”实务中的法律风险”, 曲峰, 中国法学网
<http://www.iolaw.org.cn/showarticle.asp?id=1519>
- 8, 深圳国际信托投资有限责任公司网站, <http://www.szitic.com/>
- 9, 斯图亚特·A·麦克奎瑞 (Stuart A. McCrary) (2004), 金德环等译, 《对冲基金》, 上海财经大学出版社, 2004 年 1 月 1 版
- 10, 谢非 (2004), “驱不散的“羊群效应””, 证券时报, 2004 年 05 月 17 日
- 11, 《信托投资公司管理办法》2002 年, 中国人民银行
- 12, 《信托投资公司资金信托管理暂行办法》2002 年 6 月 26 日, 中国人民银行
- 13, 徐国杰 (2005), “市场疲惫不振, 基金反思雷同操作”, 中国证券报, 2005 年 06 月 16 日
- 14, 杨淑梅 (2004), “羊群效应之惑: 生存需要牺牲个性? ——基金投资行为解析 (下篇)” 21 世纪经济报道, 2004 年 08 月 16 日
- 15, 《证券公司集合理财资产管理业务实施细则》征求意见稿, 2006 年 7 月 25 日
- 16, “中国人民银行关于信托投资公司资金信托业务有关问题的通知”, 银发 [2002] 314 号
- 17, 《中华人民共和国合伙企业法》, 1997 年 2 月 23 日
- 18, 《中华人民共和国信托法》, 2001 年 4 月 28 日通过
- 19, 朱少平, “关于合伙企业法修改的几个关注点”, 2006 年 7 月 10 日, 中国人大网

- 20, Cayman Mutual Fund Law, Revision2003
- 21, Thomas Schneeweis, Richard Spurgin, and Vassilios N. Karavas(2000), “Alternative Investment in the Institutional Portfolio”, AIMA commissioned paper, updated summer 2000; available at
- 22, [http://www.aima.org/aomasite/research/AIIP%2020000 .pdf](http://www.aima.org/aomasite/research/AIIP%2020000.pdf)
- 23, Van Companies(2004), “The Solution——Financial Advisors: Their Need for Hedge Funds Accelerates ”
- 24, Working Group on Financial Markets(1999),*Hedge fund, Leverage and the Lessons of Long Term Capital Management*, President’s April,1999,page 3; available at <http://www.ustreas.gov/press/releases/docs/hedgefund.pdf>

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋
电话：0755-83203511
传真：0755-83203431
邮编：518028
