

我国私募基金运行现状及风险

倪明

我国私募基金发展现状

私募基金的发展阶段

我国的私募基金产生于20世纪90年代，随着我国证券市场的发展而异军突起，虽然发展迅速并形成了一定的规模，但由于缺乏相应的法律地位和政策性支持，其运行和发展始终以地下或半地下的方式进行。

我国私募基金的发展大致经历了四个阶段：

1993~1995年是我国证券市场私募基金的萌芽阶段。这期间，证券公司的主营业务从经纪业务走向承销业务，大客户将资金交由证券公司代理委托投资，与证券公司之间逐渐形成了不规范的信托关系，私募基金初具雏形。

1996~1998年是我国证券市场私募基

金的形成阶段。在此阶段，上市公司将从股市募集来的闲置资金委托证券公司进行投资，众多的咨询公司和投资顾问公司以委托理财的方式设立、运作私募基金，私募基金逐渐成形，开始初步发展。

1999~2000年是我国证券市场私募基金的发展阶段。此期间，综合类券商经批准可以从事资产管理业务，股票市场的较高收益使得大批上市公司更改募集资金的投向，私募基金的数量和规模迅速增长，但更多的是以操纵股价等违规操作手法获利。

2001年至今是我国证券市场私募基金的分化调整阶段，股市持续低迷使得大批私募基金因亏损而出局，在优胜劣汰之后，私募基金正逐步走向规范。政策层面也有所松动，开始逐步允许信托公司、证券公司、基金管理公司等有限度地开展私募基金业务。

私募基金的存在形式

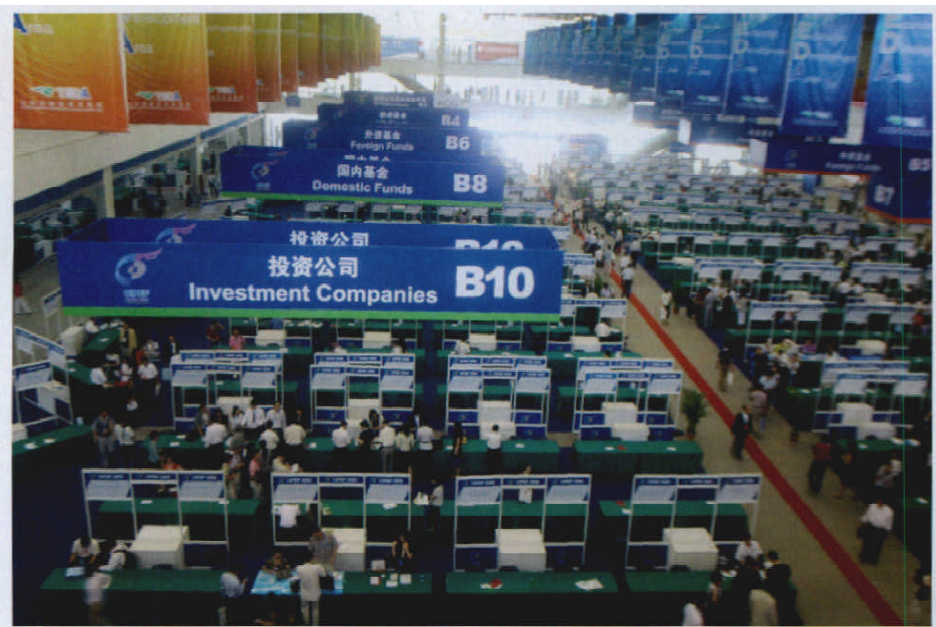
私募基金的运作方式主要是以非公开方式建立资金池，而后投资于公开上市权证或非上市的企业。其主要形式主要包括两种：一种是以投资证券及其他金融衍生产品为主的基金；另一种是以投资产业为主的基金，主要包括风险投资或创业投资基金。投资于证券市场的私募证券投资基金的存在并有效运作是成熟证券市场的一个重要特征。

私募股权信托基金与私募信托基金的关系也应按照上述标准来界定：私募信托基金包括以非公开方式并以信托契约为纽带建立资金池，而后投资于公开上市权证和非上市企业两种模式。投资于二级市场上市公司股票之模式就是私募证券(投资)信托基金；投资于非上市企业之模式就是私募股权(投资)信托基金。

我国私募基金的特点

第一，依靠口碑和人脉募集资金，准入门槛比较高。由于私募基金是向少数特定对象募集的，其投资目标会更有针对性，更像为客户量身定做的投资服务产品，能满足客户特殊投资要求。相比于公募基金，私募基金设计了更高的准入门槛。按照我国现行有关规定，公募基金最低的认购额是1000份，但在私募基金中，不存在这一要求。

第二，操作手法比较激进、灵活，类似于对冲基金。由于政府对私募基金的监管不严，私募基金的投资会更加灵活。私募基金不必像公募基金那样定期披露详细的投资组合，因此其投资更具隐蔽性，如果运作得好的话，投资的收益可能会更高。有的私募基金背后甚至是国际性的对冲基金，投资者通过其可以投资于期货、



黄金、股票、外汇甚至房地产市场。而且只要投资者的资金达到一定规模,私募基金便可以根据客户的需要,为客户量身定做投资组合,实现全方位、多方向投资。另外,私募基金在风险控制方面也相当具有经验。

私募基金的运行机制及其蕴含的风险

虽然私募基金进入证券市场可以提升证券市场的现代化水准并且规避证券市场的部分风险,但也可能在新的层面上产生新的风险。近几年来,中国证券市场中关于私募基金是否应该合法化的问题争论不休,之所以没有明确鼓励发展私募基金,主要原因之一是私募基金本身的运作方式中存在着不少风险。

私募基金最典型的形式是对冲基金。对冲基金又称为避险基金、套利基金,是一种形式最简单、费用最低、最隐秘、最灵活的私人投资管理方式。它可以利用投资组合中不同资产的配置来分散风险,在汇市、股市、期市等多个金融市场持有头寸,依靠对将来金融工具价格变化的预期来寻求获利,有时它也通过分析国际宏观经济形势,依靠投资于不同国家的金融资产来对冲风险。有统计表明,当对冲基金与共同基金面临相类似的风险时,对冲基金要比共同基金获得更高的收益,同时具有更低的风险。

研究私募基金与公募基金在发行方式、资金来源、信息披露制度、收益分配方式、投资渠道、投资产品、投资策略等运行机制方面的区别,可以发现其潜在的风险,主要包括信用风险、操作风险和流动性风险。

私募基金的操作风险

私募基金不向公众发行,不做公开宣传,完全是通过私下的关系进行资金的募集,资金主要来源于有一定经济实力的个人和企业的闲置资金,取得收益的方式要么是与私募基金发起人按一定比例分成,要么是取得大大高于银行利率的保底收益。私募基金投资人和管理人之间的合约关系,是通过双方达成的私下协议建立

的,不具有法律的保护,当行情好时,投资人会取得高收益,但如果遇到行情不好的时候,私募基金可能会由于倒闭或其他原因而不能履行合约,这就给投资人带来了信用风险。

私募基金的投资具有高杠杆性,它可以利用银行信用,以极高的杠杆借贷在其原始基金量的基础上几倍甚至几十倍地扩大投资资金,从而达到最大程度地获取回报的目的。对冲基金投资的证券资产具有高流动性,一个本金只有1亿元的对冲基金,可以通过反复抵押其证券资产,贷到高达几十亿元的资金。因此,如果对冲基金操作不当就会面临超额损失的巨大风险,会危及银行业。从私募基金本身的投资对象来看,其风险和收益都较低,但私募基金一旦使用了杠杆手段来进行融资,在增加了收益的同时,也放大了市场风险。

私募基金的信用风险

私募基金的投资策略具有隐蔽性,国际上一般对私募基金的信息披露没有严格的限制,这就造成信息不对称,不利于对基金持有人利益的保护。在没有外在约束机制的情况下,私募基金追逐利益的投机本性,可能会让它们为了获取巨额的利润,与上市公司串谋,进行内幕交易、操纵股价等违法行为。这些操作风险都会给投资人和市场带来很大的危害。基金管理人的个人操守不好衡量,如果管理人不遵守合同,就会给投资人造成损失。

私募基金的流动性风险

私募基金一般都具有很长的锁定期,在这期间资金不准撤出,以此来保证基金运作的持续性和稳定性,对基金经理的投资策略不造成影响。私募基金不能上市交易,因此风险不能随时转移,持有人只有等待持有期满才能变现,基金持有人可能在基金封闭期内会因为资金难以变现而发生债务危机甚至破产。

存在巨大的系统性风险

专家估计,中国的股票有80%存在高估现象,但流通市值大的蓝筹股却不是私募基金进驻的对象,这意味着有60%~80%的股票控制在私募基金手中,由于私

募基金对外许诺的收益率是10%左右,而我国上市公司的分红率低于1%,即私募基金必须通过股价上扬赚取资本利得来实现另外9%的收益率,而要每年实现这样的收益率,则要求私募基金所控制的股票价格每年都上涨10%~20%甚至更多。也就是说,私募基金为了实现其收益率目标,将要求中国证券市场保持股票价格长期上涨,但是,由于上市公司很难靠主业保证业绩的持续稳定增长,因此私募基金有时还要向上市公司输送利润,与上市公司配合一起通过操纵利润来操纵股票价格,而实际上私募基金向上市公司输送的利润也是源于资本市场的资本利得,因而出现了虚拟收益的反复,造成股市泡沫。当系统风险出现时,私募基金无法实现承诺的收益率,从而导致资金链断裂而加剧股市的动荡。

从某种意义上来说,私募基金自身的风险正是它们所具有的独特属性,正是这种高风险才造就了私募基金的高收益。1997年东南亚金融危机让人们认识到私募基金的两面性:一方面,它会对一国的经济造成极大的危害,造成汇率的剧烈波动和货币的贬值,致使制定经济政策的独立性丧失;另一方面,如果能够正确地利用,其会给投资人带来巨额的收益,有效地分散风险。现阶段,我们既要借鉴海外市场利用私募基金的成功经验,又要意识到私募基金的风险性,加强对国际投机资本流动的监管,通过一定的制度建设来规避私募基金自身的风险,发挥其对市场的积极作用。

作者单位:厦门大学金融系

(责任编辑 刘 钊)