

完善国有出资私募股权投资基金中国有资产管理的建议

湖南省财政厅政府投资基金管理中心 | 沈坚 缪莹莹

自2018年中国人民银行等部门联合颁布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》以来,金融企业通过金融产品出资进入私募股权投资基金的通道基本上被切断,越来越多的财政资金和国企资金(以下通称为“国有资金”)成为私募股权投资基金的出资主力军,这些出资必然形成国有资产,但采用什么程序对这些国有资产进行管理,如何进行资产交易,却存在一定程度的制度空白。私募股权投资基金分为有限合伙制、公司制和契约制三种形式,因契约制大多是以信托产品的方式运作,业内已形成共识,契约型私募股权投资基金本身不具备法律实体地位,其与基金管理人之间的关系为信托关系,其已明确为一种金融产品,按照一般金融行业国

有资产交易管理程序执行即可,本文不做讨论。本文讨论的重点为有限合伙制和公司制私募股权投资基金的国有资金退出私募股权投资基金和含有国有资金的私募股权投资基金(以下简称“国有基金”)转让被投资公司股权的国有资产交易程序问题。

现有制度空白和管理中的问题

(一)私募股权投资基金的行业定位。我国现有国资管理体制下的国有企业类型分为三部分,具体为国资委管理企业、文化企业和财政管理的金融企业。从形式上看,所有企业国有资产应按照《企业国有资产法》调整,但考虑金融企业的特殊性,《企业国有资产法》规定金融企业国有资产的管理与监督,法

律、行政法规另有规定的,依照其规定。依据2019年国务院办公厅印发的《国有金融资本出资人职责暂行规定》第二条规定“金融机构包括依法设立的获得金融业务许可证的各类金融企业,主权财富基金、金融控股公司、金融投资运营公司以及金融基础设施等实质性开展金融业务的其他企业或机构”,也就是说企业被认定为金融机构的前提条件是获得金融牌照。公募基金是获得金融牌照的企业,所以被记入金融企业,而私募基金因为没有实施金融牌照,所以没有被纳入金融企业管理。因为私募基金本身具有的金融属性,按照市场通行理解,私募基金被纳入类金融企业。私募股权投资基金是以非公开交易的股权作为投资标的,也就是投资一级市场

资产管理要求实物管理与价值管理相统一,会计核算为资产管理的主要环节。为规范会计核算,提高会计信息质量,高校于2019年正式实施政府会计制度,采用双功能、双基础和双报告的核算模式,以满足权责发生制政府综合财务报告制度改革要求。以往在收付实现制下,高校不计提或虚提固定资产

折旧、无形资产摊销,资产损耗在价值管理环节未如实反映,导致资产管理重增量配置、轻存量管理,无法准确体现资产在全生命周期的管理绩效,也难以将预算配置与资产存量状态相衔接。高校盘活存量资产时,应关注财务会计核算内容,综合分析资产的客观价值损耗与价值补偿的关系。会计核算还要区分

内部盘活和外部盘活方式,内部盘活在高校内部,属于同一会计主体,侧重核算盘活成本与收益;外部盘活属于不同会计主体,影响资产存量,除关注资产的收支关系外,还要与新增资产配置预算、处置审批等环节相衔接,确保程序合规以及资产运行的可持续性。□

责任编辑 李艳芝

的基金，它作为私募基金中的一种，也只能归属于类金融管理。

(二) 现有国有基金的资产交易管理规定的空白。私募股权投资基金“类金融”的定位导致一系列的文件不适用，形成国有私募股权投资制度管理的空白。我国现有的最高阶企业国有资产管理法律为《企业国有资产法》，其中对国有资产管理的规定简单来说就是履行出资人职责的机构决定国有资产交易，交易价格要评估或审批，交易场所要在交易所进行。同时考虑到金融企业经营的是资金，具有比较强的外部性，国家会对金融企业有一些特殊的规定，因此第七十六条规定金融企业可以例外，但要以相关规定为准。32号令对操作细则做了相关规定，详细规定了交易的程序，其原则还是遵从交易价格经审批或资产评估以及进场交易，与《企业国有资产法》一样，对金融企业和政府投资基金国资转让也给出了政策的调整空间。

财政部2009年印发的《金融企业国有资产转让管理办法》对金融企业国有资产的非上市企业国有产权转让、上市公司国有股份转让和国有资产直接协议转让做出了规定，但其规范的是持有金融业务许可证的金融企业的国有资产转让行为，对没有被纳入金融企业管理的类金融国有基金资产转让行为没有约束力。现有的政府投资基金管理办法是财政部2015年印发的《政府投资基金暂行管理办法》，其规定了政府出资从投资基金退出时，应当按照

章程约定的条件退出，章程中没有约定的，应进行资产评估，评估结果作为确定投资基金退出价格的依据，但对评估后如何操作没有规定。同时对政府投资基金投资的企业股权是否按照国有资产进行管理也没有做出规定。该管理办法还规定了政府出资可以提前退出的五种情形，但并没有详细规定退出的程序和价格如何确定。国务院国资委2023年印发的《中央企业基金业务管理暂行办法》对国务院国资委管理的央企发起和参与的私募股权投资基金进行了全面规范，其在国有资产转让的程序中增加了一个估值程序的可选项。这为国有资产的转让价格的确定提供了一种新的思路。

(三) 现有国有基金资产交易中的问题。由上可知，在涉及私募股权投资基金的国有资产交易过程中，两个不同层次面临问题不同，处于不同的状态。第一层次是国有资金从国有基金中退出时，一般是按照事先约定退出或按照标准的资产评估及进场交易退出，争议不大。争议较大的是第二层次国有基金退出被投资企业时，究竟应按照什么程序执行。不同国有基金采用不同的方式，有的允许基金管理人按市场化方式直接协议转让交易，有的按照合同约定方式交易。监管部门往往依据《企业国有资产法》和32号令等相关法规要求国有基金退出被投资企业时按照资产评估和进场交易的方式进行，这种方式增加了基金管理人和国有出资人的时间成本和资金成本，手续也比较复杂，

在实践中易存在较大争议。

国有基金退出公司股权的程序分析

(一) 从企业经营角度看。《企业国有资产法》第十六条规定“国家出资企业对其动产、不动产和其他财产依照法律、行政法规以及公司章程享有占有、使用、收益和处分的权利”，也就是说国有企业对其自主经营范围内资产，有自由决定权，不需要报其出资人审批。而国有基金管理人作为一个法律主体，能不能将其投资企业股权的行为视为其经营主业，其买卖企业股权行为视同产品购销，成为决定国资管理的关键。

国有基金的管理人投资和退出企业股权与一般金融企业借出和收回借贷资金类似，都是涉及资金的交易。两者都要对被投资企业进行深入调查，一般金融企业在了解被投资企业有还款能力，就会将资金以债权的形式发放企业；而基金管理人组织其团队人员，在综合研判企业的经营团队、市场前景、未来业绩和退出通道等条件，一切合格后才会将资金以股权的形式投资到企业。因此，前者被视为金融产品，后者也应视为金融产品。

公募证券投资基金主要是以买卖二级市场的股票赚取差价利润，因为其拥有金融牌照，被纳入金融企业管理，其股票交易被视为其经营主业。而私募股权投资基金是投资于一级市场的股权，将企业培养壮大后在一级市场上转卖，或是企业上市后在二级市场上卖出，从而盈利，因此其本质和公募证券投资基金一样是

进行股权买卖，由此类推，其交易也无需报出资人同意。

国有企业的股权转让之所以要走评估和进场交易程序，是因为一般的国有企业经营的是产品或服务，怎么生产适销对路的产品、提供受市场欢迎的服务是其主要能力，但其对企业的股权究竟值多少钱，往往缺乏专业的判断能力，因此为了避免国有资产流失或内部人交易等不规范行为，有必要增加审批程序和复杂的交易程序。而基金管理人集产业从业经验、资本运作技巧和企业管理知识于一身，产业与金融高度结合，其从事的是在整个行业中把有潜力的企业挖掘出来，给予股权投资支持，通过参与企业经营管理，提供有效的增值服务，帮助企业健康成长，使企业价值得到提升。他们在市场中最了解企业价值，其专长就是对企业进行估值判断，从事的企业股权投资和退出，是其经营能力的体现，应被视为一种金融产品，股权定价由管理人决策。

(二)从基金组成形式角度看。现有国有基金一般采用有限合伙制，有限合伙人出钱不出力，普通合伙人出力少出钱，出钱的人一般不参与日常管理，出力的人全面操控企业经营。有限合伙制基金的管理架构一般由合伙人会议和投资决策委员会两层组成。合伙人会议为有限合伙制基金最高权力机构，对基金的重大事项进行决策，但不针对基金具体投资事项进行决策。投资决策委员会管理基金投资的日常事务，成员由普通合伙人委派，对投资价

格、投资条款等事项进行决策，是基金运作的核心机构。从制度的设计上，有限合伙制中的出资人是不应该干预投资和退出的价格，这是属于投资决策委员会的职权范围。有限合伙制还采取了基金管理人至少出资 1%，基金管理人可获取超额收益的 20%，基金管理团队跟投等一系列利益捆绑措施，以降低基金管理人道德风险存在的可能性。

采用公司制的国有基金占比很低，据统计数据反映，公司制基金在全国私募股权投资基金的数量占比仅有 1.68%，但金额占比达到 10.63%，这反映出公司制基金一般是母基金采用的主要形式。这些母基金的主要任务就是投放子基金，其管理就是按照前文所述的进出基金的国资管理方式，一般不存在太大争议。

(三)从退出公司股权几种方式的操作流程上看。在标的公司上市之前，国有基金退出标的公司最常见的方式应该是国有基金主动地转让标的公司的股权。此外，按照私募股权投资领域的市场惯例，在标的公司上市之前，国有基金亦可能基于融资文件中约定的共售权、拖售权、优先清算权、赎回权等条款而退出。国有基金退出标的公司是否适用资产评估和进场交易程序可能会根据退出的具体方式和场景而有所区别，但总体上是并不适合采用资产评估和进场交易方式。

国有基金根据形势发展需要主动转让标的公司的股权，比如投资早期阶段的国有基金投资的公司发

展得不错，但距离上市的周期又较长，即使基金进入清算期也不能完成上市实现退出，与其到期清算时被动退出，不如主动实现退出，以换取不错的收益。从形式上讲这种方式属于 32 号令规定的国有企业转让其对企业各种形式出资所形成权益的行为，应当履行资产评估和进场交易程序。但实质上，由于国有基金投资的往往是 TMT (Technology, Media, Telecom) 之类的高精尖企业，其估值方法往往是不同于资产评估所依据的法定程序，比如互联网企业往往是凭借其日活跃用户数量进行估值，没有赢利甚至没有收入的企业，因为未来市场广阔估值却很高，如果按照资产评估所得出的企业股权价格会远远低于其市场估值，这样进行交易时国有基金的收益不但得不到保障，还有可能受到损失。

国有基金行使协议所约定的权利进行退出。国有基金就其签署包含共售权、拖售权、优先清算权、赎回权等条款的投资文件，根据其章程、合伙协议或其他组织规范性文件已经获得必要内部审批以及相应国资监管机构的审批的前提下，从保护善意第三人的角度以及维护商业社会的基本规则(即商事主体应该履行对其生效的协议)的角度，立法者和国资监管机构应该允许国有基金遵守并履行其已经做出的承诺，按照协议条款参与交易，即便该交易会使得国有基金理论上承担一定程度的商业损失，这也是商事主体按照市场规则参与交易理应承担

的商事风险。如果强行履行资产评估与进场交易程序,则会产生进场交易是寻找不特定的受让人与履行协议中已明确的受让人的冲突;评估价格与履行协议价格不一致时,是否需要再次申请国资监管部门审批等一系列矛盾,因此按协议退出不适合使用标准程序进行资产评估和进场交易。

完善国有基金国有资产管理的政策建议

(一)加快制定专门的国有基金国有资产管理办法。从以上分析可知,现有的政策制度中存在空白,导致国有基金管理人无所适从,或者干脆为规避风险,只能套用现有管理办法中的一般规则,致使基金违背设立基金初衷或基金的一般操作规则。因此,急需制定专门的国有基金国有资产管理办法,以明确纳入类金融的国有基金中的国有资

金进入和退出所必须遵守的程序,填补规则上的空白,助推更多的企业健康成长。

(二)明确国有基金资产管理边界以及两端交易性质和交易方式。在制定的办法中,建议首先明确国有基金国有资产管理的边界应是有限合伙制基金的出资份额。国有资产管理的一部分按照一般管理程序进行登记、审批或招拍挂等方式开展工作,而交易公司股权是国有基金的经营主业,不作为国有资产管理的内容。同时明确国有基金协议转让是主流,资产评估和进场交易是特例。从总体上说,由基金管理人按照市场化方式进行股权交易是最适合的方式,其不同于一般企业的国有股权交易,一般企业的国有股权交易大多数应该是以资产评估和进场交易为主,以保障国有资产保值增值,而国有基金应该是协议转让为主,以充分发挥基金管理人的

专业优势。

(三)完善国有基金中的利益共享机制。国有基金由于以有限合伙制为主要运作方式,其巧妙地将所有权和经营权相分离,充分发挥出资人的资金优势和管理人的资本运作优势,同时采用了共同出资和利益共享机制,从而从制度上较好地起到防范道德风险的作用。因此,国有基金不应采用审批或资产评估和进场交易模式去实现保障国有资本保值增值和防范道德风险的目的,其本身的运作方式已可以有效地解决这个问题。国有基金要实现政府所确定的政策目标,建议在现有的私募股权投资基金运行的市场规则下,通过转让国有出资收益和绩效评价等形式来实现,从而达到政府追求社会效益,国有企业在遵循国家要求的前提下追求经济效益,市场资本单纯追求经济效益的协调统一。□

责任编辑 张小莉



省级政府投资基金投资的湖南怀化雪峰山文旅项目。沈坚 摄