



鸿基世业行业研究报告

LP 如何约束 GP 管理的子基金之间的 同业竞争问题

团队：五的二次方

负责人：张学斌

中国金融发展研究院 2010 级国际金融班

联系电话：151-1796-6879

团队成员：李艺萌 贾静颖

王紫雯 韩雨辰

指导老师：李杰 卢远瞩

文华 郑军龙

目录

绪论部分	3
一、问题的提出	3
二、研究思路与框架	5
三、研究方法与路径	6
(一) 资料研究法	6
(二) 案例分析法	6
(三) 模型分析法	6
(四) 深度访谈法	7
(五) 多角度分析法	7
四、研究结论	8
五、创新点及应用价值	11
(一) 建立案例库为研究提供事实基础	11
(二) 系统地研究合伙制私募基金同业竞争问题	11
(三) 提出的建议有针对性	11
(四) 运用博弈模型提出创新性建议	12
(五) LP 自主甄选角度考虑全面	12
正文部分	13
一、私募基金介绍	13
(一) 特点	13
(二) 基金募集过程	14
(三) 基金结构	15
(四) 各方权责	17
二、同业竞争问题	18
(一) 问题现状	18
(二) 问题原因	19
三、案例分析	23
(一) 激励机制方面	23
(二) 监管方面	24
四、LP 甄选 GP	27

(一) 管理团队.....	27
(二) 业内排名.....	27
(三) 声誉考察.....	27
(四) GP 管理其他基金的情况.....	28
(五) 长期合作的一贯性考察.....	28
五、激励机制分析.....	30
(一) 收益激励.....	30
(二) 声誉激励.....	36
六、约束与监管.....	43
(一) 投资决策委员会.....	43
(二) 投资方向的限制.....	46
(三) 第三方监管:	50
(四) 其它风险控制措施评价.....	53
附录.....	56
一、参考文献.....	56
二、采访记录.....	57

LP 如何约束 GP 管理的子基金之间的同业竞争问题

绪论部分

一、问题的提出

对比国外有着三十多年运营历史的私募股权基金市场，我国的私募股权基金探索发展历程起步于 20 世纪 80 年代，并于近年实现了较大的发展。其中私募股权基金，由于其更有针对性的产品、较高的收益率、更风格化的投资策略的特点，越来越受到投资者的青睐，成为资本市场中的重要组成部分，对维持国民经济迅速发展起到了重要作用。

但是私募基金市场在快速发展带来成果的同时，也出现了一些问题。在合伙制中，有限合伙人（LP）出资，一般合伙人（GP）对 LP 资金进行管理。通常情况下一位 GP 同时管理多支 LP 不同的基金，这些基金相互间便构成了一种竞争关系，此时 GP 便有可能因自己的利益进行同业竞争，以牺牲某几位 LP 的利益为代价，为与自己利益更趋同化的其他 LP 带来更多收益。甚至，资金充裕的 GP 还可能通过自己出资建立一支新的私募基金来进行利益输送，牺牲其管理其它基金的利益来使自己利益最大化。因此 LP 如何约束 GP 管理子基金间的同业竞争问题亟待研究。

为探讨该问题的解决办法，本报告主要从三个角度为 LP 约束 GP 同业竞争行为提出建议：

首先为减少 GP 同业竞争行为为 LP 带来的损失，LP 甄选 GP 时便应对 GP 的综合情况进行全方位的考察。选择 GP 是日后基金运作的基础，合适的 GP 将最大程度地减少 LP 日后需为约束同业竞争行为所花费的成本，这将从源头上减少同业竞争的发生。因此我们认为可从管理团队、业内排名、声誉、旗下管理其余基金的情况以及长期合作的连贯性这五个方面对 GP 进行考察，筛选出最合适 LP 需求且同业竞争可能性最小的 GP。

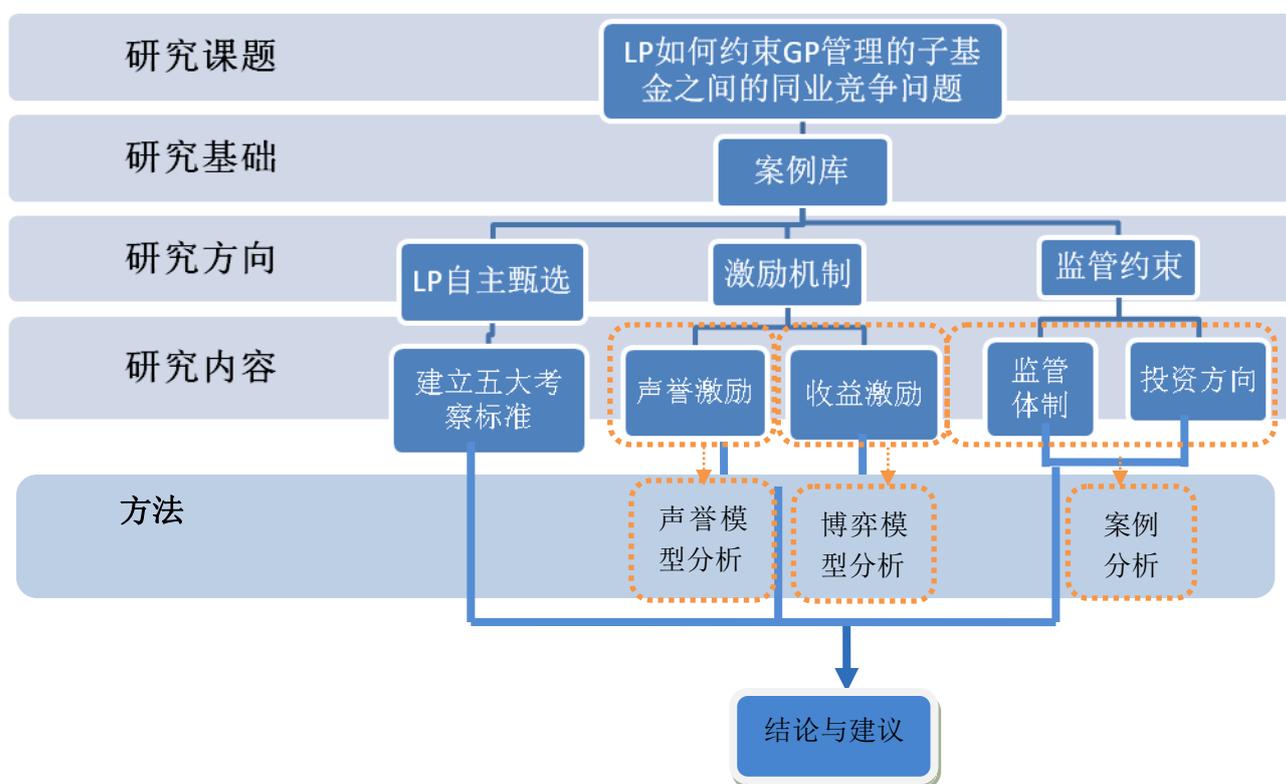
其次激励机制的设计意在使 GP、LP 的利益趋同，即通过一定的机制设计消除两者之间的利益冲突。在综合了博弈模型以及案例分析后，我们认为可从利益激励与声誉激励两部分入手，前者通过出资比例、利润分配、管理费用以及收回条款的设置上试图为 GP 带来该基金管理年限内与 LP 利益的趋同，而声誉激励部分则通过加强 GP 管理历史相关信息的透明度、声誉记录来激励 GP 为建立长期合作关系、获得新的 LP 而规范自己的投资行为。

经过甄选合适的 GP 并通过激励机制的设计使 GP 利益与 LP 利益趋同后，报告认为对 GP 的投资过程的监管也是约束同业竞争行为中的重要环节。因此报告以案例分析的形式，从增大 LP 搜集信息的努力程度、投资方向的限制、投资委员会的组织形式、独立第三方的引入以及其他风险控制措施等方面，帮助 LP 了解 GP 管理基金的动向，一旦 GP 出现同业竞争的意向或是行为，LP 将能在第一时间发现并及时采取措施，将自己的损失降到最小。

在对 LP 甄选 GP 过程的考察、相关激励机制的建立以及公司监管约束三方面进行完善后，GP 同业竞争的可能性将大大降低，LP 利益将得到更好的保障，这样私募基金行业便能实现更为长远、健康的发展，资本也能得到更为有效的配置。

二、研究思路与框架

本文以有限合伙制私募基金为研究对象，首先阐述了私募基金的特点、投资现状以及两类同业竞争，然后整理出私募基金案例库，以此为基础引入报告的重点研究部分，即 LP 如何约束 GP 管理的子基金的同业竞争问题。研究的思路主要有三大方面：LP 自主甄选 GP、激励机制以及监管约束，使用相关模型、结合案例库中的典型案例进行理论和实证分析，最后在此基础上根据不同情形给出不同的建议。



图表 1 研究思路与框架示意

三、研究方法与路径

（一）资料研究法

在本次课题研究中我们通过网络、图书馆以及报刊杂志等多种渠道搜索可用信息，并对资料进行细致分析与整理。研究资料的过程中，我们从多角度深入地了解并体会了 LP 与 GP 之间的关系，以及合伙制基金的运作体制。

在查阅了大量国内外文献后，我们又从中挑选出很有借鉴意义和现实研究价值的重点论文，进行小组讨论，细致分析。从这些优秀的文献中，我们深入地思考约束同业竞争的问题。将国外的成功经验与中国国情相结合，思考国内的借鉴意义。并对现有的约束方法进行了创新思考，为后期的研究打下了坚实基础。

（二）案例分析法

我们在搜集大量案例后形成了一个小型的案例库，其中包括私募股权基金的基本信息、公司介绍、基金架构、主要条款介绍及评价等，为私募股权基金公司防范同业竞争提供参考。

除了形成案例库，我们又对我国规模较大、体制相对成熟的基金公司的合伙型基金管理模式进行调查研究。通过查阅“达晨财富”、“东方富海”、“浙商海鹏”等公司的官网，研究财务报表后，我们对其运作模式进行总结，比较优劣，整合出他们成功的共同点，然后结合子基金之间同业竞争现象，思考他们的约束方式。我们着重研究了决策委员会、投资报告审计、第三方独立等方法的借鉴意义，得出了我们的创新性建议。

（三）模型分析法

除了理论分析，我们认为要解决实际问题，必须从实际出发。但是现实情况是非常复杂的，受到多种因素的左右。故我们将实际情况简化，建立了一系列的模型。而众多模型中，我们发现用博弈的角度来思考现实问题较符合实际情况。在决策中，决策人有多种选择，而做出不同的选择必然会导致不同的结果。而从经济学角度，人的目标是追求自身利益的最大化，我们通过博弈分析，在追求利益最大化时，决策人会做出的“理性决定”。然后运用逆向思维，推回到最初的决策状态，再通过改变一些外部条件，将同业竞争带来的风险与 GP 利益绑定，从而使 GP 损害 LP 利益的动机减小，达到约束同业竞争的目的。

除了博弈模型之外，我们在声誉激励部分也涉及到两个出发点不同的模型，相互补充使内容更加清晰科学，声誉模型 1 强调了声誉激励机制的前提即基金经

理必须目光长远，声誉模型 2 则从实证角度验证了良好声誉对基金公司获得新 LP 的积极作用。

（四）深度访谈法

我们首先走访了本次比赛的主办方：鸿基世业投资控股有限公司。总裁孟翀宇和我们探讨、研究，解答了许多困扰已久的疑问。随后我们采访了某证券公司研究部的唐处长，更全面地了解私募股权基金的同业竞争问题。我们通过咨询专业人士，可以有针对性地深入了解问题，从而得出更全面的解决办法。在采访后，我们对采访纪要进行了汇总整理，对梳理思路有巨大的帮助。

除此之外，我们在研究过程中，三位专业的指导老师从不同角度对我们的研究问题进行建议指导，李杰教授针对于问题的创新性和方案的现实意义，对我们进行耐心指导，我们受益匪浅。文华教授则重在研究方法和思路分析上进行指导，使我们研究思路明确清晰。卢远瞩教授在博弈模型构建上给出了具有建设性的指导与帮助。

（五）多角度分析法

我们在完成了开题报告书后并没有完全按照原先的思路进行研究，而是在每次采访后根据新了解到的实际情况不断修改我们的研究内容，从开始的公司治理、条款和声誉激励，扩大到 LP 甄选 GP、激励机制、各方监管等方面的研究。研究的角度更加全面合理，在此过程中我们对于 GP 管理的子基金同业竞争问题的理解在不断深化。

四、研究结论

目前私募股权基金行业中存在的同业竞争行为主要有两种：第一种情况下 GP 面对为数不多的能带来较高收益项目时，偏向于某一方 LP 以实现自己利益的最大化；第二种情况下资金实力较为雄厚的 GP “自立门户”，利用自身已有资金另外设立私募股权基金，打压自己管理的其它基金，从而损害了这些 LP 的利益。

鉴于市场现状，我们认为要限制这两类同业竞争行为，应该从 LP 甄选 GP、激励机制与监管三方面入手。

LP 甄选 GP 是规避“同业竞争”问题的第一步，也是至关重要的一步，在有限的 GP 中甄选出最优者往往已经使整个投资成功了大半，所以甄选 GP 将从源头上规避“同业竞争”问题。我们认为要在 GP 的管理团队、业内排名、声誉、GP 在其管理其余基金的出资比例、GP 已管理基金的投资方向和对于长期合作关系人的一贯性考察等方面进行考察。

激励机制设计的关键在于使 GP、LP 的利益趋同，即通过一定的机制设计消除两者之间的利益冲突，激励 GP 更公平地对待每支基金。而 GP 在管理基金过程中主要关注自己能实现的利益，因此利益激励的设计尤为关键。为使 GP 与 LP 利益达到最大程度的一致，我们认为：

① GP 出资比例：GP 在其管理的众多基金中的出资比例需要趋同化，这样才能使 GP 与每位 LP 的利益联系程度相近，最大程度地减少 GP 进行同业竞争行为的动机。

② 收益分配：传统的收益分配比例相对固定，不利于最大程度地激励 GP 为实现基金的最高收益而努力。因此建议在收益率处于不同区间时的分成比率设置不同，分成比率随着收益率区间上升而逐渐增加。

③ 管理费率：以收益分成代替部分管理费用。但是需要注意管理费率不可过低，过低的管理费将不足以支付 GP 管理基金的基本费用，并不利于 GP、LP 长期合作关系的建立。

④ 收回条款：建议设立随 GP 管理年限的增加而递减的收回比率，以增强彼此间的信任感，激励 GP 更好地管理基金。

眼光较为长远的 GP 在日常经营时还会考虑到自己的声誉，良好的声誉不仅能为他们带来精神价值的提升，更能为他们带来更广阔的客户群体以及更长远的利益。因此我们希望通过以下几方面增强良性声誉的激励作用，以规范 GP 的投资行为：

① 投资实名制：个人投资者必须亲自办理开户，不得代理开户，而机构投资者必须出具授权委托书、代理人身份证明及其他开户证件。发表投资决策意见时保证 LP 与 GP 的意见分别记录在册并且相应记录姓名，一旦发现可疑点（如相同的投资意见但明显不利于基金的收益）即进一步核查。

② 基金公司内部声誉评价体系：基金公司内部建立声誉评价体系以从内部评价旗下 GP 的声誉情况，随后结合来自 LP 的客户调查数据（LP 对 GP 的评价也是 GP 声誉的反应）形成 GP 的整体声誉，公司再针对其不同声誉设立一套奖惩体系。

③ 创建基金经理人完整的历史业绩记录：增大基金经理管理历史信息的透明度，这将会减少 GP 恶性竞争和内部操作的可能。

④ LP 间建立合作关系：相互关联的基金的 LP 之间可通过形成相互合作关系（监督协会等）来规范小范围内 GP 的同业竞争行为。

以上的利益与声誉激励设计将综合作用于 GP 面临同业竞争时的选择过程，而有效的监管机制则将在基金运作过程中起到约束 GP 同业竞争行为的作用。因此我们可以从以下几个方面对 GP 的投资管理行为做出约束：

① 投资委员会的组织形式：GP 已经在业内有了一定的声誉和良好的业绩的情况下或 GP 资金募集来源分散，应当考虑完全 GP 决策；GP 募集资金出现一定困难或 LP 在投资领域具有较强专业性或者更好的社会关系，应考虑 LP 拥有否决权；更为保守谨慎的组织形式为全体通过决策制。

② 第三方监管：来自托管银行、会计师事务所、律师事务所、行业专家的监管。独立的第三方，在形式和实质（与第三方签订的协议）上能够独立于 GP 和 LP 发表意见、实施管理；作为 LP 代理人的第三方监管由 LP 聘请，对 LP 负责。

③ 投资方向的限制：这是最直接限制 GP 同业竞争行为的方法，但是领域确定得越精细，对 GP 作出投资决策的限制也越大，影响基金的收益。因此建议 GP 管理的基金设立应遵循“基金家族多样化，单支基金专业化”原则。

④ 其他风险控制措施：通过分析我们认为，对 GP 追加投资的限制、设立 GP 下一期资金募集条件限制、LP 以转让财产份额的方式代替退伙制度、LP 自身增加对 GP 监管和项目跟踪这四种风险控制措施在实际中能起到一定效果，而对 GP 投资额度的限制、LP 投资额分期投入制度这两项措施在实际中效果有限。

综合 LP 对 GP 的甄选、激励机制与监管层面的相关措施后，GP 选择同业的概率将会显著降低，且 GP 同业竞争后被发现的可能性也将大幅增加，付出代价

也将十分高昂。因此 GP 将更公平地对待其旗下基金的每位 LP，LP 的利益也将得到会更好的保护，私募基金行业将实现更为健康、长远地发展。

五、创新点及应用价值

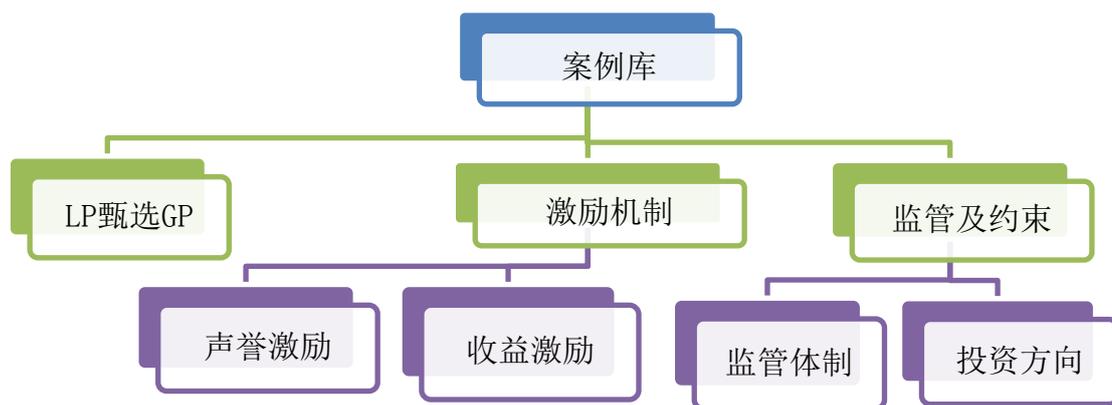
（一）建立案例库为研究提供事实基础

我们克服了私募基金信息不公开的困难，通过在各大权威网站搜索及采访基金经理获得私募基金的一些信息，并将这些信息进行筛选、整理汇总后形成案例库。案例库中约有 20 个案例基金，而且列出了基金的相关信息，以供后续对约束同业竞争的研究。这使得我们的研究不仅有科学的理论支持，还有现实案例作为基础，双重验证了我们研究的正确性。我们还在案例的基础上更好地提出有针对性的建议。

（二）系统地研究合伙制私募基金同业竞争问题

由于有限合伙制私募基金在中国发展的时间不长，所以至今对于中国合伙制私募基金同业竞争问题的研究文献很少，即使有这类文献，他们的研究角度也很分散。在采访了私募基金经理后，我们首先将同业竞争分为两类：LP 利益转移、GP 利益输送；并且在后续提出的建议中我们也将对这两种同业竞争分开考虑。同时，在广泛学习了国内外有关研究有限合伙制私募基金同业竞争的文献基础上，我们立足于案例库，在 LP 自主甄选 GP、激励机制和监管约束三大方面全面系统地研究如何最大限度地限制同业竞争问题。

本文的研究结构主要如下图所示：



图表 2 研究结构示意图

（三）提出的建议有针对性

市场上不可能存在适用于限制所有私募基金同业竞争的方法，所以，具有不同特点或者是处于不同地域的合伙制私募基金都应该对应不同的限制同业竞争的方法、建议。我们在激励机制和监管约束两大研究方向上再细分研究，然后对

每项条款及每种机制设立提出其使用的范围，使得最终得出的建议更有针对性，能够更好地运用于实际。

（四）运用博弈模型提出创新性建议

本文在借鉴外国合伙制私募基金经验的基础上，结合中国的基金发展现状，运用博弈模型设计出收回条款并且给出最佳比例的设置方法。同业竞争其实就是 GP 与 LP 博弈的过程：LP 先与 GP 签订条款，在条款之下 GP 再以自己的利益最大化为原则选择是否进行同业竞争。所以，我们运用双期动态博弈模型十分符合同业竞争的实际情况。

在案例库中，收回条款在私募基金设立时几乎没有运用，所以我们提出的关于收回条款的具体建议具有一定的前瞻性和创新意义。为了突出我们的创新性建议带来的效果，我们还通过一个有代表性的虚拟案例量化收回条款所能提高的收益率。

（五）LP 自主甄选角度考虑全面

LP 在投资过程中最先遇到的问题是选择哪支管理团队管理自己的资金，其次才是与选中的 GP 协商、签订条款。所以 LP 的自主甄选十分重要。本文在 LP 自主甄选 GP 中，除了提出传统的根据业内排名、管理团队质量、声誉来甄选 GP 外，还提出了可以以 GP 旗下管理的基金表现、以往合作的考察为考察指标，在众多 GP 中筛选出最符合 LP 自身特点及利益的 GP。传统与创新方法相结合使得甄选考虑更加全面，过程更加完善，以达到最好的效果。

正文部分

一、私募基金介绍

(一) 特点

1. 高收益、高风险、高门槛

在金融业高速发展的时代，私募基金已经成为最具吸引力的领域之一。它具有“三高”的特点，即高收益、高风险、高门槛，也使它与其它共同基金区分开来。同时，私募基金信息披露较为隐蔽，流通信息量有限，也让私募基金增添了一层神秘面纱。

高收益：私募基金的一种主要类型为股权基金股权投资，其通过增资扩股或股份转让的方式，获得非上市公司股份，并通过股份增值转让获利。债券投资利息收益较低，股权投资则以出资比例获取公司收益的分红，一旦被投资公司成功上市，私募股权投资基金的获利可能是几倍或几十倍，收益极为丰厚。

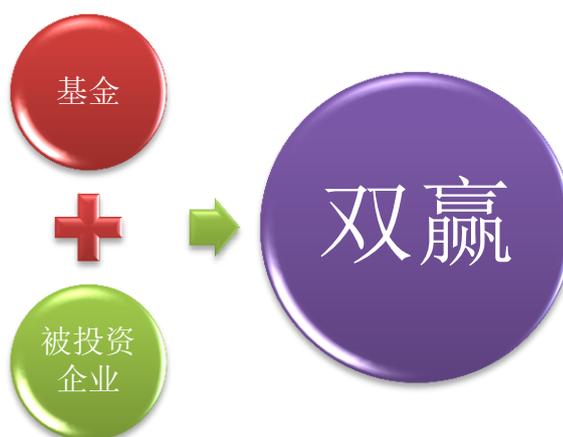


高风险：股权投资一般伴随较高的风险。图表 3 私募股权基金的特点——三“高”
股权投资通常需要经历若干年的投资周期，而因为投资于发展期或成长期的企业，被投资企业的发展本身有很大风险，如果被投资企业最后以破产惨淡收场，那么私募股权基金也可能血本无归。

高门槛：由于私募基金的具有高收益和高风险的特点，一般投资于具有潜力的企业，故对投资者的实力和风险承受力都有很高要求。同时，为降低管理风险，私募基金也倾向于投资特定的对象。私募股权投资基金对投资人的门槛设定较高，一般在 100 万到 1000 万不等，而且随着基金业的发展，部分私募基金门槛也趋于提高。

鉴于私募基金以上特点，基金投资人在选取基金管理人也需更为慎重，选取优秀可靠地投资管理人分外重要。

2. 与投资企业实现双赢



图表 4 私募股权基金的特点——“双赢”

由于 PE 对投资企业有巨大作用，活跃的 PE 投资者常常会取得企业的一部分控制权，或是通过保护条款确定对如下重大决策的发言权，同时有效改善了治理结构，消除信息不对称现象。对于被投资企业的发展有很强的促进作用。

而私募基金在选取企业进行投资时，多选取有潜力的发展型企业，能够实现企业的迅速成长与增值，从而获取更大的经济收益。因此，投资管理人必须具有敏锐的洞察力，选取优秀的有前景的项目进行投资，从而实现与投资企业的双赢局面。

(二) 基金募集过程



图表 5 私募股权基金募集过程示意

（三）基金结构



图表 6 私募股权基金结构示意图

1. 有限合伙人结构

根据国际通行的结构模式，我国进行了合理的本土化借鉴。基金由有限合伙人和管理人构成，LP 出资约 99%，GP 出资约 1%，同时收取 2% 的年管理费。基金的资本利得二八分成，在分成前往往 8-10% 的优先收益返还投资者。在这种架构下，GP 相对于 LP 在基金管理与运作上处于主动地位，获得的更为全面信息。因此，项目投资时，两者意见往往会出现分歧。考虑的利益角度不同，也会造成一些需要解决的问题。

2. 有限合伙结构优势

（1）税收优势

私募股权投资基金作为有限合伙企业，并不具有独立的企业法人资格，因此在税务上享有直接课税的待遇，即当基金的投资盈利并接收投资收益时，基金无须缴纳企业所得税，仅需由基金的投资者或管理人就其收入所得缴纳个人所得税。因此，可以极大地降低投资成本，无论对投资者还是管理人而言，均具有极大的吸引力。特别是对投资者而言，其既能享受一次纳税的优惠，又能仅对合伙企业的债务承担有限责任，这会大大促进投资者的投资热情，从而使得私募股权投资基金能够募集到更多的资金，有利于私募股权投资基金的发展。

（2）GP 的激励优势

有限合伙制私募股权投资基金的优势还在于对基金管理人的激励机制，主要体现在收益分配机制上。有限合伙协议一般会约定，基金管理人的收益由两部分组成，即管理费和附带权益。管理费一般按照普通合伙人管理基金总额或总投资

额的一定比例支付，一般为 1.5%—2.5%左右，附带权益即是对企业利润的分配，一般普通合伙人和有限合伙人对有限合伙企业利润的分配比例大概在 2:8 左右。基金管理人以 1%的投入可以换来 20%左右的企业利润分成，这无疑对基金管理人具有巨大的激励作用。将基金的投资收益与基金管理人的自身利益相联系，使得基金管理人与基金形成了一荣俱荣、一损俱损的关系，使基金管理人能够更为勤勉尽责。

（3）代理成本优势

基金管理人作为基金的普通合伙人，需要对合伙企业出资 1%，虽然这 1% 看似仅具有象征性的意义，但却能起到使基金利益与基金管理人个人利益相挂钩，可以有效减少机会主义行为倾向。同时，有限合伙人委托普通合伙人全权负责私募股权投资基金的投资、组织、管理，他本身并没有任何管理权，也不对企业债务承担个人责任，而作为普通合伙人的基金管理人则需要承担无限连带责任，即每个参与管理的合伙人都必须对企业债务承担无限个人责任，必要时要以个人财产偿还合伙经营的全部债务，这种无限责任可以对基金管理人形成有效的约束，促使基金管理人为基金的最大利益行事。另外，有限合伙协议还会通过一系列的约定来发挥对普通合伙人即基金管理人的约束作用，如限制基金管理人的某些投资行为，或对投资范围、投资规模等加以限制。这些都能有效地降低有限合伙型私募股权投资基金的代理成本。

（4）运作成本优势

有限合伙企业属于合伙企业的一种。合伙法中大多数是任意性规范，企业的运作基本上是以合伙协议为基础的，法律对其限制很少，而这种法律上的灵活性恰恰适应了私募股权投资基金的运作特点，投资者可以根据自身的条件和情况，依据有关的立法，根据一系列的事先协议，对其共同经营的事业有效的加以组合，这种任意性是公司制无法达到的，合伙协议为私募股权投资基金当事人带来了巨大的自由空间。

2% + 20% = Win-Win (双赢)

(四) 各方权责

基金阶段	一般合伙人 (GP) 角色	有限合伙人 (LLP) 代表角色	其他有限合伙人 (LP) 角色
基金发起	通常负责非上市基金	有时 LLP 发起基金	很少涉及
基金架构设立/文件制作	通常与一位专职有限合伙人共同负责	通常专职 LP 参与工作；LLP 通常参与投资决策，比如多样化组合和投资限制	可能会涉及到一些关键的条款
融资	通常是负责	一些专职 LP 也会参与基金营销工作	很少参与；
投资	负责	有时专职 LP 参与	有时参加投资委员会；有时跟随基金跟随投资
公司治理	负责基金治理结构	专职 LP 常参与基金的顾问委员会或其他部门，有权否决权并有 GP 预算的审议权	有时参与基金顾问委员会或其他部门，有权否决权并有 GP 预算的审议权
监控	GP 向 LP 提供资讯	除了上述角色，所以 LP 有权监督并确保 GP 履行相关协议	除了上述角色，所以 LP 有权监督并确保 GP 履行相关协议
强制实施	GP 公布一些比如 LP 违约的事情	LP 必须公布有关问题，比如 GP 违约和不作为	常常追随 LLP 的意志
修改口头协议	假如有意愿，GP 常常发起	专职 LP 常常有权否决或同意前述 GP 的提案	常常追随 LLP 的意志

图表 7 GP、LLP、LP 各方全责

二、 同业竞争问题

（一） 问题现状

1. 投资项目厚此薄彼

经过走访调研，我们发现私募基金行业中的同业竞争最普遍的情况即 GP 在选择项目投资 LP 时由于一些原因厚此薄彼。由于 GP 本人对于项目的进展和预期收益十分了解，同时其选择自己所管理的基金进行项目投资又有一定的权限，GP 因为主观因素影响 LP 选择的情况时有发生，导致同业竞争的发生。

以实例阐述此种同业竞争行为：GP 现准备投资一项十分有发展前景的项目，其手中管理着 A、B 两只私募股权基金，GP 在选择基金进行投资时不免会受到主观因素的影响而选择与其关系更为亲密的 LP 所投基金。每只私募基金 LP 数量较少的特点使得 GP 和 LP 之间的联系和交流更加密切，因此与不同 LP 亲疏关系不同是一种必然现象，同业竞争的出现几乎也是一种必然。

此种同业竞争的发现成本是很低，通过 A、B 基金 LP 之间的交流以及同时投资 A、B 两个基金的 LP 对信息的了解，同业竞争一旦发生即面临被发现的可能。部分 LP 会由于 GP 仍能带来较好收益而减少对其同业竞争行为的责备程度，但是同业竞争行为一旦发生便会对基金公司造成不良影响，甚至影响该公司和该 GP 未来的发展，所以公司良好的内部控制和合理的激励机制对于减少 GP 同业竞争行为是必不可少的。

为防范此种同业竞争现象的出现，私募基金公司首先可以在投资方向和选择 LP 上更加专业化、保持多样性，具体我们将在“投资方向的限制”部分详细叙述，增加专业性和多样化从根源上减少了同业竞争出现的可能。

其次，一旦两支类似的基金面临选投问题，GP 应该尽可能地做到公平投资，确保两支基金的出资比例严格相等没有漏洞。实际情况中两支完全相同的基金基本不存在，所以可能根据不同基金的特点和不同 LP 的投资意愿进行规避，在此基础上与收益激励、声誉激励等激励机制相结合，起到约束 GP 同业竞争行为的作用。

2. GP 进行利益输送

通过采访专家和实地调研，我们了解到实际上私募基金行业中还存在着另外一种同业竞争，这种同业竞争主要来自于 GP 进行的利益输送，即 GP 在清楚项目发展情况的时候在项目实施阶段利用 LP 对于具体信息的不了解蒙骗 LP，导致 LP

终止项目投资，而同时 GP 通过与其它公司勾结或其它秘密方式将自己（或其亲戚的）资金投入该项目以获得高收益。这种利益输入损害了 LP 的利益，与 LP 所属基金构成同业竞争。

由于私募股权基金业内 GP 的出资比例只有有限的 1%，不能满足 GP 对于高收益的渴望，而 GP 由于更加了解项目开展的实际情况，能够利用信息不对称以及 LP 对于项目了解过少的缺点来进行利益输送。

此类同业竞争行为防范的要点在于增加 LP 对于项目实际情况的了解，实际情况中 GP 和 LP 由于有限合伙制的特点而偏向于各司其职，但是这种过于明确的权限区分就为信息的不对称埋下了一定的隐患。因此，为防范此种同业竞争行为需要从以下方面作出努力：

首先 LP 要提高自身搜集信息的意识和努力程度，LP 不仅是出资人，更有权利了解私募股权基金的运营状况以及被投资项目的进展状况，LP 如果能够获得持续的信息并且进行一定的尽职调查，不仅有利于其所属基金实现较高的收益，更有利于基金和基金公司的健康运营。LP 可以对 GP 进行充分的了解，可能的话包括 GP 在其它基金中的出资比例，以发现潜在的同业竞争对手。

其次协议中对于 GP 的出资比例的限制应该灵活应变，较高的出资比例对于运营良好的项目 GP 是一种收益激励机制，但是过高的出资比例则可能会导致这种利益输送类的同业竞争。

最后在基金公司对于 GP 的监管方面应该制定更加详细的奖惩措施，基金公司对于 GP 的了解程度高于 LP，所以基金公司可以利用这种信息资源来更大程度地了解 GP 是否进行利益输送，以避免同业竞争的发生。

（二）问题原因

GP 和 LP 的不同之处在于，GP 通常可以运营十倍于自身注册资本的基金资产，涉及到基金管理人、基金投资人、基金托管人和基金发起人之间的利益冲突关系。诸多利益关系错综复杂，不乏冲突之处，造成监管成本和对投资者保护难度大。因此，当事人之间的利益冲突是基金公司法人治理结构问题的根源。

1. 基金管理公司缺乏对基金持有人利益的维护

基金公司内部治理结构中，董事会和监事会成员基本都是由股东会推举产生，除了独立董事是外部人之外，其余成员全部由股东和公司高管和员工组成，因此在基金公司内部治理结构中，缺乏明确的持有人代表制度设计。我国《证券投资基金法》中虽然规定了基金持有人大会可以修改基金合同以及更换基金管理人和

托管人，但却将召集基金持有人大会的权利首先授予了基金管理人和托管人，并对基金持有人自行召集基金持有人大会规定了 10% 以上的基金份额持有人门槛，所以基金合同的修改、管理人和托管人的更换事宜实际上均掌握在基金公司手中。这种制度安排使得基金持有人对基金管理人的选聘和监督可操作性低。

2. 基金管理公司的独立董事制度作用失效

独立董事是指不在公司担任除董事外的其他职务，并与其所聘的公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。独立董事制度是现代股东与董事、董事与管理层相分离前提下企业治理结构改革的制度修正，也是对“董事会中心主义”向“经理层中心主义”变迁后传统董事会结构调整和决策过程监督的制度创新。独立董事因其不代表任何利益集团或组织的利益，被认为能在公司治理中发挥积极的作用。规范的独立董事制度能够有效地起到提高公司决策能力、监督公司经营管理和保护股东权益等重要作用。英美模式下的基金公司基本上都建立了规范而有效的独立董事制度，但我国基金公司热衷于独立董事的名人效应而非实际建言献策的能力，独立董事在董事会中的比例也较为偏低，而且独立董事在任职条件与资格、权力分配与保障、决策与监管程序、激励约束机制等方面缺乏相应的法律制度保障和操作规程指导，影响和制约了独立董事作用的发挥，没有对以监事会为核心的“一元”监督模式形成有效的功能性补充。

3. 基金管理公司的内部控制制度不够完善

内部控制制度是公司为了保护基金资产的安全完整、保证各项经营活动的顺利进行而采取的一系列措施，反映了公司内部的机构设置及其相互之间的制约关系，其涉及公司各项业务操作的程序和方法、岗位设置、职责分离、授权审批制度、内部稽核等相关控制机制。健全的内部控制制度对完善基金公司的治理结构、保护基金持有人的利益是至关重要的。而我国基金公司在内部控制制度的建设和执行方面均不尽如人意，没有做到严格的岗位分离、职责分明，也缺乏有效的风险控制系统，对有关人员的行为起不到应有的约束作用，违背投资人意愿的投资行为时有发生；同时，内部控制制度缺乏法律的保障，往往得不到有效的贯彻和执行，使得基金持有人的利益失去了制度上的保障。

4. 基金管理公司的监管机制乏力

在基金公司中负责监管职能的是监事会，监事会中最有可能代表基金持有人利益的应该是独立监事，但目前我国基金公司还没有设立独立监事制度，同样的问题是谁来监督和考核独立监事？另外，负责监管任务的基金托管人，在我国是

由符合一定资格条件的商业银行担任，托管人的选择由基金管理人负责。但目前商业银行越来越重视中间业务的拓展，基金托管业务作为其中之一，便成为他们激烈竞争的对象，在托管费收入的诱惑下，商业银行为了争取到更多的基金托管业务，自然会倾向于维护与基金管理人之间的关系，对基金管理人投资运作过程中有损于投资者利益的不规范行为缺乏有效的监督。

5. 基金经理的激励约束机制缺乏效率

基金管理者作为基金资产的实际运作者，其行为直接影响着基金的经营业绩，促使基金经理努力工作和减少舞弊的一个重要动力就是制定有效的报酬激励机制。但是，目前我国普遍存在着对基金公司经理人员人力资本的特殊地位和作用重视不够的现象。公司总经理通常由主要股东派出或由主要股东信任的人担当，因此其薪酬待遇受其他国资委企业的对比影响很大，需要平衡与其他行业的高管的差距。当基金公司高管的待遇封顶的时候，其他经理人员的待遇也就难以实现突破。在目前越来越开放的市场环境下，我国基金公司的薪酬体系设计显然是缺乏效率的，受到来自合资基金管理公司外方薪酬和私募基金高比例分成的冲击。

激励机制缺乏效率导致约束机制不能正常发挥作用，使得高管“内部人控制”现象成为基金公司治理争议的焦点，中高层经理人员普遍存在着不求有功，但求无过的心理，缺乏主动提高业绩表现的动力。而“内部人控制”现象的另一个极端表现就是大股东对人事权加强控制，这使得基金公司内部人事工作复杂化，造成高管和大股东之间的矛盾，从而降低公司的经营效率。

6. 基金管理公司的信息披露机制功能失效

信息披露制度既是对经营管理层的一种制衡约束手段，也是股东正确行使表决权的关键信息来源渠道。通过实施信息披露制度，基金公司经理管理层的管理策略、经营行为及最终的经营结果都要接受市场的评判和监管部门的监督，因此成为对经理层滥用权力和对“内部人控制”问题最好的外部市场制约。证券市场发达的国家都制定有完备的信息披露法律制度。我国虽然也制定了信息披露法规，强制性要求基金管理公司必须进行信息披露，但我国基金公司信息披露质量低，通常只有基金资产净值、份额净值等几个粗略的财务数据，而对公司发展的战略规划、公司股权结构及其变化、董事及其经理层的相关情况、一些可以预见的重要风险因素、与利益相关者的重大事件等实际经营状况信息披露有限或不及时，甚至有的基金公司为了欺骗股东或监管部门还铤而走险弄虚作假、虚增基金净值、

更改账目等，信息披露的“真实性、准确性、完整性和及时性”大打折扣，使非对称弱势方的投资者蒙受损失。究其原因，一方面跟基金公司法人治理结构和经营管理者的职业素质有关；另一方面更与信息披露法规缺失、披露标准偏低、会计制度不完善、中介机构欠规范、市场监管乏力等外部因素有关。

三、案例分析

(一) 激励机制方面¹

1. 收益分配机制

基金与基金管理公司的绩效分成采用年化投资收益率后的计提方式

(1) 年化收益率低于 8%，则基金管理公司不提取绩效分成

(2) 年化收益率超过 8% 的部分，按 LP 与 GP 按 8：2 的比例进行分配

分析：设定最低收益率，可以一定程度上促使 GP 维护 LP 的权益。GP 为拿到绩效分成，将更加努力地管理基金以实现 8% 以上的年化收益率，从而减少了同业竞争发生的可能性。

但是也需要注意到：如果一支基金能实现远高于约定的回报率，只设定单一的基金超额收益分成比率就会使得 GP 参与同业竞争的成本增大。

2. GP 收益分配的提取

基金管理人开立共管账户，并将每次取得的绩效分成的一定比例根据基金收回投资的比例，按照下表约定存入共管账户，由基金和管理人共同监管。在基金收回基金累计实际出资后，共管账户取消，共管账户中留存全部资金返还管理人。

回收出资比例	绩效分成存入比例	管理人可提取比例
少于 20%（含本数）	100%	0%
20%以上至 40%（含本数）	50%	50%
40%以上至 60%（含本数）	40%	60%
60%以上至 80%（含本数）	30%	70%
80%以上至 100%（含本数）	20%	80%
100%以上	0%	100%

图表 8 GP 收益分配的提取

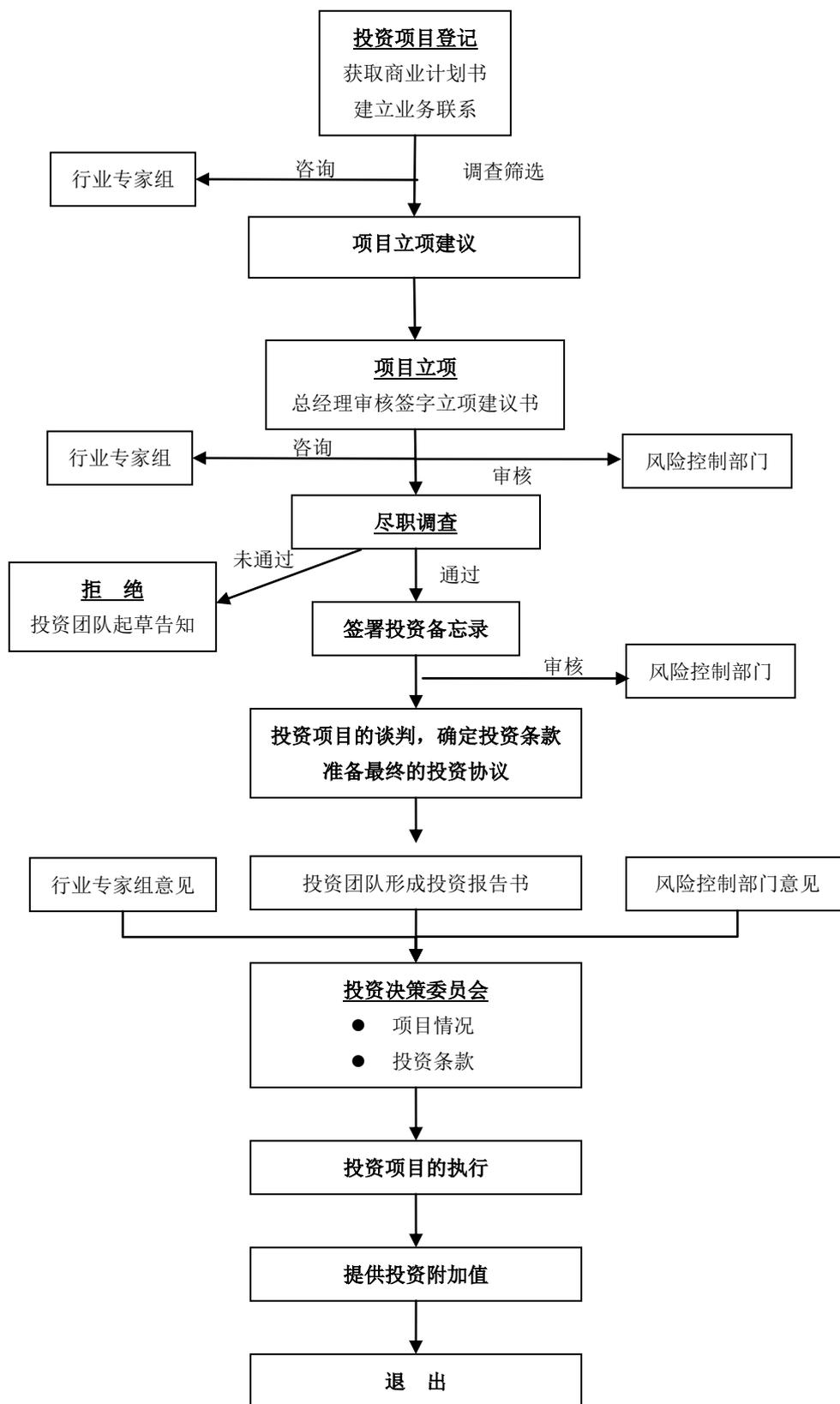
基金终止时，若共管账户尚未取消，则共管账户中的全部资金将用于弥补基金基金管理人溢领的绩效分成，但应扣除上述溢领部分依法承担的税费（“扣除税费后的溢领绩效分成金额”），余额返还基金管理人。若共管账户中的资金少于基金管理人扣除税费后的溢领绩效分成金额，则基金管理人须承担不足部分。

分析：这项协议可以极大激励 LP 管理此基金，基金经理为获得更多的绩效分成，减少同业竞争的机会，倾向于用资金投资更好的项目，实现更高的收益。

¹ 下划线部分文字引用自私募股权基金募集说明书。以上引用条例详见案例库。

(二) 监管方面

1. 投资决策流程图



图表 9 投资决策流程

注：上表为某基金投资决策实行的分级、分类授权制度，基金管理人董事会制定投资分级、分类授权细则，决定董事会和投资决策委员会对基金投资、收购、出售、转让等事项做出决策的权限范围。

分析：从上面的投资决策路线图，我们可以看到该基金具有严格的基金选拔和退出流程，分级分类授权可以有效地规避同业竞争问题。同时，投资决策委员会、风险控制部门和行业专家小组将对投资项目进行多重的严格审查，否定不合理的项目，减少因 GP 同业竞争给 LP 带来的损失。

2. 投资决策委员会

基金管理公司将组建投资决策委员会，该委员会是非常设议事机构，由公司董事会主要成员、公司管理层主要成员以及法律、财务专家、以及有上市审核经验的专家组成。

投资决策委员会的主要工作是审议基金经理和基金助理提交的各个项目投资和投资回收交易，对基金的投资、收购、出售、转让等事项做出决定。

投资决策委员会应在对投资项目正式开展尽职调查以及对基金资产的投资、收购、出售、转让等事项做出决定前征询行业专家组及风险控制部门的意见。

投资决策委员会由 7-9 位成员组成，对基金资产投资、收购、出售、转让等基金运作事项需经全体成员的三分之二以上通过方可作出决议。

若决议事项涉及到基金的关联交易，投资决策委员会进行决策时，关联人员须回避表决，决策事项须由除关联人员外的其他成员的三分之二以上通过方可做出决议。

分析：投资决策委员会的建立会一定程度上保障投资项目的合理性，对 GP 的投资进行监管和指导，从而减少同业竞争的发生。投资决策委员会由多个利益方构成，一定的 LP 人士和法律、财务的专业人士的组合将一定程度上保证监管的有效性，否决不利于 LP 的项目，使基金投资于更具盈利价值的项目，从而减少同业竞争行为的出现。

但是，该投资委员会的成员也不能保证绝对的公正性，我们将在后面对投资委员会成员的选拔机制和具体的运行模式进行进一步的研究。

3. 行业专家组

基金管理公司建立所关注行业的专家库，并由董事会聘请部分专家组成行业专家组，负责对解答投资人员提出的一些行业方面问题并为基金的投资决策提供

行业指导意见。

分析：行业专家组将对所投资的项目进行专业的分析和预测，更有利于提高对投资项目选择把握的准确性，切实维护了 LP 的投资利益。

4. 风险控制部门

基金管理公司将成立风险控制部门，负责对基金投资业务的全过程进行风险监控，对投资程序进行合规审核，并对投资项目团队的投资报告书提出专业的意见，充分揭示财务法律等方面的风险、交易结构安排的合理性等，督促投资项目团队采取防范和控制风险的措施。

分析：风险控制部门将帮助揭示投资财务、法律等方面的风险，对这些风险的预见将帮助 LP 全面了解项目相关情况，以更好地对 GP 投资过程进行监管和考察，从而实现减少因 GP 同业竞争为 LP 带来的损失。

四、LP 甄选 GP



图表 10 LP 甄选 GP 考察因素示意

为减少因 GP 同业竞争给 LP 带来的损失，LP 在选择 GP 时便应注意考察 GP 的综合情况，选择了合适的 GP 将最大程度地减少 LP 日后为规避 GP 同业竞争行为需花费的成本。因此我们认为 LP 可从管理团队、业内排名、声誉、旗下管理其他基金的情况以及长期合作的连贯性考察这五个方面对 GP 进行考察。

（一）管理团队

LP 首先应对 GP 的管理团队能力进行考察。除 GP 管理团队的专业背景、市场网络外，LP 还需要对 GP 的投资策略进行调查。这种调查应该是全面的，应涵盖核心成员的管理经验、团队的合作默契与凝聚力、GP 所在公司的管理架构以及基金公司内部激励机制的设计等。

（二）业内排名

有 GP 业务的基金公司的业内排名主要包含 GP 的历史管理记录、历史业绩表现等信息。但是考察 GP 的业内排名不能仅根据 GP 管理的历同业竞争回报率来衡量。这是由于 GP 可能只是机会主义者，即有很大偶然的成分存在。出色的 GP 应是能准确把握时机，并对某些行业有持续的关注和了解，并能帮助目标公司提高效率 and 实现持续的业绩增长。

（三）声誉考察

在甄选 GP 时，LP 更应注重从多种渠道（第三方机构、律师事务所及各种人际关系等渠道）搜集相关信息以全面了解 GP 的声誉，即其管理历史中是否有同业竞争行为或疑似同业竞争的行为，有同业竞争行为的历史意味着该 GP 很有可能再次进行同业竞争，因此 LP 应注意避免选择有不良管理记录的 GP。

（四）GP 管理其他基金的情况

1. GP 在其管理其余基金的出资比例：

LP 应考察 GP 在其管理其余基金中的出资比例，因为如果 GP 在旗下管理的众多基金中的某一支基金中出资比率较高，LP 如果与该 GP 合作，GP 的出资比例只处于行业的一般水平，显著低于 GP 在另外一支出资比例较高的基金出资水平，则该 GP 日后为了与自己利益更为一致的基金，可能会通过同业竞争打压该 LP。

极端情况下，GP 在其已管理的某只基金中的出资比例高到一定程度甚至达到 100%后，另外一种同业竞争行为便可能产生。即 GP 充分利用自身已有资源建立一支新的私募基金。在这种情况下，GP 为实现自己利益的最大化，在管理过程中将以自己全额出资或出资比例较高的基金的利益为重心，通过同业竞争损害其他 LP 的利益。但是 GP 另外设立的私募基金没有 LP 的参与，LP 将很难通过与其余 LP 的交流获知，因此这种情况的发现概率将较低。已自己全额出资建立新私募基金的 GP 将给 LP 带来较大的损失。

因此我们建议 LP 在选择 GP 合作时，应注意考察 GP 在已管理基金中的出资比例甚至是否有全额出资建立私募基金，以尽可能减少同业竞争发生的可能性。

2. GP 已管理基金的投资方向：

由于 GP 主要通过决定以某支基金来投资较高收益项目进行同业竞争，因此 LP 对其基金投资项目方向的限制需要进行较为明确的限制。LP 在选择 GP 时还需要考虑 GP 旗下已管理基金的投资方向。因为 GP 已管理基金占有先机，因此后续 LP 在选择 GP 时应注意考察 GP 已管理基金的投资方向。如果 LP 想要实现的投资方向、行业与 GP 已管理基金的投资方向、行业较为相近，如果交给同一位 GP 管理，该 GP 面临适合这两支风格相似基金的投资项目时便有了同业竞争的可能。因此 LP 还应对 GP 管理其余基金规定的投资方向进行考察，以最大程度地减少同业竞争的可能。

（五）长期合作的一贯性考察

由于 LP 对 GP 的投资具有一定的连续性，即在长期的投资与被投资的过程中，

如果 GP 表现优异，LP 将对 GP 的能力更加信任，LP 也将和 GP 形成长期的合作伙伴关系。因此之前与该 LP 合作过的 GP 将可能在某些方面得到 LP 的“优待”。

因此 LP 应理性地区分“理与情”之间的关系。即使是对待长期合作的 GP，LP 也应注意自己的相关决策。也就是说，LP 尤其要做好对 GP 的“一贯性”考察。考察方面包含 GP 业绩能否保持恒定或持续性的增长、自身对 GP 的决策的话语权是否稳固、是否在一些方面能得到 GP 的“优待”等。如果这些方面带来的收益并不能够超过投资于其他 GP 带来的回报，则应该考虑减少投资。

同时，LP 应该注意广开源流，与更多 GP 接触，这样才能最终达到把资金用在“刀刃”上的效果。

五、激励机制分析

（一）收益激励

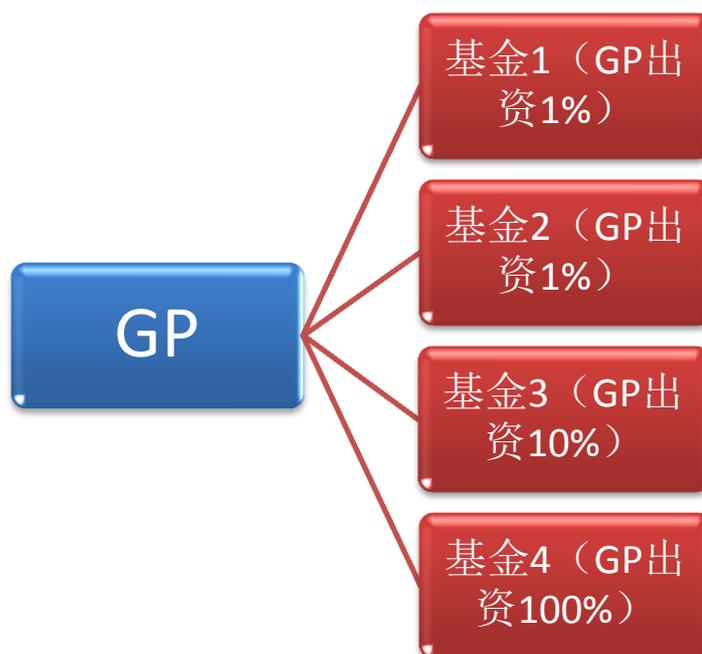
激励机制的设计的关键在于 GP、LP 利益的趋同化，即通过一定的机制设计消除两者之间的利益冲突，激励 GP 更公平地对待每一位 LP。

GP 在管理基金过程中主要关注自己能实现的利益，因此利益的相关激励机制就显得尤为关键。为使 GP 与 LP 利益最大程度上保持一致，我们认为可从以下几个方面对 GP 进行利益方面的激励：

1. GP 的出资比例：

为使 GP、LP 利益相一致，一般情况下在基金建立时 GP 都会被 LP 要求出具部分资金，该比率的具体设置在不同基金中略有不同，通常为 1%，但也有前期基金的建立时 GP 为吸引更多 LP 投入的资金而自愿出具较多资金以向 LP 显示自己管理好该基金的信心，如果私募基金中 GP 出资比例较高，GP 将更有动力去管理好该支基金。这种情况将很大程度上为 GP 进行同业竞争提供了机会，因为如果 GP 在旗下管理的众多基金中的某一支基金中出资比例较高（10%），其余基金的出资比例处于相对较为平均的水平，均为 1%。此时，GP 的利益将与该支基金（出资比例为 10%）高度一致，在实际基金管理中，GP 可能便会偏向该支基金，从而出现同业竞争现象。这也就是说，LP 在选择投入资金的过程中不仅需要规定 GP 的出资比例来激励 GP，还应考虑到 GP 在其管理的其余基金中的出资比例。如果该 GP 在旗下所有管理的基金中有明显出资较多的基金，就要考虑有潜在同业竞争的可能性。

我们可以看到：如果 GP 的出资比例高到一定程度甚至达到 100%后，另外一种同业竞争行为便会产生。即 GP 充分利用自身已有资源建立一支新的私募基金。在这种情况下，GP 为实现自己利益的最大化，在管理过程中将以自己全额出资或出资比例较高的基金的利益为重心，通过同业竞争损害其他 LP 的利益。但是 GP 另外设立的私募基金没有 LP 的参与，LP 将很难通过与其他 LP 的交流获知，因此这种情况的发现概率将较低。



图表 11 GP 在旗下管理不同基金中的出资比例

在此过程中，基金的募集规模也可能影响 GP 的决策。因为 GP 的出资都是以资金占基金总规模的比率来确定的，因此即使不同基金的出资比例均为 1%，如果其中有一支基金的募集规模显著多于其他基金，则 GP 也可能会更倾向于那支规模较大的基金。

综合来看，LP 在选择 GP 时，可以对 GP 的出资比例做出具体规定，但是在规定时一定要考察该 GP 管理的其他基金的募集规模及其在这些基金的出资比例，如果有明显占优的出资比例或是基金规模都将为同业竞争的发生提供了可能。

目前也有 GP 选择放弃部分管理费用或收益分成来抵消 GP 的出资额。这种方式并不能起到激励 GP 的效果。不论是以管理费用还是收益分成代替出资额，都未使 GP 与 LP 利益相一致。如果以管理费代替出资，对 GP 而言，他管理该支基金所能收到的固定报酬（管理费）和浮动收益（收益分成）都将不复存在，他也并未持有有一定比率的基金，则该基金收益的高低将与自身利益相关度不大，GP 将更没有动力去很好经营该支基金。因此这种方式并不值得提倡。

2. 收益分配

通常情况下 LP 都会设立收益分配条款，即 GP 在实现基础收益率后可得到一定比率的超额收益分成。目前市场上已有的私募基金大多是保本型的，也就是说 GP 必须首先保证本金不能亏损，其次要实现一个预先约定好的基础收益率（一

一般为 6%—10%)。GP 如果实现了多于基础收益率的回报后将可以获得超出部分的收益分成，分成比例通常设为 20%，但有些非常成功地连续管理了几支基金的 GP 可能获得更高的分成比例。

目前对于奖励 GP 的超额收益分成，已有部分私募基金开始实行分段计算的方式，即收益率处在不同的区间时的分成比率不同，分成比率随着收益率区间上升而逐渐增加，目前已有 GP 可获得的最高分成比率已达 40%。这种机制的设计将对 GP 产生极大的激励作用。因为如果一支基金能实现远高于约定的回报率，只设定单一的基金超额收益分成比率就会使得 GP 参与同业竞争的成本减小。因为实现约定回报率后的超额收益率的分成比率都是相同的，即 20%。如果根据超额收益率分段设定分成比率，GP 进行同业竞争的成本会显著增大。考虑到收益率越高，分成越高，GP 选择同业竞争的可能性就会降低。

随着私募基金不断发展，市场上还出现了不保底型私募基金。即 GP 不保证 LP 的本金。更大的风险意味着更高的回报率，因此这种私募的基础收益率一般都高于普通的保本型私募基金（如 20%），因此基金为实现超出基础收益率的回报将承担更大的风险。但超出了基础收益后的超额回报部分 GP 所能获得分成比率仍为 20%，并没有提高。这也就是说如果 GP 目前有个能实现 15% 回报率的项目，如果用非保本型基金对该项目进行投资，GP 将不能获得任何的收益分成。但是如果以保本型对其进行投资，其将可以获得一定比例的收益分成。

3. 管理费

基金的管理费率基本均为 2%，主要用于补偿 GP 管理、运营该基金所付出的成本。这部分费用类似于一般委托——代理问题中的固定收入部分，而受益分成则是浮动收益部分。为使代理方与委托方利益相一致，可以通过适当程度地降低固定收入部分，增加浮动部分。因此可以用一定数量的管理费用换取收益分成，这种机制的设计将促使 GP 为实现更高收益而减少同业竞争行为。但需要注意的是，这种机制可能会使 GP、LP 之间的信任感显著降低：GP 认为 LP 不信任他，所以减少了固定的管理费用。信任感的建立对于双方来讲也是尤为关键的，能为 GP 带来更大的满足感，将一定程度上激励 GP 为信任自己的人努力工作，以不辜负这种信任。因此信任感的缺失将不利于长期合作关系的建立。因此对管理年限较长且经营业绩较优秀的基金经理人而言，可在合作后期逐渐增加管理费用比率，以增强 GP、LP 相互间的信任感，建立长期互惠双赢的局面。

4. 收回条款

如果 GP 被 LP 发现进行了同业竞争而导致了基金表现不佳时，LP 可通过收回条款的设立收回一定比率的前期给予 GP 的收益分成。该条款的设计将对 GP 是否进行同业竞争的决策产生一定影响。但具体收回比率如何设置以及能否实现预期效果我们将通过建立博弈模型对此进行分析。

(1) 模型的建立：

以 A 基金的 LP 与 GP 作为研究主体：

①某 LP 管理着 A、B 两支基金，此时面临着一个可以带来很高回报的项目，且两支基金都符合投资该项目，但只有一只基金能投资于此项目。

② 无法投资于该项目的资金投资于较劣项目，只能获得相对较低的收益，但是具体两只基金的实际情况不同因此获得相对较低的收益率也不尽相同。

③ 基金成立之初，A 的 LP 可以选择是否与 GP 签订附有收回条款的协约，规定当 LP 怀疑或发现 GP 存在同业竞争行为，而 GP 又无法解释时，LP 将有权收回 GP 普通合伙人因投资前期盈利而获得的业绩报酬的一部分。

(2) 模型变量

f_1 、 f_2 ：GP 管理的 A、B 两支 LP 不同的子基金的管理费；

π ：GP 从 A、B 的投资收益中获得业绩报酬的比率；

x ：投资于项目所需的资金。

b ：当期 GP 已累计获得的业绩报酬；

t ：LP 收回 GP 前期的业绩报酬的比率；

r ：投资于高回报项目可取得的收益率；

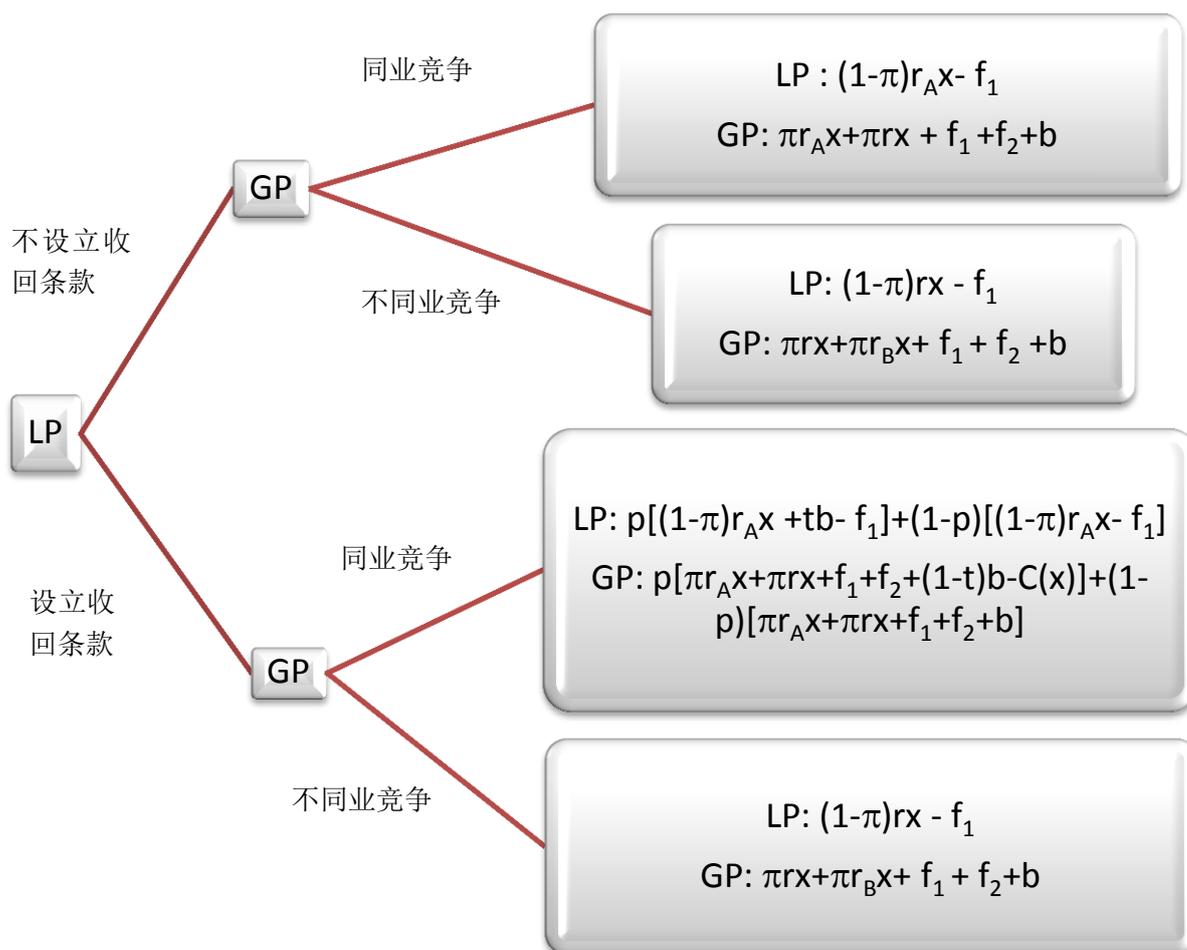
r_A 、 r_B ：A、B 投资于其它项目分别获得的收益（ r_A 、 r_B 均小于 r ）；

p ：GP 同业竞争被发现的概率；

$C(x)$ ：GP 被发现同业竞争后，受到的关于声誉受损、合作关系破裂、法律惩罚等无法以具体金钱衡量的损失

(3) 模型分析

由于 LP 先设立条款与 GP 签订，再将资金交由 GP 管理，所以 GP 先知道 LP 的策略再做决策，这属于二期的动态博弈模型，LP 与 GP 的博弈过程可表示为下列的树形图：



图表 12 收回条款的二次的动态博弈模型

分析 LP 不设立收回条款时，分析 GP 进行同业竞争与不同业竞争为自己带来的效用，当 $r_A > r_B$ 时，即 A 基金的资金投资于其他项目比 B 基金投资于项目获得的收益率更高时，GP 才会选择同业竞争。也就是说，A 基金的资金投资于此项目的机会成本相对 B 较小，因此 GP 才会选择同业竞争。在此结点处，我们假设 $r_A > r_B$ ，GP 选择同业竞争。

如果 LP 设立了收回条款，比较 GP 进行同业竞争与不同业竞争为自己带来的效用可知， $t \geq \frac{\pi(r_A - r_B) - C(x)p}{pb}$ 时，收回条款将对 GP 产生影响，GP 将不会选择同业竞争，此时 LP 的效用与之前 LP 不设立收回条款、GP 不进行同业竞争时相同。

但是如果收回条款并没有起到限制 GP 同业竞争的作用，将此时 LP 的效用与 LP 不设立条款、GP 同业竞争时相比较，可以看到 LP 总能获得更高的收益。因此即使收回条款没有真正约束 GP 的同业竞争行为，也可以一定程度上保护 LP 的收

益。

(4) 建议

① GP 管理的不同 LP 的基金可以风格相似，但更需要具体投资要求的分散化。这样，在面临项目选择时，将从源头上减少同业竞争的可能性，因为不同 LP 基金的具体投资要求使得真正适合该项目的基金数量减少了很多。

② LP 应尽量保持自己与其他 LP 基金的投资的广度相一致（即减少 r_A 、 r_B 的差异），这样便保持了 LP 资金投资获得的收益率相对平等的地位。GP 在决定将哪支基金的资金投资于能带来较高收益率的项目时，将发现无论他投资于哪只基金另一支基金转而投资其他项目他获得的收益都较为相近，因此他便不会进行同业竞争，而会投资真正适合该项目的基金。相反的，如果 GP 管理的不同 LP 的基金中有一支基金的可投资的领域较为广泛，在多个项目中都可获得较高收益率，GP 很有可能会进行同业竞争而损害这只基金 LP 的利益。

③ 要起到约束 GP 同业竞争行为的作用，收回比率需要满足 $t \geq \frac{\pi(r_A - r_B) - C(x)p}{pb}$ 。如果不能满足该条件，设立条款也能为 LP 带来较高水平的效用，但是可能仍不能约束 GP 同业竞争的作用。

④ 随着 GP 管理年限的增加，其累计业绩报酬 b 也越大，这使得不等式左边逐渐减小，即 t 可以随时间下降，所以条款上收回率的递减在某种程度上可以激励 GP 更好地管理基金。

该模型有较高推广价值，其余有关条款的设置也可用相似的模型进行分析。但需要注意：绝对有效的约束机制是不存在的，我们需要根据实际情况进行具体分析。

(5) 模型运用

根据案例库，我们通过假设，设计出一支代表最普遍的情况的私募基金，以更形象地说明收回条款在实际情况中的运用。

假设某 LP 管理这两支 5 年期的私募基金 A、B，其中，A 基金的合伙协议中明确说明最低的年回报率为 20%，B 的最低年回报率为 10%；GP 从 A、B 的投资收益中获得业绩报酬的比率均为 20%；两支基金的规模均为 1 亿人民币。根据罚款等惩罚措施，GP 被发现同业竞争付出的成本约为 200 万。由于 LP 监管成本很

小，而且 LP 之间交流容易，所以我们假设 GP 同业竞争后被发现的概率为 100%。

以 A 基金分析，根据我们之前设计的收回条款可以得到，这五年的收回比例如下图：

年份	1	2	3	4	5
收回比例 t	0.50	0.25	0.17	0.13	0.10

图表 13 收回条款五年的收回比例

由此可见，收回比例 t 随着管理年限的增加而减少，与分析一致。

我们假设若同业竞争又未被发现时，A 基金的收益将一直处于协议规定的最低回报率 20%。在第 n 年有一回报率为 100% 的优质项目，需要 1 亿元资金投资，A、B 均有机会投资，若实施了我们的收回条款后，LP 的回报为：

年份	1	2	3	4	5
收益资金	0.80	0.96	1.12	1.28	1.44
至 n 年的总收益率	80.00%	96.00%	112.00%	128.00%	144.00%
至 n 年的平均收益率	80.00%	48.00%	37.33%	32.00%	28.80%

图表 14 实施设计收回条款后 LP 回报

从表格中可以看出，同业竞争发生的时间越晚，则收回条款限制同业竞争带来的效用越小。但是无论同业竞争发生在何年，收益一直大于未设立同业条款的年平均收益率 20%。

综上所述，收回比例的确在某种程度上提高了 LP 的收益，而且同业竞争行为发现得越早，这一效果就越明显。

（二）声誉激励

声誉激励主要从几个方面对 GP 构成激励机制，一是 GP 良好的信誉能够促进 LP 和 GP 的长期合作关系，减少 GP 寻找信息的时间和成本，而相互信任的合作关系能够为基金带来更高的收益；二是良好的基金管理和诚信的经营能够增加 GP 的知名度，促使其获得更多 LP 的青睐因此获得更多的投资机会；三是 LP 能够为具有良好声誉的 GP 介绍更多新的投资者，壮大其所管理基金的投资队伍，使其获得更充足的投资基金，因此能够获得更多的投资机会。

声誉不仅对于 GP 是职业发展的基础和道德的底线，也是基金公司无形的资本和软实力，GP 的声誉主要体现在其操作和经营基金的诚信程度，更直观表现

在基金的收益等方面。所以声誉激励机制源于实际，最终落回实际，好的声誉为基金公司和 GP 带来良性循环，是基金公司经营的基础。GP 声誉的进一步提升对与基金公司增加资本充足量也具有积极的促进作用，因此形成良性循环。

经过我们的走访和探讨，总结出基金经理的声誉对于私募基金的主要激励作用是能够使其所属基金公司获得更多的 LP 而避免过分依赖于券商，良好的声誉为基金公司的经营带来持续现金流，声誉这一隐性激励机制因而成为一种隐形的中介。因此，如何利用这一“中介”为基金公司带来更多的资金成为基金公司极为重视的问题。

1. 理论分析

(1) GP 对人力资本的增值预期

GP 追求良好的声誉从经济学的角度可以理解为 GP 对人力资本增值的预期，在 GP 任期期满后，良好的职业声誉使他会受到众多的资产所有者的高薪聘用，委以高职。若将企业经营者分为所有者型经营者和职业型经营者，那么所有者型经营者（基金公司）因拥有企业全部资产或较大部分资产，所以有足够的压力与动力，完全剩余索取权提供了足够的激励，而职业型经营者（GP）因没有资产，但拥有自己的人力资本，对他们而言，树立良好的声誉，实现和增值自己的人力资本是很强的激励。这种 GP 赖以生存的人力资本增值是激励其努力工作、恪守协议的有效激励。

2. 基金经理人市场的“质量”信号

在基金经理人市场上，“卖方”是有就职意向的基金经理，而“买方”是由雇佣意向的基金公司。在这个市场上，实质的是基金经理人的竞争选聘机制，竞争选聘制度中基金经理人的“质量”是通过其声誉这种价值体现出来的，声誉能够带给基金经理人的不仅是社会成就上的满足感，更是职业发展机会和长期收益。良好的职业声誉增加了经理人在市场上讨价还价的博弈能力，对经理人行为具有积极的激励作用；相反，较坏的职业声誉会导致企业家职业生涯的结束，对经理人机会主义行为具有良好的约束作用。

3. 低成本高效率的隐形约束

声誉机制的运行成本最低，对比通过基金管理公司、托管人和政府监管来约束基金经理的“道德风险”行为，需要建立一定的组织和人员配备，其组织成本很高，而声誉机制是通过市场竞争机制、基金经理的道德自觉意识以及长远目光来防范的，其信息成本很低。低成本的竞争机制对于基金公司的要求较低，比较

容易通过适当手段达到事半功倍的效果，基金公司可以在信息披露和奖惩制度上加大力度，以便于声誉激励机制的高效运行。

4. 模型

(1) 模型背景

基金经理的声誉是在长期多次重复的博弈中建立起来的，如果基金经理能够预期未来的巨大收益，他们会继续保持良好的声誉以期在将来获得更大的收益。如果基金经理没有这种预期，则就会采取短期的“机会主义”以获取短期利益最大化。下面我们将用理论模型证明：当基金经理注重长期收益时，声誉激励机制对其产生的约束作用有效。

(2) 模型变量含义

π ：GP从A、B的投资收益中获得业绩报酬的比率；

r_1 ：不参加同业竞争时，GP经营A基金所获得的收益率；

r_2 ：不参加同业竞争时，GP经营B基金所获得的收益率；

r_3 ：当GP选择参加同业竞争（以A基金的利益来为B带来更高收益）时，为B基金带来的额外收益率；

r_4 ：当GP选择参加同业竞争（以A基金的利益来为B带来更高收益）时，使A基金损失的收益率；（ $r_3 > r_4$ ）

R：GP预期的折现率。

(2) 模型分析

当期若GP选择同业竞争，则其获得的收益率为 $\pi(r_2 + r_3 + r_1 - r_4)$ ，显然，当期GP的收益将大于其不进行同业竞争时获得的收益率 $\pi(r_2 + r_1)$ 。

当A基金的LP采取一定的声誉激励——承诺GP不进行同业竞争且经营业绩较好时与GP建立长期合作关系时。此时GP当期在选择是否进行同业竞争时就会将长期的收益考虑在内。如果GP当期选择同业竞争，一旦被发现，他将失去日后与A基金LP继续合作的机会，即其日后每期的现金流为 πr_2 。若GP不进行同业竞争，则其每期获得的现金流均为 $\pi(r_2 + r_1)$ 。考虑货币的时间价值，GP未来收益的现值为：

	GP 当期选择同业竞争	GP 当期不选择进行同业竞争
GP 收益	$\lim_{n \rightarrow \infty} [\pi (r_2 + r_3 + r_1 - r_4) + \frac{\pi r_2}{(1+R)} + \frac{\pi r_2}{(1+R)^2} + \frac{\pi r_2}{(1+R)^3} + \dots + \frac{\pi r_2}{(1+R)^n} + \dots]$ $= \pi (r_2 + r_3 + r_1 - r_4) + \frac{\pi r_2}{R}$	$\lim_{n \rightarrow \infty} [\pi (r_2 + r_1) + \frac{\pi (r_2 + r_1)}{(1+R)} + \frac{\pi (r_2 + r_1)}{(1+R)^2} + \dots + \frac{\pi (r_2 + r_1)}{(1+R)^n} + \dots]$ $= \frac{\pi (r_2 + r_1)(1+R)}{R}$

图表 15 声誉激励模型两种情形下 GP 收益

(3) 模型结果分析

比较两者我们可以得到:实际情况中, π_1 、 π_2 一般均为 20%, 则 $R < \frac{r_1}{r_3 - r_4}$ 时, GP 当期不会通过打压 A 来为 B 带来更高收益。也就是说, 只要 GP 对未来收益的折现率预期不高、比较在乎长远利益, 建立长期合作的声誉激励模式都将起到约束 GP 进行同业竞争的作用。但如果 GP 十分在乎当下利益、而不顾长远, 则该激励模式将收效甚微。

GP 的声誉这种无形人力资本有利于经营者在未来的职业生涯中获得高的报酬, 不好的声誉可能断送职业生涯。结合模型的结果 (只要 GP 对未来收益的折现率预期不高、比较在乎长远利益, 建立长期合作的声誉激励模式都将起到约束 GP 进行同业竞争的作用), 因此, 声誉能够满足人们追求长期利益的需要, 尤其是那些对未来收益期望值较大的职业经营者, 对声誉的欲望更强烈。

2. 实证分析

为了验证声誉对于基金公司与新 LP 建立合作关系 (老 LP 介绍新 LP 入股) 的积极促进作用, 我们进一步量化研究声誉激励机制。建立模型:

$$y = \alpha + \beta \text{dummy variable} + \theta \text{return} + (\text{control variables}) + \mu$$

变量解释:

y——基金公司可支配投资, 用基金公司得到的 LP 投资总量作为 y 值, 基金公司得到 LP 投资总量越大证明其获得的新 LP 越多 (忽略老 LP 追加资本的可能情况)。

dummy variable——哑变量, 表示基金公司某 GP 声誉, 1 代表未进行同业

竞争有良好声誉，0 代表进行同业竞争而声誉受损（由于声誉一旦损坏中指 GP 职业生涯因此设置其为哑变量）

return——该 GP 管理的私募基金的收益，由于当收益较高而 GP 进行了同业竞争时，LP 对于 GP 的不信任程度可能会被好的收益削弱，因此必须控制住收益这一变量以更清晰地看出声誉对基金公司的影响。

Control variables——其它被控制的变量，包括私募基金自身的一些性质，例如其规模、管理期、收益分配等

α ——线性回归截距项

μ ——线性回归的误差项

代入数据：以不同的 GP 为研究单位，分别收集 GP 声誉方面的数据以及其所属基金公司所获得 LP 投资的总量，将得到的在某一时间点上的截面数据带入以上线性回归模型以验证声誉对基金公司获得新 LP 的影响。得到哑变量系数 β 值为正证明 GP 的声誉对于基金公司与 LP 建立新的合作伙伴关系存在积极作用，即我们的结论正确。

由于基金公司的可支配投资、私募基金公司的声誉情况难以得到，我们无法找到合适的实际数据代入模型中，预期 β 值为正数，即声誉激励有利于 GP 获得更多的新 LP，即获得更多的资金量以进行投资增值。

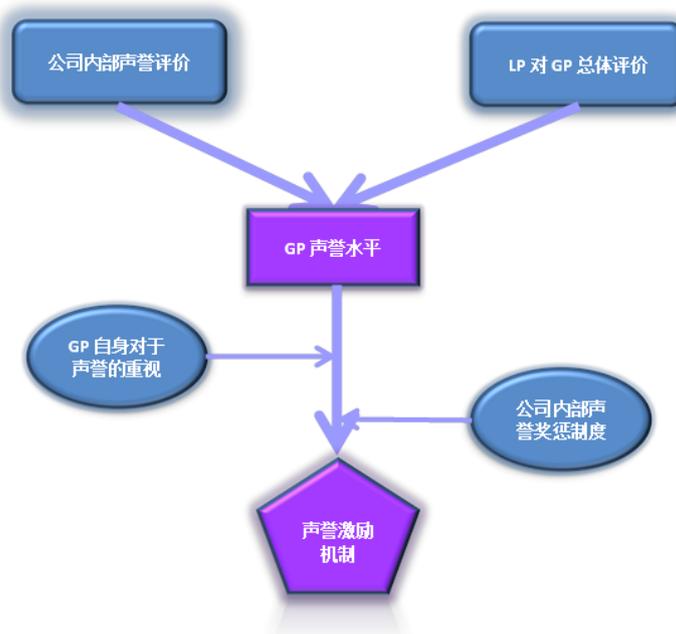
3. 加强声誉激励的措施

(1) 投资实名制

个人投资者必须亲自办理开户，不得代理开户，而机构投资者必须出具授权委托书、代理人身份证明及其他开户证件。而且为绝对禁止利用他人的身份证开立账户进行不法个人交易。接受开户时，应当对照核实投资者本人或代理人的真实身份、核对机构投资者出具的证明材料中的印鉴是否与预留的印鉴相符，确保投资者的证券结算账户户名与开户人本人姓名或名称完全一致，并实时采集和按要求保存投资者的影像资料。在发表投资决策意见时保证 LP 与 GP 的意见分别记录在册并且相应记录姓名，一旦发现存在可疑点（如相同的投资意见但明显不利于基金的收益）即进一步核查。

(2) 基金公司内部声誉评价体系

基金公司内部可建立一套声誉评价体系以从内部评价旗下 GP 的声誉情况，随后结合来自 LP 的客户调查数据（LP 对 GP 的评价也是 GP 声誉的反应）形成 GP 的整体声誉。公司内部再针对其声誉不同设立一套奖惩体系，如将声誉较好的 GP 评为明星 GP 展示给投资者以激励 GP 为更好的声誉即更高的利益而努力，设立针对声誉的奖惩体系是将声誉这一激励机制由隐性化为显性的一种措施，更易于公司的量化和内部控制，结合 GP 情理上对于声誉的重视这一潜在因素形成隐性与显性协同作用的激励机制。具体结构见下图：



图表 16 基金公司内部声誉评价体系示意

(3) 建立充分竞争的基金经理人市场

完善的基金经理竞争市场可以保证基金经理人的声誉质量。如果基金经理人市场一直处于供不应求的状态,即便有些基金经理人会因道德风险行为被发现而遭到解雇,由于基金经理人市场的人才短缺,其也可以很快找到一份薪酬不错的职位,重新回到基金经理人的行列。通过基金经理人市场中的竞争选拔,基金管理公司能够发现有能力的基金经理人;另一方面,基金经理人市场的存在给在位的基金经理人提供了这样一种信息:具有良好经营业绩的基金经理人能够在基金经理人市场中获取较好的谈判条件。

(4) 创建基金经理人完整的历史业绩记录

可靠翔实的业绩及信用记录也是声誉激励起作用的重要基础,如果记录在整个私募股权基金市场里透明可见,信息不对称将不会给部分 GP 创造恶性竞争和内部操作的机会。这样有预期的基金经理人为了获取长期收益,就会重视自己的声誉,约束自己的行为。

(5) 建立长期合作伙伴关系

与较在乎长远利益的经理人合作时可通过长期合作方面来激励基金经理人,有两种策略:一是要给予基金经理人长远利益的激励,比如股份期权、控制权丧失补偿等;二是进行任期制改革,比如可以采取任期年限与经营目标相配合,达到一年目标可以连任的激励。

(6) LP 间相互合作

相互关联的基金的 LP 之间可通过形成相互合作的关系(监督协会等)来规范小范围内 GP 的行为。这是由于利益相关的基金收益不可能保证完全相互独立(尤其是存在同业竞争的子基金),联合 LP 进行目标绑定的监督体系建设有利于规范 GP 行为和行业秩序,使投资方的利益得到保障。

六、约束与监管

(一) 投资决策委员会

1. 实例展示：

<p>浙商海鹏</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 7人组成的决策委员会，其中有1名LP，该LP具有一票否决权。 • 另外6人的构成是4人为GP，2人是独立聘请的专家。
<p>东方富海</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 采用3+1的决策模式，其中1人是LP中推举的代表，另外3人来自GP • 投资决策只有4人同时通过的时候才能得到推行。
<p>鼎辉投资</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 投资委员会主要由2名LP以及GP控制 • 任何投资计划均需要投资委员会成员一致同意方可执行
<p>达晨财富</p>	<ul style="list-style-type: none"> • LP不享有决策权，决策权完全掌握在GP手中。 • 即使是出资较多的股东也只有优先知道事件进展的情况。
<p>松禾资本</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 由GP进行管理 • 对深港产学研创投已投资项目进行投资，无利益关联的出资最多的LP与松禾资本管理团队共同表决，该LP有一票否决权
<p>同华投资</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 由7人（4人来自管理人、2人来自最大出资人、1人为外部独立专家）组成 • 小于基金总规模10%的项目，投委会4人通过 • 大于基金总规模10%的项目，投委会5人通过

图表 17 投资决策委员会实例展示

(2) 决策委员会与“同业竞争”之间的关联分析

“同业竞争”与否一个决定性因素在于投资决策委员会的组织。不同的组织形式对于“同业竞争”及相关问题的约束力和约束来源是不同的。如在 LP 否决权和全体通过决策制下是通过 LP 在决策中的地位体现的，而在完全 GP 决策下是以 GP 的声誉及其他途径来作为主要约束力。

投资决策委员会的组织形式问题中，主要的矛盾是 GP 和 LP 对于决策权的争夺和 GP 资金募集的冲突。

(3) 实例分析：

关于决策委员会的构成形式主要有几种：完全由 GP 决策、LP 具有一票否决权、投资决策需全体委员会成员同意方可通过。

	完全 GP 决策	LP 否决权	全体通过决策制
适用	GP 已经在业内有了一定的声誉和良好的业绩的情况下（达到了“高级阶段”）。或 GP 资金募集来源分散，不存在大额出资者（如通过理财渠道向客户募集）。	GP 发展的“初级阶段”，GP 募集资金出现一定困难。一个或几个 LP 出资较多。或 LP 在投资领域具有较强专业性或者更好的社会关系。	是一种变相的 LP 否决权的形式，具有 LP 否决权的优越性，属于更为谨慎型的组织形式。但也会使投资决策变得过于局限，不利于创造突出的业绩。
优越性	效率较高，增加 GP 把握机会的能力，事事经 LP 的同意限制 GP 专业判断力的充分发挥，容易受 LP 意志影响。	能够在投资决策中体现 LP 的意志，维护了 LP 的利益，增强了 LP 的风险控制。有利于 GP 资金的募集。短期内有助于减少“同业竞争”的出现。	

<p>问题</p>	<p>“同业竞争”仅依靠激励机制、声誉等制约，LP 的利益缺乏在决策权重的具体体现。可能使 GP 资金的募集受阻。</p>	<p>不是未来行业发展的方向，是一段时间内的过渡政策。混淆了 LP、GP 的分工，损失了 GP 一定的独立性和决策的效率。</p>	
-----------	---	---	--

图表 18 投资决策委员会形式分析

①总体

根据组织行为学的原理，7 人的投资决策委员会应该是最为有效的。无论是完全由 GP 决策还是有 LP 参与决策或者邀请专家为了保证决策的效率和有效性，组织 7 人的决策委员会都是较佳的。

很多情况下，在投资决策委员会上加入专家不一定合适。专家有专业领域的知识，不具有在投资领域的知识，可以作为独立的第三方出现，但不适合做决策者。而且专家所代表的利益并不明确，可能因种种原因会趋向其中某一方。

上面例举的“小于基金总规模 10% 的项目，投委会 4 人通过；大于基金总规模 10% 的项目，投委会 5 人通过”实际操作起来可能不是有效的方式，会促使 GP 为了避开制度不适合地调节投资规模。

②全体通过决策制

如果不是在风险控制要求非常高的情况或者非常谨慎的投资下，投资决策需全体委员会成员同意通过的方式会损失决策的有效性，不是最优选择。

③LP 否决权

在 LP 具有一票否决权情况下，为了决策的有效率，否决权应该被限制在一些重大影响的决策上，如改变投资领域、增加或减少基金规模、大额投资项目。否决权不能出现在日常的管理中。

作为一种折中的方式，可以设置在一定情形下，LP 具有一票否决权，即在一些项目的决策中可以触发 LP 的一票否决权。如对一个预定范围外的项目实施，对有“关联方交易”的项目实施等。但是以基金规模作为划分不合理，因为这可能会促使 GP 在投资额度上有意避开限制，失去作用。

对于 LP 的一票否决，为了防止一个 LP 独霸决策委员会的情形出现，可以根

据 LP 份额的实际情况，考虑调整为合伙人大会可委托无利益关联的出资前三的有限合伙人与 GP 共同表决，该三人以简单多数的方式行使否决权。

④完全GP决策

在完全 GP 独立决策情况下，为了降低风险，在决策委员会的构成中，注重风险控制人员的地位。如，在达晨内部的“4+1”的决策委员会中，风控至少占 2 席，“通常是 3 席”。

其中，松禾资本的厉伟谈到“LP 与 GP 的关系，是一种资金的所有权和经营权分离的比较彻底的经营结构，这种结构并不代表二者完全分离，也不代表 LP 不能有所作为。松禾认为 LP 所有的建议都是为了松禾基金做得更好，松禾都会认真听取，然后根据自身掌握的资讯决定是否采用执行。连 LP 的建议都不想听的 GP，不是一个好 GP。”

作为一种折中的方式，可以设置在协议规定的范围和额度内完全 GP 决策，在范围和额度之外投资须取得 LP 代表的同意，这样也避免了因为协议规定导致无法对好项目进行投资的问题。

（二）投资方向的限制

最直接限制 GP 同业竞争行为的方法就是在合伙协议中明确投资方向。GP 管理的众多子基金投资方向重叠的领域越小，同业竞争的可能性也就越小。但是领域确定得越精细，对 GP 作出投资决策的限制也越大，影响基金的收益。在这部分中，我们首先研究上市公司在这方面的经验，然后分析在什么情况下如何确定投资方向才能最好地平衡这两方面的问题，并且分析此投资限制对于两种同业竞争行为分别有什么影响。

1. 上市公司经验借鉴

（1）关于同业竞争的法律规定

各国在法律上一般都限制同业竞争，要求控股股东避免出现与上市公司之间同业竞争关系。例如，日本商法第二编第74条规定：“（1）股东非有其他股东的承诺，不得为自己或第三者进行属于公司营业部类的交易或成为以同种营业为目的的其他公司的无限责任股东或董事；（2）股东违反前项规定进行为自己的交易时，可依其他股东过半数的决议，将其视为为公司所作的交易。” [1]德国股份公司法第88条规定：“未经监事会许可，董事会成员既不允许经商，也不允许在公司业务部门中为本人或他人的利益从事商业活动；未经许可，不得担任其他上市公司的董事会成员或业务领导人或无限责任股东。”

《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第六十一条规定：“董事、经理不得自营或者为他人经营与其所任职公司同类的营业或者从事损害本公司利益的活动。从事上述营业或者活动的，所得收入应当归公司所有。”还有我国的《首次公开发行股票并上市管理办法》及《上市公司证券发行管理办法》对同业竞争问题的规定也有比较明确。

(2) 上市公司同业竞争问题的解决方式

①产品或服务的技术指标不同

虽然所生产的产品或提供的服务同属一类，但是这些产品或服务的各项技术指标的较大的差异，也可能使其产品或服务拥有独立的市场，从而不存在同业竞争。

②产品或服务的目标客户不同

虽然所生产的产品或提供的服务同属一类，但是由于产品或服务所面对的目标客户不同，也可能不存在同业竞争关系。如上市公司与控股股东其控制的其他企业在不同的地域开展房地产业务，他们所面对的目标客户几乎完全不同，此时则可认为其不存在实质性同业竞争关系。

(3) 经验借鉴

由上市公司对同业竞争的法律规定可见，同业竞争的限制主要有两方面：①上市公司经营管理的业务不得重复，②出现同业竞争是将该非法收益归为公司收益，其中第一点处于首要约束方法。所以，我们可以将业务不得重复的规定借用于合伙制私募基金限制同业竞争中。

2. 私募基金实际应用

(1) 案例总结

我们在私募基金的募集方案中，选出具有代表性的四个案例，分析基金在投资方向上对基金都作出了不同程度的要求的利弊：

①绵阳科技城产业投资基金

投资方向：（基金主要投资于高新技术产业、军转民产业、环保产业、与中国（绵阳）科技城市建设相关的产业及其他行业中具备成长性特征的优势企业。

分析：该基金在投资方向上主要明确了投资地域为绵阳，而在投资产业上的限制则相对较少。这与上市公司解决同业竞争的方法类似。由于该基金拥有当地政府的支持，而且 GP 对绵阳都是有深入了解的，所以，这样限定投资方向不仅可以很大程度地避免同业竞争，还可以充分发挥 GP 的优势。但是，基金投资的

地域风险大大增加，特别是绵阳处于地震带，这种不可抗的自然灾害的发生可能会使 LP 损失所有的投资资金。

②华兴银汇矿业股权投资基金

投资方向：收购在募集方案中明确提到的金矿项目已探明储量部分矿权，将已探明储量部份办理采矿证，建选厂进行开采获取利润；同时提供部份勘探费用为上述金矿项目继续勘探；和金矿勘探权威单位继续合作，收购更多已探明储量的金矿资源。

分析：该基金的投资方向为金矿，同时对于项目的选择以及投资的方式都有了具体规定。这些规定都是建立在 GP 对这些项目充分了解的基础之上的，充分发挥 GP 的优势。但是，基金投资的行业风险大大增加，金矿行业的不利波动或这是行业政策的改变都有可能使 LP 损失部分资金。

③金地房地产私募基金

投资方向：华东 1-2 线城市, 重点在上海、宁波、杭州、南京；住宅为主、少量的商业和办公；IRR>20%，无拆迁的短平快项目

分析：该基金的投资方向在地域、行业、项目上都有具体规定。投资范围更加细致，这主要在于此基金发起人金地集团为 LP，所以将投资领域定为其经营的领域则可更好地监管 GP 的投资决策，避免同业竞争问题。

④同华 IV 期股权投资基金

投资方向：在行业上，生物与高科技、现代服务业、先进制造业三类行业各占三分之一；在企业发展阶段上，以成长型企业为主，坚固成熟期及重组并购类机会

分析：该基金的投资的行业广泛，且没有地域要求。根据投资组合原理，投资于该基金的风险相对较小。但是由于该基金将基金的资金平均分为三份，降低了各行业可投资的最大金额，可能会使基金失去投资大型高回报项目的机会。

(2) 建议及其适用分析：

由于同业竞争只发生在业务相重的基金投资上，所以，我们建议 GP 管理的基金设立应遵循“基金家族多样化，单支基金专业化”原则：设立新基金时应该尽量将缩小基金的投资范围，但是 GP 旗下所管理的基金投资方向应该多样化，以减少重叠部分，其中，根据案例总结，我们得出了从不同角度出发的限制方法：

建议	适用范围	利	弊
地域限制 (如①)	1、有当地政府支持； 2、GP 对该地域有深入了解或基金管理公司就位于该地。	1、充分利用政策优势，发挥 GP 优势； 2、通过地域限制，约束同业竞争行为。	地域风险加大，不可抗力的影响增加，有可能损失惨重。
行业限制 (如②)	1、GP 或 LP 对该行业有深入了解； 2、该行业前景乐观	1、充分发挥 GP 优势； 2、通过行业限制，约束同业竞争行为。	行业风险加大，行业政策的影响增加。
地域、行业限制；针对某些项目 (如③)	1、LP 从事这一领域的工作； 2、GP 过往有投资于该地域该行业的经验，且业绩优秀。	1、LP 可以更好地监管 GP 投资行为； 2、GP 可更专注于某一领域的研究，进而更好地投资。	四者中投资风险最大。
不同行业组合 (如④)	1、GP 倾向于分散投资风险； 2、LP 无某一行业的投资优势。	四者中投资风险最小	1、资金的分散会使基金丧失投资大项目的机会； 2、四者中，制约同业竞争能力最弱。

图表 19 投资方向限制适用分析

(注：适用范围满足其中之一即可)

在制定协议时，设立投资方向还应考虑 GP 已经管理的基金投资范围。因为 GP 在某一领域投资收益历史越好，其正在管理的私募基金的投資方向有越大可能也限定在此领域。所以，此时单纯地根据 GP 的优势来限定投資范围是不明智

的。若 GP 已在管理的基金投资方向为 GP 的优势，则在限定时可以考虑从限定投资时期（种子期、成长期或扩张期）、投资金额的不同来限制同业竞争问题。

以上分析的影响主要是立足与 LP 利益转移类的同业竞争。

针对于 GP 内部利益输送的同业竞争，限定投资范围对于提高发现同业竞争的概率也有一定的作用。由于投资范围小，LP 可以通过了解在同一范围内其它私募基金收益状况，将高收益回报的基金列为可疑基金，调查 LP 与可疑基金间是否存在利益关系，或者可以要求 GP 解释没有选择相对而言高回报项目的原因。投资范围越小，通过这两个方法发现同业竞争的成本越小，而且发现的概率也越大。

（三）第三方监管：

1. 实例



图表 20 第三方监管实例展示

如苏州创投，LP 不去参与日常决策，但 GP 被要求在每季度结束后的 45 天内报告上季度发生的投资情况，包括运营和基金财务制度，年度投资报告要经过事务所审计。

3. 第三方监管与“同业竞争”之间的关联分析

关于 GP “同业竞争”及其在操作中的其他相关问题，只靠协议约定和 LP 自

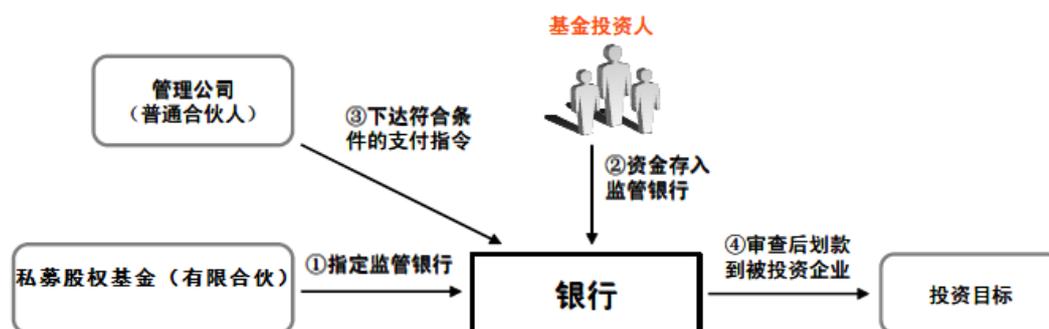
身的监管有时很难奏效。一来 LP 时间和精力有限，二来 LP 在审计、法律、专业知识上可能并不具有较深的理解。这时为了解决这层委托代理问题，我们有必要引入第三方，主要有两种，一种是独立的第三方，第二种引入作为 LP 代理人的第三方，形成的则是另一层委托代理关系。

要使第三方监管落到实处，就务必做到：若是独立的第三方，在形式和实质（与第三方签订的协议）上能够独立于 GP 和 LP 发表意见、实施管理；若是作为 LP 代理人的第三方监管由 LP 聘请，对 LP 负责，在这种情况下应该充分发挥合伙人大会（如果有）的作用。

(3) 实例分析

① 托管银行

应该在与托管银行签订的协议中，体现出托管银行在形式和实质上的独立性，独立于 GP、LP 意志。



图表 21 托管银行作用示意

以监管银行的信用，充分保障投资人的资金安全；
有助于监管银行对被投资项目进行了解，从而配套信贷资金，促进企业发展；
尚未投出的资金可由监管银行代为进行保本投资，从而提高资金利用效率。

② 投资报告及审计

应该在与会计师事务所签订的协议中，体现出会计师在形式和实质上的独立性，独立于 GP、LP 意志。或者由合伙人大会确定和签订协议，对 LP 负责。

审计虽然是几乎每份协议必有的



图表 22 投资报告及审计作用示意

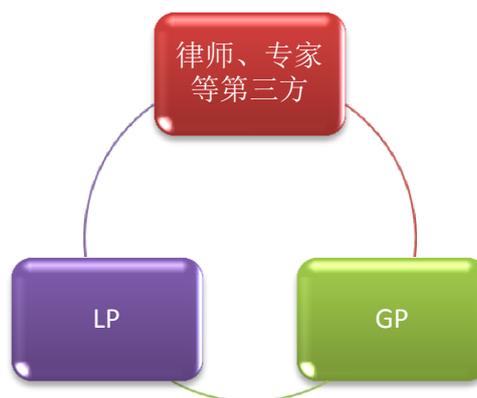
条款，但却是风险控制的重要环节。最好能够邀请到在私募行业有着一定经验的注册会计师和风险评估人员对GP所提供的报告发表意见，并可要求事务所对投资中涉及到的大额交易是否涉嫌同业竞争或者可能有损LP利益的交易事项进行严格的审查。并且应在事先签订的协议中指出，如果不能配合或通过审计，或者涉嫌违规的关联方交易或者其他可能有损LP利益交易出现，LP可以撤出投资或者触发其他问责条款。

除投资报告与审计报告外，在每年召开联席会议上，LP了解整个基金的运作状况。同时需要指出的是，对于GP投资的项目，LP如觉不保险，应适时查看近况，若出现重大状况，务必亲自调查，可由LP组成临时决策委员会（或者由合伙人大会所决定的其他形式）进行决策。

③ 律师或者专家作为第三方

律师的介入，一定程度上在法律层面保障了LP的权益。

专家的专业知识有助于保障决策的可行。如上一部分所述，专家在投资领域并不具有专业知识并且专家在代表利益方面不明确，所以专家不宜作为投资决策委员会的成员，但



图表 23 律师或者专家作为第三方作用示意

可作为独立的第三方对所投项目进行专业方向的评估。

信息披露机制和专业第三方的审核加上独立的管理，保障了高效投资同时对于双方公平公正合理。

④ 关联方交易、涉及同GP下其他基金的事项

为了防止同业竞争的出现，尤其要注意GP投资决策时所涉及到的关联方交易以及与涉及同GP下其他基金的事项。若评估发现此类交易的发生可能性趋大，应该触发LP的一票否决权等机制。

（四）其它风险控制措施评价

对于GP投资额度限制

- 如“单个项目的投资金额，不超过基金规模的**20%**”。
- 属于协议条款必有项，但效果有限，GP投资是很容易避开限制，也影响对好的投资机会的把握。
- 可以根据目标投向的不同类型设置不同的额度限制。
 - 其他实例展示：“投资于一家未上市公司股权的投资额，不得超过实收资本的**20%**；投资于一家未上市公司股权的比例，不得超过实收资本的**10%**；非运用于股权投资合伙企业资金任何时候应不少于实收资本的**5%**，以用于合伙企业费用的支付。合伙企业成立三年后合伙企业剩余资金不得再运用于未上市企业股权投资。（在仍然有可供投资的资金的前提下，对已经投资的项目进行追加投资除外）”

对于GP追加投资的限制

- 这样做的目的是在于以防风险投资家为了自身的声誉，向一些不理想的项目进行追加投资。
- 可以设置对于追加投资有LP参与决策的制度，不宜设置一个止损点。

对于GP下一期资金募集条件的限制

- 如“本期募集资金完成**70%**投资后募集下一期。”
- 有助于维护本期LP的利益，在一定程度上避免了因为同时存在所导致的“同业竞争”问题。
- 如果GP的投资有比较明确可推进的远期规划应该是可以做到对下一期资金募集做一定的规定以给予LP投资本期基金更大的信心和激励，比如对两次募集的时间间隔，两次募集的领域区分和交叉范围等。

LP投资额分期投入制度

- 如果是在募集基金阶段的分期投入可行，如果是在开始投资阶段再投入一部分投资额，这样可以在风险企业家经营不佳的情况下退出基金，但是由于如此做无法避免LP由于非GP经营不善原因推出，影响GP的后期投资，不是一个很好的设计。
- 不如设计成为有限制的可追加投资的制度，这样还可以在GP经营很好的同一支基金进行进一步投资。
- 其他实例展示：“出资方若为企业，首期出资额为认缴出资额的20%。当可用资金低于总认缴出资额的10%时，出资人应再缴付出资直至可用资金恢复至总认缴出资额的20%。”

LP以转让财产份额的方式代替退伙制度

- 法律规定“LP退伙后，对基于其退伙前的原因发生的有限合伙企业债务，以其退伙时从有限合伙企业中取回的财产承担责任。”
- 由于PE是一种长期投资行为，如果LP(有限合伙人，出资但不参与管理)完全履行出资承诺，则LP投入基金的资金将在存续期内处于相对不流动的状态，其运作机理是资产在相对不流动的情况下实现资产增值。LP不必采取“退伙”方式，而可以采取“转让股权”的方式，要求GP“收购”其财产份额。这对于LP是很强的保护，但如果设置此项规定，应当约定好具体事项。
- 在合伙协议中尽可能详细地约定、列举GP不得从事的行为和事项，并且约定当GP发生此类违规行为时，LP有权要求退伙或者要求GP收购其财产份额。
- 石育斌博士认为“实际上，LP可以将已出资份额及尚未出资的出资承诺出售给其他投资者，PE基金也可以在GP的管理和运营下，将投资于一家、数家甚至全部被投资企业中的权益出售给其他投资者。”

LP自身增加对GP监管和项目跟踪

•LP选择跟踪项目制度

- 对于LP而言可能要付出更高的监管成本，LP如此做的动机不强。
- 做的很好的GP可以应LP的要求共同跟踪项目，一可防止大的项目出现问题，二可增进GP、LP之间的关系。
- 实例展示：投资人可以委派投资人代表全程参与基金各个项目的尽职调查，了解基金的投资调研和决策流程，增加投资人与基金的互动

•LP增加监管努力程度

- LP与GP签订协议后，应注重搜集相关信息，注意观察GP的投资动向，以尽可能地增大GP同业竞争后被发现的概率。如此这般，收回比率的设置将不会太高，GP与LP间的信任感也得以维系，长期合作关系也就得以建立。
- 以下我们基于收回条款中的博弈模型进行分析。
- 由收回条款中的模型，我们看到：较低的收回比率能帮助建立LP、GP间的信任关系，激励GP更好地为LP管理基金。我们希望能在对GP行为做出约束的同时不破坏GP与LP长期的合作机会，因此收回比率的设置要尽可能小。
- 看到收回比率需要满足的条件为： $t > [\pi(r_A - r_B) - C(x)p] / pb$ ，我们发现如果同业竞争被发现概率 p 较大，收回比率相对较低。我们可从增大LP发现同业竞争的概率入手，来减小收回比率。
- 目前行业内GP进行同业竞争的形式主要有两种，第一种GP在面对能带来较高收益的项目时，偏向于一方LP以实现自己利益的最大化。因为LP与GP的圈子较小，彼此间的信息交流较为频繁，因此这种同业竞争行为的发现概率较低。但针对于第二种同业竞争行为，即资金实力较为雄厚的GP会“自立门户”，利用自身已有资源另外设立私募股权基金，并打压自己管理的其余基金，损害了这些LP的利益。LP发现这种同业竞争行为的成本较为高昂，概率较小。因此就要求LP在监管、搜集信息上付出更多努力，即对GP的投资行为进行更为细致的监管和审查，以尽可能地增大发现GP同业竞争行为的概率。

附录

一、参考文献

- [1] 郭明杉, 杨波, 孙长雄. 风险投资有限合伙制激励约束机制研究[M]. 商业研究总第 370 期. 2008-02.
- [2] 吴九红, 宋来敏. 合伙制私募股权基金微观控制权分配机制的博弈分析[J]. 生产力研究. 2010-09.
- [3] 凤维友. 论有限合伙及其有限责任保护[D]. 硕士学位论文. 2010-05-01.
- [4] 刘庆飞. 论有限合伙人的“执行合伙事务行为”[M]. 政治与法律. 2007-06.
- [5] 何超群. 论有限合伙人的法律保护[D]. 硕士学位论文. 2008-05-08.
- [6] 林贝. 论有限合伙型私募股权投资基金[D]. 硕士学位论文. 2008-05-01.
- [7] 李豫湘, 景华桥. 论基金管理人声誉激励机制的建立[J]. 全国中文核心期刊·财会月刊. 2010-06.
- [8] 周健生, 张冬平. 有限合伙制代理风险及其控制制度安排[J]. 安徽广播电视大学学报. 2004-01.
- [9] 彭怡萍, 杨涛, 葛新元. 阳光私募基金运营模式创新探析[R]. 国信证券阳光私募基金专题研究. 2010-02-26.
- [10] 李春琦. 国有企业经营者的声誉激励问题研究[J]. 财经研究第 28 卷 12 期. 2002-12.
- [11] 陈静. 激励制度中的声誉激励[J]. 工业技术经济第 24 卷第 9 期. 2005-09.
- [12] 彭耿. 声誉激励对基金经理激励机制的完善分析[M]. 企业家天地. 2009-07.
- [13] 刘萍萍, 韩文秀. 有限合伙制风险基金管理者的激励机制[J]. 电子科技大学学报社科版. 2005 年(第 7 卷) 第 3 期.
- [14] 龚鹏程, 孔玉飞. 论有限合伙型私募基金之治理结构[J]. 法学研究. 2007-11.
- [15] 巴曙松. 真实的私募基金[J]
- [16] 中国风险投资研究院. LP、GP 再对话[R]
- [17] 罗长德. 北京大成律师事务所武汉分所. 私募股权投资基金的组织形式与法律实务[R].

[18] 蓝石研究. 有限合伙私募股权基金协议的 10 大要点[R]. 蓝石月刊.

二、采访记录

鸿基世业投资控股有限公司总裁孟翀宇

1. 请问孟总贵公司是在 LP 和 GP 这两方面均有涉及吗？

孟总：是的，我们公司在 LP 和 GP 着两块都要，现在几乎没有单纯做 GP 的，都涉及 LP，但是呢，做 LP 也是为了更好的做 GP，作为 LP 一般关注两点，第一是回报率，第二个是投入产出的性价比和周期，就是效率。和这两个问题相关的有一个成功率的问题。LP 在投资之前可能会更关注这个团队，他的投资风格更多地体现在 GP 的风格上，在 GP 做路演的时候 LP 才会了解到。GP 更关注的，除了 LP 关注的之外，在投入资金到产出的过程中什么事情都可能发生，如何防范是 GP 关注的，比如目标企业是不是稳定，项目是不是稳定，发生的事情是人为的还是非人为的，风险控制是很重要的。

2. 那么同一 GP 管理的私募股权基金的同业竞争是什么样的呢？同业竞争现象是如何发现的呢？

孟总：五个指头各不相同，但都是你的，GP 更多地在规避自己心中的欲望，两只基金的 LP 都是 GP 的朋友，但是他们在 GP 心里的地位是不一样的。我们怎么规避它呢，在基金设立的时候一定要约定好，额度、受益期限、投入产出比、所投行业等等，我们会设立很多标准，就能够规避同业竞争。第二点，投资决策委员会也能够约束 GP 在投资决策的时候，避免其在投资决策的时候过于主观化。实际操作中投资意向书 GP 必须遵守，设定的这么多条款就是为了约束 GP。即使是同业竞争带来的收益高，但是也不能掩盖同业竞争的事实。同业竞争被发现的成本是比较低的，LP 之间会有交流，一个 LP 也可能会投资几支基金。

李经理：主要是在投资项目的时候选择哪支基金去投，此时可能形成同业竞争，当然基金各不相同，根据基金各自的特点去进行投资。

3. 基金公司是如何与 LP 建立投资合作关系的呢？

孟总：一般是通过 LP 的相互介绍，还有 LP 与 GP 的长期合作伙伴关系，在最开始起步的时候可能会涉及到券商介绍。不会全部通过券商来介绍，主要还是长期合作伙伴和介绍。

4. 对 GP 来说声誉是否很重要？

孟总：对于 GP 来说声誉当然是很重要的，声誉受损了就没有投资者愿意投资他

所管理的基金了，除此之外收益也是很重要的。

5. 私募基金的收益情况大概是多少？

孟总：最近还真没有具体的测算，投资的阶段不同，介入时点不同，而且现在创业板在缩水。

6. LP 的集中度怎么样，会不会导致有些出资额较大的 LP 具有较大的话语权？

孟总：从 GP 的角度不希望大股东小股东差异的出现，但是呢在设立基金时也需要很大的出资额。每个人的视角不同，如果垄断的情况出现，可能会导致极端的情况，可以在协议中涉及一个出资比例，在这方面有一个限定。

7. 在制定协议的时候 LP 和 GP 是平等的吗？

孟总：必然是不平等的，看 GP 的出发点在哪，如果觉得矛盾很大可以寻找其它的 LP，LP 的要求必须是合理化的。具体的协议都可以谈，但是一般在基金投资期间是不能经常修改的，经常修改会耽误基金的投资。

8. LP 是如何了解信息的呢？

孟总：GP 会定期地将投资的资料传真到 LP 那里，从管理者的角度我们希望 LP 主动去关注基金的投资，经常监督 GP。我们必须时时刻刻符合市场规则，监管是时时刻刻的。

9. 在 IPO 方面的问题呢？

孟总：投资一定要是投在健康成长上，IPO 只是一种退出机制，如果公司没有健康成长投资就没有价值了。

唐处长，曾就职于某证券公司研究部，对私募股权基金行业比较了解，专业知识水平较高。

1. 请问现在 PE 行业中同业竞争主要有哪些形式？

唐处长：先在私募股权基金行业中的同业竞争主要是基金之间的竞争，另外根据你们的课题，形式主要有两个，一个是 GP 在项目投资时会对自己管理的基金有一个选择，这个时候就存在同业竞争了，还有一个是 GP 自己的资金也想投入该项目获得高收益，但是他在自己管理的基金中出资比例受限，这时候他可能会将自己的资金通过其它方式输送到该项目中，这种利益输送就损害了 LP 的利益，也构成一种同业竞争，而且很难发现。

2. 那么现在私募股权基金行业中是如何约束 GP 的这种同业竞争行为的呢？

唐处长：主要是三个方面吧，第一是基金公司要做到专业化，根据 LP 对各个行业的兴趣不同把旗下的基金做到多样化，从根源上避免同业竞争的出现，这对基金公司对各个行业的专业水平要求比较高，第二，一旦遇到同一个项目可投资基金多于一个一定要保证出资比例相同，第三，LP 自身一定要搜集一些信息去了解 GP 和行业的基本情况，比如可以了解一下 GP 和基金公司的声誉排名和表现情况，等等。

3. 那在实际情况中主要是哪些措施约束了 GP 呢？

唐处长：主要还是在协议中更加细化一些，而且对 GP 的不正当行为可以加大惩罚力度。

4. GP 本身会不会受到收益激励和声誉激励的影响而约束自己呢？

唐处长：激励是有效的，但是当同业竞争带来的利益很大的时候 GP 很有可能不顾及这些激励机制。在私募这个行业中声誉一旦受损就会严重影响到 GP 的职业生涯。