

# 第一章

## 股权投资概述

20 世纪 80 年代,为了发展高新技术产业,我国开始自上而下地推动国内风险投资行业的发展,但当时国内普遍缺乏风投的市场和环境,而且对这个领域有所了解的人也是少之又少,所以第一次风投浪潮最终以失败收尾。创业投资与股权投资开始飞速发展是最近 20 年间的事,在这 20 年的时间内,国内不仅涌进了许多国际私募股权投资基金(PE 基金),而且本土私募股权投资基金也在发展壮大,投资机构数量和投资额度的猛增便是其高速发展的佐证。

本章将会为大家介绍股权投资的概念、私募股权投资基金的概念和特点及私募股权投资的发展历史等三部分内容。

### 第一节 股权投资的概念

#### 一、股权投资的定义

股权投资,是指投资人或投资机构购买的其他企业的股票或以货币资金、无形资产和其他实物资产直接投资于其他企业。长期股权投资的最终目的是获得较大的经济利益,这种经济利益可以通过分得利润或股利获取,也可以通过其他方式取得,如被投资单位生产的产品为投资企业生产所需的原材料,在市场上这种原材料的价格波动较大,且不能保证供应。在这种情况下,投资企业通过所持股份,达到控制或对被投资单位施加重大影响,使其生产所需的原材料能够直接从被投资单位取得,而且价格比较稳定,保证其生产经营的顺利进行。但是,如果被投资单位经营状况不佳,或者进行破产清算,投资企业作为股东,也需要承担相应的投资损失。

与长期股权投资不同,债权投资也叫债券投资,长期债权投资是企业购买的各种一年期以上的债券,包括其他企业的债券、金融债券和国债等。债权投资不是为了获取被投资单位的所有者权益,债权投资只能获取被投资单位的债权,债权投资自投资之日起即成为债务单位的债权人,并按约定的利率收取利息,到期收回本金。

应当明确:长期股权投资的目的是长期持有被投资单位的股份,成为被投资单位的股东,依所持股份额享有股东的权利并承担相应的义务,一般情况下不能随意抽回投资。长

期股权投资相对于长期债权投资而言,投资风险较大。

## 二、股权投资与私募股权投资

股权投资的定义已在上文给出。

私募股权投资,是指投资人或投资机构通过向特定对象募集资金对私有企业,即非上市企业进行的权益性投资,在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制,即通过上市、并购或管理层回购等方式,出售持股获利。

两者主要的区别是“私募”,即是否发生了募集行为。私募股权投资是非公开的募集,并且是以货币资金进入的。私募股权投资不是以控制被投资企业为目的,获利退出是其根本属性。

## 三、长期投资和短期投资

股权投资一般都是长期投资,债权投资一般都是短期投资,长期投资与短期投资相比,二者有一定的差别。

### (一) 投资期限不同

短期投资往往是指投资期限短于一年或短于超过一年的一个营业周期的投资,它可以随时收回或随时变现。长期投资的期限一般要长于一年或长于超过一年的一个营业周期。在此期间,企业并不想收回或无法收回其投出的资金。

### (二) 投资方式不同

短期投资的方式主要包括购入随时能够变现的股票和债券。长期投资不仅包括购买被投资公司的股票和债券,而且包括以现金、材料等流动资产、固定资产及其他资产对其他企业进行的直接投资,并按投资额占被投资企业股权的比例分享利润。

### (三) 投资目的不同

短期投资的目的在于充分利用暂时多余的资金,购入能随时变为货币资金的股票和债券,以在短期内获取比市场利率更高的收益。长期投资的目的则在于经营和理财方面的需要。如企业为保障其所需求原材料的供应来源,购买并长期持有某原料公司所发行的股票;企业为保障其持久的产品销路,购买并长期持有客户公司或其他公司所发行的股票;或者是把剩余资产长期投放于对其长远发展有利的单位。

## 四、股权投资的原则

股权投资如何降低风险、取得成功？需要把握以下三项原则。

(1) 端正投资态度。股权投资如同与他人合伙做生意,追求的是本金的安全和持续、稳定的投资回报,不论投资的公司能否在证券市场上市,只要它能给投资人带来可观的投资回报,即为理想的投资对象。由于公司上市能够带来股权价格的大幅上升,一些投资者急功近利的心态使其过于关注“企业上市”概念,以至于忽略了对企业本身的了解,这样就放大了投资风险,也给一些骗子带来了可乘之机。事实证明,很多以“海外上市”、暴利等为名义的投资诱惑,往往以骗局告终。毕竟,能上市的公司总是少数,寻找优质公司才是投资的正道。

(2) 了解自己所投资的公司。要想投资成功,投资者一定要对自己的投资对象有一定程度的了解。例如,公司管理人的经营能力、品质以及能否为股东着想,公司的资产状况、盈利水平、竞争优势如何等信息。由于大部分投资人的信息收集能力有限,因此,投资者最好投资本地的优质企业。投资者可以通过在该企业或在银行、税务、市场监管部门工作的亲朋好友对其经营情况进行跟踪观察,也可以通过一些渠道与企业高管进行沟通。

(3) 知道控制投资成本。即使是优质公司,假如买入股权价格过高,也还是会导致投资回收期过长、投资回报率下降,算不得一笔好的投资。因此,股权投资时一定要计算好按公司正常盈利水平收回投资成本的时间。通常情况下,时间要控制在10年之内。但有的投资者在买入股权时,总是拿股权上市后的价格与买入成本比较,很少考虑如果公司不能上市,何时才能收回成本,这种追求暴利的心态往往会使投资风险骤然加大。

## 第二节 私募股权投资基金的概念、分类及特点

### 一、私募股权投资基金的概念

作为典型的直接融资工具,私募股权投资基金是指投资于非公开发行和交易股权的投资基金,具有投资期限长、投后管理投入资源多、专业要求高、收益波动性高等特点。

私募股权投资基金的概念界定主要从下面八个要素入手。

(1) 概念属性。其仍然是一种基金,因此具有基金所具有的一般属性,如具有收益性和增值潜能,本质上是一种信托关系。

(2) 募集(发行)对象。区别于“公募”,私募股权投资基金的募集对象仅限于符合投资资格的投资者,这一条件要求很高,因此限定了特定的投资者。但这并不妨碍募集资金的渠道,其募集的资金来源仍然相当广泛,如保险公司、养老基金、杠杆收购基金等。

(3) 投资风险。私募股权投资基金具有高风险率和高回报率,利弊参半。如果私募股权投资基金没有找到具有高潜力的投资机会,它会选择退还募集对象的部分资金;如果投资失败,则会损失惨重。假如投资到很有潜力并且成功的企业,则会获得比公募市场中投资管理公司高得多的回报。

(4) 募集(发行)方式。不同于公募股权投资基金的公开发售,私募股权投资基金不能通过任何公开的广告宣传、研讨会等形式来募集资金,同时私募股权投资基金的信息披露程度较低,它不需要时时向投资者公布其具体运营情况。

(5) 运作流程。私募股权投资基金还有一个很大的特点是其流动性较低。由于是非公开的,因此常常出现雄厚资金持有者无法找到好的企业进行投资,而具有高增长潜力却资金匮乏的企业无法找到投资者。这就需要双方依靠个人关系、中介机构等来促成合作。同时,一旦“有钱人”投资私募股权,其资金很难在短时间内收回,只有在退出时,如将股权变现、公开上市、资本重组,才能拿到资金。

(6) 投资对象。其全部或主要投资于未上市公司股权。各国对投资对象的规定各有不同,有的国家只允许对未上市公司进行股权投资,有的国家则规定可以以私募方式对上市公司进行股票投资,有的国家甚至规定可以进行少量的债券投资。

(7) 专业化管理。私募股权投资基金一般由特定私募股权公司的投资专家进行募集并管理;作为私募股权投资基金的发起人、管理人,其必须是基金的股份持有者,所占股份在2%~5%之间浮动。这种模式主要是将管理人或发起人与基金“紧密”联系起来,一旦基金发生亏损,其所具有的股份将优先用来赔付。因此,基金的发起人、管理者与基金是荣辱与共的。

(8) 周期性。基金管理人对其基金实行投资管理,为投资者提供增值服务,整合资源,最终实现退出,收取投资收益。区别于战略投资者的长期投资,私募股权投资基金每完成募集、投资、退出“三部曲”,就完成一个循环;如果继续进行下一轮的基金募集,则需要成立新的基金。

## 二、私募股权投资基金的分类

### (一) 根据隶属关系划分

根据隶属关系,私募股权投资基金可分为独立型基金、附属型基金和半附属型基金。

#### 1. 独立型基金

独立型基金是最普遍的一种形式,主要采取有限合伙制形式,不隶属于任何机构,可从多种渠道筹集资本,如养老基金、保险公司、企业退休基金、公司投资者等,由富有经验的基金管理人进行基金管理,每年收取固定的管理费和一定的基金收益报酬。独立型基金往往是由专业的基金管理机构进行管理。黑石集团是最典型的独立型基金,是全世界最大的独

立另类资产管理机构之一,也是美国规模最大的上市投资管理公司。

## 2. 附属型基金

附属型基金主要是一些具有丰厚财力的大型投资机构,如商业银行、保险机构、券商、捐赠基金等,它们由于某些限制不设立独立型基金,但在更高利益的驱使下,成立独立的机构进行投资,如券商设立私募股权管理基金,信托公司通过私募股权信托计划。附属型基金一般不对外募集资金,而是作为大型机构的分支机构管理母机构的资金,如英特尔投资、IBM(国际商业机器公司)VC 就是全球著名的附属型基金,在私募股权投资基金中扮演着有限合伙人(LP)的角色。

## 3. 半附属型基金

半附属型基金是前两只基金的组合,即募集的基金与母机构基金共同存在,如高盛、摩根士丹利等直接在其旗下设立投资部门,不仅管理母公司的资金,也将基金管理作为母公司的一项业务和重要收入来源,通过对外募集成立更大规模的基金。虽然在机构上仍隶属于母公司,但其所管理基金的资金来源中,来自母公司的仅占一小部分。花旗创投是著名的半附属型基金,旗下有 40 多位资深投资专家,其在中国内地先后成功投资瑞安房地产、中科智集团、中气投资等 10 多家企业,并帮助这些企业在境外上市,曾是新兴市场私募股权投资基金的“领头羊”。

### (二) 根据企业发展周期划分

根据企业发展周期,私募股权投资基金可分为天使投资(angel invest)、创业投资(venture capital)、成长资本(growth capital)、夹层基金(mezzanine fund)、并购资本(buyout capital)、公开上市前投资(Pre-IPO)、上市后的私募投资(Private Investment in Public Equity,PIPE)、重振资金(turnaround fund)。

#### 1. 天使投资

天使投资,是美国风险投资研究所的创始人威廉·威索(Wetzel)于 1978 年开始使用,意指企业的第一批投资人,即投资于年轻公司以协助被投资公司迅速启动,资金相对充足的个人对具有原创性或专门技术的小型企业的一次性的前期投资,而此时,公司或企业的产品及业务还未成型。一般情况下,天使投资人对投资初创期的企业的回报要求并不高,比如只需要 20 倍的回报率。天使投资者具有很强的风险分担意识,他们会同时投资许多个初创型企业,只要有几个项目获得成功,那么天使投资者就能保证自己的盈利率高于赔付率。在投资过程中,天使投资者会扮演企业的管理者或战略意见提供者的角色,积极参与企业的决策,帮助被投资企业成长、扩展。同时,天使投资的金额一般较小,更多是投资者的主观判断或个人好恶,他们或许只是相信企业创始人的能力、潜能而投资。在我国,泰山天使就是一个专门为中国处于初创阶段的企业提供投资的天使投资基金,它有许多成功投资案例。因此,可以说天使投资是起步公司的最佳融资对象之一。

## 2. 创业投资

创业投资,是指对种子期和初创期的高风险企业进行投资。我国最初曾因为这类投资的高风险性而将其称为风险投资。美国风险投资协会将创业投资定义为,由金融家投入新兴的、具有巨大发展潜力和巨大竞争潜力的企业中的一种投资资本。其广义上是指一切具有高风险、高潜力的投资,狭义上是指以技术为基点,生产与经营技术密集型产品的投资。其主要目的是期待企业高速成长而给其带来高增值收益,往往在企业完成创业阶段后退出,以保证自身的资本增值,进行新一期的资本投资。典型而成功的创业投资,如 IDG 技术创业投资基金,主要投资于具有很大市场增长潜力的高科技创业企业,其最知名的投资对象有腾讯、搜狐等;软银中国创业投资有限公司,其主要投资于 IT(信息技术)、软件、网络产业等,其著名的投资案例是投资阿里巴巴,在使阿里巴巴获得巨大成功的同时,其也获得了巨额回报。

## 3. 成长资本

成长资本主要是投资于成长期和扩张期的、有较稳定现金流的企业,对企业控制权并无兴趣。其主要是给企业的发展及扩展提供资金,这类企业已经具有很强的竞争力、相对稳定的资金来源及合理的公司经营、管理结构。如 2023 年红杉资本中国管理的基金规模已接近 560 亿美元,主要用于投资中国的高成长企业,如万达电影院、唯品会、京东商城、新浪网等。

## 4. 夹层基金

夹层基金是杠杆收购特别是管理层收购(MBO)中的一种融资来源,也是介于债券投资和股权投资之间的一种融资手段,此类基金投资者既受益于公司财务增长所带来的股权收益,也兼顾了次级债权收益。其一般是对成长型企业进行上市准备或两轮融资间的投资。夹层基金可通过可转换债券、次级债券、可转换优先股等金融工具进行投资。典型案例是新浪管理层收购案例:2009 年 9 月 28 日,以 CEO(首席执行官)曹国伟为首的新浪管理层,购入新浪约 560 万普通股,成为新浪第一大股东,这也是中国互联网行业首例“管理层收购”案例。

## 5. 并购资本

并购资本的选择对象是成熟企业,其最大的目的是获得企业的控制权。并购资金主要是用来对目标企业进行并购,通过收购目标企业的股权,成为目标企业的股东,获得目标企业的实际控制权,然后对目标企业改造重组再出售。如联想并购 IBM 的 PC(个人计算机)业务,TCL 并购汤姆逊、阿里巴巴并购雅虎中国、华润控股华源等案例。

## 6. 公开上市前投资

Pre-IPO 专指投资于上市之前,或近期可能上市的企业,其盈利模式是企业上市后,从公开资本市场出售股票退出。可见,企业一旦上市,投资的基金即刻回笼,相比种子期、初

创期、成长期的风险投资,该基金投资时,企业自身规模与营收已经具备上市水平,因此,公开上市前的投资具有风险小、回收快的优点。近些年来,在西方发达国家及中国香港等资本市场上,已有专注于投资上市前企业的基金管理公司,如 Pre-IPO 已经成为高盛基金的重要组成部分。

### 7. 上市后的私募投资

PIPE 是私募股权投资基金、共同基金或者其他合格投资者以市场价格的一定折价率购买上市公司股份以扩大公司资本的一种投资方式。PIPE 主要分为传统型和结构型两种形式。传统型 PIPE 由发行人以设定价格向 PIPE 投资人发行优先股或普通股来扩大资本。而结构型 PIPE 则是发行可转债(转换股份可以是普通股,也可以是优先股)。比如,2005 年 12 月,MS Asia Investment Limited 和国际金融公司分别持有上市公司海螺水泥 13 200 万股和 4 800 万股。2006 年 5 月,CVC 认购上市公司晨鸣纸业非公开发行不超过 10 亿 A 股股票,募集资金总额达 50 亿元。

### 8. 重振资金

重振资金是对盈利不佳或经营不善、急需资金助其摆脱困境的企业投资,以期通过资金的注入,改善企业的经营管理、经营效率和提高盈利。但重振基金并非具有完全的“起死回生”的能力,如果投资不善,企业仍旧倒闭,则会出现很大的亏损。所以,只有那些仍具有很大的市场与发展潜力的企业才会吸引到重振资金。成功的案例是 2007 年 9 月,黑石集团出资 6 亿美元购入蓝星集团 20% 的股权,以期将蓝星打造成为在化工新材料、特种化学品行业的全球领先公司。

## (三) 根据资金来源的地域属性划分

根据资金来源的地域属性,私募股权投资基金可分为本土私募股权投资基金和海外私募股权投资基金。

本土私募股权投资基金即在本国注册并且是以本国货币筹集资金,具体又可划分为国有资金主导的基金、民间资金主导的基金;海外私募股权投资基金是在国外(如英、美等发达国家)注册,以外币(如欧元、美元)的形式筹集资金,筹集的资金来自海外。

目前活跃在中国的大部分私募股权投资基金是海外私募股权投资基金,如凯雷基金,它在中国特别偏爱与其他投资机构联合行动,共同投资以降低风险,并且喜欢投资行业领先或技术领先的公司。除此之外,KRR、黑石集团、华平创投、橡树资本等,都在国内比较活跃。国有资金主导的私募股权投资基金一般规模较大,有严密的组织结构和复杂的投资决策程序,主要集中于大型水电工程、道路桥梁工程、基础设施等重大项目。如国务院特批的渤海产业投资基金主要用于投资未上市公司。民间资金主导的私募股权投资基金主要是一部分民营创投公司和有限合伙制创投企业,更倾向于投资国内早期的有良好前景的民营企业,并涉及一些后期的投资,比较著名和成功的民间资金主导的基金有联想投资有限公

司、红鼎创业投资有限公司、南海成长创业投资合伙企业、辰能哈工大高科技风险投资有限公司等。

#### （四）根据投资对象划分

根据投资对象,私募股权投资基金可分为创业风险投资基金与非创业风险投资基金。前者主要投资于高科技、高风险行业,我国早期风险投资基金都是此类基金。创业风险投资基金之外的所有资金类型都可以称为非创业风险投资基金,也称为狭义的私募股权投资基金,如前文所述的并购资本就属于非创业风险投资基金,其选择对象是成熟企业,通过对目标企业的并购,获得目标企业的实际控制权,然后通过对目标企业改造重组再出售,获得利润。

### 三、私募股权投资基金的特点

#### （一）募集对象广泛

私募股权投资基金只能向少数特定的机构投资者或者个人投资者以非公开的方式进行募集,具体的对于合格投资者的规定遵循相关法律法规,主要包括:具有与投资风险承受能力相匹配的主体资格;投资于单只私募股权基金的金额符合相应募集形式监管法律规定;在新的法律出台后,社保基金、养老基金等也被视为合格投资者。

募集对象之一:机构投资者(包括银行等金融机构、养老基金等社会基金财产、保险公司、证券公司、其他商业主体、上市公司以及非上市公司等)。金融机构聚集的资金存量巨大,其庞大的资金存量可以为PE资金募集拓宽通道,增加募集资金来源,同时也可以为PE资金提供托管服务。除了金融机构以外,各类商业主体进行实业投资的时候,以进行股权投资,意在获取商业盈利的同时,对相关行业、相关企业的控制权起到一定的约束作用。其与战略投资只是一个概念外延界定的问题,实质并无差别。

募集对象之二:个人投资者。当前资本市场环境下,随着资本市场的不断发展,私募股权基金可以向富有的个人募集资金,也有越来越多的实业家、企业家已经放弃了只顾低头赶路的企业发展策略,开始抬起头看资本市场的大路,紧跟时代的发展,选择股权投资的方式获利。这些有实力的实业家、企业家自身拥有雄厚的财力,还有其后代在享受父辈的财力的时候,也看准了股权基金投资的获利方式,相比父辈,其思维更紧跟资本市场,有很强的风险承受能力,但是不乏缺乏资本运作能力和风险辨识能力的企业主。

综上所述,私募股权投资基金虽然募集方式上为私下募集,但是其募集渠道非常广泛,其放眼整个资本市场,仍在不断扩大。

#### （二）禁止公开募集宣传

从私募股权投资基金的定义可知其募集应采用私下非公开(私下募集)的方式,不能采

用广告、报纸等纸媒、召开宣传推介会等公开宣传方式或媒介向大众宣传,一般是基金发起人或者基金经理通过与特定投资者进行私下协商,通过拟投资者的申请向其以电子邮件等方式发送私募投资基金项目的材料,以及按照法律监管的规定召开主要面向特定对象(机构或者个人投资者)的基金路演会等方式进行宣传。

### (三) 投资方式多样化

私募股权投资基金是一种权益性的投资方式,其投资标的是非上市公司的股权,其投资过程包括募集、投资、管理及退出四个步骤。对于不同的投资标的,将采取不同的投资方式,同时签订不同的法律协议。从前期谈判、尽职调查(DD)到预测被投资企业或项目的后期退出的估值,以及中间的对被投资企业或项目的管理经营,在法律条款的设计上,都可用不同的投资方式实施。由于私募股权投资的标的为非上市企业的股权,因此其似乎与传统的私募股权基金投资的对象不同。但是私募股权投资基金在收购公司之后,不论是以公司制还是以合伙企业制、信托制,基金管理人均会在企业的经营管理和战略方向上对投资企业进行规划,所以一定意义上与传统企业有相似之处。

股权投资的多样性,除了募集形式的不同,还有投资企业类型和项目的不同,反映出其风险也不同,主要因为其流动性相对较差,投资周期长,且其收益依赖于被投资企业日后的经营状况。一般私募股权基金的基金管理人,在获得投资之初,已经将日后上市退出的方式、策略确定好,在选择项目或被投资企业时,聘请专业的律师事务所及会计师事务所等第三方服务机构,通过法律和财务两大重要模块,对被投资的目标企业或者标的项目进行全面的尽职调查、后续的估值、签订商业计划书(BP)及在合作条款中约定一定风险预警条款(附上管理层回购的条款、优先权条款、拖带条款、对赌条款等),以此来尽量保证投资者的合法权益和投资的安全性。即使私募股权基金未能按照预期策略IPO(首次公开募股)上市溢价或者股权出售,投资也能获得最基本(不低于债权孳息)的收益。出于对私募股权投资风险规避的考虑,可将单项的股权和债权投资方式融合在一起,类似于投资于二级市场的投资人,用股票投资与期货市场金融衍生生物投资进行对冲的方式来分散系统性风险和降低非系统性风险。例如,股权可转债投资方式,私募股权投资基金投资人在投资之初的角色是不确定的,也就是角色随着私募股权投资基金的投资风险而变化,可在与被投资企业签订的合作协议中约定,当私募股权投资基金投资于被投资企业后,若企业在私募股权基金管理人的经营理念和资金注入后,发展良好,符合基金管理人投资之初的发展策略和规划,此时可将私募股权基金财产的投资作为股权投资,待被投资企业最终按照基金的投资策略和退出策略实现安全退出获利时,按照合作协议获得高额的利润,并享有股权权利;相反,若被投资企业或者标的项目在基金管理人注入私募股权基金财产和经营管理理念后,由于各方面的原因,而未达到基金管理人开始的投资目标(公司发展未能达到投资人预期的目标,或者目标企业发展不明显),不符合基金管理人目标企业制订的发展规划,可能会导致投资失败,此时为了保护投资人的利益,可以将基金财产原定位的股权转换为债权,即基

金投资人为借款人的角色,是贷款人,可以按照协议约定的债权人的身份取得固定的本金回收和利息回报。这种“进可攻、退可守”的运作方式,对于投资人合法权益的保护将起到重要的作用,在企业达到预期时转换为股东地位,获得股利回报;在企业无法达到预期的时候,可以保证本金,可谓对股权投资中风险和投资收益博弈平衡的最佳组合方式。

#### (四) 投资期限较长,资金流动性较差

私募股权投资基金在对目标企业或项目投资的过程中,一般的封闭期都在 24 个月或以上,5 年以下,期限最长可达 10 年之久,如若投资于商业地产等项目,其周期相对就比较长,属于中长期的投资方式,而且多为全封闭式或者半封闭式投资,在项目封闭期间(或者非开放日),禁止赎回、退出,投资人只能待被投资企业按照既定的退出策略安全退出后实现退出并获得收益,退出方式主要有 IPO、上市转让股权或者股权并购(M&A)、管理层回购等,其资金的流动性较差。究其原因,可从基金四个阶段说起,首先募集阶段即融资阶段是基金能否成功设立的关键阶段,募集的主要资金来源为机构投资者(符合合格投资人规定的大型公司或者企业)和资质较好的个人投资者,根据《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的规定,也包括一些公司、企业或者社保基金、养老基金、保险基金等政府基金,在认购基金份额的时间上,可以设定三次募集次数。募集成功后要根据相关法律监管的规定,向中国证券投资基金业协会备案、登记,当然按照不同的募集形式,所备案、登记及披露的信息也不同,否则募集不成立。其次在基金投资阶段,此阶段为重要的阶段之二,在此阶段,私募股权投资基金管理人除了 PE 资金的注入,更多的是企业经营理念、战略思维、管理方法的注入,使企业在有限的时间内最快地达成可以出手盈利的目的,在此将此阶段与投资阶段一起阐述。最后是基金退出阶段,一般在募集之初,基金管理人就已经制定好了退出计划和方式,只是要在企业经营管理过程中把控好各方面的风险,保证私募股权投资基金在既定的时间按照退出的计划和方式实现退出而获得收益。加之所投资的企业和项目的行业限制,不同的行业具有不同的特点,而企业的发展和成长需要过程,所以要实现资本利得和风险溢价的投资期限比较长,只有安全实现退出,才能实现利润变现,故其资金的流动性比较差,适合那些喜欢长线投资的机构和个人。

#### (五) 投资的风险相对较高

私募股权投资基金,如上述是对那些未上市的企业或者前景较好的项目进行投资,分析其风险主要从宏观和微观两个层次分析,宏观层次主要是指国际和国内的整个资本市场环境,如金融危机、互联网泡沫等历史事件,对整个资本市场的环境的影响都是巨大的,而私募股权投资基金在这个大背景下,谋求发展也深受其害。除此还有一些系统性风险,如政策性风险、利率风险等,这都是国家为了整个经济的稳定发展制定的统关全局的政策,势必对私募股权投资基金的发展起到一定的限制和制约作用;也有行业的风险,不同的行业,面临的风险也不同。从微观层次则要落脚于私募股权投资基金进驻企业后对企业的经营

管理、战略规划,一般被投资企业都是因为内部经营不善、治理结构出现一定的问题,制约了企业的发展,不仅仅是注入新鲜资金的问题能全部解决。若基金管理人对于企业的经营管理没有达到预期的效果,企业经营失败或者无法达到既定退出策略的退出要求,则也无法实现私募股权投资基金的获利。当然,不同阶段进入和不同行业的企业风险也不同,其风险主要为行业风险、市场风险和政策风险。因此,要规避和分散这种较高的投资风险,就需要私募股权投资基金的基金管理人在筛选被投资标的过程中的专业度、行业经验的丰富程度、对行业的敏感度较高,只有精确的风险定位,才能运用高杠杆的操作方式从财务和战略角度出发,降低基金的投资风险,实现目标值最大化的退出收益。

#### (六) 是一种集合投资工具

私募股权投资基金本质是将投资者的资本通过一定的形式组织起来,依据相关法律规定形成基金财产,并按照不同的募集和运作模式,进行投资并获取收益。在这个过程中,私募股权投资基金是连接投资者与融资企业的桥梁,有一定的金融中介属性。其通过发行基金财产份额,并将基金财产交给符合法律和监管要求的基金管理人管理、特定的基金托管人保管,实现所有权与经营管理权的隔离,以此来分散“把鸡蛋放在一个篮子里”的风险。其以投资者、融资方和私募股权基金三方达成共赢为目的。

#### (七) 投资的收益较高

根据投资的客观规律,风险与收益是成正比的,投资的风险越高,收益也越高,如私募证券投资基金投资于二级市场的股票等,可在短期内实现资金的流动,而私募股权投资基金,投资时间一般较长,对资金的占用时间较长,从时间价值的维度和风险的角度分析,一般股权投资基金成功退出后获利都较高,最佳的获利方式一般为 IPO 退出,以较高的投资回报来平衡对投资人较长时间的资金占用,以及冲抵基金管理人在私募股权投资基金整个募集、运作过程中花费的人力、物力、资金及风险承担的成本。

## 第三节 私募股权投资的发展与演化

### 一、美国私募股权投资的发展

私募股权投资起源于美国。20 世纪末,有不少富有的私人银行家通过律师、会计师的介绍和安排,将资金投资于风险较大的石油、钢铁、铁路等新兴产业,这类投资完全由投资者个人决策,没有专门的机构进行组织,这便是私募股权投资的雏形。而现代私募股权投资行业则先后经历了五个重要的发展时期。

早期萌芽阶段(20 世纪 40 年代中期到 60 年代末):美国私募股权投资的前身是帮助富

裕家庭诸如洛克菲勒家族等进行理财的办公室,美国东方航空公司、施乐公司等就接受过这些家族的投资。这些办公室逐渐发展成为专业的私募股权投资机构。

前期发展阶段(20世纪70年代):通过留住行业内的专业人士和吸引更多的资金,有限合伙人制逐渐取代公司制成为美国私募股权投资的主流形式,推动私募股权投资行业进入全新的发展阶段。

中期发展阶段(20世纪80年代):由于美国政府对于私募股权投资的大力支持,20世纪80年代初,私募股权行业开始蓬勃发展。1987年之后,在某些领域(如计算机硬件)的过度投资、缺乏经验的创业投资家的进入及投资机构之间的竞争加剧导致投资回报下滑,以及随之而来的投资者满意度的下降,使得美国私募股权投资急剧下降。

高峰调整阶段(20世纪90年代至21世纪初):20世纪90年代初,许多缺乏经验的投资者逐渐退出,而且在这10年中,证券市场发展态势良好使得股权退出的难度降低,叠加技术创新尤其是与信息技术相关行业的发展,给创业投资家创造了极好的机会,私募股权投资回报极好。尽管2000年互联网泡沫破灭后行业出现一定调整,但是平均规模及募集数目仍然庞大。

资本市场的新宠阶段(2004年至今):2004年,不动产价格达到高峰,富人们普遍选在高点获利了结,从而腾挪出资金进行其他投资,而此时股市发展态势不稳定,因此富人们对私募股权投资重燃信心。这股风潮延续到2005年,私募股权投资的金额几乎超越2000年网络泡沫之前创下的历史纪录,成为富有人群的理财新宠。

## 二、我国私募股权基金的历史演化

从发展实践来看,我国的私募股权基金起步于20世纪80年代中期,后续大致经历了三个历史阶段。

第一阶段(1985—1997年),是我国私募股权基金的探索发展阶段。1985年,在《中共中央关于科学技术体制改革的决定》的大背景下,国内第一批开展政策性创业投资业务的国有投资机构先后设立,是我国私募股权基金业务的前身。1992年,美国IDG技术创业投资公司成立,成为第一家进入中国的外资私募股权投资机构。其间,由于国内资本市场的退出通道狭窄,国内上市难度大,大批私募股权基金运营举步维艰,大多数基金业务无法正常开展。

第二阶段(1998—2004年),是我国私募股权基金行业的大发展与大调整的波动阶段。1998年至1999年,国家相继出台多项鼓励风险投资的政策措施,各地纷纷成立国资背景的创业投资公司和外资、民营的私募股权基金。百度、腾讯、新浪、搜狐、网易等企业纷纷在海外上市。21世纪初,受美国互联网泡沫破裂影响,全球私募股权基金业跌入低谷,我国私募股权基金行业也随之进入低潮,直到2003年逐步复苏,2004年中小板的推出,进一步加快了行业复苏的势头。

第三阶段(2005—2012年),是我国私募股权基金行业快速发展阶段。2005年,国家发改委等十部委出台《创业投资企业管理暂行办法》,对创业投资企业的设立与管理提出了规范要求。2007年开始,伴随着股权分置改革基本完成以及2010年创业板的设立,演变成全民PE的热潮。

第四阶段(2013年至今),是我国私募股权基金行业进入规范发展的阶段。2013年,国家明确由中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)行使私募股权基金监管职责。2014年,中国证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》,对基金的设立、运作和管理进行了规范。同时,私募股权基金行业的募资渠道得到了极大的拓展,政府、银行、保险、大型企业等机构均成为重要资金来源。当前,随着“大众创业、万众创新”和国家各项经济战略的深入实施以及投融资体制改革的加快推进,各类基金在全国如雨后春笋般纷纷成立,我国的私募股权基金行业进入一个全面快速发展的阶段。

### 三、我国私募股权基金的特点

总体来看,在我国,私募股权投资基金在20世纪80年代起步,经过了1985—2004年的探索发展阶段、2005—2012年的快速发展阶段、2013年至今统一监管下的规范发展阶段等30多年的探索和发展,呈现出规模不断壮大、质量不断提升、监管与自律不断规范的发展态势。从运作模式和发展方式上来看,私募股权投资基金与我国经济创新驱动发展的内在要求高度一致,在当前我国新旧动能转换、迈向高质量发展的历史进程中,发挥着支持企业重建重组、促进科技创新和新兴产业发展、推动经济转型升级不可替代的重要作用。其具体来看有如下几方面。

#### (一) 私募股权基金总体规模不断扩大,市场前景看好

自2014年国家私募股权投资基金实行登记备案改革以来,私募股权投资规模迅速扩大。如图1-1所示,根据中国证券投资基金业协会的数据,截至2023年12月末,私募股权投资基金〔含FOF(基金的基金)〕153 079只,基金规模20.58万亿元。特别是涌现出一批具有较强管理实力、运作规范的私募股权投资管理机构,与实体经济紧密相关的私募股权投资基金和创业投资基金更是成为行业的两道亮丽风景。然而,目前我国私募股权投资基金产品占国民经济的比重还很低,基金行业的发展规模有望进一步扩大。

#### (二) 参与主体更加多样化

近年来,股权投资在我国得到快速的发展,除了私募股权基金管理公司等专业的股权投资机构以外,其他金融机构包括银行、保险、证券、信托也纷纷加入股权投资的竞争市场,在国家政策的支持之下,更多类型的机构被允许获得私募股权投资基金管理人牌照。各大金融机构在股权投资市场上虽然业务各有优势、各有侧重,但是这也意味着股权投资不再

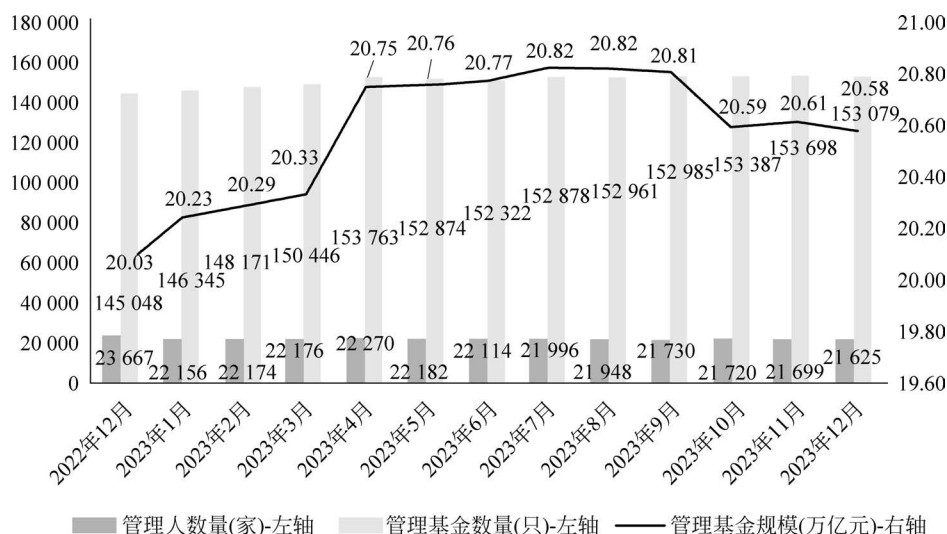


图 1-1 私募基金管理人存续情况趋势

资料来源：中国证券投资基金业协会。

是金融领域的非主流业务,参与主体的多样化为私募股权投资市场注入新的血液,带来了更多的资金、资源流入。

### （三）“双创”推动下,国有成分的私募股权投资基金正在崛起

中国私募股权基金参与各类投资交易活跃度因“大众创业、万众创新”的推动而大幅提升。2015 年底,国家提出发展直接融资多项举措,发展创投、丰富直接融资工具,完善股债等多层次资本市场等重点措施被提上日程,由于有政府参与的私募股权投资基金往往在资金募集和项目投向上具有其他基金不可比拟的优势,各地政府纷纷成立或者加入基金以支持本地经济发展。在此背景下,政府引导基金的作用日益凸显,其数量和规模都得到持续扩大,标志着国有成分的私募股权投资基金正在崛起。

### （四）行业竞争更加激烈

当前市场上的私募股权投资机构数量大幅增加,而且银行、券商、保险、信托等都加入私募股权投资的竞争市场。例如,随着商业银行参与市场化债转股工作的持续推进,多家商业银行成立了金融投资公司,从事债转股及股权投资业务。因此,未来私募股权投资市场的竞争将日益凸显。但是由于各种金融机构所拥有的资源优势和专业优势各不相同,不同类型的机构在实务中多采用差异化的竞争策略,在股权投资市场上开展各自有优势的业,最终将与传统的私募股权投资基金管理公司形成既有竞争又有合作的市场格局。

### （五）由重数量向重质量转变

股票市场的大幅波动、房地产投资及债券市场的降温,使得已持续多时的“资产荒”情

况愈演愈烈。在 2016 年资管新政之后,私募投资规模发展总体趋缓,使得资金向优质的私募项目聚集,具有价值创造效应的私募股权优质项目得到投资者更多的关注。

---

### 即测即练

---

