

中国式私募 股权基金

自从 20 世纪 90 年代被引入以来，私募股权投资已在中国这个新兴经济体掀起了一波又一波的浪潮。如今，金融、产业和互联网三者互相加持，共同实现价值最大化，无疑更加值得期待。

文 | 本刊编辑部

毋庸置疑，“投资”已经是这个时代最为火热的词语之一。策划项目的人要找“天使投资”，创业路上的人要找“创业投资”和“风险投资”，成熟企业要找“并购投资”。这些投资统统属于“私募股权投资”。

自从 20 世纪 90 年代，大量的海外私募股权基金开始进入我国以来，中国这个新兴经济体中就已掀起了私募股权投资的浪潮，恰与改革开放的蓬勃发展相得益彰。

正如中国证券投资基金协会会长洪磊在一次财经论坛上发表演讲时指出的，私募股权基金是创新资本形成的重要来源，为新技术找到产业化扩张路径，持续推动企业成长 and 产业升级，是风险定价和风险分担机制最充分、创新资本形成能力最强的资源运用机制。

经历了扩张与顿挫，中国私募股权基金的发展过程和前途，确是引人瞩目。

筚路蓝缕

贾森·凯利在《私募帝国》一书中说过，“我个人把私募股权基金行业看作是拥有很大潜力的青春期少年：时而缺乏责任心，时而轻率，时而自私，时而在暴怒和自我怀疑之间摇摆。因为自身的努力和上帝的安排，这个青年获得了成长为社会中流砥柱的机会。忽视或诋毁这个行业都是不明智的，它的影响力正在与日俱增，而且无论是你早晨饮的那杯咖啡或是你出差时睡榻的床单，抑或是你邮箱里的退休金支票，你总和它脱不了干系。”

如今这个时代，现代企业从诞生到成长，每个阶段里都可以看到私募股权投资的身影。我们身边的绝大部分明星企业，从互联网新秀滴滴、美团，到传统企业双汇、蒙牛，小到估值数亿元的e袋洗，大到巨无霸麦当劳，背后都有私募股权基金在运作。

所谓私募股权基金，顾名思义，只针对少数投资人，而不公开募集资金，投资的是非上市企业的股权，通过上市、管理层收购和并购等股权转让路径出售股权获利，通常包括天使

投资、狭义的风险投资 PE，风险投资 VC 和并购基金。

1946年，为解决二战后退伍军人的就业问题，波士顿联邦储备银行行长拉尔夫·弗兰德斯和哈佛商学院教授、被誉为“创业投资基金之父”的乔治·多里特在马萨诸塞州成立了美国研究与发展公司（ARD），以专业机构去募集资金，来解决中小企业融资难问题。它标志着美国私募股权投资的模式由个人直接投资向专业的管理投资转变，美国的 PE 模式也成为世界私募业的典范。

此后的 40 余年，是美国私募股权投资机构不断涌现的时期。大浪淘沙中，一些公司成长为全球私募界的巨无霸，大众耳熟能详的就包括贝恩资本、黑石集团、凯雷集团、KKR 集团、得克萨斯太平洋集团、摩根士丹利、摩根大通、阿波罗、高盛、美林，等等。

而此时的中国，在 1986 年，改革开放总设计师邓小平将一张小飞乐股票送给了纽交所董事长范尔霖，世界发出了“中国与资本握手”的惊呼，创投基金这个舶来品也悄然开始进入中国。

TMT 行业 2017 年融资情况

种子天使	29926 家	→	无后续融资	→	上市或被并购
A 轮	12816 (42.8%)	→	9941	→	154 (1.5%)
B 轮	2721 (9.1%)	→	1916	→	59 (3.0%)
C 轮	746 (2.5%)	→	437	→	22 (4.8%)
D 轮	287 (1.0%)	→	224	→	12 (5.1%)
E 轮及以上	51 (0.2%)	→	48	→	3 (5.9%)

> 数据来源：鲸准数据

1991年8月，熊晓鸽想回内地做杂志和创投基金，他给IDG董事长麦戈文写信求职，约好半个小时的面试，他和麦戈文谈了3个小时，没想到他对中国未来发展的想法与麦戈文不谋而合。自此，熊晓鸽带着麦戈文提供的1000万美金，第一次将西方的风险投资概念带入中国。IDG投资了腾讯、百度等第一批互联网企业，创投基金也在中国落地生根。

1998年，成思危代表民建中央向政协提交《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》，为私募股权基金在中国打开了制度空间。

不料，2000年，美国的互联网泡沫破裂让美国硅谷与华尔街遭受重创，对于中国创投基金的影响更是超出了人们的想象，人民币基金所遭受的打击甚至比美元基金更为严重——它直接导致了创业板的搁浅。

然而，在这波互联网泡沫时期，有一小波投资人看到并捕捉住了中国互联网萌芽期的机会。敢在寒冬中出行，若非愚者，注定不凡。软银的孙正义成功投资了阿里巴巴；霸菱投资的徐新在网易上大赚一笔；符绩勋加入德丰杰，投资百度回报高达百倍。

当这些外资投资人举杯相庆的时候，中国本土投资机构则挣扎在生死边缘。由于没有成熟的退出渠道，资难募、人难求，中国本土投资机构处于无比尴尬的境地。他们唯一能做的事情就是炒股。但是，2001~2005年股市并没有像样的行情，因此，许多创投企业倒闭。

所幸，2004年中小板开启，2005年，中国证券市场迎来了“股改全流通”，守候多时的本土创投们看到了曙光。

2005年初，曾与孙正义合作的阎焱获得了原软银亚洲的唯一LP思科集团的支持，在国际资本市场一共募资6.4亿美元，创立了第二只基金——软银亚洲投资基金二期，同时软银亚洲也更名为软银赛富。这就是中国创投史上著名

张磊回国创建了日后声名鹊起的高瓴资本，他在募资时，打出了“中国正在崛起，高速火车正在离站，请立即上车”的口号。

的赛富独立事件。

这一年，徐新离开霸菱投资，创办今日资本。

这一年，投资了包括分众传媒、易居中国、携程在内的很多公司的沈南鹏正式创立红杉资本中国基金。时至今日，红杉中国管理的基金规模已经超过百亿美元。

这一年，张磊放弃在华尔街组交所的高薪，回国创建了日后声名鹊起的高瓴资本，他在募资时，打出了“中国正在崛起，高速火车正在离站，请立即上车”的口号。

2008年开始，美国次贷危机并没有终止中国创投基金的黄金年代。2009年10月30日，伴随着创业板开市钟声的敲响，长期以来苦无退出渠道的中国本土PE终于获得了新出路，也由此拉开了国内私募市场新一轮收获季的帷幕。

首批创业板上市的28家公司，上市当日平均涨幅高达106%。细数其中公司背景，有23家企业曾获得VC/PE投资，占总数的82.14%，这些公司的背后聚集了超过40家的PE，总投资额为7.37亿元。按股票发行价格计算，这些投资市值为53.35亿元，增值45.98亿元、6.24倍。

创业板的推出打通了整个人民币基金的“募投管退”全链条，推动市场形成了“本土募集、本土投资、本土退出”的创投模式，有力引导了企业创新以及社会资金关注创新。

“果农型”投资人

有人说，如果把金融产品比作水果的话，证券投资基金是贩卖水果的商贩，私募股权基金就是果农。他们从种下果树开始培育，一直到果子成熟，也就是上市、被收购。果子培育得越好，价格就卖得越高。因而，私募股权基金是从企业的长期经营和稳定增长中获利。

2010年，被称为中国移动互联的元年，早有前瞻的创投基金们开始撒网捕捉一匹快速成长的独角兽。经纬中国投资了陌陌，回报超

2017年国内一级市场融到10亿元以上投资时间分布情况



过20倍；徐小平投资了聚美优品，回报达数千倍；智能手机显然是移动互联的终端、入口，小米则是因抓住风口成为独角兽，其背后就有晨兴资本和IDG资本的身影。

既然是“果农型”的股权投资，私募股权基金就要经历很长的培育期。私募股权基金在金融市场上是著名的长期投资者。就像果子在不同发育时期有不同的培育措施一样。不同的企业、在不同的阶段，私募股权基金提供的帮助都不尽相同。

对于初创企业，最重要的当然是资金。以滴滴为例，在B轮和C轮融资中，腾讯旗下的股权投资基金投入了4500万元，后来又联合其他金主猛砸7亿元，给滴滴准备了充足的弹药粮草，最终滴滴赢得了与快的、优步的大战。

当企业步入快车道，资金问题也基本解决，技术也是投资人带来的阳光雨露。滴滴当时由于短期内用户大增，服务器跟不上，腾讯就安排滴滴把整个系统搬到了腾讯云上，大幅提高了滴滴的效率。

以管窥豹。私募股权基金对创新型企业提供的长期和多侧面的支持，也恰恰履行了其服

务实体经济的使命。

根据证券基金业协会的统计，截至2018年6月底，私募基金已经累计投向国内股权投资项目8.99万个，累计形成股权类资本金规模4.97万亿元，可谓功不可没。

众所周知，创新创业本就是高风险项目，据估计成功率通常不会高于1%，也就是不止“九死一生”，更是“百里挑一”。用赛富亚洲投资基金首席合伙人阎焱的话说，“因为企业的成功是要在很多事情的链条上，在一个非常漫长的时间里不断做出正确的决定。而企业的失败可能只要在一个时间做出一个错误的决策就能造成”。

因而投资于创新创业项目必定是高风险、低成功率的，但私募股权基金担负起了支持双创的职责，并且在多种资本的竞逐中胜出。与关注市场股价等短期利益的投资者相比，私募基金通常有5~7年的封闭期，一般情况下投资人不能中途撤资，所以能够给予企业相当长时间内比较稳定的资金来源，帮助后者成长。

当然，资本终归是逐利的，但私募股权基金无疑是其中很有耐心的种类，而成功的企业



> 数据来源：鲸准数据

往往能通过 IPO 或并购带给基金成百上千倍的收益。之所以能“守得云开见月明”，又与资金来源密切相关。

随着多年的和平与发展，资金富余时代到来，越来越多的资金需要专业人士打理，市场上像养老金、保险金、捐赠基金这样的大规模资金都在寻找长期、稳定、安全的投资渠道。收益高，但是投资周期长的私募股权基金，自然就成为了这些大资金的最优选项。

此外，近几年兴起的母基金也成为私募股权基金的有力投资者。与国际经验类似，在私募基金发展到一定阶段时，母基金就会集中出现，并进一步提升行业专业化分工水平。通过帮助投资者一次购买“一篮子基金”的基金，由专业人士二次精选，凭借市场化运作，有效降低了母基金的非系统风险。

宜信公司创始人唐宁分析，母基金对应的是中国广大的个人高净值、超高净值人群，这一人群通常是过去几十年改革开放中传统经济的赢家，他们或是制造业企业的创始人，或是是房地产行业的弄潮儿。在取得成就、累积财富的同时，他们往往也有诉求：一是让自己的

与国际经验类似，在私募基金发展到一定阶段时，母基金就会集中出现，并进一步提升行业专业化分工水平。

企业在新时代实现数字化转型及重塑，利用科技让自己所在的行业和企业再度焕发青春；二是通过投资的方式拥抱新经济，他们知道新经济已经到来，下一波的财富创造呼之欲出，但很可能出现在与自己无关的行业，所以意图以投资的形式参与进去，同时有机会把自己在市场、管理、人脉等方面的经验和优势发挥出来；三是实现家族财富的代际传承，不仅是财富本身，也要把不断进取的价值观传递给下一代。母基金正是满足他们诉求的合适桥梁。

寒冬只是过滤器

凭借基于庞大人口形成的市场规模，以及智能手机、移动支付的普及，价值模式创新、技术创新的层出不穷，互联网相关行业的创业企业一度深受私募股权基金的青睐。

从团购、外卖领域的“千团大战”，到出行领域专车、快车、共享单车的“烧钱模式”，各大私募投资机构酣战其中。

然而，正如创新工场联合创始人汪华说的那样，泡沫和寒冬一起组成创业和投资市场的完整逻辑。

热潮之后，2016年迎来了“资本寒冬”。

“资本寒冬”的说法来自美国，由于不少美国风险投资公司选择增加现金储备、谨慎投向新的创业公司，所以有人表示，“每个人都在等待冬天的来临，然后开始漫长的过冬”。

从周期的角度看，泡沫期是巨大的创业实验期，乐观的资本进入市场，带来了三大作用：第一，泡沫帮助创业者探索尽可能多的商业方向；第二，泡沫教育了市场，培养了消费者类似叫外卖、骑共享单车的新习惯；第三，泡沫也帮助搭建了产业基础设施、培养了大量熟练人手。

绚丽至极，难免归于平淡。泡沫的实验过后，寒冬也必然发挥过滤器的作用，把不可行

的产品和商业模式全部过滤掉，投资人对企业的判断标准也就相应改变了。不花钱补贴，企业还能自然增长吗？能做到领域里的老大吗？说白了，这个时期，只有找到真正商业模式的，才能“剩者为王”。

这也完美应和了互联网企业中起跑、自由竞争、市场清理及垄断的四大竞争阶段。商业的本质是赚钱而不是竞争——对于投资人来说，尤其如此。

看清创业市场的周期，转身回望当今的私募股权基金市场，则不难总结出如下几个特点。

一是资本集中化趋势渐显。体现在平均融资额度上升、资本向后期轮次聚集及行业与项目的集中化。类似电商平台、O2O、共享经济领域的马太效应明显，垄断价值持续提升，留给行业其他竞争者的时间窗口进一步缩小。

二是资本开始转向。新的领域正在不断涌现。人工智能、消费生活、机器人、教育及汽车交通五大领域投资热度持续上升，投资人日益理性、务实，早些年资本集中在一些概念领域的现象应该很难重演，随着商业模式创新完结，科技创业将成为下一阶段主要特征。

三是巨头扩张迅猛。无论是IDG、红杉、

真格等头部机构，还是BAT旗下的股权投资基金，各大巨头都在完成基础性连接以后，凭借资本和流量不断进行横向和纵向的扩张，跑马圈地，进一步巩固城池。

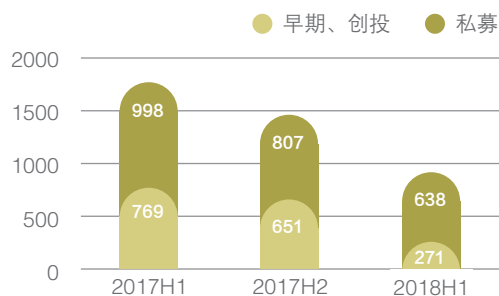
然而，对于私募股权资金自身来说，同样存在困局。

在募资方面，行业普遍出现募资受阻的情况，中小机构及新机构相对更为困难。据36氪发布的《2018中国创投白皮书》统计，2018年以来，资金募集增速已逐渐放缓，私募基金数量和基金规模比2017年大幅下降，降幅分别为59.51%和43.2%。分析起来，流动性紧缩、市场回归理性、项目估值过高导致推出渠道受阻都属可能的原因。

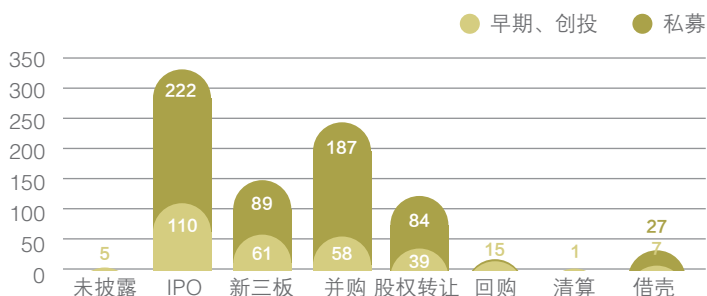
在投资方面，虽然募资端的资金涌入速度变慢，但“资本撼动”的影子还没有完全波及投资端，但这种滞后并不能阻断传导，晚一些可能会出现投资大幅减速的情况。

在退出方面，渠道一定程度受阻。目前的主要方式依然是IPO上市，其次是并购及新三板。一些独角兽企业争相在美股、港股上市退出，但这主要集中在头部项目，仍然还有很多中早期企业由于此前估值过高，无法开展下一轮融资

2017年1月~2018年6月退出事件数量

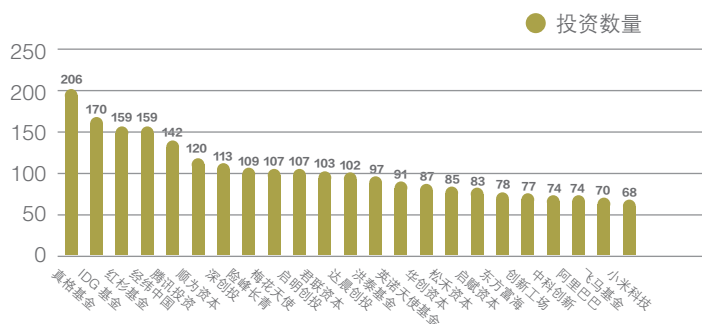


2018年上半年项目退出方式分布

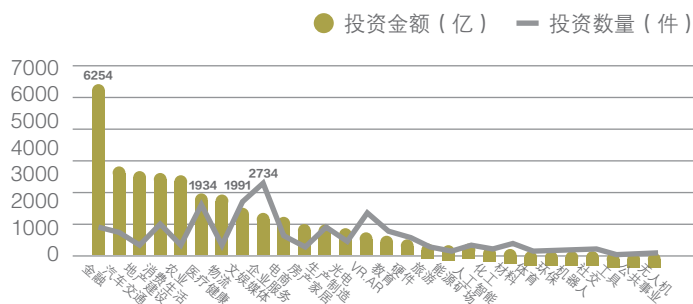


> 数据来源：鲸准数据

2017年1月~2018年6月头部机构投资事件数量



各行业投资事件数量和投资金额分布



> 数据来源：36氪

资或者顺利退出。

但是，在一向贯穿“恐惧”与“贪婪”辩证思维的资本市场，私募股权基金的前景依然看好。中国的市场规模、大众对于新事物的接受热情都为创新创业奠定了雄厚基础。在新时代背景下，金融、产业和互联网三者互为工具，互相加持，目标都是为了实现价值的最大化，无疑更加值得期待。

就在不久前，私募圈还有过一段插曲。有说法称，有限合伙基金须按照个体工商户的标准征收累进税，最高税率为35%，而此前仅为20%；且基金过去历年的税收也需按新标准追缴，数额高的可达数亿元。“创投基金税负暴增七成，部分基金补税数亿元，行业迎来至暗时刻”一时疯传。

政府相机决策。2018年9月6日，国务院常务会议指出：“为促进创业创新，会议决定，保持地方已实施的创投基金税收支持政策稳定。”此外，“由有关部门结合修订个人所得税法实施条例，按照不溯及既往、确保总体税负不增的原则，抓紧完善进一步支持创投基金

在一向贯穿“恐惧”与“贪婪”辩证思维的资本市场，私募股权基金的前景依然看好。

发展的税收政策。”

自此，尘埃落定。

当然，尽管私募股权基金因其资金来源等方面的特殊性，具有“少监管、高激励”的特点，但仍需适度监管与有效自律。洪磊会长指出的要点包括，完善信用公示、信用管理，完善登记备案的须知，明确登记备案的关注要点、优化登记备案的流程、提高信息的透明度，切实配合国家有关部门优惠政策和监管的要求，做好创业投资基金登记备案和标准认定工作，为创业投资提供更加便利的服务，以及严格自律执纪等，都是今后一阶段敦促私募基金从业者执行审慎、忠实、专业的信义义务的保障。

畅想十年后的创投基金将会是什么样时，80后的创投基金管理人吴海燕有非常明确的愿景——“发现和帮助伟大的创业者”。

这一点相信会被投资人永远秉持，同时也决定了一家机构最终会长成什么样子。

可以说，这也是中国式私募股权基金的缩影和未来。☒

(本文由本刊访谈主笔马力、本刊记者苏慧婷执笔)