

2017

中国私募股权及并购投资基金行业发展报告



中国证券投资基金业协会
私募股权及并购投资基金专业委员会



目·录

前 言	1
摘 要	2
第一章 私募股权及并购投资基金发展历程	5
1.1 概念及特征	5
1.2 国外私募股权及并购投资基金的发展与趋势	6
1.2.1 私募股权及并购投资基金的起源与发展	6
1.2.2 全球私募股权及并购投资基金发展趋势	7
1.3 我国私募股权及并购投资基金的发展历程	11
1.3.1 探索与起步阶段（1985-2004）	11
1.3.2 快速发展阶段（2005-2012）	12
1.3.3 统一监管下的规范化发展阶段（2013 至今）	12
第二章 2017 年私募股权及并购投资基金发展外部环境	14
2.1 经济金融环境分析	14
2.1.1 宏观经济分析	14
2.1.2 金融市场分析	15
2.1.3 全球经济分析	15
2.2 政策环境分析	16
2.2.1 行业监管与规范政策	16
2.2.2 行业扶持与引导政策	18
第三章 2017 年国内私募股权及并购投资基金行业发展情况	22
3.1 管理人与从业人员情况	22
3.1.1 管理人规模与数量	22
3.1.2 管理人组织形式	23
3.1.3 管理人资本投入	24
3.1.4 单个机构管理规模	25
3.1.5 从业人员情况	26
3.1.6 地域分布	27
3.1.7 控股主体与关联机构	29
3.2 募资情况	31
3.2.1 基金备案总量增速	31
3.2.2 新备案基金规模分布	32
3.2.3 新备案基金出资人结构	33
3.3 投资情况	34
3.3.1 投资总量增速	34
3.3.2 投资行业分布	36
3.3.3 投资地域分布	39
3.3.4 投资阶段、投资期限和被投企业阶段分布	42



目·录

3.4 投后管理情况	43
3.4.1 参与企业治理的制度安排	43
3.4.2 投后风险的管理	44
3.4.3 提供的增值服务	46
3.5 投资退出情况	47
3.5.1 基金退出的年度比较	47
3.5.2 退出方式分布	48
3.5.3 退出地域分布	49
3.5.4 投资期限情况	51
第四章 2017 年私募股权及并购投资基金行业发展特征	52
4.1 行业发展阶段性特征	52
4.1.1 规模达到新高度	52
4.1.2 地区差异明显，集中于少数省市	52
4.1.3 基金规模普遍较小，有实力的大机构数量较少	53
4.1.4 已成为新兴中小型企业融资的重要途径	53
4.1.5 助力创新发展方面成效显著	53
4.1.6 并购基金在整合金融资本和产业资源中发挥重要作用	54
4.2 存在问题	54
4.2.1 法律法规监管体系尚不完备	54
4.2.2 管理的专业化程度有待进一步提高	55
4.2.3 退出渠道不够畅通	55
4.2.4 投资创新项目的激励机制和制度环境有待进一步完善	55
4.2.5 外部环境的不确定性对行业发展的影响逐步显现	56
第五章 私募股权及并购投资基金发展趋势	57
5.1 政策发展趋势	57
5.1.1 法律法规监管体系正在加快完善	57
5.1.2 资本市场的市场化建设稳步推进	58
5.1.3 政府在行业发展中的参与力度逐渐加强	58
5.1.4 有利于投资创新项目的制度环境正在不断优化	59
5.2 市场发展趋势	60
5.2.1 新兴行业逐渐成为投资主流	60
5.2.2 “二八”效应不断强化	60
5.2.3 并购逐渐成为重要的投资方式和退出渠道	61
附录 1 私募股权及并购投资基金行业大事记	62
附录 2 私募股权及并购投资基金行业发展报告调查问卷	66
后记	71

图表目录

图 1-1 全球私募股权投资基金募集情况年度比较	8
图 1-2 2017 年全球私募股权投资基金募集情况地域分布	8
图 1-3 全球私募股权投资基金投资事件及金额年度比较	9
图 1-4 2017 年全球私募股权投资基金投资地域分布（按投资事件数量）	10
图 1-5 2017 年全球私募股权投资基金投资行业分布（按投资事件数量）	10
图 1-6 全球私募股权投资基金退出情况年度比较	11
图 3-1 私募股权投资基金管理人管理规模（数量 / 家）年度比较	22
图 3-2 私募股权投资管理人管理基金管理规模（金额 / 亿元）年度比较	23
图 3-3 2017 年私募股权投资基金管理人组织形式分布（按数量划分）	23
图 3-4 2017 年私募股权投资基金管理人资本投入分布	24
图 3-5 2017 年私募股权投资基金管理人实缴资本比例分布（按数量划分）	24
图 3-6 2017 年私募股权投资基金管理人管理规模分布	25
图 3-7 2017 年私募股权投资基金管理人管理基金数量分布	25
图 3-8 2017 年私募股权投资基金管理人工数量分布	26
图 3-9 2017 年私募股权投资基金管理人高管最高学历分布	27
图 3-10 2017 年私募股权投资基金管理人高管年龄分布	27
图 3-11 2017 年私募股权投资基金管理人办公地点分布（按机构数量划分）	28
图 3-12 2017 年私募股权投资基金管理人办公地点分布（按管理金额划分，亿元）	29
图 3-13 2017 年私募股权投资基金管理人控股主体分布	30
图 3-14 2017 年私募股权投资基金管理人中外性质分布	30
图 3-15 私募股权投资基金新备案基金数量年度比较	31
图 3-16 2017 年私募股权投资基金新备案基金规模分布（数量）	32
图 3-17 2017 年私募股权投资基金新备案基金规模分布（比例）	32
图 3-18 2017 年私募股权投资基金备案基金出资人结构（按出资比例划分）	33
图 3-19 2017 年并购基金新备案基金出资人结构（按出资比例划分）	34
图 3-20 私募股权投资基金投资总量年度比较	35
图 3-21 并购基金投资总量年度比较	35
图 3-22 私募股权投资基金投资行业分布（按数量划分）	36
图 3-23 私募股权投资基金投资行业分布（按金额划分）	37
图 3-24 并购基金投资行业分布（按数量划分）	38



图表目录

图 3-25 并购基金投资行业分布（按金额划分）	38
图 3-26 私募股权投资基金投资地域分布（按数量划分）	39
图 3-27 私募股权投资基金投资地域分布（按金额划分，亿元）	40
图 3-28 并购基金投资地域分布（按数量划分）	41
图 3-29 并购基金投资地域分布（按金额划分，亿元）	41
图 3-30 私募股权投资基金被投资企业阶段	42
图 3-31 私募股权投资基金平均投资期限	43
图 3-32 2017 年私募股权投资基金已投资项目合约的股权制度设置	44
图 3-33 私募股权投资基金对被投企业的监督方式	45
图 3-34 2017 年私募股权投资基金已投资项目合约的风险管理制度设置	46
图 3-35 私募股权投资基金对被投企业的投后支持方式	47
图 3-36 私募股权投资基金退出情况年度比较	48
图 3-37 私募股权投资基金退出方式分布（按退出次数划分）	48
图 3-38 私募股权投资基金退出方式分布（按实际退出金额划分，亿元）	49
图 3-39 私募股权投资基金退出的省份（按退出项目数量划分）	50
图 3-40 私募股权投资基金退出的省份（按实际退出金额划分，亿元）	50
图 3-41 私募股权投资基金投资期限	51
表 1-1 私募股权投资基金的基本特征	5
表 1-2 并购基金的基本特征	6



前言

私募股权投资基金作为典型的直接投融资工具，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。其中，并购基金更侧重于通过投资于价值被低估的企业股权，获取被投资企业的控制权，进而对被投企业进行重整，以此提升被投企业的价值而实现投资收益。在国外，股权投资自二战后开始基金化运作；在我国，私募股权投资基金自20世纪80年代中期起步，经过30多年的探索与发展，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。私募股权投资基金的运作模式和发展方式与创新驱动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。

为了发挥行业组织的资源和平台优势，进一步摸清私募股权及并购投资基金发展的现状、阶段性特点和发展趋势，中国证券投资基金业协会（简称协会）私募股权及并购投资基金专业委员会组织力量，¹第一次尝试性编撰形成了《中国私募股权及并购投资基金行业发展报告（2017）》（简称“报告”）。

报告在研究文献、分析数据及征求部分业内专家意见的基础上，系统地对私募股权及并购投资基金在我国的发展情况进行了梳理总结；其中，部分数据来源于中国证券投资基金业协会资产管理信息综合报送平台（AMBERS 系统）中管理人填报的登记备案和季度运行表填报数据；除2017年基金管理人相关数据，报告统计口径为包括并购基金在内的私募股权投资基金（不含创业投资基金）。²此外，课题组还向私募股权投资基金管理人定向投放并收回了1499份有效问卷，形成了对协会系统数据的有益补充。在进行全球对比分析时，报告采用了国际较为权威数据库的数据。

1 本报告除非特别说明，协会作为简称，特指中国证券投资基金业协会。

2 由于管理人登记数据口径调整，报告中2017年管理人层面的数据为私募股权投资基金管理人与创业投资基金管理人合并计算所得。其余年份仅为私募股权投资基金管理人。涉及统计口径变化时，报告将做具体说明。



摘要

本报告的主要内容如下：

（一）私募股权及并购投资基金发展历程

私募股权投资基金是一类投资于非公开发行和交易的股权，通过上市和收购等方式退出并获得回报的投资基金。并购基金是私募股权投资基金的一种，专注于股权收购，在资源整合后寻求溢价退出。

全球范围内，私募股权投资基金发源于20世纪40年代的美国。20世纪70年代，以KKR为代表的并购基金诞生。在经历了从繁荣到萧条的周期后，20世纪末期，股市的回暖以及创业热潮的兴起使私募股权投资基金行业再次蓬勃发展。我国私募股权投资基金行业的发展最早可追溯至1985年成立的中国新技术创业投资公司，随后经历了探索与起步阶段（1985-2004）、快速发展阶段（2005-2012）和统一监管下的规范化发展阶段（2013至今），并购基金的发展基本与此同步。

（二）2017年私募股权及并购投资基金发展外部环境分析

外部环境分为经济金融环境和政策环境两个方面。经济金融环境：第一，我国经济目前正处在产业结构升级和经济增长模式战略转型的关键阶段，这给私募股权投资基金以及并购基金带来了诸多发展机遇。第二，2017年国内金融市场总体稳定，为行业发展提供了稳定的金融环境，但货币市场利率上行、债券市场信用风险增加等因素也给行业发展带来阻力。第三，全球经济方面，汇率波动、国际资金回流美元资产、贸易保护主义抬头等因素给行业发展前景带来较多不确定性。

政策环境：首先是金融监管趋严，表现在IPO和并购重组审核愈发严格，以及《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（证监会公告〔2017〕9号）、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（简称“资管新规”）等规范性文件的出台。其次，政府继续推动行业的扶持和引导政策，多层级的政府引导基金纷纷设立，政府对私募股权投资基金以及并购基金的扶持政策进一步落地。

（三）2017年国内私募股权及并购投资基金行业发展情况

在管理人层面，¹2014-2017年，私募股权投资基金管理人的规模稳步增长。管理人

¹ 因协会登记备案数据统计口径调整，本段内容中私募股权投资基金包含创业投资基金。



组织形式多为有限责任公司形式，其次是有限合伙企业形式。在资本投入和管理规模分布方面，私募股权投资基金管理人注册资本、实缴资本多分布于1000至5000万元档，50%的管理人规模多为5亿元以下。私募股权投资基金管理人的员工人数普遍较少，超过90%的基金管理人工数量为20人以下。在地域分布上，私募股权投资基金管理人全国的办公地点多集中于北京、广东、上海等地。

基金募集方面，2017年私募股权投资基金总体的新备案基金数量增速放缓，但其中并购基金增长迅速，占到了新备案私募股权投资基金数量的18%。2017年新备案基金主要集中于小规模基金，募集规模主要集中于0.5亿元规模以下，其中新备案并购基金的规模分布较为分散、募资规模相对更高。在出资人结构方面，2017年境内法人机构是出资比例最高的出资人类型。

投资方面，自2014年起，私募股权投资基金投资总量快速增长，2017年增速有所放缓。目前主要投向为未来5至10年内高速成长行业，如互联网、医疗、半导体行业等。截至2017年末，北京、上海和广东等地是私募股权投资基金投资最多的几个地域。在投资阶段和期限方面，80%的私募股权投资基金主要投资于起步期和扩张期的企业。并购基金投资的行业分布、地域分布整体情况类似，但海外投资的比例相对较高。

投后管理方面，问卷调查结果显示，反稀释条款是2017年全年在投资合约中最常见的股权制度安排，查阅财务报告和实地调研检查是对被投资企业最常采用的前两项监督方式。增值服务方面，最常见的两种投后支持方式为提供管理经验与人员，以及协助进行并购。

退出方面，从2014年开始，私募股权投资基金退出项目的数量、金额逐年快速上升，2017年累计退出项目的数量已达到2014年累计值的8倍、退出金额的累计值则是2014年的5倍。私募股权投资基金最常采取的退出方式为协议转让。从投资期限来看，截至2017年末，退出项目的平均投资期限为3.13年。

（四）2017 年私募股权及并购投资基金行业特征及问题

2017年，行业发展呈现出以下特征：一是私募股权投资基金行业的规模达到新高度；二是地区差异明显，募资、投资和退出均集中于少数省市；三是基金规模普遍较小，有实力的大机构数量较少；四是私募股权投资已成为中小型企业融资的重要途径；五是行业在助力创新发展方面成效显著，截至到2017年末，超过20%的资金投向了计算机应用、医疗、半导体等创新行业；六是并购基金在产业整合中发挥了重要作用。

当前行业发展存在的问题包括：一是行业监管法律法规体系尚不完备，针对于私募股权投资基金的法律规制有待进一步细化；二是行业机构管理的专业化程度有待提



高；三是投资退出渠道整体上看不够丰富；四是投资创新的激励机制和制度环境有待进一步完善；五是外部环境的不确定性对行业的发展产生了一定的不利影响。

（五）私募股权及并购投资基金行业发展趋势

政策发展趋势：一是法律监管体系正不断完善；二是资本市场的市场化建设稳步推进；三是政府在行业发展中的参与力度逐渐加强，政府将继续以设立政府引导基金的方式参与到行业发展中；四是支持私募股权及并购基金投资创新项目的制度环境将不断优化，政府正努力推动完善知识产权保护机制和人才流动激励机制等。

市场发展趋势：一是新兴行业将逐渐成为投资主流，未来投资热点主要集中于医疗健康、信息技术和绿色环保等领域；二是私募股权投资基金行业内强者恒强的现象会更加明显；三是随着上市公司并购重组分道审核、新三板引入做市商制度并扩容等政策环境的变化，并购将逐渐成为重要的投资方式和私募股权投资基金的退出渠道。



第一章 私募股权及并购投资基金发展历程

1.1 概念及特征

2017年9月中国证券投资基金业协会出版的《股权投资基金》对私募股权投资基金概念进行了解释。私募股权投资基金，即私募类私人股权投资基金，指以非公开方式募集资金、主要投资于“私人股权”的投资基金。此处“私人股权”即非公开发行和交易的股权，包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股、可转换为普通股的优先股和可转换债券等。

私募股权投资基金一般具有以下特征：

表1-1 私募股权投资基金的基本特征

基本特征	内容
非公开方式募集资金	相较于其他投资产品，私募股权投资基金投资风险较高，因此为规避风险，其采用非公开方式募资，募资来源为风险承受能力较强、具有长期资金来源的机构和个人。
投资期限长，流动性较差	私募股权投资基金主要投资于未上市企业股权或上市企业的非公开交易股权，通常需要3-7年、甚至更长时间才能完成投资的全部流程从而实现退出。此外，私募股权投资基金的基金份额流动性较差，在基金清算前，基金份额的转让或投资者的退出都具有一定难度。
投资后管理投入资源较多	私募股权投资基金管理人通常在投资后管理阶段投入大量资源，一方面，为被投资企业提供各种商业资源和管理支持，帮助被投资企业更好的发展；另一方面，通过参加被投资企业股东会、董事会等形式，对被投资企业进行有效监控，以应对被投资企业的信息不对称和企业管理层的道德风险。
专业性较强	私募股权投资基金的投资决策与管理涉及企业管理、资本市场、财务、行业、法律等多个方面，对专业性要求较高，需要更多的投资经验积累、团队培育和建设，体现出较明显的智力密集型特征。
收益波动性较高	在整个金融资产类别中，私募股权投资基金属于高风险、高期望收益的资产类别，高风险主要体现为投资项目的收益呈现出较大的不确定性；高期望收益主要体现为在正常的市场环境中其能为投资者实现的投资回报率总体上处于一个较高的水平。

资料来源：《股权投资基金》，中国证券投资基金业协会，2017



并购基金是私募股权投资基金中的一种,《股权投资基金》中将并购基金定义为“主要对企业进行财务性并购投资的股权投资基金”。其通常的运行模式是以股权收购的方式参与或取得目标企业的控制权,然后通过重组、资产置换等方式来提升企业的资产质量和营运水平,在持有一段时期后通过目标企业上市、被并购等方式取得并购的收益。

并购基金具有以下基本特征:

表1-2 并购基金的基本特征

基本特征	内容
非公开方式募集资金	并购基金投资风险较高,在资金募集上,主要通过非公开方式面向具有风险承受能力的少数机构投资者或个人募集。
投资于成熟期企业,目的是获得控制权	并购基金主要投资于已形成一定规模和产生稳定现金流的非上市公司的股权,目的是获得企业的控制权,然后对企业进行重组改造,持有一段时间内通过退出获得收益。
积极的投后管理	并购基金的管理人会进行积极的投后管理,目的是使目标企业升值,从而在退出的时候获得更多收益。
收益不确定性较高	并购基金主导或参与目标企业的整合后,一旦目标企业获得价值提升,将为并购基金带来较高的投资收益,但企业整合需要一定的时间,未来是否能够改造成功的不确定性较高。

资料来源:《股权投资基金》,中国证券投资基金业协会,2017

目前并购基金主要分为控股型并购基金和参股型并购基金两种形式,控股型并购基金是国际并购基金的主流模式,其强调获得目标企业的控制权,进而主导企业的运营、整合和重组,以最大限度提高资金使用效率并使收益最大化。而参股型并购基金不以取得企业控制权为目标,通常以提供债权和股权融资的方式,协助其他主导并购方完成对目标企业的整合重组。

1.2 国外私募股权及并购投资基金的发展与趋势

1.2.1 私募股权及并购投资基金的起源与发展

私募股权投资基金起源于二十世纪四十年代的美国,最早是一些高净值的个人与家族为获取高额投资回报而向一些初创公司提供资金支持。1946年,美国的高净值个人与机构联合建立了波士顿美国研究发展公司(ARD),从而出现了历史上第一支私募



股权投资基金。

自波士顿美国发展公司成立后，私募股权投资基金逐渐发展起来。到了二十世纪七十年代，由于资本收益税率的提高（从29%到49.5%）以及经济危机的发生，市场上IPO等退出方式逐渐减少，从而导致私募股权投资基金的投资回报骤降，私募股权投资基金行业进入低迷期。

并购基金也诞生于这一阶段。1976年，贝尔斯登的三名投资银行家成立了专注于并购投资业务的KKR公司。从20世纪70年代末80年代初开始，随着垃圾债券的兴起和众多重量级投资银行的加盟合作，以KKR为代表的并购基金开始崭露头角并成为市场的新生力量，并购基金的规模也越来越大。

二十世纪八十年代初期，得益于美国政府一系列措施的出台（如资本收益率降至20%，中小企业投资公司必须在美国证监会注册的规定被取消等），私募股权投资基金的募资能力得以恢复，相关的股权投资活动也开始活跃起来，著名私募股权投资机构红杉资本、KPCB等机构的投资业务也在当时得到快速扩张。然而，随着1987年美国股市危机的到来，IPO企业数量再次锐减，使得私募股权投资活动大量减少，行业再次进入萧条状态。

二十世纪末期，随着股市的回暖以及创业热潮的兴起，私募股权投资基金高额的回报又一次引起高净值人群与投资机构的关注，美国的私募股权投资基金行业迎来第三次浪潮，进入蓬勃发展的状态。

1.2.2 全球私募股权及并购投资基金发展趋势

在全球范围内，私募股权投资基金专注于并购投资业务；¹而创业投资、风险投资则专注于投资初创期企业的股权，二者的区分较为明显。因此，本节数据口径为全球私募股权投资基金，不含创业投资基金和风险投资基金，也不再单独区分并购基金。

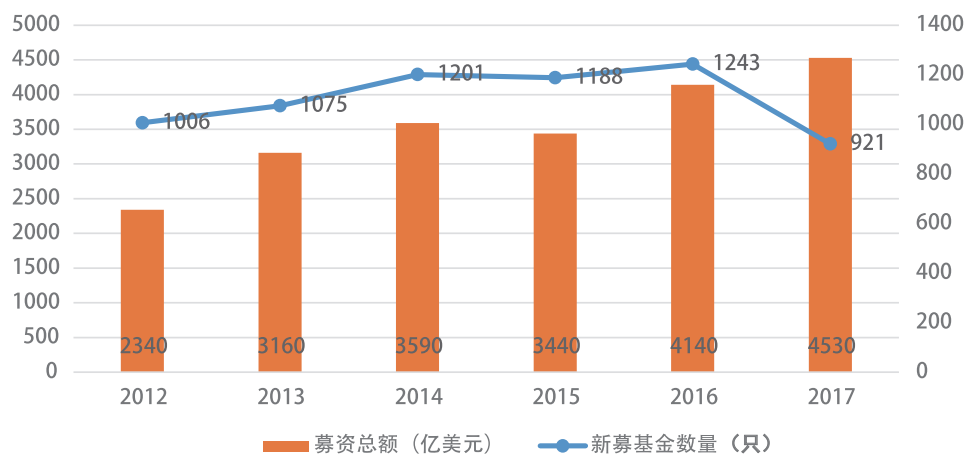
（一）募集情况

图1-1统计了近六年来全球私募股权投资基金的募集情况。从图中可以看出，总体来说，全球私募股权投资基金募集总额呈现逐年增加的态势，2017年达到近六年来最高募资总额4 530亿美元。而从新募基金数量来看，2012-2016年总体呈现稳定增加的趋势，但在2017年，新募基金数量大幅下降，921只的新募基金数量为近六年来最低水平。

¹ 此处的并购投资对应英文中的 *buyout*，即控股型收购，是国外私募股权投资基金最常见的业务类型。本部分中的募资、投资和退出情况均为并购投资的数据。



图1-1 全球私募股权投资基金募集情况年度比较

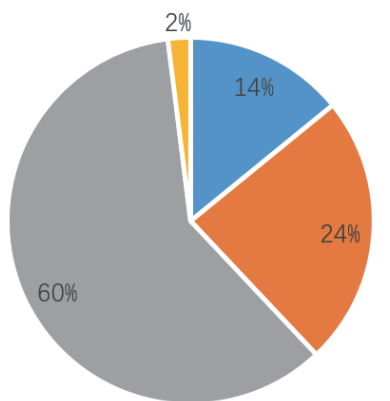


数据来源: Preqin

而从地域分布来看，无论是按照新募基金数量和募资总额，北美地区均为私募股权投资基金募集情况最为活跃的地区，其次为欧洲，亚洲位列第三。

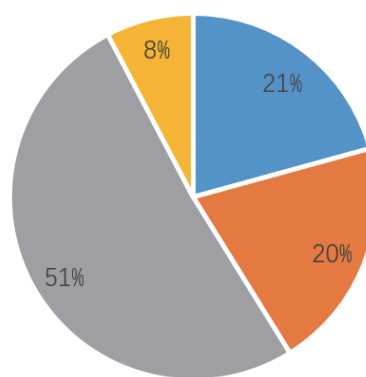
图1-2 2017年全球私募股权投资基金募集情况地域分布

地域分布（按募资总额）



■ 亚洲 ■ 欧洲 ■ 北美 ■ 其余地区

地域分布（按新募基金数量）



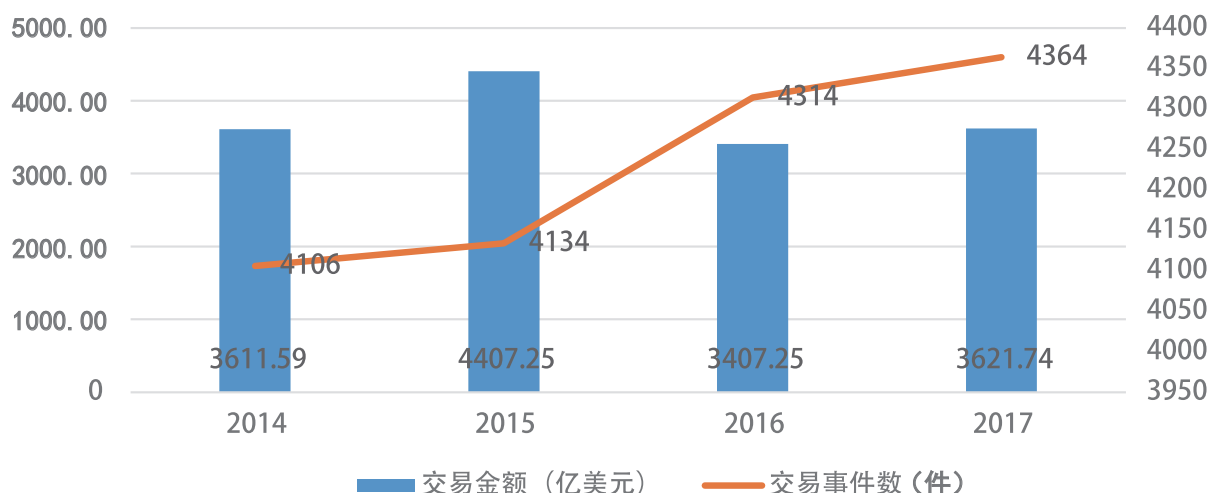
■ 亚洲 ■ 欧洲 ■ 北美 ■ 其余地区

数据来源: Preqin

（二）投资情况

图1-3统计了近四年来全球私募股权投资基金投资事件数和投资金额。从中可以看出，全球私募股权投资基金投资事件数呈现逐年增加的趋势，2017年达到近四年来最大值4 364起。就投资金额而言，2015年私募股权投资基金投资活动最为活跃，投资金额达到近四年来最高4 407.25亿美元，随后两年略有下降，2017年投资金额共计3 621.74亿美元，较之2015年4 407.25亿美元减少了近18%，较之2016年3 407.25亿美元增加了6%。

图1-3全球私募股权投资基金投资事件及金额年度比较



数据来源：Preqin

从地域来看，2017年发生在北美的投资事件最多，占比达67%，其次为欧洲（25%）与亚洲（6%）。虽然近年亚洲地区（尤其是中国）的私募股权投资事件数增长迅速，但并购投资的数量仍较少，因此亚洲地区的占比不高。