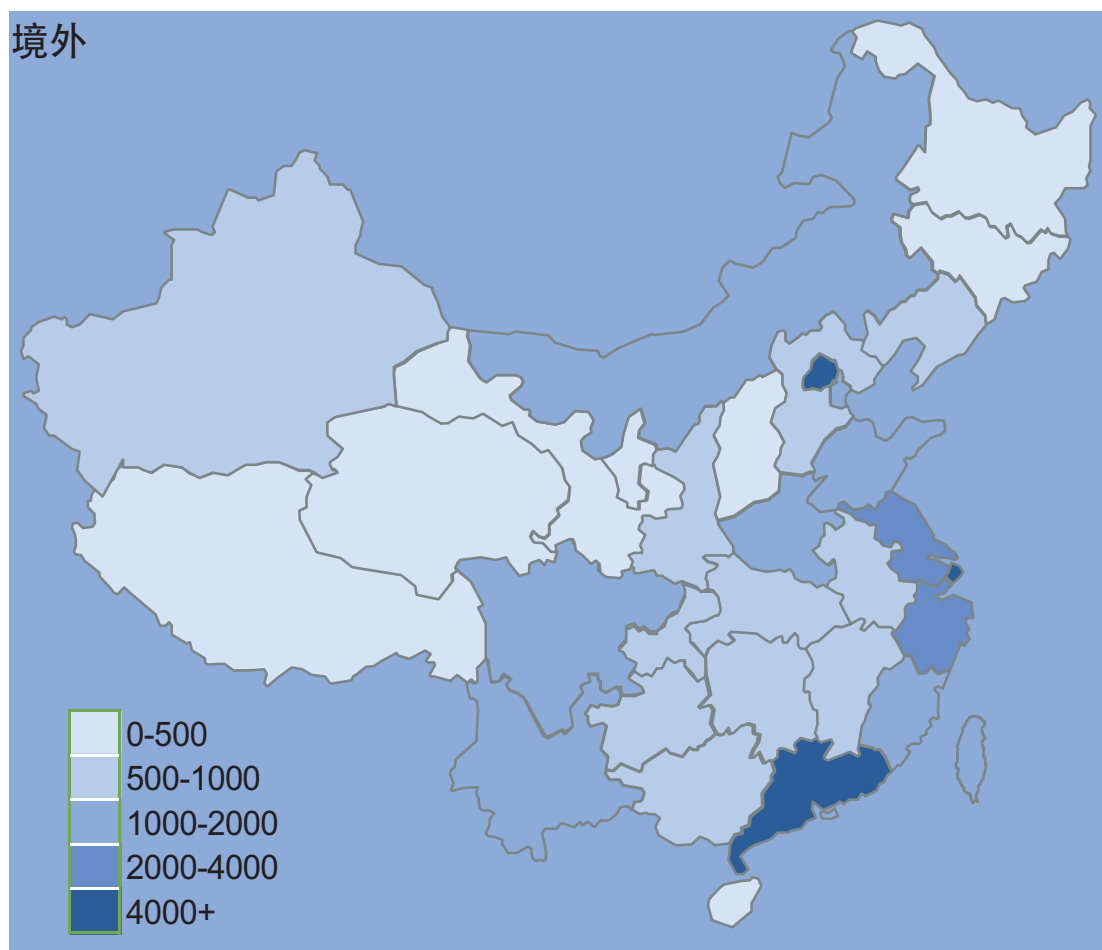


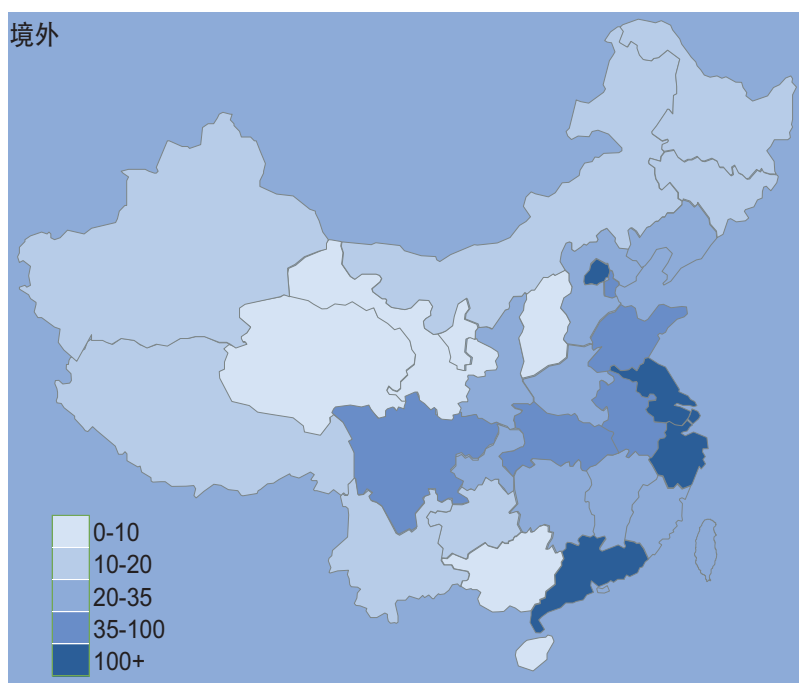
图3-27 私募股权投资基金投资地域分布（按金额划分，亿元）



数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

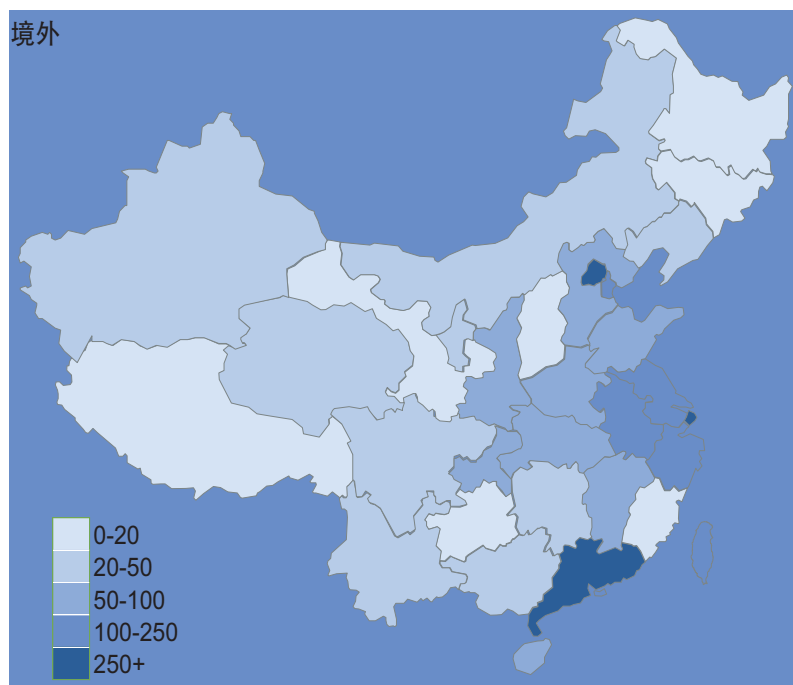
对于并购基金而言，北京、上海和广东也是并购基金投资最多的地域。图3-28、图3-29显示（澳门、台湾的数据未单独标识在图上），与私募股权投资基金整体情况相似，东南沿海地区在按投资数量和按投资金额划分上均为投资重点，而东北、西北则相对薄弱。截至2017年末，私募基金投资数量最多的前三个省（市）依次分别为北京、广东、上海，三地的投资案例数分别为306、278、202个，江苏和浙江紧随其后，分别为126和125个；山西、海南、甘肃投资案例数量最低。从投资金额来看，北上广仍位于前列，累积投资金额均超过290亿元，其中上海的投资金额位列第一；而甘肃、贵州和山西投资金额最低，均未超过5.5亿元。另外，并购基金的境外投资数量与金额在总投资的占比均大于私募股权投资基金境外投资的整体占比，说明截至2017年末，跨境并购呈现出活跃态势。

图3-28 并购基金投资地域分布（按数量划分）



数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

图3-29 并购基金投资地域分布（按金额划分，亿元）



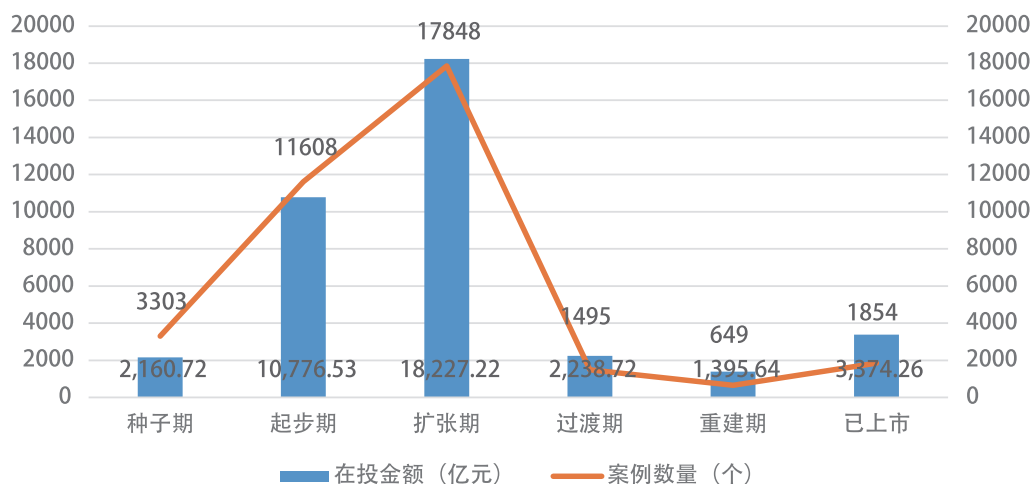
数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据



3.3.4 投资阶段、投资期限和被投资企业阶段分布

私募股权投资基金主要投资于处于早中期的企业，占比超70%，远远超过对其他阶段企业的投资。如图3-30所示，截至2017年末，不论是从投资数量还是从投资金额角度看，私募股权投资基金的被投资企业阶段均为处于起步期和扩张期的企业，投资数量分别为11 608和17 848，占比32%和49%；投资金额分别为10 777亿元和18 227亿元，占比28%和48%。

图3-30 私募股权投资基金被投资企业阶段¹



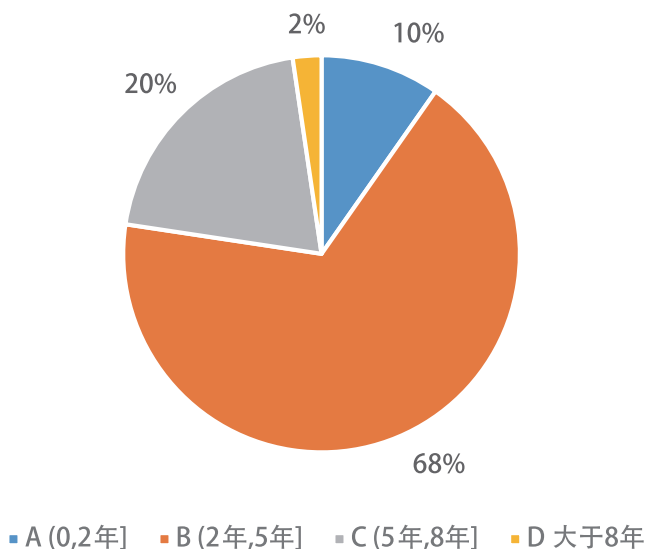
数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

私募股权投资基金多为中长期投资，投资期限一般为2至8年。私募股权投资基金参与被投企业的经营管理，一般选择在被投资企业价值增长达到预期后，以上市、股权转让、并购等方式退出，因此投资期限较长，且根据被投资企业不同的行业背景、政策环境等等而有所不同。如图3-31所示，私募股权投资基金的投资期限主要集中在2至5年区间，这部分占到了总体的68%。其次是投资期限为5到8年的项目，占比为20%。

综合此部分的数据，私募股权投资基金多投资于早中期企业的股权，投资期限较长，发挥了培育企业、提供长期股权资金的作用。

¹ 根据协会统计口径，种子期（Seed Stage）是指产品初创期，创业者仅有独特的创意、技术或团队，急需资金从事产品研发及创建企业的阶段；起步期（Startup Stage）是指产品开发完成尚未大量商品化生产的阶段；扩张期（Expansion Stage）是指产品已被市场肯定，企业为进一步开发产品、扩充设备、量产、存货规划及强化行销力，需要更多资金的阶段；过渡期（Mezzanine Stage）是指企业营收成长，获利开始，并准备上市规划的阶段；重建期（Turnaround Stage）是指企业营运困窘并已陷入亏损的阶段。

图3-31 私募股权投资基金平均投资期限



数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据问卷调查

3.4 投后管理情况

对私募股权投资基金而言，投后管理是整个投资周期中的重要环节，从实施项目投资直到项目退出前都属于投后管理阶段。私募股权投资基金的投后管理包括参与被投企业的运营与治理、对投后风险的测评与控制，还有利用基金自身优势，为被投企业提供多方面的增值服务等。近年来，投后管理越来越受到私募股权投资基金的重视，也成为被投企业选择投资方的重要考核指标之一。以下部分从参与企业治理的制度安排、投后风险的管理，以及提供的增值服务三个方面统计了私募股权投资基金的投后管理情况。此部分数据来源于调研问卷，由于问卷是针对私募股权投资基金管理人发放，并未对产品作区分，因此本节对于并购基金不做单独分析。

3.4.1 参与企业治理的制度安排

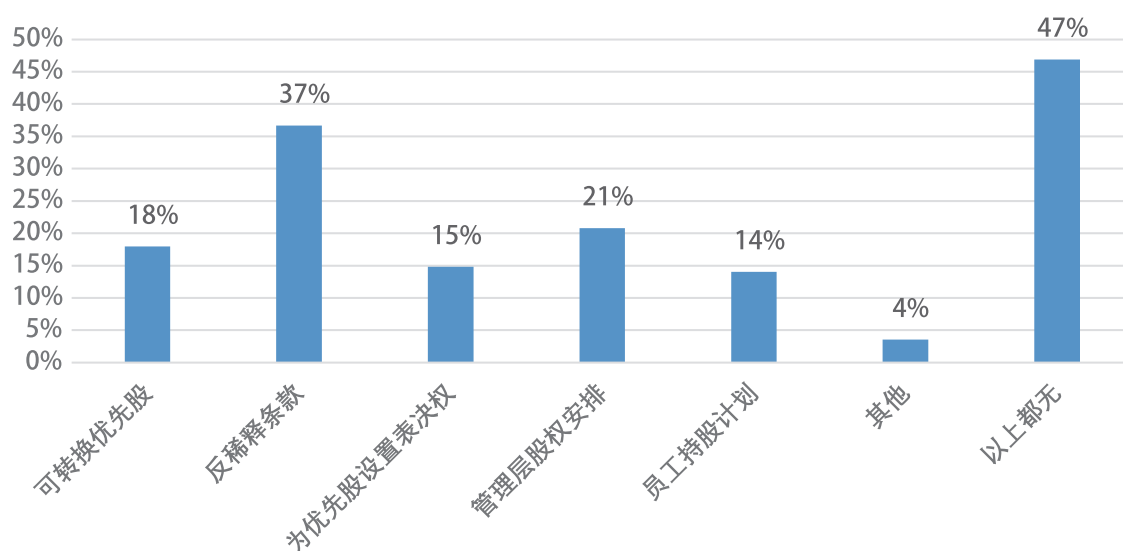
私募股权投资基金参与被投企业的治理，包括与被投企业日常沟通联络、了解企业发展近况，参加企业的董事会、对重大事项做出决议，以及在投资中参与被投企业股权层面的安排。私募股权投资基金在投资合约中对股权层面的制度设置包括设置可转换优先股、反稀释条款、优先股表决权、管理层股权安排、员工持股计划或其他制度。¹

¹ 反稀释条款也称反股权摊薄协议，是指对被投企业进行后续项目融资或者定向增发过程中，私募股权投资基金避免自身所持股份贬值及份额被过分稀释而采取的措施。



从问卷调查结果来看，接近半数的受访私募股权投资基金未在投资合约中设置股权制度上的安排，而反稀释条款则是2017年在投资合约中最为常用的股权层面的制度安排：47%的受访基金未设置对被投资企业股权制度的条款，37%的受访基金在投资合约中设置了反稀释条款，21%的受访基金设置了管理层股权安排制度，18%的受访基金设置了可转换优先股，15%的受访基金在合约中设置了优先股表决权，14%的受访基金设置了员工持股计划，4%的受访基金设置其他的制度安排，见图3-32。

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



数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

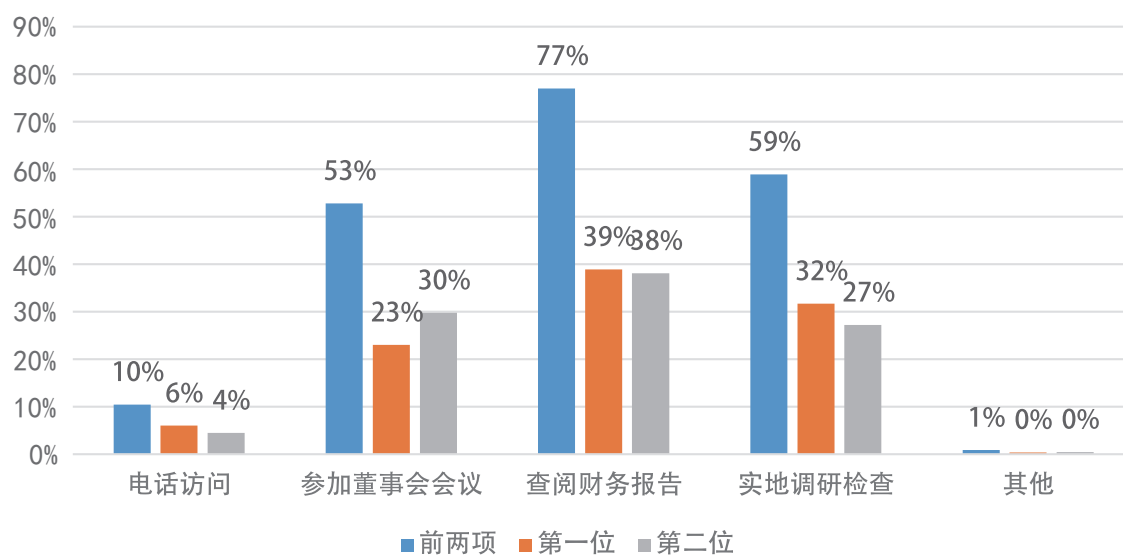
3.4.2 投后风险的管理

私募股权投资基金所面临的投后风险包括与被投资企业意见相左的控制风险、被投企业的道德风险以及合约漏洞所产生的合同风险等。为了应对投后风险，私募股权投资基金需要对被投资企业进行财务监控和信息跟踪，以掌握其运营情况。对被投资企业主要的监督方式包括电话访问、参加董事会会议、查阅财务报告、实地调研检查等等。

根据问卷调查的结果，对被投资企业最常采用的前两项监督方式分别是查阅财务报告和实地调研检查。77%的受访基金采取查阅财务报告的方式监督被投资企业，其中39%的受访基金将其作为最常用的监督手段，38%的受访基金将其作为使用频率第二位的监督手段；59%的受访基金选择实地调研检查作为最常用的两项监督手段之一，其中32%的受访基金将实地调研检查视为最常用的手段，27%的受访基金将这种方式视为使用频率第二位的监督手段。另外，53%的受访基金通过参与董事会会议来实现对被投企业的

监督与管理，10% 的基金通过电话访问实现监管，仅1% 的基金采用其他方式对被投资企业进行有效监督，见图3-33。

图3-33 私募股权投资基金对被投企业的监督方式



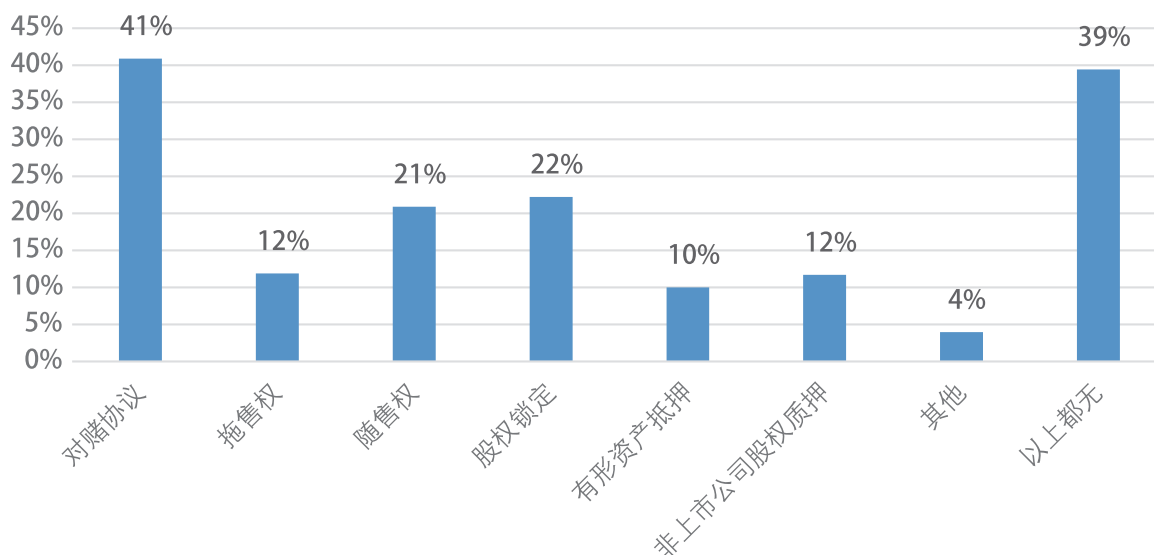
数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

私募股权投资基金同样可以在投资协议中设置条款来保护自己的权益，避免被投资企业经营下滑或发生困境给自己带来损失。被采用的条款包括对赌协议、拖售权、随售权、股权锁定、有形资产抵押、非上市公司股权质押、上市公司股票质押等。¹对问卷调查的结果进行分析，对赌协议是被调研的私募股权投资基金最多使用的条款：41% 的受访基金在2017年全年已投资项目的合约中设置对赌协议，12% 的受访基金在合约中设置拖售权，21% 的受访基金设置随售权，而22% 的受访基金设置股权锁定，10%、12% 和4% 的受访基金分别设置有形资产抵押、非上市公司股权质押以及其他条款，39% 的受访基金则在2017年全年已投资项目的合约中未设置任何以上条款，见图3-34。

¹ 对赌协议是指在投资方与融资方达成融资协议时，对于未来不确定的情况进行一种约定。若约定的条件出现，融资方可以行使一种权利；如果约定的条件不出现，投资方则行使一种权利。拖售权是指如果有第三方向部分股东发出要约，要求收购该部分股东的股权，且这些股东接受要约，则其有权要求其他股东一起按照相同的出售条件和价格向该第三方转让股权。随售权是指权利人（通常是少数股东）有权按照其出资比例参与到其他股东（通常是原始股东）拟出售股权的交易中，以相同价格和条件出售其股权。股权锁定是指在交易完成一定时间内，限制一方或多方不得转让其股权，除非获得其他投资者的事先同意。



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



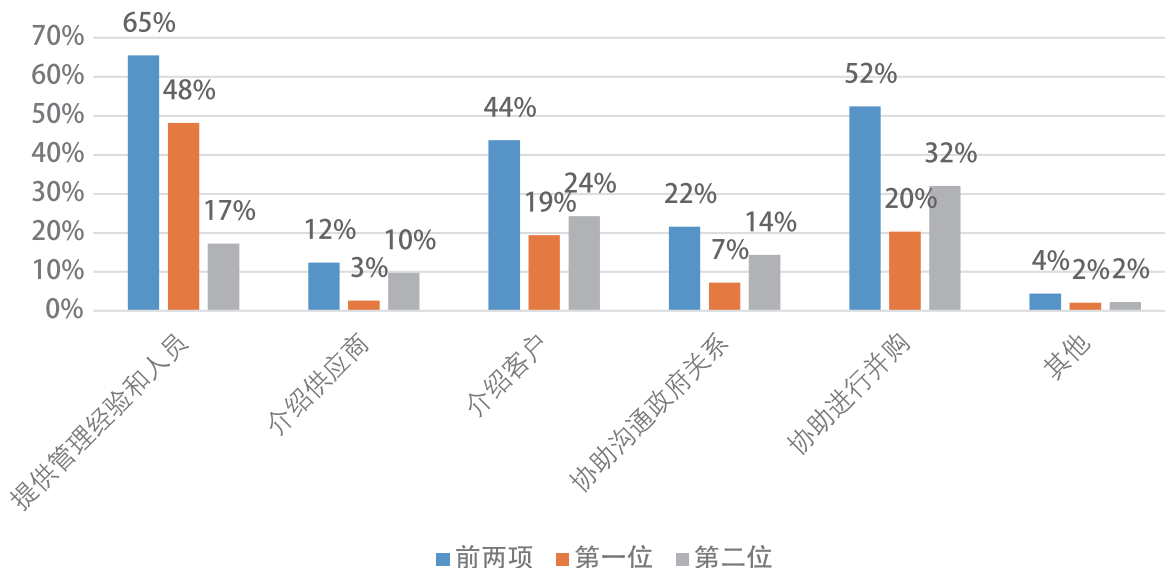
数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查

3.4.3 提供的增值服务

私募股权投资基金的投后管理并不局限于参与企业的运营治理和对投后风险的控制，如何利用基金自身的优势帮助企业增值也是投后管理中的重要环节。随着投资者数量逐渐增加，市场竞争愈发激烈，基金所能提供的增值服务逐渐也成为企业选择投资者的重要因素。此次问卷调查中，基金在投资后对被投企业的支持方式主要包括提供管理经验和人员、介绍供应商、介绍客户、协助沟通政府关系、协助进行并购等等。私募股权投资基金利用其在投后管理方面的能力和专业度，为企业提供增值服务，以期实现企业价值最大化，进而实现基金投资收益的最大化。

问卷调查结果显示，受访的基金对被投资企业最常采用的前两项投后支持方式分别是提供管理经验与人员，以及协助进行并购：65%的受访基金在投资后为被投企业提供管理经验和人员支持，其中有48%的基金将其作为最常采用的支持方式，17%的基金将其作为次要采用的支持方式；52%的基金则利用自身优势为企业的并购提供帮助，其中20%的基金最常采用协助并购的方式支持企业，32%的基金将协助并购作为第二位采用的投后支持方式。其他常采用的投后支持包括44%的基金为企业介绍客户，22%的基金帮助企业与政府进行沟通，12%的基金介绍供应商给被投资企业，以及4%的基金选择的其他投后支持手段，见图3-35。

图3-35 私募股权投资基金对被投企业的投后支持方式



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查

3.5 投资退出情况¹

私募股权投资基金的退出方式包括 IPO、并购等，以 IPO 为代表的退出方式可以为私募股权投资基金带来很高的估值溢价。以下从年度比较、退出方式、行业及地域分布等角度统计分析了私募股权投资基金退出的情况。作为私募股权投资基金的一种，并购基金的退出模式较为简单，因此本节不对并购基金进行细分讨论。

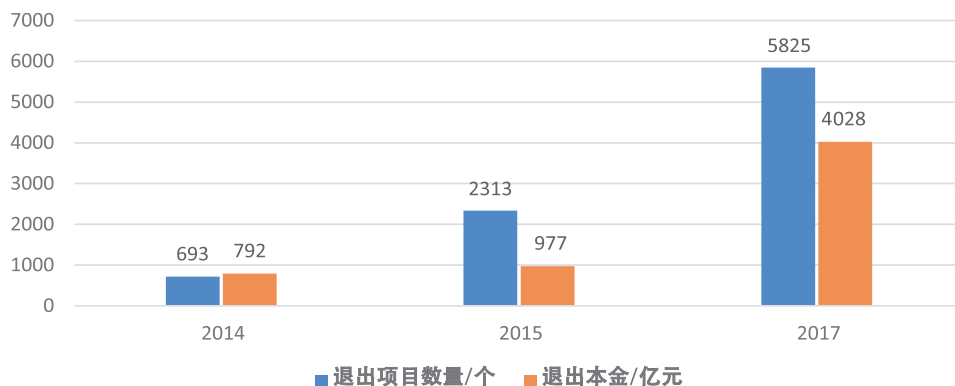
3.5.1 基金退出的年度比较

图3-36统计了从2014年开始，私募股权投资基金退出的总体规模变化。从图中可以清晰地看出，私募股权投资基金退出的数量、金额逐年上升。截至2017年末，退出项目的数量已达到2014年的8倍，退出的金额则是2014年的5倍。

¹ 根据协会统计口径，本节数据均为截至当年年末的累计值。



图3-36 私募股权投资基金退出情况年度比较

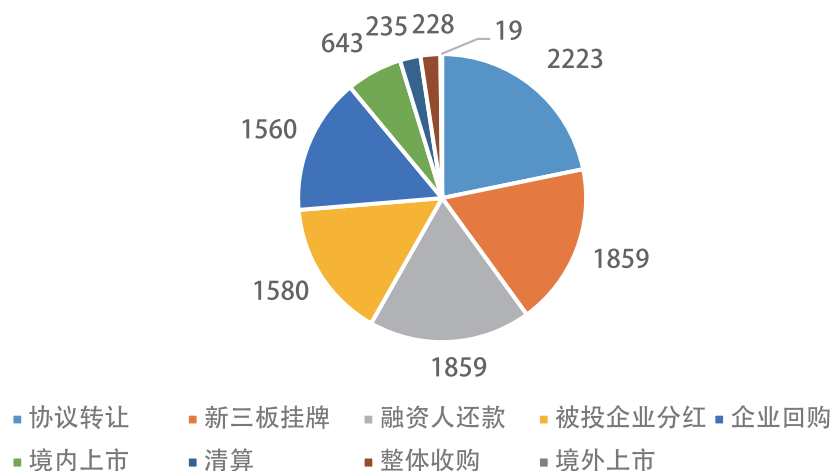


数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

3.5.2 退出方式分布

图3-37、图3-38按照退出次数、退出本金两种口径，统计了截至2017年末私募股权投资基金的退出方式分布：¹

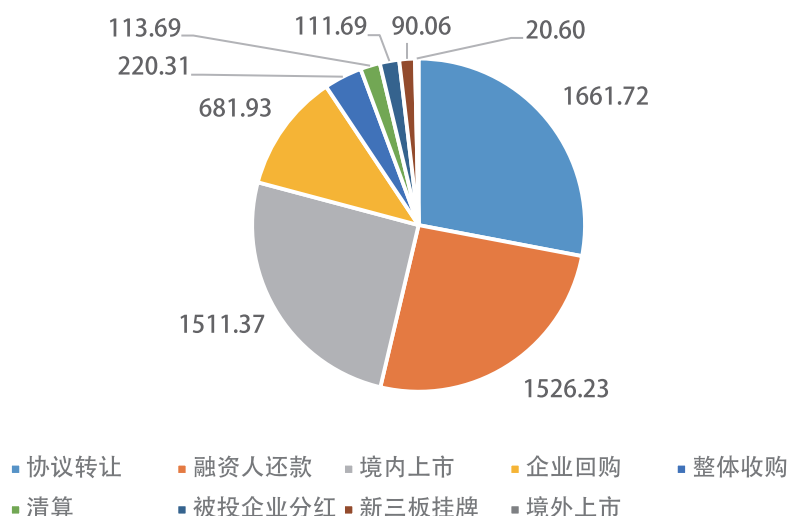
图3-37私募股权投资基金退出方式分布（按退出次数划分）



数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

¹ 协议转让是指通过非公开协议将持有股权转让实现退出。融资人还款是指私募基金管理人进行债权投资，融资人还本付息。企业回购是指被投企业的控股股东、管理层或员工在回购条件满足时自筹资金回购股权投资基金所持有的股权（股份），从而实现股权投资基金的退出。新三板挂牌指被投资企业登陆全国中小企业股权转让系统，私募股权投资基金将其持有的股份通过公开市场转让实现退出。被投资企业分红指获得被投企业的分红，回收部分投资。境内上市指被投资企业境内 IPO 或间接上市，私募股权投资基金将其持有的股份通过公开市场转让实现退出。清算指被投资企业结束经营活动，私募股权投资基金参与被投资企业处置资产并分配。整体收购指被投资企业被收购，私募股权投资基金所持股权被收购方购买。境外上市指被投资企业境外 IPO 或间接上市，私募股权投资基金将其持有的股份通过公开市场转让实现退出。

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）

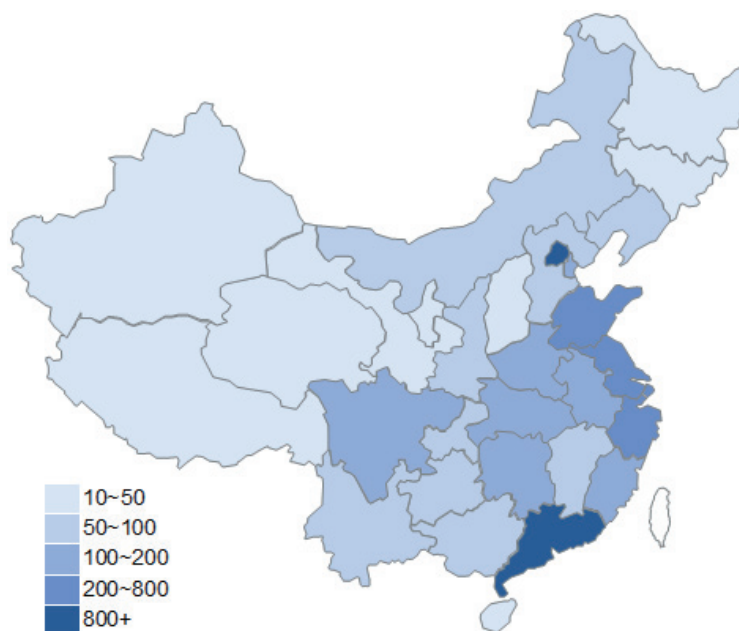


数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

以上两图基本反映了同样的事实：截至2017年末，私募股权投资基金的退出方式较为多样，但高回报的退出方式仍占比较少。从退出次数来看，私募股权投资基金主要的三种退出方式依次为协议转让、新三板挂牌与融资人还款，累积退出次数分别为2 223、1 859、1 859，占比22%、18%、18%；从实际退出金额来看，主要的三种退出方式依次为协议转让、融资人还款与境内上市，累积实际退出金额分别为1 662亿元、1 526亿元、1 511亿元，占比28%、25.7%、25.5%。虽然新三板挂牌的次数较多，与企业回购的次数差距不大，但借由新三板退出的资金仅90亿元左右，远少于企业回购的681亿元。整体收购等成功的退出方式相对仍占少数。

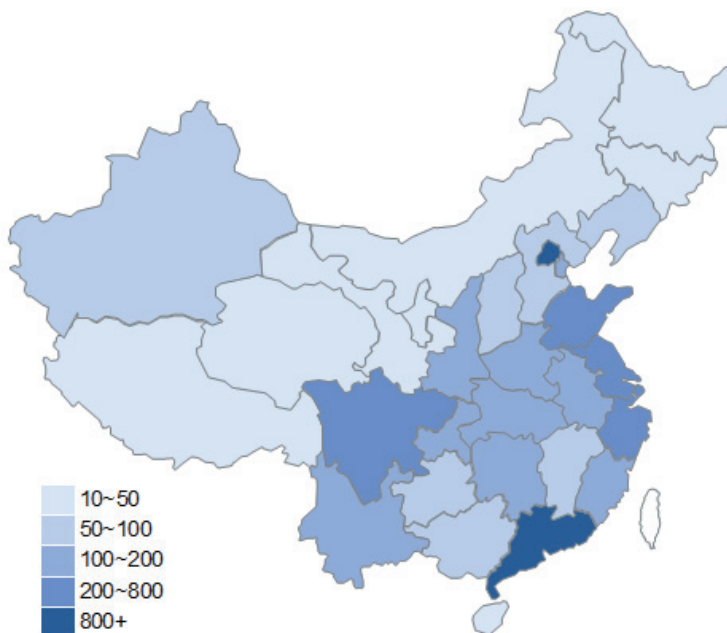
3.5.3 退出地域分布

与投资的地域分布类似，退出的项目具有鲜明的地域特征。如图3-39与图3-40所示（台湾、澳门和境外的数据未标识在图上），截至2017年末，无论是按退出项目数量还是按实际退出金额划分，私募股权投资基金的退出都集中在东南沿海地区，退出项目数量最多的前三个省（市）分别为北京、广东、上海，分别有1 035、1 015、701个。与此形成对比的，是甘肃、青海、宁夏等省份，仅十几个退出项目。退出金额方面，北京市与广东省为第一梯队，实际退出金额分别为1 196亿元和823亿元，远超广大中西部省份。从图3-39、3-40中可以看出，私募股权投资基金退出的省份差异明显。

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）¹


数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

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）



数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

¹ 因取数时点、基金运作状态限制等原因，截至2017年末的退出地域项目数量加总（5904家）比退出项目数量（5825家）多79家。

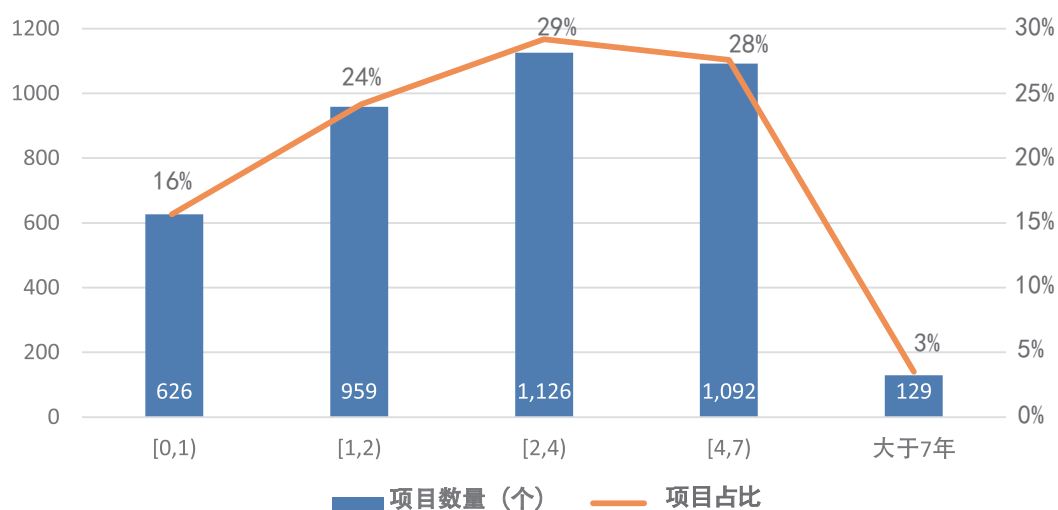


3.5.4 投资期限情况

鉴于私募股权投资基金的投资期限无法在投资时确定，需等到退出时才能确认该笔投资的具体期限，此部分统计了截至2017年末退出的项目投资期限的分布。

如图3-41所示，截至2017年末退出的所有项目，平均投资期限为3.13年，以2至4年期限退出的项目最多，占比为29%；其次为4至7年的期限退出的项目也较多，占比为28%，超过7年的项目最少。从结果上看，私募股权投资基金的项目投资期限大多在2至7年。私募股权投资基金应该从长远考虑，提高对所投企业的风险容忍度，充分发挥提供资金之外的辅助作用，在更长的时间窗口内协助被投企业发展。

图3-41 私募股权投资基金投资期限¹



数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

¹ 此处统计的是完全退出项目的投资期限，除此之外，退出部分的其余数据统计了完全退出和部分退出的项目。



第四章 2017 年私募股权及并购投资基金行业发展特征

4.1 行业发展阶段性特征

自20世纪80年代中期诞生以来，中国的私募股权投资基金行业已发展了30余年。随着国企改革、多层次资本市场的建设不断推进，股权投资市场持续扩张，并购基金等各类私募股权投资基金发展迅速，规模与竞争力不断上升。截至2017年末，私募股权投资基金（含创业投资基金）管理规模达7.2万亿人民币，已经成为金融市场上一支重要的力量。2017年行业的发展呈现出以下特征：

4.1.1 规模达到新高度

在宏观经济运行平稳、政策大力支持的背景下，作为直接融资工具的私募股权投资基金规模逐年增加，已经发展成为基金行业、尤其是私募基金行业中的重要组成部分。截至2017年末，中国资产管理业务中，银行表外理财产品、信托公司受托管理金额分别为22.2万亿元、21.9万亿元，公募基金、私募基金、基金及其子公司资产管理计划管理金额分别为11.6万亿元、11.5万亿元、13.9万亿元。同期，私募股权投资基金（含创业投资基金）管理金额为7.2万亿元，达到了基金行业规模的20%，¹在整个私募基金中占比超过60%。2017年，中国新备案私募股权投资基金达2.2万亿人民币，金额上创历史新高。

4.1.2 地区差异明显，集中于少数省市

首先，私募股权投资基金管理人的办公地点集中于东南沿海区，基金管理人数量最多的前三个省（市）分别为北京、广东、上海，超过65%的基金管理人分布于这三个地区，基金管理人数量最少的两个省份为青海和西藏，仅有0.18%的基金管理人分布于这两个省份。

而从投资的地域分布来看，无论是按投资数量还是按投资金额划分，东南沿海地区均为投资重点，而东北、西北地区则相对薄弱，呈现出与基金办公地点分布相似的

¹ 基金行业范围包括公募基金、私募基金和基金及其子公司资产管理计划。



特征。北京、上海和广东是私募股权投资基金投资最多的地域，领先于其他省份，近50%的投资事件发生于这三个地区，而青海、甘肃的投资案例数量最少，仅占0.39%。并购基金整体上呈现出类似特点，但并购基金的境外投资数量与金额的占比较私募股权投资基金更大，说明跨境并购仍呈现活跃态势。

总体而言，地区差异明显，在机构分布、募资和投资等方面，均主要集中于北京、上海和广东等经济发达地区。

4.1.3 基金规模普遍较小，有实力的大机构数量较少

2017年，超过50%的新备案私募股权投资基金募资规模低于0.5亿元，募资规模超过30亿元的新备案私募股权投资基金仅占1.3%。从管理规模来看，超过80%的私募股权投资基金管理机构的管理金额在5亿元以下，管理金额在50亿元以上的基金公司仅占2.7%。与私募股权投资基金类似，2017年新募集并购基金的规模主要分布于0.1亿元以下，近94%的并购基金募资规模在10亿元以下。

因此，虽然私募股权投资基金数量逐年增加，总的规模持续扩张，但每只基金规模普遍较小，资金量大的机构数量仍然较少。

4.1.4 已成为新兴中小型企业融资的重要途径

由于新兴中小企业在发展过程中存在信息不对称、不确定程度高、资产结构中无形资产占比较高等问题，很难从传统的融资渠道（如商业银行）获得足够的资金支持。而私募股权投资基金通过投资于实体经济中具有成长潜力的中小微企业，打开了直接融资新渠道，丰富了资本市场直接投融资手段，在一定程度上缓解了中小型企业融资难的问题。

在2018年初的统计中，私募股权投资基金累计投资新三板企业股权等共85 600多个，形成资本金4.72万亿元，为创新型企业的发展提供了关键支持；投向中小企业项目合计45 400多个，在投本金1.66万亿元。由此可见，私募股权投资基金已经成为中小企业直接融资的重要来源。

4.1.5 助力创新发展方面成效显著

私募股权投资基金主要投向于未来5至10年内的高成长行业，如互联网、医疗、半导体等行业，满足了“大众创业，万众创新”的资金需求。截至2017年末，私募股权投资基金投资事件中比重最大的是计算机应用行业，占比25%，医疗行业占比11.7%，半导体行业占比1.6%，在数量上三类行业总占比38.3%。从投资金额上来看，9.8%的资



金用于投资计算机应用，3.6%用于半导体行业，6%的用于医疗领域，三类行业在金额上总共占比19.4%。并购基金也主要投资于计算机运用行业，并且广泛涉足传媒、医药生物、消费者服务等领域，助力了创新企业、高新技术行业的发展。

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

截至2017年末，并购基金共完成投资项目1 627件、投资总额超过3 048亿元。并购基金以其在募集资金、整合资源和改善公司治理等方面的优势，在产业整合和经济转型升级中发挥着重要作用。

在调研访谈中发现，借助并购基金平台，被投企业可以撬动外部杠杆，解决现金不充裕的问题，以较少资金提前锁定优质资产。同时，并购基金通过控股型投资，深入参与了企业决策，并发挥了其在战略制定、并购整合、资本运作、优化管理等方面的经验，盘活存量资源，助力公司治理水平的提高和战略整合的实现。

近年来，上市公司与私募股权投资机构共同设立并购或产业投资基金的案例逐渐增加，这种模式打通了一级市场与二级市场，其兴起反映了金融资本与产业资本的进一步融合。首先，通过与上市公司合作，私募股权投资机构提前锁定了退出渠道，降低了投资风险。其次，在这种模式中，私募股权投资机构充分发挥了其在资金募集和投资标的搜索培育方面的优势，助力上市公司实现产业整合和转型升级。

4.2 存在问题

尽管私募股权投资基金已经具备了一定的体量，且成长空间巨大，但总体来说，私募股权投资基金在我国发展时间较短，行业呈现出“基金数量多而不专、行业规模大而不强”的特点。私募股权投资基金在快速发展的过程中也出现了一些问题，如价值发现能力不足、“明股实债”业务较多、违规行为和风险事件时有发生等。以下对行业存在的问题进行了集中梳理。

4.2.1 法律法规监管体系尚不完备

私募股权投资基金发展至今，已成为金融市场的重要组成部分，但私募基金操作规范在我国尚不完备。2017年8月30日，国务院法制办发布《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》并公开征求意见，其中提到的对于私募基金的规范和要求，大都来源于《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》等已生效的相关法律法规，缺乏对私募股权投资基金的明确定位，也缺乏针对行业特点制定的操作细则，在一定程度