

普通高等教育经管类专业“十三五”规划教材

私募股权投资基金运作与管理

吴跃平 主编

宋 磊 方 磊 副主编

宋方磊 阅

17.9.5

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

私募股权投资基金运作与管理是一门发展中的、多学科交叉的新兴学科，是一门结合了投资学、会计学、法律等多学科的融合学科。

全书共分为八章，每章开篇均有学习提示，章后附有本章小结、复习思考题。全书详细讲解了私募股权投资基金的基本知识、基金管理人的相关内容以及私募股权投资基金的募集、尽职调查、投资决策、投后管理、项目退出、基金清算以及监管自律体系等内容。

本书可作为经济类和金融类相关专业本科生、研究生以及 MBA 的教材，也适合作为私募股权投资基金行业从业人员的参考用书。

本书提供完整的教学课件，可从 <http://www.tupwk.com.cn/downpage> 网站免费下载。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资基金运作与管理 / 吴跃平 主编. —北京：清华大学出版社，2020.6

普通高等教育经管类专业“十三五”规划教材

ISBN 978-7-302-54097-7

I. ①私… II. ①吴… III. ①股权—投资基金—基金管理—高等学校—教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 241992 号

责任编辑：崔 伟 马遥遥

封面设计：周晓亮

版式设计：方加青

责任校对：牛艳敏

责任印制：宋 林

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：大厂回族自治县彩虹印刷有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：185mm×260mm

印 张：17.5

字 数：404 千字

版 次：2020 年 8 月第 1 版

印 次：2020 年 8 月第 1 次印刷

定 价：45.00 元

产品编号：086192-01

前言

私募股权投资基金最早起源于 19 世纪末的美国，我国私募股权投资基金的发展历史相对较短，最初的股权投资是以风险投资为主发展起来的。经过三十余年的发展，我国私募股权投资基金行业从无到有，总体体量从小到大，目前已成为中国经济创新发展的重要载体，是我国资本市场的重要组成部分。私募股权投资基金有助于促进多层次资本市场的完善，对经济发展有着巨大的影响。截至 2020 年 1 月，我国已登记私募股权、创业投资基金管理人 14 905 家，私募股权及创业投资基金 36 726 只，基金规模达 9.82 万亿元，私募基金管理人工总人数达到 24.43 万人。当前，私募股权投资基金已成为中国经济创新发展的重要载体——创新初始资本的形成是创新发展的核心。私募股权投资已成为促进新旧动能转化的重要力量，有助于促进多层次资本市场的建立。

随着《中华人民共和国证券法》《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》等法规文件的修订、发布和实施，私募股权投资基金将迎来巨大的发展空间。行业的快速发展带来了大量的人才需求，而目前各高校关于私募人才的培养从理念到实际上都较为滞后，尤其缺乏一本优秀的教材。高校应致力于培养理论基础扎实，知识口径宽厚，兼具良好人文素质及创造、创新、创业精神与实践能力的应用型人才。于是，历经长期教学及研究实践的积淀，并基于良好的私募基金业务实践基础，编写组将课程改革研究重点瞄准《私募股权投资基金运作与管理》。

本书按照私募股权投资基金的生命周期，以基于“募、投、管、退”的私募基金运作流程为核心，以私募基金的监督与自律体系为重点，依托以前课程研究项目进一步开展教学研究，探讨符合实用型、技术型人才培养要求的教学内容、课程体系和人才培养模式。编写特色主要有以下几方面。 **新、用、范、专**

(1) 新颖性。目前有关私募股权投资基金的书籍以社会读物为主，教材较为缺乏，而社会读物存在口语化严重、逻辑与结构不严谨、内容不符合监管要求等问题，不适合高校培养人才使用。在本书的编写过程中我们注意理论上要比一般社会读物系统、全面、有一定深度，实践上更贴近近几年来行业内业务的实际运作情况。

(2) 应用性。除了学习原理、夯实基础之外，本书更强调学以致用，将所学的理论运用于实践。本书以应用为导向，让学生学完后不但能够了解私募股权投资基金的整个运作和管理流程，同时也知道相关知识在具体工作中是如何应用的。书中穿插有大量的实用性较强的参考文本，可直接在工作中加以运用。

(3) 规范性。严格来讲，从 2014 年起，私募基金行业监管职能由国家发改委划转为证监会后，我国私募基金才逐步步入规范发展阶段。因此目前市面上关于私募基金的书籍大

部分存在内容滞后，不符合当前监管要求的弊端，容易造成学生所学与基金行业监管要求脱节。本书结合最新基金行业监管与自律体系，完全做到内容符合当前的监管和自律要求。

(4) 专业性。私募股权投资基金的运作与管理是一项专业性很强的工作，对从业人员的专业要求很高，必须通过系统的专业学习才能掌握该项技能。

本书是“普通高等教育经管类专业‘十三五’规划教材”之一。参与编写的作者，首先是长期主持或参加该课程教学建设的一线教师，具有丰富的教学经验、较高的科研水平、较强的写作能力和组织能力。其次，部分作者也是私募股权投资基金行业的实践者，在国内大型私募股权投资机构参与过多个项目的投资及管理，具有丰富的实战经验。因此，本书适合作为经济管理类专业，尤其是金融学、投资学专业的本科生教材，也可以作为研究生的学习参考用书，同时，还可作为基金管理公司等专业人员参考用书。

需要说明的是，本书偏重于应用性，主要是考虑如风险、定价等相关理论内容分散在金融学、投资学等学科的教材中，为避免重复，本书涉及的理论内容较少，有兴趣的读者可以寻找有关教材或书籍进行阅读学习。

本书由河南财经政法大学金融学院吴跃平教授担任主编，由北京黎明资本管理有限公司运营总监宋磊先生、河南财经政法大学金融学院方磊博士担任副主编。另外，硕士研究生王一栋等同学也参与了本书的编写工作。

本书在酝酿、编写过程中，得到了深圳华信股权投资基金管理有限公司总经理屈桂林先生、原昆吾九鼎投资管理有限公司华中分公司总经理杨崇伟先生和河南农开投资基金管理有限公司陈新华先生等资深业内人士的支持，同时得到了北京黎明资本管理有限公司的大力支持，在此一并致谢。

在本书问世之际还要特别感谢清华大学出版社的编辑，本书能得以出版都离不开他们背后默默的工作。

对于书中编者未能发现的纰漏，恳请各位读者指正。

求职，失业在家鬼混3年

- 金融方面：2020届的山西大学金融学专业的毕业生，获得三好学生学业奖学金，拥有会计、证券、基金从业证书，毕业论文是用Python的Statsmodel库里的VAR模型完成的《中美股市的联动性分析》

- AI方面：大一参加数学建模了解了神经网络算法，后在网络金融课分享了鱼书，得知金融方面的非结构信息常用深度学习算法，之后阅读过二十几本人工智能相关书籍，在20年用4个月自学完了《动手学深度学习》预览版并动手翻译MXNet到PyTorch、TF2的GAN\DCGAN，复现PyTorch、DJL等一系列深度学习移动端框架的Demo。

- 产品经理方面：虽然没有工作经历，但还是努力修炼了一系列的能力。战略能力上，在百度一面失败后，考虑到了百度开发者版的想法。沟通能力上，与MXNet的开发者交流无人社区冷淡情况。学习上，学习十余本产品有关的书，并自行总结了AI产品经理的工作内容和技能要求，用Docker部署成《To be AI PM》书。

- 体能方面：跳绳比赛成绩:30s单摇:66;30s双摇:60;三摇:11个;在4*30男子团体单摇比赛,作为非体院唯一绳没断的第四棒,团体一同跳250.取得市和省级铜牌。(B站跳绳视频:网页链接)随后,作为非社团成员,文案宣传跳绳燃脂效率高、方便,招新翻四倍。还有初级教练、裁判证;曾会单手俯卧撑、深蹲10个+;

更多AI产品经理内容，可见：https://stevenjokess.github.io/2bPM/get_started.html

AI时代批判与共产主义意识形态输出，见 https://stevenjokess.github.io/2bPM/AI_critical.html

更多及时内容，进QQ群：171097552

联系我：867907127@qq.com

目 录

第一章 绪论	1
第一节 私募股权投资基金概述	1
一、基金与私募股权投资基金的定义	1
二、私募股权投资基金相关概念辨析	3
第二节 私募股权投资基金的特征、分类与作用	5
一、私募股权投资基金的特征	5
二、私募股权投资基金的分类	6
三、私募股权投资基金的作用	8
第三节 私募股权投资基金的组织形式及比较	10
一、公司型私募股权投资基金	10
二、契约型私募股权投资基金	11
三、有限合伙型私募股权投资基金	13
第四节 私募股权投资基金在中国的发展概况	14
一、私募股权投资基金的起源与发展历程	14
二、外资私募股权投资基金在中国的发展	16
三、本土私募股权投资基金的发展	19
四、我国私募股权投资基金行业的发展趋势	21
本章小结	23
复习思考题	24
第二章 私募股权投资基金管理人	25
第一节 私募股权投资基金管理人概述	25
第二节 私募股权投资基金管理人的成立与内部管理	27
一、私募股权投资基金管理人的成立	27
二、私募股权投资基金管理人的内部管理	31
第三节 私募股权投资基金管理人的登记与备案	34
一、私募股权投资基金管理人的登记与备案制度概述	34
二、私募股权投资基金管理人登记与备案的原则和要求	36
三、私募股权投资基金管理人登记与备案的方式和内容	39
四、《私募股权投资基金管理人登记法律意见书》范本	41

第三章 私募股权投资基金的募集、设立及备案	55
第一节 私募股权投资基金的募集	55
一、私募股权投资基金募集的方式、渠道和要求	55
二、《私募股权投资基金募集说明书》的制作	62
三、私募股权投资基金募集的流程	80
第二节 私募股权投资基金的设立	87
一、私募股权投资基金设立的规定与步骤	87
二、《私募股权投资基金合伙协议》范本	89
第三节 私募股权投资基金的备案	115
一、基金产品备案的准备工作	115
二、基金产品备案的操作步骤	118
三、基金产品备案的发展方向	122
本章小结	123
复习思考题	124
第四章 私募股权投资基金的尽职调查	125
第一节 投资项目来源与立项	125
一、项目来源及登记	125
二、项目初审与立项	127
第二节 尽职调查的概念、目的与策略	129
一、尽职调查的概念	129
二、尽职调查的目的	130
三、尽职调查的策略	130
第三节 尽职调查的原则、流程与方法	131
一、尽职调查的原则	131
二、尽职调查的流程	132
三、尽职调查的方法	133
第四节 尽职调查的内容和结论	135
一、尽职调查的内容	135
二、尽职调查的参考提纲	136
三、尽职调查的结论	150
本章小结	150
复习思考题	151
第五章 私募股权投资基金的投资决策	152
第一节 项目估值	152
一、项目估值概述	152

二、项目估值的方法	154
三、项目估值的案例	162
四、估值实践中存在的问题及解决思路	166
第二节 投资谈判的相关条款	169
一、交易结构条款	169
二、先决条件条款	170
三、承诺保证条款	170
四、治理结构条款	171
五、优先权条款	171
六、估值调整条款	173
七、反稀释条款	173
八、出售权条款	174
九、投资条款清单及范本	175
第三节 投资协议	181
一、投资协议的内容	181
二、投资协议的范本	181
本章小结	199
复习思考题	200
第六章 私募股权投资基金的投后管理	201
第一节 投后管理概述	201
一、投后管理的内容	201
二、投后管理的价值	202
三、投后管理的模式	204
第二节 投后管理的流程及要点	206
一、投后管理的流程	206
二、增值服务	209
第三节 我国私募股权投资基金投后管理的现状及问题	211
一、投后管理的现状	211
二、投后管理存在的问题	213
三、加强投后管理的工作重点	213
本章小结	215
复习思考题	216
第七章 私募股权投资基金的项目退出与基金清算	217
第一节 常见的项目退出方式	217
第二节 基金费用及收益分配	223

一、管理费用和业绩报酬	223
二、基金收益的分配方式	224
三、基金收益的分配顺序	225
第三节 基金的税收	226
一、我国私募股权投资基金的税制	226
二、我国税收优惠政策简介	229
第四节 基金的清算	232
一、基金的清算流程	232
二、基金清算报备操作步骤	235
本章小结	238
复习思考题	239
第八章 私募股权投资基金监管自律体系	240
第一节 我国私募股权投资基金监管自律体系的变迁	240
一、初建体系，探索前行	240
二、身份确立，蓬勃壮大	242
三、回归本源，规范发展	243
第二节 我国私募股权投资基金的监管原则	246
一、“三位一体”监管自律体系	246
二、监管原则及监管效果	247
第三节 我国私募股权投资基金的监管自律法律框架	250
一、一法	251
二、一条例	251
三、三规定	252
四、五办法	254
五、七指引	257
六、多问答	260
第四节 我国私募股权投资基金监管自律的发展趋势	261
一、当前我国私募股权投资基金监管自律中存在的问题	261
二、我国私募股权投资基金监管自律的发展趋势	262
本章小结	262
复习思考题	263
附录 部分私募股权投资基金相关法律法规等文件汇总	264
参考文献	269

第一章

绪 论

学习提示

本章主要阐述了私募股权投资基金的定义并对相关概念进行了辨析，对私募股权投资基金的特征、分类和作用进行了介绍，详细说明了私募股权投资基金的三种组织形式并进行了比较。同时还对私募股权投资基金在国内外的发展历程、每个阶段的发展状况做了较为详细的介绍，最后简单说明了我国私募股权投资基金的发展趋势。

第一节 私募股权投资基金概述

一、基金与私募股权投资基金的定义

(一) 基金的定义 聚集资金或管理其的机构

《新华词典》(商务印书馆 2001 年修订版)对“基金”的释义为：“为兴办、维持或发展某种事业而储备的资金或专门拨款。”即基金是为了特定目的和用途而组织起来的“资金池”，实务中一般也将经营“资金池”的机构称为基金。因此，“基金”一词既可以指所聚集起来的资金，也可以指管理资金的机构。

基金一般可分为营利性基金和非营利性基金。营利性基金，顾名思义是以营利为目的，由基金管理人通过公开或非公开的方式募集资金并开展投资活动获取收益的营利性法人或其他组织。目前直接规制营利性基金的最高位阶法律是《中华人民共和国证券投资基金法》。非营利性基金是以自然人、法人或其他组织捐赠的资金开展公益事业的非营利性法人，典型的如宋庆龄基金会。这类基金在我国受《基金会管理条例》规制。

本书所称的基金是一种由专家管理的集合投资制度，其实质是汇集资金交由专家管理运作，并为投资者赚取投资收益。基金有以下三个特征：独立、固定、集合

1. 独立性

基金成立后，由基金管理人负责和独立行使投资运作职能。

2. 固定性

基金的投资者和管理人在一定时间内是固定的，固定性使得资金使用的连续性得到保障。

3. 集合性

基金将众多投资者的资金集中起来，委托基金管理人进行共同投资，使中小投资者也能享受到专业化的投资管理服务。

(二) 基金的分类

基金根据募集方式的不同，分为公募基金和私募基金两种。公募基金是指向不特定的社会公众投资者公开募集的基金；私募基金则是指以非公开方式发行的，面向少数特定的投资者募集资金而设立的基金。私募基金只能向少数特定的合格投资人以非公开宣传的方式进行募集，它不能像公募基金那样以公开的媒体宣传、研讨会等方式向社会公众募集资金。私募基金与公募基金的区别如表 1-1 所示。

少、非公开、较保密、靠协议（灵活）、业绩报酬+管理费 前面三相反、匹配受限（死板）、只有管理费

表 1-1 私募基金与公募基金的区别

对比项目	私募基金	公募基金
募集的对象	少数特定的投资者，包括机构和个人	广大社会公众，即社会不特定的投资者
募集的方式	通过非公开发售的方式募集	通过公开发售的方式募集
信息披露要求	对信息披露的要求较低，具有较强的保密性	对信息披露有非常严格的要求，其投资目标、投资组合等信息都要披露
投资限制	投资限制完全由协议约定	在投资品种、投资比例、投资与基金类型的匹配上有严格的限制
业绩报酬	业绩是报酬的基础，因此会收取业绩报酬，同时收取一定的管理费	业绩仅仅是排名时的荣誉，因此不提取业绩报酬，只收取管理费

私募基金按投资方向的不同，又可分为私募股权投资基金、私募证券投资基金和其他类型的私募投资基金。私募股权投资基金是本书的研究对象。

综上所述，基金的具体分类如图 1-1 所示。

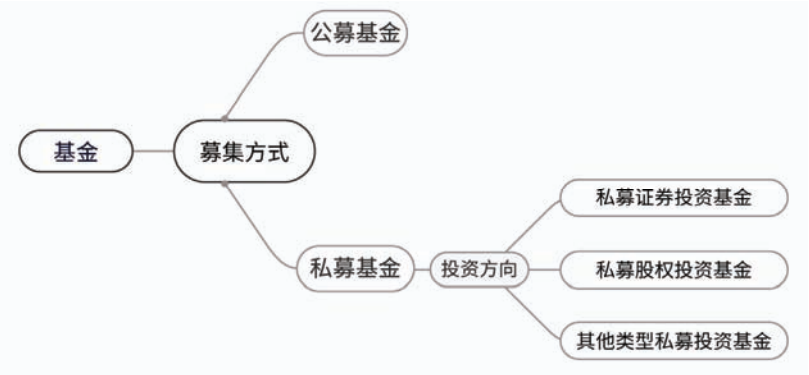


图 1-1 基金的分类

(三) 私募股权投资基金的定义

私募股权投资基金(private equity fund, PE)是以非公开形式向少数机构投资者和个人投资者募集资金，通过对非上市企业进行权益投资并积极管理与退出，以获得资本增值为目的的一种基金。

就其募集方式来讲，私募股权投资基金不允许采用广告媒体、宣传资料、研讨会等公开的方式进行宣传，不能向社会普通大众公开募集资金。

就其投资标的来讲，私募股权投资基金的投资标的一般为非上市企业股权，具有较长的投资周期，因而也具有高风险性，所以它所面向的投资者通常具有较强的风险识别能力和承受能力。一般都是高净值人群或者行业内的专业机构等，具有较为丰富的行业和投资经验。

就其运作模式来讲，私募股权投资基金作为一种投资基金，主要由三个部分组成：基金的投资者、基金的管理者、投资标的。基金的投资者贡献了基金中“资金”的来源，基金的管理人负责基金的投资和管理，而投资标的则是基金的投资对象。私募股权投资基金的投资标的一般是具有高成长性且具有上市潜力的非上市企业，随后基金通过积极的投后管理伴随企业成长，采用上市退出、股权转让、兼并收购、股份回购和企业清算等方式退出并获得超额收益。最终，私募股权投资基金按照约定将获得的收益分配给投资者。私募

例如：有限合伙型私募基金的基本运作模式如图 1-2 所示。

LP是出资人，主要提供资金并享有收益分配权。
对GP的投资决策和管理行为进行监督，确保基金运营透明和合规，但不参与基金的具体管理。
LP对基金的债务和义务承担有限责任，最多以其出资额为限。这意味着即使基金出现亏损，LP的损失也不会超过其投入的资本。
GP 作为管理人：

- 1. 基金设立与管理：GP负责基金的设立和管理，包括募集资金、投资决策、投资管理和退出策略的执行。
- 2. 投资决策：GP进行尽职调查、评估和选择投资项目。
- 3. 日常运营：GP负责基金的日常运营管理，提供被投企业的战略指导、资源支持等。
- 4. 风险管理：识别、评估和管理基金投资过程中的各种风险。

二、私募股权投资基金相关概念辨析

- 5. 收益分配：GP负责按照合伙协议分配投资收益，并支付管理费和业绩报酬。

(一) 私募股权投资基金与创业投资基金

英美等发达国家并未对私募股权投资基金与创业投资基金做出严格区分。但我国创业投资基金不仅在投资方向上与私募股权投资基金有所差异，在监管政策和政策扶持方面也



Custodians

负责基金资产的托管、核算和监督。托管人确保基金资产的安全，防止管理人挪用或滥用资金。其主要职责包括：

- 资产保管：确保基金资产与管理人资产分离，保障基金资产的安全。
- 会计和核算：提供准确的会计记录和财务报告，确保基金运营透明和合规。
- 监督和合规：确保基金运营符合相关法律法规，维护投资者的利益。

无限责任：GP对基金的债务和义务承担无限责任，这意味着如果基金出现亏损，GP可能需要用自己的资产进行赔偿。

图 1-2 私募股权投资基金的基本运作模式

存在区别。中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)的备案系统要求私募基金必须就该基金属于“私募股权投资基金”还是“创业投资基金”做出选择,有关税收、发债及国有股转持等政策均存在向创业投资基金倾斜的特点。

一般情况下,创业投资基金主要投资处于种子期、初创期、成长早期的中小型企业。这些企业离上市比较远,投资时间长、不确定性大,因此又称为“风险投资基金”。而私募股权投资基金主要投资于发展已相对稳定、比较成熟的企业,风险相对较小。但在实务中二者并非泾渭分明,经常混用概念,甚至可以将创业投资基金归为私募股权投资基金的一个子类。

(二) 私募股权投资基金与私募证券投资基金

私募证券投资基金是指遵从收益共享、风险共担的原则,通过非公开募集的方式将分散在投资者手中的资金集中起来,委托专业的投资机构进行证券投资管理的投资工具。其主要投向是能够公开交易的有价证券,包括股票、债券、货币、金融衍生工具等。

在投资标的方面,私募证券投资基金的投向主要是公开市场交易的证券,以二级市场证券市场为主。私募股权投资基金主要投资非上市公司的股权,这是两者最主要的区别。

在资金流动性方面,由于私募证券投资基金投资对象是公开市场交易的证券,其流动性比较强。而私募股权投资基金的投资标的一般为非上市企业的股权,具有投资周期长、变现能力弱等特点,导致流动性较差。

在投资理念方面,私募股权投资基金较为关注企业的长期成长价值。相对而言,私募证券投资基金通常更关注证券价格在市面上的短中期表现。

(三) 私募股权投资基金与产业投资基金

“产业投资基金”这一名词常见于我国政府的各类政策文件中,严格来讲,国外并无此概念。到目前为止,其概念仍然较为模糊,缺乏明确的法律渊源。

根据国家发展和改革委员会(以下简称“国家发改委”)在2016年12月发布的《政府出资产业投资基金管理暂行办法》对“产业基金”的定义,即指“由政府出资,主要投资于非公开交易的企业股权的股权投资基金和创业投资基金”。简单来说,有政府出资背景的私募股权投资基金即可称为产业投资基金。产业投资基金的设立程序须由国家发展改革委核准,国务院批准,通常由地方政府连同金融机构发起主导,政府的出资来源包括财政预算内出资、中央和地方各类专项建设基金和其他财政性资金。

在实务中,我国产业投资基金的资金部分或全部来源于政府,其投资活动的主要目的是辅助政府的相关产业政策,以实现政府的产业规划或意图,是一种混合了市场导向和政府导向的基金运作模式。基于此,可以认为产业投资基金属于私募股权投资基金的一种。

(四) 私募股权投资基金与政府引导基金

政府引导基金是由政府设立并按市场化运作的政策性基金,主要为了克服单纯通过市

场配置导致的市场失灵问题，发挥财政资金的杠杆放大效应，增加创业投资资本的供给。通过扶持创业投资基金的发展，鼓励创业投资基金投资处于种子期、起步期等创业早期的企业，引导更多的社会资金进入创业投资领域。因此可以认为政府引导基金是创业投资基金的资金来源之一，在实务中可将其归为私募股权母基金(即以私募股权投资基金为主要投资对象的私募基金)。

政府引导基金 -- 投资-》私募股权投资基金

第二节 私募股权投资基金的特征、分类与作用

一、私募股权投资基金的特征

私募股权投资基金具有募集资金来源广泛、高风险和高收益并存、透明度较低、一般投资非上市企业、投资期限较长、投后管理工作细致、退出渠道多样化等特征。

1. 募集资金来源广泛

私募股权投资基金的资金来源广泛，如高净值的个人投资者、政府资金、养老基金、保险公司资金等。

2. 高风险和高收益并存

在金融市场上，投资的本质就是风险溢价，风险越高，相应的收益也就越高，而这也正是吸引投资者的地方。股权投资面临的主要风险有：所投企业创业失败、业绩下滑、无法达到预期收益或是所投资金的退出方式及时间不确定等。此外，在重组收购交易中多采取高财务杠杆，也会使私募股权投资基金面临巨大的财务风险。

3. 透明度较低

私募股权投资基金在资金的募集上，主要通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集，其后续投资行为、基金清算等均按照基金管理人和投资者约定的协议进行，具有较强的非公开性和自主性。因此，各国法律和监管部门对私募股权投资基金大都没有严格的信息披露要求，一般均由行业协会制定信息披露的相关指引。在我国，尽管基金业协会对信息披露有一定要求，并且鼓励基金管理人在标准之上进行更多的信息披露，但整体上讲，私募股权投资基金通常只在较长时间间隔基础上披露有限的信息，透明度较低。

4. 一般投资于非上市企业

由于私募股权投资基金的投资者普遍具有较高的收益预期，所以私募股权投资基金大多投资于非上市企业，通过企业的上市行为获取超额收益。

5. 投资期限较长

因为私募股权投资基金主要的投资对象是未上市企业的股权，一般以出售企业股权的方式退出项目，造成整个投资过程时间较长，很多投资至少需要 3~5 年，甚至更长。国外有的私募股权投资基金的存续期甚至达到 12~15 年之久。

6. 投后管理工作细致

私募股权投资基金除了对目标企业投入资金外，还帮助目标企业完善公司治理结构，甚至借助自身优势，帮助目标企业整合相关资源，为企业带来各种增值服务，改善目标企业经营与管理现状。

7. 退出渠道多样化

私募股权投资基金作为一种金融资本，并不以控制目标企业为目的，而是以获得资本增值为目的，所以私募股权投资基金一般在投资时已经设计有相应的退出方案。私募股权投资基金的投资退出渠道呈现出多样化的特征，常见的退出渠道有首次公开募股(initial public offering, IPO)、股权转让、兼并收购、标的公司管理层回购等。

二、私募股权投资基金的分类

随着我国经济的快速发展，金融市场与法律体系的不断完善，私募股权投资基金涌现出多元化的发展态势，因此私募股权投资基金的分类比较复杂，根据不同的标准有着不同的分类方法。

(一) 按照被投资企业的发展阶段划分

按照被投资企业的不同发展阶段，可以将私募股权投资基金分为创业投资基金、成长型基金、上市前投资基金、并购基金、重振基金等(见图 1-3)。

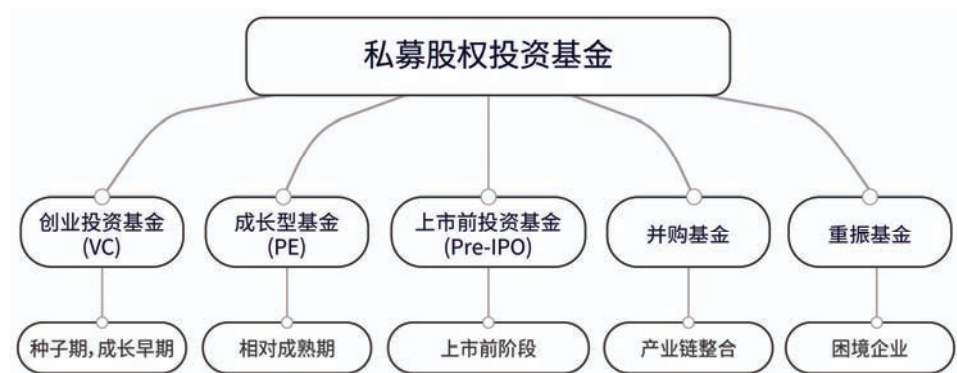


图 1-3 私募股权投资基金按被投资企业发展阶段分类

1. 创业投资基金

创业投资基金(venture capital, VC)一般的投资对象是种子期和成长早期企业。这些企业具有创新能力强、成长迅速、发展潜力大等特征。其投资对象主要为初创期的中小型企业，此类企业产品不够成熟、行业壁垒弱、发展前景具有较大的不确定性，使得投资风险较高。此外，创业投资基金的投资期限经常贯穿企业的初创期到 IPO 上市的整个过程，投资回收期一般为 5~8 年不等，甚至更长。创业投资基金投资者不仅为企业提供资本支持，有时还需提供“融智”服务，以解决企业所面临的技术、管理、市场风险等问题，

从而帮助初创型企业快速成长。而由于投资时间早、投资期限长、投资风险高，因此会有一个较高的风险溢价和流动性溢价。一旦投资成功，投资回报一般在几倍到几十倍不等。由于天使投资与创业投资在投资标的发展阶段上并无严格的界线区分，因此在实务中，有时会将天使投资基金归类于创业投资基金。

2. 成长型基金

成长型基金(growth capital)是一种发展资本(development capital)，主要投资于相对成熟、处于成长期和扩张期的企业，以分享企业高速增长带来的高额回报。此类企业几乎都已进入正常的运营阶段并开始迅速扩张，对资金需求量较大。由于投资该类企业面临的风险相对较小，因此相对创业投资基金来讲，其投资回报一般也较小。

3. 上市前投资基金

上市前投资基金(pre-IPO fund)一般投资于发展已经较为成熟的企业。基金在企业的规模水平和盈利指标已经达到可上市状态时进行投资，待企业上市后，在资本市场出售股票以获得相应收益。由于此类基金具有投资风险较小、投资期限短、投资回报较高等特点，一直以来，此类基金在我国私募股权投资基金市场中占有较大比重。

4. 并购基金

并购基金主要指收购资本和兼并资本，在西方国家主要指杠杆收购，其投资对象为扩张期和成熟期的企业。与其他私募股权投资基金不同的是，并购基金收购企业股权的目的主要是获得控股权，进而取得企业的实际控制权。利用基金自身的各种资源优势，对企业进行重组改造、优化企业资产结构和管理结构、整合行业及企业资源，甚至更换管理层，以帮助企业发展。待其大幅增值后，通过股权转让等方式实现投资收益。

5. 重振基金

重振基金(turnaround fund)一般投资于面临财务困难、需要一定资金帮助其摆脱困境的公司。重振基金不仅提供资金，同时还通过参与改善经营管理、提高经营效率、资产重组等手段帮助企业走出困境。但并不是所有面临困境的企业都会受到重振基金的青睐，只有那些发展前景好、有生产能力、有发展潜力的企业才会吸引重振基金的参与。

(二) 按照基金业协会的备案分类标准

根据基金业协会公布的《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》，与私募投资相关的基金类型包括私募股权投资基金、私募股权投资类 FOF(fund of funds, 基金中的基金)基金、创业投资基金、创业投资类 FOF 基金四类。

1. 私募股权投资基金

私募股权投资基金主要投资于非公开交易的企业股权。对应的产品类型为：并购基金、房地产基金、基础设施基金、上市公司定增基金、其他类基金。并购基金指主要对处于重建期企业的存量股权展开收购的私募股权投资基金。房地产基金指从事一级房地产项目开发的私募股权投资基金，包括采用夹层方式进行投资的房地产基金。基础设施基金指投资于基础设施项目的私募股权投资基金，包括采用夹层方式进行投资的基础设施基金。上市

公司定增基金指主要投资于上市公司定向增发的私募股权投资基金。

2. 私募股权投资类 FOF 基金

私募股权投资类 FOF 基金指主要投向私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金。

3. 创业投资基金

创业投资基金，主要投向处于创业各阶段的未上市成长性企业(新三板挂牌企业视为未上市企业)。对于市场所称“成长基金”，如果**不涉及**沪深交易所上市公司定向增发股票投资的，按照创业投资基金备案；如果涉及上市公司定向增发的，按照私募股权投资基金中的上市公司**定增基金**备案。

4. 创业投资类 FOF 基金

创业投资类 FOF 基金指投向创投类私募股权投资基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募股权投资基金。

三、私募股权投资基金的作用

(一) 优化中小企业融资环境

随着我国经济的快速发展，一些优秀的中小型企业拥有良好的产品和市场，却因资金匮乏难以迅速成长，严重阻碍了企业的发展。这类企业由于资产较少，很难获得商业银行的贷款，面临着“融资难、融资贵”等问题。与银行等金融机构的客户结构和业务方向相比，私募股权投资基金尤其是创业投资基金的投资方向主要是中小微企业和初创企业。一旦发现有潜力的投资机会，就会快速切入，这对改善中小微企业的融资环境、降低中小微企业的融资门槛和融资成本、优化中小微企业的融资结构具有十分重要的现实意义。同时，私募股权投资基金作为投资者，往往与企业有着共同的发展目标，股权投资的模式也大大改善了企业的资产结构，使得企业**敢于做一些中期和长期的发展项目**，非常有助于企业获得较高的增长业绩和长远的发展。

截至 2018 年年底，在基金业协会备案的私募股权投资基金(含创业投资基金)在投项目中，中小企业项目数量达 4.83 万个，在投本金为 1.50 万亿元；投向处于种子期、起步期的企业项目数量达 3.64 万个，在投本金达 1.73 万亿元。^①这对于优化中小企业融资环境，推动经济高质量发展具有重要意义。

(二) 助推多层次资本市场的建设

私募股权投资基金是我国多层次资本市场的重要组成部分。2014 年国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，确认“培育私募市场”是促进资本市场健康发

^① 数据来源：根据深圳证券交易所公开数据统计整理

展、健全多层次资本市场体系的重要举措。发展私募股权投资基金不仅可以健全多层次资本市场体系、丰富资本市场交易形态、拓展市场服务范围、增强对新兴产业和中小微企业的服务能力，还能够有效拓宽居民投资渠道、激发民间投资活力、提高社会资金使用效率。

私募股权投资基金发掘高成长小微企业，向企业注入资本、管理、创新活力，协调企业各类股东、管理层、基金投资者之间的利益关系，提升企业运作透明程度和治理规范程度，为资本市场挖掘和输送了大批优质投资标的。自 2004 年深圳中小板问世至 2018 年 5 月，中小板上市企业中有私募创投背景的企业占比达 70%。随着上交所科创板的推出，私募股权投资基金将成为连接早期初创阶段高新技术企业和资本市场的重要工具。

此外，私募股权投资基金积极参与上市企业兼并收购与资产重组，为我国高科技上市企业的并购重组提供融资支持。基金业协会备案数据显示，截至 2017 年年底，我国并购基金共完成投资项目 1627 件，投资总额超过 3048 亿元，^①主要投向的行业包括计算机应用、医疗器械与服务、半导体等。

(三) 促进经济转型升级

科学技术是第一生产力，科学技术推动了工业发展，创造了无与伦比的物质财富，而物质财富的创造离不开科技创新。私募股权投资尤其是创业投资的核心价值在于将技术创新、组织创新与企业家才能相结合，推动创新企业创建和成长，将技术创新成果转化为真实产品和市场。

截至 2018 年年底，在基金业协会备案的私募股权投资基金(含创业投资基金)投向高新技术企业的数量达 2.37 万个，在投本金达 9700 亿元。从行业分布看，投向信息技术服务行业的项目有 2.15 万个，占比 29.8%；投向以装备制造为代表的工业资本品项目 8359 个，占比 11.6%；投向医药生物的项目 4421 个，占比 6.1%；投向医疗器械与服务的项目 4453 个，占比 6.2%。私募股权投资尤其是创业投资达到一定规模和深度时，就足以推动新经济成长并淘汰旧经济，促进创新增长良性循环。

(四) 拓宽居民理财渠道

股权投资活动通常存在着严重的信息不对称，该问题贯穿于投资前的项目选择到投资后的监督控制等各个环节。而私募股权投资基金作为专业化的投资中介，能够有效地解决信息不对称引发的逆向选择和道德风险问题。

首先，私募股权投资基金的管理人一般由专业人士组成，相比个人投资者会有更强的投资判断能力，在投资之前会对融资方及融资方所在的行业做充分的尽职调查，投资之后仍会继续监督企业运作，以降低投资风险。因此，作为投融资的中介，私募股权投资基金管理人对于整个基金的运作都有充分的了解，能够有效地解决投资者和融资方的信息不对

^① 数据来源：中国证券投资基金业协会

称和逆向选择问题，从而更好地保护投资者的利益。其次，因为私募股权投资基金大都采取集合投资的方式，分散投资于处在不同行业、不同规模以及不同时间跨度的公司，所以能够最大化地分散风险。此外，私募股权投资基金相比个人投资者，能更准确地知道企业的优势和潜在的问题，通过提供一系列的管理支持、资源整合服务，最大限度地使企业增值，以提高投资收益。

随着我国金融市场的全面开放和资本市场的不断深化改革，私募股权投资基金作为多层次资本市场的重要组成部分，必将与资本市场共同成长，在服务科技创新和经济高质量发展可持续发展过程中发挥应有的作用。

第三节 私募股权投资基金的组织形式及比较

私募股权投资基金高风险与高收益并存的特征直接影响了私募股权投资基金组织形式的选择，采用何种组织形式组建私募股权投资基金是当事人之间基于投资的“高风险、高收益”所做出的利益权衡与利益协调。同时，由于投资人是资金的主要提供者和风险的主要承担者，基金组织形式的选择更多是投资人对收益、成本与风险等因素权衡的结果。

目前我国私募股权投资基金采用的组织形式主要包括公司型、有限合伙型、契约型三种。公司型基金基于《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)设立，有限合伙型基金基于《中华人民共和国合伙企业法》(以下简称《合伙企业法》)设立，契约型基金基于《中华人民共和国合同法》(以下简称《合同法》)设立，三种形式所受法律规制各不相同。不同的法律规制决定了不同的内部分工协作形态，以及责、权、利的分配机制。

一、公司型私募股权投资基金

公司型私募股权投资基金是指以有限责任公司或股份有限公司的形式，按照《公司法》来组织运作的私募股权投资基金。公司型私募股权投资基金可以自行管理，也可以委托管理。自行管理就是指私募股权投资基金自行设立管理团队，自主运营，自主管理。委托管理则是指基金公司本身不设投资管理团队，而是委托第三方机构作为基金管理人管理运作公司的各项投资事务。

公司型私募股权投资基金的特点如下。

1. 法律制度完善，管理规范

公司型私募股权投资基金依据《公司法》设立，与其相关的配套法规也比较健全。其内部治理机构分为股东会、董事会、监事会，权利分配和制衡机制比较完善，法人治理机制成熟。在自行管理的私募股权投资基金公司中，一般在董事会下设投资决策委员会，其成员由董事会选举产生，任期与董事会相同。投资决策委员会的主要职能就是决定所运转基金的投资目标、投资策略等重大事项，行使投资决策权。

2. 风险隔离

投资人在投资之后即转变为公司股东，只以其出资额为限对公司承担有限责任，所投资资产就转变为公司股东的股权和公司法人的财产所有权，私募股权投资基金公司则作为独立的企业法人以其自身的财产对自身债务承担责任。投资人得以有效隔离风险，有利于调动其投资积极性。

3. 投资人退出渠道比较丰富

投资人可以在保持基金公司稳定的前提下通过股权市场转让其所持股权的方式实现退出。国内曾有公司型私募股权投资基金挂牌新三板后，部分股东通过股权转让套现退出的案例。

4. 双重税收的不利因素

根据我国的税收制度，公司型私募股权投资基金公司本身需要缴纳企业所得税，股东个人获得分红后还需缴纳个人所得税，这不符合投资人利益最大化的需求。

公司型私募股权投资基金的最大优点在于法律法规体系健全，治理结构清晰，不易产生纠纷，比较易于管理。但这种制度也存在明显的缺点，主要体现在管理机制太过死板，不够灵活，“三会一层”相互制衡，容易束缚投资决策人员，不易做出最优的投资策略；缺乏对投资决策人员的激励机制，收益分配不灵活，相应的约束机制效率较低；缺乏风险共担的制度安排，投资决策人员存在道德风险。这些缺点导致投资管理效率较低，不利于投资人实现投资收益最大化。

股东大会、董事会、监事会、管理层。

二、契约型私募股权投资基金

契约型私募股权投资基金的本质是依据信托关系而确立的一种信托制度。简单来说，是在《中华人民共和国信托法》(以下简称《信托法》)及《合同法》等相关法律的基础上设立的基金。在 2014 年以前，业务实践中一直存在着与契约型基金类似的所谓“信托型基金”，主要依据《信托法》设立，资金通过第三方信托公司和信托计划进入被投资的目标公司，基金投资人作为信托受益人，基金管理人充当信托公司的投资顾问。当事人各方以信托合同为业务及法律关系纽带。2014 年证监会出台《私募投资基金监督管理暂行办法》，放宽了对私募股权投资基金组织形式的限制，允许投资人、基金管理人与基金托管人通过基金合同的形式直接建立法律关系。契约型私募股权投资基金正式进入资本运作实务的视野。

在契约型私募股权投资基金中，投资人和基金管理人等当事人通过设立一种信托契约(即私募股权投资基金合同)，规定各方的权利和义务，规范和约束当事人行为。信托契约是契约型私募股权投资基金设立和运行的核心，基金的日常管理和运营都由该契约规范。因此，当事人之间是合同关系，不存在法律实体，这也是契约型基金区别公司型及有限合伙型基金的核心所在。由于不存在法律实体，在被投资企业的工商信息登记时基金本身无法登记为股东，只能将基金管理人登记为股东。实际上基金管理人属于股权的代持，真正

的股东应为契约型基金。

目前,契约型公募基金由《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《证券投资基金法》)予以规制,其运作及内部组织都有明确的法律依据,但契约型私募股权投资基金的运作及内部组织尚没有明确的法律规制。实践中,契约型私募股权投资基金一般都是参照《证券投资基金法》对公募基金的规定设计其内部组织结构,如设立基金份额持有人大会及其日常机构。

基金业协会发布的《私募投资基金合同指引1号》也要求契约型私募股权投资基金设立基金份额持有人大会和日常机构,作为基金管理(对外投资除外)的最高决策机构。尽管基金业协会仅为行业自律组织,其发布的《私募投资基金合同指引1号》的效力层级较低,但全体基金业协会会员必须遵守。按照该指引的规定,契约型私募股权投资基金的份额募集、对外投资、收益分配等工作由基金管理人承担,基金资金的保管及监督等由基金托管人承担,有关延长或缩短基金期限、更换基金管理人、更换基金托管人等的权力则由基金份额持有人大会及其日常机构享有。

契约型私募股权投资基金主要有如下特点。

1. 专业化管理,低成本运作

由于契约型私募股权投资基金依契约法律关系设立,而非法律实体,因而无须注册专门的有限合伙企业或投资公司,运作成本低、灵活性高。投资人(基金份额持有人)只能依据基金合同行使延长或缩短基金期限等有限的基金管理权限,对外投资及收益分配等基金核心事务则由基金管理人依据基金合同行使。简化的治理结构使基金管理人得以灵活地运作基金。

2. 募集对象数量较多

根据相关规定,契约型私募股权投资基金的投资者数量上限是200人,而以有限责任公司或者合伙企业形式设立的私募股权投资基金,投资者人数上限仅为50人。因此,契约型私募股权投资基金募集对象的人数比其他两种形式的私募股权投资基金更有优势,募集难度也大大降低。

3. 基金财产具有独立性

基金财产本质属于信托财产,受到信托财产独立的法律保护。一方面,基金财产是独立于投资人的财产;另一方面,信托财产也是独立于基金管理人的固有财产。基金管理人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的,基金财产不属于其清算财产。

《私募投资基金合同指引1号》明确要求基金合同中注明“私募投资基金管理人、私募投资基金托管人以其固有财产承担法律责任,其债权人不得对私募投资基金财产行使请求冻结、扣押和其他权利。私募投资基金管理人、私募投资基金托管人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的,私募投资基金财产不属于其清算财产。债权人对私募投资基金财产主张权利时,私募投资基金管理人、私募投资基金托管人应明确告

知私募投资基金财产的独立性”。

4. 决策效率高、退出机制灵活、流动性强

在契约法律关系的框架下，投资者作为受益人把信托财产委托给基金管理人管理后，投资者对财产便丧失了支配权和发言权，信托财产由基金管理人全权负责经营和运作。所以，契约型基金的决策权一般在基金管理人层面，决策效率高。同时，在法律框架内，信托契约可以自由地做出各种约定。契约可以有专门条款约定投资人的灵活退出方式，这是因为在集合信托的**不同委托人之间没有可以相互制约的关系，某些委托人做出变动并不会影响契约型私募股权投资基金存续的有效性。**

5. 免于双重征税

信托作为一种法律关系，被当作财产流通的管道，因而契约型私募股权投资基金不作为应税实体。只有当基金投资人获取收益分配时，由其自行缴纳个人所得税或企业所得税，从而有效减少了投资人的税收负担。

三、有限合伙型私募股权投资基金

有限合伙型私募股权投资基金是按照《合伙企业法》，由普通合伙人和有限合伙人签订有限合伙协议而共同设立的基金，**基金的载体是有限合伙企业。**其中，有限合伙人(limited partner, LP)是基金的**主要**出资人，但不直接参与基金的经营管理，仅以其认缴出资额为限对基金的债务承担责任，并依法享有对合伙企业的财产权。普通合伙人(general partner, GP)对基金出资较少，**通常只为基金规模的 2%左右。**但是作为基金的执行事务合伙人要负责执行基金的事务，对外开展经营活动，同时对基金的债务要承担无限责任。全体合伙人以出资额为基础并根据有限合伙协议的约定享有收益分配权利。

有限合伙型私募股权投资基金在我国真正繁荣始于**2006 年，当年《合伙企业法》的修订首次确立了有限合伙企业的法律地位，**使国内引入美国流行的有限合伙型私募股权投资基金成为可能。随着税务、资本市场等相关配套措施的进一步完善，以及国内私募股权投资行业对有限合伙型的熟悉和了解程度的加深，越来越多的本土投资基金开始选择有限合伙型这一基金形式。

有限合伙型私募股权投资基金的特点主要有以下几点。

1. 责任形式的二元性

有限合伙型私募股权投资基金的参与者包括普通合伙人和有限合伙人，这与一般的有限责任公司和股份有限公司有着本质不同。投资人作为有限合伙人仅以出资额为限承担有限责任，使投资人将风险控制可在预期范围内。普通合伙人可在较少的出资前提下执行合伙事务，对合伙企业债务承担无限责任。与此对应，有限责任公司、股份有限公司仅以出资额为限承担有限责任，一般合伙企业的**全部合伙人以其财产承担无限连带责任。**有限合伙型私募股权投资基金的这种有限责任和无限责任的**二元架构，**满足了各种投资者的风险偏好。

2. 设立简便、管理灵活

这一特点主要由以下四个方面体现：一是有限合伙企业的设立程序比较简单，相关的法律法规并不烦琐；二是治理结构较为简单，因相关法律法规对合伙企业的治理结构并没有强制性规定，合伙人之间具有较大的自由空间来约定权利、义务等内容；三是退出机制较为便捷，合伙人有多种退出途径，如约定退伙、自愿退伙、通知退伙、当然退伙、开除退伙、解散清算等，避开了公司的“资本维持”原则，投资者资金的进入更加灵活便捷，便于投资者控制风险，调整投资策略；四是投资决策程序较为便捷，其投资决策主要由投资决策委员会执行，相较于董事会的议事规则，其决策程序较为简便，决策效率更高，成本更低。

3. 优良的激励约束机制

通常，在有限合伙型私募股权投资基金中，有限合伙人的出资比例为 98%~99%，普通合伙人出资 1%~2%。但在收益分配时，普通合伙人甚至可以获得 20% 的收益，这一放大的杠杆效应产生了强烈的激励作用。另外，在对基金的债务承担无限责任以及维护自身声誉的压力之下，基金管理人能够产生强大的内在约束和驱动力。这种模式下，有限合伙人和普通合伙人的利益趋同，有效减少了委托代理的道德风险。有限合伙型私募股权投资基金有效解决了投资人和管理人之间的激励与约束的问题，是目前国际上最为流行的私募治理结构方式。

4. 单层税收制

根据《合伙企业法》相关规定，有限合伙企业实行单层税收制，即采用“先分后税”的方式，按照各自适用的税率去缴纳个人所得税。这种税制可以明显降低投资人的税收负担，有效避免双重纳税，降低运营成本。

有限合伙型私募股权投资基金上述每一个特点本身就是其优点所在，上述特点的结合更是形成了有限合伙型基金的核心优势。二元性的责任承担机制为资本与投资能力的结合提供了机会；管理的灵活性为基金管理人的高效工作提供了制度保障；优良的激励约束机制有力地削减了委托代理成本；单层税收制有效降低了投资者的税收压力。正是因为有限合伙型这些优点的有机结合，最终推动其成为主流的股权投资基金组织形式。

因此，在本书接下来的章节中，将以有限合伙型为主对私募股权投资基金进行介绍。

第四节 私募股权投资基金在中国的发展概况

一、私募股权投资基金的起源与发展历程

私募股权投资基金是一种通过非公开方式面向社会特定投资者募集资金并以基金方式运作的集合投资制度。作为社会化大生产发展到一定程度后的必然产物，私募股权投资基

金不断发展壮大，并仍然有着广阔的发展空间。

纵观国际私募股权投资基金的发展历程，美国是最早开展私募股权投资基金投资的国家。到目前为止，其规模最大，发展也最成熟。根据美国投资公司协会(ICI)的数据显示，截止到 2016 年年底，美国注册的投资公司管理的基金资产总额达 19.2 万亿美元，其背后代表着超过 9500 万名投资者的利益，大约管理了全美 22%的家庭金融资产。

私募股权投资最早起源于 19 世纪末的美国。当时并没有专门的投资管理机构，主要是一些富有的私人银行家通过律师、会计师的介绍和安排而进行的投资，主要投向风险比较大的石油、钢铁、铁路等新兴产业。尽管没有专业的管理机构，但仍出现了许多“大手笔”的投资，如 1901 年摩根以 4800 万美元的价格从安德鲁·卡内基和亨利·菲普手中收购卡内基钢铁公司。

20 世纪初期，美国出现了私募股权投资基金的雏形，主要是部分富有的家庭和个人投资者为一些企业提供创业资金。而现代意义上的私募股权投资基金出现于第二次世界大战以后，那个时期美国出现了大量中小型企业，其中许多企业拥有好的项目却由于得不到足够的资金支持而“夭折”。1946 年，第一家私募股权投资基金——美国研究与发展公司(ARD)正式成立，主要目的就是扶持这些中小企业。此后，私募股权投资基金由产生到空前繁荣，主要经历了以下四个阶段。

1. 萌芽期(1946—1980 年)

这一时期行业刚刚起步，市场还未广泛关注到私募股权投资基金。通常只有少量的私人资产或小型企业与私募接触的案例，但金融史上最为成功的两家私募投资机构(红杉资本和 KKR 集团)就诞生于这一时期。1972 年，唐·瓦伦丁(Don Valentine)在硅谷创立红杉资本。截至目前，红杉资本的投资案例包含苹果(Apple)、谷歌(Google)、甲骨文(Oracle)、雅虎(Yahoo!)、领英(Linkedin)等诸多知名公司。在中国，红杉资本也投资了阿里巴巴、新浪网、豆瓣网、唯品会、京东商城等在国内具有巨大影响力的公司。1976 年，一些独具慧眼的企业家成立了 KKR 集团(Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.)，中文译名为“科尔伯格·克拉维斯”。如今它已经是老牌的杠杆收购之王，也是全球历史最悠久、经验最为丰富的私募投资机构之一，投资了很多企业并成功退出，获得了巨额的投资回报。

2. 起步期(20 世纪 80 年代初—20 世纪 90 年代初)

推动私募股权投资基金进入这一轮发展浪潮的原因有两个：一是养老基金被允许投资私募股权投资基金，养老基金开始逐步取代个人和家庭投资人，为私募股权投资基金提供了大量长期稳定的资本金，至此金融机构也开始大举进入私募股权投资基金行业。例如，老牌投资银行高盛抓住机会大力发展兼并收购业务，1980 年其并购部门的收入大约为 9000 万美元，到了 1989 年，并购部门的年收入已达到 3.5 亿美元。二是大量以垃圾债券为资金杠杆的收购行为也推动了私募股权投资基金行业的快速发展。很多家喻户晓的私募股权投资基金巨头也在该时期成立，如贝恩资本(1984 年成立)、黑石集团(1985 年成立)、凯雷资本(1987 年成立)等。

3. 调整期(1992—2002 年)

因为全球经济进入一个新的周期,经济发生衰退,同时如储蓄和贷款危机、资本市场内幕交易丑闻、房地产业危机、互联网行业泡沫破裂等事件频现,对私募股权投资基金行业的发展造成了巨大冲击。但是行业由于受到严格的监管,逐渐规范化,出现了更多专业化的私募投资机构。

4. 繁荣期(2003 年至今)

由于全球经济进入新的快速发展周期,互联网行业在泡沫破裂后重新进入增长期,全球资本成本持续保持低位,使得私募股权投资基金投资活动空前繁荣,投资交易规模和金额也屡创新高,行业发展进入了空前的繁荣期。私募股权投资基金在一定程度上促进了中小企业发展,推动了科技的不断创新,对经济的发展具有很大的推动作用。迄今为止,全球已有数万家私募股权投资公司,黑石集团、KKR、凯雷、华平、橡树、3i、德州太平洋集团(TPG)、高盛、美林等机构因规模大、投资成功案例多,成为私募行业里的明星企业,在私募股权投资基金市场占据重要的位置。

整体来讲,私募股权投资基金行业经过数十年的发展和演变,在经营模式和规模方面已经有了质的飞跃。私募股权投资基金的规模越来越大,投资领域越来越广,资金来源、参与机构越来越多样化,逐渐成为仅次于银行贷款和上市的重要融资手段。私募股权投资基金行业不再是原来由少数投资专家或者金融家参与的小众行业,而是已经成长为可以和银行业、保险业等金融行业相比肩的独立行业。

二、外资私募股权投资基金在中国的发展

20 世纪 90 年代初,外资私募股权投资基金开始进入我国。一方面在于外国私募机构开始全球扩张,寻找更具成长性的投资标的,另一方面也是我国改革开放和培育资本市场的需要。从 1993 年第一只外资创投基金进入我国至今,其发展轨迹可以分为探索阶段、扩张阶段、调控阶段和后危机发展阶段。

1. 探索阶段(1993—1999 年)

20 世纪 90 年代初期,在国际上以美国为首的发达国家正在进行以计算机及信息技术革命为主的第三次工业革命,互联网及相关高新技术产业的发展突飞猛进。很多投资机构通过投资相关企业获取了巨额回报,创造了一个又一个的投资神话,进而刺激了这些机构在全球扩张的热情。当时受益于改革开放的进一步深入,中国经济不断向市场经济靠拢,加上政府对高新技术产业的扶持,中国经济取得了高速的发展,诸多产业中蕴含着巨大的投资机会。外资私募股权投资基金敏锐地觉察到中国巨大的发展潜力和市场机会,不约而至地形成了一阵“投资中国热”。1993 年 6 月,美国国际数据集团(IDG)下属的太平洋风险投资基金与上海市科学技术委员会联合创立了第一家中美合资的风险投资基金——太平洋技术风险投资(中国)基金(PTV-China)。同年 11 月,该公司又与北京优联科技发展有限公司共同创办了北京太平洋优联风险技术创业有限公司。

随着外资私募股权投资基金的不断进入，国内对于股权投资的认知也不断提升，重视程度不断加强，我国相继出台了一些法律法规以规范外资私募股权投资基金在国内的发展。其中，1995年9月6日国务院发布了《设立境外中国产业投资基金管理办法》(已废止)，该办法主要内容是对境内非金融机构的中资单位，在境外注册、募集资金，投资于中国境内产业项目的投资基金实施规范管理。《设立境外中国产业投资基金管理办法》的出台在一定程度上表明中国当时对股权投资的态度，给犹豫不决的外资私募提供了一个明确的信号，增强了他们参与中国市场的信心。

在此期间，美国的安泰保险与中国银行共同出资4100万美元，合作成立了“中安基金”，并委托汉鼎亚太管理。随后华平创投、霸菱投资、新加坡政府投资公司、华登国际等股权投资机构也先后进入中国市场。这一时期最为成功的投资案例是华登国际投资四通利方(新浪网前身)。1997年9月，华登国际投资集团投资四通利方，帮助新浪网度过低谷期后推动其成功在美国上市，华登国际因此获得巨额回报。这使得本来就是亚太地区最大股权基金之一的华登国际名声大振，同时也刺激了其他外资私募股权投资基金积极地进入我国市场。

虽然当时我国在股权投资方面的制度不够完善，法律措施不够健全，但外资私募股权投资基金还是勇于尝试，创造了一个又一个的投资案例。但由于缺乏制度保障以及金融市场的不成熟，投资机构很难找到好项目，投资后的退出也比较困难，导致很多外资私募股权投资基金在初进中国时以失败告终。这一时期外资私募股权投资基金的投资领域主要集中在软件、通信、IT互联网等新兴行业。由于处于进入中国市场初期的摸索阶段，他们的投资规模一般比较小，有的甚至只有几十万美元。

2. 扩张阶段(2000—2005年)

2000年以后，由于通信信息等新技术对经济的刺激作用不断减弱，以美国为代表的西方发达国家的经济发展告别高速增长，陷入疲软。为刺激经济增长，美联储连续降息，带来的负面影响导致美元流动性过剩且资产价格不断攀升，资本逐利性迫使海外私募股权机构寻找更好的投资机会。当时中国经济在政府的积极调控下仍旧保持快速增长，GDP增速常年保持在8%以上，相较于已进入衰退期的欧美发达国家和日本等国家来说，中国一跃成为世界经济的亮点。中国加入世界贸易组织，进一步鼓励了外资投资机构的在华投资。此后各路海外私募机构纷纷进入中国开展创业风险投资或者股权投资，外资机构在中国的投资活动在2002年左右达到了第一个高潮。

为加快建设资本市场，中国积极推进金融业对外开放的程度，完善证券市场制度和IPO发审及监管规则，推进股权分置改革，逐渐成熟的资本市场为外资私募股权机构进入我国提供了良好的发展基础。同时中国为培育更健康的资本市场，不断完善法律法规体系，先后出台和修订了《中华人民共和国信托法》、《公司法》、《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、《合伙企业法》、《外商投资项目核准暂行管理办法》、《外商投资创业投资企业管理办法》等法律法规，消除了外资私募股权投资基金设立和运作的法律障碍。

这一时期，外资私募股权机构因其在募集、投资、管理、退出方面有着比较丰富的经验，一度成为我国股权投资市场的领导力量。相比上一阶段，外资私募股权机构在管理资本和投资金额上不断增加，投资行业范围不断变宽，投资地区不断变广，投资阶段不断延伸。在投资领域上，随着对我国经济结构的深入了解以及我国投资行业的加快开放，外资私募已不再集中投资通信和互联网领域，逐渐进入了房地产、金融、传媒、生物医药、新能源等多个行业。在投资地区方面，也由起初集中在北京、上海、深圳等一线城市转向在全国范围内寻找投资项目。在初步探索阶段，外资私募机构几乎只进行风险投资，主要投资那些处于初创期的企业。在这一阶段，外资私募机构开始尝试投资已经产业化的企业，并逐步开展兼并重组项目。例如，新桥集团收购深圳发展银行股权，美国华平联合中信资本控股哈药集团，高盛投资双汇、雨润，KKR 投资平安、蒙牛、南孚等。

在国内外投资环境的双重推动下，外资私募股权投资基金进入了一个快速发展阶段。这一时期，外资投资机构的数量和管理资本规模有了空前的增长，但这种增长缺乏有效的监管和指导，也隐含着一定的系统风险。

3. 调控阶段(2006—2009 年)

经历了 5 年蓬勃发展之后，外资私募机构在中国的资本市场上取得了重大成功，分享了中国经济高速增长的成果，但也产生了一些问题。于是中国开始加强对外资私募股权投资基金的监管。从 2006 年 6 月 30 日开始，陆续出台了《外国投资者对上市公司战略投资者管理办法》《关于外国投资者并购境内企业的规定》《外商投资产业指导目录》《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊项目的公司境外融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》等办法和规定，在审批、行业准入、外汇兑换等方面对外资私募机构的发展在一定程度上产生了抑制作用。

除了国家政策的抑制作用外，国际金融危机以及我国本土私募股权投资基金的崛起也阻碍了外资私募股权投资基金的发展。2008 年，美国的次贷危机严重影响了世界经济的发展，西方政府开始实行紧缩的货币政策，直接导致外资私募股权机构募集资金非常困难。同时，金融危机也使很多外资私募机构遭到重创，制约了其扩张行为。

这些内外部因素直接导致了外资私募机构在我国的投资下滑，这一时期外资投资成功的案例很少，严重打击了外资私募股权投资的积极性。清科研究的统计表明，2006—2009 年，外资创投和股权投资的境内复合增长率为-28.2%。总的来说，这一时期内外部环境的变化使得外资私募股权投资基金在中国的投资开始萎缩，进入调整期。

4. 后危机发展阶段(2009 年至今)

在金融危机的负面影响和中国监管力度不断加强的双重压力下，外资私募股权投资基金面临战略转型，以寻求更多的资金募集渠道和退出渠道。例如，有的外资私募投资机构开始尝试设立人民币基金。2009 年，人民币基金规模开始扩大，占据主要地位，外币基金的发展有所放缓，国务院常务会议提出要清理审批事项、缩小审批范围、简化外资资本金结汇手续等一系列政策，释放出对外资私募股权投资基金管制松动的信号。

随着中国经济的进一步发展、资本市场的进一步完善、金融行业的持续扩大对外开放，外资私募股权投资基金在中国仍然有着巨大的发展空间。

三、本土私募股权投资基金的发展

与国外相比，我国私募股权投资基金的发展历史相对较短，最初的股权投资是以风险投资为主发展起来的。从 20 世纪 80 年代开始，经历了 1985—2004 年的探索和起步阶段，2005—2012 年的快速发展阶段和 2013 年至今的统一监管下的规范发展阶段。经过三十余年的发展，我国私募股权投资基金行业从无到有，从无序到规范，总体体量从小到大，已经成为我国资本市场的重要组成部分，对经济发展产生了巨大的影响。

1. 探索和起步阶段(1985—2004 年)

我国对股权投资的探索始于科技体制改革。随着改革开放持续推进和经济快速发展，原有的科技发展体系已无法与当时的经济发展相协调。科技成果难以运用到社会中产生经济效益，很多科研机构缺乏主动性和积极性，严重制约了我国科技兴国的目标。为了推动经济体制改革和科技成果产业化，我国先后出台了一系列政策。

1985 年 3 月，中共中央做出了《关于科学技术体制改革的决定》。文件提出“科学技术面向经济建设，经济建设依靠科学技术”的指导思想，同时要求“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持”。这一决定客观上促进了我国高新技术产业创业投资的发展。同年 9 月，以国家科委(现科技部)、财政部和中国银行为依托，国务院正式批准成立了中国第一家风险投资机构——中国新技术创业投资公司，这标志着我国股权投资行业大幕正式开启。

1991 年，国务院在《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》中提出，“有关部门可以在高新技术开发区建立风险投资基金，用于风险较大的高新技术产业开发，条件成熟的高新技术可以创办风险投资公司”。在这样的背景下，中国创业投资开始起步，主要特征是以政府为主导直接建立创业投资机构，带动更多的社会资本进入风险投资领域。此后一段时间，广东省、山西省、浙江省、北京市、上海市相继成立了各类由政府机构主导的科技风险开发事业中心或科技创业投资公司。具有代表性的机构包括中国科招高新技术有限公司、江苏高新技术风险投资公司、广州技术创业有限公司等风险投资公司，各级政府成为风险投资的主要推动力量。

1996 年 5 月，《中华人民共和国促进科技成果转化法》颁布。该法明确规定：“国家鼓励设立科技发展成果转化基金或者风险基金，其资金来源由国家、地方、企业、事业单位以及其他组织或者个人提供，用于支持高投入、高风险、高产出的科技成果转化，加速重大科技成果的专业化。”这是我国第一次把风险投资政策写入法律，为创业投资基金的发展提供了法律保障和政策支持，对中国风险投资事业的发展起到了探索作用。

1998 年 3 月，民建中央提交了《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》，这就是被认为引发了一场高科技产业新高潮的“一号提案”。同年 8 月，中共中央、国务院专门召

开全国技术创新大会，做出了关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定。随后，在中央政策的激励下，上海、北京、深圳等地相继成立了多个政府背景的创业投资公司，许多民营企业也开始涉足创业投资领域。

2000 年出台的《关于建立风险投资机制的若干意见》，是我国制定的第一个有关风险投资发展的战略性、纲领性文件，为风险投资机制确立了相关的原则。

2000—2002 年之间，出于政策的鼓励态度以及对创业板推出的期待，创业投资机构纷纷设立，各地政府相继出资或与大型国有企业共同出资设立专业创业投资机构，民营创投机构也开始陆续入场。中国的创业投资事业在投资机构总数、风险资本总额、投资项目数量上有了明显提升。

2002 年开始，由于创业板市场未能如期推出、A 股市场开始从高位跌落、股权分置等制度性缺陷未能解决，中国风险投资行业遭受了一系列严重打击，陷入低迷，进入痛苦的调整期。据《中国创业投资发展报告 2003》《中国创业投资发展报告 2004》显示，创业投资机构的数量和创业资本的增速自 2001 年达到顶峰后呈现下降趋势，总量绝对值在 2003 年降幅分别达 21.3% 和 13.9%。

整体来讲，从 20 世纪 80 年代到 2004 年的这 20 多年里，由于相关主体欠缺风险投资发展理念、市场环境发展不完善等诸多原因，以创业投资为主的股权投资基金并未真正发展壮大，在我国经济发展中所起到的作用也非常有限。

2. 快速发展阶段(2005—2012 年)

一方面，2005 年以后，深圳中小企业板和创业板的推出为股权投资在国内资本市场提供了更多的退出渠道。另一方面，为完善资本环境，我国政府出台了一系列相关的政策和法律。2005 年前后，我国先后对《公司法》《证券法》进行了修订，对规范股权投资发展有重要意义。加上股权分置改革的完成，我国出现了非常利于股权投资发展的制度创新和外部环境，股权投资在经历了两年的痛苦调整后迎来快速发展阶段。

2006 年年初，《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020 年)》及配套政策中明确把发展中国风险投资业作为自主创新的最重要政策工具之一，同时大力鼓励金融机构、企业和私人参与创业风险投资基金的设立和管理。上述政策的发布，加之 2006 年 5 月国内证券市场全面恢复融资，国内风险投资发展进一步向好。

2006 年 3 月，中央十部委联合制定的《创业投资企业管理暂行办法》正式施行，中国本土私募股权投资基金开始进入快速发展阶段。2006 年 12 月，国务院特批的中国首只私募股权性质的人民币产业基金——渤海产业基金在天津发起设立，基金总规模达 200 亿元人民币，具有中国特色的产业投资基金正式亮相。2007 年，第二批总规模 560 亿元人民币的 5 只产业基金获准筹备设立，同一时期，政府引导基金也纷纷在各地设立，股权投资得到地方政府的重视。2007 年 6 月，新修订的《合伙企业法》正式施行，有限合伙型企业正式以法律形式被确认。这一重大政策支持使得私募股权投资基金迎来了爆发式的增长，很快就形成了“全民 PE”的局面，第一批有限合伙型人民币基金随后成立。2006—2008 年，

中国境内 PE/VC 基金的募资额和投资额迅猛增长。

2009—2012 年间,政府投资基金也迎来了全面发展阶段。《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》以及《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》这三个文件的陆续颁布,为引导基金的设立和运行提供了实质性的法律法规指导。各地政府对此迅速做出了反应和对策,不但很快设立了一批地方引导基金,还相应地制定了一系列地方实施办法,政府引导基金进入一个繁荣时期。

在政府积极引导、“牛市”推动和资本市场不断完善的情况下,此时的我国私募股权投资投资基金进入了快速发展时期,基金的规模和数量呈现强劲的增长。

3. 统一监管下的规范发展阶段(2013 年至今)

2012 年 12 月 28 日,全国人民代表大会通过新修订的《证券投资基金法》,增加“非公开募集基金”章节,对私募股权投资投资基金做出相关规定,意味着私募股权投资投资基金的法律地位得以确立,正式被纳入监管。

2013 年 6 月 30 日,中央编办发《关于私募股权投资基金管理职责分工的通知》,明确由证监会负责股权投资基金行业的监督管理,国家发改委负责组织拟定行业发展政策措施。此后私募股权投资投资基金的具体监管工作由发改委转移至证监会。证监会积极探索适应私募股权投资投资基金发展的工作思路,确定了监督与自律并重的监管理念。其根本宗旨是:坚持适度监管,维护私募市场活力,坚持服务实体经济,促进私募股权投资基金行业规范健康发展。

随后,证监会及其委托开展行业自律管理的基金业协会开展了系统的监管规章制度制定工作,陆续发布了数十份行业规范性文件,全面覆盖了私募股权投资投资基金及管理人的登记备案、私募股权投资投资基金的募集行为、投资顾问业务、信息披露、内部控制、合同指引、托管业务、外包业务及从业人员管理等多个方面,初步形成了监管自律规范体系,为全面提升基金管理机构的管理水平和人员素质提供了制度保障。

2016 年,证监会和基金业协会几乎每个月都会出台新的法规或规定,规则制定速度和规模可谓空前。在高压监管下,私募机构备案门槛全面抬高,大批空壳私募被清理,非法失联私募机构一一被列入黑名单,鱼龙混杂的私募股权投资基金业已发生巨变,私募股权投资投资基金管理人经历了大浪淘沙般的洗牌,行业发展越发规范。

尽管监管越来越严格,但规范的运营模式促进了行业的发展。近年来,我国私募股权投资投资基金的规模一直保持稳步增长态势。随着科创板的推出和注册制的逐步落地,预计中国私募股权投资投资基金将再一次迎来爆发性的发展。

四、我国私募股权投资基金行业的发展趋势

(一) 我国私募股权投资基金行业发展中存在的问题

尽管我国私募股权投资基金行业的发展取得了重要成就,但随着行业的进一步发展,无论是在基金设立和运行、业务模式探索和创新,还是在规范管理、完善有利于行业健康

发展的法律政策环境等方面，私募股权投资基金行业都将面临更多的课题和挑战。

1. 小、散、弱

即私募股权投资基金管理机构规模小、数量多、专业性不强。截至 2019 年年初，在基金业协会登记的私募基金管理人 2.44 万家，备案私募基金 7.46 万只，管理资产规模达到 12.8 万亿元。其中，证券类私募基金管理人 8787 家，管理规模在 5 亿元以下的机构占比达 93.4%，单个管理人平均管理规模 2.46 亿元。私募股权投资基金、创业投资基金管理人共 14 377 家，管理规模在 5 亿元以下的机构占比达 82.1%，单个管理人平均管理规模 6.06 亿元^①。由于大部分机构规模较小、专业化程度较低，带来了诸多行业乱象，如有些机构股权架构复杂，存在交叉持股、多层嵌套；有些机构出于规模扩张或内部管理需要，登记多家同类私募股权投资基金管理人；有些机构虚假出资或抽逃资本，扰乱行业秩序；有些机构股权代持，规避重大关联交易披露，导致利益冲突和利益输送；有些机构存在非法募资现象等。

2. 短、平、快

即资金来源和投资行为短期化，追求快速回报。从资金来源看，我国私募股权投资基金与创业投资基金的资金来源多样，长期资金占比较低。养老金、保险资金、社会公益基金等真正的长期资金合计占比仅为 3.1%。而在美国等成熟市场，各级养老金计划在私募股权投资基金中的出资占比高达 32.7%，^②构成了私募股权投资基金最重要、最稳定的资金来源。从被投资项目所处阶段来看，我国私募股权投资基金更倾向于投资变现快的应用层项目，对基础层和技术层投资很少。实践中，有许多私募股权投资基金将产品的可落地性与明确的市场化场景作为筛选项目的重要指标。

3. 募、投、退不通畅

私募股权投资基金行业多样性不够，募资难、投资难、退出难等问题时有发生。一是资金募集困难，存在以个人资金为主、机构资金为辅，短期资金为主、长期资金为辅的弊端，造成行业短期化投资行为，影响资本市场和资产定价的稳定。二是私募股权投资基金退出困难，渠道少、退出机制不完善，无法形成退出与再投资的良性循环，而且私募股权投资基金重点布局的中小企业、科技创新类企业更是面临 IPO 退出障碍。三是税收制度尚不完善，在落地实践中存在政策不明确、执行困难等问题，不利于发挥税收的正向调节作用，不利于长期资本形成。四是社会对私募股权投资基金的认知度较低，对私募股权投资基金的重要作用认识不足。受打着私募股权投资基金旗号进行非法集资，以及 P2P 风险事件的负面影响，私募行业遭遇诸多误解，影响了私募股权投资基金行业的有序发展。五是顶层制度设计欠缺，对基金定义缺少合理共识，虽然《证券投资基金法》为统一规范契约

① 数据来源：阎庆民. 完善私募基金治理 推动经济转型升级. 中国私募基金行业高峰论坛，南京，2019.

② 数据来源：阎庆民. 完善私募基金治理 推动经济转型升级. 中国私募基金行业高峰论坛，南京，2019.

型、合伙型、公司型基金提供了法理依据，但实践中，市场、监管各方对私募股权投资基金认识不够统一，导致在监管、自律等方面针对私募股权投资基金制定的规则缺少内在的一致性，在有些方面不符合私募股权投资基金的本质要求。

(二) 我国私募股权投资基金行业发展的方向 要更专业、更透明、更有利于长期资本

1. 加强专业化投资管理能力建设

尽管我国私募股权投资基金总体上还存在“小、散、弱”等不足，但有一部分私募机构已经走到专业化的路口。依赖关系融资和资源整合盈利的市场机构将不适应经济转型和创新发展的要求。私募股权投资基金必须更加专注于长周期投资研发和投后管理能力建设，不断完善内部治理，优化组织架构、绩效考核、人才管理、风险控制，保持高效的决策和组织运作机制。只有坚持专业化发展，才能持续提升机构声誉、提升募资能力、吸引基石投资人、改善募资结构、形成“募、投、管、退”的良性循环。

2. 加强行业治理体系建设

在《证券投资基金法》框架下完善行政监管底线标准，提高登记备案透明度，为市场提供清晰的展业标准。在此基础上，探索构建“自律、行政、司法”相互协调、相互补充的现代治理体系；推动证监会私募股权投资基金监管信息和地方政府相关信息互联互通，基金业协会与地方行业协会分工合作，完善中央—地方两级风险处置与协作机制；推动行业自律、行政监管与司法有效衔接，在风险监测、行刑衔接、查处违规违法犯罪等方面形成处置合力。

3. 加强长期资本制度建设

从美国的经验看，养老金、主权财富基金、捐助基金、家族信托、保险公司、银行等成熟的机构投资者是私募股权投资基金的出资主体，为私募股权投资的长周期运作提供了坚实的基础。这种资金的来源和长周期运作离不开成熟的养老金投资体系、发达的基金会与家族信托，以及对长期投资有激励作用的税收优惠和递延制度。就我国而言，应当推动资金转化为长期资本，既要借鉴西方好的经验，更要把中国的特色、中国的国情结合起来。只有建立有利于资金长周期运作的激励制度，才能从根源上改善投资基金的跨周期投资和逆周期监管的能力，解决跨市场、跨行业、跨周期发展问题。

本章小结

私募股权投资基金是以非公开的形式向少数机构投资者和个人投资者募集资金，通过对非上市企业进行权益投资并积极管理与退出以获得资本增值为目的的一种基金。私募股权投资基金的投资标的一般是具有高成长性且具有上市潜力的非上市企业，通过积极的投后管理等到这些企业上市后，私募股权投资基金可以通过管理层回购、转让股票、并购转让等方式退出并获得超额回报。私募股权投资基金作为一种投资基金，同公募基金一样，主要由三个部分组成：基金的投资者、基金的管理者、投资标的。

私募股权投资基金的分类比较复杂。根据私募股权投资进入企业的阶段不同，可以将私募股权投资基金分为创业投资基金、成长型基金、并购重组基金、重振基金等；根据基金业协会的分类说明，可以分为私募股权投资基金、私募股权投资类 FOF 基金、创业投资基金、创业投资类 FOF 基金四类；根据组织形式划分，目前我国私募股权投资基金可分为公司型基金、有限合伙型基金、契约型基金。

私募股权投资基金具有募集资金来源广泛、高风险和高收益、透明度较低、一般投资非上市企业、投资期限较长、积极的投后管理、退出渠道多样化等特征。

私募股权投资基金最早起源于 19 世纪末的美国，由雏形到规模发展主要经历了四个阶段，包括萌芽期、起步期、调整期、繁荣期。我国私募股权投资基金的发展历史相对较短，最初的股权投资是以风险投资为主发展起来的。从 20 世纪 80 年代开始，经历了 1985—2004 年的探索和起步阶段，2005—2012 年的快速发展阶段和 2013 年到现在的统一监管下的规范发展阶段。经过三十余年的发展，我国私募股权投资基金行业从无到有，总体体量从小到大，已经成为我国资本市场的重要组成部分，对经济发展产生了巨大的影响。

复习思考题

1. 私募股权投资基金的分类有哪些？ **阶段 5**
2. 简述契约型、公司型、有限合伙型私募股权投资基金的不同之处。 **法**
3. 简述私募股权投资基金在国内外的发展历程。
4. 结合实际，简述私募股权投资基金的发展现状及未来发展趋势。

蔡舒起 (Steven Jokes) 的疑问一：OpenAI 向微软融资算不算私募？

答案：（主要 ChatGPT 组织，我的补充在【】里）OpenAI 向微软融资的情况可以视为一种私募（Private Placement），理由如下

私募（Private Placement）是指公司通过非公开发行的方式，向少数特定投资者募集资金的行为。OpenAI 与微软的融资案例分析——OpenAI 向微软融资的情况符合私募以下特点：

1. 非公开发行：OpenAI 与微软的融资协议是通过私下协商达成的，【微软注资并拥有 OpenAI Global LLC 49% 股权】，而不是通过公开市场募集资金。
2. 合格投资者：微软是一家大型科技公司，符合合格投资者的标准，具备充足的资金和专业的投资管理能力。
3. 协议的灵活性：除了资金注入，OpenAI 和微软之间的融资协议可能包含特定的条款和条件，这些条款可以根据双方的需求进行定制，具有私募的灵活性。合作还涉及技术、产品和市场等方面的深度战略合作。

结论：OpenAI 向微软融资的行为可以视为一种私募融资，主要因为其非公开性、面向特定合格投资者以及融资条款的灵活性。与公开市场上的融资方式不同，私募融资更加注重特定投资者之间的协议和合作，因此 OpenAI 与微软的融资符合这一特征。

蔡舒起 (Steven Jokes) 的疑问二：OpenAI 向微软融资更接近中国哪种私募，公司型、有限合伙型还是契约型？

答案：（主要 ChatGPT 组织，我的补充在【】里）尽管 OpenAI 向微软融资的情况在某些方面独特，不完全符合上述任何一种私募类型，但如果必须选择一个最接近的类型，契约型私募股权基金可能是最相似的。原因是：

1. 投资关系契约化：微软与 OpenAI 之间的关系通过投资协议明确，各方权利义务通过合同关系界定。
2. 不参与治理：微软虽然提供资金并参与战略合作，但并不直接参与 OpenAI 的日常管理和治理，这类似于契约型基金中投资者不参与具体管理的特征。

【存在差异点：】

1. 微软【本来】在 OpenAI 的董事会不占据席位，后由于 Sam 被离职的风波，仅获得没有投票权的“观察员”席位。

[1][2]

2. 投资是通过直接股权形式进行，而不是通过设立一个独立的有限合伙基金或契约基金。

[1]: <https://36kr.com/p/2540588999697929>

[2]: <https://openai.com/index/sam-altman-returns-as-ceo-openai-has-a-new-initial-board/>