

## 股权投资基金基金从业资格考试系列

### 第一章股权投资基金概述

#### 第一节股权投资基金概念与特点

##### 一、股权投资基金的概念

国内所称“股权投资基金”，其全称应为“私人股权投资基金”（Private Equity Fund），是指主要投资于“私人股权”（Private Equity）的投资基金。前述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。

在国际市场上，股权投资基金既有以非公开方式募集（私募）的，也有以公开方式募集（公募）的。在我国，目前股权投资基金尚只能以非公开方式募集。因此，在我国当前的法律和监管规则下，一般所称“私募股权投资基金”的准确含义应为“私募类私人股权投资基金。”

##### 二、股权投资基金特点

###### 1、投资期限长、流动性较差

由于股权投资基金主要投资于未上市企业股或上市企业的非公开交易股权，通常需要3-7年才能完成投资的全部流从而实现退出，股权投资因此被称为“有耐心的资本”。此外，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。

###### 2、投资后管理投入资源较多

股权投资是“价值增值型”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。

###### 3、专业性较强

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，其高收益与高期望风险的特征也要求基金管理人必须具备很高的专业水准

，特别是要有善于发现具有潜在投资价值的独到眼光，具备帮助被投资企业创立、发展、壮大的经验和能力。因此，股权投资基金对专业性的要求较高，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，人力资本对股权投资基金的成功运作发挥了决定性作用。

#### 4、收益波动性较高

在整个金融资产类别中，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。创业投资基金通常投资于处于早期与中期的成长性企业，投资项目的收波动性更大，有的投资项目会发生本金亏损，有的投资项目则可能带来巨大收益。并购基金通常投资于陷入困境从而价值被低估的重建期企业，投资项目的收益波动性也有较大的不确定性。高期望收益主要体现为在正常的市场环境中股权投资基金作为一个整体，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。

### 第二节股权投资基金发展历史

#### 一、国外股权投资基金发展历史

- 1946年成立的美国研究与发展公司（ARD），被公认为是全球第一家以公司形式运作的创业投资基金，从此股权投资开始基金化运作。
- 1958年，美国《小企业投资法》的颁布是股权投资基金发展的里程碑。
- 1973年美国创业投资协会成立，标志着创业投资在美国发展成为专门行业。
- 2007年，数家并购基金管理机构脱离美国创业投资协会，发起设立了主要服务于并购基金管理机构即狭义股权投资基金管理机构的美国私人股权投资协会（PEC）。

#### 二、我国股权投资基金发展历史

##### （一）探索与起步阶段（1985-2004年）

此阶段的探索与起步主要沿着两条主线进行一是科技系统对创业投资基金的最早探索。早在1985年3月，由原国家科委牵头有关部委草拟的《中共中央关于科学体制改革的决定》首次明确指出对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持”。随后，根据中央文件精神，1985年9月经国务院批准，原国家科委出资10亿元人民币成立了中国新技术创业投资公司。二是国家财经部门对

产业投资基金的探索。鉴于当时在全球范围内“股权投资基金”概念还没有流行起来，人们使用较多的概念是“创业投资基金”，而创业投资基金与证券投资基金的显著区别是“证券投资基金投资证券，创业投资基金直接投资产业”，故称“创业投资基金”为“产业投资基金”。

## （二）快速发展阶段（2005-2012年）

2005年11月，国家发展改革委等十部委联颁布了《创业投资企业管理暂行办法》。随后，国务院有关部门于2007年出台了针对公司型创业投资基金的所得税优惠政策，于2008年出台了促进创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见，于2009年推出创业板。《创业投资企业管理暂行办法》及三大配套性政策措施的出台极大地促进了创业投资基金的发展。

## （三）统一监管下的规范化发展阶段（2013年至今）

2013年6月，中央编办发出《关于私募股权基金管理职责分工的通知》，明确由中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）统一行使股权投资基金监管职责。2014年8月，中国证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》，对包括创业投资基金、并购投资基金等在内的私类股权投资基金以及私募类证券投资基金和其他私募投资基金实行统一监管。中国证券投资基金业协会从2014年初开始对包括股权投资基金管理人在内的私募基金管理人进行登记，对其所管理的基金进行备案，并陆续发布相关自律规则对包括股权投资基金管理人在内的各类私募基金管理人实施行业自律。中国股权投资市场募资、投资、退出环节的相关政策法规逐步建立，行业呈现快速发展态势。

## 三、我国股权投资基金行业发展现状

经过多年探索，我国股权投资基金行业获得了长足的发展，主要体现在三个方面：

- 1、是市场规模增长迅速，当前我国已成为全球第二大股权投资市场
- 2、是市场主体丰富，行业从发展初期的政府和国有企业主导逐步转变为市场化主体主导
- 3、是有力地促进了创新创业和经济结构转型升级，股权投资基金行业有力地推动了直接融资和资本市场在我国的发展，为互联网等新兴产业在我国的发展发挥了重大作用。

根据中国证券投资基金业协会的统计，截至2016年12月底，中国证券投资基金业

协会已登记私募基金管理人17433家。已备案私募基金46505只，认缴规模10.24万亿元，实缴规模7.89万亿元。私募基金从业人员27.20万人。随着国内高净值人群和机构投资人（如社保基金、保险公司、捐赠基金等）的迅猛增长、股权投资机构的成熟化、退出方式和渠道（如新三板、并购市场、PE二级市场等）的多元化以及国内监管的规范化，国内股权投资基金仍具有巨大的发展空间，有望迎来新一轮的发展高峰。

### 第三节股权投资基金基本运作模式

#### 一、股权投资基金运作流程

股权投资基金运作流程是其实现资本增值的全过程。从资本流动的角度出发，资本首先从投资者流向股权投资基金，经过基金管理人的投资运作再流入被投资企业。在投资之后的阶段，基金管理人通常会以各种方式参与被投资企业的管理，待企业经过一定时期的发展之后，选择适的时机再从被投资企业退出进行下一轮资本流动循环。由此，与资本流动相对应的股权投资基金生命周期的四个阶段就是募集、投资、管理和退出。股权投资基金的运作流程：

募集：募集主体、募集对象、募集方式、基金组织形式

投资：项目开发与初选、立项与框架协议、尽职调查、投资协议、投资交割

管理：跟踪与监控、增值服务

退出、上市退出、挂牌转让退出、协议转让退出、清算退出

#### 在募集阶段

，基金管理人向投资者募集资金并发起设立基金。就募集主体而言，基金管理人通常是具备专业投资管理水平和风险管理能力的主体，基金管理人可以选择自行向投资者募集基金，也可以择委托有资质的第三方募集机构代为募集基金；就募集方式而言，有公开募集和非公开募集，我国目前仅允许非公开募集股权投资基金；就募集对象而言，通常只能向合格投资者募集；就基金组织形式而言，一般可选择采用公司、有限合伙或信托（契约）这三种组织形式设立股权投资基金。

#### 在投资阶段

，基金管理机构将资金投向被投资企业。这一阶段主要包括项目开发与初审、立项、签署投资备忘录、尽职调查、投资决策、签订投资协议、投资交割等环节。

#### 在投资后管理阶段

，基金管理机构一方面对被投企业的运作进行一定的跟踪与监控，实施投资风险管理；另一方面也会以各种方式向被投资企业提供增值服务，帮助被投资企业成长和发展。

### 在退出阶段

，股权投资基金将其在被投资企业的股权以上市、挂牌转让协议转让、清算等形式变现，从而“退出”其在企业中的投资，然后根据约定将退出所得分配给基金的投资者和管理人。

## 二、股权投资基金运作关键要素

### 1、基金规模及出资方式

基金规模是基金计划及实际募集的投资资本额度。

□计划募资规模是指基金合同约定的基金总体计划募资规模

，实际募资规模是指截至某一时点基金实际募集到位的资本规模

与一般企业不同，股权投资基金通常要求全部用货币资金出资，一般不接受实物资产、无形资产等非货币资金出资。

根据基金合同的约定，投资者可以一次或分数次完成其在股权投资基金中的出资义务。在股权投资基金实务运作中，更多地实行承诺出资制，即投资者承诺向基金出资的总规模，并按合同约定的期限或条件分数次完成其出资行为。

### 2、基金的管理方式

股权投资基金的管理方式主要分为自我管理和受托管理两种。

自我管理，即基金自建投资管理团队并负责基金的投资决策。自我管理方式常见于公司型股权投资基金；在有限合伙框架下，如直接通过合伙协议，约定由某个自然人或若干自然人以执行事务合伙名义管理合伙事务，而非委托专业管理机构管理，也属于自我管理方式。

受托管理，即基金委托第三方管理机构进行投资管理。随着第三方管理机构管理品牌的形成，受托管理正逐渐成为主流的基金管理方式。

### 3、基金的投资范围、投资策略和投资限制

基金的投资范围，是基金投资对象选择所指向的集合。投资范围通常依据目标投资对象的行业、地域、发展阶段等属性来确定。

基金的投资策略，是指基金在选择具体投对象时所使用的一系列规则、行为和程序的总和。基金投资策略的确定，通常依据基金的投资目标以及投资者对风险和期望收益的偏好来进行。

基金的投资限制，是指基金管理人不得从事或需依一定程序得到投资者许可后才能从事的投资决策行为。投资限制的确定，通常服务于保护投资者利益这目标。通常情况下，基金的投资范围、投资策略和投资限制由基金管理人和投资者共同商定，并在基金合同中明确列示。

#### 4、基金的收益分配

股权投资基金的市场参与主体主要包括投资者、管理人和第三方服务机构。就收益分配而言，则主要在投资者与管理人之间进行。股权投资基金的收入主要来源于所投资企业分配的红利以及实现项目退出后的股权转让所得。基金的收入扣除基金承担的各项费用和税收之后，超出投资者出资本金的部分即为基金利润。

由于股权投资基金所从事的投资是长期投资且透明性差，为建立对管理人的激励机制，作为一个基本做法，股权投资基金的管理人通常参与基金收益的分配。通常情况下，管理人因为其管理可以获得相当于基金利润一定比例的业绩报酬（Carry）。据股权投资基金与基金管理人的约定，有时候管理人需要先让基金投资者实现某一门槛收益率（HurdleRate），之后才可以获得业绩报酬。

### 第四节股权投资基金在经济发展中的作用

#### 一、股权投资基金业的社会经济效益

##### （一）创业投资基金的社会经济效益

创业投资基金主要以参股方式投资于具有较大增长潜力的被投资企业，通过帮助被投资企业发展壮大而获利。创业投资基金的这种资本运作方式，在应对中小微企业特别是科技型中小微企业的融资难题、促进科技创新等方面，具有其他资本形式难以比拟的优势。

##### 1.创业投资基金对解决中小微企业融资难问题的贡献

一般认为，处于早中期发展阶段的中小微企业创业企业，其获取融资支持的难度相对较

大。这主要是由于中小微创业企业自身的融资特征以及传统融资渠道对投资对象的要求不匹配所导致的。

中小微创业企业通常具有以下几方面的发展和融资需求特征:

一、是信息不对称比较严重。

二、是创业成功的不确定性较高。

三、是科技型中小微创业企业的资产结构中无形资产占比较高。

四、是中小微创业企业的融资需求呈现阶段性特征。中小微创业企业的上述融资需求特征，导致它们较难从传统的融资渠道（包括商业银行和资本市场）获得足够的融资支持。

相对而言，创业投资基金能够更高效地应对中小微企业的融资需求特征。

首先，创业投资基金从项目来源、初步筛选、尽职调查、项目估值、投资条款的安排、投资后管理等多个环节，用多种机制尝试达到获取真实信息、限制企业家不当利用其信息优势的目的；

其次，创业投资基金主要采取股权投资的方式，通过创新的动态估值方法，可以实现风险和期望收益的均衡匹配；

再次，创业投资基金通过丰富有效的投资后监督和增值服务，帮助被投资中小微企业更好地应对创业过程中的各种问题，提高其创业成功的可能性；

最后，创业投资基金所进行的股权投资无须被投资企业提供担保，创业投资基金通常也按企业发展阶段进行分阶段投资，这两项安排很好地契合了中小微创业企业的发展特点。

## 2.创业投资基金对科技创新的贡献

创新型中小企业由于其未来增长潜力更高，尽管其信息不对称的程度和创新活动的不确定性同样很高，但仍然成为创业投资基金更加偏好的投资对象。研究表明，创业投资基金所支持的科技企业，其产品从研发到上市销售所花的时间，明显短于一般企业的平均水平。创业投资基金的发展历史表明，许多著名的科技企业，如微软、英特尔、谷歌、特斯拉、百度、阿里、腾讯等，都是创业投资基金支持起来的。

## (二) 并购基金对产业转型和升级的贡献

与创业投资基金不同，并购基金更侧重于通过投资于价值被低估的企业，获取被投资企业的控制权，进而对被投资企业行重整，以此提升被投资企业的价值，从而实现投资收益。

并购基金会从以下几个方面寻找价值被低估的企业：

一是经济周期。在宏观经济或某些行业不景气的时候，一些原来质量较好的企业可能会由于财务状况恶化而陷入困境，从而致价值被低估，为收购方提供购买机会。

二是运营。一些并购基金倾向于在目标行业内寻找拥有先进技术或商业模式但运营质量较差的企业作为并购对象，完成收购后，可以通过提升其运营效率获得价值增值，同时实现产业转型升级的目标。

三是拆分与合并。多元化经营成为越来越多企业的选择，实行多元化经营的企业，其所涉及的多个业务领域内在地需要较好的协调与整合。并购基金有时候会选择收购某家大企业，然后进行“化整为零的拆分，或者收购若干家企业进行“化零为整”的合并，以期从中获得收益。

并购完成后，并购基金的投资后管理与创业投资基金也有很大区别，其主要是通过重整来实现产业转型升级和价值提升。

并购基金对投资对象的整合主要通过以下几个方面来实现：

一、是管理的提升。收购完成后，并购基金通常会重整被投资企业的管理团队，提升团队的执行力。收购方通常会向被投资企业注入其他商业资源，帮助其提升在产业链条中的价值。

二、是产业与技术的整合。并购基金通常会将被投资企业在产业或技术上的优势资源与收购方所拥有的其他产业资源进行整合，从而帮助收购方企业完成转型升级

## 二、我国股权投资基金的发展趋势

股权投资基金是投资基金领域的重要组成部分，对解决中小企业融资难、促进创新创业、支持企业重组重建、推动产业转型升级具有重要作用。当前，我国经济发展进入新常态，实体经济增长趋缓，金融业亟须创新发展，以更好地支持实体经济发展。

从发展趋势来看，未来我国经济的增长将由过去的要素驱动转向创新驱动与此相适应，金融市场也将逐步由间接融资为主转向直接融资为主。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，面临着广阔的发展机遇。随着我国股权投资基金行业专业化、市场化程度不断提高，政府监管和行业自律不断规范，我国股权投资基金行业必将迎来持续健康规范发展的新阶段。