



The Development and Influence of Private Equity Industry

私募股权行业的发展动态及影响

■ 袁增霆

近年来我国私募股权行业发展迅猛，带来了空前的社会和经济影响。根据中国基金业协会的不完全统计，截至2017年7月底登记备案的私募股权和创业管理人约有1.2万家，管理基金2.4万只，管理资产规模6.1万亿元。私募股权基金几乎已经参与到了经济社会的每个角落，小到影响居民日常生活的某个票房火爆的电影以及随处可见的共享单车，大到配合供给侧结构性改革、“一带一路”等国家战略的诸多项目。这种另类金融工具对于推动国内产业经济发展和投融资体制变革正在发挥重要作用。一些问题和挑战也值得提前关注。

行业发展的典型特征

一个超长、超大的扩张周期

当前国内的私募股权行业处在自2010年以来的扩张周期之中。在自20世纪90年代以来的行业发展史中，这一周期持续最长、规模增幅最大。这一长周期起始于2008年全球金融海啸发生

之后逐渐形成的国内外经济金融条件的低谷。直至当前尚不确定新周期是否已经出现之时，它仍可以被笼统地称为后危机时期。这种特殊的经济周期背景同时造就了海内外私募股权行业的持续繁荣。无论是从2010年算起的长周期还是从2014年算起的短周期，海内外的私募股权行业在资金募集、投资与退出回报等方面都表现出较高的趋同性。

尤其在2014~2016年间，海内外私募股权基金的资金募集规模都大幅飙升，退出规模及回报水平达到阶段性高点。相比较而言，投资活动却变得日趋谨慎，从而形成了日益突出的资金过剩局面。英国咨询公司Preqin预计，2017年底时全球PE基金持有的累计待投现金数量（Dry Powder）将达到1万亿美元。面对这3年间行业增长动能的衰减，拐点论已经开始不绝于耳。然而，拐点一直没有真正确立。海内外基金管理人至今都对未来发展志在必得，不断调高目标资金募集规模。例如，根据投中信息的数据，2017年上半年国内VC/PE的目标融资规模飙升至2823亿美元，折合1.9万亿元人民币。总体来看，这个令人咂舌的扩张周

期仍在持续。

行业集中度上升，规模优势彰显

行业集中度上升是近年来海内外私募股权行业的共同趋势。自2014年以来，大型机构在资金募集环节中的市场份额呈现趋势性上升。随着行业竞争加剧，大型机构的规模优势以及在商业资源开发上的综合优势愈加明显。平均化的单只基金募资规模是衡量行业集中度的重要指标。根据Preqin和投中信息的统计，在2017年上半年，实际募集完成的全球PE基金、国内VC/PE基金平均单只规模分别为5.4亿美元、3.7亿美元。当前的全球指标值是2012~2013年的两倍。国内每半年一次统计的指标值上升更快，当前值已经相当于2015年上半年数值的3倍。单笔融资规模的增长不仅源于行业竞争导致的集中度上升，还与不断涌现的巨无霸型新秀密切相关。

国内的巨无霸新秀以国字头机构为主。例如，2014年设立的丝路基金目标规模为400亿美元，在2017年5月份的一次性增资就高达1000亿元人民币。2016年设立的中国国有企业结构调整基金、中国国有资本风险投资基金的目标规模分别高达3500亿元、2000亿元。一些大型央企及其与地方政府合作发起的产业投资基金、地方性丝路基金规模动辄过百亿元。根据清科的统计，截至2016年底，政府投资基金略超1000只，目标总规模则有5.3万亿元，单笔规模的平均值就足有50亿元人民币。毫无疑问，大量新出现的、从中央到地方的政府投资基金和引导基金已经深刻改变了国内的行业竞争版图。

海内外比较差异

与海外同行相比，国内私募股权行业在这轮长周期扩张中的增长幅度更高，内嵌的小周期波动更为频繁。这方面的特征差异主要源于同期国内私募股权行业内部组织结构的巨变和更加易变的金融市场及监管因素。就行业组织结构而言，在过去很长一段时期，国内私募股权行业一直为专业化水平更高的海外同行以及国内美元基金所引导。从2010年至今，海内外行业的长周期同步就与这种组织结构和竞争格局具有密切的内在联系。国内的美元基金融资规模一直较为稳定。然而，大约从2014年开始，国内的人民币基金开始迅速崛起，改变了行业竞争格局。新成员既有自然成长的民营机构，也有新组建的国字头机构。后者的兴起源于很强的政府推动因素，近似于一种强大的外因冲击。

频繁的小周期波动可以大致归因于国内较短的金融周期。自2016年下半年以来的这段时期是观察海内外行业动态彼此背离的一个最近且最有代表性的窗口，此时全球性的宏观经济小周期反弹改善了海外私募股权行业的投融资条件。然而，国内同行的投融资条件却日渐紧缩。发挥更大影响的则是表现不佳的金融市场

环境与以防风险为主旨、不断加强的金融监管环境。同期，先宽松而后提高标准的IPO政策也直接加剧了基金退出及回报环节的动荡。金融监管与IPO政策调整又根源于跌宕起伏的金融周期。最近的转折点来自于2015年的股灾以及金融体系其他相关风险点的暴露。

投融资体制变革中的解读

从国内投融资体制变革的宏观视角来看私募股权行业的发展，具有更深刻的市场理性和政策含义。

投融资体制中的“新大陆”

私募股权原本是一种另类金融工具，社会投融资活动中的非主流选择。过去国内政策研究长期倡导的直接融资方式，通常习惯性地将股权融资局限于公开市场发行股票，而非私募股权。应当说，2010年之后私募股权行业的大发展颠覆了这种传统认识。它不仅是服务于少数富裕人群的投资工具，也是企业部门进行资产或资本管理的重要选择。大量鲜活的案例表明，从创业到企业后续发展的各个生命周期阶段，专业化的私募股权管理机构集先进的资本、技术及管理于一体，可以使之化腐朽为神奇。

私募股权基金改造企业命运的示范效应不仅激励了微观层面上大量企业借此追求创新发展和“走出去”，也为宏观层面上运用政策引导产业结构调整和适度刺激总需求带来了启发。自2013年十八届三中全会以来，陆续出台的一些重要改革和政策为私募股权基金大规模的推广应用创造了有利条件。例如，国企混合所有制改革、“一带一路”战略、“双创”政策以及供给侧结构性改革等。从此，国字头巨无霸型、大中型私募股权机构纷纷登台。在供给侧结构性改革中，私募股权被用于优化国有企业资本结构和“去杠杆”。同时，它被用于适度扩大投资需求，通过引进先进或短缺的产能来实现“补短板”。另外，地方政府也开始加大力度，运用私募股权性质的引导基金来转变融资方式，降低负债率。对于整个政府部门而言，盘活巨大的资产存量、优化资本结构都是迫切需要的。私募股权在解决这些问题上具有独到优势，相比公开市场发行股票而言，它可以避免股票市场过度失血并引发金融动荡的历史教训；相比债券和私募债权而言，它又具有可以引导企业发展方向和技术进步并避免财务上加杠杆的优势。

同时，私募股权行业的发展也吸引了传统金融行业（银行、信托、证券和保险）的重视和参与。近10年来，这些传统金融业一直在高端财富管理业务中与外部私募股权机构展开合作。随着近些年来多元化经营战略和集团内部业务联动机制日益成熟，它们参股或控股私募股权机构的步伐开始加快。例如，银行业在

债转股和投贷联动中逐渐由被动转为主动。信托业则在业务转型和股债平衡策略的驱使下加大布局力度。证券业拥有投行业务优势,开始对过去的直投业务做进一步的专业化分工。保险业则视之为需要重点弥补的资产配置短板,以缓解长期资产与负债之间的匹配压力。

总体来看,过去数年间私募股权行业不断加强的内在发展诉求与积极的政府改革和政策意图不谋而合,既实现了较高的行业发展绩效,也带来了巨大的社会效益。近年来新增的基金总规模以及其中的政府背景成分都高达数万亿元,甚至单年度的增量也以万亿元计。这些信息表明,私募股权在国内投融资体制的变革中已经担当起重要角色,国内的私募股权行业也因此表现出浓厚的中国特色。

历史机遇

从服务少数人的另类金融工具到在投融资体制中担当重任,私募股权在国内的推广运用令人叹为观止。当前阶段,私募股权工具对经济社会的渗透仍处于加速扩散状态。不断有新生力量加入行业组织,主流的基金产品持续供需两旺。未来的行业发展空间几乎不可限量。自2010年以来,漫长的经济调整过程以及市场与政策的默契配合为此提供了适宜的背景环境。在这段难得的历史机遇期,大型新兴市场的规模经济优势以及相关政府决策的效率优势发挥得淋漓尽致。

在某种意义上,另类的私募股权工具已经在国内的推广应用中普遍化或常规化。当前的市场状况已经显著不同于2010年所谓“全民PE”时的粗放式发展景象。行业的专业化水平以及参与者的机构化程度都有了大幅提升。国内人民币基金的管理水平与境内美元基金以及海外同行之间的差距也在不断缩小,一部分机构甚至已经走向海外。国内私募股权工具的广泛运用类似于普通的经济技术和金融创新的市场扩散,具有强大的内生动力。同一时期,大量技术进步和新生经济业态(如移动支付和共享经济),都呈现出类似的在海外市场难以想象的快速普及应用。

问题与挑战

私募股权行业的持续快速发展也会积累一些问题并带来挑战。对于一般性的行业不规范现象,证监会在2017年上半年进行的私募基金专项执法情况中有所揭示。例如,在资金募集环节存在公募化倾向和误导,投后管理环节存在报表、披露及风控不到位等。从行业内外发展环境综合来看,当前还有两个大问题最为突出:一是另类工具的常规化,二是市场与政策的默契程度。

第一个问题是担忧私募股权工具被过度地普及应用。经过专业化社会分工形成的私募股权行业有其自然成长过程,产品化的私募股权工具也有其特殊的功用及适用边界。市场生态环境决

定了它们在多大程度上被合理运用、投机或套利。自从2013年至今,金融体系的风险暴露层出不穷,金融市场周期缩短。私募股权工具在推动社会投融资体制变革的同时,也受到其中风险因素的关联。因此,私募股权行业的小生态环境和周期性风险值得关注。行业发展的内部矛盾也突出存在。无论是私募股权行业的优秀管理人还是社会上优秀的企业家,都是稀缺资源。它们的成长或开发速度远跟不上近年来基金规模的膨胀。

第二个问题是担忧私募股权行业发展与政策之间的冲突。虽然过去数年来两者的诉求不谋而合,但是目标并非总是一致,冲突是难免的。一种常见的目标冲突出现在政府型基金与市场型基金之间。有政府背景的引导基金具有特殊的使命,通常不以商业利益为主。它们与纯粹以资本逐利为目的的市场型机构彼此合作,相互配合。当政策的连续一致性出现问题或两者的利益交换机制出现扭曲时,冲突就来了。另一种常见的冲突是当货币和金融市场波动引起政策的被动调整时,行业发展遭受急刹车。例如,股票市场的IPO政策和外汇管制政策的调整,都一度使得私募股权基金的退出与下一步投资陷入被动。严重的冲突可能引起行业周期性的调整。

结论

我国的私募股权行业正处在一个超级扩张周期之中。作为一种高效的投融资工具,私募股权在这一时期被以极具中国特色的方式推广运用。这种运用不仅有力地推动了社会投融资体制的变革,使得相关经济部门受益,也深深改变了行业内部的组织结构及竞争格局。从这种特别的观察角度,我们可以更加理性地分析行业发展动态、问题及前景。它的快速发展甚至超过了参与主体对它的认识。为营造更好的发展环境,还需要更多的市场和政策研究来弥补这方面的认知缺陷,以避免不必要的冲突。

在行业内外,进一步规范行业发展的政策呼声不时响起。然而,人们容易忘记私募股权作为一种金融工具的本质属性以及作为一个行业的内在发展规律。这个行业原本高度依赖市场纪律,对行业自律与政府监管的依赖非常弱。在论及加强监管时,人们更加需要保持较远的距离和理性的克制。行业经验表明,重要的关注点应当是捍卫契约精神,缓解过度信息不对称造成的市场高额交易成本以及间接引起的金融监管疏漏。

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

责任编辑:周仁
114144927@qq.com