第 5 卷◆第 4 期◆版本 1.0◆2022 年
文章类型：论文|刊号（ISSN）：2630-4759 /（中图刊号）：270GL018

私募基金非上市股权投资估值方法运用研究

刘派
紫英资本管理有限公司
DOI:10.12238/ej.v5i4.963

[摘　要] 如何对私募基金及其非上市股权投资估值方法进行研究,这已经成为经济学界乃至学术界研究的重要内容。私募基金股权投资在国外已经取得了较为丰硕的研究成果,由于其在国内出现比较晚,很多人对其没有全面的认识,以至于在研究上还不够充分,随着私募基金在社会投资领域运用的情况越来越多,关于其理论研究也得到了广泛的关注,也取得了一定数量的理论成果。本文对私募基金非上市股权投资估值所采用的方法及其具体运用进行了专题研究,首先阐述分析了私募基金股权投资的研究现状,随后分析了私募基金非上市股权投资的特点及主要类型,之后从企业发展的三个阶段以及运用情境分析了私募基金非上市股权投资的估值方法。
[关键词] 私募基金；非上市股权投资估值；企业；资本
中图分类号：F421.36　文献标识码：A

Research on the Application of Valuation Method of Private Equity Fund's Unlisted Equity Investment

Pai Liu
Beijing Ziying Capital Management Co., Ltd

[Abstract] How to study the valuation methods of private equity funds and their unlisted equity investment has become an important content in economics and even academia. Private equity investment has achieved fruitful research results abroad. Due to its late emergence in China, many people do not have a comprehensive understanding of it, so that the research is not sufficient. With the increasing use of private equity funds in the field of social investment, its theoretical research has also received extensive attention and achieved a certain number of theoretical results. This paper conducts a special study on the methods used in valuing private equity investments and their specific application. Firstly, it expounds and analyzes the research status of private equity investment, then analyzes the characteristics and main types of private equity unlisted equity investment, and then analyzes the valuation method of private equity private equity investment from three stages of enterprise development and application scenarios.
[Key words] private equity fund; valuation of unlisted equity investment; enterprises; capital

引言

近些年来,基金投资这一新的领域取得了快速的发展。无论是投资的金额还是规模都取得了显著的提升,投资者有着较高的热情。作为基金行业中的重要门类,私募基金得到了较多人士的关注,同时也吸引了经济学界的专家学者对其进行专门研究。随着中小企业以及创新型企业的快速发展,私募基金的发展规模将会不断加大。投资者需要坚持问题导向,对私募基金股权投资领域存在的问题予以关注和重视,按照政策的规定以及相关理论的研究成果,探索科学的估值方法。

1 私募基金股权投资的研究现状

私募基金股权投资可以溯源于1940年代,其兴起于美国。这种投资方式发展到现在,在理论上已经具备了非常完善系统的企业价值评估体系,包括股权定价理论、组合选择理论以及无套利价值理论等等。这些理论研究成果主要在国外。国内研究私募基金股权投资的时间相对较晚,集中于1990年代。国内在对该领域进行研究之初主要是借鉴国外的比较成熟的研究经验,从浅入深开展相关理论研究,其中取得了比较可喜的研究成果。例如有的专家学者基于私募基金股权投资所具备的特点,将其与目标企业价值之间联系起来,探索两者的关系,认为其对企业价值的提升起到了非常大的作用；再比如有的专家学者将国内的私募基金股权投资估值方法与国外的私募基金股权投资估值方法进行比较,从中发现了估值模型应具备的内在要素,包括现金

状况、资本的内部结构、股东应具备的价值以及承担的社会责任等等。从顶层设计层面来看，为了更好地发挥私募基金股权投资估值在市场经济中的作用，相关的规范性文件已经于2018年得以出台并实施。该文件科学引导了相关领域的专业化估值，对具体方法也提出了易于操作的具体步骤，建立了相对系统的理论框架。

2 私募基金非上市股权投资的特点及主要类型

通常情况下，私募基金非上市股权投资具有如下特点：首先，具有非公开性。私募基金在开始进行募集的时候，其主要运用的是非公开的方式，面向的对象是个人或者少数投资者。资金管理者和投资者进行的协商交易也都是私下的，其对于市场上公开的操作细节或者交易细节是不涉及的。其次，权益型投资运用的比较多，债权投资非常少。这种投资方式的工具主要采用的是普通股、可转让优先股或者可转债的形式，其投资机构享有表决的权利。第三，流动性非常差，投资期限为中长期。股权出让和购买之间需要有市场平台进行交易，但是由于缺少该类型的市场，以至于在流通性上比较差。另外，投资期限也相对较长，至少为3年，甚至时间更长。第四，风险度和收益率均比较高。由于投资期限非常长，其自身拥有着较多的不确定性，风险度非常高，其潜在的收益率也是非常高的。第五，投资者能够直接参与到管理之中。私募基金通常会有专门的管理队伍，其在进行投资时能够给企业提供方案，但是不具备决定权。第六，获得利润不具有确定性。该领域投资的范围对象主要是中小型企业或者创新型企业，这类企业发展具有非常强的市场竞争力，因此在获利上不具有充分的确定性。[1]

从类型上来看，私募基金股权投资共分为两种，即投创资本和狭义上的私募股权投资。这两种类型还可以进行细分。投创资本主要面向的是正处在初创期的企业，其可以分成三大类：第一类为天使投资，主要指的是针对孵化器类型的企业所提供的资本投资；第二类为产业孵化基金，主要指的是具备净财富的个体对一些初创企业开展的早期股权投资，属于民间投资的重要形式；第三类为风险投资，主要指的是针对一些发展较快、具有较强的竞争力且还没有上市的企业，投资者有实力来承担较高的风险，对融资人开展较为长期的投资以及开展相关的增值服务。狭义上的私募股权投资面向的主要是正处在成长或成熟期的企业，其也可以分成三大类：第一类为成长资本，主要指的是投资者对一些正处在快速成长阶段且近期有望上市的企业开展的投资，其帮助企业进行不断的发展壮大，助其不断提升自身的运营效率；第二类为并购基金，主要指的是投资者针对横向并购、纵向并购或混合并购等的企业，对其进行投资，使得企业的发展结构更加优化；第三类为过桥资本，主要指的是对企业提供短期的、具有过渡性的资金贷款，其主要是面向马上上市的企业在进行融资时开展相关的投资。[2]

3 私募基金非上市股权投资估值的主要阶段及其方法运用

私募基金非上市股权投资对应的是企业的不同发展阶段，每个阶段都有其相对应的估值方法。这些估值方法在适用上要综合适用于如下因素：首先，要适用于评估对象。一方面要考虑到未上市中小企业以及创新型企业的整体情况，另一方面要考虑到企业的发展阶段，处在初创期的企业适用于净资产估值法、参考融资价格估值法、折现估值法以及实物期权估值法等等；处在成长期的企业适用于市盈率估值法以及折折现估值法。其次，要适用于评估目的。这与产业结构优化调整有着关联。一些企业由于融资比较困难而面临发展困难的问题，因此在外源直接融资方面可以引用私募资金投资的方式。[3]第三，要适用于评估条件。评估条件为投资前所要考虑的各种信息，这些信息将作为私募基金投资的重要依据。第四，要适用于价值类型。价值类型主要包括企业的市场价值、私募基金投资的价值以及公平交易价值。

3.1企业发展的初创期及其相关的估值方法

当目标企业为初创期发展时，私募基金非上市股权投资要充分考虑到企业发展不充分的现状，企业的总体收入相对较小、经济规模也不大、现金流通还不够科学稳定、缺乏诸如报表等相关制度，这些情况的存在会导致企业的数据不够规范，在某种程度上影响投资估值。因此要选择如下两种估值方法：第一种估值方法为“企业资产+实物期权”方法。投资者首先要对企业目前所有的、已经投入到市场中的资产价值加以全面的评估估值，其估值步骤大体上为先对企业各个领域的单项资产进行评定，重点是评定资产中具有的重置成本，之后将企业资产中的贬值要素加以刨除，从而得到企业资产的总体价值。实质上，这种方式可以被理解成在对企业单项资产进行估值时所采取的成本方法。之后要采用实物期权的方式，将投资赋予期权的理念，将期权所具有的各种属性蕴含其中，在这个过程中，企业即将要开发的且被投资的产品可以视之为标的资产，该产品在开发过程中预期能获得的收益就是该标的资产现在所具有的价值，期权在执行过程中具有的价格为企业的初始投资成本。第二种估值方法为参考法。参考的内容主要是企业在最近融资过程中具有的价格。在运用该估值方法时，首先要科学判断所选取的参照融资价格是否具有公允性，其次就是在估值投资的后续时，要充分地考虑到企业所处在的情况和市场环境，将市场环境和融资价格结合起来。[4]

3.2企业发展的成长期及其相关的估值方法

当目标企业为成长期发展时，私募基金非上市股权投资要考虑到企业的总体收入已经具有一定量，发展规模颇具雏形，现金流通也比较平稳并处在不断增加的状态，企业利润得以飞快增长。投资者开展投资时要针对企业发展增长率的不断变化，采取如下估值方法：第一种估值方法为市场乘数方法。投资者在开展投资估值时，要参考上市企业的交易案例，改上市企业要和即将被投资的企业有着相似之处，特别是在企业的发展规模、存在的风险以及盈利具备的潜力等要比较相似。选择参考企业的市场乘数，要考虑到该企业所面临的行业市场环境，对上市企业的交易价格以及相关的财务指标加以分析比对，从而选择恰

第 5 卷◆第 4 期◆版本 1.0◆2022 年
文章类型：论文|刊号（ISSN）：2630-4759 /（中图刊号）：270GL018

当的市场乘数。当市场乘数由交易案例分析而得出时，要针对投资估值的当天情况和交易案例所发生当天的比对，根据市场情况所发生的变化加以适当调整；当市场乘数由上市企业中的相关财务数据所得出时，要考虑到上市企业和即将投资的非上市目标企业之间所具有的流动性折扣，并从中进行适当调整。[5]除此之外，被投资企业所具有的股权结构复杂程度也起到重要的作用，当股权结构属于比较简单的情况，可以结合私募基金在被投资企业中所占有的股权比例，对股东应有的权益加以计算；当股权结构属于比较复杂的情况，对股东权益就不能够完全根据持股比例来计算和分配，而是要根据实际情况加以应对。第二种估值方法为现金流通折现方法。企业处在发展的成长期时，其能够获得较大的盈利，在盈利过程中形成了较为稳定的资金现金流。而且资金现金流在未来一段时间能够进行科学推断预测。所以投资者可以对现金流加以折现，来对投资进行估值。在操作过程中，首先要对可预测期限范围内的现金流以及之后的现金流情况进行总体预测并进行全面折现。折现时还要注重折现率这一问题，折现率要能够科学地反映现金流可能会遇到的风险。私募基金股权投资的价值评估与企业股权结构之间也有着密切的关联，要考虑到其是否具有同股同权的问题，或者在多轮次的企业股权中是否存在权利和义务不匹配的问题等等。[6]

3.3企业发展的成熟期及其相关的估值方法

当目标企业为成熟期发展时，私募基金非上市股权投资要充分考虑到企业的总体收入已经非常多，发展规模非常大，资金现金流也非常稳定。在选用投资估值方法上可以表现在以下两个方面：第一种估值方法为相对估价方法。由于企业处在成熟期阶段时，其财务指标非常正常，因此可以选用对其进行相对估价的估值方法，例如可以选用市盈率方法就能够对其进行充分估值。第二种估值方法仍然为现金流通折现方法。和成长期企业存在较大的不同，处在成熟期阶段的企业在资金现金流上更加趋于平稳，风险非常小，在对现金流进行估值以及实现预计的估值有着非常大的可能，所以运用现金流通折现方法对处在成熟期阶段的企业加以评估估值是比较实用的，其采用的方法步骤同上。

4 结语

了解私募基金非上市股权投资的估值方法，对于投资成效而言具有重要的意义，作为投资者，要认真学习领会相关的政策法规，了解相关的最新理论研究成果，根据企业的发展阶段选择相适应的估值方法。随着企业发展的日益壮大，在每个不同的发展阶段将会呈现出新的特点，因此要按照其对私募基金股权投资的新要求，选择或者研究更多的估值方法，从而提升投资实效。

[参考文献]

[1]肖欣荣,田存志.激励契约、规模报酬递减与组织形式演进:以公募基金和私募基金为例[J].南开经济研究.2016(04):38-55.

[2]赵桂玉,丛彦国.私募股权基金管理人超额收益权研究——兼论超额收益权在国有私募股权基金的适用[J].金融理论与实践.2020(09):92-97.

[3]吴纪英.通过私募股权投资基金推动发展中地区经济高质量发展——以江西、安徽为例[J].中国经贸导刊.2021(23):65-66.

[4]刘明.私募股权投资基金对实体经济发展的影响——基于A股上市公司的实证研究[J].福建茶叶.2019(12):55-57.

[5]张涤新,李忠海.机构投资者对其持股公司绩效的影响研究——基于机构投资者自我保护的视角[J].管理科学学报.2017(05):82-101.

[6]赵羲,李路,陈彬.中国私募证券投资基金行业发展现状分析——基于全球对比的视角[J].证券市场导报.2018(12):61-67+74.

作者简介：

刘派(1987--),男,汉族,四川宜宾市人,法学硕士,紫英资本管理有限公司,研究方向：股权投资类私募基金、房地产基金。