

Discussion on Risk Control Strategy of Private Equity Fund Investing in Non-listed Companies

Xin Tian

Shanxi Culture and Tourism Group Equity Investment Fund Management Co., Ltd., Taiyuan, Shanxi, 030000, China

Abstract

Private equity funds investing in unlisted companies face multiple risks including information asymmetry, valuation distortions, and exit channel constraints. Using real-world investment cases and operational data, this study systematically analyzes core risk types encountered during private equity investments in unlisted companies, while exploring comprehensive strategies for risk identification, assessment, and control. Through concrete case studies, the research establishes an integrated risk management framework encompassing due diligence, valuation model design, post-investment management, and exit mechanism development. This practical risk management framework enhances fund managers' operational efficiency and capital operation safety, ultimately improving investment success rates and capital security.

Keywords

private equity fund; non-listed company; risk control

私募股权基金投资非上市公司的风险控制策略探讨

田鑫

山西文旅集团股权投资基金管理有限公司, 中国·山西太原 030000

摘要

私募股权基金开展非上市企业投资业务时, 面临信息不对称、估值偏差、退出渠道受阻等多重投资风险。本文以实务投资案例与真实经营数据为研究基底, 对私募股权基金投资非上市企业阶段所面临的核心风险类型展开体系化分析, 同时探究风险识别、风险评估与风险管控的全流程实施策略。本文结合具体私募股权投资实务案例, 构建涵盖尽职调查、估值模型设计、投后管理运营及退出机制搭建的综合性风险管控体系, 为私募股权基金管理人提供具备实操性的风险管理框架, 进而提升基金投资成功率与资本运营的安全性。

关键词

私募股权基金; 非上市公司; 风险控制

1 私募股权基金投资概述

私募股权基金以非上市企业股权为核心投资标的, 依托企业的成长发展实现资本增值收益的获取。因非上市企业普遍存在信息披露体系不完善、公司治理架构不健全的固有特征, 基金开展此类投资活动的过程中往往伴随较高的投资风险。近年来, 伴随国内资本市场改革的持续深化与注册制的全面落地实施, 私募股权基金在助力中小企业发展、推动产业结构升级的进程中发挥着关键性作用, 而基金自身的风险管控能力, 亦是决定其投资业务成败的核心要素^[1]。非上市企业普遍呈现出股权架构呈现高度集中的特质, 财务信息披露的透明度显著不足, 融资渠道单一且存在诸多限制, 发

展成长过程中的不确定性偏高。上述特征致使私募股权基金在投资决策制定、投后管理实施及投资退出落地等核心环节面临多重现实挑战, 基金管理人亟待搭建体系化的风险管控机制予以针对性应对。

2 私募股权基金投资非上市公司的主要风险类型

2.1 信息不对称风险

非上市企业通常未对经营运营相关数据进行公开披露, 投资方难以获取其真实、完整的财务数据与经营运营信息。2022年某私募股权基金开展新能源汽车零部件企业股权投资业务时, 因标的企业刻意隐瞒部分关联交易事项及未予披露的债务信息, 最终造成投资完成后标的企业的估值出现大幅下修。

2.2 估值风险

非上市企业的估值工作缺乏市场化公允价格作为直接参照依据, 其估值测算多依托未来现金流折现、可比企业分

【作者简介】田鑫(1989-), 男, 中国山西忻州人, 硕士, 中级经济师、中级会计师、中级审计师, 从事金融工具与风险管理研究。

析等专业评估方法开展，整个估值过程存在较强的主观判断性。2023年某生物科技企业在一级市场融资阶段，因核心技术的商业化落地进程未达预期，其估值较上一轮融资环节的定价跌幅超40%。

2.3 治理与管理风险

非上市企业的公司治理架构搭建不完善，管理层存在专业经验匮乏的问题，或企业内部控制体系运行失效，此类情形均可能对企业的长期可持续发展产生实质性不利影响。2021年某消费品牌企业便是典型案例，该企业在获得私募股权融资后，因创始人核心团队产生内部矛盾，造成企业战略落地与执行环节的秩序混乱，最终致使经营业绩出现大幅滑坡。

2.4 退出风险

私募股权基金的投资退出阶段，主要依托首次公开发行、企业并购、股权协议转让等路径实施退出操作，以此实现资本的回收与增值收益的兑现。若退出渠道发生梗阻，或资本市场整体环境出现不利变动，极易造成基金退出周期大幅拉长、投资收益率走低的结果^[2]。2022至2023年期间，境内资本市场IPO审核标准持续收紧，多家私募股权基金的被投资企业上市推进进程出现显著延缓，该情形直接对基金的整体退出效率产生实质性负面影响。

3 风险识别与评估方法

3.1 尽职调查体系

系统化的尽职调查是投资风险识别的核心基础环节，其核查范畴需全面覆盖财务、法律、业务及技术四大维度。财务尽职调查需将核查重点置于收入确认准则的执行情况、关联交易的合规性与公允性、隐性及表外负债的甄别等核心事项；法律尽职调查的核查范围包含股权架构的合法性与清

晰性、知识产权的权属归属及保护状态、重大交易合同的效力与履行风险等关键内容；业务尽职调查则聚焦于企业市场竞争能力研判、客户集中度风险分析、供应链体系的稳定性与抗风险能力评估等方面；技术尽职调查主要适用于科技型标的企业，核心开展企业技术壁垒的构建情况、技术创新能力的可持续性评估工作。

3.2 风险评估模型

可以通过对定量与定性分析相结合的风险评估模型进行构建，从而使得风险矩阵评分法为主要方法，此模型主要是对行业发展环境、企业综合素质、核心管理团队、财务健康状况、投资退出可行性等维度进行展开，从而进行加权量化评分。如表1所示，展示了某私募股权基金对某高端制造企业实施风险评估的具体表示例。

表1 高端制造企业投资风险评量表

评估维度	权重(%)	得分(1-10分)	加权得分
行业成长性维度	20	8	1.6
技术壁垒维度	25	7	1.75
管理团队经验维度	20	6	1.2
财务稳健性维度	15	7	1.05
退出可行性维度	20	5	1.0
综合得分维度	100	-	6.6

为了能够对风险评估工作的体系化程度与实操性进行进一步提升，可以基于前述的分析框架，对更为细化的风险评估指标体系进行搭建。这一指标体系整合了宏观、中观及微观层面的各个风险因子，可以为股权投资决策的制定提供多维度的数据支撑与量化依据。如表2所示，展示了私募股权基金开展非上市企业股权投资相关业务的时候，能够应用于各类主要风险类型评估的关键指标示例。

表2 私募股权基金投资主要风险类型评估指标体系示例

风险类型	评估维度	具体评估指标示例	评估方法/数据来源
产生信息不对称风险	财务透明度	审计报告意见类型、收入确认政策与同行对比、关联交易披露完整性	财务尽调、第三方审计复核、公开信息比对
	运营数据可信度	关键运营指标的第三方验证、数据系统审计	业务尽调、IT审计、访谈客户/供应商
产生估值风险	未来增长假设	收入增长预测的市占率支撑、毛利率变动假设的合理性、资本性支出计划	行业研究、管理层访谈、敏感性分析
	折现率参数	无风险利率选取、 β 系数估计、特有风险溢价的设定依据	资本市场数据、可比上市公司分析、专家判断
产生治理与管理风险	团队能力与稳定性	核心团队行业经验匹配度、股权激励覆盖范围与绑定效果、关键人员流失率	背景调查、团队访谈、历史离职数据分析
	内控有效性	关键财务与业务循环的内部控制设计及执行测试结果、审计委员会运作情况	内控问卷、流程穿行测试、董事会会议纪要审阅
产生退出风险	IPO可行性	是否符合目标板块上市标准、历史上市案例过会率	与保荐机构预沟通、分析近期审核案例
	并购市场热度	所在行业近三年并购交易数量与估值倍数、潜在战略买方清单	并购市场数据库、行业顾问访谈

3.3 风险识别流程图

图1系统呈现了私募股权基金开展非上市企业股权投资业务阶段，风险识别工作的完整实施流程。在定性评估的基础上引入量化分析模型，是提升风险决策科学性与精准度的核心举措^[3]。针对财务风险与市场风险，可搭建现金流预

测分析模型，通过蒙特卡洛模拟将收入增长率、成本变动率、折现率等核心变量的概率分布作为输入参数，测算投资项目内部收益率的概率分布特征及风险价值指标，以此实现对收益波动的不确定性及潜在损失规模的量化研判。



图1 私募股权基金投资非上市公司风险识别流程

4 风险控制策略体系

4.1 投资前风控措施

4.1.1 强化尽职调查

除标准化尽职调查工作外，可引入第三方专业服务机构开展专项技术核查与背景尽调工作，重点针对标的企业的核心技术体系、知识产权权属、管理团队从业背景等关键信息开展交叉核验。

4.1.2 结构化交易设计

根据业绩对赌条款、反稀释条款、优先清算权等相关法律规制工具的设置，进一步实现投资风险的有效缓释与管控。在2023年，某一私募股权基金对SaaS领域标的企业进行投资的时候，在交易的文件中进行了明确的约定，如果这个企业在未来的两个会计年度的营业收入复合增长率没有达到30%，那么这一企业的创始人核心团队就需要向基金方进行无偿让渡部分股权，通过此类条款设计，进一步形成对标的企业业绩实现正向激励和硬性约束。

4.2 投中风控机制

4.2.1 分阶段注资

把投资资金的依据标的企业核心经营里程碑的达成情况实施分阶段划付，从而达到降低一次性全额投入所形成的投资风险敞口的目的。

4.2.2 董事会参与与监督

基金向被投的企业董事会派驻董事或观察员，进行深度参与企业重大经营决策的制定，从而实现对企业的日常运营管理与财务状况开展常态化监督。例如消费领域私募股权基金在完成了对连锁餐饮品牌的投资后，通过借助委派董事的治理参与权限，实现推动标的企业搭建数字化供应链管理系统的目的，进一步有效的提升了企业运营全流程的信息透明度。

4.3 投后风控与退出管理

4.3.1 定期监控与报告

对被投资企业按月度或季度报送标准化财务数据制定明确要求，并对标的企业进行常态的化现场走访核查。私募股权基金依托自主搭建的专业化投后管理数字化平台，实现对标的企业核心经营指标的全维度动态监测与实时管控。

5 案例实证分析

5.1 案例背景

某私募股权基金在2021年完成对光伏组件制造领域非上市企业绿能科技的股权投资，本次投资的出资规模为2亿元，基金据此持有该企业15%的股权。彼时该企业正处于

产能扩张阶段，亟需资金投入以支撑核心技术的研发攻关与生产线的建设落地。

5.2 风险控制措施实施

该私募股权基金于投资前置阶段开展了全维度尽职调查，经核查识别出标的企业存在客户集中度偏高与技术迭代滞后的潜在风险。针对上述风险，基金于投资协议中明确约定多项核心约束条款，即企业需在两年内完成客户结构优化，将前三大客户的营收贡献占比降至50%以下，企业年度研发资金投入占营业收入的比例不低于5%，基金委派一名董事进驻企业董事会，深度参与企业核心技术路线的制定与决策工作。在投后管理阶段，基金按季度组织召开经营分析专项会议，动态跟踪标的企业客户结构优化的推进成效及技术研发的落地进度。2023年，受行业产能过剩与市场价格战的双重冲击，标的企业短期经营盈利面临较大压力。

5.3 风控效果评价

截至2024年6月，该标的企业前三大客户的营收贡献占比已降至48%，海外市场营收占比提升至35%，2023年度研发资金投入占营业收入的比重达5.2%。尽管受行业周期波动的客观影响，标的企业仍实现经营业绩的稳健增长，其整体估值较基金初始投资阶段提升约1.8倍。

6 结语

私募股权基金对非上市企业开展股权投资，属于典型的高风险与高收益并存的资本运作行为，构建体系化的风险管控体系，是保障投资资金安全、实现预期投资收益的核心要义。此次研究认为，风险管控工作需深度融入股权投资的投前尽调、投中交易、投后管理全生命周期环节，通过深化全维度尽职调查、设计结构化交易条款、实施主动性投后管理、制定灵活性退出规划的综合举措，可实现对各类投资风险的有效识别、科学评估与针对性应对。展望未来，伴随资本市场发展环境与企业经营形态的持续迭代演进，私募股权基金需持续优化风险管控工具与实施方法，提升风险管理的精细化水平，最终实现资本端与企业端的协同发展、共生成长。

参考文献

- [1] 刘洁.私募股权基金项目投资风险控制措施探析[J].中国集体经济,2026,(04):97-100.
- [2] 董文芳,楚克燕,丁建军.私募股权基金对企业权益融资的影响研究[J/OL].会计之友,2025,(S1):102-105[2026-02-02].
- [3] 张志红,庞永悦,王昊.私募基金非上市股权投资估值方法的运用研究[J].中国资产评估,2020,(01):39-45+52.