

编者按：

「VC/PE洞察」是一个新栏目，由36氪创投研究院出品。

过去两年，通过问卷收集与访谈，36氪创投研究院积累了一级市场的大量数据。观察和分析这些数据，能够发现很多市场水面之下的信息和线索。在这个信息不对称的市场，我们希望将这些积累下来的观察通过有趣有料的方式分享出来，在“新闻”之外，补全中国创投市场的全貌。

如果您也是相关从业者，欢迎和我们交流：36krmediair@36kr.com

文 黄祝熹

编辑 高诗朦

出品 36氪创投研究院

如果你对风险投资（VC）或私募股权投资（PE）有兴趣，多半听说过一个词：IRR。

在各种正式和不正式的情况下，IRR经常被用来评判一家基金的业绩好坏。对于一级市场的圈外人来说，这个看起来就很有专业门槛的词更具有迷惑性：它的中文译法叫“内部收益率”（Internal Rate of Return），通过基金所投项目在投资过程中的现金流来计算。相对于简单粗暴的回报倍数，IRR考虑到了投资行为中的时间价值、即投资效率，因而成为了“国际通行的、考量VC / PE机构的业绩指标”。

打个比方说，用IRR来比较不同基金的投资价值，类似于储户存钱时对比银行利率，一旦我们知道了几支不同基金“内部收益率”的高低差异，就像面对利率不等的银行储蓄——很自然就可以选择哪一支更值得投资。

当然，判断一支基金的好坏，要比判断你把钱去哪个银行储蓄要复杂得多。当一家基金提供了它于某年的IRR，我们是否就能了解它真实的投资成绩？到底怎样的IRR叫做优秀？不同区间的IRR又分别意味着什么？IRR就是LP（指基金的出资人们）唯一关注或者说最关注的指标吗？

这些正是IRR的迷惑性所在——数字看起来是客观的，但是数字里面，一样有故事

VC和PE，IRR的级差

2016年成立的软银愿景基金是目前全球最大的私募股权投资基金。据孙正义5月初在该基金投资者大会上透露，截至今年3月，愿景基金整体净IRR为29%。尽管很多项目愿景都是到了D轮甚至更晚才进（瓜子二手车D+轮、Uber E+轮），但其定位仍然是一家不折不扣的VC而非PE Fund。那么，该如何理解它29%的IRR？

另一家主打消费品投资的新三板挂牌机构——天图投资，4月底发布的财报显示，对天图当前收入贡献最大的前5支基金总投资最高回报倍数介于1.00-1.59倍之间；最高IRR为21.83%，最低仅0.06%，5支基金平均IRR为12%。作为一家PE基金，这个数字又代表了一个怎样的成绩？

事实上，把不同投资阶段的基金放在一起比较IRR，对于偏后期的基金来说是不公平的。投资行为从早期到后期，是一个基金的风险和回报同步收敛的过程。通常来说，早期的项目投资成本小，成长速度快，早期投资基金有更大的可能性在短时间取得惊人IRR；而PE阶段项目本身已经发展到一定规模，投入成本大，成长空间有限，IRR数据并不如早期的好看。

但另一方面，投资PE的确定性比早期基金更高，相比之下IRR更为稳定。根据Cambridge Associates的统计（以下简称CA），成立于1993年 - 2016年的PE基金们，IRR中位数在7.25% - 21.74%间波动，而VC基金的起伏则大了很多：中位数的最低点只有 - 4.21%，高点却达到了41.65%。

这意味着，如果这20年里你花钱投资美国PE，只要你不是个倒霉蛋、维持着中等程度的运气，就能获得一个接近北京房价涨幅的投资收益水平（北京自2014年起房价年均涨幅约为17%）。但投资VC就难说了。最低点的负IRR意味着鸡飞蛋打还要赔钱，而类似于美国早期投资机构Benchmark Capital投Uber这样的超高回报明星项目呢，一个项目赚回整个基金的案例也并非罕见。

所以对LP来说，考察不同投资阶段的基金，本身就有着完全不同的预期。根据36氪对中国股权投资市场活跃的LP的的走访和问卷调研，我们大致可以得出这样一个数据：从目前正在市场上募资的基金向LP展示的过往业绩看来，对人民币VC而言合格的IRR门槛在25% - 30%（根据不同LP的而异），而人民币PE的IRR红线则在12% - 18%。

回到天图和软银愿景基金的成绩单。前者作为PE，IRR 12%的平均水平对于LP来说看起来“将将可以接受”，但不能忽略的是，这还是其回报最好的前5支基金的成绩。而29% IRR的软银，对于其出资方来说这应该是一个相当激动人心的成绩——我们不要忘记其986亿美金、全球VC巨无霸的规模，在如此之大基金体量上的要挣得29%的IRR可比一支规模5亿美元基金要难得多得多。但软银还没有走完它整个投资期，如果LP们最后能稳妥地将29%的回报拿到手，那孙正义大概率还会募到下一个千亿美金，甚至更多。

基金业绩的大小年

葡萄酒有年份，基金成立年份、投资业绩也有明显的大小年。在90年代，全球VC / PE市场搭上了互联网黄金时代快车，成就了一批投资神话。而在2000年泡沫破裂前后成立的基金就没有那么幸运了。

根据CA统计的美国市场数据（见下图），1993年正是互联网泡沫膨胀前期，这一年成立的VC基金上四分位IRR为46.49%，之后4年里，这一数据飙升至81.04%。这期间的投资神话被不断创造，1995年成立的Benchmark Capital在那个时代一战成名。他们1997年投资了eBay，后来eBay成长为巨无霸互联网公司，Benchmark Capital单靠一个项目就收回了6亿美金。这是投资“大年”里的皆大欢喜，单单一个项目就能给成功陪跑的VC基金创下极高的IRR奇迹。

自1998年开始状况急转直下，美国互联网泡沫由繁荣期逐渐走向破裂，长达7年的资本寒冬开始。即使业绩最好上四分位VC基金IRR始终徘徊在个位数（3.48%-8.7%），下四分位的基金IRR甚至全部为负（-2.74%至-11.22%）。目前在做基金二手份额交易业务的光尘资本合伙人耿希玉在接受36氪采访时感叹：“美国在互联网泡沫破裂前几年成立的基金，如果一个项目都不投，让钱都在账上放着，那基金的IRR就能进行业前10%了。”“小年”基金的残酷性在于——在那些很差的年份里，投资人们比拼的是远见和克制。