

2017

中国私募股权投资母基金 行业发展报告



中国证券投资基金业协会
母基金专业委员会



目·录

前 言	1
摘 要	2
第一章 私募股权投资母基金行业概述	5
1.1 私募股权投资母基金的内涵	5
1.1.1 私募股权投资母基金的定义	5
1.1.2 私募股权投资母基金的分类	5
1.1.3 私募股权投资母基金的功能优势	6
1.2 私募股权投资母基金的发展历程	7
1.2.1 海外私募股权投资母基金发展历程	7
1.2.2 国内私募股权投资母基金发展历程	11
1.2.3 私募股权投资母基金监管体系	13
第二章 2017 年私募股权投资母基金行业发展分析	14
2.1 2017 年行业发展外部环境	14
2.1.1 经济金融环境	14
2.1.2 政策环境	14
2.1.3 私募股权投资基金市场环境	15
2.1.4 私募股权、创业投资基金退出情况	15
2.2 登记备案情况分析	17
2.2.1 累计和新增登记管理人	17
2.2.2 累计和新增备案产品	18
2.2.3 累计和新增基金管理规模	19
2.2.4 投资者结构	20
2.2.5 产品存续时间及期限	21
2.2.6 产品管理费率	22
2.2.7 基金托管及服务	22
2.2.8 政府引导基金	24
2.3 投资情况分析	24
2.3.1 投资地域分布	24
2.3.2 投资行业分布	25
2.3.3 获得备投基金信息的方式	26
2.3.4 筛选备投基金的方式	26
2.3.5 投资子基金比例和数量的限制	27
2.4 投后管理	28
2.4.1 基金监控	30
2.4.2 增值服务	31
2.5 收益及退出	34
2.5.1 收益计算	34

Contents



目·录

2.5.2 退出方式	34
2.6 高管团队与激励机制	35
2.6.1 高管人员	35
2.6.2 激励措施	36
2.7 合规风控情况	37
2.7.1 合规人员情况	37
2.7.2 合规培训	39
2.7.3 投资风控手段	39
2.8 私募股权投资母基金与实体经济	41
2.8.1 撬动社会资本，促进金融资源高效配置	41
2.8.2 扶持中小微企业，激发企业创新创业	41
2.8.3 聚焦战略性新兴产业，优化产业布局	42
2.8.4 借助资本力量，推动高新技术产业做大做强	42
2.8.5 聚合社会资源，带动区域转型发展	43
第三章 私募股权投资母基金行业发展趋势	44
3.1 行业发展面临的问题	44
3.1.1 基金募集：募资难度加大	44
3.1.2 基金投资：数据系统和专业人才缺失	44
3.1.3 投后管理：投后管理有待提升	45
3.1.4 基金退出：退出渠道仍需丰富	46
3.2 行业发展趋势	46
3.2.1 基金募集：拓宽融资渠道，资金来源多样化	46
3.2.2 基金投资：聚焦细分领域投资，优化基金管理模式	47
3.2.3 投后管理：提高增值服务能力，助力子基金和企业成长	48
3.2.4 基金退出：创新型企业 IPO 加速，改善私募股权投资母基金退出环境	48
附录 1：私募股权投资母基金行业大事记	49
附录 2：2017 年私募股权投资母基金行业大事记	50
附录 3：私募股权投资母基金常用的四种收益率计算方法	51
附录 4：调查问卷	52
后记	58



前言

私募股权投资母基金是以其他私募股权投资基金为主要投资对象的基金，是私募股权投资基金发展到一定阶段后、专业化分工进一步发展的必然产物；其具有分散投资风险、专业化管理、争取更多投资机会、带来更大规模投资效应等明显优势。私募股权投资母基金萌芽于20世纪70年代，但直到20世纪90年代，真正意义上的私募股权投资母基金才开始发展起来，并成为私募股权投资基金最主要的投资者之一。私募股权投资母基金在我国的发展尚处于初期阶段，市场格局还没有完全形成，是随着近年来经济转型升级、大众创业万众创新带来的投资项目、投资资本、投资管理人的不断增加而兴起的，并形成了政府引导基金这一特色的私募股权投资母基金。

中国证券投资基金业协会（简称协会¹）高度重视私募股权投资基金发展的新趋势，积极支持母基金创新发展，已于2017年11月正式组建母基金专业委员会；同时，在协会资产管理综合信息报送平台（AMBERS 系统）中，新增了私募股权投资类 FOF、创业投资类 FOF 的信息报送渠道和字段，并按照产品类型将 FOF 分为私募股权投资母基金和投向单一资管计划基金两类。随着实践的发展，符合母基金个性化特点的行业监管和自律管理规则必将逐步建立并完善起来。

为了总结私募股权投资母基金的发展状况，了解其发展的阶段性规律和特点，协会母基金专业委员会组织力量，于今年初启动并探索性编撰形成了《中国私募股权投资母基金行业发展报告（2017）》。

本报告基本素材主要源自协会私募股权投资类 FOF、创业投资类 FOF 管理人登记和产品备案数据、商业数据库数据、行业案例等资料；同时，报告还采用了协会对481家母基金管理人的问卷调查结果，涉及合规、风控、未来发展趋势等多个维度，力求从定性和定量角度对行业进行较为全面的剖析。当然，在报告撰写的工作中，可以看到目前的数据结构仍有许多不足之处，比如数据细化程度不够、统计口径变化带来的数据不连贯问题，以及没有考量类型不同的母基金在某类数据上可能存在较大差异等；由于经验不足，问卷设计存在部分问题指向较为模糊、未区分母基金类型等问题。在今后的工作中，我们会逐步积累经验、创造条件，针对性地逐步解决这些问题。

¹ 本报告中，除非有特别说明，协会简称专指中国证券投资基金业协会。



摘要

本报告主要内容如下：

一、私募股权投资母基金行业概述

随着我国资本市场的不断深化，私募股权投资母基金逐渐进入了发展的加速期。与其他母基金一样，私募股权投资母基金需要具备的要素主要包括：（1）产品性质为基金型产品；（2）产品投向以投资其他私募股权投资基金为主；（3）所投子基金数量在2只以上。基本特征有：（1）投资方式可能涉及一级投资、二级投资和直接投资；（2）投资策略根据资金端需求的不同呈现差异；（3）基金投资以财务回报或产业导入为目标；（4）承担管理人和投资者的“双重身份”。

私募股权投资母基金起源于上世纪70年代，1976年全球第一只私募股权投资母基金于美国发行。金融危机爆发后，美国私募股权投资母基金行业整体的发展受到了较大影响，管理规模及新增募资规模增长放缓，费率结构呈下降趋势，且行业收购兼并事件频出。截至2016年末，美国私募股权投资母基金行业管理的资产规模约3 800亿美元。

在我国，私募股权投资母基金行业还处于发展的初期。2001年中关村科技园区创业投资引导基金启动，标志着我国私募股权投资母基金行业的正式开启。随后，关于设立创业投资引导基金的相关管理办法陆续出台，私募股权投资母基金的参与机构也由政府、国有企业逐步拓展到民营资本。2008年和2010年，全国社会保障基金和保险资金投向相继放宽至股权投资市场，进一步丰富了私募股权投资母基金的形式和资金来源。在2016年国务院印发的《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》中，更是特别指出要鼓励多种形式私募股权投资母基金的发展，为私募股权投资母基金的设立及募资创造了更好的条件。截至2017年末，中国私募股权投资母基金的管理规模约6 320.27亿元。

二、2017年私募股权投资母基金行业发展分析

在宏观经济与金融环境层面，2017年供给侧改革持续推进，十九大与中央经济工作会议均指出，要从经济的高速增长转向经济的高质量增长。政策层面，2017年第五次全国金融会议召开，强调金融服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革三项任务；同时，《私募投资基金管理暂行条例》（征求意见稿）和《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）相继发布，行业监管趋严。



在私募股权投资基金市场层面，2017年私募股权投资基金规模攀上新高。截至2017年末，已登记私募股权、创业投资基金管理人12 953家，已备案私募股权、创业投资基金26 199只，基金管理规模6.90万亿元，管理人主要注册地在环渤海、珠三角以及长三角地区。在退出层面，2017年当年私募股权投资基金新增退出案例3 003个，退出本金1 949.09亿元，实际退出金额2 430.57亿元，平均投资期限29.27个月；2017年当年创业投资基金退出案例1 316个，退出本金136.64亿元，实际退出金额286.59亿元，平均投资期限35.48个月。

2014至2017年，我国私募股权投资母基金管理人及基金产品的数量不断增多。截至2017年末，已经完成登记的管理人达681家，备案的产品数量为1 871只，募集规模为6 320.27亿元。另外，在协会备案的政府引导基金数量893只，管理规模4 863.07亿元。私募股权投资母基金通过投资子基金最终投向的项目，其项目所在地按照子基金投资项目金额计算，明显集中在上海、广东、浙江、北京以及江苏，五个辖区的占比合计达80.27%；其项目行业分布集中在计算机运用、医疗器械与服务和生物医药等领域。为了更好地实现对子基金的评价，私募股权投资母基金管理人需要从子基金所投行业、轮次、团队背景、过往业绩、风控制度、交易条款的设置、基金规模等角度全方位考察。完成投资后，投后管理同样十分重要，私募股权投资母基金的投后管理主要涉及基金监控和增值服务，基金监控体现在定期提供基金运营的季报、半年报与年报，让投资人能够及时穿透了解私募股权投资母基金、子基金以及项目的实际运营状况。增值服务则是私募股权投资母基金服务子基金和企业的方式，包括退出指引、企业架构搭建等。对于基金的退出，现阶段很少有私募股权投资母基金实现了完全退出，因此很难对其投资收益进行量化，而子基金所投项目的退出方式以境内IPO、并购、大股东回购为主，子基金层面通过私募股权二级市场转让、清算退出等为主。

三、私募股权投资母基金行业下一步发展趋势

结合调研以及问卷的结果可以发现，我国私募股权投资母基金行业发展所面临的问题主要包括：（1）资管新规下，募资难度持续增大；（2）基金投资缺乏完善的数据体系和专业化人才；（3）投后管理尚未建立成熟的信息管理系统；（4）退出渠道有待丰富，私募股权二级市场发展尚在发展初期阶段。

我国私募股权投资母基金未来的发展趋势包括：（1）在募资压力下，基金管理人寻求拓宽融资渠道，资金来源更加多样化；（2）私募股权投资母基金更加聚焦细分行业及领域，优化基金管理模式；（3）基金管理人进一步提高增值服务能力，助力子基金和企业成长；（4）创新型企业IPO加速，改善私募股权投资母基金退出环境。



第一章 私募股权投资母基金行业概述

1.1 私募股权投资母基金的内涵

1.1.1 私募股权投资母基金的定义

协会2017年9月组编出版的《股权投资基金》中对股权投资母基金进行了定义，即以股权投资基金为主要投资对象的基金。本报告聚焦于私募股权投资母基金，指在协会备案为私募股权投资类FOF、创业投资类FOF（不含单一资管计划基金），且主要投资于私募股权投资基金或创业投资基金的基金。在我国，近年来发展迅速的政府引导基金多数是私募股权投资母基金。特别地，为方便阐述，本报告除特殊说明外，下文提及的母基金均指私募股权投资母基金。

母基金通过两级投资来配置所募资金，即首先通过对私募股权基金进行直接投资，其次对私募股权基金投资的标的企业进行间接投资。母基金一般具备的基本要素有：（1）产品性质为基金型产品；（2）产品投向以投资其他私募股权投资基金为主；（3）所投子基金数量在2只以上。基本特征有：（1）投资方式可能涉及一级投资、二级投资和直接投资；（2）投资策略根据资金端需求的不同呈现差异；（3）基金投资以财务回报或产业导入为目标；（4）承担管理人和投资者的“双重身份”。

1.1.2 私募股权投资母基金的分类

根据不同的分类标准，母基金可以划分出不同的类别。本报告从投资方式和投资目的上对其进行了划分。

按照投资方式不同，母基金主要有一级投资、二级投资和直接投资¹三种形式。一级投资指其在私募股权投资基金募集时对基金进行投资，成为私募股权投资基金的投资者，这是母基金发展初期主要的本源业务，需要管理人具备基金筛选、综合配置等能力；二级投资指的是购买已经设立的私募股权投资基金的份额或基金持有的投资组合公司股权。近几年来，私募股权投资基金市场蓬勃发展，存量基金数量已经达到一定规模，为私募股权二级市场基金的发展提供了契机。在此背景下，部分母基金管理

¹ 一级投资、二级投资和直接投资的定义引用中国证券投资基金业协会《股权投资基金》教材。



人开始发起设立私募股权二级市场基金（PE Secondary Fund）。直接投资指的是母基金将一定比例的资金用于投资子基金投向的优质项目，通过这种方式可以获取优质的项目来源，同时降低全部投向子基金产生的费用，进一步优化现金流和提高基金收益。部分母基金会采用一级投资和直接投资相结合的方式，在投向子基金的同时也跟投优质项目。协会调查数据显示，约有40%的子基金会向母基金推荐跟投项目。

按照投资目的，母基金可以分为产业导向型和财务投资型。产业导向型母基金以改善地区经济、扶持产业发展、促进创新创业为目的而设立，希望通过母基金布局产业的上下游，实现产业的联动。这类母基金在获取的收益上会进行一定程度的让渡。财务投资型母基金则更注重最终所能赚取的财务回报，在投资时以收益为导向对子基金进行筛选，以期获得较高的收益水平。

1.1.3 私募股权投资母基金的功能优势

（一）分散投资风险

母基金可以分散和降低投资风险。一般来说，投资单只基金的风险要低于投资单个项目的风险，而投资母基金的风险要低于投资单只基金的风险。许多私募基金管理人有自身所擅长的赛道，或专注于某一产业、或专注于某个阶段，一旦某个行业的风险集中爆发，或者某个管理人内部出现问题，投资者所承担的风险会明显增大，甚至利益受到损害。而母基金在配置时，能够从区域、阶段、策略、基金运作方式等方面进行选择与分散，投资多个私募股权投资基金避免过于依赖某一子基金，或者在不同起始年份的私募股权投资避免集中投资于市场高点的情形。

（二）专业化投资管理

母基金的专业化管理体现在筛选子基金、获取投资机会、尽职调查和谈判能力以及投后管理服务等多个方面。一般来说，市场上优质的私募股权投资基金与优质项目往往是稀缺的，非专业机构投资者很难有精力和能力进行甄别、并获得投资机会和话语权。而母基金管理人通过组建专业化的管理团队，挖掘不同细分领域的优秀私募股权投资基金，结合经济发展周期和行业趋势，科学设置资产配置类别和比例，有效进行组合投资，为投资者进入高风险的私募股权投资市场提供最佳路径。在完成投资后，母基金管理人还能实现对所投资基金组合的动态管理。一方面，母基金代表投资人，与所投的子基金保持定期沟通，获取子基金最新的投资运作情况；另一方面，在很多时候，母基金还为子基金提供必要的资源协同、优化投资者结构、加强子基金与项目的互动监督、促进子基金的项目退出等。



（三）获得投资机会和稳健投资回报

母基金具备强大的资金募集和管理能力，可以募集一般投资者资金，并以机构投资者的身份，获得投资于最顶尖且具有长期较高回报的私募股权投资基金的机会。业内优秀的基金往往相对封闭募集，对投资者的出资门槛要求高，新、小投资者很难成功投资。而母基金作为重要资金来源的机构投资者，长期活跃于该领域，与优秀的基金及其管理人合作关系良好，所以可以提供投资渠道。更重要的是，母基金常常在子基金的顾问委员会或者咨询委员会中占有席位，监督管理子基金的日常投资运作，有利于获得更为稳定的投资回报。

1.2 私募股权投资母基金的发展历程

1.2.1 海外私募股权投资母基金发展历程

母基金起源于上世纪70年代。1976年，美国的雅登投资（Adams Street Partners）发行了全球第一只母基金 Institutional Venture Capital Fund，自此拉开了行业发展的序幕。母基金的出现源自投资者对股权投资基金的筛选需求，对私募股权投资基金进行尽职调查至最终决定是否投资的流程相当复杂，且当时私募股权投资基金公开披露的信息十分有限，一般的投资人很难有相应的能力实现基金的有效选择。相较于当前多元化的母基金投资者结构，在行业发展初期，母基金更多的是以独立账户（Separate Accounts）¹的形式提供给大型的机构投资者。自行业起步至20世纪90年代初，不论是管理人数量、发行的基金数量还是募资的规模，母基金均未能取得实质性进展。

1990年开始，私募股权投资基金的数量大规模增加，为母基金发展创造了条件。不同类型的投资者对挑选基金的需求提升，母基金服务的对象也由曾经较为单一的大型机构投资者转向更丰富的投资者类型，市场上面向多种类型投资者的母基金数量得到提升。相比服务单一大型机构投资者的模式，通过汇集越来越多中小投资者的资源，母基金收取费率的溢价能力显著增强。进入九十年代中期，随着信息时代的开启和创业投资的推动，母基金开启了快速增长的时代。然而，由于股权投资基金的存续期普遍较长，在一定程度上使得母基金整体的流动性偏差。随着股权投资市场规模的持续

¹ 独立账户指的是基金管理人为单一机构投资者根据其偏好和风险收益目标所建立的投资账户。相比面向多个投资者的基金，独立账户的合同当事人只涉及基金管理人和一名机构投资者，对存续期限、投向、投资比例等条款的设置更为灵活。同时，由于相关的保密规定，独立账户对外披露的信息较为有限。



增加，1984年，VCFA 集团（原美国风险资本）发行了第一只私募股权二级市场基金，即以交易私募股权投资基金份额以及基金所持有的投资组合公司股权为主要业务的基金。随后，私募股权二级市场基金获得了迅速的发展，根据 Preqin 数据显示，2017年全球的交易量高达580亿美元，给母基金提供了更高的流动性。

2001年，互联网泡沫全面消退，为了在众多的母基金管理人中脱颖而出，各大机构开始通过其独有的私募股权投资基金管理人资源和在某一细分领域的深耕经验展现自身的独特性。例如着重投向早期项目、新兴市场、中小市场的创业投资基金，或是集中投资于企业重组、产业整合的并购基金等，以满足不同投资者的特殊需求。在这一阶段，许多母基金管理人形成了其特有的“标签”，如提供全球多元分散化投资工具的雅登投资（Adams Street）和磐石基金（Pantheon），提供不同行业细分基金的汉柏巍（HarbourVest）和霍斯利·布里奇（Horsley Bridge Partners）等。直至2007年，全球母基金的数量与规模呈阶梯式增长。图1-2-1是2000-2016年全球母基金的资产管理规模及其增速，截至2016年末，母基金管理规模达到3 809亿美元，比2015年末增长了3.44%。整体来说，2000-2007年，母基金管理规模迅速增长，2007-2016年，母基金管理规模增长放缓，2012-2016年增长率回落不足5%，2015年甚至负增长。

图1-2-1 全球私募股权投资母基金资产管理规模和规模增长率（2000-2016年）



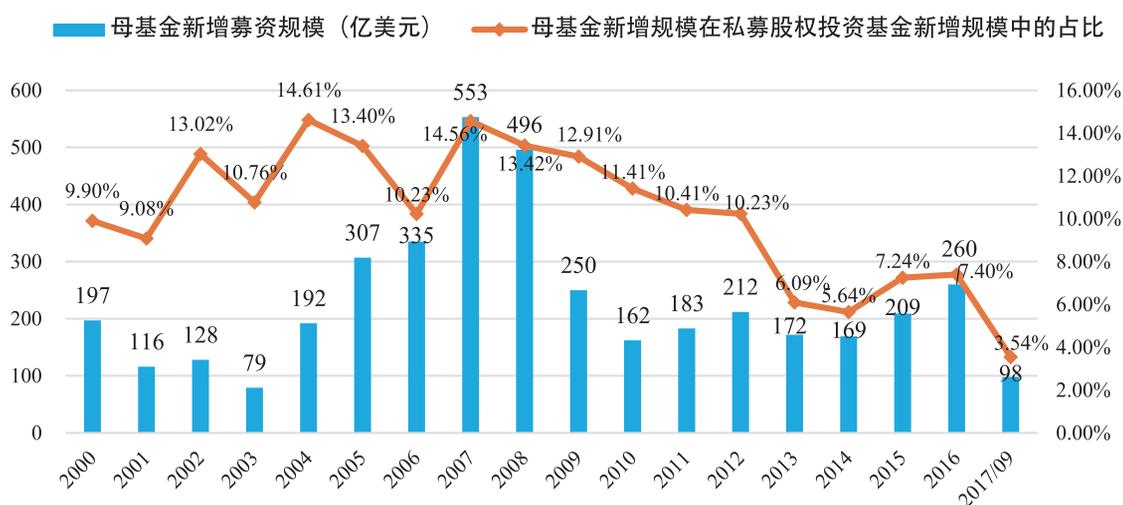
数据来源：Preqin。

金融危机以来，受到双层费率结构、基金收益率下行和存续期时间较长等因素的影响，母基金发展面临困境。从图1-2-2能够发现，2007年以前，母基金新增的募资规模整体呈现波动上升，2007年新增的募资规模达到近年最高为553亿美元。而在金融危机爆发后，这一趋势发生了转变，母基金新增募资规模整体走低，2016年的募资规模仅有260亿美元。相对于整个私募股权投资市场，母基金新募集的资金在其中所占比例



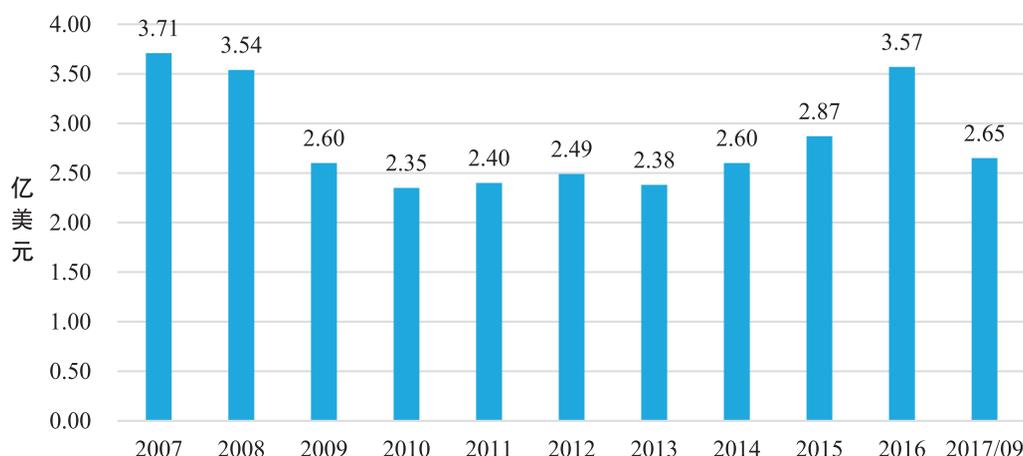
持续下降，在2000-2007年，大多数年份里母基金新增募资规模能占据股权投资行业新增募资的10%以上，而2007年之后一度下降至不足7%。同样地，在2007年后，单只母基金平均规模也有所减少，如图1-2-3所示，金融危机后，单只母基金平均规模多在2.5亿美元上下徘徊，而在2007及2008年，单只母基金平均规模分别达到3.71亿美元和3.54亿美元。

图1-2-2 全球私募股权投资母基金新增募资规模和占比（2000-2017/09）



数据来源: Preqin。

图1-2-3 全球私募股权投资母基金的平均规模（2007-2017/09）



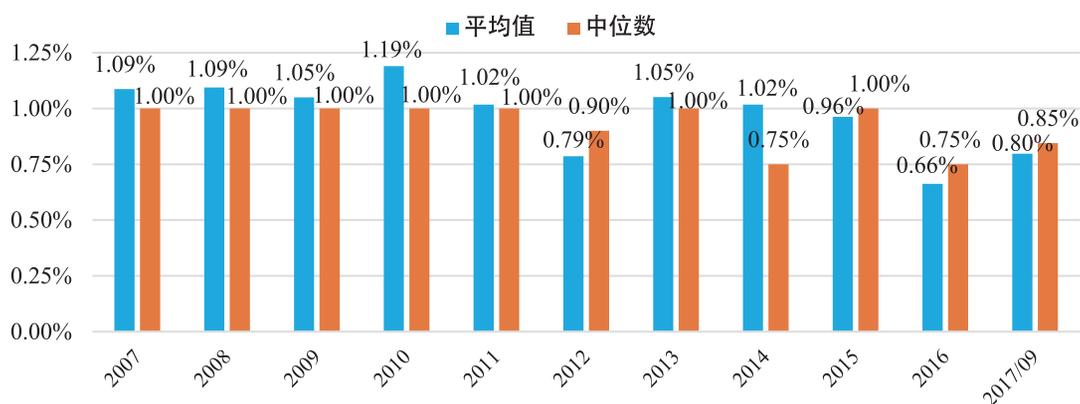
数据来源: Preqin。

在行业内，不少母基金管理人在战略层面进行了调整，以应对竞争愈发激烈的市



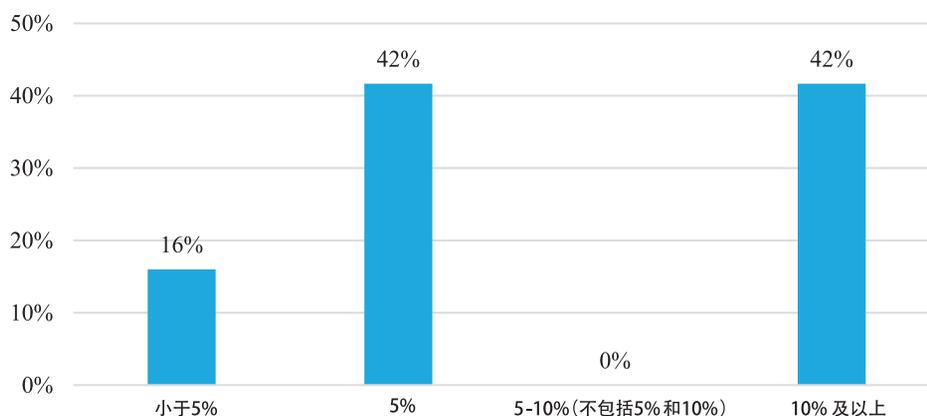
市场环境。这一转变首先体现在费率层面，根据 Preqin 的数据，2011年以前，母基金管理费率的平均数和中位数均不少于1%，而在2016年，平均管理费率降至近10年来的最低点，仅有0.66%，管理费的中位数为0.75%。2017年这一数据稍有提升，管理费率的平均值和中位数分别为0.80%和0.85%。在业绩报酬方面，一部分管理人也做出让步，2016-2017年成立的基金中有58%将业绩报酬的比例降至5%甚至5%以下，42%基金的业绩报酬比例为10%或以上，而这一比例在2007年前通常为20%。

图1-2-4 全球私募股权投资母基金的管理费率（2007-2017/09）



数据来源：Preqin。

图1-2-5 全球私募股权投资母基金业绩报酬（2016-2017年成立的基金）



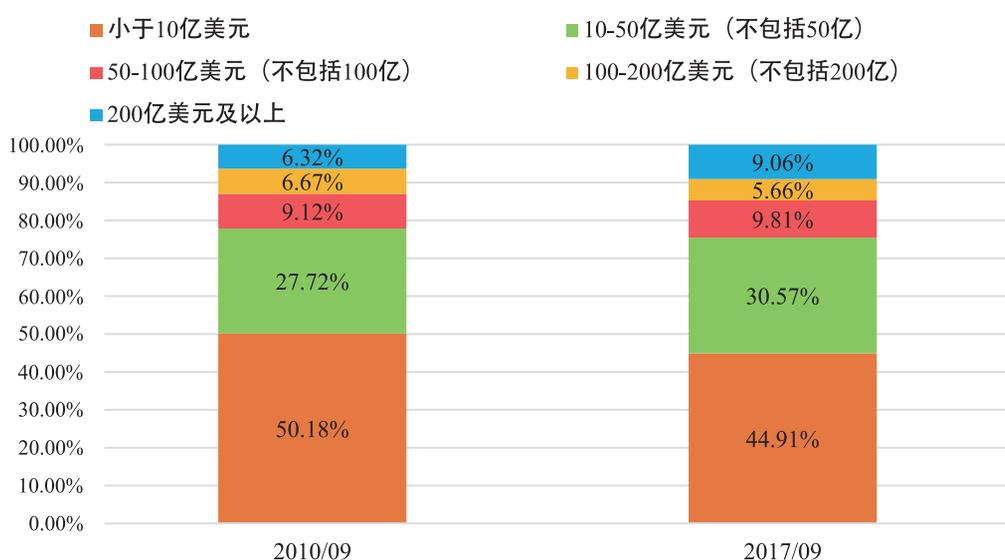
数据来源：Preqin。

此外，母基金行业内部还出现了管理人收购与兼并的趋势，如列克星敦投资（Lexington Partners）在2010年完成对花旗集团（Citigroup）母基金业务的收购，ICG集团（Intermediate Capital Group）于2015年收购石墨资本（Graphite Capital



Management) 的母基金业务等。图1-2-6显示, 相较2010年, 2017年全球母基金管理人所管理的资产规模整体有所提高, 规模小于10亿美元的母基金占比减少了5.27%, 而规模在200亿美元以上的母基金占比增加了2.74%。通过合并, 一方面, 母基金管理人能够获得更大的规模优势, 有更多的资源和技术向原先没有覆盖的市场拓展; 另一方面, 大型资产管理公司等机构对业务线条实现扩充, 有利于满足现有客户更为丰富的投资需求。尽管母基金在近几年来面临着愈发激烈的外部 and 内部竞争压力, 但管理人也在跟随不断变化的市场环境采取应对的措施。凭借专业遴选基金的能力、合理的策略配置、多元化分散风险以及优质的 GP 资源, 在未来的全球资本市场, 母基金仍旧能够稳稳占据一席之地。

图1-2-6 全球私募股权投资母基金管理人资产管理规模分布变化



数据来源: Preqin。

1.2.2 国内私募股权投资母基金发展历程

相比海外母基金已经走过了四十多年的发展历程, 我国母基金行业还处于发展初期, 大多数已经发行的基金还未走过一个完整的生命周期。整体来看, 我国母基金起步于政府引导基金, 并逐步向更多元化的资本结构、管理人结构的方向发展。

2001年, 中关村科技园区创业投资引导基金正式启动, 初始成立时与评审认定的32家创业投资机构合作, 采用跟进投资的方式投向中关村园区认定的种子期和初创期的高新技术企业以及新设的子基金。中关村科技园区创业投资引导基金的成立标志着我国母基金行业的开启。为了使财政资金的效用最大化, 2005年颁布的《创业投资企



业管理暂行办法》指出“国家与地方政府可以设立创业投资引导基金，通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业的设立与发展”，第一次引入了引导基金的概念，并为政府引导基金的设立提供了依据。很快，上海浦东新区创业风险投资引导基金、天津滨海新区创业风险投资引导基金等政府引导基金相继在全国各地成立。

2006年开始，国有企业主导设立的市场化母基金陆续出现。2006年9月，国家开发银行与中新苏州工业园区创业投资有限公司共同出资设立了苏州工业园区国创创业投资有限公司，由专业化的母基金管理团队进行管理。2008年发改委、财政部、商务部制定的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（国办发〔2008〕116号）中，对引导基金的资金来源、运作方式、管理制度以及风险控制机制等方面进行了约束，加大扶持创业投资企业发展的力度。2010年，中国首只国家级股权投资母基金——国创母基金成立，基金总规模达600亿元。

在此阶段，私募股权投资基金市场迎来了两种“重量级”的投资者——全国社会保障基金（简称社保基金）和保险机构资金。2008年6月，经国务院批准，财政部、人力资源和社会保障部同意，社保基金允许投向经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金，投资比例不超过社保基金总资产的10%。社保基金经过对私募股权投资基金管理人的遴选，筛选出符合要求的管理人并投向其设立的基金，这也是母基金形式的一种。2010年，保监会发布的《保险资金投资股权暂行办法》指出，保险资金可以直接投资企业股权或者间接投资企业股权，其中间接投资企业股权即为投向私募股权投资基金管理人发起设立的股权投资基金等相关金融产品。2012年，《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》将保险资金的投资范围做了进一步的扩大，包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金和以上述股权投资基金为投资标的的母基金，明确将母基金纳入保险资金的投资范畴。除直接投资到私募股权投资基金以外，许多保险机构愿意支付一定比例的费率，通过具有专业的私募股权投资基金管理人筛选能力的母基金配置股权类资产。

2010年开始，私募股权投资基金的数量快速增长，民营资本发起设立的母基金开始出现，各母基金管理人逐渐形成了鲜明的特色。民营资本参与到母基金的行业中，进一步丰富了母基金的形式。通常来说，民营资本设立的母基金以收益最大化为目标，区别于扶持特定产业、投资特定地区的政府引导基金，更能够满足高净值个人、上市公司等多元化投资人的诉求。

近几年，中央到地方纷纷出台了多项鼓励创业投资发展的政策。值得注意的是，在2016年国务院印发的《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发〔2016〕53号），特别指出鼓励和规范发展专业化管理的创业投资母基金、国有企业设立或参股



创业投资母基金、创业投资引导基金注资市场化母基金、中央和地方企业、保险公司、大学基金等机构投资创业投资母基金，为创业投资母基金的设立以及募资创造了良好的条件。在我国私募股权行业快速发展、基金数量大幅增加的情况下，母基金专业化资产配置和筛选管理人的能力也显得愈发重要。

1.2.3 私募股权投资母基金监管体系

第一只母基金诞生于美国。作为业内“鼻祖”，美国对于私募基金的监管立法较为成熟，不过监管规则中少有特别针对母基金而设计的法律法规，更多的是在私募基金的监管框架下进行管理。在我国，母基金行业也未区分出独立的监管组织体系，其监管架构与整个私募基金的监管组织体系保持一致。



第二章 2017 年私募股权投资母基金 行业发展分析

2.1 2017 年行业发展外部环境

2.1.1 经济金融环境

2017年我国宏观经济稳中向好，GDP 实现了6.9%的增长，较2016年增长了0.2%。金融行业在从严监管的态势下，对 GDP 的贡献有所降低，贡献率为5.4%，与2016年相比减少了0.2%。党的十九大重点提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”，因此积极促进金融行业健康发展以及与实体经济间的良性循环是2017年以及下个阶段金融工作的重心，在此指导下地方政府纷纷采取各种手段扩大直接投资，促进私募股权市场发展、优化投资结构。此外，根据新旧动能转换、供给侧结构性改革要求，2017年新技术、新产业、新业态、新模式经济得以进一步发展。10月，党的十九大报告指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，结合12月中央经济工作会议精神，可以预见，推动经济的高质量发展和切实发挥金融服务实体经济功能将会是今后我国经济发展战略中的重要一环。

2.1.2 政策环境

2017年7月14日至15日，第五次全国金融会议在北京召开。会议强调金融服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革三项任务，并要求落实金融监管部门监管职责，强化综合监管，突出功能监管和行为监管。为贯彻金融会议精神，国务院于11月成立金融稳定发展委员会，表明未来资管行业的监管格局将不再是“混业经营+分业监管”。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）（简称资管新规征求意见稿）的发布，进一步明确了严控风险、服务实体经济、宏观审慎管理与微观审慎监管相结合、机构监管与功能监管相结合等原则，并对资产管理业务设置统一监管的标准限制。资管新规征求意见稿对资金池业务的限制、对合格投资者门槛的提升以及对多层嵌套的规范，有可能对母基金募资与合规性要求产生影响。

此外，2017年8月30日，由国务院法制办、证监会起草的《私募投资基金管理暂行条例》（征求意见稿）发布，意味着整个基金行业的顶层监管条例正在推进研究中。《私



募投资基金管理暂行条例》(征求意见稿)对私募基金管理人、托管人、资金募集、投资运作等方面,进行了更详尽地规范,对规范私募基金的投资活动、促进整个私募基金行业的健康发展有着积极作用。同时,证监会也在积极推动创业投资的发展,2017年7月7日证监会发布“私募基金监管问答——关于享受税收试点政策的创业投资基金标准及申请流程”,积极落实财政部此前《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收试点政策的通知》(财税〔2018〕55号)中的相关要求。该通知对创业投资企业和天使投资个人有关税收试点施行税收优惠政策,试点地区包括京津冀、上海、广东、安徽、四川、武汉、西安、沈阳8个全面改革创新试验区域和苏州工业园区。这些税收优惠促使创业投资基金能够更好的支持与服务实体经济,对母基金行业来说同样有所利好。

2.1.3 私募股权投资基金市场环境

近几年,我国股权投资市场的发展愈加迅速。协会统计数据显示,在所有已登记私募基金管理人中,2017年私募股权、创业投资基金管理人在机构数量、管理基金数量及规模等各个方面的增长情况均表现最为亮眼。截至2017年末,协会已登记私募股权、创业投资基金管理人12 953家,较2016年末增长35.78%,管理各类型私募基金27 975只,较2016年末增长59.58%;管理基金规模7.24万亿元,较2016年末增长48.99%。2017年新登记私募股权、创业投资基金管理人4 093家,占当年新登记私募基金管理人总数量的比例达71.36%。

在资本市场服务实体经济发展的环境下,2017年私募股权投资基金、创业投资基金数量和规模继续保持高速增长趋势。截至2017年末,协会已备案私募股权、创业投资基金26 199只,基金管理规模6.90万亿元。其中,已备案私募股权投资基金21 827只,较2016年末增长55.10%;基金规模6.29万亿元,较2016年末增长67.30%;已备案创业投资基金4 372只,较去年末增长98.19%;基金规模6 076.68亿元,较去年末增长68.22%。2017年新增备案的私募股权、创业投资投资基金11 167只,基金规模2.41万亿元。

从基金管理人的注册地域分布来看,目前我国股权投资机构注册地依然相对集中在环渤海、珠三角以及长三角地区,而西藏和新疆地区由于享受特殊政策扶持也成为基金管理人注册热门地区。

2.1.4 私募股权、创业投资基金退出情况

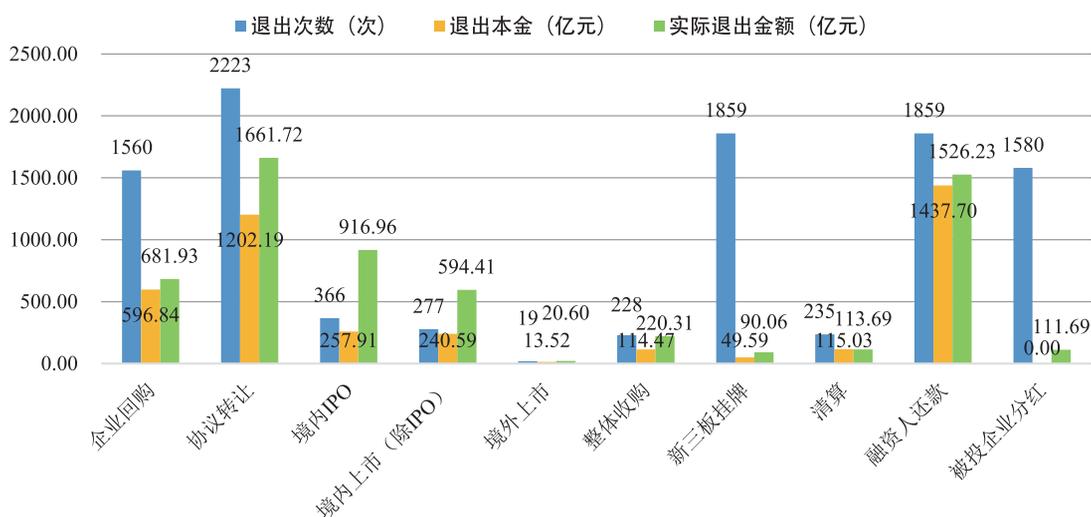
(一) 私募股权投资基金退出情况

截至2017年末,协会数据显示,已进行季度更新、完成运行监测表填报且正在



运作的私募股权投资基金投资案例共退出5 825个，发生退出行为10 206次，退出本金4 027.83亿元，实际退出金额5 937.61亿元，平均投资期限37.41个月；详细退出方式及对应的投资本金、退出金额见图2-1-1。其中，私募股权投资基金完全退出的投资案例3 932个，发生退出行为6 289次，退出本金3 280.60亿元，实际退出金额4 662.05亿元，平均投资期限36.65个月。

图2-1-1 2017年私募股权投资基金投资案例退出方式情况



数据来源：中国证券投资基金业协会。

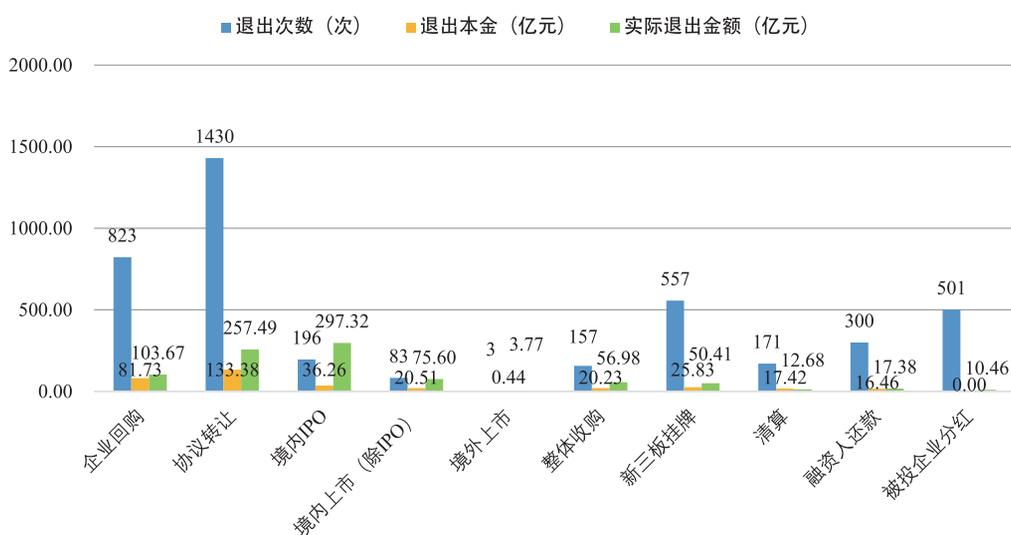
2017年当年私募股权投资基金新增退出案例3 003个，发生退出行为4 547次，退出本金1 949.09亿元，实际退出金额2 430.57亿元，平均投资期限29.27个月。其中，完全退出的案例1 569个，发生退出行为1 970次，退出本金1 307.32亿元，实际退出金额1 605.17亿元，平均投资期限29.74个月。2017年当年新增退出案例通过“协议转让”发生的退出行为1 077次，退出本金640.01亿元，实际退出金额788.74亿元；通过“融资人还款”发生的退出行为980次，退出本金725.23亿元，实际退出金额745.99亿元。

(二) 创业投资基金退出情况

截至2017年末，协会数据显示，已进行季度更新、完成运行监测表填报且正在运作的创业投资基金投资案例退出共3 057个，发生退出行为4 221次，退出本金352.25亿元，实际退出金额885.76亿元，平均投资期限42.06个月；详细退出方式及对应的投资本金、退出金额见图2-1-2。其中，完全退出案例1 932个，退出本金274.25亿元，实际退出金额623.94亿元，平均投资期限40.93个月。



图2-1-2 2017年创业投资基金投资案例退出方式情况



数据来源：中国证券投资基金业协会。

2017年当年创业投资基金退出案例1 316个，发生退出行为1 602次，退出本金136.64亿元，实际退出金额286.59亿元，平均投资期限35.48个月。其中，完全退出案例693个，退出本金101.65亿元，实际退出金额176.37亿元，平均投资期限36.62个月。2017当年，创业投资基金投资案例退出方式，从退出次数看主要为“协议转让”、“新三板挂牌”、“企业回购”，上述方式合计占有所有退出次数的72.47%。从退出本金来看，“协议转让”、“企业回购”、“新三板挂牌”退出本金占比较高，共78.31%。

2.2 登记备案情况分析

截至2017年末，在协会登记的母基金管理人¹681家，备案的母基金1 871只，管理规模6 320.27亿元。

2.2.1 累计和新增登记管理人

母基金管理人通过优选股权投资基金，分散和降低投资风险，获取稳健的投资回报，随着私募股权投资基金数量的大规模增长，其重要性日益凸显。目前，市面上不

¹ 2017年，协会更新升级私募基金登记备案系统，上线“资产管理业务综合报送平台”（AMBERS系统），其中私募股权投资类FOF、创业投资类FOF进行细化区分出母基金和投向单一资管计划基金，因此2014-2016年和2017年的数据口径存在差异，主要是2017年的母基金管理人及产品数量剔除了投向单一资管计划基金的数据，所以2017年的统计结果与2016年及以前存在一定程度的差异。下文中，2014-2016年和2017年的其他统计结果也同样存在数据统计口径变化的问题。



同资本性质的母基金管理人迅速发展，表2-2-1显示，2015年和2016年累计登记的母基金管理人的数量分别为156家和504家，增速依次为168.97%、223.08%，由此可见母基金管理人绝对数量持续上升。截至2017年末，累计登记的母基金管理人数量为681家，受市场环境及统计口径变化的影响，增速有所放缓，为35.12%。

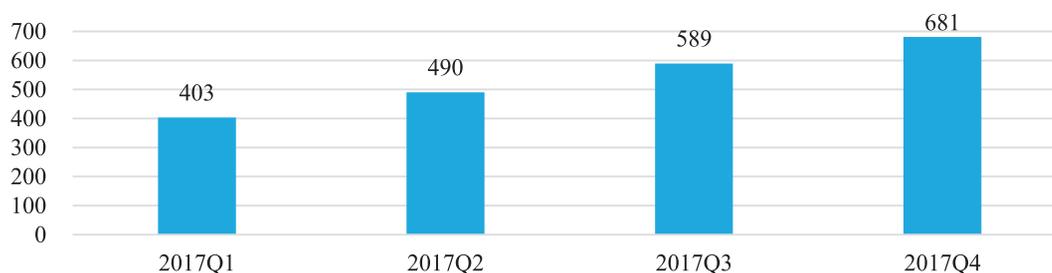
表2-2-1 私募股权投资母基金累计、新增登记管理人数量（家）（2014-2017年）

年份	累计登记管理人数量	新增登记管理人数量
2014	58	0
2015	156	98
2016	504	348
2017	681	177

数据来源：中国证券投资基金业协会。

图2-2-1是2017年各季度母基金管理人累计登记数量的情况，能够看出，各个季度母基金管理人数量保持了较为稳定的增长态势，平均每季度增加的管理人数量在90家左右。

图2-2-1 2017年各季度私募股权投资母基金累计登记管理人数量（家）



数据来源：中国证券投资基金业协会。

2.2.2 累计和新增备案产品

2017年母基金行业迅速崛起，行业发展面临诸多机遇与挑战。如表2-2-2所示，从数量上看，中国母基金全面发展，继2014年母基金新增备案产品突破90只之后，在2015年加速增长，2015年新增备案母基金431只。2016年和2017年备案的母基金数量持续增多，截至2017年12月底，中国私募股权市场上备案的母基金数量共计1 871只，当年清算基金76只。



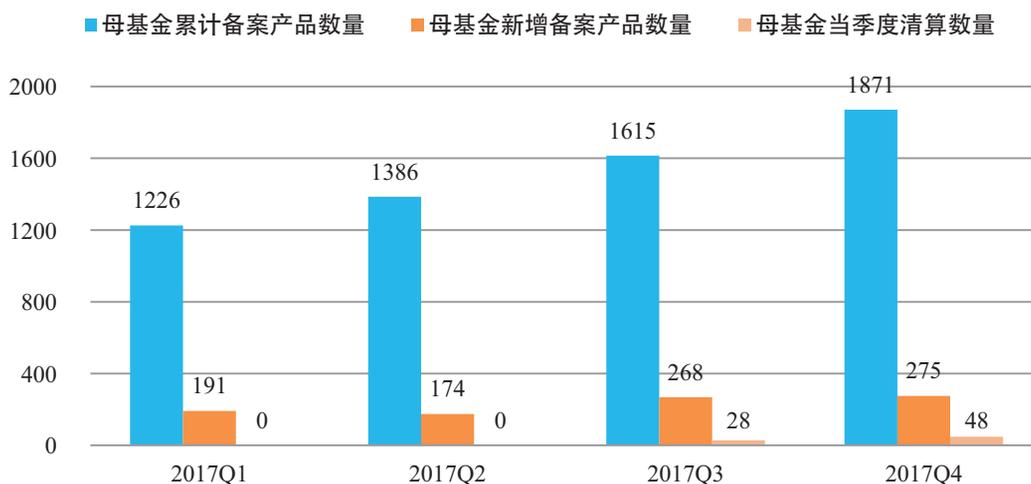
表2-2-2 私募股权投资母基金累计、新增备案以及清算产品数量（只）（2014-2017年）

年份	累计备案基金产品	新增备案基金产品	清算基金产品
2014	90	90	0
2015	511	431	10
2016	1804	1356	63
2017	1871	908	76

数据来源：中国证券投资基金业协会。

图2-2-2单独展示了2017年各个季度母基金产品数量变化的情况。2017年，母基金累计备案产品逐季增长，每个季度新增备案产品数量维持在200只左右，仅第三、四季度存在产品清算，清算比例相对较小。

图2-2-2 2017年各季度私募股权投资母基金累计、新增备案以及清算产品数量（只）



数据来源：中国证券投资基金业协会。

2.2.3 累计和新增基金管理规模

近年来私募股权投资基金繁荣发展，作为私募基金链条中最上游的资本，母基金管理规模也日益增长。如图2-2-3所示，2014-2017年，截至每年末备案的母基金管理规模分别为690.00亿元、1 346.94亿元、3 703.22亿元和6 320.27亿元，其中，2017年累计新增备案的母基金管理规模2 617.05亿元。从2014年开始，备案的母基金管理规模呈现迅速增长，2015-2017年备案的母基金管理规模增长率分别为95.21%、



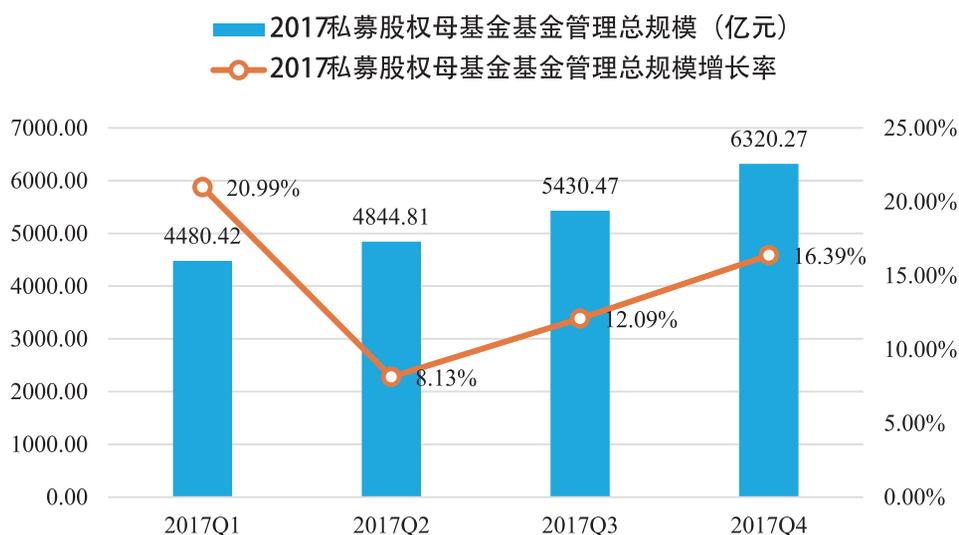
174.94%、70.67%。其中，2017年第一季度至四季度的母基金管理规模增长率分别为20.99%、8.13%、12.09%、16.39%。

图2-2-3 私募股权投资母基金管理规模及增长率（2014-2017年）



数据来源：中国证券投资基金业协会。

图2-2-4 2017年各季度私募股权投资母基金规模及其增长率



数据来源：中国证券投资基金业协会。

2.2.4 投资者结构

在美国等海外市场，母基金的投资者以机构投资者为主。表2-2-3是我国母基金机构投资者和自然人投资者的占比，整体来看，母基金机构投资者数量占比小于自然人投资者数量占比，而出资金额占比高于自然人投资者金额占比。2014-2017年，所有母基金出资人中，机构投资者的数量占比持续下降，比例由15.69%至7.20%，机构投资的出



资金额占比持续上升，比例由67.05% 降至82.06%，自然人出资占比与之相反，数量占比上升，金额占比下降。

表2-2-3 私募股权投资母基金机构投资者和自然人投资者占比（2014-2017年）

年度	机构投资者 数量占比	自然人投资者 数量占比	机构投资者 出资占比	自然人投资者 出资占比
2014	15.69%	84.31%	67.50%	32.50%
2015	9.82%	90.18%	75.04%	24.96%
2016	9.03%	90.97%	77.05%	22.95%
2017	7.20%	92.80%	82.06%	17.94%

数据来源：中国证券投资基金业协会。

母基金的资金来源较为多样，包括金融机构、上市公司、大型非上市企业、政府引导基金、高净值个人以及家族财富办公室等，不同的投资者性质决定了其差异化的投资目标，在进行配置时，母基金管理人需要根据资金端的诉求，在产品的存续期限、投资地点、投资产业、投资阶段等要素上做出调整。

2.2.5 产品存续时间及期限

表2-2-4是不同存续时间母基金产品数量的占比，根据报告统计日期2017年末与母基金设立时的成立日期相减计算得出。表中母基金产品已存续时间主要集中在0-3年，即大部分母基金是在2014年-2017年成立的，数量占比达89.64%；已存续时间3-8年的母基金数量不足10%；已存续时间超过8年的母基金数量仅8只，占比不足0.50%。

表2-2-4 2017年私募股权投资母基金不同存续时间产品数量及占比

产品存续时间	产品数量	产品数量占比
0-1 年	634	33.89%
1-2 年	666	35.60%
2-3 年	377	20.15%
3-4 年	83	4.44%
4-5 年	45	2.41%
5-6 年	25	1.34%



产品存续时间	产品数量	产品数量占比
6-7 年	20	1.07%
7-8 年	13	0.69%
8 年及以上	8	0.43%

数据来源：中国证券投资基金业协会。

另外，如表2-2-5所示，市场上母基金产品期限主要在15年以内，该部分母基金产品数量占比达到80%以上，分别主要集中在0-5年、5-10年、10-15年三个区间，每一区间的母基金产品数量占比分别为33.35%、33.89%、13.95%。其他情况主要是可能更长的产品期限，也有可能是在合伙型或者公司型母基金按照工商登记时间填写到期日导致数据不准确问题。另外，当基金临近到期日时，在征得投资者同意的情况下，母基金管理人可以选择延长产品期限。

表2-2-5 2017年私募股权投资母基金不同产品期限数量及占比

产品期限	产品数量	产品数量占比
0-5 年	624	33.35%
5-10 年	634	33.89%
10-15 年	261	13.95%
其他情况	352	18.81%

数据来源：中国证券投资基金业协会。

2.2.6 产品管理费率

国际上，母基金的管理费率根据认缴金额缴纳，随着行业内部的竞争加剧，费率逐年下降。在我国，母基金的管理费率除了按照认缴金额缴纳外，还存在按照实缴金额缴纳的现象。受基金规模、投资人等不同因素的影响，母基金收取的管理费率集中在0.5%-2%之间。

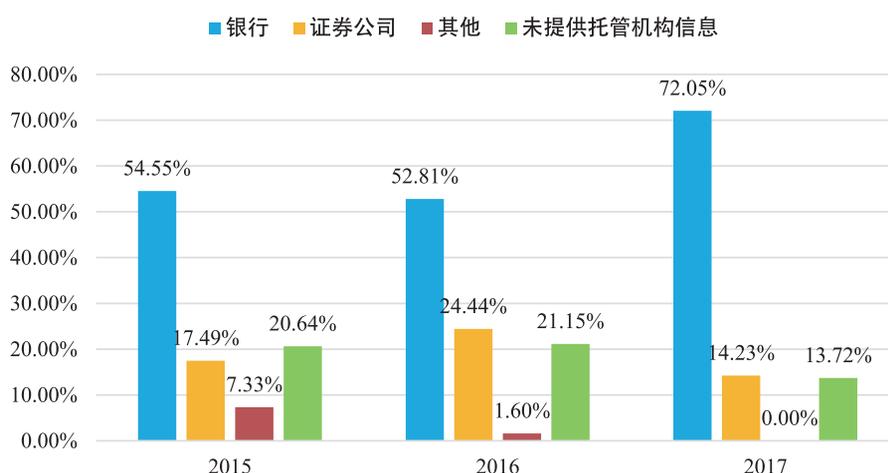
2.2.7 基金托管及服务

私募股权投资基金的资金可以交由第三方托管机构进行托管。《中华人民共和国证券投资基金法》及相关法律法规明确提出基金托管人的权利义务，基金托管人的职责具体应以基金的实际运作情况为基础，制定基金合同，划定职责范围，其中核心的托管职责涉及资金资产安全保证、交易监督、资金清算和信息披露等。图2-2-5为2015-



2017年母基金的托管情况，主要是以银行托管和证券公司托管为主。其中，通过银行进行托管的母基金数量较多，2015年、2016年和2017年选择银行托管的母基金占比分别为54.55%、52.18%和72.05%。而在非银行金融机构中，证券公司所托管的母基金也占据了一定的比例，2015年、2016年和2017的占比分别为17.49%、24.44%和14.23%。

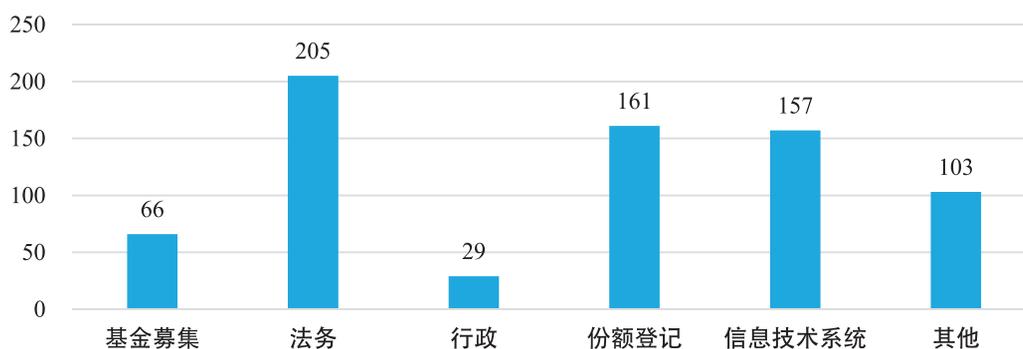
图2-2-5 私募股权投资母基金托管情况（2015-2017年）



数据来源：中国证券投资基金业协会。

母基金的主要服务机构包括基金托管机构、律师事务所、会计师事务所、基金销售机构等。图2-2-6为母基金管理人所选外包服务情况的统计，在受访的481家母基金管理人中，选择将法务进行外包的基金管理人数量最多，为205家；选择外包行政相关事务机构数量最少，共计29家。此外，分别有161家、157家和66家机构分别选择将份额登记、信息技术系统和基金募集工作进行外包。

图2-2-6 2017年私募股权投资母基金管理人所选的外包服务情况



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



2.2.8 政府引导基金¹

近年来政府引导基金发展速度较快，形成一定的规模和影响力，主要是通过母基金的模式进行运作。如表2-2-6所示，截至2017年末，在协会备案的私募股权、创业投资基金中，政府引导基金的数量893只，管理规模4 863.07亿元，平均每只基金规模5.46亿元，2017年新备案的政府引导基金327只，管理规模1 517.34亿元，平均每只基金规模4.64亿元。

表2-2-6 2017年政府引导基金管理规模和数量

	数量（只）	基金管理规模（亿元）
2017 年末	893	4863.07
2017 年末（创业投资基金类）	365	908.39
2017 年末（股权投资基金类）	528	3954.68
2017 年新增	327	1517.34
2017 新增（创业投资基金类）	109	264.71
2017 新增（股权投资基金类）	218	1252.63

数据来源：中国证券投资基金业协会。

2.3 投资情况分析

2.3.1 投资地域分布

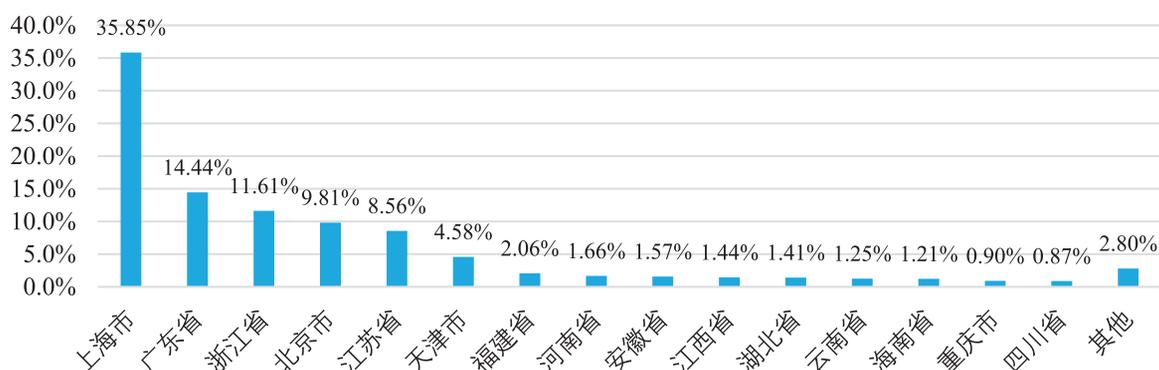
经统计，母基金²通过投资子基金投向项目，其项目所在地的分布呈现一定差异性。从图2-3-1可知，截至2017年末，母基金最终投资的项目所在地按照子基金投资金额计算，明显集中在上海、广东、浙江、北京以及江苏五个辖区，占比合计达80.27%。其中，上海是母基金最终投向项目最集中的辖区，在所有的辖区中占据绝对的优势，金额占比高达35.85%。相对比其他辖区而言，投资金额占比高于10%的辖区均是经济较为发达的区域，说明母基金所投的多数子基金，倾向于投资项目、科研人才、资源集中的发达地区。

¹ 此处仅为备案时勾选了“政府引导基金”标签的私募股权投资基金、创业投资基金情况，可能有部分不是私募股权投资母基金

² 此处母基金的统计范围不包含契约型母基金。



图2-3-1 2017年私募股权投资母基金最终投向的项目所在地分布（按照投资金额）

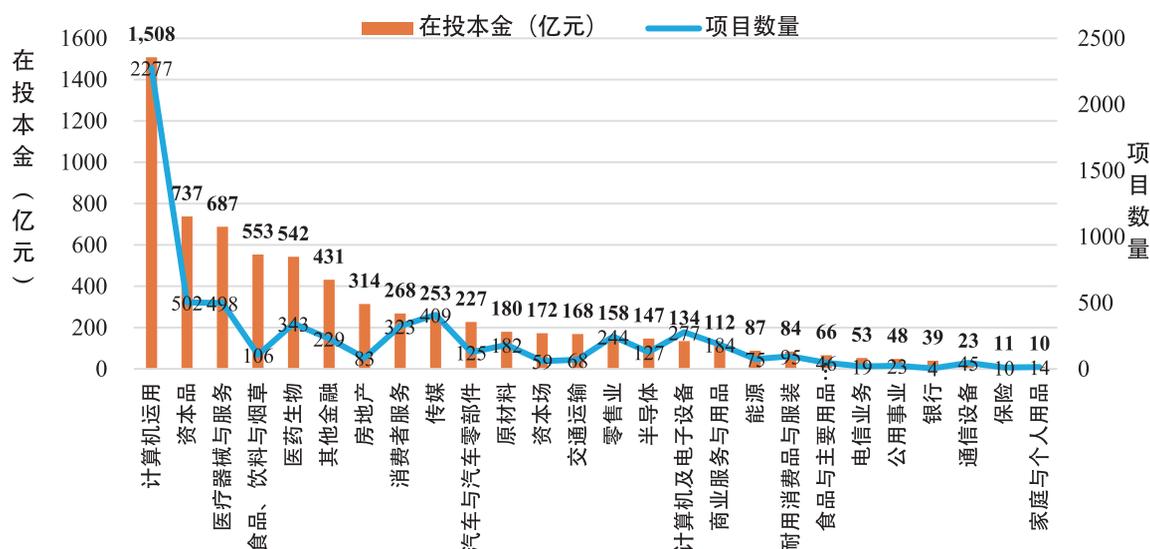


数据来源：中国证券投资基金业协会。

2.3.2 投资行业分布

作为直接融资的工具，母基金在引导社会资源流入“新经济”的过程中承担了重要角色。图2-3-2是截至2017年末正在运作的母基金最终投向的项目所在行业分布，能够发现，母基金集中投向了计算机运用、医疗器械与服务和生物医药等领域，在引导资金投向创新和具有成长潜力的新兴产业中起到了积极作用，成为支持我国企业科技创新、消费升级的重要资本力量。

图2-3-2 2017年私募股权投资母基金最终投向的项目行业分布



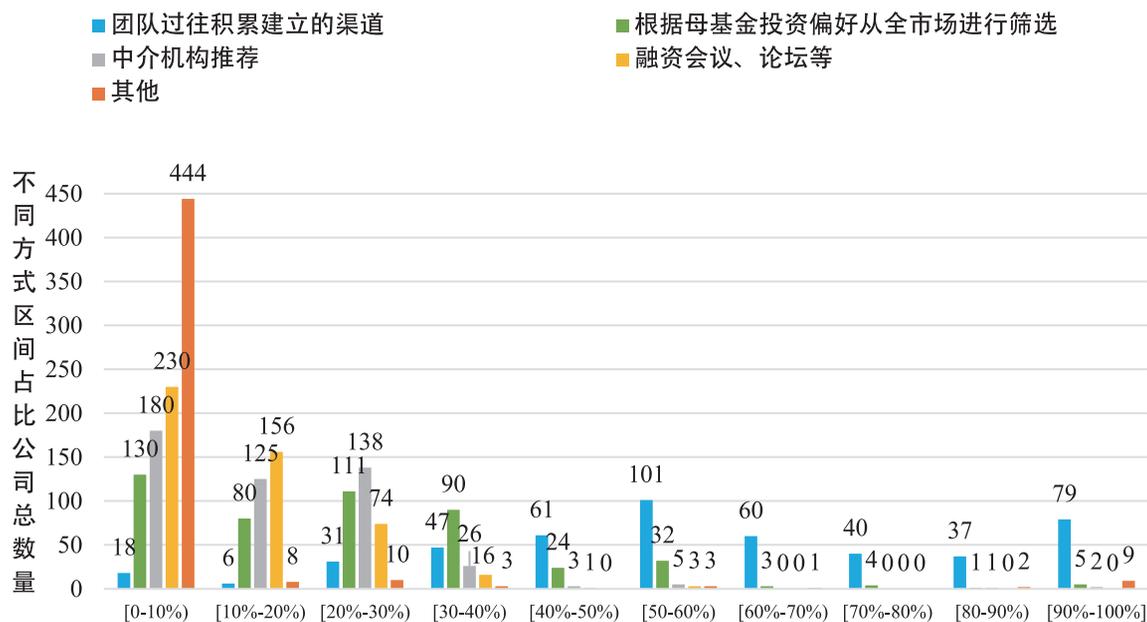
数据来源：中国证券投资基金业协会。



2.3.3 获得备投基金信息的方式

母基金管理人获得备投基金信息的方式有以下途径：一是母基金管理人自身积累了一定的市场资源和口碑，可以凭借自身掌握的资源获取备投基金信息；二是市场上存在一些中介机构，能够给母基金管理人推荐部分备投基金信息；三是如果现有子基金库中的基金不符合筛选条件，就需要母基金管理人自己去挖掘新的备投基金。协会对母基金管理人获得备投基金信息的方式进行了问卷调查，具体如图2-3-3所示。在受访的481家母基金管理人中，以区间 [0-10%) 为例，有18家机构表示通过团队过往经验而建立的渠道占获得备投基金信息的比例不到10%；而在区间 [90%-100%] 内，有79家机构认为通过该渠道获得备投基金信息的比例超过了90%。能够发现，通过团队过往积累建立的渠道、根据母基金投资偏好从全市场进行筛选以及中介机构推荐是母基金管理人获取备投基金信息最为主要的三种方式。

图2-3-3 2017年私募股权投资母基金获得备投基金信息的方式



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

2.3.4 筛选备投基金的方式

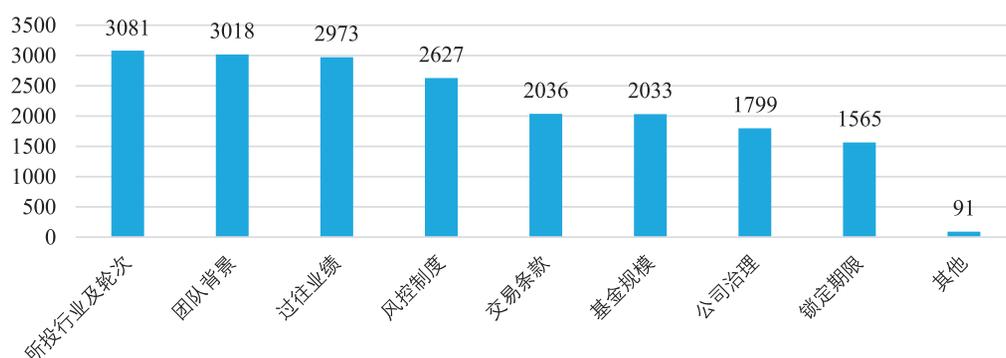
在筛选备投基金方面，收到子基金的募资说明书后，母基金管理人首先要了解子基金的运作情况，与子基金进行初步沟通，掌握子基金能否与资金端的诉求相匹配。其次，通过对子基金进行过往业绩、基金规模、风控制度、交易条款以及行业团队等



多维度的评估，形成初步的评价。如果子基金符合母基金管理人筛选备投基金的原则，则进行立项。立项完成后，母基金管理人需要展开实地的尽职调查，更为全面地了解备投子基金的实际运作情况，判断实地尽调结果是否与之前了解的信息相匹配，并进一步落实前期沟通中涉及的相关条款。尽调完成后，大多数情况下，是否投资取决于投资决策委员会，母基金内部的投资决策委员会结合尽调结果、配置理念和具体条款的设置安排等方面，做出最终的判断。在整个流程中，母基金管理人还会通过聘请外部顾问的方式，对子基金的筛选提出建议。

协会调研了母基金管理人筛选备投子基金时关注的因素，按照重要性进行排名，并赋予不同的排名相应的分值，各因素所获得的总分值如图2-3-4。能够看到，所投行业及轮次、子基金管理团队背景、和往业绩是母基金评估子基金时最为看重的三个维度，三者所获得的总分值十分接近。其次，母基金管理人也非常注重子基金的风控制度，风控是实现资产增值、保值的基础保障。此外，交易条款的设置、基金规模、公司治理、基金锁定期限等因素也会影响母基金管理人的判断。

图2-3-4 2017年私募股权投资母基金筛选备投子基金时关注的因素



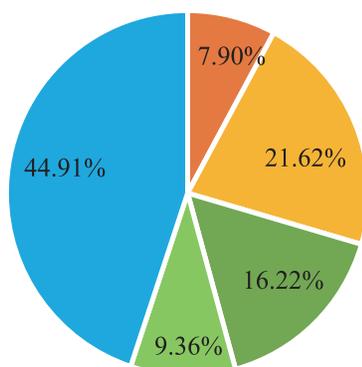
数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

2.3.5 投资子基金比例和数量的限制

在母基金构建投资组合的过程中，根据投资理念的不同，部分母基金管理人会对投向单一子基金的资金占投资组合的比例进行限制，或是限制母基金中所投子基金数量。图2-3-5与图2-3-6显示，44.91%的机构不会对投向单一子基金的资金占母基金比例做出限制，而比例限制在10-20%（包括20%）和20-30%（包括30%）区间内的机构占比同样较高，分别为21.62%和16.22%。对于母基金组合中所投子基金数量，61.54%的机构不会明确限制子基金数量，同时，有26.20%和10.60%的机构表示会将子基金的数量控制在2-5只和6-10只的范围内。

图2-3-5 2017年私募股权投资母基金投资单一子基金的比例限制情况

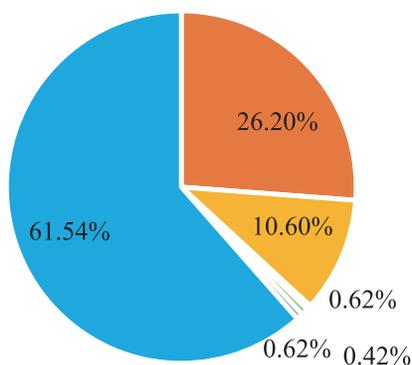
- 0-10% (包括10%)
- 10-20% (包括20%)
- 20-30% (包括30%)
- 30%以上
- 未设置子基金的投资比例限制



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

图2-3-6 2017年私募股权投资母基金投资子基金的数量限制情况

- 2-5只
- 6-10只
- 11-15只
- 16-20只
- 20只以上
- 未设置子基金的投资数量限制



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

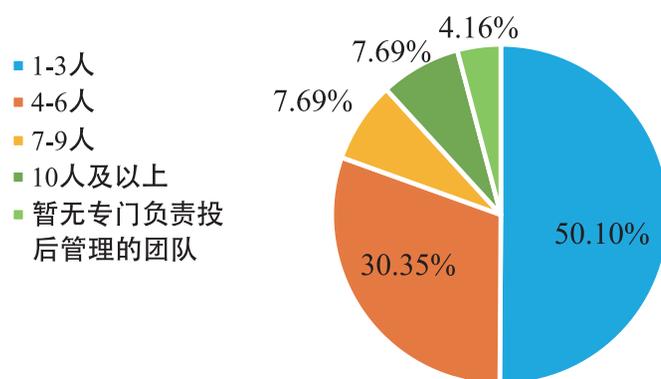
2.4 投后管理

投后管理是母基金完成子基金的投资后，和实现子基金退出前的中间环节，旨在跟踪子基金的运营情况，实时监测可能暴露的风险点，保障母基金利益不受损害的同时实现资产的保值和增值。对于母基金管理人而言，投后管理具有十分重要的意义，



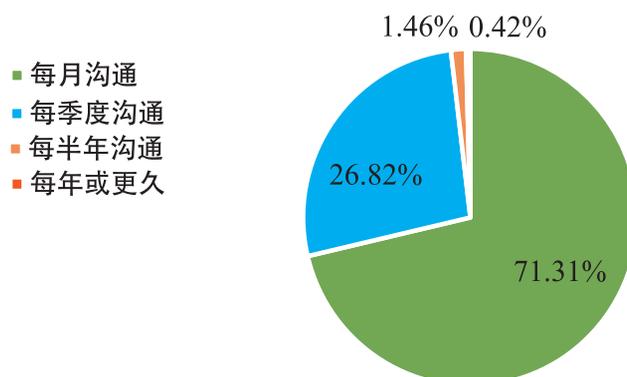
子基金管理的质量直接影响到所投子基金和子基金所投的项目能否实现有效退出。同时，母基金管理人可以根据子基金的运行情况，来验证、改进投资策略，实现投资能力的提升。对于母基金的投资人来说，通过投后管理，能够了解所投资金的运营情况和预期的现金流情况，进而及时调整自身的投资组合。随着母基金行业不断向专业化的方向发展，投后管理在整个投资流程中越来越受重视，母基金管理人希望扮演“积极投资人”的角色，在市场中凸显竞争实力。整体来看，母基金的投后管理工作主要可以分为两个层面，包括基金的监控，以及对子基金和所投项目提供增值服务。图2-4-1显示，50.10%的母基金会配备1-3名投后人员，30.35%的母基金会配备4-6名投后人员，甚至有7.69%的母基金会配备10名以上投后人员。图2-4-2显示，超过70%的母基金其团队与子基金保持着每月进行沟通的频率。

图2-4-1 2017年私募股权投资母基金投后人员配备情况



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

图2-4-2 2017年私募股权投资母基金与子基金的沟通频率



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



2.4.1 基金监控

母基金投后的基金监控，是投后管理的首要工作，大体涵盖两个维度：对接母基金投母基金投后的基金监控，是投后管理的首要工作，大体涵盖两个维度：对接母基金投资人和对接子基金。对接投资人主要体现在定期提供母基金运营的季报、半年报与年报，让投资人能够及时穿透了解母基金、子基金与项目的实际运营状况。目前市场上母基金的投资者结构十分多样，政府资金、金融机构、上市公司等参与母基金投资的群体均有其特殊的信息披露需求，基于此，母基金管理人还需要依照投资人的性质和要求，报送其所需的数据和文件。有些时候，投资者能够根据对目前组合的把控，及时调整下一阶段的投资方向。

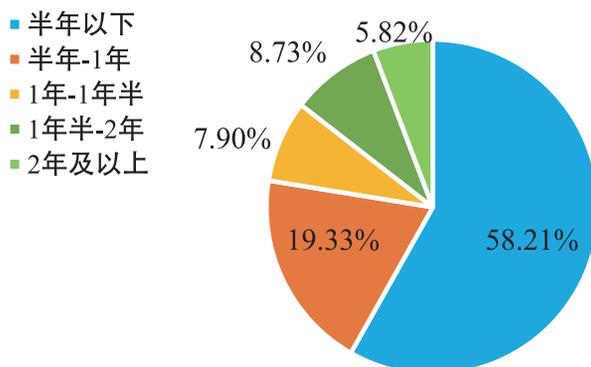
就母基金对接子基金的角度而言，投后管理则主要体现在母基金对子基金运营的监督和把控。同母基金需要定期向其投资人提供基金运营报告一样，子基金也会定期向母基金报送相关的数据及报告，以满足子基金对母基金的信息披露要求。信息披露可以划分为三个层面，首先，子基金需要报送基金的运行情况，具体包括基金规模、投资阶段、关键人员的构成、已投项目数量、未投出资金的分配情况、财务数据等内容。其次，子基金需要披露所投项目的信息，包括企业所处的融资轮次、所属行业、资金使用情况、战略规划等公司实时的发展情况。再次，子基金管理人还需要提供自身的基本情况，母基金管理人在对子基金进行尽职调查时，会全面了解子基金的过往业绩、团队构成、投资策略、激励机制等信息，而随着时间的推移和市场环境的变化，子基金也会在战略层面做出调整，基金规模的增加、核心人员的离职与新合伙人的加入、投资领域的转变等，均会影响母基金对子基金的高质量管理。除了信息报送外，母基金还会与子基金展开多种形式的交流，如走访子基金、参加子基金报告会以及非正式的私下沟通等，与子基金相关人员建立联系，多方面了解基金运行的情况和管理人的诉求，并发掘一些可以与子基金合作的其他业务。

由于母基金和子基金间存在着信息的不对称，往往会造成逆向选择和道德风险的问题，损害母基金的利益。为了更好地监测子基金的动态，许多母基金管理人自主搭建了基金管理的信息系统，通过指标的设置，实时抓取子基金和所投项目的运营、财务状况，以便投后管理人员及时发现异常情况，减少可能侵蚀母基金利益情形的发生。除投后管理外，对信息系统的利用还渗透到母基金投融资的各个流程，管理人根据自身的投资逻辑和需求，将指标和表单以标准化的形式输入到信息管理系统，使投资管理各个环节更加高效。同时，信息系统有利于投前、投后人员信息的同步。图2-4-3是调研得结果显示的母基金管理人信息管理系统搭建情况，在受访的481家母基金管理人



中，258家的母基金已经建立了信息管理系统，其中，77.54%的母基金管理人建立信息管理系统的时间不足一年。整体来看，我国母基金管理人在信息系统的搭建方面还处于不断完善的过程当中。

图2-4-3 2017年私募股权投资母基金信息管理系统搭建情况



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

2.4.2 增值服务

除了获取资金之外，子基金和子基金所投的企业，在追求进一步发展时，会产生各种诉求。一方面，母基金管理人在遴选子基金管理人时，希望他们具备一定的增值服务能力，可以推动企业的发展并最终实现退出；另一方面，对于欠缺增值服务能力子基金，特别是早期投资基金和创业投资基金，母基金管理人则会发挥其资源优势和资本市场的运作能力，帮助子基金和企业共同成长。

母基金管理人为子基金提供的增值服务首先体现在增强子基金和企业的后续融资能力。作为基金管理人，母基金管理人在日常工作中能够接触到多种投资者资源，了解不同类型投资者的需求和偏好；作为专业的机构投资者，母基金管理人则对市场上大量私募股权投资基金管理人的团队、投资风格和业绩形成了较为深入的认识。如果子基金管理人所设基金及所投项目出现了后续的融资需求，母基金管理人基于自身领域资源在必要时为子基金和企业推荐合适的投资者，实现投资者的需求与子基金的投资策略、企业发展规划的匹配。同时，基于与多种类型投资者合作的经验，母基金管理人能够帮助子基金及被投资企业提高与投资者沟通的能力，增强投资者结构的稳定性。在一定程度上，在母基金管理人的帮助下，子基金募资负担减小，能够把更多的时间和精力放在项目挖掘、投资和投后管理工作中。

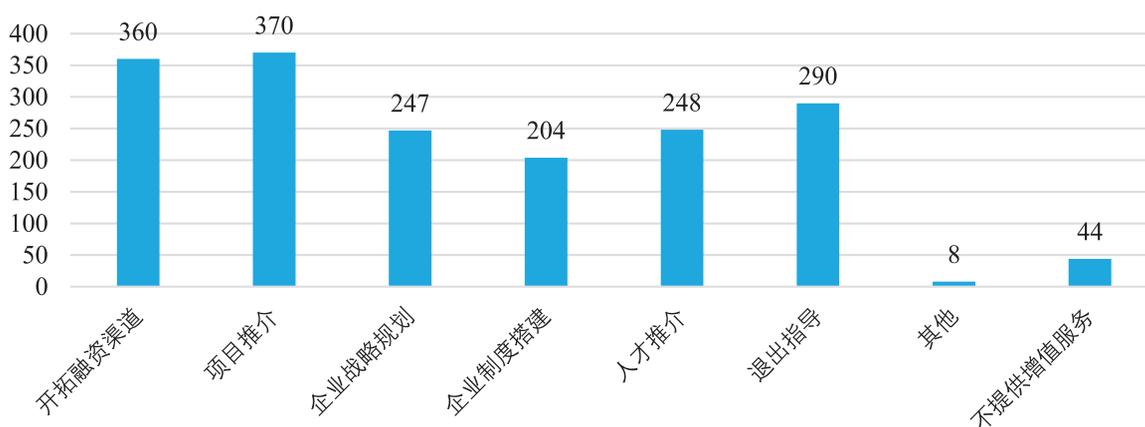
此外，母基金管理人在子基金项目退出方面，能够帮助规划退出安排并提供多种



类型的指导。在上市退出层面，母基金管理人通过各种形式的交流会，为子基金管理人和企业介绍各个行业的发展趋势、上市企业的特点、如何达到上市标准、上市板块的选择等内容，帮助企业提前做好上市准备。当企业发展到一定程度，符合上市条件也有上市意愿时，母基金管理人的投行、律所等行业资源，能够全方位服务企业的上市流程。如果项目很难上市，有寻求并购退出的意愿，大型的母基金管理人和大型金融集团旗下的母基金管理人也有能力帮助企业对接合适的收购方，根据子基金和企业的意愿，推进收购退出，或是给出其他发展方向的咨询建议。

通过大量的私募股权投资基金管理人的尽职调查，母基金管理人形成了对子基金管理人治理结构的深入认识，了解各个发展阶段的子基金管理人适合怎样的运营机制。当子基金管理团队向母基金寻求建议时，能够在架构管理体系的搭建、投资者筛选、激励机制的设置、人力资源等方面给予指导，同时，也会给出关于合同和基金条款等法律层面上的意见。类似地，如果子基金投资的项目有向母基金管理人寻求建议的意愿，专业的母基金管理人能够根据丰富的行业经验，指导企业顶层发展战略的制定、企业文化的建立以及运营系统的搭建等。调研结果显示，进行项目推荐、开拓融资渠道和退出指导是大多数母基金管理人会提供的增值服务，同时，也有一部分母基金不提供增值服务，机构数量为44家，占比9%左右，具体如图2-4-4所示。值得注意的是，根据资金端属性的不同，母基金提供增值服务的偏好也存在着一定的差异，如对于项目推介，政府引导基金会主动向子基金推荐项目，但对于其他类型的母基金，可能会更偏向子基金具备项目开发的能力，毕竟项目挖掘和投资能力是子基金主要的核心竞争力之一。

图2-4-4 2017年私募股权投资母基金向子基金提供的增值服务类型分布



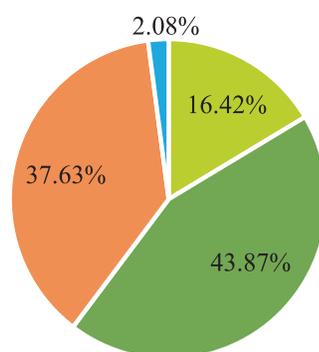
数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



目前，许多私募股权投资基金管理人在进行投资决策时，可能会受到投资人的影响，这取决于投资人的风格以及资金的强势情况。一方面，存在着部分具有长期深耕于某个专业领域的投资人，他们希望子基金管理团队在进行决策时能考虑他们的建议；另一方面，也有一部分投资人在投资完成后愿意给予子基金管理团队充分的自由，所以会进行充分的尽职调查筛选，从投前减小可能暴露的风险。图2-4-5具体展示了母基金参与子基金决策情况调研结果，其中，选择加入子基金投资决策委员会的母基金占比最多，为37.63%，这体现我国目前私募股权投资基金行业机构投资者资金较为强势的现状，他们可能会存在跟投行为或是希望能够把控子基金的战略方向，但这种行为很可能不利于子基金充分履行受托业务以及发挥自身专业能力；而认为应把决策权充分让渡给子基金的母基金占比为16.42%，他们认为母基金更多的是起到监督管理的作用，所以应尽可能减少对子基金专业化管理和决策的干预。同时，也有一部分母基金持中性的态度，认为是否参与子基金的决策应取决于子基金的具体情况，这部分机构的占比达37.63%。

图2-4-5 2017年私募股权投资母基金参与子基金决策的情况分布

- 不应干涉子基金的决策，给予子基金充分的决策权力
- 应加入子基金的投资决策委员会，避免母基金利益受到损害
- 是否干涉取决于子基金的发展情况和需求
- 其他



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



2.5 收益及退出

2.5.1 收益计算

母基金的收益计算方式不像直投资基金那么直接，母基金的收益率需要通过计算子基金的收益率来完成。国际上，常用的计算母基金收益率的方法有四种：内部收益率（Internal Rate of Return, IRR）、投入资本分红率（Distribution Value to Paid-In, DVPI）、投入资本未实现倍数（Residual Value to Paid-In, RVPI）以及投入资本总价值倍数（Total Value to Paid-In, TVPI）¹。目前，国内私募股权基金市场用来计算收益率的方法主要是 IRR。受子基金扣款周期、收益的划分范围以及基金性质差异等因素的影响，不同的机构计算 IRR 的具体方法也有所不同。对于未清算的子基金而言，由于母基金不能直接接触到项目，信息具有滞后性且信息透明度不高，很难了解子基金当前阶段的确切的收益信息，进而得到母基金的准确收益率。尽管 IRR 适用性最高，但也存在一定的问题，如中期 IRR 可能会由于 J 曲线效应偏低、短期小项目 IRR 较高，而长期项目周期长、前期投入大，IRR 可能偏低等。因此，市场上很多母基金也开始重视 DVPI 以及 TVPI 等收益指标，主要的原因在于不同的收益率计算方法适用于母基金存续期的不同阶段。

2.5.2 退出方式

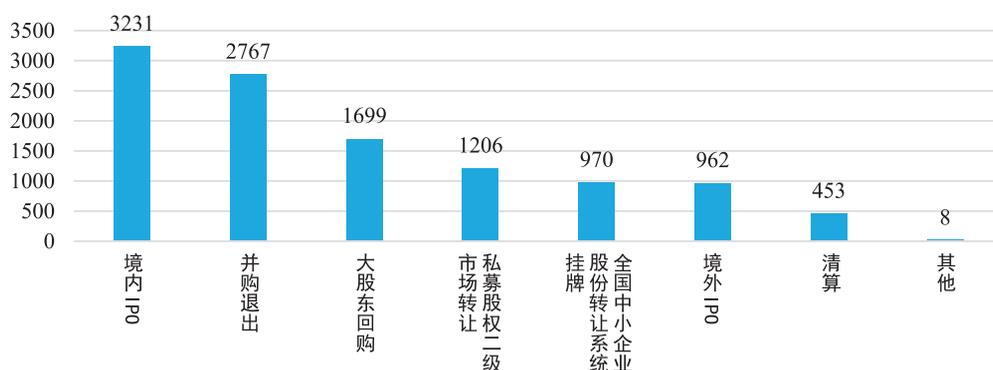
在母基金层面的退出方式主要有子基金终止、清算以及子基金份额转让等；子基金层面的退出包括境内 IPO、境外 IPO、全国中小企业股份转让系统挂牌、并购、回购等方式。根据上市的地域，又可分为境内上市退出和境外上市退出。其中私募股权二级市场基金在国内市场刚刚兴起，由于信息的不对称，对管理人的项目评估能力要求很高，需要有很强的项目估值判断能力、谈判和交易结构设计能力等。

协会对母基金关于所投子基金的退出偏好进行了调研，并根据排名赋予不同退出方式相应的分值，各退出方式所获得的总分值如图2-5-1所示。能够发现，境内 IPO 是最受欢迎的退出方式，可能是由于 IPO 退出能够获得较高的回报倍数。此外，并购退出的形式同样受到许多母基金管理人的青睐，其次，大股东回购、私募股权二级市场转让、全国中小企业股份转让系统挂牌等形式，也获得了一定比例管理人的认可。

¹ 母基金收益率计算方法具体公式请参考附录三。



图 2-5-1 2017年私募股权投资母基金对子基金退出方式的偏好



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

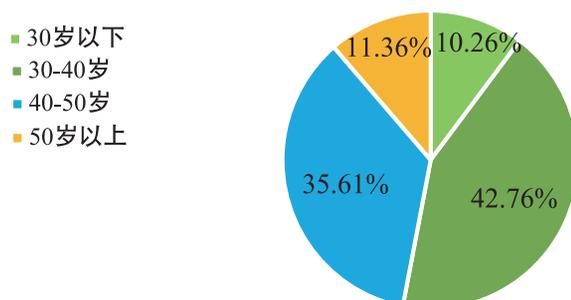
相比较而言，海外股权市场的退出机制更为成熟，母基金可以通过多种渠道实现退出，包括出售给战略投资者和其他私募股权投资基金、通过私募股权二级市场转让等。未来可以预期，退出管理方面，我国的母基金会寻找更多的途径实现退出。

2.6 高管团队与激励机制

2.6.1 高管人员

图2-6-1是我国母基金管理人高管人员年龄结构的统计结果。据图可知，母基金管理人高管年龄主要集中在30-40岁和40-50岁两个年龄段，合计占比78.37%，高管年龄在30岁以下和50岁以上的占比仅有21.62%左右。

图2-6-1 2017年私募股权投资母基金管理人高管人员年龄结构

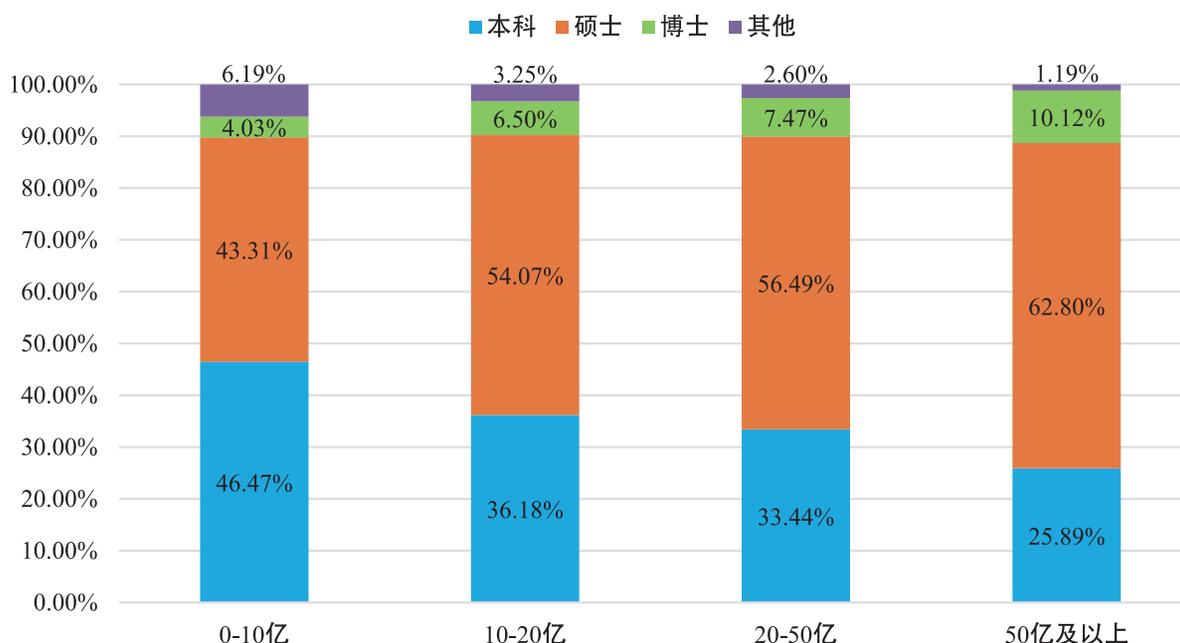


数据来源：中国证券投资基金业协会。

图2-6-2是母基金管理人高管人员的最高学历分布。管理资产规模在10亿元以下的

母基金高管人员中，最高学历为本科的高管数量最多，为46.47%，最高学历为硕士的高管占比为43.31%，有4.03%的高管获得博士学位；在管理资产规模在50亿元以上母基金高管人员中，最高学历为本科的高管人数占比为25.89%，最高学历为硕士的高管人数占比达到62.80%，最高学历为博士的高管人员占比为10.12%。整体来看，随着基金管理人管理资产规模的增大，其高管人员所获最高学历的整体水平也随之提升，基金管理人的资产管理规模越大，其高管人员所获最高学历的等级越高。

图2-6-2 2017年私募股权投资母基金管理人高管最高学历情况

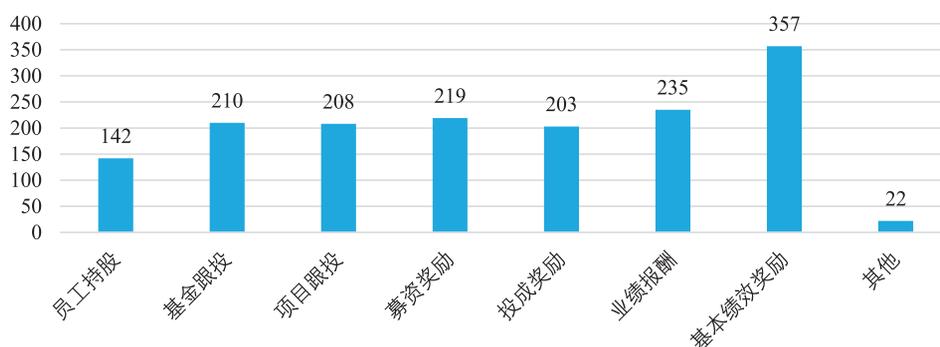


数据来源：中国证券投资基金业协会。

2.6.2 激励措施

激励措施是母基金管理人留住关键人才、提高员工积极性及工作效率的重要举措，图2-6-4是母基金采取激励措施的调研情况。能够看出，大多数母基金管理人均是通过多种激励机制相结合的方式以实现激励目的。在受访的481家母基金管理人中，有357家机构采取了基本绩效奖励，这是母基金管理人最为常用的激励手段之一。其次，采用业绩报酬、募资奖励、基金跟投、项目跟投和投成奖励的母基金数量也较多，均超过了200家。此外，也有一定数量的母基金设置了员工持股机制，将基金利益与员工利益更为紧密的关联在一起，机构数量为142家。部分激励机制同时也是母基金风控管理的一部分，具有约束员工行为的作用。

图2-6-4 2017年私募股权投资母基金激励措施类型分布



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

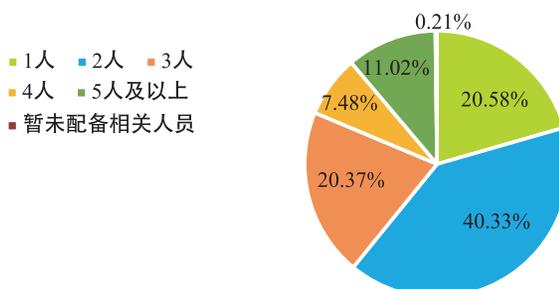
2.7 合规风控情况

2.7.1 合规人员情况

随着母基金行业相关法律法规的逐步建立，对于基金管理人而言，也越来越重视合规管理，可以说，合规是风控流程中的重要组成部分。综合来看，合规管理的工作相对繁杂，包括完成管理人、基金产品的信息报送及更新、拟定基金合同、合格投资者审查、基金宣传、募集方式审查、组织合规培训、基金信息披露、构建合规管理体系等各类内控制度，以及内部合规咨询、监管部门新政策研究等。

图2-7-1为母基金管理人负责合规管理的人员配备调研情况统计。在受访的481家母基金管理人中，几乎所有的机构都设置了专员负责合规的相关事务，其中，大多数基金管理人配备的合规管理人员在3人以内，占比达81.29%，仅有1家管理人暂未配备负责合规管理的人员。

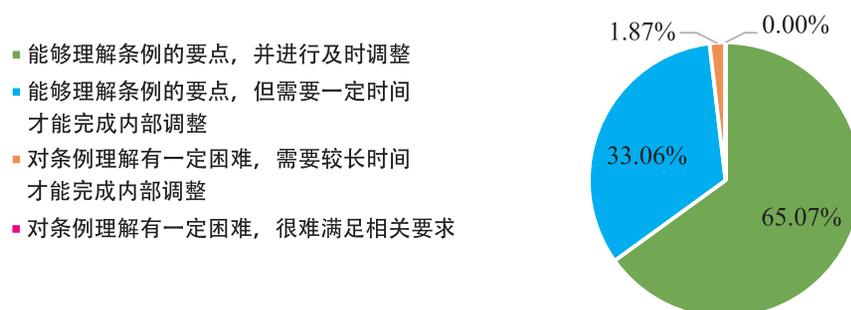
图2-7-1 2017年私募股权投资母基金配备的合规管理人员数量分布



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

图2-7-2为母基金管理人对于监管、自律机构推出的相关管理办法的适应程度情况。在受访的481家母基金管理人中，能够理解条例要点并进行及时调整的基金管理人数量最多，占比为65.07%；能够理解条例要点，但需要一定时间才能完成内部调整的基金管理人数量占比为33.06%；对条例理解有一定困难，需要较长时间才能完成内部调整的管理人数量占比仅有1.87%。整体来看，大多数机构能够较好地满足监管机构的要求。

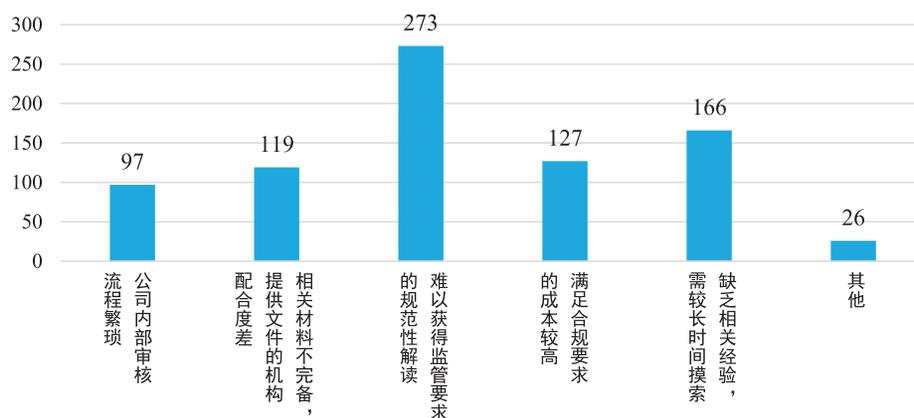
图2-7-2 2017年私募股权投资母基金对于监管、自律机构推出的相关管理办法适应程度



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

图2-7-3为母基金管理人在满足监管的合规要求时遇到的困难。机构在满足合规要求时存在的困难多种多样，其中，有273家母基金管理人认为存在“难以获得监管要求的规范性解读”情况；有166家母基金管理人认为“缺乏相关经验，需要较长时间摸索”是造成难以及时满足合规要求的原因；127家母基金管理人认为“满足合规要求的成本较高”，此外，“相关材料不完备、提供文件的机构配合度差”、“公司内部审核流程繁琐”在一定程度上影响了机构的合规管理。

图2-7-3 2017年私募股权投资母基金管理人在满足监管合规要求时存在的困难



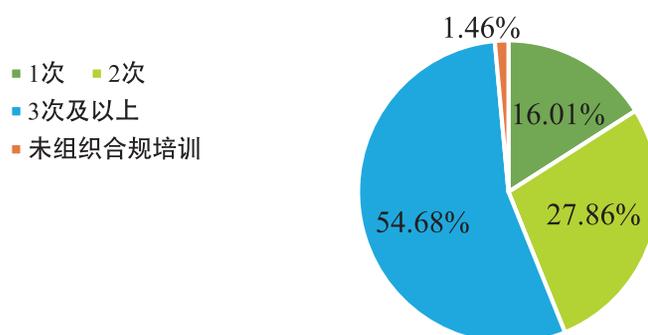
数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



2.7.2 合规培训

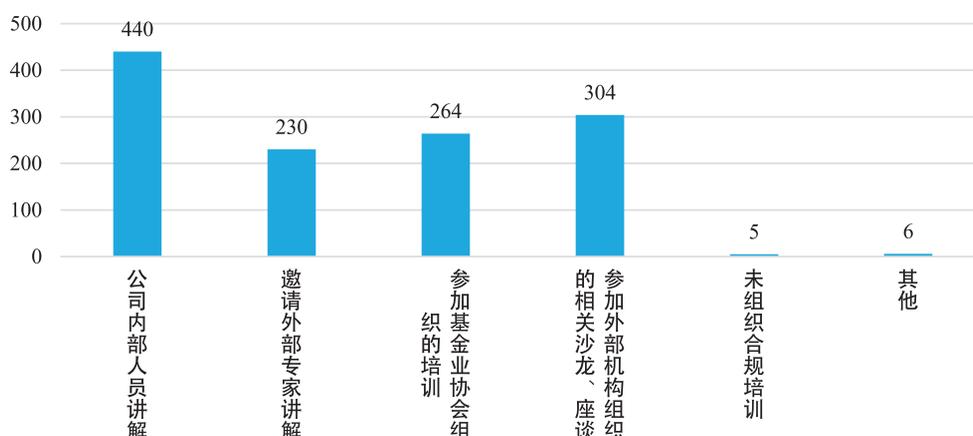
图2-7-4为母基金管理人组织合规培训的频次。从全行业来看，每年组织培训次数为3次的基金管理人数量占比最高，为54.68%；其次为2次，占比27.86%；再次为1次，占比为16.01%。而每年不组织合规培训的管理人数量占比仅有1.46%。图2-3-5为母基金管理人组织合规培训的方式，母基金管理人学习合规相关知识的形式较为丰富，有利于各机构及时理解最新颁布的相关法律法规和自律规则，及时调整完善内部的合规体系。

图2-7-4 2017年私募股权投资母基金管理人每年组织合规培训的频次



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

图2-7-5 2017年私募股权投资母基金管理人组织合规培训的方式情况



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。

2.7.3 投资风控手段

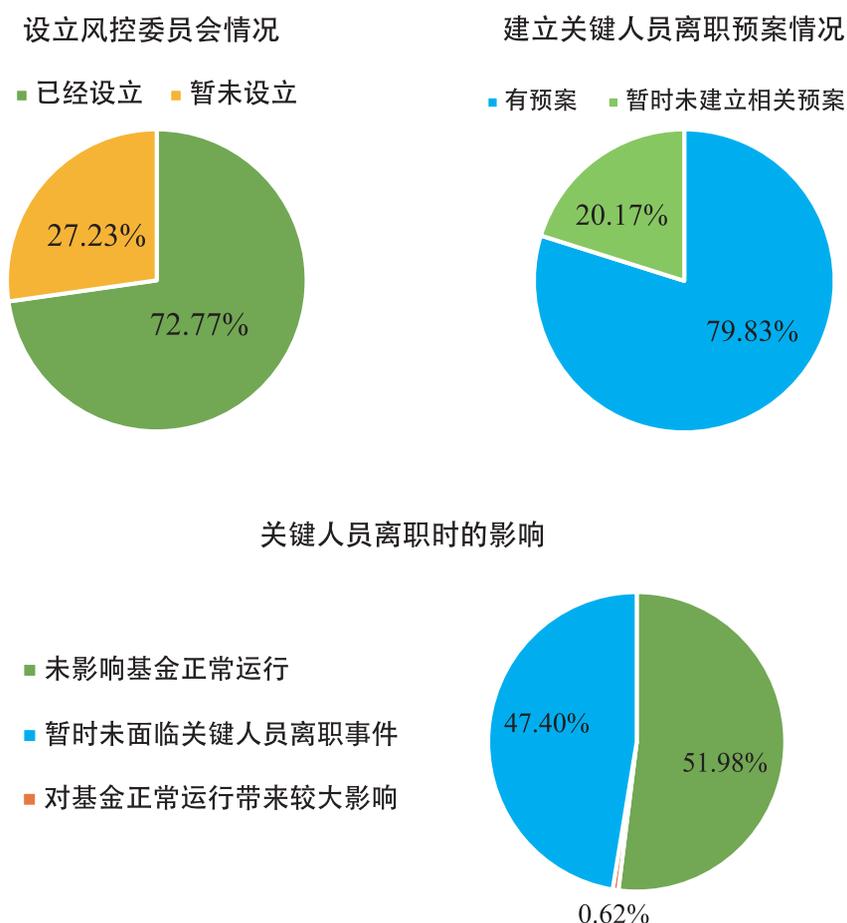
母基金的风险控制是基金整个投资决策流程当中的重要组成部分，渗透在投前、投中、投后过程中的方方面面。投前阶段，母基金风控人员会对整个项目进行全面的



风险把控，包括充分尽调、风险披露，明确指出可能存在的风险。投中阶段，风控人员会参与投资会议并给出意见，例如子基金涉及的核心问题以及监管政策可能对子基金和项目带来的影响；对母基金运行状况进行实时监控，发现风险后寻找对应的解决方案，并逐步解决问题。投后阶段，风控部门通过信息的监控，进行统一的投后风险管理。

母基金设立风控部门时会充分考虑交易结构的安排以及监管机构的政策要求。对母基金管理人风控相关情况的调查显示，约有72.77%的母基金已经设立了风控委员会，且有79.83%的母基金针对关键人员可能发生的离职建立了相应的预案。截至2017年末，近半数的母基金未曾面临关键人员的离职，而通过预案，在一定程度上能够减小关键人员离职对公司整体运营带来的影响。除风控委员会和离职预案外，基金管理人内部同样会建立其他的风险控制机制，以应对各种突发情况的发生，如子基金重大风险的预警及补救措施，调研结果显示，超过20%的母基金管理人已经建立预案。

图2-7-6 2017年私募股权投资母基金风控相关情况



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



2.8 私募股权投资母基金与实体经济

党的十九大报告强调，“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。股权投资市场作为我国多层次资本市场的重要一环，在服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革中发挥着重要作用。母基金充分尊重产业发展的规律，发挥价值发现功能，围绕国家战略和未来行业发展方向进行投资布局，有效配置金融产业资源，充分发挥市场机制，调动优秀产业人和投资人的积极性，将资本、资源最终注入优质的企业，具有提升我国直接融资比重，推动私募股权投资市场朝着服务国家战略布局的方向发展，进而更好地服务实体经济提质增效的作用。

2.8.1 撬动社会资本，促进金融资源高效配置

母基金通过汇集社会资本，通过私募股权投资基金投向实体企业，有效推动产业和资本的组合，是我国经济转型、新经济发展以及实现脱虚向实有效方式之一。通过市场化机制，母基金聘请专业投资管理团队，吸引资金投入到市场上优质的子基金，并由子基金各展所长，投向优质的实体企业，促进金融资源高效配置，使得最好的资金流向最需要、最有发展前景的领域。例如，前海母基金目前管理资产270亿元，通过市场化运作机制，聚集国有资本和社会资本，在项目资源端以社会项目为主，兼顾优质政策项目，同时带动子基金在当地的发展，吸引产业和人才集聚，更有效地实现政府资源配置的目标。例如，中金启元目前管理资产规模400亿元，由国家资本与社会资本联合出资设立，将统筹兼顾政策目标和市场原则，基金拟投向100至200家左右的市场一线创业投资基金，促进资本技术融合，提升国家资本资源配置效率，有效提升我国新兴产业整体发展水平和核心竞争力。

2.8.2 扶持中小微企业，激发企业创新创业

中小微企业的发展对国家创新创业至关重要。创业投资是中小微企业融资、创业服务产业链的关键环节，有助于优化企业融资结构，提高企业直接融资比例，并在技术咨询、管理服务、人才支持等方面为初创企业提供帮助。由于创业投资风险高于一般的股权投资，且单只创业投资基金覆盖的企业有限。而母基金作为专业机构投资者，可以筛选出市场优质的创业投资基金，加大社会资本参与创新创业投资力度，并将金融资源注入实体经济，更大范围地扶持中小微企业，激发创新创业。以元禾辰坤为例，



主要是投资早期和成长期企业为主的创业投资基金，将资金通过精选的子基金管理团队合理有效地配置到众多优质的成长型中小企业。目前管理资产规模超过200亿元，辐射资产规模超1 300亿元，已投资子基金80余只，子基金对项目的投资一般在2 000万元至3 000万元左右，投资优质中小企业超1 300家，覆盖国家标准国民经济行业分类中超85%的细分行业和最有活力的地区，同时为中小被投企业提供战略、管理、人力、财务、营销等各项附加资源和服务，切实加速中小企业的健康发展，推动经济结构的优化和转型。

2.8.3 聚焦战略性新兴产业，优化产业布局

作为金融业的重要组成部分，母基金通过投资最具创新和成长潜力的新兴产业领域的子基金，可以获取未来战略新兴产业大发展带来的投资回报，同时也促进了金融与实业的相互结合，不断培育出新产业，进而增强资本的活力。以紫荆资本为例，专注于投资天使轮、A轮等中早期战略新兴领域项目的创业投资基金，目前累计管理规模近80亿元，带动社会资本量逾700亿元，投资基金超70只，投资国内优秀基金管理团队超50个，支持创新创业项目数量达2 700多个，覆盖信息产业、文化消费、医疗健康、先进制造、节能环保、新材料等战略性新兴产业，形成由“投资人-母基金-创业投资机构-创业企业”四方构建的资金和资源闭环生态圈，在为投资人带来丰厚回报的同时，优化国家产业布局，服务新兴战略行业发展。

2.8.4 借助资本力量，推动高新技术产业做大做强

高新技术行业作为战略新兴产业重要的一部分，是一项高投入、高产出、高风险的工程，需要周期长、能够忍受风险的资本进入。而母基金投资周期偏长，与其他类型的基金相比更能“承受”高新技术发展的长周期，同时具有分散投资风险的优势。母基金使资本流向具有发展前景的高新科技产业，实现高新技术培育、高新技术企业甚至产业发展，支持国家高新技术的繁荣。以亦庄产投为例，目前共参与设立基金近60只，带动社会资本2 500亿元，通过海外并购、直接投资、基金投资等方式，以系统应用为拉动、设计为龙头、制造为重点、设备为突破、基金为引擎，打造集成电路产业生态，2009年支持京东方的融资，并引入国家集成电路产业基金和组建芯动能基金支持京东方的发展，还吸引了包括冠捷、住友化学、康宁等一大批上下游企业进驻开发区，形成年产值超千亿元产值的显示产业集群。



2.8.5 聚合社会资源，带动区域转型发展

我国经济正处于转型发展的新时期，在经济发展水平较高的地区，产业链条完整、创新氛围浓厚，企业会在市场机制的作用下落户当地。随着政府产业发展诉求从“招商引资”转向“招才引智”，脱胎于政府引导基金的市场化母基金开始出现。这些市场化母基金以政府引导基金来撬动和融合社会资本，产生资金放大效应，并通过聚合资本、人才和信息资源，投向政府重点扶持产业与地域特色产业，为区域经济注入新动能，推动区域转型升级。以盛世投资为例，从财政资金的实际需求出发，以市场化方式运营政府引导基金，为区域产业导入资源和服务。目前已受托管理30余只政府财政出资的产业基金，对外投资近200只子基金，投资规模超200亿元，直接或间接投资近3000个战略性新兴产业项目，积极助力西部大开发新格局，发挥优势助力中部地区崛起，创新引领助力东部地区优化发展。具体运作上，比如在南京江北新区，盛世投资通过多样化资本工具，在集成电路、通用航空、服务贸易等领域重点布局，促成了中航工业集团旗下子公司、新能源汽车代表企业等重大优质项目落地。



第三章 私募股权投资母基金行业发展趋势

3.1 行业发展面临的问题

3.1.1 基金募集：募资难度加大

2017年11月，一行三会、外汇局联合出台了资管新规征求意见稿，旨在打破刚兑、消除多层嵌套、禁止资金池和期限错配、降低杠杆，进而减小金融行业的风险。在此背景下，因为母基金以子基金为投资标的，子基金以企业股权为投资标的，产品的结构天然具有一层“嵌套”属性，可能使得银行、保险等金融机构的资金很难进入母基金行业。目前我国能够有长期投资视野和长期可投资金的投资者数量不多，2016年与2017年，母基金重要的一部分资金来源于银行和企业家，资管新规征求意见稿出台使得母基金行业整体的融资压力有所增加。

母基金作为股权投资市场专业的机构投资者，具有进行专业投资管理、促进资源合理配置、优化股权投资市场环境、改善投资结构等作用，其资金端缩紧，将在一定程度上影响私募股权投资基金行业的发展生态。而且，母基金投向子基金所形成的“嵌套”，是由其产品属性所决定，是母基金优选投资子基金的过程，并不会带来资金空转或是风险隔离失效等影响，与通道类金融产品构成的嵌套有着本质区别。

3.1.2 基金投资：数据系统和专业人才缺失

（一）缺乏完善的数据体系

股权投资市场由于披露的信息有限，存在较多的信息不对称问题。母基金的核心职能是遴选优秀的私募股权投资基金管理人。截至2017年末，我国登记的私募股权、创业类基金管理人的数量达12 953家，如何从众多的基金管理人中筛选出符合条件的管理人十分重要。在评价一家私募股权投资基金管理人时，母基金会从团队背景、过往业绩、在管资产规模、激励机制、公司架构等要素进行全方位的考量。目前市场上私募基金管理人及其管理的基金信息披露少、准确性难验证，且受限于人员和成本因素无法进行大规模的尽职调查，所以一般的母基金往往会建立自己的数据系统，但是市场上缺失较为全面的数据体系。以私募股权投资基金管理人通常会披露的IRR数据举例，IRR可以分为净内部收益率和毛内部收益率，毛内部收益率更高，私募股权投资基金管理人更乐于



披露毛内部收益率，但投资者实际能够获得的收益却是净内部收益率。

在美国等母基金行业发展较为成熟的地区，许多机构均建立了相对完善的数据体系。举例来看，美国最早一批成立的母基金管理人汉柏巍（HarbourVest）就对数据体系的建设十分看重，公司内部搭建了强大的数据库，能够及时了解市场上私募股权投资基金管理人的实时动态，数据库维护人员甚至能够占到公司总人数的50%以上。

（二）缺乏专业人才

母基金管理人不仅仅要具备对基金管理人的评价能力，还需要有对宏观市场环境和各个行业的认知。与私募股权投资基金通常专注于某一产业或某一投资阶段不同，母基金管理人在构建投资组合时需要从宏观层面对行业进行考量，以兼顾不同行业的周期性、阶段特征。如在投资时点上，以不同年份为初始投资年份，所获得的投资收益有所不同；在投资阶段上，不同阶段的子基金的风险、收益率、退出时长以及所能带来的现金流不同；能否对其中的各个因素进行有效识别，是影响母基金专业化投资能力的重要方面。此外，母基金管理人在进行投资过程中，除了一级投资方式外通常还会涉及私募股权二级市场和直接投资的业务，这对机构的专业化程度提出了更高的要求。

母基金在我国还处于发展的初级阶段，具备相应能力的人才十分紧缺。而随着行业的持续发展和从业人员的逐渐成长，管理人内部是否建立了有竞争力的薪酬体系与激励机制，直接影响到关键人员的流动。

3.1.3 投后管理：投后管理有待提升

投后管理是母基金完成投资后进行风险识别、投资组合调整、退出安排实施的过程。从母基金管理人内部信息系统的搭建情况的调研数据来看，已经建立了相应系统的母基金仅有53.64%，其中信息系统建成超过一年的机构占比不到23%，还处在不断完善的过程当中。信息管理系统是投资完成后实现被投资基金及所投资项目财务、运营情况监测的重要工具，可以改善投后管理的日常工作效率。随着被投资基金涉及的项目数量不断增多，可能暴露出的风险事件越多，母基金需要有相应的措施在最短时间内发现风险，并找到最优的解决方案。

除此之外，尽管大部分母基金管理人均建立了投后管理部门，且有相应的人员配备，但在实际工作中，由于投前人员在前期已经与子基金相关负责人建立起紧密的联系，并且对子基金运营情况有了深入的了解，在投资完成后通常需要持续参与所投资基金的后续沟通工作。很多情况下，投后管理团队的职能更多的是对子基金、项目情况的监测，在形成报告或产生问题后，仍需要反馈给投资部门。而随着所投资基金数量的增多，无疑给投前人员带来了更多的工作量。



3.1.4 基金退出：退出渠道仍需丰富

基金份额在私募股权二级市场进行转让是母基金所持子基金实现退出的一种形式，在海外国家和地区，已经形成了成熟的私募股权二级市场。根据 Preqin 的数据，2009 年以来，全球私募股权二级市场的交易量持续攀升，从2009年120亿美元的交易量增长到2017年的580亿美元，给母基金退出提供了更多的流动性。在我国，市场上私募股权投资管理资本的存量已经发展到了一定的量级，而私募股权二级市场才刚刚兴起，仅有少数几家母基金管理人发行了私募股权二级市场基金，且体量不大。由于监管的要求、对流动性及退出的需求或调整投资组合的需要，母基金在基金存续期内或者到期后可能有实现退出的诉求，但目前市场上却缺乏相应的途径，私募股权二级市场的兴起或将有助于改善这一问题。

然而，发展私募股权二级市场存在着诸多困难，核心难点在于信息的不对称，母基金管理人很难获得拟投子基金及其所投项目的真实、准确信息情况，进而难以对拟投子基金进行估值定价。因此，这需要承接方具有很强的项目估值判断、谈判、交易结构设计以及实务交割的能力。但有些时候，如基金的投资人急于退出，这时子基金管理人愿意配合潜在的份额承接方提供所投项目的真实数据。

3.2 行业发展趋势

3.2.1 基金募集：拓宽融资渠道，资金来源多样化

在我国市场，母基金资金来源的主体涉及政府财政资金、国有企业资金、民营企业资金、金融机构资金以及个人财富资金。而在海外的母基金市场，养老金、捐赠基金、主权基金、家族办公室等机构投资者占有很高的比重，投资者结构更为丰富。母基金资金端中金融机构资金的缩紧，在一定程度上促使母基金管理人去挖掘其他类型的具有长线资金的投资人，随着我国资本市场的进一步完善，母基金的资金来源将呈现更为多元化的发展态势。

自2016年“创业投资国十条”发布以来，各部委积极推进落实创业投资基金的扶持政策。十九大报告更是强调要建设创新型国家，瞄准世界科技前沿实现前瞻性基础研究、引领性原创成果重大突破，加强国家创新体系建设，强化战略科技力量。针对创业投资的政策红利相继出台，在此背景下，未来将会有越来越多的社会资本参与到创业投资行业中，这将在一定程度上拓宽创业投资母基金的资金供给渠道，扩大其资



金规模，提升创业投资母基金的发展速度。

3.2.2 基金投资：聚焦细分领域投资，优化基金管理模式

（一）专注细分领域投资的母基金不断涌现

整体来看，我国母基金目前还处在发展初期，大多数机构在投资领域、投资阶段上没有进行明确的划分，而随着金融去杠杆的推进和资管新规征求意见稿的出台，母基金管理人的募资难度有所增加，加速了行业内部的洗牌，这对母基金管理人获取收益的能力提出了要求，促使管理人向细分领域的专业化方向发展。

母基金行业向纵深发展主要体现在以下两个方面：产业的细分和投资阶段的细分。经历了几年的发展，市场上不少母基金管理人积累了一定行业内部上下游的资源，并对相关行业建立了更为深入的了解，同时，对市场上私募股权投资基金管理人也形成了相应的“标签”。通过发行医疗行业母基金、文化行业母基金等聚焦特定产业的基金，母基金管理人将所获得的资源进行整合，以满足投资人产业布局或是最大化财务回报的目的。同样地，在特定投资阶段方面，专注各投资阶段的股权投资基金管理人差异显著，随着周期的轮动，我们相信未来会逐渐形成一批具有综合配置能力的管理人和深耕特定投资阶段的母基金管理人。

（二）政府引导基金专业化管理

近几年来，在地方政府财政资金的支持下，政府引导基金的数量不断增加。可以观察到，随着行业的不断发展，市场上政府引导基金的运作模式发生了一定转变。我国政府引导基金的管理模式主要包括以下几种：政府下属事业单位直接管理、下属国企管理、国企出资成立引导基金公司管理、委托专业母基金管理人进行管理运作。

整体来看，委托下属事业单位和国企管理是早期政府引导基金的管理模式，这两种形式均是由政府主导，但在有些情况下，事业单位和国企内部人员缺乏专业的投资能力，会造成投资效率低下，无法实现引导基金的投资目标等问题。国企出资成立公司进行管理在一定程度上提高了政府引导基金的市场化程度，但由于这类公司仍是国企性质，通常在激励机制上缺乏吸引力，很多时候难以留住人才。由于上述模式所存在的缺陷以及越来越多专业母基金管理人的涌现，许多增量资金开始采取公开招标，择优选定母基金管理人负责政府引导基金的运营，即将基金委托给母基金管理人进行投资运作。在这种方式下，母基金管理人凭借其专业优势及资源整合能力，既以实现政府引导基金的政策目标为导向，也以获得财务回报为目标，能够将资金更为有效合理地配置。



3.2.3 投后管理：提高增值服务能力，助力子基金和企业成长

从母基金的在投本金和涉及的项目数量能够观察到，母基金市场已经达到了一定规模。基金投资是母基金挖掘优质子基金的过程，而投后管理则是实现退出、获取投资收益的重要影响因素。越来越多的母基金在投后管理上，更加注重设计、监督子基金及其所投项目的退出安排，以进一步提升母基金的竞争力和优势。

母基金的投后管理主要包括基金监控和增值服务，其中，增值服务是体现机构间差异化的关键。子基金和企业存在的诉求多种多样，这便要求母基金管理人具备较高的资源整合能力。从现阶段的发展状况来看，母基金管理人可能更偏向结合已有的资源，着重在几个领域（如 IPO 指导、公司架构搭建等）为子基金和企业提供帮助。在其他层面上，母基金也希望子基金自身具备一定的为企业多种增值服务的能力。

3.2.4 基金退出：创新型企业 IPO 加速，改善私募股权投资母基金退出环境

2017年上市审核有所加速，“IPO 堰塞湖”现象得到一定缓解。而在资本市场的建设上，多层次市场体系进一步完善，全国中小企业股份转让系统分层和交易制度改革取得突破，发行上市制度改革进一步深化，为母基金所投子基金的退出创造出更为有利的环境。十九大报告提出“高质量发展”，意味着培育发展新经济，拥抱新经济的发展，进而提升供给质量和水平。参考境外资本市场可以发现，纽交所、纳斯达克、港交所等境外交易所开放的态度支持创新创业的发展，在上市条款、股权架构的设计上给予放宽。可以预见，未来一段时期，我国资本市场对新技术、新产业企业支持力度或将进一步提升，上市审批或将实现放宽。在政策的推动下，各行业内的具有自主研发能力以及国际领先技术的企业，发展将会加速。对于母基金，在投向上，会更加关注子基金的投资偏好以及目前的投资组合中是否涵盖了相关的产业，而在退出层面，已经完成投资的项目或将加速退出的进程，使母基金的投资人能够更快享有收益。

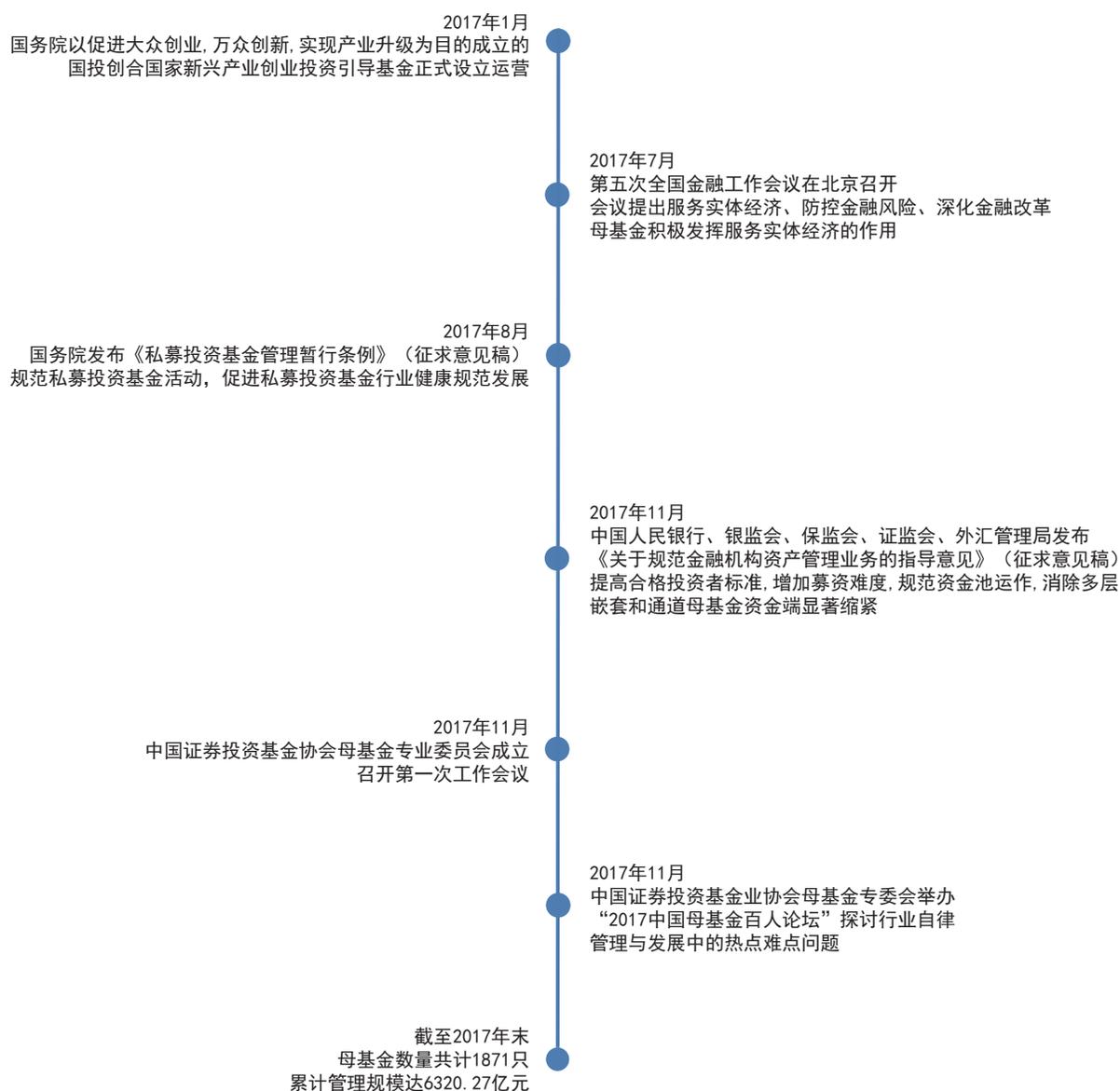


附录 1: 私募股权投资母基金行业大事记

- 2001年1月
首只政府引导基金设立——中关村创业投资引导基金
- 2005年11月
国家发改委等十部委发布《创业投资企业管理暂行办法》
创业投资引导基金首次以法规的形式出现
- 2006年9月
首只国有企业主导型母基金设立——苏州工业园区
国创创业投资有限公司
- 2007年7月
财政部、科技部发布《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》
规范该引导基金设立标准、运作方式等，扶持科技型中小企业创新
- 2008年6月
全国社保基金理事会发布“国务院批准全国社保基金
投资产业基金和股权投资基金”
- 2010年5月
民营资本型母基金陆续出现
- 2010年12月
首只国家级人民币母基金设立——国创母基金
- 2012年12月
第十一届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议修订通过
《中华人民共和国证券投资基金法》，并于2013年6月正式实施
将私募基金纳入调整范围
- 2012年7月
保监会发布《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》
明确保险资金可以流入母基金
- 2014年8月
证监会颁布并施行《私募投资基金监督管理暂行办法》
首次将母基金纳入证监会及其派出机构监管，规范母基金运作
- 2015年11月
财政部发布《政府投资基金暂行管理办法》
规范政府引导基金运作，促进政府投资基金持续健康运行
- 2016年9月
国务院常务会议首次提及母基金，支持国企参股或设立母基金
国务院印发《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》
鼓励国有企业、保险等机构投资创业投资母基金，
鼓励创业投资母基金市场化运作
- 2016年12月
发改委发布《政府出资产业投资基金管理暂行办法》
规范政府出资产业投资基金的登记备案、投资运作、绩效评价等
- 2017年8月
国务院发布《私募投资基金管理暂行条例》（征求意见稿）
规范私募投资基金活动，促进私募投资基金行业健康规范发展
- 2017年11月
中国人民银行、银监会、保监会、证监会、外汇管理局发布
《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）
提高合格投资者标准，增加募资难度，规范资金池运作，消除多层
嵌套和通道母基金资金端缩紧



附录 2: 2017 年私募股权投资母基金行业大事记





附录 3: 私募股权投资母基金常用的四种收益率计算方法

一、内部收益率 (Internal Rate of Return, IRR)

IRR 是目前运用最广泛的计算母基金收益的方法之一。IRR 的计算公式为：

$$0 = \sum_t \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t}$$

其中， CF 代表投资人的所有现金流入，包括资本投入、资本收益以及基金运作结束时的剩余价值等。

二、投入资本分红率 (Distribution Value to Paid-In, DVPI)

DVPI 是衡量投资人获得的回报与其投入基金中的资金量之间的比率。DVPI 常用于衡量将要结束的基金的业绩。

$$DVPI = \frac{\sum_{t=1}^{t < T} CF_t^{Past, Received}}{\sum_{t=1}^{t < T} CF_t^{Past, Paid-In}}$$

其中， $CF_t^{Past, Received}$ 表示基金前期投资所产生的净现金流，包括未投资资金现金管理的收益以及分红等； $CF_t^{Past, Paid-In}$ 表示基金收到的净现金流，包括投资者的资金投入和支付的费用等。

三、投入资本未实现倍数 (Residual Value to Paid-In, RVPI)

RVPI 衡量的是相对于投资人投入基金中的资金量基金的资产净值。该指标常用于存续期前期的基金收益测算。

$$RVPI = \frac{NAV_T}{\sum_{t=1}^{t < T} CF_t^{Past, Paid-In}}$$

其中， $CF_t^{Past, Paid-In}$ 的意义与 DVPI 公式中的含义相同， NAV_T 表示基金的净值。

四、投入资本总价值倍数 (Total Value to Paid-In, TVPI)

TVPI 是基金中所有剩余投资的现值加上当期所有投资分配的总价值，与实际投入的资金总额之比。换言之，即为 DVPI 和 RVPI 之和。

$$TVPI = \frac{\sum_{t=1}^{t < T} CF_t^{Past, Received} + NAV_T}{\sum_{t=1}^{t < T} CF_t^{Past, Paid-In}}$$

其中， $CF_t^{Past, Paid-In}$ 、 $CF_t^{Past, Paid-In}$ 的意义与 DVPI 公式中的含义相同， NAV_T 的意义与 RVPI 公式中的含义相同。



附录 4: 调查问卷

1. 请问贵公司是否有负责合规管理的人员配备? 人员数量是?
A. 1人 B. 2人 C. 3人 D. 4人 E. 5人及以上
F. 暂未配备相关人员
2. 请问贵公司合规工作的要点包括哪些? (可多选)
A. 完成中国证券投资基金业协会管理人、产品备案要求及信息报送要求
B. 拟定基金合同 C. 合格投资者审查 D. 基金宣传、募集方式审查
E. 组织合规培训 F. 基金信息披露 G. 构建合规管理体系等各类内控制度
H. 内部合规咨询 I. 监管部门新政策研究 J. 其他(请说明)
3. 请问贵公司对近几年来监管、自律机构推出的相关管理办法的适应程度如何?
A. 能够理解条例的要点, 并进行及时调整
B. 能够理解条例的要点, 但需要一定时间才能完成内部调整
C. 对条例理解有一定困难, 需要较长时间才能完成内部调整
D. 对条例理解有一定困难, 很难满足相关要求
4. 请问贵公司在满足监管的合规要求时, 存在哪些困难? (可多选)
A. 公司内部审核流程繁琐 B. 相关材料不完备, 提供文件的机构配合度差
C. 难以获得监管要求的规范性解读 D. 满足合规要求的成本较高
E. 缺乏相关经验, 需要较长时间摸索 F. 其他(请说明)
5. 请问贵公司是否会定期组织合规的培训? 每年的培训频次是?
A. 1次 B. 2次 C. 3次及以上 D. 未组织合规培训
6. 请问贵公司进行合规培训的方式是? (可多选)
A. 公司内部人员讲解 B. 邀请外部专家讲解
C. 参加中国证券投资基金业协会组织的培训
D. 参加外部机构组织的相关沙龙、座
E. 未组织合规培训 F. 其他(请说明)
7. 请问贵公司进行外包的服务有哪些? (可多选)
A. 基金募集 B. 法务 C. 行政 D. 份额登记
E. 信息技术系统 F. 其他(请说明)
8. 请问贵公司是否设立了风险控制委员会?
A. 已经设立 B. 暂未设立



9. 请问贵公司是否对子基金的投资比例设置限制，在实际投资中，单一子基金最高投资比例为多少？

- A. 0-10%（包括10%） B. 10-20%（包括20%） C. 20-30%（包括30%）
D. 30% 以上 E. 未设置子基金的投资比例限制

10. 请问贵公司是否对子基金的投资数量设置限制，在实际投资中，一只母基金最多可投资多少只子基金？

- A. 2-5只 B. 6-10只 C. 11-15只 D. 16-20只
E. 20只以上 F. 未设置子基金的投资数量限制

11. 请问贵公司如何应对关键人员的离职，是否建立了相应的预案？

- A. 有预案 B. 暂时未建立相关预案

12. 请问贵公司关键人员离职时，对公司影响如何？

- A. 未影响基金正常运行 B. 对基金正常运行带来较大影响
C. 暂时未面临关键人员离职事件

13. 请问贵公司是否建立了信息管理系统，用于被投基金的日常监测？

- A. 已经建立 B. 暂未建立

14. 如已经建立了信息管理系统，请问该系统运行了多久？

- A. 半年以下 B. 半年-1年 C. 1年-1年半 D. 1年半-2年
E. 2年及以上

15. 请问贵公司在完成投资后，会持续关注子基金的哪些动向，重点关注哪些指标？（可多选）

- A. 基金规模 B. 所投项目数量 C. 人员变动情况 D. 投资人变化情况
E. 存续期限 F. 基金份额在私募股权二级市场的估值 G. 资金使用情况
H. 其他（请说明）

16. 贵公司在完成投资后，所关注的子基金动向及相关指标中，按重要程度进行排序。

- A. 基金规模 B. 所投项目数量 C. 人员变动情况 D. 投资人变化情况
E. 存续期限 F. 基金份额在私募股权二级市场的估值 G. 资金使用情况
H. 其他（请说明）

17. 请问贵公司在完成投资后，会持续关注子基金所投项目的哪些动向，重点关注哪些指标？（可多选）

- A. 估值 B. 财务信息 C. 融资情况 D. 其他投资人情况
E. 经营情况 F. 人员变动情况 G. 资金使用情况 H. 其他（请说明）



18. 贵公司在完成投资后，所关注的子基金所投项目动向及相关指标中，按重要程度进行排序。
- A. 估值 B. 财务信息 C. 融资情况 D. 其他投资人情况
E. 经营情况 F. 人员变动情况 G. 资金使用情况 H. 其他（请说明）
19. 请问当子基金发生重大风险时，是否有相应的预警及补救措施？
- A. 已经建立，并在执行时达到了较好的效果
B. 已经建立，但在执行时效果不佳
C. 已经建立，暂未有重大风险事件发生
D. 暂未建立，已发生的重大风险事件对母基金运行带来较大影响
E. 暂未建立，暂未有重大风险事件发生
20. 请问贵公司在完成投资后，除定期文件的报送外，与子基金相关负责人通常保持着怎样的沟通频率？
- A. 每月沟通 B. 每季度沟通 C. 每半年沟通 D. 每年或更久
21. 贵公司所募基金的主要投资人构成是怎样的？（可多选）
- A. 政府引导基金 B. 金融机构（保险、银行、信托等）
C. 高净值个人及富有家庭 D. 非上市大型企业
E. 上市公司 F. 养老金 G. 家族财富办公室 H. 大学基金会
I. 其他（请说明）
22. 贵公司所募基金的主要投资人构成中，请按照投资人所投资金的比例进行排序。
- A. 政府引导基金 B. 金融机构（保险、银行、信托等）
C. 高净值个人及富有家庭 D. 非上市大型企业
E. 上市公司 F. 养老金 G. 家族财富办公室 H. 大学基金会
I. 其他（请说明）
23. 贵司是否有和政府引导基金合作？如已经获得政府引导基金的资金，贵司认为政府引导基金的哪些要求会是基金投资中的难点？（可多选）
- A. 反投比例要求 B. 资金结构化安排 C. 子基金及基金管理人注册地要求
D. 投资领域 E. 其他（请说明） F. 暂未与政府引导基金合作
24. 请问贵公司通常如何获得优质私募股权投资基金管理人的资源，并提供各渠道所获资源的比例。
- A. 团队过往积累建立的渠道，占比 _____%
B. 根据母基金投资偏好从全市场进行筛选，占比 _____%
C. 中介机构推荐，占比 _____%



- D. 融资会议、论坛等，占比 _____%
- E. 其他（请说明）：（如有，请填写在占比后的填空题），占比 _____%，_____
25. 请问贵公司在筛选备投基金时，所考量的因素有哪些？（可多选）
- A. 所投行业及轮次 B. 锁定期限 C. 基金规模
D. 过往业绩 E. 团队背景 F. 风控制度
G. 交易条款 H. 公司治理 I. 其他（请说明）
26. 贵公司在筛选备投基金时所考虑到的各个因素，请按重要程度排序。
- A. 所投行业及轮次 B. 锁定期限 C. 基金规模
D. 过往业绩 E. 团队背景 F. 风控制度
G. 交易条款 H. 公司治理 I. 其他（请说明）
27. 请问贵公司是否会聘请外部顾问，对项目筛选提出建议？
- A. 会聘请 B. 暂未聘请
28. 请问贵公司对项目人员有哪些激励机制，是否有项目跟投或持股计划？（可多选）
- A. 员工持股 B. 基金跟投 C. 项目跟投 D. 募资奖励
E. 投成奖励 F. 业绩报酬 G. 基本绩效奖励 H. 其他（请说明）
29. 请问我国母基金平均存续期限是多久？
- A. 不足5年（说明选择该存续期限的原因）
B. 5-7年（含7年） C. 7-10年（含10年） D. 10-13年（含13年）
E. 13-15年（含15年） F. 15年以上
30. 请问贵公司投后管理团队，目前的人员配备是？
- A. 1-3人 B. 4-6人 C. 7-9人 D. 10人及以上
E. 暂无专门负责投后管理的团队
31. 请问贵公司对母基金参与子基金的决策持怎样的态度？
- A. 不应干涉子基金的决策，给予子基金充分的决策权力
B. 应加入子基金的投资决策委员会，避免母基金利益受到损害
C. 是否干涉取决于子基金的发展情况和需求
D. 其他（请说明）
32. 如果贵公司对所投子基金提供增值服务，具体包括哪些？（可多选）
- A. 开拓融资渠道 B. 项目推介 C. 企业战略规划
D. 企业制度搭建 E. 人才推介 F. 退出指导
G. 其他（请说明） H. 不提供增值服务



33. 如果贵公司对子基金所投项目提供增值服务，具体包括哪些？（可多选）
- A. 开拓融资渠道 B. 上下游客户推介 C. 企业战略规划
D. 企业制度搭建 E. 人才推介 F. 退出指导
G. 其他（请说明） H. 不提供增值服务
34. 贵公司倾向以怎样的形式实现退出？（可多选）
- A. 境内 IPO B. 境外 IPO C. 并购退出
D. 全国中小企业股份转让系统挂牌转让
E. 私募股权二级市场转让
F. 大股东回购 G. 清算 H. 其他（请说明）
35. 贵公司所倾向的各种退出方式中，请按照重要程度进行排序。
- A. 境内 IPO B. 境外 IPO C. 并购退出
D. 全国中小企业股份转让系统挂牌转让
E. 私募股权二级市场转让
F. 大股东回购 G. 清算 H. 其他（请说明）
36. 贵公司投资人是否有基金份额转让的需求，原因是？（可多选）
- A. 资金流动性需求 B. 调整投资组合
C. 受政策与监管影响 D. 其他（请说明）
E. 暂无基金份额转让需求
37. 请提供贵公司所投子基金涉及项目的所处阶段，及所投比例（合计等于100%）。
- A. 种子期，占比 _____%
B. 起步期，占比 _____%
C. 扩张期，占比 _____%
D. 过渡期，占比 _____%
E. 已上市，占比 _____%
F. 重建期，占比 _____%
G. 其他（请说明）：（如有，请填写在占比后的填空格），占比 _____%，_____
38. 请问贵公司所投子基金的项目进行融资的主要原因有哪些？（可多选）
- A. 企业升级转型 B. 企业扩张 C. 弥补当前资金缺口
D. 行业整合 E. 管理层收购 F. 企业重组
G. 其他（请说明）
39. 据您了解，在投资于子基金时，有多少比例的子基金会向母基金推荐跟投项目？
_____ %



40. 您认为当前国内母基金投资市场存在哪些问题？请按照重要性排序列举3点。

41. 您认为近年来我国母基金行业政策环境方面发生了哪些变化？这些变化对贵机构产生了怎样的影响？请按照重要性排序列举3点。

42. 您认为未来母基金投资的发展趋势如何？请按照重要性排序列举3点。



后记

在中国证券投资基金业协会的指导下，母基金专业委员会组织力量，研究编撰了《中国私募股权投资母基金行业发展报告（2017）》，具体工作由母基金专业委员会秘书长单位紫荆资本牵头，歌斐资产、中国 PPP 基金、盛世投资、中金启元参与，中关村并购母基金研究院、长江产业基金提供建议，清华大学五道口金融学院民生财富管理研究中心承担，在此一并表示感谢！

本报告编委会主要成员如下：

主 编：洪 磊

副主编：钟蓉萨 陈春艳

委 员：王忠民 邓 爽 殷 哲 徐卫东 张小艾 沈正宁 单丽红

姜明明 刘澄伟 倪泽望 盛 今 唐 宁 王锦虹 唐雪峰

肖 枫 张永忠 周成跃 王雪松（专家顾问）

编写组：沈正宁 曹泉伟 陈 卓 姜白杨 石 界 黄叶金 王平凡

滕立雅 祝小全 钱 进 汪 澍

蒋海军 董煜韬 费文颖 吴莎莎 戴益娟 魏 鑫

本报告由于编写时间仓促，水平有限，难免有疏漏或不足之处，请多提宝贵意见和建议。我们将在后续《中国私募股权投资母基金行业发展报告》编撰过程中不断完善。

《中国私募股权投资母基金行业发展报告（2017）》编委会

二〇一八年十一月



欢迎关注协会官方微信公众号：
中国基金业协会（CHINAAMAC）

中国证券投资基业协会 Asset Management Association of China

私募基金咨询热线：400-017-8200

官 网：<http://www.amac.org.cn/>

地 址：北京市西城区金融大街20号
交通银行大厦B座9层