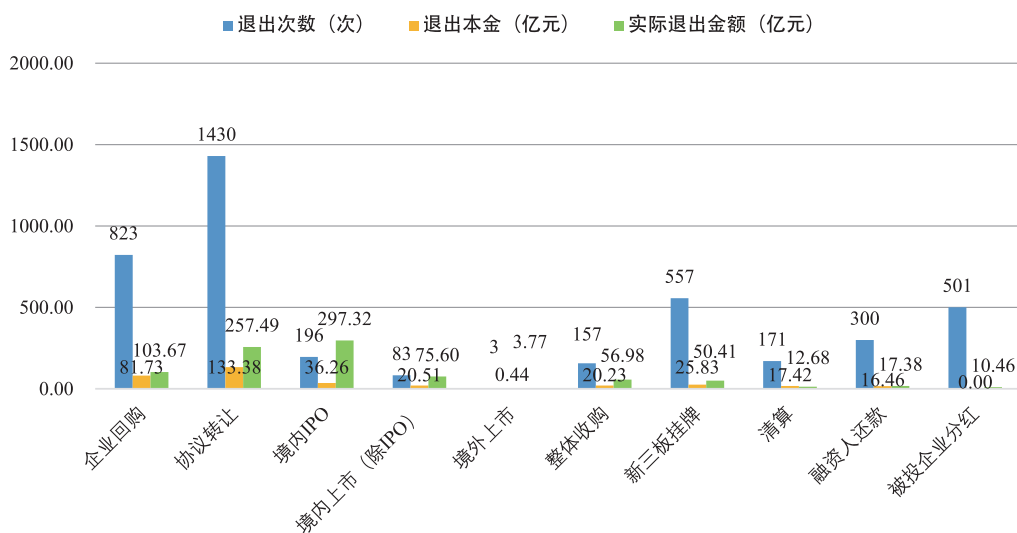


图2-1-2 2017年创业投资基金投资案例退出方式情况



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%。

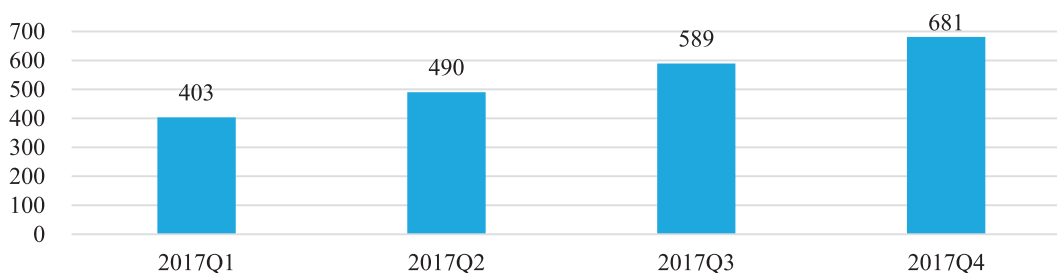
表2-2-1 私募股权投资母基金累计、新增登记管理人数量（家）（2014-2017年）

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。

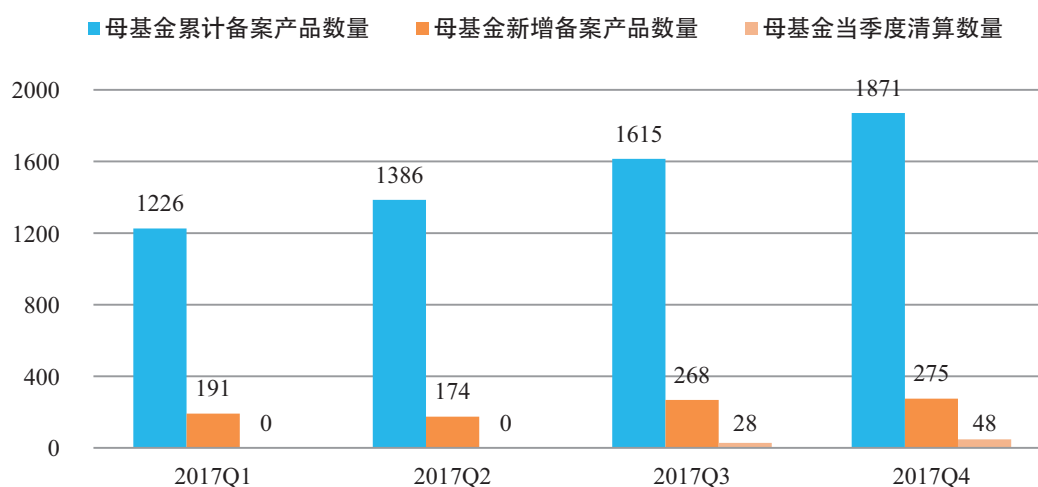
表2-2-2 私募股权投资母基金累计、新增备案以及清算产品数量（只）（2014-2017年）

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。

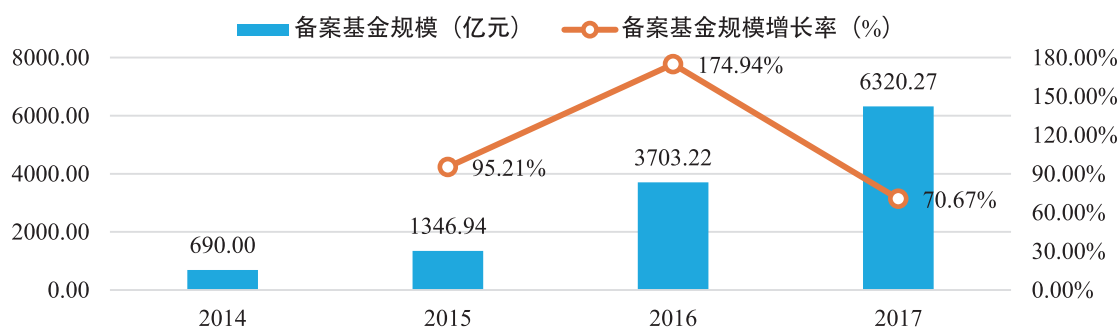
2.2.3 累计和新增基金管理规模

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%、



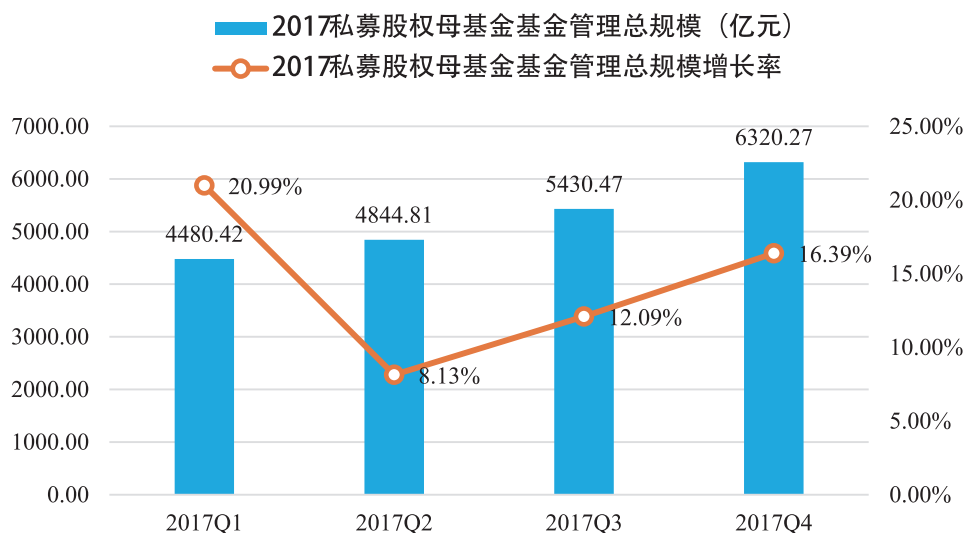
174.94%、70.67%。其中，2017年第一季度至四季度的母基金管理规模增长率分别为20.99%、8.13%、12.09%、16.39%。

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。

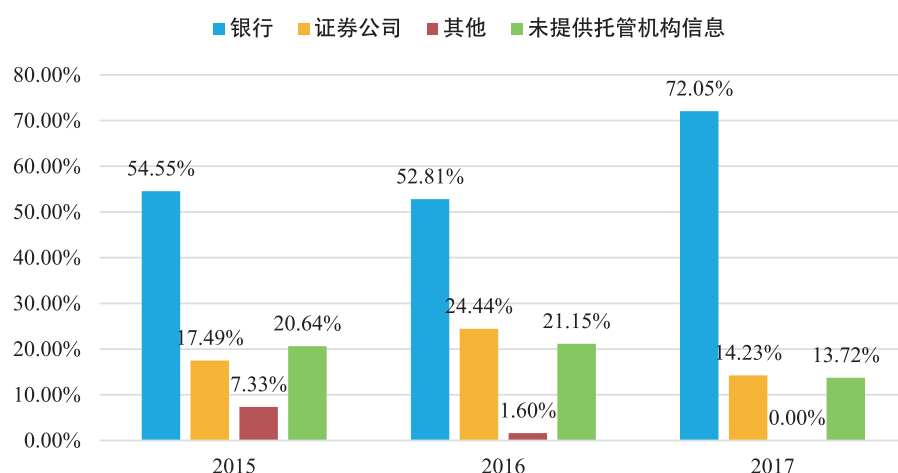
2.2.7 基金托管及服务

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%。

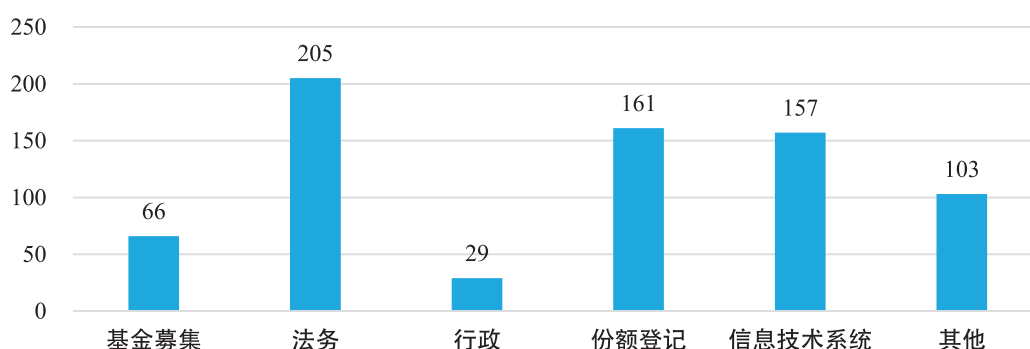
图2-2-5 私募股权投资母基金托管情况（2015-2017年）



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

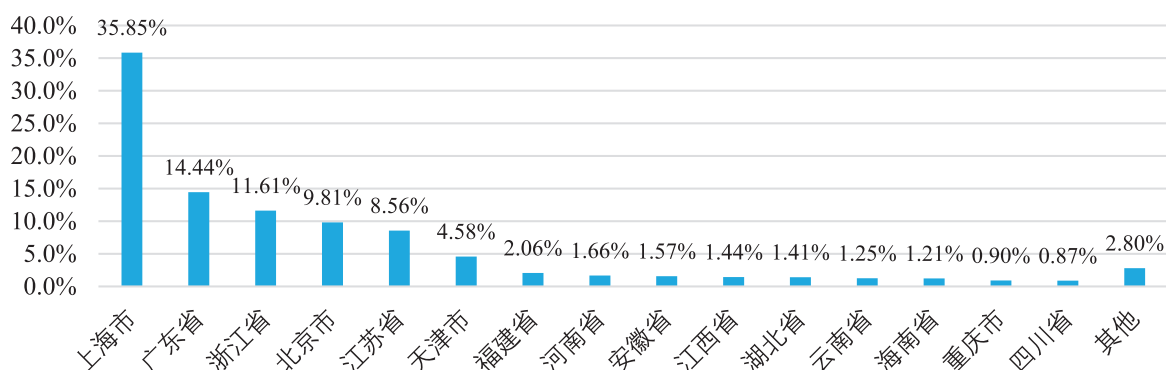
2.3.1 投资地域分布

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）

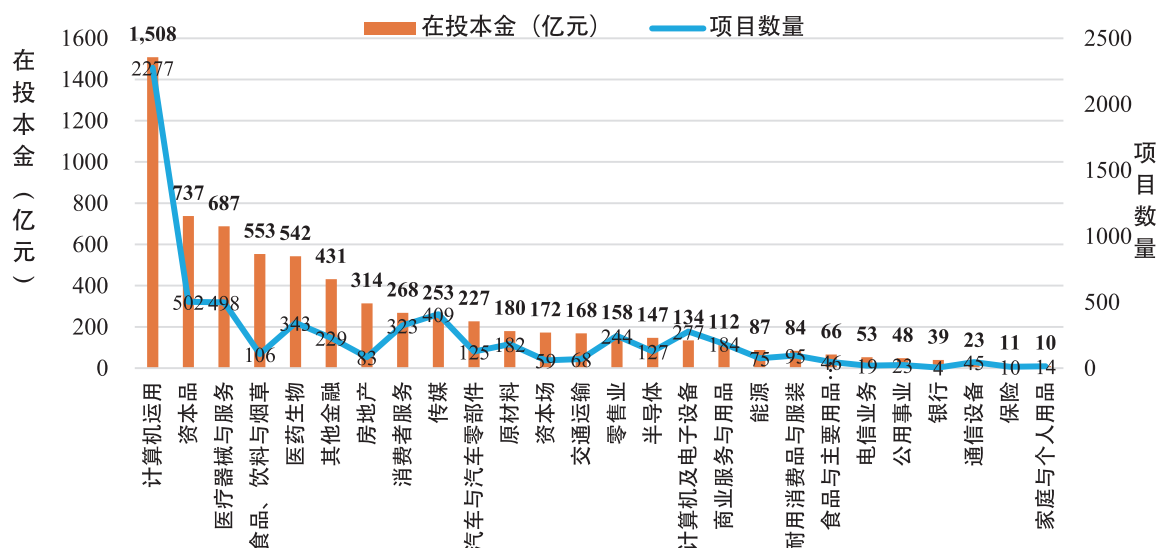


数据来源：中国证券投资基金业协会。

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



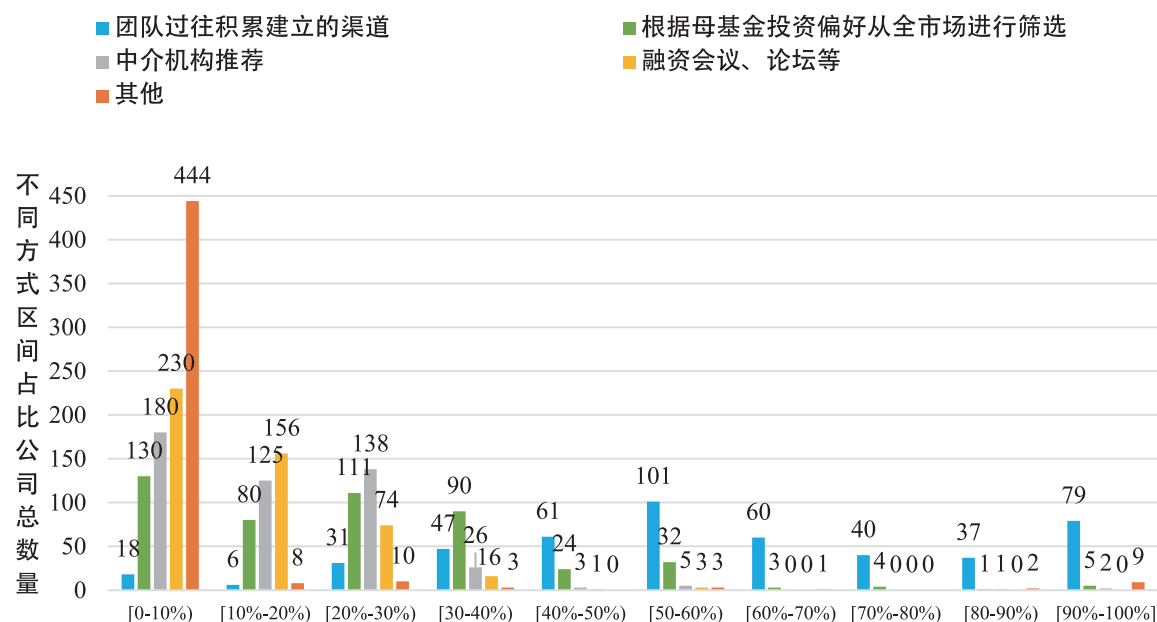
数据来源：中国证券投资基金业协会。



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

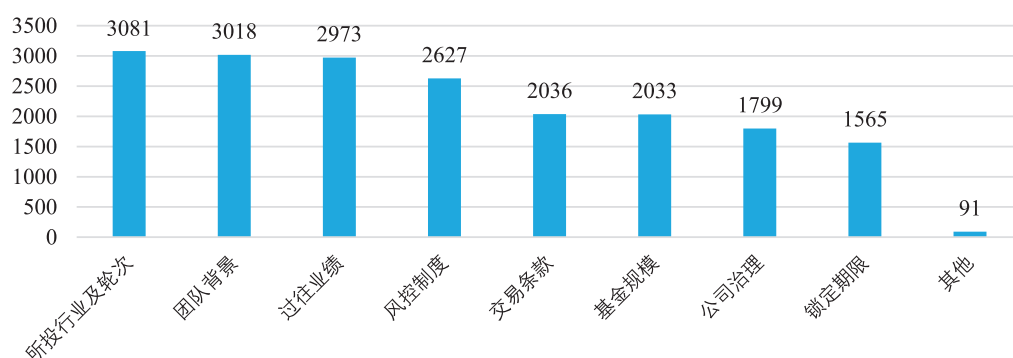
在筛选备投基金方面，收到子基金的募资说明书后，母基金管理人首先要了解子基金的运作情况，与子基金进行初步沟通，掌握子基金能否与资金端的诉求相匹配。其次，通过对子基金进行过往业绩、基金规模、风控制度、交易条款以及行业团队等



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。

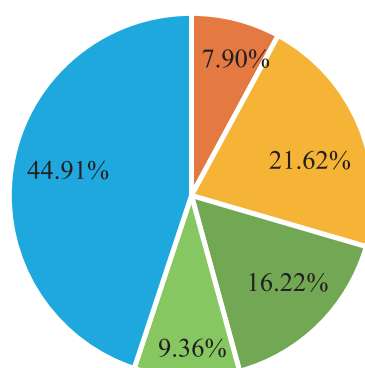
2.3.5 投资子基金比例和数量的限制

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

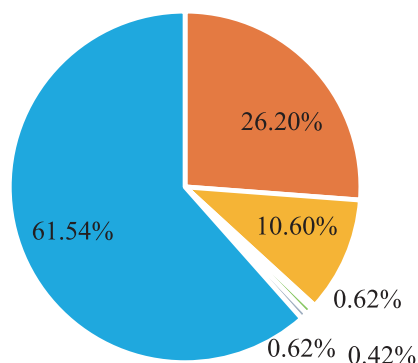
- 0-10%（包括10%）
- 10-20%（包括20%）
- 20-30%（包括30%）
- 30%以上
- 未设置子基金的投资比例限制



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。

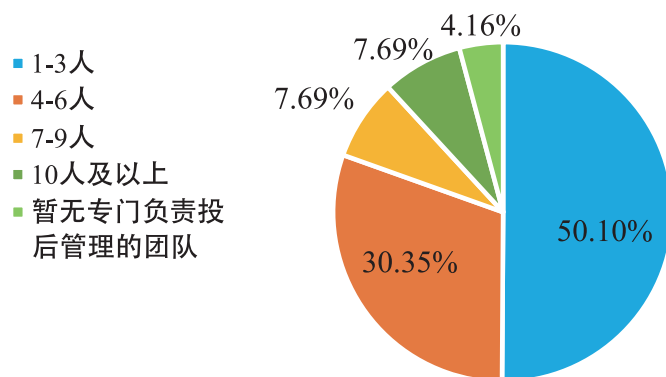
2.4 投后管理

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，



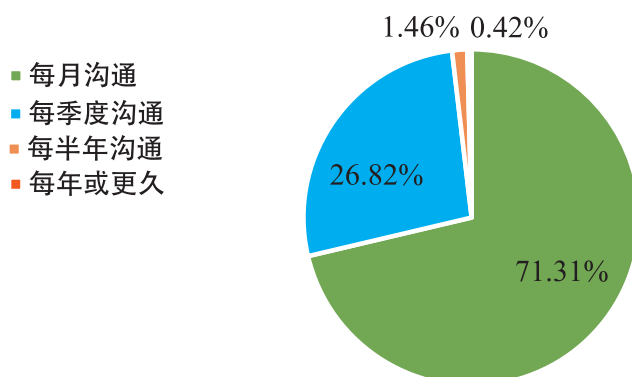
子基金管理的质量直接影响到所投子基金和子基金所投的项目能否实现有效退出。同时，母基金管理人可以根据子基金的运行情况，来验证、改进投资策略，实现投资能力的提升。对于母基金的投资人来说，通过投后管理，能够了解所投资金的运营情况和预期的现金流情况，进而及时调整自身的投资组合。随着母基金行业不断向专业化的方向发展，投后管理在整个投资流程中越来越受重视，母基金管理人希望扮演“积极投资人”的角色，在市场中凸显竞争实力。整体来看，母基金的投后管理工作主要可以分为两个层面，包括基金的监控，以及对子基金和所投项目提供增值服务。图2-4-1显示，50.10%的母基金会配备1-3名投后人员，30.35%的母基金会配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

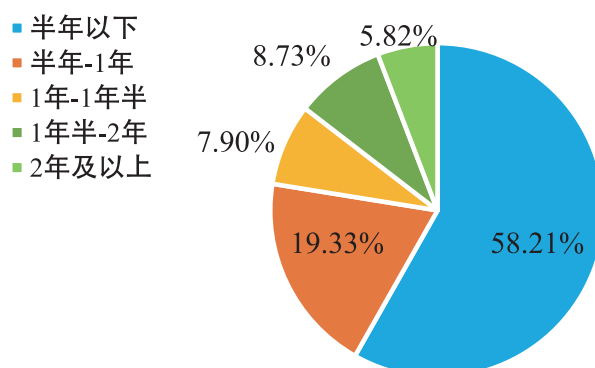
就母基金对接子基金的角度而言，投后管理则主要体现在母基金对子基金运营的监督和把控。同母基金需要定期向其投资人提供基金运营报告一样，子基金也会定期向母基金报送相关的数据及报告，以满足子基金对母基金的信息披露要求。信息披露可以划分为三个层面，首先，子基金需要报送基金的运行情况，具体包括基金规模、投资阶段、关键人员的构成、已投项目数量、未投出资金的分配情况、财务数据等内容。其次，子基金需要披露所投项目的信息，包括企业所处的融资轮次、所属行业、资金使用情况、战略规划等公司实时的发展情况。再次，子基金管理人还需要提供自身的基本情况，母基金管理人在对子基金进行尽职调查时，会全面了解子基金的过往业绩、团队构成、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，通过指标的设定，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。

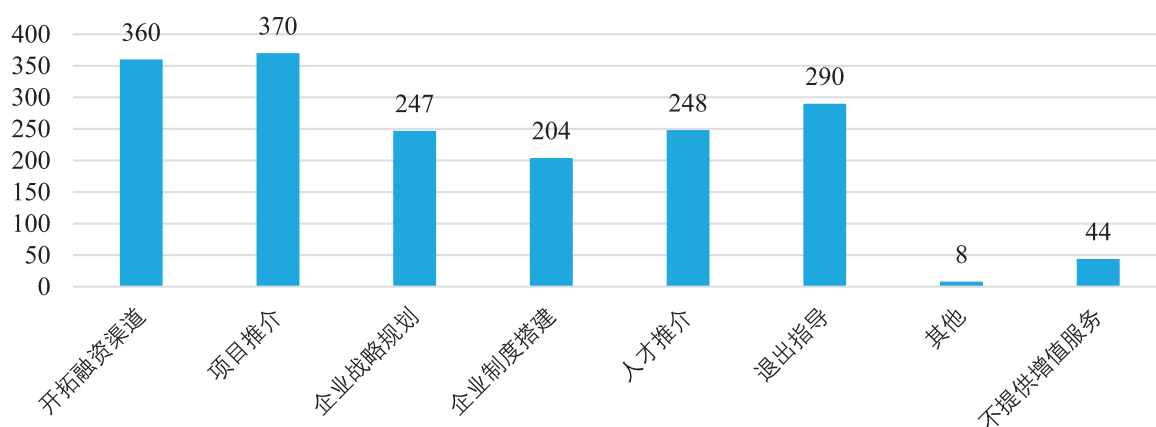
此外，母基金管理人在子基金项目退出方面，能够帮助规划退出安排并提供多种



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的准备。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。