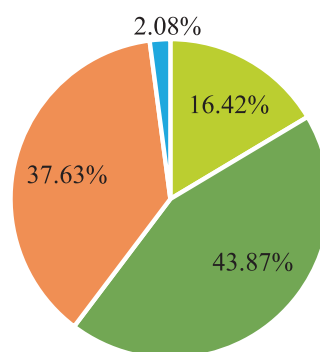




目前，许多私募股权投资基金管理人在进行投资决策时，可能会受到投资人的影响，这取决于投资人的风格以及资金的强势情况。一方面，存在着部分具有长期深耕于某个专业领域的投资人，他们希望子基金管理团队在进行决策时能考虑他们的建议；另一方面，也有一部分投资人在投资完成后愿意给予子基金管理团队充分的自由，所以会进行充分的尽职调查筛选，从投前减小可能暴露的风险。图2-4-5具体展示了母基金参与子基金决策情况调研结果，其中，选择加入子基金投资决策委员会的母基金占比最多，为37.63%，这体现我国目前私募股权投资基金行业机构投资者资金较为强势的现状，他们可能会存在跟投行为或是希望能够把控子基金的战略方向，但这种行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。

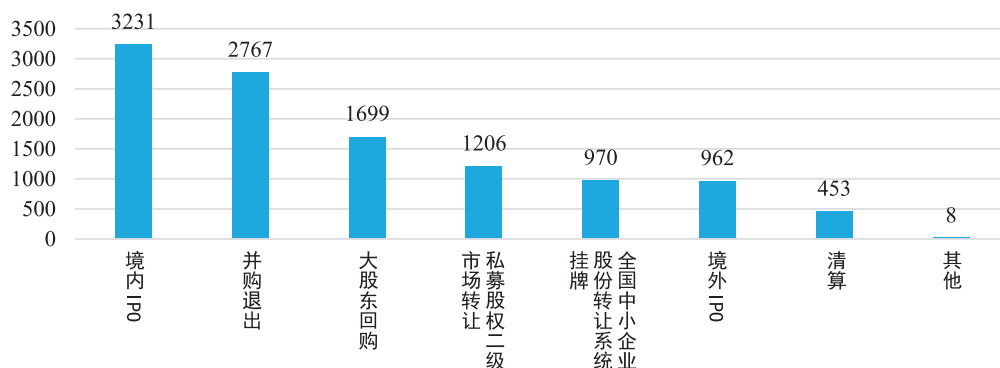
2.5.2 退出方式

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。

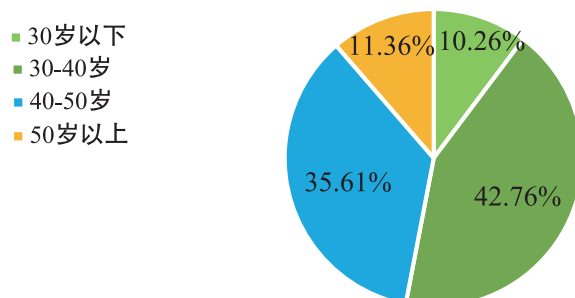
相比较而言，海外股权市场的退出机制更为成熟，母基金可以通过多种渠道实现退出，包括出售给战略投资者和其他私募股权投资基金、通过私募股权二级市场转让等。未来可以预期，退出管理方面，我国的母基金会寻找更多的途径实现退出。

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



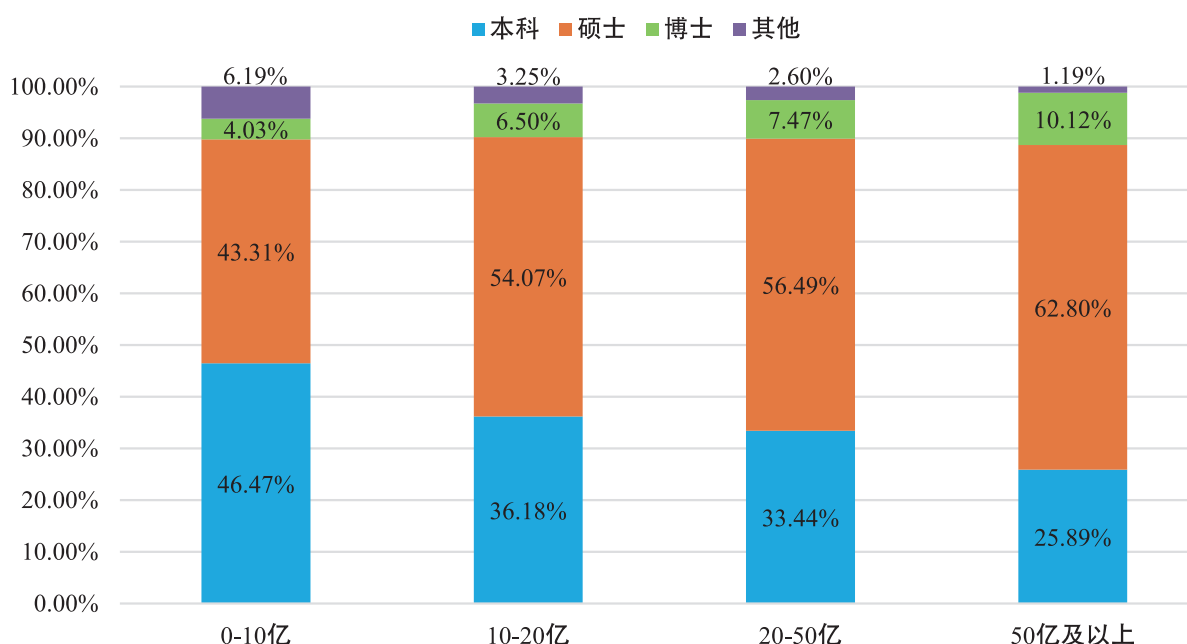
数据来源：中国证券投资基金业协会。

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

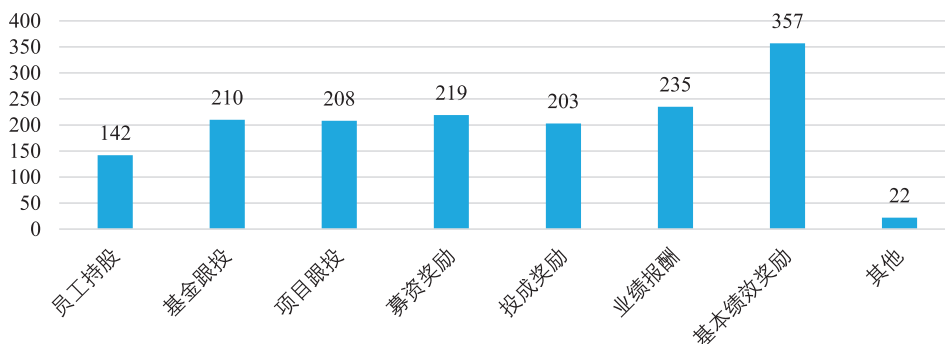


数据来源：中国证券投资基金业协会。

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。

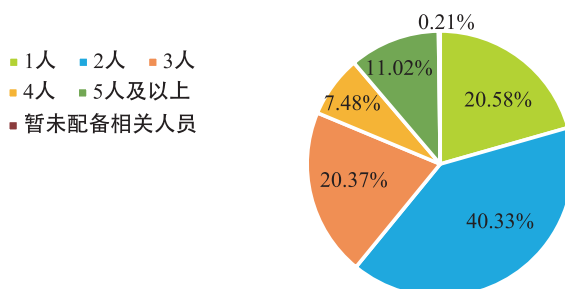
2.7 合规风控情况

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

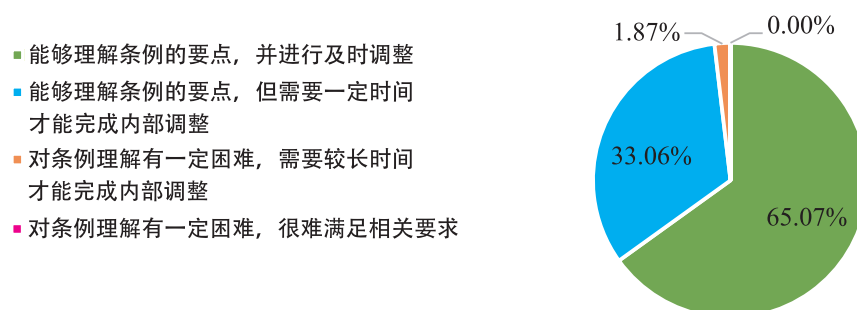


数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



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。

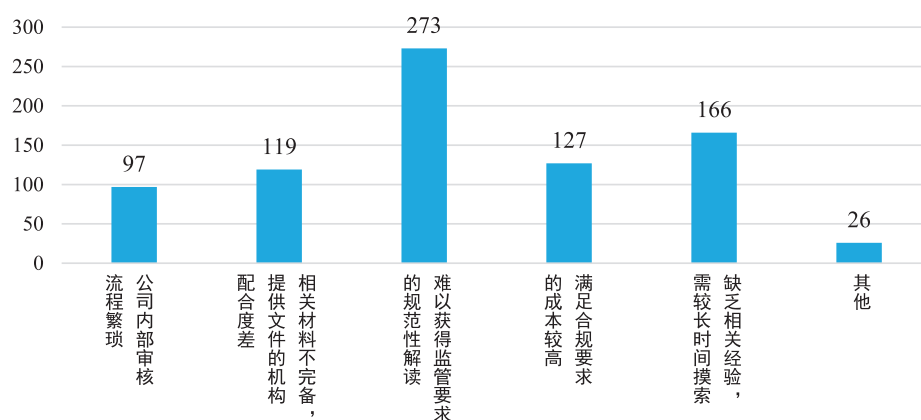
图2-7-2 2017年私募股权投资母基金对于监管、自律机构推出的相关管理办法适应程度



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



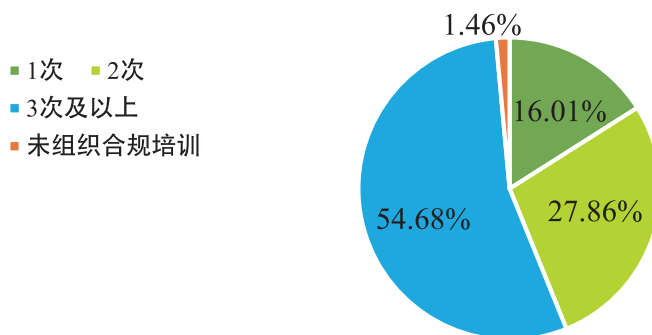
数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调查数据。



2.7.2 合规培训

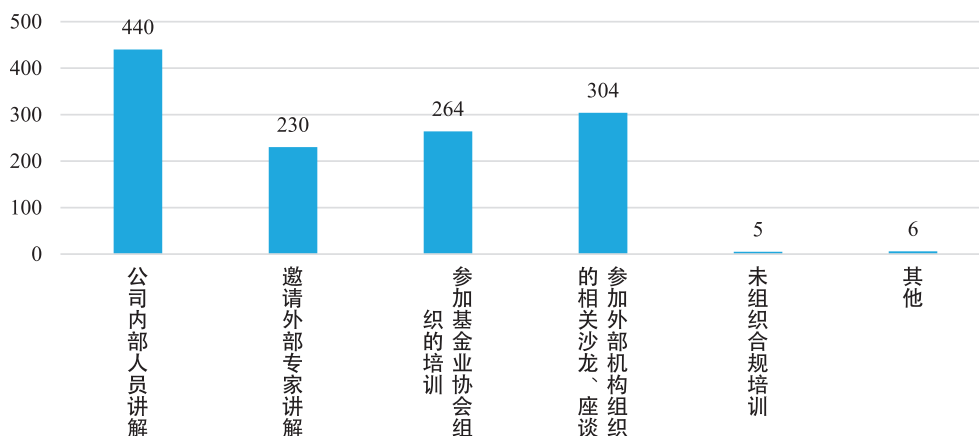
图2-7-4为母基金管理人组织合规培训的频次。从全行业来看，每年组织培训次数为3次的基金管理人数量占比最高，为54.68%；其次为2次，占比27.86%；再次为1次，占比为16.01%。而每年不组织合规培训的管理人数量占比仅有1.46%。图2-3-5为母基金管理人组织合规培训的方式，母基金管理人学习合规相关知识的形式较为丰富，有利于各机构及时理解最新颁布的相关法律法规和自律规则，及时调整完善内部的合规体系。

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



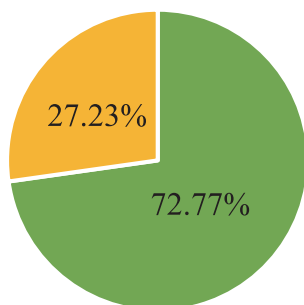
风险把控，包括充分尽调、风险披露，明确指出可能存在的风险。投中阶段，风控人员会参与投资会议并给出意见，例如子基金涉及的核心问题以及监管政策可能对子基金和项目带来的影响；对母基金运行状况进行实时监控，发现风险后寻找对应的解决方案，并逐步解决问题。投后阶段，风控部门通过信息的监控，进行统一的投后风险管理。

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

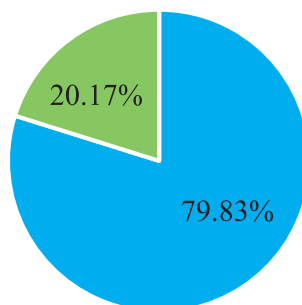
设立风控委员会情况

■ 已经设立 ■ 暂未设立



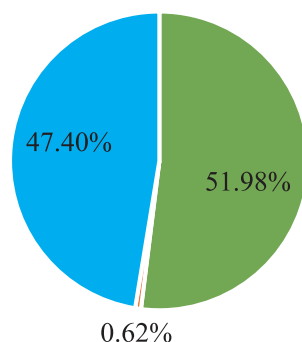
建立关键人员离职预案情况

■ 有预案 ■ 暂时未建立相关预案



关键人员离职时的影响

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



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同，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，吸引资金投入到了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85%的细分行业和最有力度的地区，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，其资金端收紧，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收紧，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。

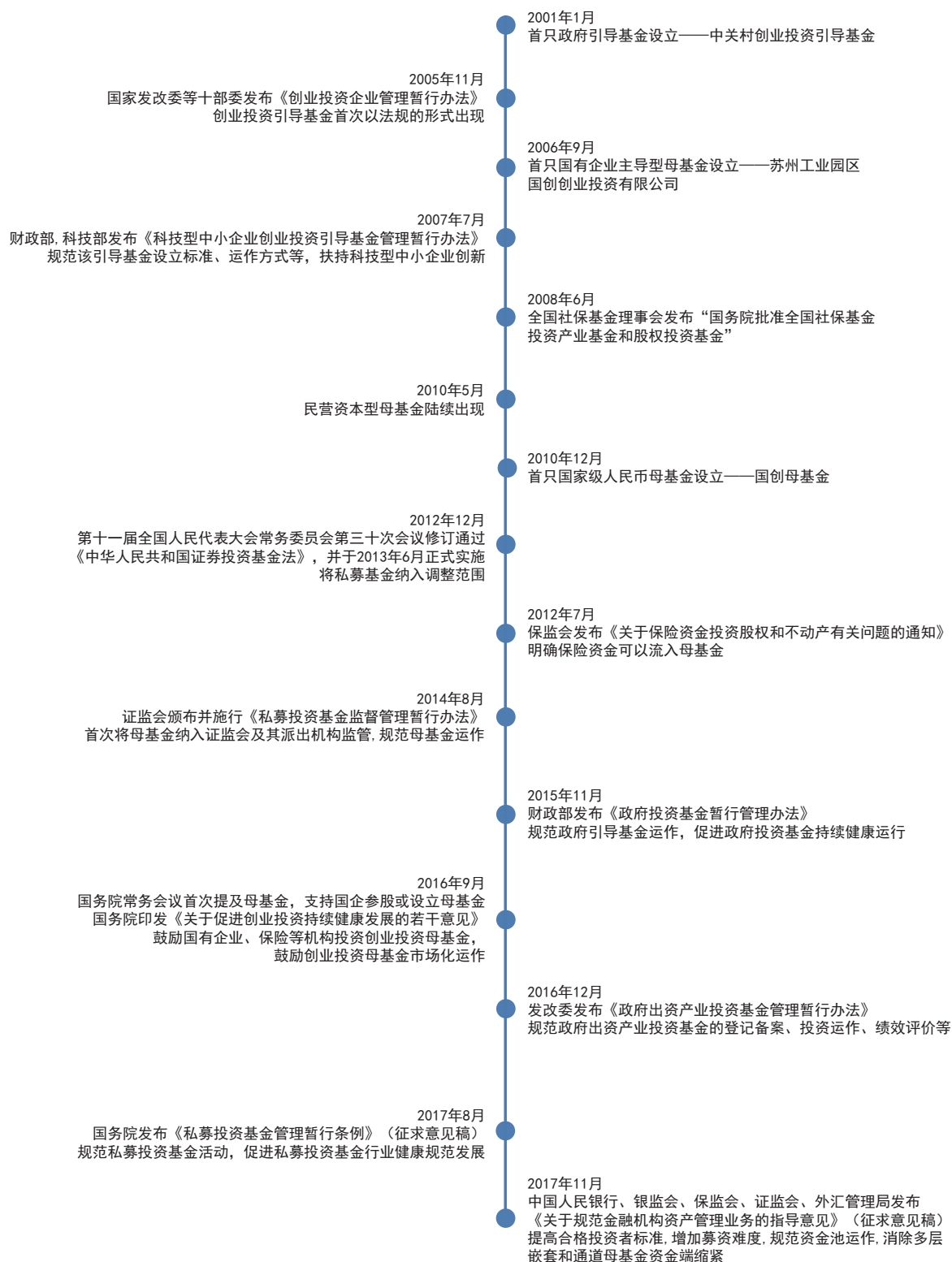
母基金的投后管理主要包括基金监控和增值服务，其中，增值服务是体现机构间差异化的关键。子基金和企业存在的诉求多种多样，这便要求母基金管理人具备较高的资源整合能力。从现阶段的发展状况来看，母基金管理人可能更偏向结合已有的资源，着重在几个领域（如 IPO 指导、公司架构搭建等）为子基金和企业提供帮助。在其他层面上，母基金也希望子基金自身具备一定的为企业多种增值服务的能力。

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以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。

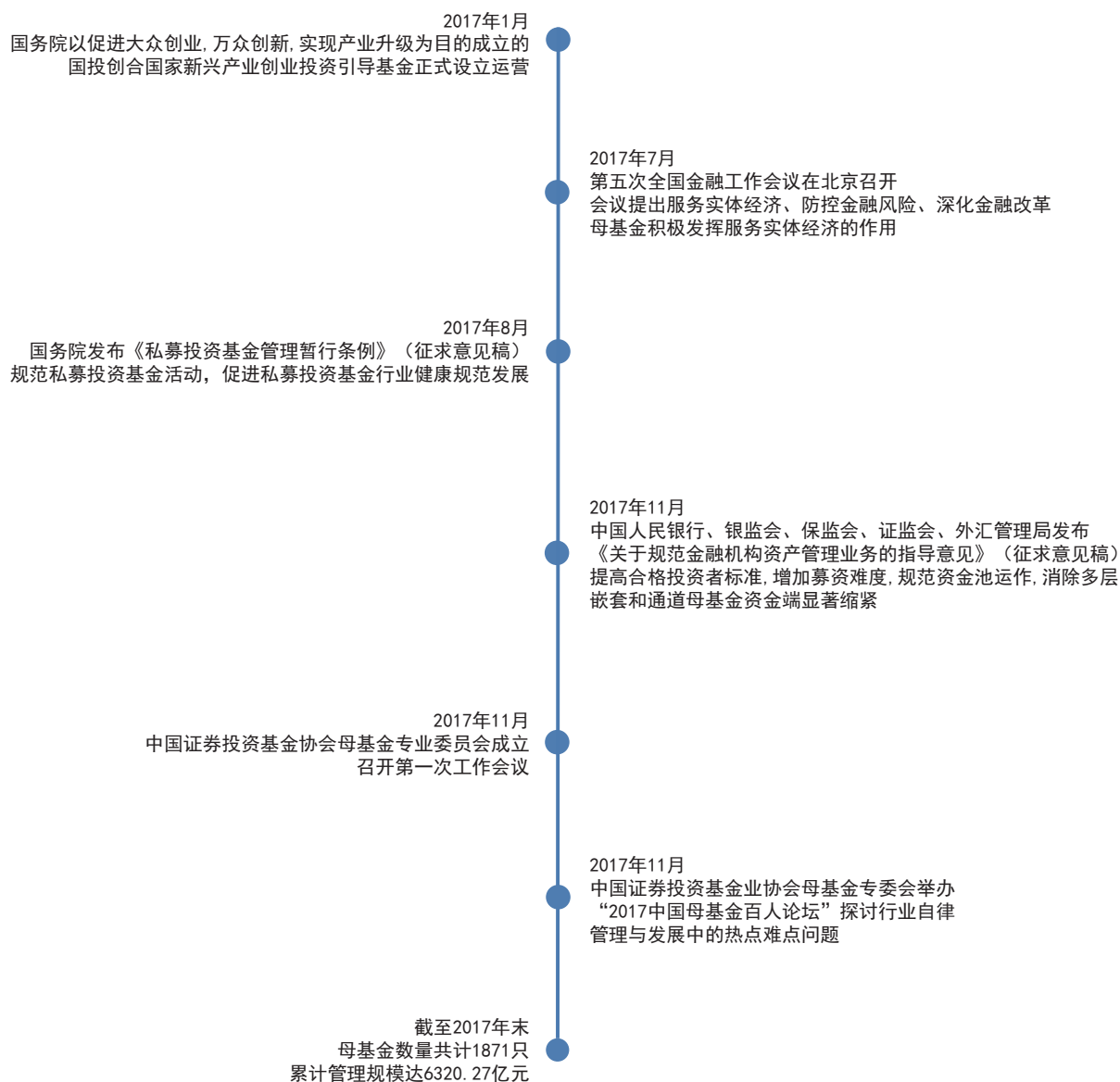


附录 1：私募股权投资母基金行业大事记





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。