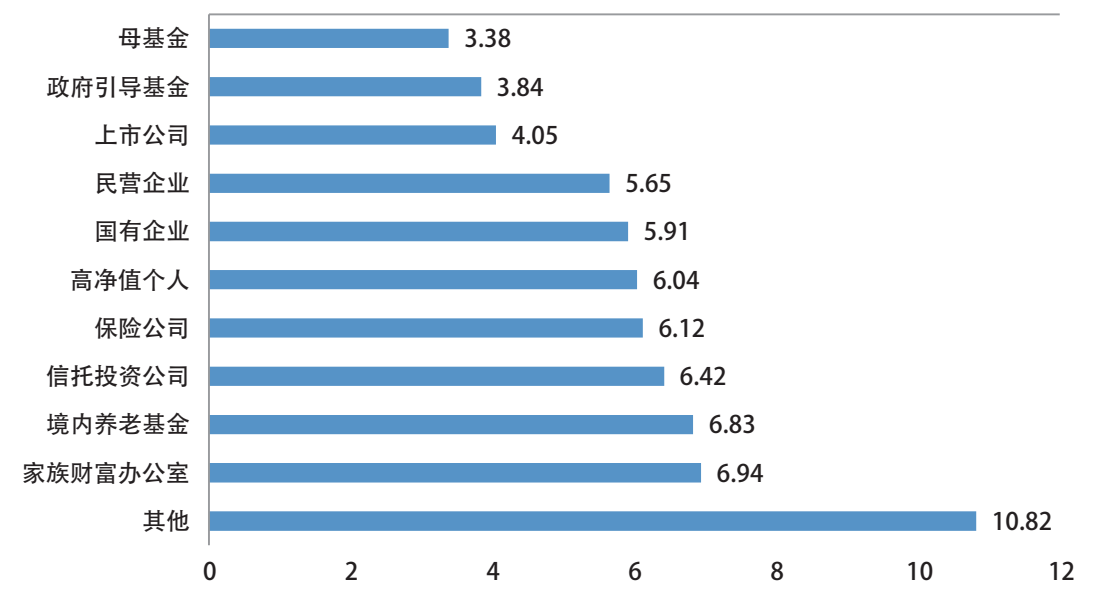


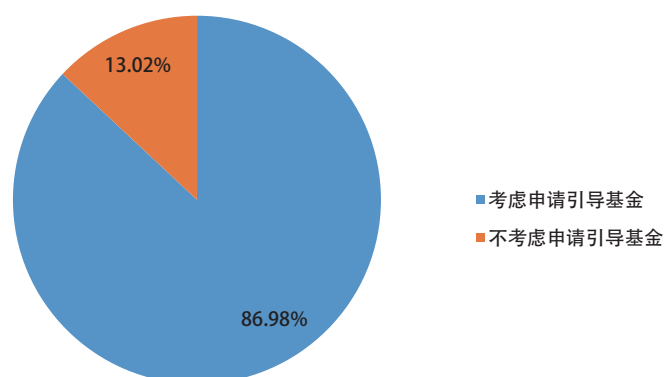


图 2-2-2 2017年创业投资基金管理人倾向选择的募资来源分布（分数低者优先）



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

图 2-2-3 新基金是否考虑申请政府引导基金



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

2.2.3 企业创投（CVC）¹ 财务性投资和战略性投资协同优势突显

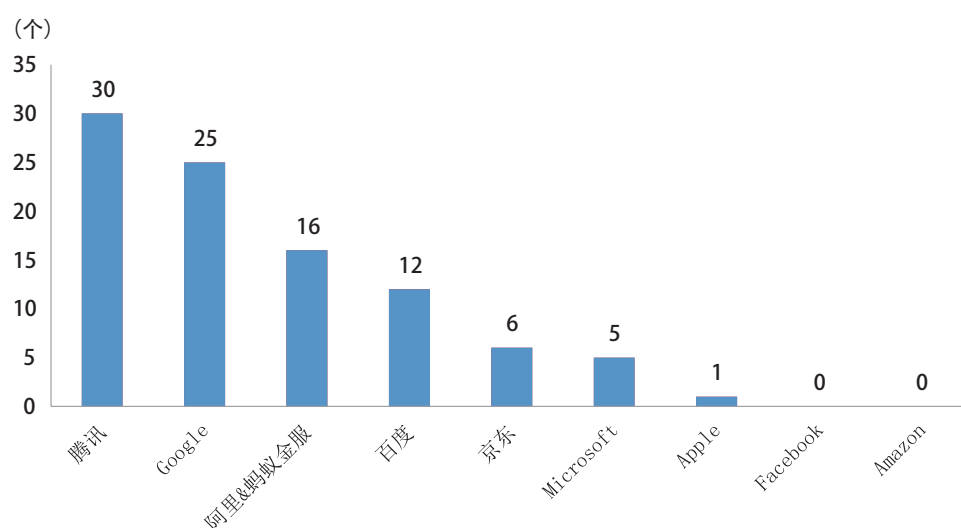
一般而言，投资按照发起动因的不同，可以分为财务性投资和战略性投资两大类。

¹ 企业创投（Corporate Venture Capital，简称CVC）是区别于传统创业投资基金，由企业主导的一种创业投资组织形式。



传统创业投资基金管理人的总体战略围绕财务性投资概念延展，即投资目标在于获取高额的财务回报，基金资金主要来源于自身募集，退出通过将企业推向资本市场等手段完成，基金的存续期通常不超过5-7年。而战略性投资目标在于强化企业（或母公司）在产业链横向和纵向两个维度的扩展，增强其在产业内部的协同性和议价能力。

图2-2-4中美 TMT 巨头投资高成长性项目数量



数据来源：CBinsight&CVSource

目前国内两种类型的投资逐步呈现融合态势，国内企业创投（CVC）机构的出现就是这一态势的具体表现。企业创投（CVC）按照母公司战略安排，从产业链上下游多角度遴选项目，并进行孵化培育，同时在产业周边寻求匹配度较高的行业进行布局从而强化协同效应，对高风险高回报的潜在高科技项目进行投资。通过以上活动能够达到比传统创业投资基金更大程度的资源整合，既包括原有的外部资本和内部人才整合，也包括产业内部协同整合。因此，企业创投（CVC）更加擅长投资于垂直领域产业链，在高科技项目投资上具有天然优势。根据投中研究院研究成果，中美 TMT 巨头投资高成长性项目最多的企业为腾讯、Google、阿里巴巴和百度。除了这些 TMT 巨头内部产业链协同整合的需求，通过“战略+财务”投资，还能够享受到项目带来的高成长和高回报。

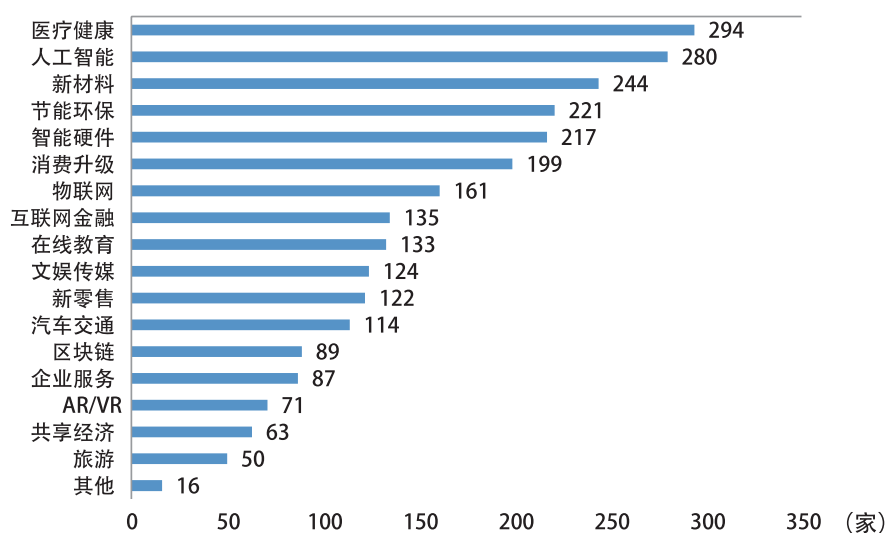
2.2.4 投资从关注商业模式创新到关注底层技术创新转变

2017年创业投资基金管理人倾向的投资领域前三名为医疗健康、人工智能和新材料



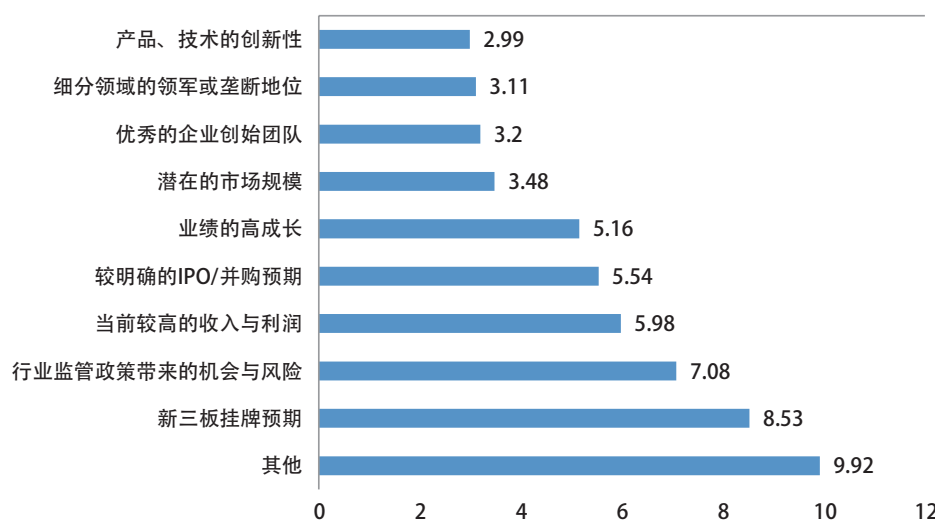
料，而排在后面的行业为 AR/VR¹、共享经济和旅游。调研结果反映，一方面，创业投资基金管理人对于高科技、高技术壁垒的项目具有较高的关注。另一方面，创业投资基金管理人对于项目的关注点集中于产品技术、行业垄断、创始团队和市场潜力这四个方面，呈现出创业投资基金管理人从关注商业模式创新到关注底层技术创新的转变。

图 2-2-5 2017年创业投资基金管理人倾向的投资行业分布



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

图 2-2-6 2017年创业投资基金管理人对项目关注度重要性分布（分数低者优先）



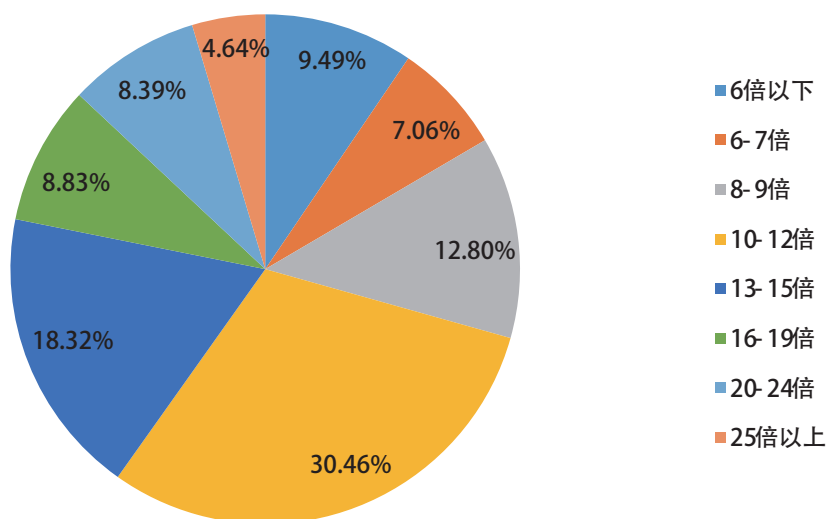
数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

1 即增强现实和虚拟现实。



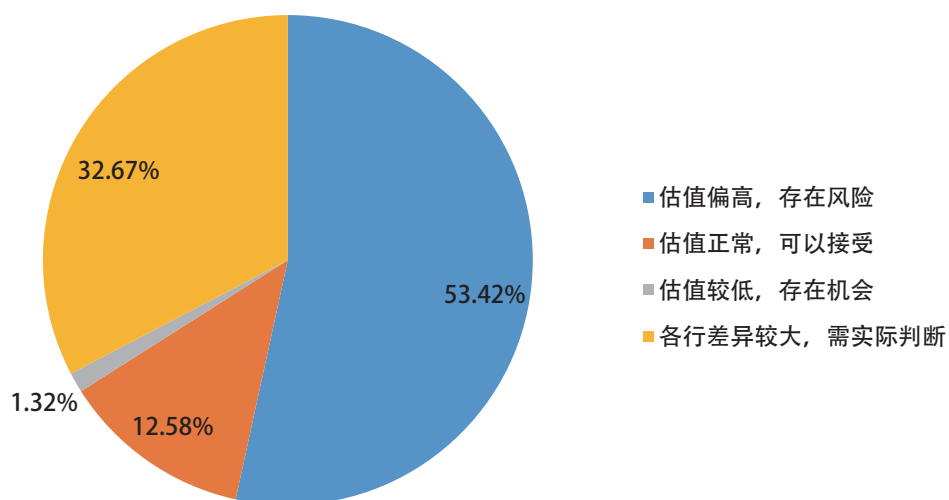
2.2.5 一级市场项目估值偏高对机构退出操作提出了更高要求

图 2-2-7 2017年创业投资基金市场估值倍数分布



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

图 2-2-8 2017年创业投资基金管理人对市场估值看法



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研



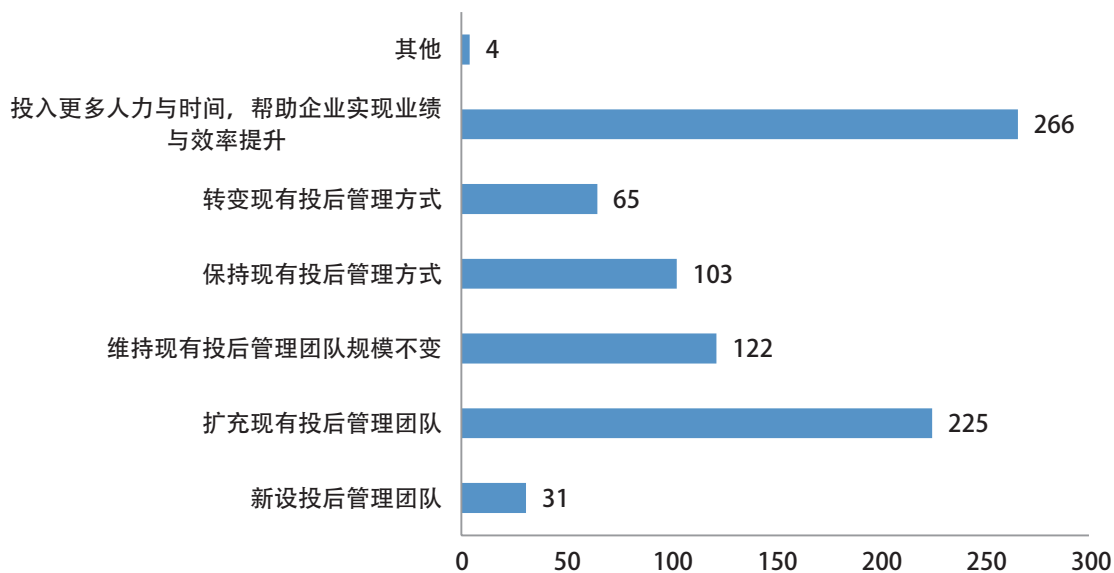
根据协会调查问卷结果显示,2017年,70%早期项目的估值在8-19倍之间,合计占比70.14%;10-12倍估值为主流,占比30.46%。创业投资基金管理人对市场估值看法中“估值偏高,存在风险”的意见占到整体调查意见的53.42%。高估值的初创期项目反映了投资者对于企业成长性的积极预期,但从另一方面也使得该类项目的退出存在障碍,尤其是IPO退出方式下,企业将难以通过一二级市场差价赢得超额回报,对项目的投后和退出提出了更高要求。

2.2.6 投后管理人员成为创业投资基金从业人员扩充的重点

2017年创业投资基金管理人的投后管理工作集中于两点,一是效率提升;二是规模做大。根据协会调查问卷结果显示,提升企业业绩成为投后管理工作的重点,一方面,业绩提升可以带来股东股本保值增值;另一方面,有利于企业成长性的积极预期,为项目退出提供良好前景。同时如果发现被投企业存在人员、经营业绩或财务数据上的异常变化,也可以及时通知创业投资基金管理人采取相应的措施。

在投后管理人员规模方面,目前行业中投后管理人员普遍为2-4人的团队,在面临估值过高等问题时,增加有经验的投后管理人员有利于实现基金的退出目标。扩充人员规模成为投后管理未来规划。

图 2-2-9 创业投资基金管理人投后管理倾向性行为



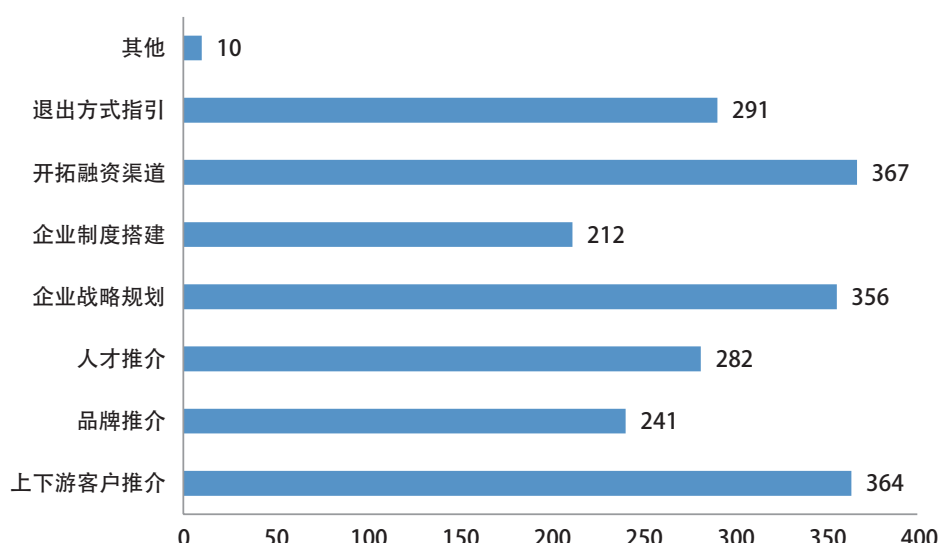
数据来源:中国证券投资基金业协会问卷调研



2.2.7 特色化的投后增值服务成为创业投资基金新的竞争力

投后管理人员为被投企业提供增值服务时，将工作重点集中于提升企业业绩。具体表现为上下游客户推介、战略层面的企业战略规划和融资层面的融资渠道开拓等工作。上下游客户推介能够减少被投企业寻找对接服务或资源的成本；战略层面的规划可以为企业指明市场中所处板块地位、同领域内竞争对手和应对策略；融资渠道开拓能够为企业获取更多的现金流入，同时也为基金管理人自身的退出创造条件。

图2-2-10 创业投资基金管理人为被投企业提供的增值服务



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

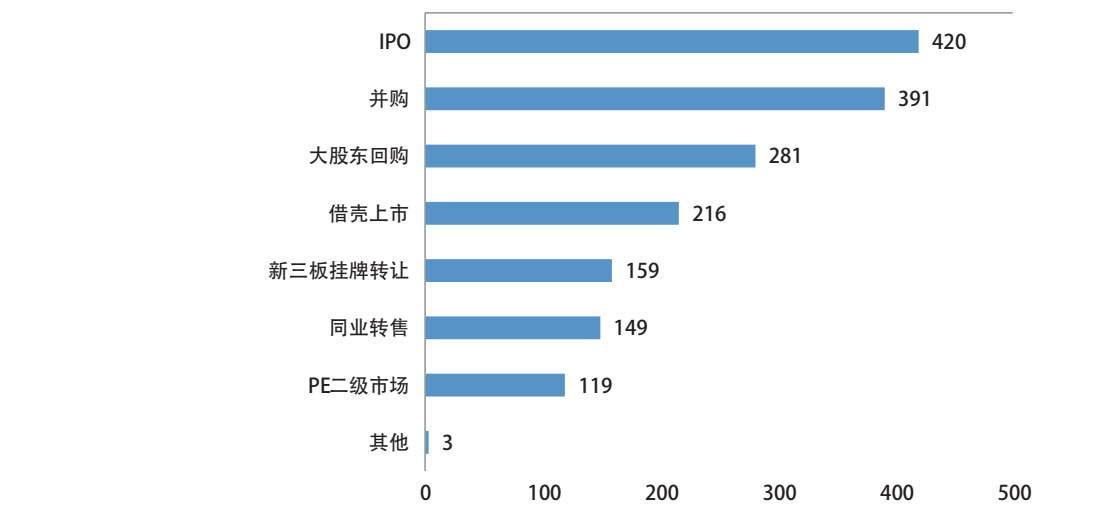
2.2.8 创业投资基金所投项目 IPO 数量创历史新高

根据中国证监会年报（2017）公布数据显示，2017年，沪深两市发行A股¹股票419只，合计融资16 613.57亿元，其中首发融资2 186.10亿元；再融资金额14 427.47亿元。从2017年创业投资基金对退出方式的偏好分析来看，IPO 为创业投资基金最青睐的退出方式。与此同时，基金管理人也同时关注并购重组的方式。受到宏观逆周期调控等影响，从未来退出方式的数量与金额来看，并购重组或将成为主要方式之一。

¹ A股又称人民币普通股股票，由中国境内公司发行，供境内机构、组织和个人（从2013年4月1日起，境内港、澳、台居民可开立A股账户）以人民币认购和交易的普通股股票。

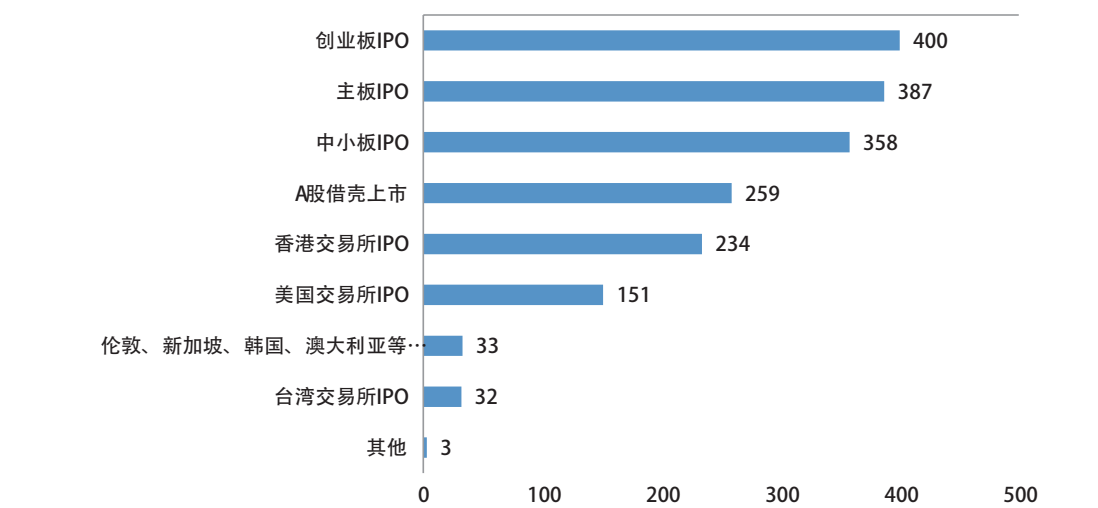


图 2-2-11 2017年创业投资基金管理人对退出方式偏好程度



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

图 2-2-12 2017年创业投资基金管理人对上市地点的偏好



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

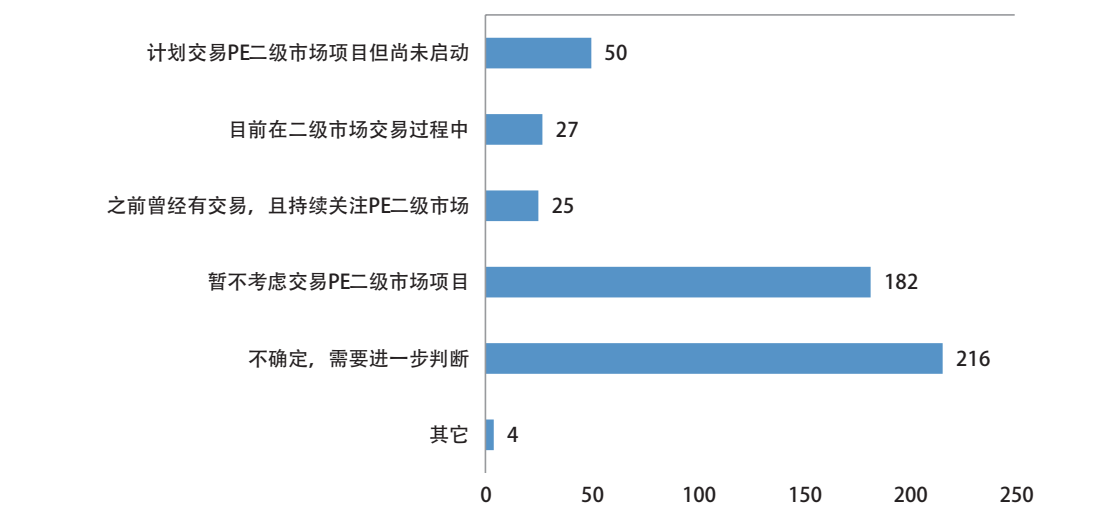
2.2.9 PE 二级市场¹ 孕育发展态势初现

根据协会调查问卷结果显示，多数基金管理人对 PE 二级市场的态度为“需进一步判断”和“暂不考虑”，PE 二级市场的参与意愿很低。

¹ PE 二级市场主要是指投资者从已经存在的投资者手中购买相应的基金出资承诺和既有出资份额，也包括从管理人手中购买部分或全部投资组合的行为。



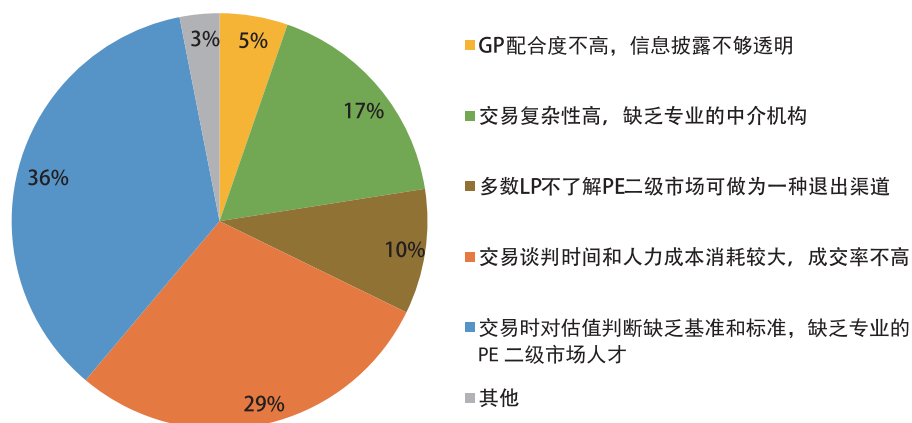
图 2-2-13 创业投资基金管理人从事 PE 二级市场交易的情况



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研

一是国内创业投资基金管理人对 IPO 退出的市场影响和业绩回报更为关注；二是创业投资基金管理人对 PE 二级市场的估值基准缺乏，谈判时间过长等因素将会影响交易交割；三是与 PE 二级市场的逆向选择有关，国内创业投资基金管理人更愿意通过内部熟悉的个人渠道实现股权转让，而通过 PE 二级市场的项目往往可能具有潜在的运营风险，项目买方会考虑潜在沉默成本；四是该领域专业人才缺乏，缺少资产公允定价能力。

图 2-2-14 PE 二级市场面临的难点



数据来源：中国证券投资基金业协会问卷调研



2.3 2017 年创业投资基金行业发展面临的问题

由于纳入规范管理时间较短，创业投资基金与整个私募基金行业一样，在快速发展的同时，也仍然面临一些问题需要深入研究，需要从支持政策、监管与自律管理、诚信体系和信义文化建设等多个方面入手，不断提升行业治理能力和发展水平。

2.3.1 行业治理能力与发展水平有待进一步提升

一是支持创业投资基金行业发展的相关政策有待进一步落地。目前，在国内业界实务操作中，创业投资基金和其他私募股权投资基金的区别和界限较为模糊，都既可投资创业项目、又可投中后期项目，基金管理人、基金与项目性质之间并非严格对应关系，导致行业管理中识别实质意义的创业投资基金有相当难度，不利于已有支持创业投资基金行业发展相关政策的执行和落地。

二是符合创业投资基金属性和特点的税收政策体系尚未形成。目前针对私募股权及创业投资基金的税收政策设计，私募基金法律关系中涉及各纳税主体及其适应税目、税率的确认不尽合理、有待进一步研究明确，还缺乏对“投早投小、投新投长”行为进行激励的价值导向，不利于长期资本、创新资本的形成。

三是行业监管与自律管理对创业投资基金治理还难以形成完全有效的约束。在创业投资基金实务运作中还存在一些与基金本质属性相偏离的乱象。比如，有的创业投资基金管理人同时管理多只基金产品时、相互之间不能做到完全隔离，存在产生利益冲突的风险；利用创业投资基金搞单一项目融资、名股实债、明基实贷、规避投资风险追求“短平快”的固定收益等现象仍然存在。

2.3.2 行业市场环境尚需不断优化

一是行业社会形象的舆论宣传应更加全面客观。当前市场环境中，大多数私募股权、创业投资基金管理人乐于利用新闻媒体对其投资成功案例的曝光，鲜有解读少数高额回报投资项目的背后还存在大量的亏损和低回报投资项目，创业投资背后的高风险和辛勤付出。这种带有倾向性的宣传容易导致社会公众对行业的理解产生偏差，片面得出“暴利行业”的印象。

二是专业化机构投资者偏少。根据协会统计数据显示，2017年我国创业投资基金



投资者构成中，自然人投资者占投资者总数64.15%，几乎是机构投资者数量的两倍；在出资数额方面，自然人投资者出资比例仅占2017年总规模17.95%；然而，机构投资者出资规模达到总规模的82.05%。在机构投资者中，保险资金、社保基金和高校教育基金等具备持续出资能力的机构出资总额仅占3.5%。

三是市场估值倒挂现象显现，多层次资本市场建设需进一步完善。2017年，一级市场对项目的过高估值叠加二级市场估值中枢下调，估值倒挂现象开始显现。虽然随着时间推移估值会逐步回归理性，但目前不具有普遍性。一级市场估值过高其主要原因在于供需关系的不平衡和优质项目的稀缺；同时，股权投资作为非标准化资产、缺少估值公允性，当公众对行业前景、未来市场需求的判断出现集体性乐观时，会形成卖方市场，股权的市场价格会超越其内在价值。

2.4 我国创业投资基金行业下一步发展趋势

2.4.1 行业发展外部环境随着改革的深化不断改善

一是创业投资基金的功能价值进一步凸显。随着我国简政放权、放管结合、优化服务等改革措施的逐步落地，大众创业、万众创新氛围已经形成，市场活力、创造力和经济发展的内在潜力不断释放。根据国家工商总局数据，2017年全国新登记市场主体达1 924.9万户，同比增长16.6%，全年新设企业607.4万户，同比增长9.9%；平均每天新设1.66万户，同比增长9.9%。新设企业数量的持续增长，为创业投资基金提供了更多潜在的可投标的，必将推动创业投资基金行业的快速发展。

二是有利于创业投资基金发展的政策环境不断优化。随着《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[2017]38号）试点期的结束，预计针对创业投资企业和天使投资个人的所得税优惠政策实施范围将会扩大至全国，会吸引更多资金通过创业投资基金投入到种子期、初创期科技型企业之中。

2.4.2 行业发展生态进一步呈现新的特点

一是企业创投（CVC）进入快速发展阶段，产业资源将得到深度整合。与一般投资机构追求财务回报不同，企业创投（CVC）的主要资金来源是企业集团自有资金，是围绕公司业务进行产业链上下游投资机会的战略布局。近年来，大型企业为顺应产业发



展趋势，积极布局企业创投（CVC）业务，以期通过战略投资寻求新增长。除了腾讯产业共赢基金、百度战投、阿里资本等代表性的企业创投（CVC）外，小米科技、京东、今日头条等“后起之秀”也通过股权投资加紧进行产业布局。企业创投（CVC）格局正从“BAT 寡头垄断时代”向“多巨头”格局转变，进入快速发展期。

二是专业化、特色化、差异化的投资策略逐渐成为创业投资基金管理人的重要竞争实力。随着我国创业投资基金规模的不断扩大和市场的不断成熟，特别是指导意见的正式落地势必形成资管行业统一监管标准，将有效抑制通道业务与规范影子银行体系，进一步约束募、投、管、退等各环节的市场行为，使专业化、特色化战略成为创业投资基金管理人发展的必然选择，引导创业投资基金行业践行价值投资、长期投资理念。一方面，投后管理对创业投资基金管理人的重要性日益明显。投后管理既可以帮助创业投资基金管理人及时获悉被投企业经营发展情况，避免因被投企业经营不善出现严重亏损而导致无法收回投资成本的情况；另一方面，越来越多的创业投资基金管理人精耕细分行业，充分体现专业化、特色化、差异化的发展趋势。

三是创业投资的退出渠道更加多样化。一方面，并购或将成为创业投资基金投资的重要退出渠道。在 IPO 常态化背景下，并购将凭借交易方式灵活、交易成本较低及基金投资收益较为可观等因素成为创业投资基金重要退出渠道之一。由于并购在深化企业改革、提高公司治理结构、推动产业整合升级、服务实体经济发展方面作用明显，监管部门也将会进一步创造有利于并购市场发展的政策环境；另一方面，PE 二级市场孕育发展越来越受到业界广泛关注。现阶段，国内新三板市场流动性不足、IPO 退出数量有限、并购市场仍处于发展中，创业投资面临较大退出压力。在此情况下，投资者通过 PE 二级市场交易退出的内在动力将不断增强。



附件:

(一) 行业相关重要政策

1. 行业发展政策

表 5-1-1 政府发布系列支持创投行业发展的政策概览

时间	发文单位	文件	内容	影响
2016. 9	国务院	《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发〔2016〕53 号）	包括培育多元创业投资主体，赋予天使投资人作为个人创业投资主体地位；建立股权债权等联动机制；多渠道拓宽创业投资资金来源；加强政府引导和政策扶持；完善创业投资相关法律法规；进一步完善创业投资退出机制；优化创业投资市场环境；推动创业投资行业双向开放；完善创业投资行业自律和服务体系；加强各方统筹协调等十个方面。	该政策在我国创投体制改革史上具有里程碑式的重要意义，优化了创业投资行业外部环境，将进一步扩大我国创业投资规模，促进创业投资做大做强。
2017. 5	财政部、国家税务总局	《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〔2017〕38 号）	决定“在京津冀、上海、广东、安徽、四川、武汉、西安、沈阳 8 个地区与苏州工业园区开展试点，从 2017 年 1 月 1 日起，对创投企业投资初创科技型企业的，可享受按投资额 70% 抵扣应纳税所得额的优惠政策；自 2017 年 7 月 1 日起，将享受这一优惠政策的投资主体由公司制和合伙制创投企业的法人合伙人扩大到个人投资者。政策生效前 2 年内发生的投资也可享受前述优惠。	通过减税举措，促进我国创业投资和天使投资个人的发展壮大。
2017. 5	证监会	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（证监会〔2017〕9 号）	对于创投基金类股东，为鼓励价值投资行为，于 2017 年 6 月单独发布了《发行监管问答—关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排》、《私募基金监管问答—关于首发企业中创业投资基金股东的认定标准》，说明了首发审核中落实《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》的举措，如对符合条件的创投基金锁定期由 3 年缩短至 1 年，并在锁定期一年后，获得相应的减持豁免。	减持新规中对符合条件的创投基金锁定期由 3 年缩短至 1 年，并在锁定期一年后，获得减持豁免，这些政策体现了监管层对创投基金的极大重视，将引导创投基金投早投小，回归价值投资本源。



2017. 6	国务院办公厅	《关于建设第二批大众创业万众创新示范基地的实施意见》（国办发〔2017〕54号）	明确了第二批共 92 个双创示范基地，系统部署第二批大众创业万众创新示范基地建设工作。提出了包括“深化‘放管服’改革”、“优化营商环境”、“完善人才激励政策”以及“支持农民工返乡创业”等十二个政策举措。	逐步建立和完善多元化、特色化、专业化的创新创业制度体系，推动形成大众创业万众创新的深度发展新局面，为创投行业的发展奠定了政策支持政策基础。
2017. 7	国务院	《国务院关于加强实施创新驱动发展战略进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》（国发〔2017〕37）	依法依规豁免国有创业投资机构和国有创业投资引导基金国有股转持义务。将适时推广创业投资企业和天使投资个人有关税收试点政策，且通过推动国家新兴产业创业投资引导基金、国家中小企业发展基金和国家科技成果转化引导基金设立一批创业投资基金来凭借创新创业融资难题。	在更大范围、更高层次、更深程度上推进大众创业、万众创新，引导和规范各级政府通过设立创投引导基金支持企业融资，发展创业投资，有利于促进创业企业和创投基金的发展。

来源：根据市场公开信息整理 2018. 06

2. 行业管理政策

表 5-1-2 政府发布系列规范创投行业发展的政策概览

时间	发文单位	文件	内容	影响
2017. 1	国家发展改革委员会	《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规〔2016〕2800号）	针对基金的募资、投资、管理、退出等环节，以信息登记、绩效评价和信用评价的方式对政府出资产业投资基金运行进行宏观信用信息监督管理。	中央对政府出资产业投资基金的监督管理在逐步加强，政府产业基金投资在越来越规范的监管体系下，进一步向专业化、市场化运作发展。
2017. 5	中国证券投资基金业协会	《私募基金登记备案相关问题解答（十三）》	正式明确私募机构不得“多类兼营”，一家私募只能经营一类业务，落实专业化管理原则。	强调了协会对于落实私募基金管理人专业化管理的原则，旨在提升行业机构内部控制水平，促进创投行业的专业性和规范性。
2017. 8	国务院	《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》	共 11 章，分别从私募基金管理人、托管人职责及私募基金参与各方在募资、投资、行业自律等方面的职责进行了规定。	确认了基金业协会的法律地位、明确了私募基金参与各方的行为标准，显示了整治私募基金乱象的决心，有利于创投行业规范发展。



2017. 11	中国人民银行、 银监会、 证监会、 保监会、 外汇局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	统一资管格局，界定了资管产品的分类标准及投资范围，明确管理人职责，禁止期限错配，打破刚性兑付，实行穿透式监管。	强调了资管统一的监管标准，实行公平的市场准入和监管，最大程度的消除监管套利空间，促进创投市场的规范化和透明化，同时加大了创投基金的募资难度。
----------	--	------------------------------	---	--



（二）报告研究调查问卷

本问卷是中国证券投资基金业协会为编写2017年度中国创业投资基金行业研究报告所用，请各机构积极支持配合，实事求是进行填写，及时反馈协会。本问卷涉机构未公开信息的，协会必履行保密义务，不对外公开。十分感谢！

机构名称：

填报人：

联系电话：

联系邮件：

一、基金募集

1. 2017年，贵机构募集新基金所需时长：

- A. 2017年尚未募集新基金
- B. 6个月以内
- C. 6个月至12个月以内
- D. 12个月至18个月以内
- E. 18个月以上

2. 贵机构认为近年募集新基金所需时长变化为：

- A. 放缓
- B. 缩短
- C. 无明显变化
- D. 其他，请注明 _____

3. 近年募资的难度，贵机构倾向于：

- A. 募资难度大幅增长
- B. 募资难度小幅增长
- C. 募资难度基本不变
- D. 募资难度有所减小
- E. 其他（请注明）_____