

VC/PE市场募资端增速下滑
机构仍看好创投前景

□本报记者 张焕昀

过去一年，明星创业者的生存困境一定程度上是VC/PE行业资本寒冬的反映。数据显示，2018年投资节奏呈现前高后低特点，四季度获投数据下降明显。业内人士认为，尽管VC/PE行业增速下滑，但是随着创投税优惠政策等一系列利好政策的出台，2019年创投市场预期仍然向好。

明星创业者引关注

从2017年开始，电影《燃点》耗时14个月，跟踪记录了当下最具话题度的14个创业公司创始人的创业历程。其中，此前共享单车领域的双巨头之一ofo小黄车在2018年遭受了资本寒冬打击，使得这家企业的经营面临一些困境。而罗永浩本人的最新消息是，在快如科技2019发布会上宣布，子弹短信改名“聊天宝”。此外，作为内容创业的代表，米果文化旗下节目《好好说话》热度不减。

除了未上市的初创企业之外，纪录片中也有不少已经上市的公司。51信用卡是2018年港股上市的企业。但其股价表现却受到整体权益市场大环境不佳的影响而持续调整。中概股同样难展笑颜，猎豹移动曾是美股市场中的明星中概股，但过去一年其股价表现难尽如人意。陌陌的创始人唐岩也出现在影片中。而从陌陌的每股股价来看，尽管2018年6月以来调整幅度明显，但从2018年初至今仍有上涨。对于剧中的草根创业者代表余传东，创业项目近期则传来了融资进展的消息。

良好预期仍存

以ofo小黄车为代表的创业企业困境的另一面是VC/PE募集资金以及创业企业融资的下滑。金斧子在2019年国内VC/PE市场投资策略中指出，受资管新规影响，2018年VC/PE基金数量和实缴规模增速较2017年分别下降40%、36%；创业和成长基金合计占新增基金数量的90.48%，成长基金平均募集金额同比下降13.3%。投资层面，报告期内投资事件较2017年有一定下降，投资节奏也在资管新规、多个行业政策影响下呈现前高后低特点，四季度获投数据下降明显。

其中，企业服务、硬件、医疗健康、文化娱乐、金融等为前五大行业，人工智能对各个行业的渗透是投融资的主旋律，项目也呈现出年内获得多轮融资的特点。2018年投资阶段整体向后偏移。退出层面，项目整体退出量较2017年下降近四成，IPO退出呈现出A股过会率低、港股和美股上市企业数量增加明显而破发严重的特点，并购退出年末现政策利好，但二级市场环境仍制约并购退出。

广州某券商人士认为，2018年一级市场主要表现出三个特征：一是“募资难”和“融资难”，二是“机构退出难”，三是“价格倒挂”。对机构以及企业的核心能力都是非常大的挑战，但也会是它们成长过程中的一段宝贵经历。

鲸准研究院认为，从决定实施所得税优惠促进创业投资发展可看出相关部门通过实施税收优惠政策支持创业投资发展的决心，这为创投市场发展提供了一个明确的信号和稳定的预期。创业投资市场的稳定发展，为企业发展提供了资金支持，对提升创新创业效能、促进扩大就业、科技成果转化和产业升级起到重要推动作用。

业内人士认为，在创投政策方面，近期行业迎来多重的鼓励与支持。2019年在宏观经济旧动能减弱背景下，加码新经济的力度不减，预期创投政策环境相对乐观。

前述券商人士表示，2019年科创板是机构投资决策以及企业资本规划所需考虑的重要变量。短期看为科技型企业的证券化提供了一条新路，也是机构退出的福音；长期看则是整个资本市场改革的重要一步，将逐步塑造起一二级市场平衡的资本市场新生态。

王守仁：创投业酝酿新机遇

□本报记者 吴瞬

2018年，创投行业有两种声音。中国创投圈大多数人认为，2018年是“寒冬”的一年，出现前所未有的“募资难、退出难、投资贵”，2019年虽然科创板开设带来新希望，但“寒冬”仍将延续，对于创投业何去何从，感到比较迷茫。然而外资创投却大多看好中国创投业的未来前景，认为中国经济转型升级过程中，优质企业将不断涌现，投资机会依然很多，并没有“寒冬”一说。

深圳市创业投资同业公会常务副会长兼秘书长王守仁提出了他个人的思考。在他看来，如何用战略的长远眼光，预测和展望创投业2019年及未来的发展趋势，是摆在创投人面前值得深思和亟待明确的问题。

创投业进入转型阶段

2018年中国创投业出现“两难一高”问题，标志着中国创投业已进入艰难的转型阶段。早在2016年国务院发布《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（简称创投“国十条”）后，王守仁就认为中国创投业开始从1.0时代进入了2.0时代：即由短期股权式财务投资向科创型长期价值投资转型，由数量型野蛮生长向专业化高质量成长转型。这是一场极其深刻的历史性变革，孕育着各种新的机遇。

“过去三十年，我国创投业从引进概念进行探索开始，此后快速成长及爆炸性发展。在创投基金数量和管理规模上，已居全球第二，



视觉中国图片

仅次于美国。近几年来，我国创投业开始滋生泡沫，在某种程度上脱离了科创型长期价值投资的规则，盲目追求规模和短期收益。”王守仁说。

在王守仁看来，我国创投业目前面临着诸多问题：美国创投基金一般封闭期是“9+2”或“10+2”，而我国创投基金封闭期一般是“5+2”，甚至“3+2”，说明我国创投追求长期价值投资上的严重缺失。另外，过分追求募集资金规模，可获得比较丰厚的管理费收入，但资金又必须在三四年内投完，以便在今后有限的时间内寻找退出渠道。由此带来的问题是先盲目投资项目，哄抬价格，以致于出现一级市场和二级市场价格倒挂。

同时，募集资金规模不断扩大，必然要迅速扩充队伍，许多新的投资经理既缺乏创业经验和投

资能力，也缺乏为被投企业提供增值服务的资源和能力。尽管许多创投机构制定了激励机制，但在实践中，年度考核主要集中在所选项目的过会率。这样一来，投资经理主要注意力都放在寻找项目上而忽视帮助被投资企业。

王守仁坦言，据相关机构调查统计，在全国创投管理机构中有60%是2014年后成立的中小创投基金，它们大多只设立过一只基金，并已投资完毕，在2018年出现了募资难而面临淘汰。对于头部创投机构而言，虽然也遇到一些困难，但募集新基金仍保持一定态势，如深创投新募基金100多亿元，基石100亿元并购基金等。

新机遇正在酝酿

“许多人对创投业2019年乃至今后发展抱有悲观态度，甚至认为

科创板征求意见截止日期临近

机构关注科创企业估值体系

□本报记者 刘宗根

科创板相关上市配套规则征求意见截止日期在即。分析人士表示，如果征求意见过程顺利，预计科创板将在3月或4月开始接受IPO申请。

业内人士认为，明星企业上市前多数均经历过多轮股权融资，应尽早对企业未来发展进行规划，为IPO打下基础。对于科创企业而言，由于缺乏可对标企业，传统估值模式将面临挑战。此外，科创板各环节对投行的要求提高，料将推动投行业务转型升级，进一步压实中介责任。

尽早进行规划

科创板相关上市配套规则征求意见目前正在紧锣密鼓地进行当中。2月13日，证监会召开设立科创板并试点注册制相关制度规则征求意见座谈会，听取部分行业专家、证券公司、基金管理公司、创投机构和科创企业代表对设立科创板并试点注册制相关制度规则的意见建议。

“我们近期为相关部门就科创板做了不少调研。2月17日，有消息称，海淀区正在建立科创板潜力企业评级与筛选平台，目前已筛选出约30家有意愿且具备上市条件的企业。

银河国际分析师王志文认为，如果征求意见过程顺利，预计科创

板将在3月或4月开始接受IPO申请。在创业板设立的第一年和第二年，分别有123家和144家公司上市。预计在科创板设立的首12个月内有超过100家公司上市。

安永认为，明星企业应尽早准备，针对企业的发展进行战略性思考。尽管明星企业在IPO时的平均成立时间是8年到10年，但许多公司在成立3年后才开始考虑其IPO策略。在公司生命周期的每一个阶段，都需要对企业未来的融资计划和发展进行战略性思考。在早期，依靠朋友和家人，天使投资和风险投资是大多数初创企业的选择。然而，企业成长达到一定阶段后，早期的投资者会希望得到回报，同时企业的成长可能需要更大量的资金。明星企业应尽早对企业未来的融资和发展进行规划，并为未来可能的并购或IPO打下基础。

此外，除个别企业外，明星企业上市均经历了多轮风险投资和战略投资，从风险投资来看，D轮融资后上市的比例最高，也有少量明星企业在A轮融资后上市。6成左右的明星企业在上市前接受过战略投资。明星企业在选择融资方式以及融资的时机时，保持灵活性非常重要，特别是在面对不可预测和波动性大的市场时。企业最好在IPO前12个月至24个月做好准备，并制定多种方案，使公司能够在时间和方案的选择上保持主动，以获得最大的利益。

传统估值模式面临挑战

业内人士认为，对于科创企业而言，由于往往缺乏可对标企业且变化速度相对于传统企业更为迅速，因此估值定价更加复杂。科创板重点关注战略新兴产业，从2018年小米集团、美团点评等明星企业上市之后的表现来看，过半上市后跌破发行价，最后一轮融资时引入的投资人也面临浮亏。在营收、利润规模较小的情况下，明星企业难于与目前二级市场估值体系对接，存在估值过高的风险。

同时，科创类企业在一级市场给出的估值中位数与目前二级市场对以创业板为主成长股的估值中位数存在差异，大数据与云计算行业、智能制造类企业等PE平均水平高于A股同类龙头企业。

招商证券分析师董瑞斌认为，从一级市场等维度看，传统的估值模式将面临挑战。即使科创企业目前还处于亏损阶段，由于竞争壁垒在逐步建立，其实未来价值是在逐步确立的。这对于投资人而言会产生三方面影响：一是因为企业更早期，则需要更深入的研究与更耐心的持股；二是从交易对手角度讲，其中如KPCB、高瓴资本等优质机构将成为对手盘，对于专业性要求更高；三是由于研究难度加大同时注册制导致股票池变大，会有更多的Alpha机会。

董瑞斌进一步表示，PE机构大部分集中头寸投资于少数精品，且

创投业会一蹶不振，走向衰退。我不这么认为。从长远看，我国创投业仍有发展前景，而短期内尤其是2019年仍处于比较艰难状况，但新的机遇正在酝酿和成长。”王守仁说。

王守仁表示，科创板即将开设，短期来看，科创板是注册制，是一个新探索，不可能在短期内允许大批科创企业IPO，但从长远看，它的战略意义非凡。它将推动我国资本市场大改革，正如设立科创板并试点注册制总体实施方案，重点指出要增强资本市场对科技创新企业的包容性，着力支持关键核心技术创新，提高服务实体经济能力。在这一点上，科创板的开设，对资本市场改革具有长远的战略意义，同时也使创投行业看到希望，并坚定信心。

王守仁认为，我国创投业尽管有各种各样的困难和问题，但今非昔比，经过30年的历练，积累了募投管退各环节极为丰富的经验和一大批经过历练并创造出优异成绩的管理人队伍。

王守仁表示，目前各方已充分认识到创业投资是典型的直接融资行为，对中小微科技企业具有不可替代的支持和推动作用。“随着进一步深化改革，扩大开放，金融业必将有更多外资资金在国内设立并从事投资的创投基金。鼓励和推动包括新一代信息技术、新能源、新材料、人工智能等战略性新兴产业发展，将给专注投资于高成长科技创新企业的创业投资带来极大的投资机会。”王守仁说。

压实中介责任

在业内人士看来，科创板试行保荐人相关子公司的“跟投”制度，通过中介机构资本约束方式，有助于消除发行人和主承销商之间的利益捆绑，迫使券商进一步提高自身的合规风控能力。

华创证券分析师洪锦屏认为，征求意见稿进一步压实中介责任，提高能力要求。根据上交所的配套规则，科创板各环节中对券商的要求提高，料将推动投行业务转型升级。比如督导方面，延长持续督导期间（首发要求当年+三年），细化和明确保荐机构对于重大异常情况的督导和信披责任，要求定期出具投资研究报告等。

安信证券分析师张经纬认为，在注册制下，原本综合实力较强、规模较大的投行，会向高盛、摩根士丹利这类全能型大投行转变，实现行业和投行业务全覆盖，构建全能型金融控股投行。中小投行因为资本金、研究能力的局限，则采取集中差异化战略，转向专注于某个行业或板块，或者某个地区某类产品，形成独特的竞争优势，逐步发展成为独立精品投行，最终形成大投行和精品投行并存的局面。