中国风险投资发展的演进、现状与未来展望

张俊芳，郭 戎
（中国科学技术发展战略研究院，北京 100038）

摘 要：风险投资在国家创新体系建设中扮演着重要角色。本文系统回顾了中国风险投资业发展的历程及其阶段性特征，通过年度统计调查数据分析了近年来中国风险投资发展的主要特征及趋势；同时，从中央和地方层面系统总结了中国政府扶持风险投资业的主要措施，并在此基础上探讨了中国创投行业在未来发展中仍需关注政府引导基金效率、天使投资发展、国有创投制度，以及相关优惠措施等方面的问题。

关键词：风险投资；引导基金；税收优惠
中图分类号：F830.59 **文献标识码：**A DOI：10.3772/j.issn.1009-8623.2016.09.006

国内外理论与实践表明，风险投资作为一种创新创业投融资机制，并不只简单地承载提供资金的功能，它还在创新项目孵化、创新成果转化、市场开拓、企业管理等方面发挥着重要作用。从宏观角度看，风险投资在技术创新、高新技术产业发展和传统产业升级改造以及经济增长等方面具有积极作用。近年来，中国风险投资事业在促进科技成果转化、发展创业型企业、培育新兴产业等方面发挥了重要作用，逐步形成了具有中国特色的风险投资发展模式，成为建设创新型国家的重要推动力量。

1 中国风险投资发展的历史演进

1.1 起步期（1985—1998 年）——以政府直接投资为主

中国的风险投资起源于 1985 年，在中共中央、国务院发布的《关于科学技术体制改革的决定》中，首次提出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资机制给以支持”。同年，国务院正式批准成立了中国首家风险投资机构——中国新技术创业投资公司，其主要发起股东为国家科委（持股 40%）、财政部（持股 23%），注册资金约 1 000 万美元，主要职能是为高新技术开发进行投资或提供贷款 [1]。

1986 年中国开始实施“863 计划”，一些技术、知识相对密集的高技术园区先后成立了具有风险投资公司性质的创业中心。1989 年，国家科委、国防科工委和招商局共同出资组建中国科招高技术有限公司，对国内高新技术企业进行投资 [1]。一些地方性的创业投资机构，如，广州技术创业公司、江苏省高新技术创业投资公司等纷纷成立，个别境外投资基金也开始进入中国创投领域。

1991 年，国务院指出：“有关部门可以在高新技术产业开发区建立风险投资基金，……条件成熟的高新技术开发区可创办风险投资公司。”同年，国家科委、财政部和中国工商银行联合发起成立“科技风险开发事业中心”。此后，各地方政府积极响应和效仿，以国家科委和财政部为主，成立了各类风险开发事业中心和风险投资公司 [1]。在整个资本

第一作者简介：张俊芳（1978—），女，管理学博士，副研究员，主要研究方向为科技金融与创新体系政策。
项目来源：国家社科基金重大招标项目《创新型国家背景下的科技创新与金融创新结合问题研究》（11&ZD139）；中关村科技园区管委会对外合作课题《天使投资与中关村新兴产业创业（机制）研究》（20140504B）。
收稿日期：2016−09−23

市场和金融环境尚不完善的情况下，中国的创投业如雨后春笋般开始萌芽。

1.2 蹒跚期（1999—2005 年）——多元化投资格局初步形成

20 世纪 90 年代末，美国正经历着互联网经济的风起云涌，风险投资如火如荼，仅 1996 年当年，美国就有 1 500 多项投资，涉及金额 100 亿美元。这无疑对国内风险投资业的发展起到了巨大的触动作用。1999 年，国家科技部、国家发展计划委员会、经济贸易委员会、人民银行、财政部、税务总局、证监会七部委联合出台《关于建立风险投资机制的若干意见》，全国人大常委会通过了《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决议》，科技部“科技型中小企业技术创新基金”正式启动。2000 年 5 月，国务院讨论中国证监会关于设立创业板市场的请示。一系列利好政策的出台，极大地激发并活跃了国内风险投资市场，各地创投协会相继成立，截至 1999 年底，全国各层次的政府创业投资基金已达 100 多家，一些地方政府还推出了与之配套的风险投资担保基金 [1]。

然而，2000 年下半年互联网泡沫的破灭令美国风险投资业受到重创，中国国内创业板市场的建设也因此被搁置，本土风险投资市场开始大幅萎缩。2002 年，科技部、商务部、国家开发银行等联合启动了“全国创业风险投资年度调查”。从统计数据可以看到（如图 1 所示），2000 年之前，中国创投业的投资机构迅速扩张，到 2000 年达到顶峰，此后四年间机构增长快速回落，2003、2004 年连续两年出现了负增长，2005 年创投机构重回增长态势，达到 319 家，管理资本为 631.6 亿元 [2]。

这一时期，中国风险投资机构的性质也出现了多元化发展的格局，从资金来源来看，政府参股与国有独资的创投企业资金占比已从 2002 年的 53% 下降为 2005 年的 36%。企业性质的资金占到 33%，外资资金占 11%，银行资金占 8%[2]。

1.3 快速扩张期（2006—2011 年）——组织模式不断创新

2006 年，中国股权分置改革基本完成，中小板重新开市；《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020）》中明确提出：“探索以政府财政资金为引导，政策性金融、商业性金融资金投入为主的方式，采取积极措施，促进更多资本进入风险投资市场。”《公司法》《合伙企业法》《证券法》相继修订，极大地改善了风险投资从设立到投资、退出的全产业链环境。2009 年，为应对全球

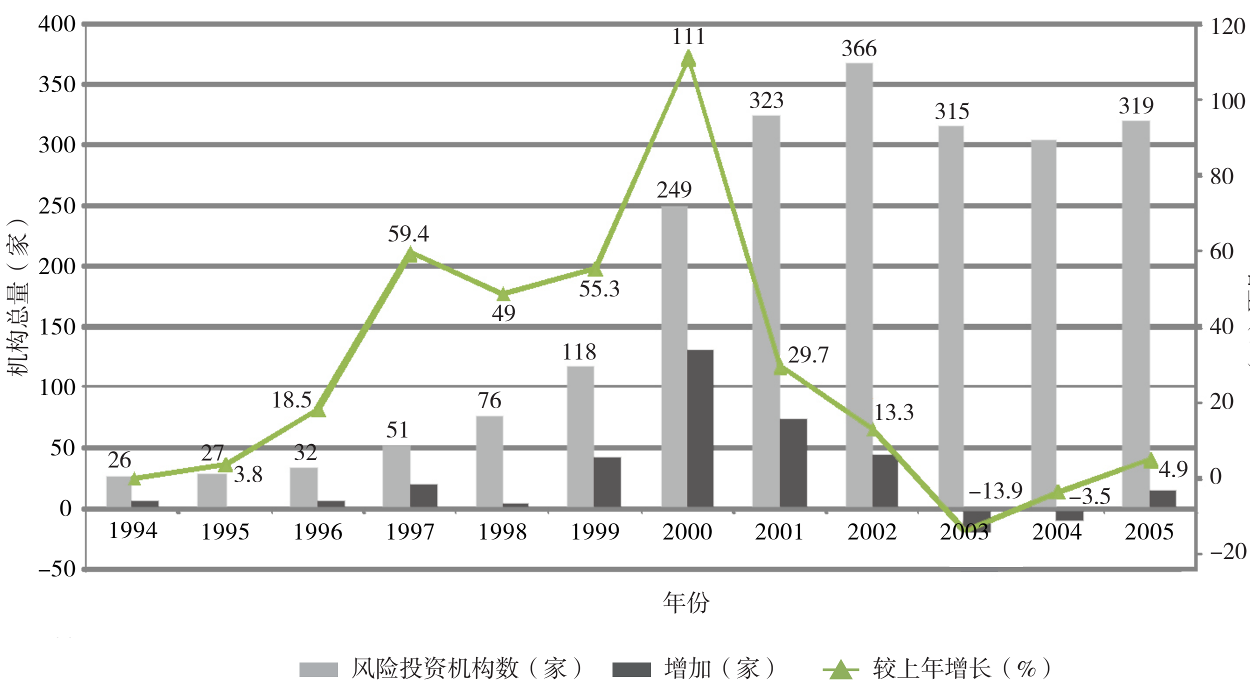

图 1　中国风险投资机构总量与增量（1994–2005 年）

金融危机，中国政府采取了一系列宏观调控手段，境内资本市场 IPO 重启、创业板开启，以及风险投资行业相关税收优惠政策的出台，无疑极大地刺激了中国风险投资的发展，中国风险投资业迎来了黄金发展期，整个创投行业在募资、投资、退出方面均出现了大幅增长，到 2011 年，各类创投机构总量突破 1 000 大关（如图 2 所示），管理资本总量达到 3 198 亿元 [3]。

这一时期，风险投资业的组织模式日益丰富，风险投资机构之间联系的复杂程度和关联程度显著增加，主要表现为：一是创业投资机构呈现出伞形化、集团化的发展趋势，一些大型创业投资企业（集团）通过设立母子基金的方式，加大资金杠杆化率 [4]。2010 年，全国共有 61 家创业投资（集团），通过与地方政府合作或其他投资主体（如大型生产、商贸企业）联合设立子基金 278 支，总资产规模达到 987.6 亿元。形成了具有中国特色的风险投资资金网络 [4]。二是风险投资机构之间的委托和外包式管理方式开始盛行，机构向专业化发展。2011 年，全国共有 261 家创投基金委托了 236 家创投管理公司进行管理，委托管理资金规模达 1 417.8 亿元，管理机构平均规模为 6.0 亿元 [3]。

1.4　理性发展期（2012 年至今）——行业发展日益规范

2012 年以来，受国内外宏观经济环境影响，资本市场低迷不振，行业的快速扩张带来的隐患开始显现，业内出现深度盘整，行业发展开始放缓，投资阶段逐步前移。2014 年，中国经济发展步入“新常态”，经济结构转向“调存量”与“优增量”并举，经济发展动力转向新的增长点，更加注重科技进步和改革创新。A 股 IPO 重新开闸，多层次资本退出市场发展不断完善，再度激发了投资者的热情和信心，中国创投业进入了理性发展的扩张期。截至 2015 年底，中国风险投资各类机构数达到 1 775 家①，其中，风险投资基金 1 311 家；相比而言，同期的美国基金为 1 224 家 [5]，欧洲风险投资机构约 500 家 [6]，如图 3 所示。

就投资规模而言，2015 年，全国风险投资管理资本总量达到 6 653.3 亿元，增幅为 27.2%，管理资本总量占全国 GDP 的 0.96%；基金平均管理

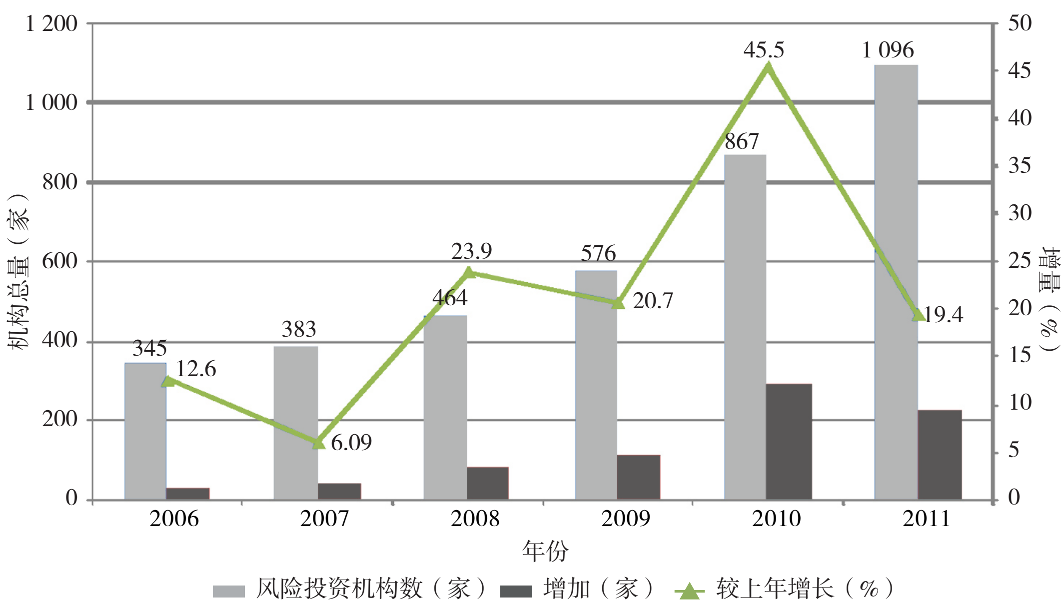

图 2　中国风险投资机构总量与增量（2006—2011 年）

① 为实际存量机构数，主要包括：创业投资企业（基金）、创业投资管理企业以及少量从事创业投资业务的事业单位。该数据已剔除不再经营创投业务或注销的机构数。

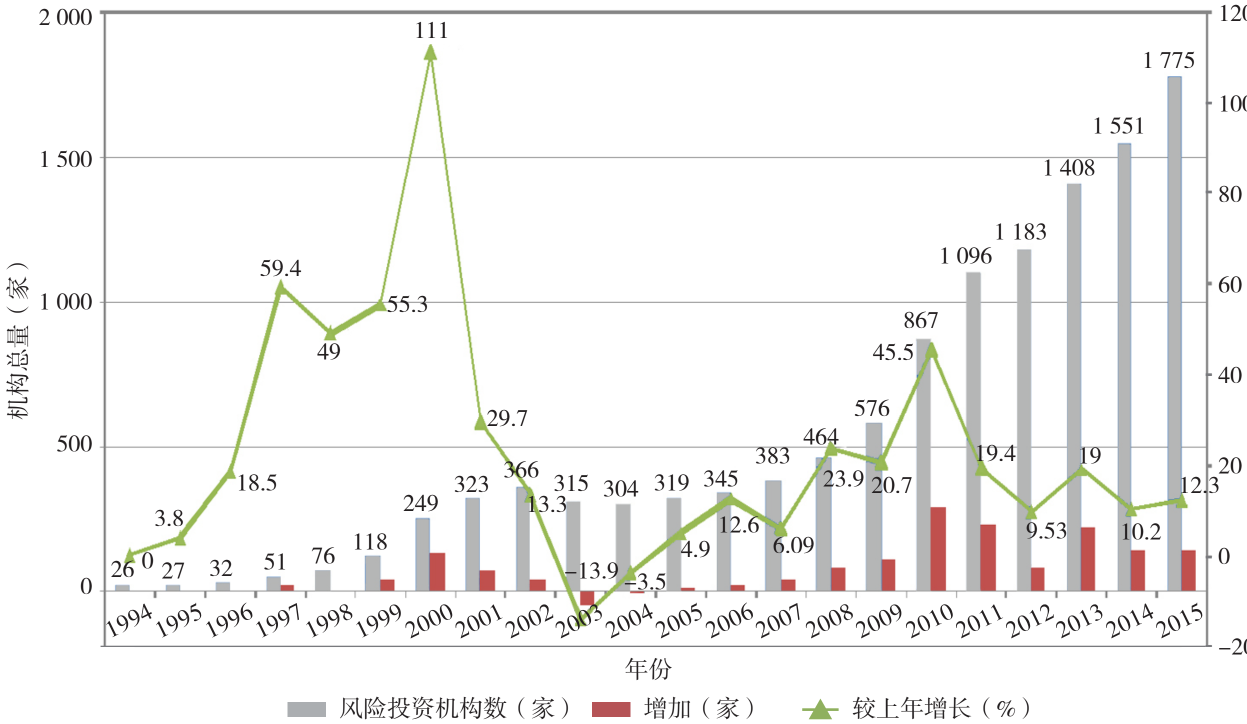

图 3　中国风险投资机构总量与增量（1994—2015 年）

资本规模为 4.66 亿元（见表 1）。相比而言，同期美国风险投资的管理资本总额达到 1 653 亿美元[5]，占 GDP 的 0.96%；平均基金规模达到 1.949 亿美元（约合 12.48 亿元）；欧洲风险投资机构基金管理资本总额约为 550 亿欧元[6]。可见，无论从风险投资的机构数量还是资本总量来讲，中国都已经成为名副其实的风险投资大国。

这一时期的发展出现了如下变化：一是行业竞争淘汰不断加剧，管理逐渐去投机化，走向复杂化和专业化道路，从 2011 年起，每年都有超过 30 余家创投基金正常或不正常停业；二是政府早前期投资阶段的引导力度不断加大，截至 2014 年底，科技型中小企业创业投资引导基金累计投入财政资金 49.93 亿元。科技成果转化引导基金、新兴产业创投引导基金等国家层面的引导基金相继出台。三是投资者类型不断丰富，以个人投资为主体的天使投资人日益壮大。四是行业发展逐步规范。

2　中国风险投资发展的主要特征及趋势①

2.1　投资额受资本市场影响较大，投资标准日趋多元化

2010 年，中国风险投资累计投资项目 8 693 项，

表 1　中国创业风险管理资本总额（2005—2015 年）

项目＼年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
管理资本总额（亿元）	631.6	663.8	1 112.9	1 455.7	1 605.1	2 406.6	3 198.0	3 312.9	3 573.9	5 232.4	6 653.3
较上年增长（%）	2.3	5.1	67.7	30.8	10.3	49.9	32.9	3.6	7.9	31.7	27.2
基金平均管理资本规模(亿元）	2.28	2.13	3.36	3.55	3.24	3.34	3.72	3.52	3.26	4.48	4.66

① 以下分析数据来源均根据历年《中国创业风险投资年度报告》收集整理。

累计总投资额达到 1 491.3 亿元；到 2015 年底，累计投资项目数达到 17 376 项，其中投资高新技术企业项目数 8 047 项，占比 46.3%；累计投资金额 3 361.2 亿元，其中投资高新技术企业金额 1 493.1 亿元，占比 44.4%。

从历年投资情况来看，近年来中国创业风险当年投资项目集中在 1 500 ~ 2 500 项内，总投资金额在 280 ~ 550 亿元区间，投资强度主要集中在 1 500 万 ~ 3 000 万元 / 项，具有几个明显的特征与趋势：一是投资情况与资本市场的发展密切相关，2009 年创业板的开闸促进了创投投资热潮，当年投资项目剧增，而 2012 年资本市场的低迷与 2013 年的 IPO 关停，无疑减缓了投资步伐。二是自 2011 年以来，高新技术企业的投资项目数呈现逐年下降的趋势，从 2010 年的占比 60% 左右下降到 2015 年的 24% 左右，在一定程度上表明了投资标准日趋多元化。三是 2010 年以前，平均投资强度为 1 716 万元 / 项，到 2011 年达到峰值 2 879.1 万元 / 项，此后呈逐年下降趋势（如表 2 所示），在一定程度上表明 2006 年以来的急剧扩张造成了机构短期化的后端逐利行为，从 2011 年起，投资行为更加理性，更趋于早前期企业以及网络型等轻资产行业。

表 2　截至 2015 年底中国风险投资当年投资情况（2011—2015 年）

年度	投资项目数（项）	投资金额（亿元）	投资强度（万元 / 个）	高新技术项目数（项）	高新技术项目数量占比（%）	高新技术项目金额（亿元）	高新技术项目金额占比（%）	高新技术企业投资强度（万元 / 项）
2011	1 894	545.3	2 879.1	987	52.1	229.8	42.1	2 328.3
2012	1 502	318.5	2 120.1	671	44.7	154.5	48.5	2 301.7
2013	1 501	279.0	1 858.5	590	39.3	109.0	39.1	1 846.9
2014	2 459	374.4	1 522.0	689	28.0	124.8	33.3	1 811.0
2015	3 423	465.6	1 360.2	820	24.0	117.2	25.2	1 429.2

2.2　新兴产业备受青睐，投资行业紧跟前沿热点

从历年投资趋势来看，风险投资行业主要呈现出以下几个特征：一是投资重点由过去的传统制造业逐步转向互联网、生物科技、新能源等新兴产业，特别是近年来互联网的兴起，涌现出大量投资机会，2015 年，网络产业、软件产业、IT 服务业、通信设备等行业集中了当年 40.41% 以上的项目；二是投资行业热点轮动，如金融保险业、传播与娱乐业，以及农林牧副渔行业波动较大，在个别年份进入投资热点；三是投资行业分布的集中度较高，且相对稳定，从历年投资行业的项目数和金额来看，前五大产业的投资项目占比大多在 40% 左右，投资金额占比大多集中在 50% 左右。

2.3　投资阶段经历了逐利的扩张期，向理性回归

从中国风险投资历年投资的趋势来看，2011 年以前，急剧扩张的投资行为也伴随着大量投资的短期逐利效应，投资阶段不断后移，成长期和成熟期的项目占比逐年提升；2011 年以后，中国风险投资业经历了竞争加剧的行业洗牌，投资行为也日趋理性，投资重心逐年前移，种子期和起步期的项目占比呈现出较为明显的上升态势；截至 2015 年底，种子期和起步期的项目合计占比达到 53.8%，远高于 2011 年的 39.4%（见图 4）。

2.4　地区集聚效应凸显，欠发达地区仍以国有投资为主

整体看，中国风险投资机构分布具有较为明显的区域特征，包括江苏、浙江、北京、上海、广东在内的经济发达地区一直是风险投资机构最为集聚的地区，到 2015 年这些地区的风险投资机构数量达到 1 130 家，占全国总量的 63.7%。从历年统计来看，风险投资的集聚效应非常明显，以江苏、

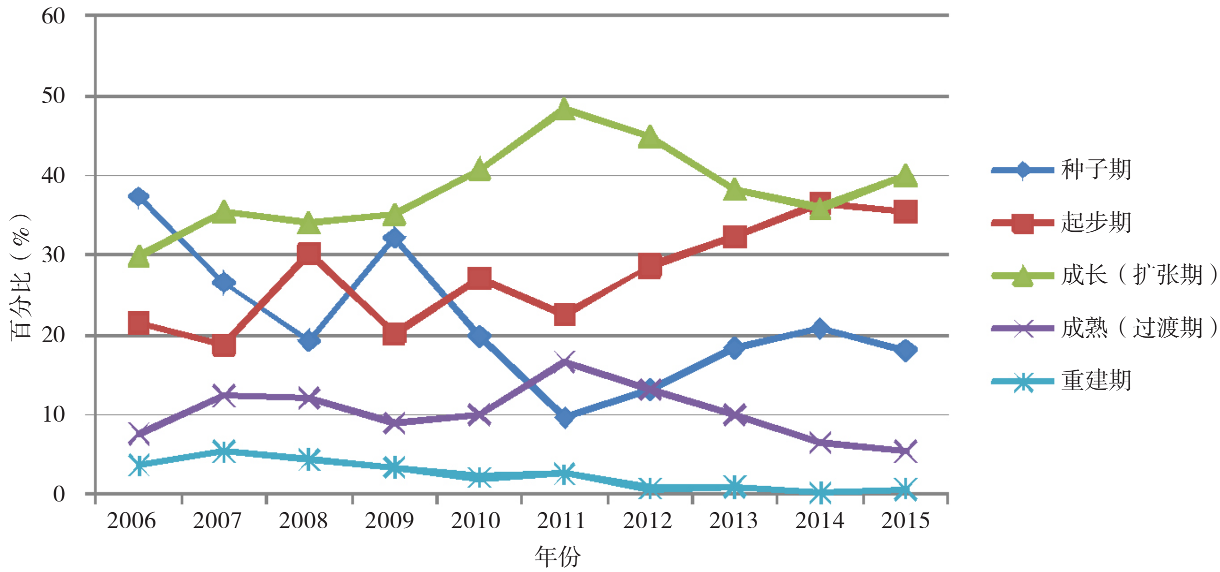

图 4　中国风险投资项目所处阶段的总体分布（按投资项目占比）

浙江为首的风险投资在全国的占比从 2002 年的 18.2% 持续增加到 2015 年的 46.7%。此外，安徽、重庆、湖北、山东等中西部地区的风险投资业在近年来呈现出比较明显的增长态势。

从资金体量来看，2015 年，北京、江苏、广东、浙江、安徽的管理资本总量排在全国前五名，合计占比 82.3%。其中，江苏、浙江地区的风险投资机构体量较小，约 70% 的公司资金规模在 5 000 万到 5 亿元之间，而北京、广东地区的风险投资机构资金规模较大，40% 的机构资金规模在 5 亿元以上。

从资本来源的结构来看，内陆经济欠发达地区的风险投资来源主要以政府和国有独资机构为主，山西、内蒙、甘肃、黑龙江、河北等地风险投资中政府和国有独资的资金占比一直保持在50%以上。而北京、福建、浙江、江苏、广东、湖北等地的市场化程度较高，主要通过企业行为募集资金。

2.5　行业退出渠道日趋多元化，年均收益率为 20% ~ 30%

目前，中国风险投资的退出方式仍然以并购和公司股权回购为主，但随着中国资本市场的逐步完善，上市退出的比例整体呈上升态势，在近两年 IPO 市场暂停期间，并购交易表现活跃（见表 3）。据统计，2015 年共有 105 个项目通过 IPO 市场实现退出收益，占总退出数量的 15.51%，披露并购交易 210 项，占比 31.02%。此外，2015 年新三板市场的火爆，也促进了创投企业实现有效退出，全年有 69 个项目通过新三板挂牌进行交易，占比 9.45%。

从历年盈利表现来看，上市退出的投资收益约为投资总额的 5 倍，最高实现收益高达 9 倍；并购退出收益其次；在大部分情况下，股份回购未能实现收益。可见，行业投资收益主要由少数成功上市退出项目来弥补多数项目的损失。2015 年，由于受到上半年股票市场活跃等利好政策影响，上市退出收益较往年进一步提高，平均账目回报 7.8 倍，接近历史表现最好水平；全行业的项目退出收益率高达 260.2%。此外，整个行业投资退出步伐加速，项目投资时间明显缩短，平均投资退出时间仅为 3.92 年，整体行业年均收益率达到 32.4%。

3　中国促进风险投资发展的主要举措

中国政府高度重视风险投资的发展，自 1999 年国务院办公厅转发科技部等七部门联合出台《关于建立风险投资机制的若干意见》以来，各有关部门相继出台了支持风险投资发展的相关政策，涉及引导基金、监督管理、税收优惠、外商投资等，有

表 3　2003—2015 年中国风险投资的退出方式分布（%）

年份	上市	并购	回购	清算	其他（含新三板）
2003	5.40	40.40	36.30	14.90	3.00
2004	12.40	55.30	27.60	4.70	0.00
2005	11.90	44.40	33.30	10.40	0.00
2006	12.70	28.40	30.40	7.80	20.60
2007	24.20	29.00	27.40	5.60	13.70
2008	22.70	23.20	34.80	9.20	10.10
2009	25.30	33.00	35.30	6.30	0.00
2010	29.80	28.63	32.82	6.87	1.91
2011	29.40	29.97	32.28	3.17	5.19
2012	29.41	15.86	45.01	6.65	3.07
2013	24.33	23.75	44.83	4.60	2.49
2014	20.72	36.02	36.02	4.83	2.41
2015	15.51	31.02	37.52	6.50	9.45

效推动了中国风险投资事业的健康发展。2016 年调查显示，约有 18.1% 的创业风险投资机构享受到政府资金支持，23.1% 的创业风险投资机构享受到所得税减免政策优惠，30.3% 的创业风险投资机构在信息交流方面得到了政府支持，12.1% 的创业风险投资机构在人员培训方面得到了政府帮助。大体而言，政府促进风险投资发展的主要举措分为以下几个方面。

3.1　设立政府引导基金，引导带动行业发展

据年度统计调查显示，截至 2015 年底，国内共成立 395 支引导基金，引导基金累计出资 493.2 亿元，引导带动的创业风险投资管理资金规模达到 2 280.9 亿元。

从中央层面来看，2015 年国家对政府基金进行了整合：（1）科技部主导的“国家科技成果转化引导基金”。2015 年，科技成果转化引导基金已设立三支子基金，引导基金出资 10 亿元，三支基金总规模达到 42 亿。（2）发改委主导的“国家新兴产业创业投资引导基金”。该基金助力创业创新和产业升级，吸引有实力的企业、大型金融机构等社会、民间资本参与，预计形成总规模 400 亿元的新兴产业创投引导基金。（3）工信部主导的“国家中小企业发展基金”。2015 年，中小企业发展基金已设立一支子基金，基金总规模 60 亿元，政府出资 15 亿元[7]。预计形成总规模 600 亿的基金。引导基金多采取市场化运作方式，重点投资于种子期、成长期的科技型中小企业，已经成为政府推动风险投资发展的重要手段。

3.2　制定相关税收优惠政策

中国目前针对股权投资的税收优惠政策主要集中在以下两方面：一是针对创业投资企业的投资额 70% 税前扣除优惠。2009 年 4 月，《国家税务总局关于实施创业投资企业所得税优惠问题的通知》（国税发〔2009〕87 号）中明确规定，创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业两年以上的，可以按照其投资额的 70% 在股权持有满两年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得税额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。二是针对上市公司股权转让免税优惠和股息收入减半纳税[8]。2014 年 12 月，国家税务总局发布《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》，明确了个人转让股权的税收征收政策。

在地方层面，各地纷纷实践，大胆探索。2012 年苏州工业园区开展了有限合伙制创业投资企业法人合伙人企业所得税政策试点工作[①]。2013 年 9 月，中关村也纳入到此项试点范围[②]。此外，在个人所得税上，《关于中关村国家自主创新示范区企业转增股本个人所得税试点政策的通知》中，对中关村中小高新技术企业以未分配利润、盈余公积、资本公积向个人股东转增股本有关个人所得税，可最长不超过五年分期缴纳，有利于促进企业进行股权投资等创新活动。在天使投资税收优惠方面，地方进行了有效的探索实践，如《江苏省关于鼓励和引导天使投资支持科技型中小企业发展的意见》中明确了对天使投资发展的税收扶持。

3.3　营造有利于风险投资发展的政策环境

近年来，中央及地方出台了一系列政策措施支持风险投资发展。总体上，政府对创投机构的直接支持在减少，间接服务在不断完善，政策投资环境逐年向好，政府政策着力点主要体现在以下方面。

一是促进风险投资行业规范与自律。如 2005 年，发改委、科技部等十部委联合发布《创业投资企业管理暂行办法》；2008 年，发改委、财政部、商务部联合发布《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》；2009 年，商务部发布《关于外商投资创业投资企业创业投资管理企业审批有关事项的通知》；发改委发布《关于加强创业投资企业备案管理严格规范创业投资企业募资行为的通知》；2011 年，科技部、财政部等八部委联合发布《关于促进科技和金融结合加快实施自主创新战略的若干意见》；2014 年，证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》，发改委发布《关于进一步做好支持创业投资企业发展相关工作的通知》等，对包含风险投资在内的私募股权投资企业，从备案监管、投资行为、审批权限、信息披露等方面进行了规范；2016 年，国务院印发《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，为创投业的发展进一步指明了方向。

二是促进资本市场健康发展。如 2009 年，证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》；2013 年，推出全国中小企业股份转让系统；2014 年，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》明确提出要建立健全私募发行制度，发展私募投资基金，壮大专业机构投资者，促进资本市场健康发展等。

三是促进创新创业发展环境建设。如 2014 年，《国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》提出要进一步促进私募股权和创投基金发展，逐步扩大各类长期资金投资资本市场的范围和规模，按照国家税收法律及有关规定，对各类长期投资资金予以税收优惠。2015 年，《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》提出要完善创业投融资机制、丰富创新创业活动和营造创新创业文化氛围。

4　主要障碍及展望

2000 年以来，中国风险投资发展迅猛，风险投资的组织与运营模式不断丰富，已成为名副其实的风险投资大国。在风险投资的快速发展与扩张中，也必然会面临一些问题，下面结合行业发展趋势，浅析几点不足及建议。

4.1　中国政府引导基金运营效率和市场化水平有待提升

目前，从国家发改委、科技部到各地发改委、经信委、开发区，层层设立的引导资金无疑在促进行业发展中发挥了很重要的作用。据调研，中小企业创投引导基金在一定程度上缓解了创投机构的融资问题，有利于引导投资方向，财政资金的引导放大作用超过 6 倍。但引导基金在设立与发展中，也暴露出一些问题：一是资金使用往往带有很强的地方政策性色彩，运作效率较低。如地方政府要求与其合作投资的创业投资企业的管理团队在不同地方均设立管理公司，投资范围仅限于本地等，出现“择地不择优”的现象，不利于吸引和培养优秀的投资

① 相关政策见《财政部 国家税务总局关于苏州工业园区有限合伙制创业投资企业法人合伙人企业所得税试点政策的通知》（财税〔2012〕67 号）。

② 相关政策见财政部、国家税务总局发布《关于中关村国家自主创新示范区有限合伙制创业投资企业法人合伙人企业所得税试点政策的通知》（财税〔2013〕71 号）。

管理机构。二是引导基金的市场化运作机制尚不完善。目前中国设立的政府引导基金的管理模式主要分为两种，委托给公司或事业单位。部分委托给公司的政府引导基金强调了以“市场化运作，政府引导”为基本原则，但在实践过程中，多数引导基金的市场化运作机制并不完善，依旧沿用传统的国有资产管理方式，各个地区的地方引导基金受到了主管部门管理运作水平和专业能力等各方面的制约，效果参差不齐，与市场化的引导存在较大的差距。另一部分委托给事业单位的引导基金，仍然采用财政拨款的方式，按照国有资产“收支两条线”的方式管理，这使得引导基金不能按照市场化的规律运行，每次批复的基金审批时间长达半年左右，在很大程度上影响了基金运行效率。此外，引导基金的资金回流方式采用的是低息贷款的方式，尽管在一定程度上减少了企业融资成本，但对于引导基金本身而言，不能形成稳定的资金池，难以形成供血机制，不利于引导基金的长期发展。三是寻租问题显现，引导基金监管待补位。政府如何防止政府引导基金成为部分管理人员的寻租工具成为重中之重，严格、全面的监管与审批制度亟待补位。建议借鉴国际经验，按照政府引导、市场运作的原则，引入“同股同权”“利益共享”分配机制，形成风险投资基金的滚动式发展之势。

4.2 尚未建立起符合国有创投运作规律的相关制度

近年来，为规避制度造成的发展障碍，越来越多的国有创投机构开始寻求新的出路，纷纷完成“民营化”的改造，据统计，截至 2015 年底，政府与国有独资合计占比降至 35.3%，国有创投发展的深层次隐忧日渐突出。国有创投从创建之初，就肩负着弥补中国创业资本市场失灵、抚育科技型中小企业、促进高新技术产业发展、培育新兴产业的重要使命，是推进中国高新技术产业化的中坚力量 [9]。然而迄今为止，中国尚未建立符合创业投资运作规律的国有创投资本管理制度和政策体系，把国有创投等同于一般经营性国有资本的做法，不符合创业投资行业的运行规律 [9]，从根本上制约了国有创投的发展。建议结合国企分类改革要求，制定符合创业投资运作规律的相关管理办法，促进国有创投发展。

4.3 天使投资的发展远不足以支撑新兴产业创业发展

近年来，中国天使投资发展迅猛，但天使投资基金的总量不足风险投资基金的 2%，与美国相比，更有显著差距。以美国硅谷与中国中关村对比来看，近三年，硅谷公开披露的天使投资的首轮投资额逐年增多，2012 年为 7.26 亿美元，2014 年前三季度达到 10.28 亿美元，其投资额约占加利福尼亚州天使投资额的 50%。而中国中关村地区，尽管天使投资市场约占全国的 50%，但 2014 年上半年投资金额仅在 5 亿元左右，据粗略估算，其市场投资额大约为硅谷地区的 5%。相比而言，硅谷地区 2012 年专利注册数为 1.50 万项（占加州地区的 46.9%，占全美的 12.4%）[10]，而中关村地区 2012 年专利授权数为 2.26 万件（占北京市的 44.8%）[11]。可见，中国天使投资的发展还远不足以支撑现有的新兴产业创业，大量的优质科技资源仍有待天使投资的开发与抚育 [10]。建议进一步扩大天使投资基金规模，扩宽资金来源渠道，增加杠杆比例。

4.4 相关税收优惠政策有待完善

目前，中国风险投资的相关税收政策仍然有待进一步完善，主要表现在：一是现行的风险投资 70% 税前扣除优惠享受门槛较高。政策优惠对象仅包括备案的风险投资公司，且投资对象必须为中小高新技术企业。因此，有限合伙创投企业、未备案的创投企业和其他有相同投资行为的个人投资者都不在受惠范围之列，尚未取得高新技术企业认定的科技型中小企业也不在符合条件的投资范围之内 [8]。二是有限合伙创投合伙人所得税政策有失公平，有限合伙企业股权投资分红重复征税。三是非公开市场股权转让损失及投资损失认定困难，导致税前无法抵扣。四是有限责任公司企业资本公积转增股本需缴纳个人所得税不合理。建议进一步降低创投企业享受税收优惠条件的标准，扩大投资对象范围。对股权转让损失，允许采用专项申报的方式给予一定比例税前扣除。明确有限合伙企业法人合伙人从有限合伙风险投资企业处取得的股息红利可以免税。对有限责任公司的小微企业资本公积转增股本股东免缴个人所得税。■

致谢：感谢创业风险投资调查组成员郭戎、张明喜、李希义、付剑峰、魏世杰、薛薇等人及匿名审稿人的宝贵意见。

参考文献：

[1] 陈友忠，刘曼红，廖俊霞 . 中国创投 20 年 [M]. 北京：中国发展出版社，2011：15-18.

[2] 王元，梁桂，房汉廷等 . 中国创业风险投资发展报告（2006）[M]. 北京：经济管理出版社，2006：1-4.

[3] 王元，张晓原，赵明鹏等 . 中国创业风险投资发展报告（2012）[M]. 北京：经济管理出版社，2012：I-III.

[4] 王元，张晓原，赵明鹏等 . 中国创业风险投资发展报告（2011）[M]. 北京：经济管理出版社，2011：III.

[5] Thomson Reuters. 2016 National Venture Capital Association Yearbook. (2016-03). http://nvca.org/research/stats-studies/

[6] Europe Venture Capital Association. 2015 European Private Equity Activity. (2016-03). http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/

[7] 张俊芳、张明喜 . 2015 年中国创投业发展的特征与形势分析 [R]. 科技部战略研究院，2016.

[8] 薛薇、魏世杰 . 借鉴国际经验，完善中国风险投资税收政策 [R]. 科技部战略研究院，2015.

[9] 张俊芳 . 创业板市场国有股转持政策对国有创投机构的影响 [R]. 科技部战略研究院，2009.

[10] 张俊芳、魏世杰、薛薇 . 国外天使投资发展及其对我国的启示 [J]. 全球科技经济瞭望，2016，31（5）：40-46.

[11] 中关村创新发展研究院 . 中关村指数 2013. (2016-03). http://bbs.pinggu.org/thread-3342007-1-1.html

The Evolution, Status and Prospect of China's Venture Capital

ZHANG Jun-fang, GUO Rong

(Chinese Academy of Science and Technology for Development, Beijing 100038)

Abstract: Venture capital plays an important role in the construction of national innovation system. This paper reviews the development of China's venture capital and the periodic characteristics, summarizes the main characteristics and trend of the China's venture investment development in recent years by way of analyzing the annual statistical survey data. At the same time, it summarizes the main measures for supporting the development of venture capital industry from the central and local government, and on this basis, it discusses that China's venture capital industry development still needs to focus on the government guidance fund efficiency, angel investment development, the state-owned venture capital system, and relevant preferential measures in the future.

Key words: venture capital; guidance fund; preferential taxation