

中国风险投资发展的特征与形势分析

张俊芳, 张明喜

(中国科学技术发展战略研究院, 北京 100038)

摘 要: 2016 年, 科技部、商务部、国家开发银行等部门联合开展了第 14 次“全国创业风险投资机构统计调查”。本文基于统计调查数据, 从总量上对比了中国与美国、欧洲的风险投资发展情况, 总结了 2015 年以来中国风险投资发展的主要特征与趋势, 分析了目前行业发展所面临的困难, 并提出了相应的政策建议。

关键词: 中国风险投资; 科技金融; 金融改革; 创投业

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **DOI:** 10.3772/j.issn.1009-8623.2017.02.005

风险投资(又称创业投资)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着重要作用^[1], 逐步形成了具有中国特色的发展模式, 成为建设创新型国家的重要推动力量。本文结合 2016 年最新的统计调查数据, 对中国风险投资行业年度发展的现状、特点及发展趋势进行了初步研究。

1 中国风险投资发展的总体情况

2015 年对中国风险投资业而言是不平凡的一年。2015 年上半年, 中国股票市场如火如荼, 新三板市场挂牌加速推进, 极大地激发了风险投资的热情, 风险投资行业表现异常活跃。然而, 2015 年下半年, 市场急转直下, 股票市场大跌, IPO 暂停, 风险投资企业挂牌新三板被叫停, 将风险投资业视同证券基金业加强监管。热度高涨的市场一时间陷入困境。但总体而言, 整个创投行业在募资、投资、退出方面仍然出现了不同程度的增长。

截至 2015 年底, 中国各类风险投资机构已达 1 775 家, 较 2014 年增加 224 家, 增长 14.4%。其

中, 风险投资基金 1 311 家, 较 2014 年增加 144 家, 增幅 12.3%; 风险投资管理企业 464 家, 较 2014 年增加 80 家, 增幅 20.8%(见表 1 和图 1)。相比而言, 同期美国风险投资机构 2 022 家, 其中风险投资基金 1 224 家^[2]; 欧洲风险投资机构约 500 家^[3]。

2015 年, 中国风险投资管理资本总量达到了 6 653.3 亿元, 占 GDP 总量的 0.96%; 较 2014 年增加 1 420.9 亿元, 增幅为 27.2%; 基金平均管理资本规模为 4.66 亿元, 较 2014 年略有提高(见表 2 和图 2); 其中, 最大母基金管理的子基金数达 35 家; 管理资金规模达 400 亿元。相比而言, 同期美国风险投资管理资本总额为 1 653 亿美元, 占 GDP 总量的 0.96%^[2]; 欧洲风险投资机构基金管理资本总额约为 550 亿欧元^[3]。可见, 中国创业风险投资在行业规模上仅次于美国, 已经成为名符其实的风险投资大国。

但从投资方面而言, 2015 年中国风险投资机构披露当年投资企业 3 423 家, 投资金额 465.6 亿元, 占全国 GDP 总量的 0.063%; 相比而言, 美国当年投资企业 4 497 家, 投资金额 591 亿美元^[2],

第一作者简介: 张俊芳(1978—), 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)。

收稿日期: 2017-02-08

表 1 中国风险投资机构总量和增量（2006—2015 年）

年份	现存风险投资机构 (家)	其中的风险投资基金 (家)	其中的风险投资管理机构 (家)	风险投资机构增长率(%)
2006	345	312	33	8.2
2007	383	331	52	11.0
2008	464	410	54	21.1
2009	576	495	81	24.1
2010	867	720	147	50.5
2011	1 096	860	236	26.4
2012	1 183	942	241	7.9
2013	1 408	1 095	313	19.0
2014	1 551	1 167	384	10.2
2015	1 775	1 311	464	14.4

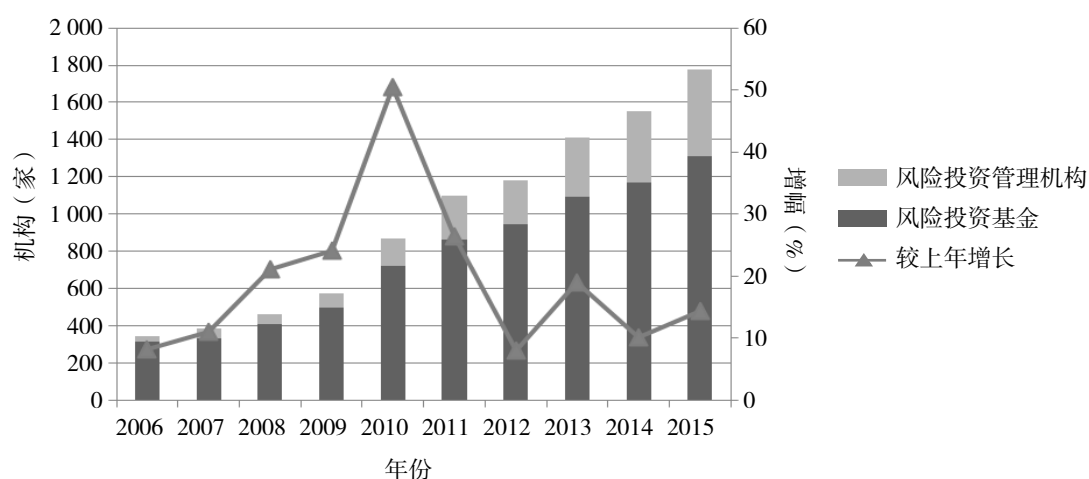


图 1 中国风险投资机构总量和增量（2006—2015 年）

资料来源：中国创业风险投资 2015 年度统计数据。

占 GDP 总量的 0.34%；欧洲共有 2 836 家企业获得了风险投资资助，投资金额 38 亿欧元，整个欧洲风险投资占 GDP 的比重为 0.025%，欧洲排名第一的丹麦风险投资占 GDP 比重达到 0.109%^[3]。可见，中国的风险投资还有进一步发展的空间。

2 创投业发展的主要特点

2.1 募集资金总量不断攀升，政府及国有资本仍占重要地位

2015 年上半年，资本市场的如火如荼极大刺

激了创投业的发展，全年披露新募基金 197 家，较上年增长 16.6%；行业新增资本募集总量 1 420.9 亿元，其中新募基金募集资本总量 262.1 亿元。从行业总体募集资金来源看，仍以各类非上市公司资金为主体，占比 53.9%，上市公司资金仅占 2.5%。按照资金来源所有制性质划分，政府及国有资金占比 35.3%，较 2014 年上升 3.9 个百分点；个人投资占比 12.0%，较 2014 年略有下降；民营及混合所有制企业资金占比 19.6%，外资企业占比 2.2%，此外，社保基金开始进入创投领域。

表 2 中国风险管理资本总额 (2006—2015 年)

年份	管理资本总额 (亿元)	较上年增长 (%)	基金平均管理资本规模 (亿元)	管理资本占 GDP 份额 (%)
2006	663.8	5.1	2.13	0.30
2007	1 112.9	67.7	3.36	0.42
2008	1 455.7	30.8	3.55	0.46
2009	1 605.1	10.3	3.24	0.46
2010	2 406.6	49.9	3.34	0.59
2011	3 198.0	32.9	3.72	0.66
2012	3 312.9	3.6	3.52	0.62
2013	3 573.9	7.9	3.26	0.61
2014	5 232.4	31.7	4.48	0.82
2015	6 653.3	27.2	4.66	0.96

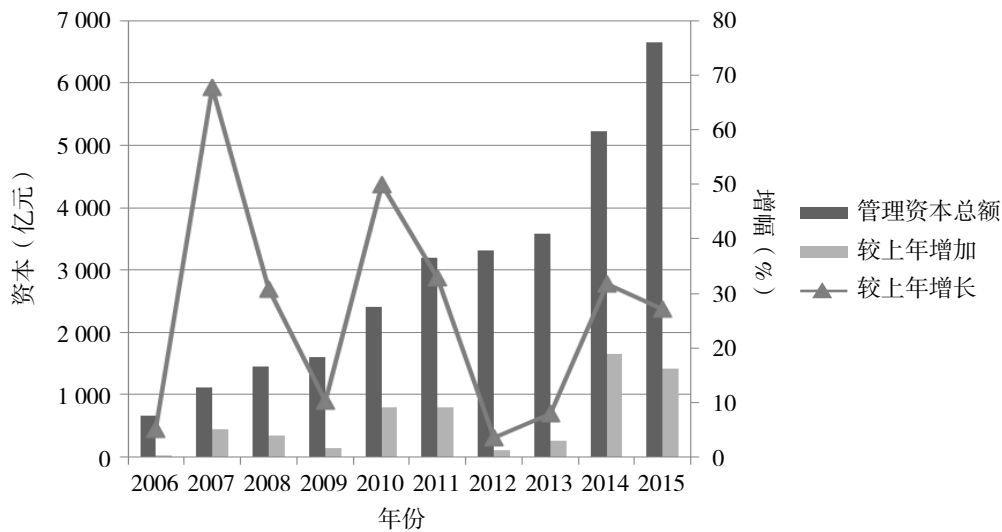


图 2 中国风险投资管理资本总额 (2006—2015 年)

资料来源: 中国创业风险投资 2015 年度统计数据。

按照资金的金融属性划分, 银行、保险、证券等金融机构资本合计占比 2.8%, 较 2014 年略有上升; 其他金融资本占比 28.6%, 如图 3 所示。

2.2 高新技术企业仍是投资的主战场, 互联网等行业备受青睐

截至 2015 年底, 全国风险投资机构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为 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%。

按投资行业细类划分, 2015 年中国风险投资年度投资项目主要集中在网络产业、软件产业、IT 服务业、通信设备、其他产业等行业, 这些行业集中了当年 40.5% 的项目。此外, 网络产业、金融保险业等增幅较大, 成为新一轮投资热点; 新能源、生物医药产业一直保持了较高的投资热情^[4], 见表 3。

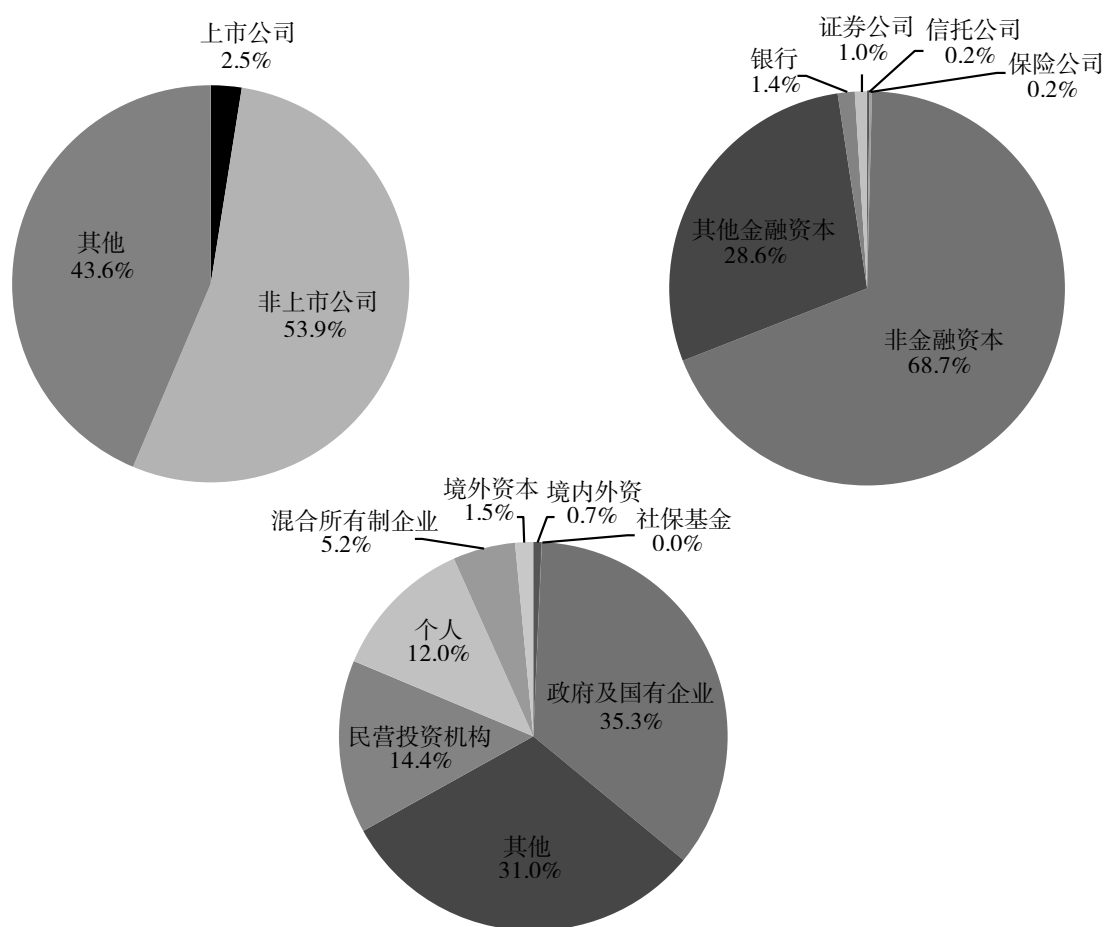


图3 资金来源构成（按不同分类方式）

资料来源：中国创业风险投资 2015 年度统计数据。

2.3 投资阶段仍以早前期项目为主，投资日趋理性

2015 年，中国风险投资机构仍然倾向于早前期阶段的项目投资，尽管对种子期和起步期的投资项目占比较上年略有下降，分别为 18.2% 和 35.6%，但合计占比仍然超过半数，占到 53.8%；其中，对种子期项目的投资金额明显上升，达到 8.1%，单笔种子期投资金额出现了较大幅度增长；种子期和起步期的投资金额合计占比达到 29.6%，与上年基本持平（见表 4）。

就投资轮次而言，2015 年，中国风险投资机构仍以首轮投资为主导，首轮投资和后续投资项目分别占 62.7% 和 37.3%，但首轮投资的比例自 2010 年以后逐年下滑，这在一定程度上表明，投资日趋理性与谨慎。相比而言，美国历年的首轮投

资在 10% ~ 20%，2015 年首轮投资仅占 15.5%^[2]，绝大部分投资为后续投资。

2.4 地区集聚效应明显，内陆部分地区增长较快

整体看，中国风险投资的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，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、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，山东、重庆、安徽、湖南、湖北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（见图 4）。

表 3 中国创业风险投资主要行业分布: 投资金额与投资项目占比 (2014—2015 年)

投资行业	2014 年 (%)		2015 年 (%)	
	投资金额	投资项目	投资金额	投资项目
网络产业	4.0	8.9	5.1	10.6
软件产业	7.4	9.4	7.5	7.4
IT 服务业	3.0	5.7	3.0	5.8
通信设备	13.8	8.3	18.6	5.8
新材料工业	3.7	5.9	5.7	5.5
其他制造业	3.3	4.1	3.7	5.3
金融保险业	2.9	3.6	5.7	5.2
传统制造业	7.6	5.0	3.8	4.4
传播与文化艺术	5.4	3.8	5.5	4.3
新能源、高效节能技术	2.9	4.2	3.0	4.2
医药保健	7.4	5.3	5.4	4.1
其他行业	8.5	8.1	10.4	10.9

资料来源: 中国创业风险投资 2015 年度统计数据, 有效样本数为 2 591 份。

表 4 中国风险投资项目所处阶段分布: 投资金额与投资项目占比 (2014—2015 年)

投资阶段	2014 年 (%)		2015 年 (%)	
	投资金额	投资项目	投资金额	投资项目
种子期	5.6	20.8	8.1	18.2
起步期	25.2	36.6	21.5	35.6
成长 (扩张) 期	59.0	35.9	54.4	40.1
成熟 (过渡) 期	10.1	6.5	15.2	5.4
重建期	0.1	0.3	0.7	0.7

资料来源: 中国创业风险投资 2015 年度统计数据, 有效样本数为 2 568 份。

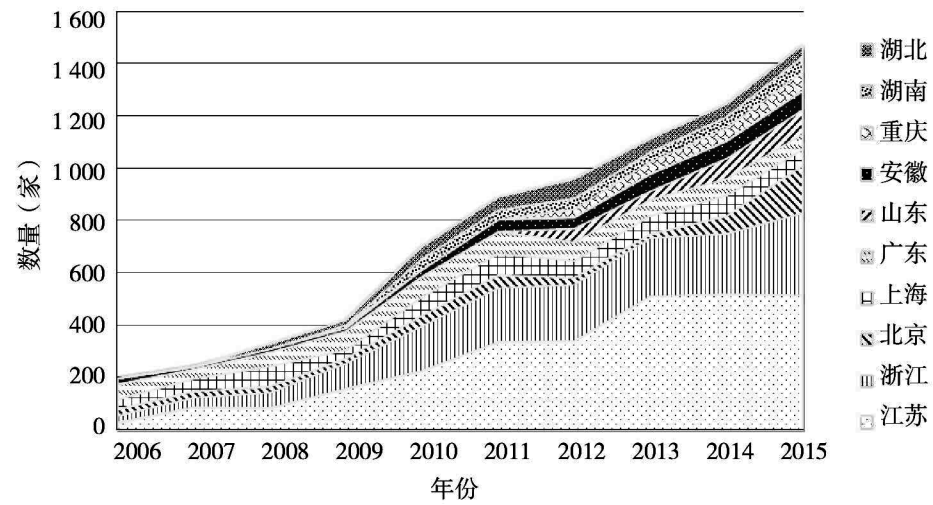


图 4 中国风险投资机构的主要地区分布 (2006—2015 年)

资料来源: 中国创业风险投资 2015 年度统计数据。

从资金体量看,2015年,北京、江苏、广东、浙江、安徽的管理资本总量位居全国前五名,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5000万到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。

2.5 IPO退出受到较大影响,行业平均收益率大幅提升

统计显示,2015年全年共披露了677笔退出交易。按退出渠道划分,风险投资企业中共有105个项目通过IPO方式退出,较2014年略有提升,但相对占比大幅回落,仅占15.51%,这主要源于2015年下半年市场IPO的暂停;相对而言,并购交易有所提升,尽管占比下降到31.02%,但项目数上升到210项;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%,退出的总体环境向好(见图5)。

从2015年退出项目收益情况来看,由于受到2015年上半年股票市场活跃等利好政策影响,上市退出收益率较往年进一步提高,达到779.27%,即平均账目回报7.8倍,接近历史表现最好水平^[3];通过并购退出的项目收益率出现大幅度提高,收益率达135.55%;回购股份也有好的表现,实现了19.01%的盈利水平;新三板市场的快速发展也为部分项目退出提供了良好的通道,实现了16.86%的收益水平;全行业的项目退出收益率高达260.18%。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32.39%,见表5。

3 行业发展态势分析

3.1 政策层面总体向好,引导基金加速调整

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。2016年的调查显示,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

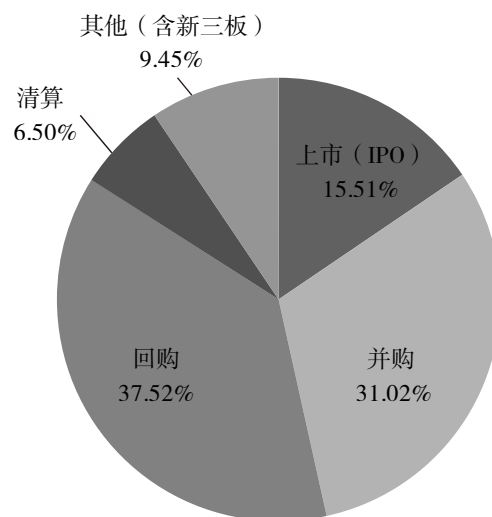


图5 中国风险投资的退出方式（2015年）

资料来源：中国创业风险投资2015年度统计数据。

方面得到了政府帮助。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。

近年来,为响应“双创”号召,国家和地方引导基金政策纷纷出台,引导基金的数量和规模都呈现出爆发式增长。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2280.9亿元。

从中央层面来看,2015年国家政府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,国家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”。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和民间资本参与,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,预计形成总规模600亿元的基金。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。

表 5 中国风险投资退出的投资收益率 (2006—2015 年)

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
总体收益率 (%)	56.62	77.12	240.36	144.89	221.87	193.71	196.35	117.7	123.04	260.18
年均收益率 (%)	4.66	4.32	32.68	19.33	37.82	45.62	44.01	13.85	23.46	32.39

资料来源: 中国创业风险投资 2015 年度统计数据, 有效样本 2 211 份。

3.2 募资、退出渠道逐步放宽, 股权众筹等新兴融资模式不断涌现

2012 年以来, 随着监管部门针对资产管理市场出台了一系列政策, 券商、基金、保险等金融机构开始纷纷进入资产管理市场, 为创投企业的资金募集打开了更多通道。另外, 中国资本市场不断完善, 特别是 2015 年以来新三板市场的快速扩容, 进一步拓宽了风险投资企业的退出渠道, 也迎来了“中概股”的回归潮。据不完全统计, 截至 2015 年底, 新三板挂牌企业已超过 5 000 家, 其中超过 10% 的企业获得过风险投资资本。此外, 众筹模式等新兴融资手段的出现, 也为风险投资拓宽了资本融资渠道, 增加了新的融资方式。截至 2015 年底, 中国股权众筹平台数已有 141 家, 其中 2014 和 2015 年上线的平台数分别有 50 家和 84 家, 占全部股权众筹平台数的 35.5% 和 59.6%^[5]。

2014 年, 美国创投协会开展了全球创投信心指数调查, 回收了来自全球 24 个国家的 331 份调查问卷。调查结果显示, 对政府扶持风险投资发展的信心指数, 中国排名全球第 2, 仅次于印度; 对国家进行投资的信心指数, 中国排名全球第 7^[6]。

3.3 行业变革加剧, 出现新的投资商业模式

2015 年以来, 融资需求剧增, 大批基金合伙人纷纷自立门户, 加快了风险投资改革的步伐。如 2015 年 IDG 资本合伙人李丰和林中华设立峰瑞资本, 尝试用一种新的模式, 通过降低合伙人投资门槛、设计“管理费”对赌条款、打破原有的项目收费模式, 建立了包含创业者、有限合伙人 (LP)

以及项目搜寻的平台, 推动了创投行业新模式的出现^[7]。此后, 熊猫资本、分享投资等机构也采取了类似措施 (或机制设计), 带动了风险投资行业的变革。

3.4 行业发展趋于理性, 投资者信心指数总体向好

2015 年创投调查显示, “新能源、高效节能技术”“医药保健”和“新材料工业”成为 2016 年“机构未来一年最看好的投资领域”, 分别占比 12.5%、10.4% 和 9.7%, 而网络产业以 8.6% 的比重排在“生物科技”和“环保工程”之后。可见, 在 2015 年互联网金融负面事件频频曝光后, 包括创业风险投资机构在内的投资者和消费者对网络产业的态度逐渐趋于理性。

对于 2016 年的投资前景, 1 279 家中国创业风险投资机构整体上给出了相对乐观的预测。有 53.0% 的机构看好 2016 年的投资前景, 其中“非常好”和“好”的比例分别为 3.7% 和 49.3%; 但是与上年相比, 持乐观态度的机构占比下降较为明显。

4 面临的主要困境及建议

4.1 将风险投资基金视为证券投资基金管理, 存在监管过度、多头监管等问题

2014 年以来, 为防范金融风险, 有关方面对证券基金业实施了一系列“新政”, 加强了对证券基金业的监管。然而, 2015 年以来, 有关方面将风险投资业视同证券基金业纳入“新政”加强监管的范围, 如从业人员必须参加基金从业资格考试, 不备案就不能进行 IPO、并购和新三板挂牌, 作为类金融企业暂停挂牌新三板等措施。此外, 行业监

管存在多头管理、职责不清、信息无法共享等现象，在业内引起了很大反响。事实上，风险投资与证券投资基金是两种截然不同的投资业态；风险投资属于长期投资，并具有增值服务能力。过度监管不仅会给创投行业造成投资效率的损失，而且可能扭曲风险投资行为，抹去风险投资的特点，对行业发展造成深远影响。

建议按照“分类监管、适度监管”原则，区别对待风险投资基金与证券投资基金，制定单独的监管办法；并从源头上建立信息共享机制，避免多头监管；同时，进一步加强资本市场制度改革，拓宽退出渠道。

4.2 存在重复征税、享受税收优惠门槛较高等现象

近年来，为扶持创投企业发展，制定了“投资于未上市的中小高新技术企业两年以上的，可按照投资额的70%在股权持有满两年的当年抵扣应纳税所得额”等优惠政策。然而，据调查，目前仍然存在一些问题：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，尚未取得高企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的税前扣除；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；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。

4.3 存在工商注册程序繁琐，部分地方禁止注册、强制评估等障碍

调研发现，由于各地工商局对创投企业的认识不足，创投企业在创立企业和经营实践中遭遇

到以下障碍：一是工商注册手续繁琐。由于对合伙制企业的认识不足，办理过程较为繁琐。此外，由于创投企业投资的大部分是小微企业，而这些小微企业在经营失败时大多不会走破产清算程序，导致工商注销手续无法完成，因而引起税收抵扣困难。二是受到市场上非法集资问题的影响，目前，部分地区禁止带有“创业投资”字样的合伙企业注册，给企业带来了很大困扰。三是风险投资机构的投资性质导致了内部股权变更和转让时有发生，且交易价格主要由买卖双方决定，但是目前大部分地区的工商、税务部门要求必须以评估机构的价格为准，明显增加了股权变更的交易成本和难度。

建议开设创投企业工商绿色通道，简化中小企业注销及破产认定程序，取消股权变更过程中的强制评估手续，提高创投企业注册及后续变更备案的效率。■

致谢：特别感谢全国创业风险投资调查分析组成员郭戎、李希义、魏世杰、付剑峰、薛薇、朱馨乐等人及匿名审稿人的宝贵意见。

参考文献：

- [1] Robin Feldman. Patent Demands & Startup Companies: The View from the Venture Capital Community [R]. UC Hastings Research Paper No. 75, 2013.
- [2] National Venture Capital Association. Yearbook 2016 [R]. Thomson Reuters, 2016.
- [3] Europe Venture Capital Association. 2015 European Private Equity Activity [R]. Invest Europe, 2016.
- [4] 王元，张晓原，张志宏，等. 中国创业风险投资发展报告（2015）[M]. 北京：经济管理出版社，2015：8-15.
- [5] 清科研究中心. 2016 股权众筹报告 [EB/OL]. (2016-03-22) [2016-03-24]. <http://www.admin5.com/article/20160322/653139.shtml>.
- [6] National Venture Capital Association. American Made 2.0 [R]. Stuart Anderson, 2016.
- [7] 投中研究院. 2015 年中国 VC/PE 市场十大事件 [R]. 投中研究院，2016.
- [8] 薛薇. 英国“风险投资计划”税收优惠制度及启示 [J]. 国际税收，2015（12）：50-54.

Analysis on Development Characteristics and Situation of China's Venture Capital

ZHANG Jun-fang, ZHANG Ming-xi

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

Abstract: The Ministry of Science and Technology, the Ministry of Commerce and China Development Bank have jointly conducted the fourteenth “Statistical Survey on the National Venture Capital Institutions” in 2016. Based on the investigation and statistics data, the paper compares the total amount of venture capital development in China with that in the United States and the Europe, and sums up the main characteristics of China's venture capital development and trend since 2015. It also analyzes the difficulties faced by the industry and puts forward some policy suggestions.

Key words: Chinese venture capital; science and technology finance; financial reform; venture capital industry

(上接第9页)

Countries Need National Strategies for the Internet of Things[R]. Washington DC and Brussels: Center for Data Innovation, 2015.

[12] Reillon Vincent. EU Innovation Policy—Part I: Building the EU Innovation Policy Mix[R]. Brussels: European Parliamentary Research Service, 2016.

Future Trend of EU Science and Technology Innovation Strategy: Analysis on 2015 Evaluation Report of EU Innovation Strategy

WANG Xiao-song

(Ministry of Science and Technology of China, Beijing 100862)

Abstract: This paper analyzes the major opportunities and challenges in the current EU innovation based on the 2015 Evaluation Report of EU Innovation Strategy, and provides an in-depth interpretation of the proposed EU's innovation strategy, reflecting the future of EU science and technology strategy and policies, which provides certain reference for deepening the scientific and technological innovation strategy and management system reform in China

Key words: EU; innovation strategy; evaluation report; open innovation 2.0 strategy