

中国创投发展的新态势、问题与建议

张俊芳

(中国科学技术发展战略研究院, 北京 100038)

摘要: 创业投资在国家创新体系建设中扮演着重要角色, 成为助推高技术企业发展的重要动力。本文结合科技部第16次全国创投专项调查数据, 分析了2017年我国创业投资行业发展的新态势, 调查了行业发展的景气; 同时, 结合相关调研情况, 针对如何克服行业面临的发展障碍提出了初步建议。

关键词: 创业投资; 引导基金; 科技金融

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **DOI:** 10.3772/j.issn.1009-8623.2018.09.003

近年来, 以创业投资(又称“风险投资”, 简称“创投”)为代表的私募股权投资取得了快速增长。据中国证券投资基金业协会备案数据显示, 截至2017年底, 全国已备案私募股权基金(含“创投”)66418支, 同比增长42.82%, 管理规模11.1万亿元^[1]。国家专项统计调查显示, 截至2017年底, 累计6174家机构(包括关停并转等注销机构)参加过创投调查^①。

2017年, IPO审核加速带动了创投基金的募集、投资和退出, 政府引导基金的进一步扩容引导了社会资金更多地流进创投基金和实体经济, 港股、美股的窗口期为具有国际视野的创投基金带来更大的机会, 整个中国创投行业呈现出良好的发展态势。无疑, 创投行业的快速发展, 已经成为破解中小企业“融资难”问题、加快金融供给侧结构性改革的重要手段。

1 2017年创投发展的新态势

结合统计分析, 2017年我国创投行业发展呈现出以下新态势。

1.1 总量持续增长, 增速略有下滑

2017年, 中国创投总量持续增长, 继续保持全球仅次于美国市场的发展规模^[2]。从机构数量而言, 活跃的创投机构数达到2296家, 较上年增长12.3%。其中, 创业投资基金1589家, 增幅11.8%; 创业投资管理机构707家, 增幅13.3%(见图1)。

从资金规模来看, 2017年, 全国创投管理资本总量达到8872.5亿元, 较2016年增加595.4亿元, 增幅为7.2%, 较前两年明显放缓(见图2)。此外, 基金两极分化的“杠铃”现象进一步显现^②, 管理资本规模超过5亿元的机构虽然仅占10.2%, 但掌握了72.1%的管理资本总量。

作者简介: 张俊芳(1978—), 女, 管理学博士, 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: 科技部战略研究专项“适应创新驱动发展的投融资体系研究”(ZLY201607); 北京市软科学计划研究项目“外资在京开展创业投资的现状及政策研究”(Z181100007218002)。

收稿日期: 2018-08-23

① 从2002年起, 科技部联合商务部、国家开发银行等部门启动全国创业投资调查工作; 2018年, 调查工作组按照国家统计局要求(国统制[2017]4号), 组织全国36个省(市、自治区)、70个调查实施机构和141名调查员进行网上填报。调查工作严格按照国家统计局要求组织落实, 是目前我国创投行业“唯一”官方的全样本专项统计调查。

② 两极分化现象是各国发展的共同特征, 如2017年美国创投统计数据显示, 管理资金超过10亿美元的机构数量, 从2016年的68家增加到83家, 占比8.6%; 管理资金小于2500万美元的机构数量, 从2016年的241家增加到2017年的427家, 占当年比重的44%。

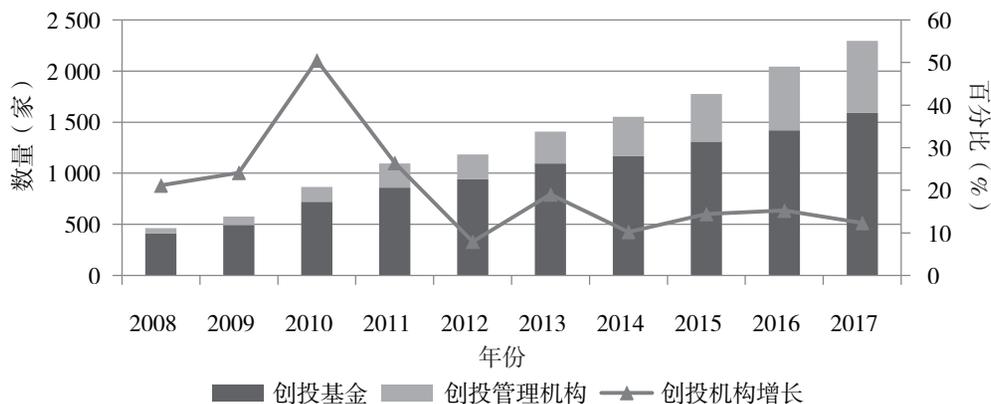


图1 中国创投机构总量、增量（2008—2017年）

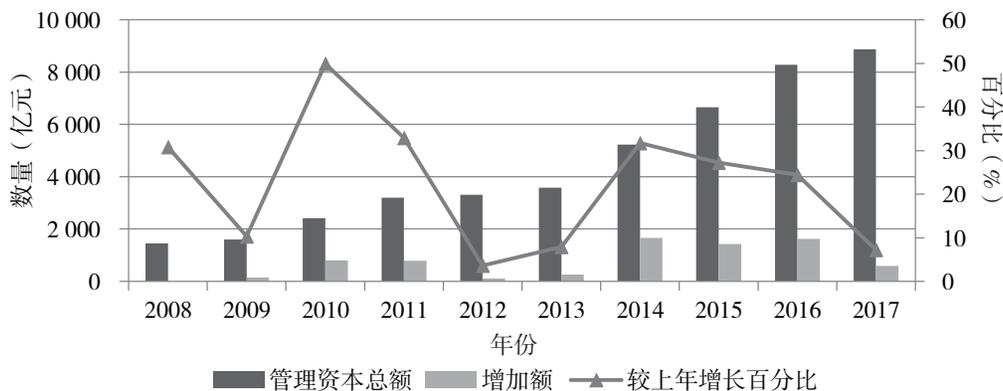


图2 中国创业投资管理资本总额（2008—2017年）

1.2 基金形态日益多元化，母基金^①成为重要的参与主体

近年来，创投机构的表现形式日益丰富，越来越多的创投基金通过委托创投管理机构进行专业化管理，或是通过母子基金进行层级管理。2017年的统计显示，母基金已经成为重要的创投参与主体，共有79家创投机构以母基金的组织形式存在，占比3.44%，包括51家创投基金和28家创投管理机构；管理资本规模达到503.7亿元，占比5.7%。其中，最大母基金管理资本总量达到241亿元，投资的子基金数量达到58家。此外，公司创投^②与天使投资等形态的创投机构也快速增长。

1.3 资金募集渠道不断丰富，政府引导基金与高净值人群^③占比快速增长

按照资金来源的机构性质进行划分，2017年创投资本构成中，政府引导基金出资占比7.28%，其他政府财政资金出资占比6.29%，国有独资投资机构出资占比12.47%，三者合计占比26.04%；高净值个人投资占比9.73%，上升了2.65个百分点；此外，外资企业占比3.38%，社保基金占比0.04%（见图3）。

按照资金来源的金融属性进行划分，银行、保险、证券等金融机构资本合计占比11.99%，较2016年大幅增长5.81个百分点。其中，银行资本

① 母基金（Fund of Funds, FoFs）并不直接投资股票或债券，是一种专门投资于其他投资基金的基金。政府引导基金可以以母基金的形式出现，也可以是表现为与其他基金进行合伙或直投等。

② 又称“公司内部创投”，指金融中介机构或非金融机构的企业向初创型企业进行股权或股权挂钩型投资。近年来，公司创投已成为创投领域的一个重要形式，区别于独立的创投投资机构，以及公司内部投资行为。

③ 高净值人群一般指资产净值在600万元人民币（100万美元）资产以上的个人，他们也是金融资产和投资性房产等可投资资产较高的社会群体。

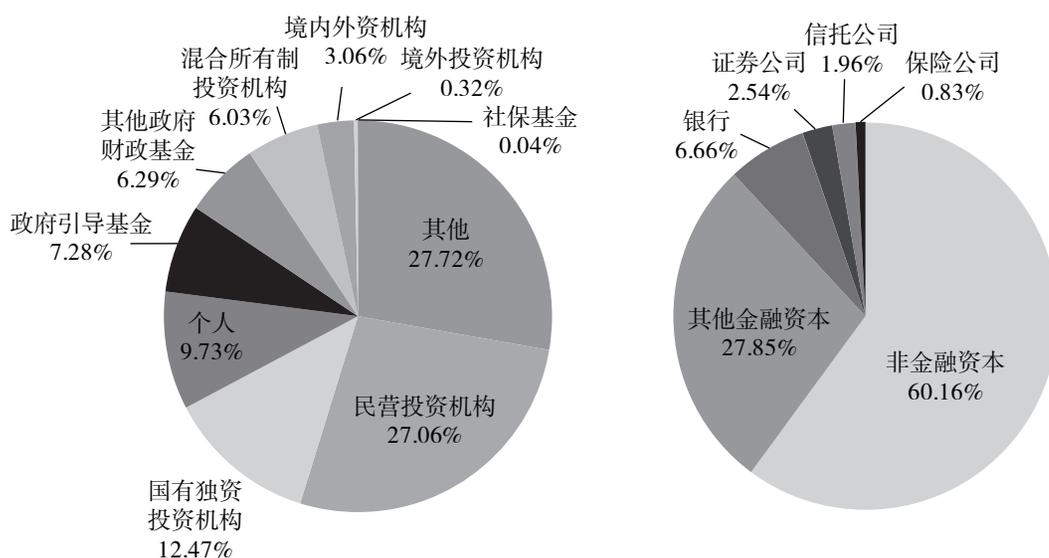


图3 中国创业投资资本来源（2017年）

较上年大幅上升；其他金融资本占比 27.85%，较去年上升 5.3 个百分点；主要资金仍来源于非金融资本，占比 60.16%（见图 3）。

1.4 累计投资突破 2 万家，扶持了一批“独角兽”企业

据统计，截至 2017 年底，全国创投机构累计投资项目数达到 20 674 项，累计投资金额 4 110.2 亿元。其中，2017 年当年披露投资项目 2 687 项，投资金额 845.3 亿元，平均投资额为 3 145 万元/项，较 2016 年大幅增加。

创业投资的发展成功助推了一大批高新技术企业成长。统计显示，截至 2017 年底，创投机构投资的高新技术企业(项目)达到 8 851 家(项)，投资金额 1 627.3 亿元，分别占比 42.8% 和 39.6%。其中，2017 年投资的高新技术企业(项目)825 家(项)，较 2016 年增加 30.1%；投资金额 153.8 亿元，增幅 67.0%。投资于科技型中小企业(项目)858 家(项)，投资金额 97.5 亿元。据独角兽俱乐部盘点^[3]，2017 年度国内入围的 124 家独角兽公司背后共有 200 多家机构投资，其中不乏红杉资本^①、IDG 资本^②、启明创投^③等创投机构的身影。

① 投资独角兽企业 32 家。

② 投资独角兽企业 24 家。

③ 投资独角兽企业 18 家。

④ 由于投资热点变化，软件信息服务业的投资项目占比由 2016 年的 26.65% 下滑到 2017 年的 18.27%。

⑤ 由于按照热点板块进行行业划分没有固定规则，因此仅对部分关注热点板块进行了细分，将大部分行业板块纳入“其他”。

1.5 为经济高质量发展赋能，引领物联网、绿色经济、人工智能等前沿领域

按传统行业划分，2017 年中国创业投资行业的投资项目主要集中在软件和信息服务业（18.27%）、新能源和环保（11.61%）、生物医药（11.38%）、其他行业（10.44%）等领域。其中，软件和信息服务业的投资金额出现大幅下降，占比由 2016 年的 47.55% 缩减到 7.11%^④。

值得一提的是，由于近年来新技术的出现，产业不断融合，传统的行业划分已很难适应新形势发展需要。比如，金融科技可能归于网络产业，也可能归于金融保险行业，而人工智能则可能分布于多个行业内。因此，2017 年增加了对热门行业板块的统计。从统计结果来看，除其他板块^⑤以外，2017 年中国创投的热点主要分布在物联网与大数据、绿色经济、人工智能、金融科技等领域，引领科技发展的前沿领域（见图 4）。

1.6 区域发展不平衡加速，创投向北上广等科技资源相对丰富地区聚集

地区集聚效应一直是各国创投发展的主要特征。创投主要以高新技术企业为投资目标，因此科技资源发达的地区大多也具备丰富的创投资源。

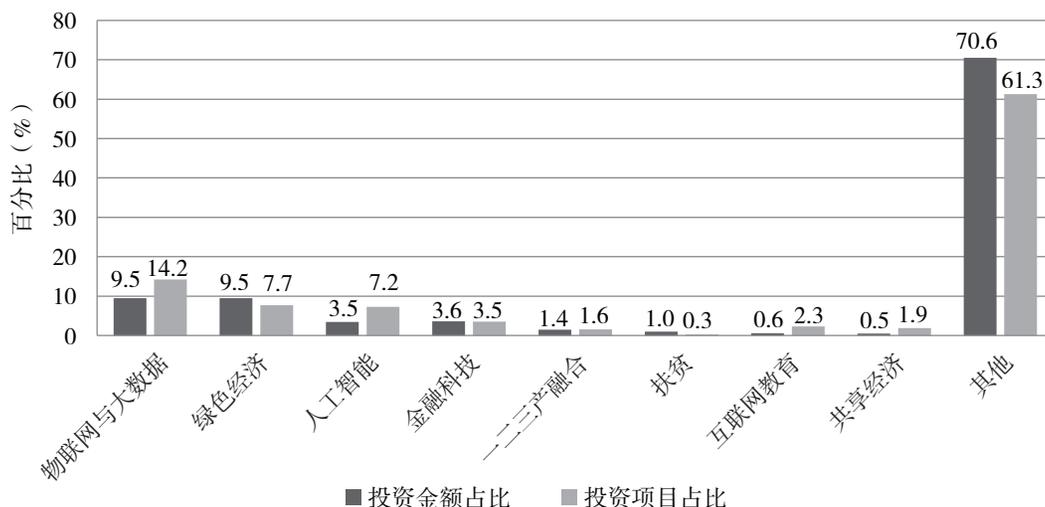


图4 中国创投业投资的行业板块分布 (2017)

统计显示,2017年,全国创投仍然主要集中在北京、江苏、广东、浙江,这4个地区集中了全国62.5%的资金。此外,安徽、山东、天津、湖南、湖北

等地的创投机构也发展迅速,规模增长较快(见图5)。

相比而言,内地欠发达地区的资金来源主要以

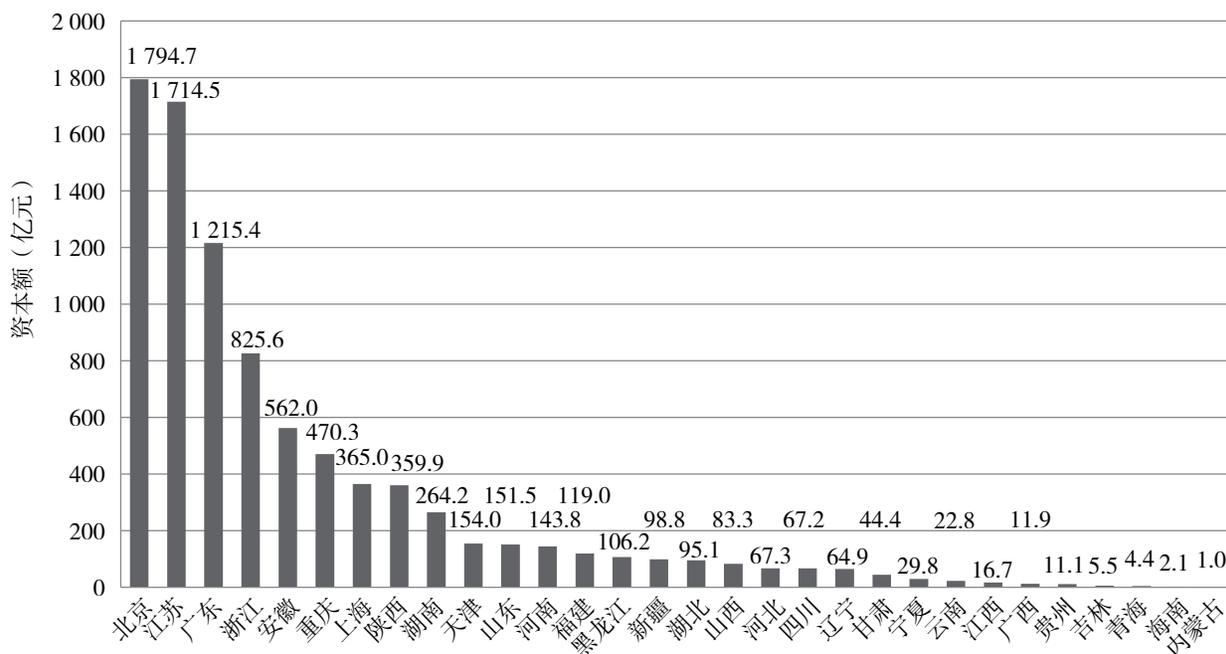


图5 中国创投业投资的地区管理资本分布 (2017)

国有资本、政府财政资金为主,获得政府的直接资助较多,而沿海经济发达地区的投资主要以民营资本为主。

1.7 资本市场运行平稳,行业退出总体表现良好

2016年以来,为防范金融风险,证监会发审呈现从严监管的态势。市场数据显示,2017年当

年IPO项目436家,总融资额为2301.53亿元;其中,120个项目获得创业投资企业投资,占比27.5%。相对而言,并购与回购仍然是创投企业实现退出的主要渠道。整个创投行业实现退出项目共878项,其中,通过并购、回购退出的项目分别为286、306项,合计占全年退出项目的67.5%;此外,

近 10% 的项目通过新三板实现退出，增加了 5.17 个百分点。

从行业退出收益表现来看，总体退出收益率表现良好，全行业平均投资收益达到 243.4%。整

个行业投资退出步伐略微放缓，项目平均退出时间增加到 4.4 年，长期投资与价值投资日渐成为行业主流理念，退出行业年均收益率达到 38.3%（见图 6）。

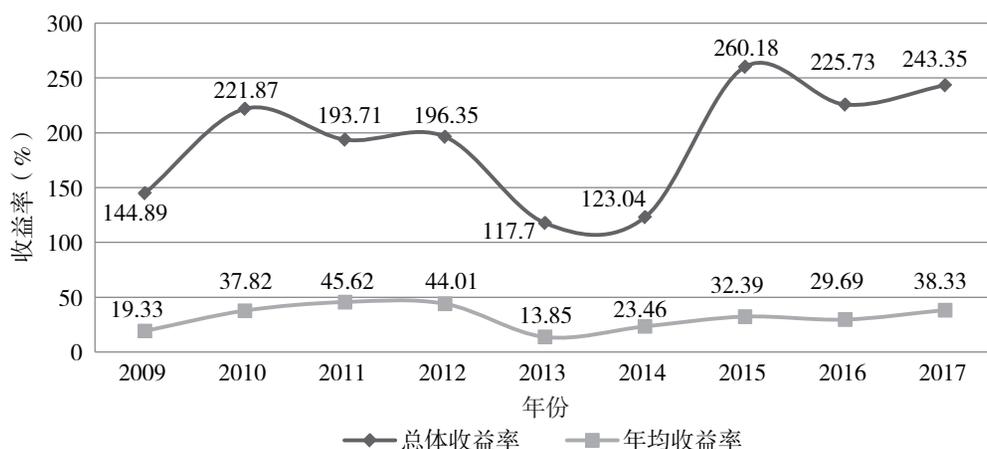


图 6 中国创投业退出收益率（2009—2017）

1.8 早前期投资不足，行业急功近利倾向有所增加

按投资项目的发展阶段进行划分，2017 年中国创投的投资金额主要集中在成长（扩张）期和成熟（过渡）期，占比分别为 44.7% 和 29.9%，相比往年有所增加。相应地，对起步期项目的投资下降较大，资金占比由 2016 年的 30.3% 下滑到 2017 年的 20.8%；种子期项目投资变化较小。投资阶段整体后移，行业“急功近利”倾向有所增加（见表 1）。

另一方面，统计显示，2017 年创投投资项目的 R&D 投入达到 279.7 亿元，项目平均研发投入资金为 1 261.7 万元/项。其中，种子期、起步期的项目处于重要的研发投入阶段，但由于绝大多数

企业尚未盈利，不能用销售收入弥补 R&D 投入成本，因此，创投资金成为其重要的投入来源。

1.9 科技金融服务平台^①作用日渐凸显，成为重要的项目来源渠道

近年来，创业投资的项目来源呈现出多元化的发展趋势，调查显示，2017 年中国创投的项目来源仍然以“政府部门推荐”（21.9%）、“朋友介绍”（14.0%）和“项目中介机构”（16.0%）3 个渠道为主。但三者占比之和从 2013 年的 64.5% 下滑到 2017 年的 51.9%。

值得注意的是，随着“双创”的环境营造与科技金融服务业的发展，“科技金融服务平台”的重

表 1 中国创业投资项目所处阶段分布：投资金额与投资项目（2016—2017，单位：%）

成长阶段	投资金额占比		投资项目占比	
	2016	2017	2016	2017
种子期	4.33	4.5	19.6	17.8
起步期	30.3	20.8	38.9	39.5
成长（扩张）期	38.5	44.7	35.0	36.2
成熟（过渡）期	26.3	29.9	5.7	5.9
重建期	0.6	0.2	0.8	0.6

① 通常指集面向中小企业的政策、产品、中介、信息服务等综合性金融服务于一体的平台。

要作用日渐凸显，已经成为创业风险投资项目来源的重要渠道，2017年来源于该渠道的项目占比达到11.0%（见表2）。

1.10 行业环境向好，市场竞争进一步加剧

2017年的调查显示，被调查者认为中国创投机构投资效果不理想的主要原因集中在“退出渠

表2 创业投资机构获取项目信息来源渠道（2013—2017，单位：%）

年份	信息渠道									
	政府部门推荐	朋友介绍	项目中介机构	股东推荐	项目业主	银行介绍	媒体宣传	众创空间（孵化器）	科技金融服务平台*	其他
2013	25.5	19.9	19.1	13.2	10.1	6.0	2.6	—	—	3.6
2014	24.9	17.8	17.1	14.3	11	7.4	3.9	—	—	3.6
2015	21.3	14.6	15.2	13.9	11.3	7.1	3.5	10.4	—	2.7
2016	20.3	15.4	15.1	14.1	11.5	6.1	3.5	11.3	—	2.7
2017	21.9	14.0	16.0	11.4	9.5	2.5	1.4	9.1	11.0	3.2

注：* 2017年首次增加了对该项目的统计。

道不畅”（18.5%）、“政策环境变化”（17.3%）、“市场竞争”（18.3%）、“内部管理水平有限”（17.1%）等方面。与前几年相比，“退出渠道不畅”与“政策环境变化”影响占比明显下降，而“市场竞争”与“内部管理水平有限”占比呈现出较大幅度上升。此外，“影响机构进行决策的因素”调查显示，“市场前景”“管理团队”和“技术因素”仍然是3个最主要因素，其中“市场前景”影响因素大幅上升了12.2个百分点，达到30.5%。这在一定程度上反映出我国创投行业整体环境日益改善，随着机构数目的增加，行业市场竞争态势不断加剧。

2 行业发展面临的主要障碍

2.1 大资管时代来临，造成创投行业发展的募资障碍

2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号），开启了大资管行业统一监管的新时代——金融机构的业务调整和数十万亿的资产“腾挪”将成为金融市场最大的变量之一。从长远来看，更加标准化、净值化的资产管理行业对基础市场的稳定发展是积极的，但在短期必将影响创投行业发展。主要表现为，银行理财对接券商、基金子公司甚至私募投资

基金等载体上的私募FoF产品模式将不再存在。这意味着创投的募资来源将受到限制，直接影响到创投行业募集的资金体量。据业内反映，业内小规模创投基金受到的冲击最大，募资难将成为行业短期发展的主要瓶颈。

2.2 监管政策尚未明确，影响创投行业发展

2014年以来，为防范金融风险，相关部门加强了对证券投资基金业的监管，但将“创投”行业视同一般证券基金业纳入监管范围，在很大程度上给行业发展造成了障碍。2016年9月，国务院印发《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，提出“对创业投资企业在行业管理、备案登记等方面采取与其他私募基金区别对待的差异化监管政策”；2017年8月，国务院发布《私募投资基金管理暂行办法（征求意见稿）》，再次指出要对创投行业实行“差异化监管”，但目前尚未出台相关指导意见和办法，创投行业依然受制于一般证券基金的监管框架。

2.3 政策引导基金盲目扩张，隐患日渐凸显

为带动社会资本进入高技术领域，引导早期投资，近年来各地政府通过设立创投引导基金，优化资金配置方式，支持了一大批创投机构和优质创业创新项目。调查显示，截至2017年底，全国设立政府创投引导基金共计483支；累计出资620.9亿元，引导带动创业风险投资机构管理资金规模合计2913.2亿元。然而，快速扩张的政府引导基金日

渐暴露出一些问题。比如，部分政府引导基金募资受阻，没有按照约定条款募集到足够的社会资本；部分引导基金难以寻找到好的项目投资，造成财政资金结存现象严重；部分地区在设立政府引导基金时未考虑发生投资损失时的坏账准备，存在财政资金审计的风险^①；部分地区尚未采用市场化的运作模式，投资效率较低等。

2.4 行业发展尚未形成良好的创投生态链

从整个创投行业发展的生态链来看，国内好“种子”相对不足，导致创投行业发展缺乏“源头活水”。近年来，我国企业资金短缺问题从“绝对不足”转向“相对不足”，一些好的项目被众多创投机构“哄抢”，而另一些项目则仍然“嗷嗷待哺”。不少投资机构反映，目前的问题已经不是缺钱，而是缺乏好的项目投资。随着近期中美贸易战的持续，美国将加强对海外并购的限制，而国内好“种子”的培育孵化机制仍较为缺乏，将在一定程度上影响创投行业发展。另一方面，国内资本市场发育尚不完善，导致创投行业的退出渠道狭窄，影响投资收益。现阶段我们依然存在 IPO 审核的制度障碍，“堰塞湖”现象严重。2017 年调查显示，“退出渠道不畅”一直是近年来创投投资不理想的首要原因。

2.5 相关税收优惠政策难以落地

为促进行业发展，2017 年 4 月，财政部、国家税务总局发布《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》，在 8 个全面改革创新试验区^①和苏州工业园区进行试点，对符合条件的创业投资企业给予投资额 70% 的税前抵扣。2018 年 5 月，政策被推广至全国范围。然而，根据 2017 年国家自主创新示范区^②内的调查，由于存在备案管理和操作障碍、对天使投资人抵扣要求条件严格等问题，相关政策尚未落地。

3 思考与建议

创投行业的规模迅速扩大，该行业的发展对促进实体经济发展的影响日益增强。建议按照“放管服”的总体思想，进一步完善创投行业发展的内外环境。

(1) 不断培养行业内生能力，引导创业投资方向

近年来，伴随着投资环境的不断优化与高净值人群的增加，大量资本涌入创投行业。由于行业急剧扩张，必然存在人才储备不足、行业发展不规范、投资追求“短平快”项目的现象，特别是政府引导基金快速扩张，长期缺乏市场化的运作机制，发展隐忧日渐凸显。鉴于风险投资行业发展的重要作用，建议进一步提高基金运作管理水平，加快行业专业化人才队伍建设；同时，继续引导投资方向，更多地关注早期投资与价值投资；多渠道培育优秀的种子与项目源。

(2) 充分尊重行业属性，破除行业发展的制度障碍

现阶段，创投行业面临的各种制度障碍主要源于尚未充分认识行业属性，没有从顶层设计的思路出发，建立与之相适应的管理制度。从国际情况来看，各国均认为，创业投资与证券投资基金是两种截然不同的投资业态，创业投资可以显著地提高市场配置资源的效率，主张由市场机制自发调节。建议借鉴国际经验，按照“分类监管、适度监管”原则，尽快推动相关政策的制定与完善，明确界定免于证券监管的标准，从源头上建立信息共享机制，停止实质审批等不当做法；同时，结合我国国企改革要求，制定符合创投运作规律的相关管理办法；制定与创投管理规律相适应的财政资金管理制度。

(3) 继续完善创投发展的生态链，优化投资发展的生态环境

优秀的“源头活水”是创投发展的原动力，资本市场的改革与发展直接关系到投资的退出收益与自身供血的再循环。建议继续完善优秀项目的孵化培育机制，通过发展科技金融服务平台，建立国际合作孵化器、加速器、国际科技合作基地等方式，加快优秀项目的培养；学习借鉴美国等资本市场建设的先进经验，进一步加强多层次资本市场的制度建设，增强市场与政策的稳定性。同时，加快推进《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》等

① 包括京津冀、上海、广东（珠三角）、安徽（合芜蚌）、四川（成德绵）、湖北武汉、陕西西安和辽宁沈大地区。

② 其中，北京中关村、上海张江、广东珠三角、安徽合芜蚌、四川成都、武汉东湖、陕西西安、辽宁沈大、江苏苏南 9 个自主创新示范区属于政策试点范围。

文件相关配套办法的制定，找准《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》等税
收政策的实施难点，推进政策实施落地。■

参考文献：

[1] 中国基金业协会. 2017年私募基金登记备案综述及
12月私募基金登记备案月报[R/OL]. (2017-01-20)
[2018-07-10]. <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1590088237439698626&wfr=spider&for=pc>.

[2] National Venture Capital Association. NVCA 2018
Yearbook[R/OL]. (2018-05-28)[2018-07-10]. <https://nvca.org/no-access/download-id/71505/>.

[3] IT 桔子. 2017年独角兽俱乐部报告[R/OL]. (2018-02-11)
[2018-07-10]. <http://vr.sina.com.cn/news/hz/2018-02-11/doc-ifyrkuxt5170829.shtml>.

[4] 张俊芳. 我国政府创投引导基金现状及问题调查——以
成都科技金融工作为例[J]. 全球科技经济瞭望, 2017
(7): 34-39.

New Trends, Problems and Suggestions of Venture Capital Development in China

ZHANG Jun-fang

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

Abstract: Venture capital plays an important role in the construction of national innovation system and becomes an important driving force to promote the development of high-tech enterprises. Based on the data of the 16th National Venture Capital Survey conducted by the Ministry of Science and Technology, this paper analyzes the new situation of the development of China's venture capital industry in 2017, investigates the prosperity of the industry, and puts forward some preliminary suggestions on how to overcome the obstacles faced by the industry.

Key words: venture capital; guidance fund; science and technology finance

征稿启事

《全球科技经济瞭望》是中国科学技术信息研究所主办的一本综合性的科技核心期刊。多年来，由于独特的稿源渠道，使得《全球科技经济瞭望》一直受到了广大读者的青睐。为了进一步提高该刊的办刊质量，我们希望按照核心期刊的办刊模式，征集一些具有一定学术水平和前瞻性、创新性的优质稿件。

本刊重点栏目：创新战略与政策、科技与经济、科技计划与管理、研究与探讨、调研报告等。欢迎各大院校、企事业单位等研究人员踊跃投稿。一旦来稿被录用，我们将与您取得联系。来稿请按照核心期刊稿件的格式要求，包括中英文标题、中英文摘要、中英文关键词、参考文献、作者简介、作者单位（中英文、地址及邮编）等，并提供您的联系方式。

E-mail: liaowang69@126.com

主 页：<http://www.kjliaowang.com.cn>

联系地址：北京市西城区三里河路54号266室《全球科技经济瞭望》编辑部

邮政编码：100045

联系人：张雪

联系电话：010-58882535