

# 2015年

## 中国风险投资发展的 现状与形势分析



文 / 张俊芳 张明喜

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了重要作用,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。

## 中国风险投资发展的总体情况

2015年,对中国风险投资业内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,一时间让热度高涨的市场戛然而止,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1775家,较2014年增加224家,增长14.4%。其中,风险投资基金1311家,较2014年增加144家,增幅12.3%;风险投资管理企业464家,较2014增加80家,增幅20.8%(见表1、图1)。相比而言,同期美国风险投资机构2022家,其中风险投资基金1224家;欧洲风险投资机构约500家。

2015年,全国风险投资管理资本总量达到6653.3亿元,占GDP总量的0.96%;较2014年增加1420.9亿元,增幅为31.7%;基金平均管理资本规模为4.66亿元,

表1 中国创业风险投资机构总量、增量(2006—2015年)

年份/项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
现存的VC机构(家)	345	383	464	576	867	1096	1183	1408	1551	1775
其中:VC基金(家)	312	331	410	495	720	860	942	1095	1167	1311
其中:VC管理机构(家)	33	52	54	81	147	236	241	313	384	464
VC机构增长(%)	8.2	11.0	21.1	24.1	50.5	26.4	7.9	19.0	10.2	14.4

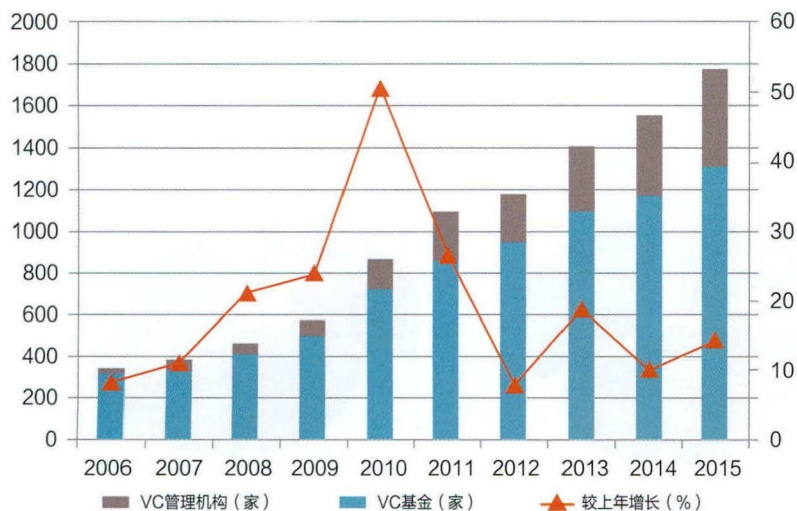


图1 中国创业风险投资机构总量、增量(2006—2015年)  
资料来源:中国创业风险投资2015年度统计数据。

较2014年略有提高(见表2、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1653亿美元,占GDP总量的0.96%;欧洲风险投资机构基金管理资本总额约为550亿欧元。可见,中国创投行业规模仅次于美国,中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3423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



表2 中国创业风险管理资本总额 (2006—2015年)

年份/项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
管理资本总额 (亿元)	663.8	1112.9	1455.7	1605.1	2406.6	3198.0	3312.9	3573.9	5232.4	6653.3
较上年增长 (%)	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)	2.13	3.36	3.55	3.24	3.34	3.72	3.52	3.26	4.48	4.66
管理资本占GDP (%)	0.30	0.42	0.46	0.46	0.59	0.66	0.62	0.61	0.82	0.96

4497 家, 投资金额 591 亿美元, 占 GDP 总量的 0.34%; 欧洲共有 2836 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%, 其中排名第一的丹麦风险投资占 GDP 比重达到 0.109%。可见, 中国的风险投资还有进一步发展的空间。

### 创业业发展的主要特点

#### 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业业的发展, 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 1420.9 亿元, 其中新募基

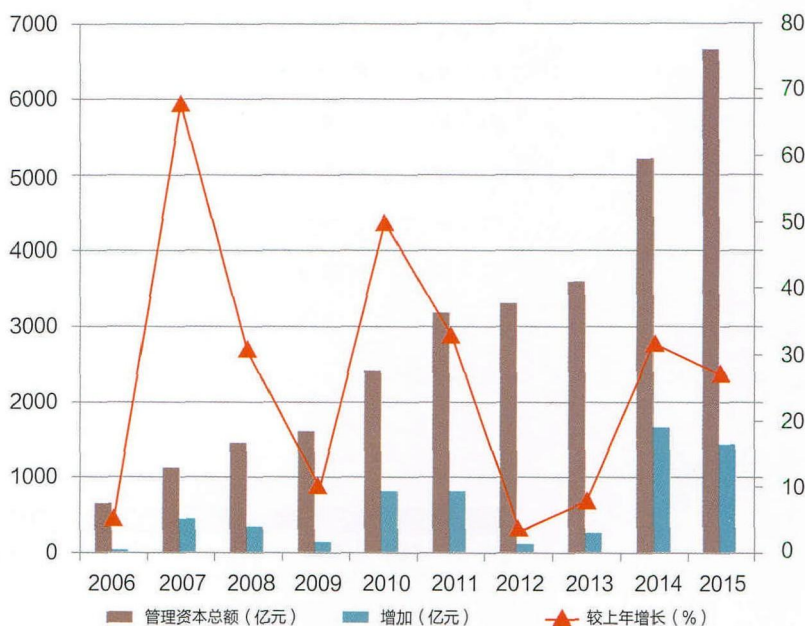


图2 中国创业风险投资管理资本总额 (2006—2015年)  
资料来源: 中国创业风险投资2015年度统计数据。

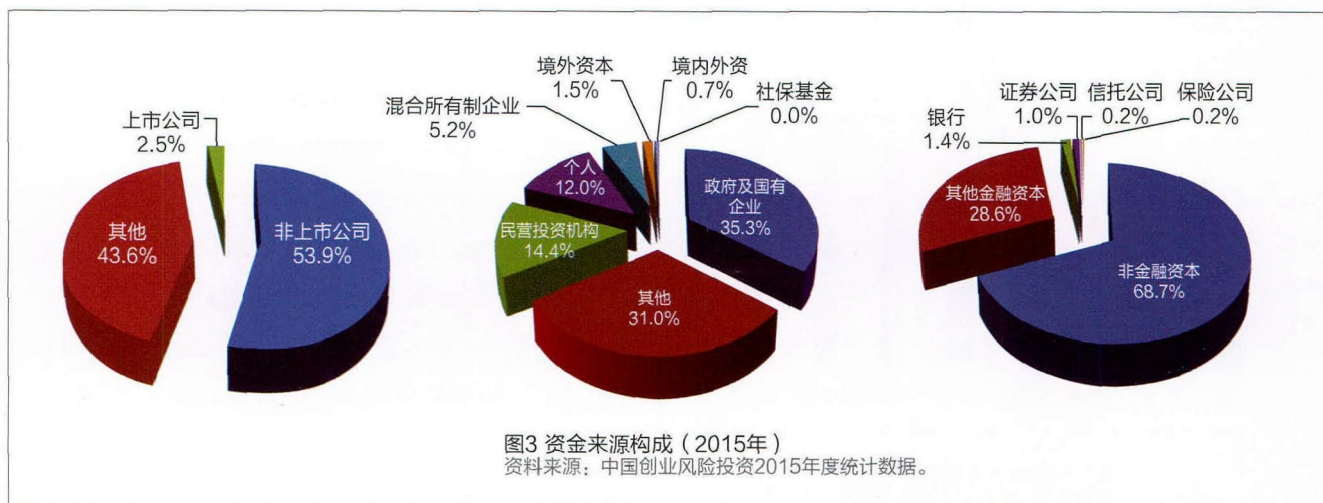


图3 资金来源构成 (2015年)  
资料来源: 中国创业风险投资2015年度统计数据。

金募集资本总量 262.1 亿元。从行业总体募集资金来源来看，仍以各类未上市公司资金为主体，占比 53.89%，上市公司资金仅占 2.55%。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 2.1%，此外，社保基金开始进入创投领域。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 2.70%，较 2014 年略有上升；其他金融资本占比 28.6%。

### 高新技术企业仍是投资的主战场

截至 2015 年底，全国创业风险投资机构累计投资项目数达到 17376 项，其中投资高新技术企业项目数 8047 项，占比 46.3%；累计投资金额 3361.2 亿元，其中投资高新技术企业金额 1493.1 亿元，占比 44.4%。

按投资行业细类划分，2015 年中国创业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、通讯设备等行业，集中了当年 40.41% 以上的项目。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（见表 3）。

### 投资阶段仍以早前期项目为主

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%、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 29.6%，与上年基本持平（见表 4）。

从投资轮次而言，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% 间，2015 年首轮投资仅占 15.5%，绝大部分投资为后续投资。

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（2014-2015年）单位：%

投资行业	2014		2015	
	投资金额	投资项目	投资金额	投资项目
其他行业	8.5	8.1	10.4	10.9
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
通讯设备	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	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	4.2
医药保健	7.4	5.3	5.4	4.1

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2591份。

表4 中国创投投资项目所处阶段分布：  
投资金额与投资项目（2014-2015年）单位：%

投资阶段	2014		2015	
	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2568份。



### 地区集聚效应明显

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也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1130家，占全国总量的63.7%。

从历年统计看，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比较明显的增长态势（见图4）。

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排在全国前五名，合计占比82.3%。其中，江苏、浙江的风险投资机构体量较小，约70%的公司资金规模在5000万元到5亿元之间，而

北京、广东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。

### IPO退出受到较大影响

统计显示，2015年全年共披露了677笔退出交易。按照退出渠道划分，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%，但项目数额上升到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，上市退出收益较往年进一步提高，达到779.27%，即平均账目回报

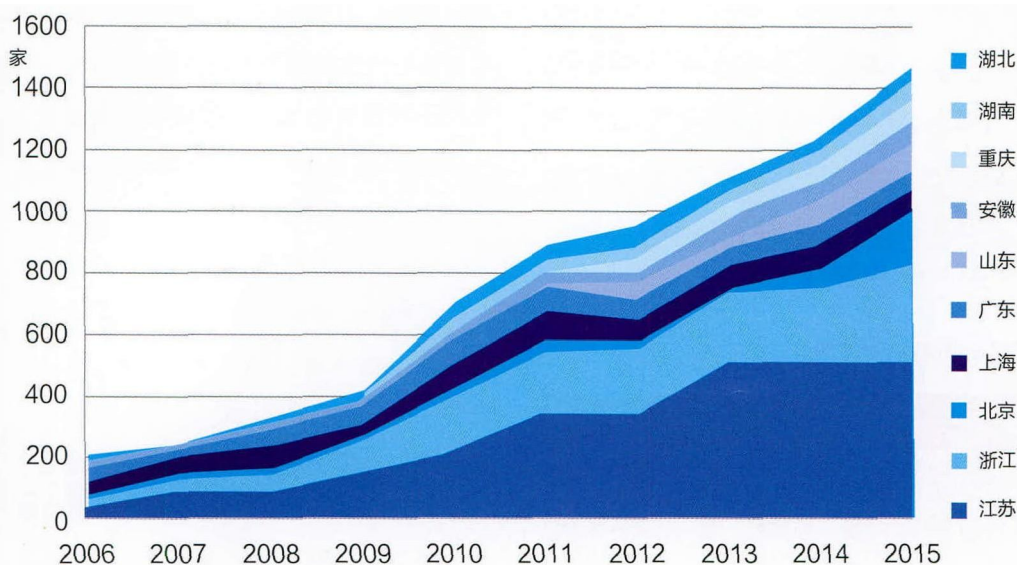


图4 中国创业风险投资机构的主要地区分布 (2006-2015年)  
资料来源：中国创业风险投资2015年度统计数据。

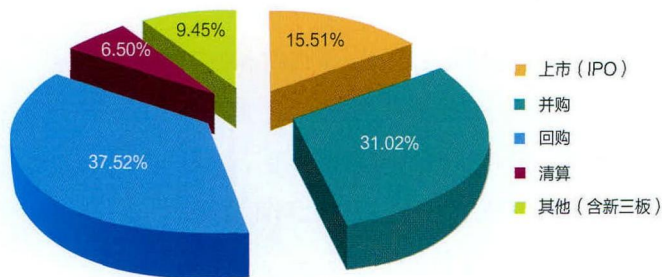


图5 中国创业风险投资的退出方式（2015年）  
资料来源：中国创业风险投资2015年度统计数据。

7.8 倍，接近历史最好水平；通过并购退出的项目收益率也出现大幅度提高，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%。

### 行业发展态势分析

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

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。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，从国家到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，科技成果转化引导基金已设立 3 支子基金，引导基金出资 10 亿元，3 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、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 1 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6 中国创业风险投资退出的投资收益率（2006-2015年） 单位：%

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2211份。

### 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。另一方面,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,截止2015年底,“新三板”挂牌企业已超过5000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,也为创业风险投资资本融资渠道和融资方式。截止2015年底,中国股权众筹平台数已有141家,其中2014年和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%。

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,中国排名全球第二,仅次于印度;对国家进行投资的信心指数,中国排名全球第七。

### 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VC改革的步伐。如2015年IDG资本合伙人李丰和林中华设立的峰瑞资本,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、LP以及项目搜寻的平台,推动了创投行业新模式的出现。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VC行业变革。

### 投资者信心指数总体向好

2015年创投调查显示,关于“机构未来一年最看好的投资领域”,“新能源、高效节能技术”、“医药保健”、“新材料工业”成为2016年创投机构未来一年最看好的前三领域,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年频频曝光互联网金融事件后,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年投资前景,1279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,分别有3.7%和49.3%的机构认为2016年投资前景非常好和好;但是与上年相比,持乐观态度的机构占比下降较为明显。

### 面临的主要困境及建议

#### 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，引起业内很大反响。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，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，把风险投资基金与证券投资基金区别对待，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。

#### 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2年以上的，可按照投资额的70%在股权持有满2年的但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。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。

#### 存在工商注册程序繁琐等障碍

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，由于创投企业大部分投资的是小微企业，而这些小微企业在经营失败时大多不会走破产清算程度，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，为企业带来很大困扰。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。

作者单位：中国科学技术发展战略研究院