栏目名称：时政好文分享

以制度创新来稳定和发展创投资本市场

原创 马建堂 中国经济时报

党的二十届三中全会指出：“健全相关规则和政策，加快形成同新质生产力更相适应的生产关系，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚”“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本”。这表明，以习近平同志为核心的党中央从加快发展新质生产力的高度，鼓励和规范各类创投资本的发展，我们要认真学习，通过创投资本市场“募投管退”各环节的制度创新和完善政策，来稳定和发展创投市场，为科技创新乃至高质量发展提供不竭动力。

**一、创投资本是初创企业和成长期企业发展的重要助力**

创投是创业投资的简称。创投资本是一种为高科技领域的初创企业和成长企业提供融资的资金形态。创投基金或创投资本通过投入资金和提供经验、知识、信息网络来帮助被投企业更好地经营企业、发展企业、增值企业，它大都以权益资本的方式投资于初创企业和高成长型企业，持有被投资企业的股份并在恰当的时候退出套现。

风险投资泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资。风险投资与创业投资涵义基本上是相同的，风险投资更着眼于投资的风险和收益，创业投资则着眼于投资的早期，一个强调风险，一个强调早期。天使投资则是风险投资的一种形式，之所以称为天使投资，是因为这类创业投资更专注于高风险的初创企业的早期投资，是风险投资的先锋。总之，创投资本具有两大特征，一是注重高风险与高收益的平衡；二是注重投早投小，属长期耐心资本。创业投资对科技创新之所以重要，有以下几个原因，或者说创业投资助力科技创新有以下几条渠道。

**一是助力成长。**以高科技为背景的新设企业，无论是在种子期，还是初创期，甚至成长期，面临的突出问题是资金。由于新生企业往往没有盈利，甚至没有收入，没有业绩，资产也不多，既不能满足银行贷款的要求（有盈利可以还本付息，有足够资产可以抵押），更不能满足在股票市场上市的要求，它的成长只能借助于有战略眼光的创投资本进入，通过一轮轮的创投融资来获取创新、生产、经营、成长的大量资金需求。

**二是促进转化。**科技型新生企业大都是伴随着科技成果转化而涌现的。不少创业者拥有某项科技成果或原创的项目构思，投资人发现它未来的商业价值，然后予以投资，从而实现科技成果到商业价值的转化。这一阶段的创业投资之所以称为天使投资，就是比喻创投人就像长着翅膀的“天使”一样，在创业创新者之间飞来飞去，为一个一个新生企业“接生”。所以说，创投资本是创业创新的“接生婆”、科技成果转化的“催化器”。

**三是协助经营。**创投资本投资某一个企业，虽然最终目的是帮助新生企业成长、增值后套现离开，而不是直接拥有这个企业，但创投人为了被投企业能尽快成长，往往也对其提供经验、知识、管理和信息网络等方面的支持。对那些刚刚从学校、实验室进入商场的创业者而言，创投人往往就是导师，是辅导员。

**四是创造价值。**创业资本的使命不是拥有被投企业，而是通过满足被投企业各轮资金需求，助其成长、美其声誉、增其价值，然后在被投企业价值得到认可和实现后，套现离开，并追寻新的投资目标。

总之，对于以高科技为背景的新生企业，它的设立、初创、成长都离不开创投资本的支持，都离不开创投市场的培育，创投资本是科技创新和科技企业成长的助推器。在新时代，促进科技进步、实现科技自立自强，进而发展以创新为主要元素的新质生产力，都离不开创投资本，离不开创投资本市场的活跃与发展。

**二、我国创投资本市场发展面临的挑战**

我国创业投资是改革开放的产物。1985年，中共中央颁布了《关于科学技术体制改革的决定》，明确提出允许以创业投资的方式支持具有较高风险的高新技术企业发展，从此拉开了中国创业投资发展的序幕。同年，财政部与原国家科委共同出资成立了中国首家创业投资公司——中国新技术创业投资公司。2005年11月，国家发改委等十部委联合发布《创业投资企业管理暂行办法》，中国创投业从此走上法治化发展轨道。据中国基金业协会公布的数据，截至2024年7月末，存续私募股权投资基金3.08万支，存续规模10.94万亿元，存续创业投资基金2.45万支，存续规模3.30万亿元，持续保持全球第二大创投资本市场位置。

同时也要看到，由于美西方大力度实施“脱钩断链”“去中国化”，以及我国股票市场的低迷，近一段时间我国创投市场也面临诸多挑战。

**一是“募、投、退”等环节数量与金额均有所下降。**据清科创业统计，2021年股权投资新募集基金6979只，募集金额22085亿元；2022年为7061只，21583亿元；2023年只有6980只，18245亿元，募集基金数量虽总体稳定，但募集金额比上年下降15.5%。2024年上半年，只有1817只基金完成新一轮募集，数量同比下降49.2%，募集规模6229亿元，同比下跌22.6%。新成立私募股权、创投基金2063只，同比减少47.5%，认缴规模6649亿元，同比减少28.3%。

与募集环节相同，投资环节也出现了减少。据烯牛数据，2023年国内创投市场共计披露12854起投融资事件，同比减少18%，共计融资金额6587亿元，同比减少21%，是2015年以来的最低纪录。

由于创投资本关注的是价值投资，而不是拥有企业，分享被投企业价值增值后离开，既是本次投资的结束，也是下一个投资的开始。所以能否顺利退出是创投市场是否完善的重要标志。我国创投资本退出的通道比较狭窄，过度依赖被投企业的IPO，IPO方式退出占到了总退出数量和金额的一半。这两年由于股市低迷背景下IPO收紧，致使创投资本退出环节也出现下降。据清科数据，2023年中国股权投资市场被投企业IPO数量2122起，同比下降21.3%。今年一季度，被投企业IPO仅195起，同比下降49.2%。上市预期下降，不仅影响了IPO退出方式，由于被投企业估值的偏低，又增加了股权非上市转让、企业并购、基金接续等其他方式的难度。据相关机构统计，今年上半年，国内市场共计完成1156笔并购交易，同比下降44.6%，披露金额的并购交易金额同比下降34.8%。退出通道不畅造成大量创投资本“堰塞”在被投企业，影响了新设、新增创投资本的积极性。

**二是外资和美元基金减少。**据Dealogic数据，2023年中国风险投资行业的外资同比下降约60%，至37亿美元，仅为2021年最高值时的10%。据烯牛数据，2023年国内创投市场仅披露178起美元融资事件，美元创投资金占比从2020年的15.02%下滑到5.22%；而人民币融资件数占比2023年则上升至94.28%，融资金额占比2022年上升为84.42%，2023年为79.38%。过去三年，投资币种为美元的创投机构对大中华区的投资金额已从2021年的671亿美元下降至2023年的191亿美元，下降了逾70%。在美国国会和美国政府压力下，红杉资本和纪源资本这两家中国最大的美国风险投资机构剥离了中国业务。

**三是创投市场“求稳避险”心态有所弥漫。**由于经济下行压力较大和退出通道不畅，已有创投企业和新募集创投基金的投资策略趋于保守，不敢不愿投早投长，更倾向于投“眼前”投短，不敢不愿投风险项目，更倾向于要求被投企业回购兜底。

据荷兰研究机构Dealroom数据，2014年至2023年间，全球初创期（预种子轮、种子轮、A轮）、成长期（B轮、C轮）、成熟期（上市前、上市后）企业分别获得总融资额中的19.8%、34.1%和46.1%的份额，而我国对应的比例分别为12.6%、24.7%和62.7%，投长、投早比例严重失调。

不愿承担风险的突出表现是要求被投企业对赌回购。据礼丰律师事务所《VC/PE基金回购及退出分析报告》披露，目前大约有13万个创投项目陆续面临退出压力，涉及约1.4万家企业，未来上万家创业企业和创始人面临巨大的回购压力。对赌回购压力使成千上万个创新企业和创业者成为创新风险的最终承担者，严重违背了风险投资的本性逻辑，最后也会伤害整个社会的创新创业热情。

**三、深化创投领域改革，促进创业资本市场健康发展**

**（一）创新机制吸引更多“长钱”“耐心资本”进入创投市场。**创投资本之所以具有“投小”“投早”“投早期”和“投风险”的特质，与创投资本的来源有直接关系。国外成熟市场创投基金主要来源于保险资金、养老金、公益慈善资金、大学基金等长期资金。这类资金来源稳定、期限长、追求稳健收益，偏好长期投资，与创投资本的投资偏好十分契合。为此，需要从解决“不能投”和“不愿投”两端，吸引更多“长钱”进入创投资本市场。要优化各类“长钱”的监管政策，放宽“长钱”进入创投资本市场的限制，提高其进入创投市场的比例。要创新金融工具，通过科创贷、科创债、科创基金等方式，助力“长钱”规范进入创投市场；要进一步拓宽“募投退”通道，便于“长钱”规范退出。要大力营造长期资金“愿意来、能够投、方便出”的良好环境，为创投行业提供源源不断的资金活水。

**（二）改革优化国有创投基金的考评机制。**随着境外创投资金的大幅减少，国有、国有控股的创投基金和政府投资基金已成为我国创投市场的主力军。据国资委信息，截至今年6月底，央企共管理了126只创投基金，已投金额313亿元。由于国资管理的特殊性，对基金的保值增值提出了严格考核、问责要求，国资背景的创投基金因而往往回避风险，重视当前回报，难以成为耐心资本。要按照党的二十届三中全会关于发展耐心资本的要求，建立契合高风险和长周期的国有创投资本考核和管理机制，引导国有创投资本投早、投小、投早期、投硬科技。业绩考核时，不考核单个投资项目，而是统一算多项目的“收益账”，淡化年度考核，强化生存周期考核。出现投资失败时，切实做到“尽职免责”，严格落实“三个区分开来”，支持国有创投资本当好长期资本、耐心资本。

**（三）拓宽退出通道。**由于创投资本投资周期长、创投资本使命就是“投退投”的联动，所以创投市场的稳定和发展必须畅通和拓宽退出通道。一是打通一级资本市场退出通道。鉴于IPO仍是我国创投资本退出的主通道，要在平衡好股票市场投资与融资关系基础上，对符合国家科技发展战略、投资价值比较好的科创企业，加快上市的审核和发行，支持企业赴香港等境外资本市场上市。二是支持优势企业，特别是大型上市公司对被投企业的兼并。被投企业被大型公司兼并收购是境外市场创投资本退出的重要形式。要通过完善兼并收购税收政策，优化反垄断审查，支持优势上市企业兼并被投创新企业，进而实现创投资本的间接上市退出。三是发展创投股权交易市场（S基金）。随着创投资本市场的发展，总有一定数量的创投资本既不能随被投企业的上市而退出，也不能因被投企业的被收购而退出，这时剩下的退出方式就是在创投股权交易市场卖出自己在被投企业的股权。这条退出通道在我国当下待退出创投基金较多、被投企业回购压力较大的情形下更具有现实意义。要鼓励政府投资基金设立政策性接续基金，批量收购已经到期、被投企业回收有困难、被投企业发展前景尚好的创投股权，缓解股票市场退出压力。

**（四）以超大规模市场实现外资多元化。**尽管美元基金和美国人出资的创投基金较多撤离中国市场，但由于我国市场规模巨大，经济底蕴深厚、技术创新强劲和潜在投资标的众多，仍有不少来自欧洲、亚洲（特别是海湾国家）的创投机构看重中国创投市场。所以我们要贯彻落实党的二十届三中全会提出的要求，完善高水平对外开放体制机制，进一步加大金融市场对外开放力度，特别是要持续完善合格境外有限合伙人（QFLP）试点，允许更多的外资投资境内私募股权基金，便利境外资金进入境内创投市场结汇和售汇，加快QFLP备案进程。