

第一章

导论

创新型经济的发展模式为：创新+创业投资+资本市场。

创业投资的特点是支持创新成果向应用转化或孕育出一个新的企业；帮助创业者整合资源、实施创业，并在资本市场做强做大。

——上海市创业投资行业协会名誉会长 华裕达



核心问题

1. 如何理解创业投资的定义与内涵？
2. 创业投资有哪些特征？
3. 创业投资的起源与发展经历了怎样的过程？



学习目的

1. 了解创业投资的内涵。
2. 理解创业投资的特征。
3. 了解国内外创业投资的发展历程。

引例
——创业投资的增值服务



第一节 创业投资概述

创业投资是实现技术、资本、人才、管理等创新要素与创业企业有效结合的投融资方式，是推动大众创业、万众创新的重要资本力量，是促进科技成果转化的助推器，是落实新发展理念、实施创新驱动发展战略、推进供给侧结构性改革、培育发展新动能和稳增长、扩就业的重要举措。



一、创业投资的定义与内涵

1. 创业投资的定义

创业投资（venture capital, VC）是指创业投资者向处于创建或重建过程中的、具有巨大竞争潜力的未上市成长性创业企业（主要是科技型企业）进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后，主要通过股权转让获取资本增值收益的投资方式。

《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发〔2016〕53号）针对创业投资的概念做出了清晰明确的界定和划分：“创业投资是指向处于创建或重建过程中的未上市成长性创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后，主要通过股权转让获取资本增值收益的投资方式。”

需要注意的是，我们常听到的天使投资，是创业投资中的一类投资。《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》也对天使投资的定义作出了明确规定：“天使投资是指除被投资企业职员及其家庭成员和直系亲属以外的个人以其自有资金直接开展的创业投资活动。”

天使投资指的是个人投资，而非机构投资。天使投资人不属于被投资企业或项目的发起人、雇员或其直系亲属和兄弟姐妹等近亲属且与被投资企业或项目不存在劳务派遣等关系。天使投资人在所投资企业中的持股比例一般不高于50%。

2. 创业投资的内涵

要完整地理解创业投资的内涵，必须把握以下三方面内容。

（1）创业投资的对象是未上市的创业企业。创业投资坚持服务实体，以支持实体经济发展、助力创业企业发展为本，秉承价值投资理念，鼓励长期投资和价值投资。

创业投资主要是为了开发新技术、新产品，投资对象是那些风险大但潜在收益高的创业企业，包括处于种子期、初创期、成长期、成熟前的过渡期等创建过程中和处于重建过程中，但发展迅速、未来有望成为具有良好发展前景的中小企业。这类企业往往在市场前景、技术及产品可行性、管理运作等方面具有很大的不确定性，各方面信息匮乏，导致资金需求者对投资者有十分严重的逆向选择行为，因此投资者必须对项目进行广泛、深入、细致的调查与筛选。

这类企业以高新技术产业为代表，往往具有“高投入、高风险、高收益”的特征。一项高新技术成果从发明创新到产业化，面临着能否转化为产品的技术风险和能否满足消费者需求的市场风险，以及自身发展更新快、不确定性因素多的风险，存在较高的失败率。然而，高新技术成果一旦产业化成功，往往能够带来较高的附加价值和可观的收益回报。这与传统的投资原则相违背，却正好构成创业投资得以发展的契机。

创业投资作为一种新型投资机制，能够为那些传统信贷不感兴趣但确有发展潜力的发明创新提供资助，支持高新技术风险企业的创业和发展。它的投资目的不是控股，而是获取少部分股权，通过资金和管理等方面的援助，促进创业企业的发展，使资本增值。一旦被投资企业发展起来，创业投资企业便会考虑退出，获取高额回报。

全球正处在重大前沿技术和颠覆性技术快速突破的产业变革之中，新一轮科技革命和产业变革深入发展。人、机器、资源智能互联的第四次工业革命，带来了创新领域、创新方式

和创新范式的深刻调整。新一轮产业革命带来了新的机会窗口,科技领域关键核心技术的突破已经成为我国建设“制造强国”的关键问题,着力攻克“卡脖子”关键核心技术势在必行。从早期小微到后期巨头,全链条式地培养我国本土科技企业是建成“科技强国”的必经之路。

(2) 创业投资的方式是提供管理服务。创业投资对创业企业的投资并不是单纯地提供资本金支持,而是在提供资本金支持的同时提供资本经营服务,并直接参与企业创业。

创业投资企业为了获得较高的投资收益,必须承担创业中的高风险,这体现了投资收益与风险具有某种对称性。投资者考虑的是收益与风险的权衡。但是,创业投资的高收益并不是源于高风险,因为风险本身并不会带来收益。

创业投资高收益的来源是创业投资企业的管理价值。创业投资企业不仅要向创业中的企业投入资金,还要参与企业的经营管理,提供一系列资本经营服务。创业投资者不仅是金融家,也是企业家;既是投资者,又是经营者。创业投资企业与银行家和普通股东不同:银行家向企业贷款后就等着企业偿还本金和利息;普通股东的投资是为了享受企业的股息和股票的价值增值;而创业投资企业在向企业投资后,还要参加企业的经营管理,参与企业的运营。创业投资企业应当给企业带来比其投资的货币价值大得多的管理价值。也就是说,创业投资企业不仅给企业带来了资金,更重要的是带来了专业特长和管理经验。创业投资企业不仅参与企业的发展规划、企业生产目标的设定、企业营销方案的建立,还参与企业的资本运营过程,甚至参与企业重要人员的雇用、解聘等。

(3) 创业投资的目的是追求资本增值。创业投资企业将资本投入创业中的企业,从表面上看,创业投资是将资金以股权形式投入某一企业,但它的目的并非获取被投资企业的所有权,分取红利,而是获取被投资企业高速发展所带来的高额资本增值。而获得较高收益的途径是投资后的成功退出,一旦被投资企业度过高速成长期,进入成熟期,创业投资企业就会从被投资企业中撤出资金,并将其转向新的具有高增长潜力的投资对象。

可以说,创业投资企业在投资之时就应考虑如何退出,因为只有退出才能收回资本并获得收益。因此,创业投资是资本投资行为,而不是一般的实业投资,投资的目的是追求资本增值,而不是长期持有所投资企业的私人股权,以求获取股息收益。

3. 狭义的创业投资与广义的创业投资

狭义的创业投资一般是指投资于早中期创业企业的传统的经典创业投资,广义的创业投资还包括并购投资。我国创业投资业界及学界一般认为,创业投资主要投资于早中期的创业企业,私募股权投资(private equity, PE)主要投资于中后期的创业企业,特别是投资于拟上市(pre-IPO)的企业。

创业投资从20世纪80年代以前主要投资于未成熟企业的狭义的创业投资转变为同时从事并购投资的广义的创业投资后,在相当长的一段时期里,并购投资均被纳入“创业投资”口径进行统计,但以下两大因素使得并购投资在21世纪从创业投资中脱离出来,自立门户。

(1) 针对20世纪80年代末的创业投资领域已经远远超出传统的经典创业投资领域的倾向,美国学界普遍发出了“创业投资已经走到十字路口”的质疑,1992年哈佛大学的拜格雷夫(Bygrave)教授和蒂蒙斯(Timmons)教授甚至合作出版了《十字路口的创业投资》一书。



(2) 一些具有投资银行背景的管理机构为了体现它们所管理的并购基金具有区别于经典创业投资基金的特点,也开始倾向于将并购基金与经典创业投资基金区别开来。

当 20 世纪 90 年代后期,狭义的 PE 的投资领域向传统的 VC 延伸后,PE 的概念也发展到广义层面,从而包括 VC。

PE 是 VC 的发展,广义的 VC=广义的 PE=狭义的 VC+狭义的 PE (并购基金)。

虽然在 20 世纪末,受世界性企业重建、低利率政策、流动性过剩等因素刺激,PE 爆发式发展,但经典创业投资的地位不容抹杀,创业投资基金是私募股权基金中市场失灵的部分,因此需要政府予以特别扶持。

二、创业投资的特征

1. 中长期权益投资

(1) 权益性投资:创业投资投入的是权益资本,但目的不是获得企业所有权。创业投资企业并不想控股,它们要的是增长,是收益。它们虽然以权益资本的方式投资,但它们最终是要撤出的。创业投资的权益性使其没有固定的收回期限和固定的投资收益,投资方只能依法转让出资而不能直接从接受投资企业中撤资。企业进行创业投资,主要考虑被投资企业的获利能力,能否获得较高的回报,以及影响或控制被投资企业是否有利于本企业的长远利益。与借款资本不同,创业投资不以获得利息为目的,两者的核心区别在于资金提供方是否与资金接收方共同经营、共享收益、共担风险。换言之,投资是“收益共享、风险共担”;而借款是“固定回报,不担风险”。

(2) 中长期投资:创业投资通常不会在短期内追求回报,所投入的资金会在被投资企业滞留相当长的一段时间,通常平均投资期为 5~7 年,以期被投资企业实现快速增长并达到较高的市值。创业投资的这种不流动性使得创业投资企业必须有“耐心”,创业资本也常常被称作“勇敢和耐心的资本”。尤其是投早、投小、投硬科技的创业投资,其投资期更长。

与债务性投资不同,权益性投资不需要还本付息,而是通过企业盈利和资本增值来实现回报。与一般的股票投资不同,创业投资者通常会积极参与被投资企业的管理和决策,提供资金支持和专业建议,帮助被投资企业实现快速增长,成功上市。这种参与式投资方式有助于投资者更好地了解被投资企业的经营状况和市场前景,降低投资风险。

2. 投资与募资相结合

创业投资在现实中是投资与募资相结合的一个过程,从某种意义上说,创业投资过程中最重要的,也是最困难的,不在投资方面,而在募资方面。

企业募资一般分为两个渠道:一是在金融市场发行金融工具(如股票、债券等);二是银行贷款。创业投资的情况却与此不同,创业投资所募得的资金在很大程度上取决于创业投资企业的魅力。投资人(出资人)是基于对创业投资企业的信赖投入资金的。创业投资的投资人大都是精明强干的、经验丰富的投资家,但也可能是对投资一窍不通的门外汉,如富有的家庭或个人,即使是经验丰富的职业投资人,在选择创业投资企业时也基本上以创业投资企业的规模、声誉、业绩为依据。如果投资人(出资人)对所投资项目知之甚微或对市场状况

一知半解，他们的投资决策就更取决于对创业投资企业背景的判断。他们或是耳闻目睹了创业投资企业的业绩，或者本人就是创业投资企业的利益相关者，他们的投资在很大程度上是对创业投资企业的投资，而不是对企业或项目的直接投资。他们对创业投资企业的这种信赖在无形中给创业投资企业施加了很大的压力，创业投资企业清楚手中募得的资金的分量，明了投资人对自己的重托，知道这笔钱丢不得、这个赌输不得、这个仗败不得。一旦失误，将来再从这些人手中融资的可能性就会化为零。

创业投资中的募资决策往往比投资决策更困难。创业投资的募资方和投资方都是卖方市场，而这两个卖方市场对创业投资企业却有着截然不同的意义。在募资卖方市场中，创业投资企业处于被动地位。在投资卖方市场中，创业投资企业却处于主动地位。资金的短缺是创业投资业的普遍现象。从这个意义上看，募资的确是创业投资行业中最困难的环节。

没有一定的投资目标或投资方向，很难募得资金。很多时候，投资方向的选定是能否募到资金的关键。同样，投资中又有募资。投资的过程往往伴随着第二轮或第三轮的募资。投资和募资构成了不可分割的有机整体，这是创业投资的一个重要特征。

3. 高收益性

1) 独具慧眼发现创业企业的价值

创业投资企业具备相当的技术背景知识及敏锐的洞察力、丰富的经验，甚至是感觉，对创新技术的可行性、项目的市场潜力、企业领导人或技术创业者的素质，以及新技术的未来发展趋势能做出科学的、客观的评价，他们能在众多新技术中筛选出最有发展前景的、可作为创业投资对象的新技术项目。

创业投资的投资对象主要是不具备上市资格的、处于起步和发展阶段的企业，甚至是仅仅处在构思之中的企业，如高新技术企业。这些企业一般风险较大，但潜在收益较高，通常是处于初创或未成熟时期，未来有望成为具有良好发展前景的中小企业。

创业投资机构之所以愿意在进行一系列调查后，承担高风险，承担产品构思、设计、投产、商业化过程中诸多不确定性因素带来的技术风险、市场风险、管理风险和环境风险，就是因为创业投资机构看到了创业企业的发展潜力和价值。

2) 通过增值服务为创业企业创造价值

创业投资企业的意义不仅仅在于发现好项目和寻找大笔资金，更重要的是在创业投资项目运作期给予创业企业经营方面的综合指导，这也是创业投资企业对于项目增值贡献最大的一项内容。

为创业企业提供增值服务，是创业投资不同于一般投资的重要特点，创业投资机构通过增值服务不仅为自己带来了高资本增值收益，也为创业企业创造了价值。

增值服务指的是创业投资机构除了向创业企业提供资金，更重要的是通过参与创业企业的管理为创业企业提供一系列旨在使企业价值增值的服务，其中包括发展战略、市场营销、企业管理、资本运作等各方面的策划、咨询、中介等服务，使被投资企业得以快速发展和壮大，从而提升其价值，为创业投资成功地增值撤出创造条件。这种投资方式与传统金融信贷只提供资金求得投资收益而不干涉企业经营管理的方式大不相同，这是由于创业投资没有任何抵押作为担保，同时创业企业管理运作也并没有实现制度化，因此，投资者必须积极介入



创业企业的运作管理，对投资进行监管。

具体来说，创业投资机构增值服务主要包括以下内容。

- (1) 协助制定创业企业发展战略，协助整合战略资源，改进企业经营决策。
- (2) 协助规范创业企业公司治理，优化资产和负债结构。
- (3) 协助制定重要管理策略，规范和优化创业企业管理。
- (4) 为创业企业管理提供咨询诊断，协助创业企业建立良好形象。
- (5) 设计创业企业激励约束机制。
- (6) 协助创业企业进行管理层成员及关键人员的选配和招募。
- (7) 引入中介机构，如会计师事务所、评估事务所、律师事务所、证券公司、担保公司、投资银行等，形成创业企业服务的专业网络。
- (8) 提供关系网络资源，如企业关系网络、政府关系网络、金融关系网络、服务咨询网络、专家网络及信息资源网络等。
- (9) 策划创业企业后续融资，实现创业企业的快速增值。

3) 通过适时退出投资实现收益

如果创业投资的进入是为了取得收益，退出则是为了实现收益。只有退出，创业投资才能重新流动起来；只有退出，收益才能算真正实现；只有退出，创业投资企业才能将资金投向下一个项目，赚取更多利润。可以说，策划退出是创业投资企业从开始寻找项目就应着手考虑的问题。创业投资能否在预定年限内顺利退出对创业投资企业是非常重要的，它是创业投资顺利流动、循环运作的前提。

对于创业投资机构的退出，时机的选择是尤其重要的。一旦退出时机到来，创业投资者就应当机立断，如果对创业投资退出时机的选择不当，会在很大程度上降低投资的预期收益。创业投资需要灵活把握退出时间，这对其实现较高的投资收益或减少投资损失有着重要意义。退出不一定要在获得成功后进行，在很多情况下，如果被投资企业难以为继，也应立即退出，免受更大的损失。若被投资企业发展速度放缓，以后也不可能有多大作为，创业投资企业也应退出，将资金投向更有前途的项目。

4) 主动控制风险

创业投资企业可凭借其卓越的风险管理能力，主动控制风险，从而实现高资本增值收益。创业投资企业具有专业化团队，包括金融专家、技术专家、财务专家、企业管理专家和法律专家等，可以适应项目评估、企业咨询和参与企业管理的需要。以减少和分散风险为宗旨，通过严格的项目筛选和执行过程管理，辅以技术支持和市场的资源整合，这些都有助于减少企业的技术风险、市场风险和经营管理风险，从而降低高新技术产业化过程的风险损失。

4. 高风险性

高风险是创业投资过程的典型特征之一。在创业投资中，一部分投资项目会取得成功，另一部分会失败，还有一部分会陷入不盈不亏的状态。创业投资企业必须清晰地认识到这种风险，并制定合理的投资策略来控制 and 驾驭风险，以提高投资成功的概率。因此，在创业投资时，对风险的认识、把控和管理尤为重要。具体而言，创业投资的高风险性主要体现在以下几个方面。

(1) 市场环境不稳定：创业投资通常集中在初创企业的早期阶段，这些企业通常处于发展初期，产品或服务尚未完全迎合或满足市场的需求。因此，投资者需要承担较高的市场不确定性风险。早期投资还意味着更多的技术和执行风险，因为创业企业可能尚未建立起完善的业务模式和团队。

(2) 高成长预期：创业投资通常寻求高成长的机会，这意味着投资者对投资项目的预期收益持较乐观的态度。然而，高成长预期也带来了高失败率的风险。只有少数投资项目能够实现高速成长并取得成功，大多数项目会面临失败或者较低的回报。

(3) 资金需求大：与传统企业不同，创业企业通常需要大量资金来支持其高速成长和发展。这些资金不仅用于产品研发和市场推广，还可能用于基础设施建设、人才引进等方面。资金需求量大，但流动性较差，一旦资金链断裂，可能导致创业企业破产。因此，创业投资者需要承担资金风险，尤其是在初创企业的运营资金周转方面。

(4) 行业不确定性：创业投资通常涉及新兴行业或者前沿技术，这些行业和技术存在较大的不确定性，行业颠覆、技术突破、法律法规变化等因素都可能对投资项目的发展产生重大影响。因此，投资者需要承担行业不确定性风险，尤其是在新兴行业或者尚未成熟的市场中。

(5) 退出困难：创业投资的退出路径通常较为狭窄，投资者可能需要等待较长时间才能实现退出。在这个过程中，投资者可能面临资金回收困难的风险，特别是在没有成功的并购或者上市机会出现时。因此，投资者需要考虑退出困难风险，并制定相应的退出策略。

(6) 政策和法律风险：政策和法律环境的变化可能对创业企业产生重大影响，包括监管政策、税收政策等方面的变化，增加了创业投资的不确定性和风险。

5. 阶段性和循环性

创业投资企业不会一次性投入创业企业所需资金，而是分阶段投入。每个阶段投资前都会重新评估创业企业的发展情况，上一阶段发展目标的实现成为下一阶段资金投入的前提。创业企业需要经历较长时间的奋斗，才能被市场认同而获得成功，因此创业投资企业会根据项目（企业）的发展情况分期投入资金，最初投资额较少，随着企业逐步走上正轨，创业资本将不断地跟进投入。在这个过程中，一旦发现问题，创业投资企业会立即终止投资，把投资风险降到最低。因此，创业投资事先并没有确定的投资总量和期限，传统投资往往是一次性支付或时间确定的分期支付。

创业投资采取的是“投入—增值—退出一再投入”的循环运作方式，一旦创业投资成功，就在企业上市或成长时以出售股权的方式退出变现，收回资本，获取高额利润。然后，将增值后的资本再投入其他风险项目，如此循环往复，实现投资资本的快速扩张。

三、不同阶段的创业投资

创业企业的发展可以划分为萌芽阶段（seed stage）、初创阶段（start-up stage）、成长阶段（development stage）和成熟阶段（mature stage）。相应地，典型的创业投资也可划分为种子期投资、初创期投资、成长期投资、成熟期投资，以及企业公开上市。



1. 种子期投资：创业企业的萌芽阶段

创业者为了验证其新产品的发明和创意的可行性，起初需要投入一定的研究开发资金，为新技术或项目的实用化、商品化而进行产品、工艺、设备、流程方面的研究。但由于对新产品、新技术实现的可能性的判断缺乏较完备的信息资料，在创业一开始吸引创业投资相对困难。一般情况下，这一阶段所需要的资金是创业者自己承担的，其来源可能有个人的积蓄、家庭的财产、亲戚朋友的借款及小额的抵押贷款等。有一部分创业者可能向创业投资公司申请资助，这时创业投资公司一般要求创业者拿出一个完整的商业计划并带有样品或者样本。创业投资公司在对创业者的申请进行评审筛选后确定是否投资。这一阶段的创业资本主要分为两种：一种是种子资本，主要用于产品开发和市场研究；另一种是启动资本，用于产品的试制试销。这时，创业公司已有完整的商业计划，而且初期的市场开拓已经开始，但商业性销售尚未开始。

由于面临着较大的技术开发风险、市场风险等，创业投资公司在种子期的投资在其全部创业投资中所占的比例一般不超过 10%。

2. 初创期投资：创业企业的初创阶段

从产品开发成功到转入大规模生产，需要较多的投资用于购入生产设备、产品的开发与销售，以提高生产能力、开拓市场。由于在产品商品化过程中存在许多不确定性因素，创业中的企业在这一阶段失败的概率相当高，因此在这一阶段，创业中的企业直接从银行获得贷款的可能性很小，更不可能从资本市场上直接融资。然而，这一阶段正是创业投资公司投资创业企业的主要时机。

从时间分布上看，这一阶段短则半年、长则四五年不等。由于资金的需求量较大，有时一个创业投资机构的投资难以满足需求，创业者可能寻求多个创业投资机构的投资。在这一阶段，一部分创业投资机构在种子期获利，会吸引新的创业投资机构加入；相反，当发现创业中的企业前景不妙，创业投资机构会果断退出。

上述两个阶段又被称为创业投资的早期阶段。

3. 成长期投资：创业企业的成长阶段

这一阶段，企业的经营已经逐渐取得业绩，为了进一步开发产品和加强营销能力，需要更多的资金投入。创业投资机构可能会追加投资（称为成果资本或扩展资本），一些新的创业资本也会进入。创业投资机构在这一阶段会加强对企业的监管，更多地参与企业的重大决策，以确保创业投资的成功。

4. 成熟期投资：创业企业的成熟阶段

这一阶段，企业的经营已经比较稳定，市场前景也比较明朗，可以从银行获得贷款，因而资金已经不是企业面临的最主要的问题。为了实现创业投资的成功，顺利获得资本利得，企业主要会考虑引进一些知名的创业投资机构或者创业投资企业作为其股东，以提高企业的知名度，为公开上市发行股票做好形象方面的准备。参与投资的创业投资公司此时会充分利用自身的优势从中斡旋。

成长期投资、成熟期投资又被称为后期投资。

5. 企业公开上市：创业资本的退出阶段

随着企业的进一步发展，新产品的市场认同度、企业的经营业绩和经营规模等都已经达到了一定的水平，具备了通过上市获得直接融资的条件。这时候，创业投资者考虑退出，通过首次公开上市发行股票（initial public offering，IPO），出售股份给第三者或管理层回购获得高额回报。



四、创业投资的过程

1. 筹集资金，建立基金

（1）确定基金的类型和策略：在创业投资之前，首先需要确定基金的类型和策略，包括早期种子轮、天使投资、创业投资等不同阶段的投资。根据所选定的投资方式，确定基金的目标、投资策略、基金规模、投资领域或行业、地域重点、管理团队的规模和结构，以及项目文件。

（2）吸引初始投资者（锚定投资者）：一旦确定基金计划，就需要开始寻找投资者，包括个人投资者、政府资助、政府担保的银行贷款、大企业投资、银行商业贷款等。这些投资者通常是可以向基金贡献大量资金的大型投资者，他们的参与常常向其他投资者发出有关该基金的可信度和潜力的信号。

（3）营销和路演：组织潜在投资者参与的会议，介绍基金及其战略、管理团队，具体包括演示、讨论和信息共享。基金管理人需要通过营销和路演活动向潜在投资者展示基金的价值和潜力，吸引他们投资。

（4）资本承诺：一旦投资者决定投资基金，他们就会承诺提供一定数额的资金。这些资金在基金存续期内根据需要收取。

（5）基金关闭：一旦筹集到必要的资金，该基金就不再向新投资者开放。此后，基金开始投资活动，即将资金分配给选定的公司。

（6）基金和投资管理：融资后，基金管理的活跃阶段开始，包括寻找、分析和投资有前途的初创企业，以及投资的组合管理和退出。

2. 寻找投资机会

创业投资者在众多创业企业中选择最具获利潜力的项目，这需要考虑技术创新的可行性、项目的经济评估、企业领导的业务素质等因素。

3. 筛选、评估项目

创业投资者在拿到经营计划和摘要后会进行初步筛选，以决定是否值得投入更多时间展



开详细研究。接下来，创业投资者会花 6~8 周对投资建议展开广泛、深入和细致的调查，以检验创业企业所提交材料的准确性，并挖掘可能遗漏的重要信息；在从各个方面了解投资项目的同时，根据所掌握的各种情报对拟投资项目的管理、产品与技术、市场、财务等方面进行分析，以做出投资决定。创业投资者在评估项目时通常考虑以下内容。

(1) 阅读投资建议书。评估项目是否符合创业投资者的企业特殊标准，并初步考察创业项目的管理、产品、市场与商业模型等内容。

(2) 与企业家交流。重点考察创业项目的管理因素。

(3) 查询有关人士与参观企业。从侧面了解创业企业的客观情况，侧重检验企业家所提供信息的准确性。

(4) 技术、市场与竞争分析。主要凭借创业投资企业自身的知识与经验，对项目展开非正规的技术、市场与竞争分析。

(5) 商业模型与融资分析。创业投资者根据企业家提供的和自身掌握的有关信息，对创业企业的成长模型、资金需求量及融资结构等进行分析。

(6) 检查企业风险。主要考察创业企业以往的财务与法律事务。

4. 评估、谈判，达成交易

创业投资企业在完成项目的选择之后，需要与拟定的被投资创业企业展开实质性讨论，共同协商投资的财务、监管、控制、退出、投资方式、知识产权、投资条件等有关权利和义务，最后形成有法律效力的合资文件。可以概括为以下几个方面的内容。

(1) 尽职调查：一旦确定潜在项目，创业投资者应展开详细的尽职调查，研究创业企业的财务状况、商业模式、市场前景、竞争格局、法律事务等多个方面的内容，以评估投资的可行性和潜在风险。

(2) 估值谈判：创业投资者和创业企业管理层进行估值谈判，确定投资金额与所获得股权的比例。这是一项关键的谈判，双方需要平衡企业的估值与投资者的期望回报。谈判中还会涉及创业企业的权益结构、管理层的激励机制、股权回购权等方面的协议。

(3) 投资条件：确定投资的条款，如退出条件、优先权等，以及可能的附加条件，如投资者在企业董事会中的席位等。

(4) 签署合同：一旦达成一致意见，双方将签署正式的投资合同，其中详细规定了投资的各个方面的内容，包括投资金额、股权结构、管理层协议等。

(5) 尽职调查完善：在签署合同前后，创业投资者可能会展开最后一轮尽职调查，确保创业企业的状况没有发生显著变化。

(6) 交易达成：一旦所有条件都得到满足，交易即正式达成，资金被转移到创业企业账户，投资者成为其股东。

在整个过程中，沟通和信息透明度是至关重要的。投资者和创业企业管理层需要保持开放的沟通渠道，共同解决可能出现的问题，以确保交易的顺利达成。

5. 共同合作、共创价值

创业投资企业按协议将资金投入创业企业，参与被投资企业的经营管理，通过制定战略、

整合资源、定期走访、资本运作、后续融资等过程发挥价值增值的作用，协助创业企业改善业绩，扩大生产、销售和开发产品，提高效率和生产率。

(1) 共同制订业务计划：投资者和创业企业管理层一起制订详细的业务计划，明确发展路线和关键执行步骤，这有助于确保双方对创业企业的发展方向有清晰的认识。

(2) 资源整合与支持：投资者通常提供资金，还可能提供战略指导、业务发展支持、市场准入等方面的资源。这种资源整合与支持有助于推动创业企业的发展，实现双方价值的共同创造。

(3) 建立强大的团队：投资者和创业企业管理层应共同努力吸引并发展高效能的团队，这涉及招聘、培训、激励和保留优秀的人才，有助于增强创业企业的竞争力。

(4) 定期召开战略性会议：定期召开战略性会议，讨论创业企业的发展、市场动态和竞争环境的变化。投资者可以提供宝贵的建议，而创业企业管理层也能分享实际执行中面临的挑战和积累的经验。

(5) 共同决策并保持高透明度：在关键决策方面，投资者和创业企业管理层需要共同参与，确保双方的利益得到平衡。高透明度是双方建立良好关系的基础，双方需要共享信息，共同应对风险和挑战。

(6) 共享回报、共担风险：创业投资是共担风险与共享回报的过程。投资者和创业企业管理层都需要对项目的成功负责，即共担风险，同时共享回报，这促使双方共同致力于项目的长期成功。

6. 实现退出

无论创业企业是取得成功还是面临失败，创业投资公司都会从创业企业中退出，通过转让股票收回资本并获取利润。创业投资公司退出创业企业是一个复杂的过程，通常分为以下几个阶段。

(1) 制定退出策略：创业投资公司在投资初期就应该制定退出策略，内容包括明确退出时间表、达到的目标回报率及最合适的退出方式（如 IPO、收购或二级市场交易）。

(2) 创业企业成熟阶段：退出时机通常在创业企业成熟和价值最大化时，即投资者要等到创业企业实现了一定的增长、盈利和市场份额后才退出。

(3) IPO（首次公开募股）：这种退出方式是指在公开市场上出售企业股份。这需要创业企业达到一定的规模和财务稳健性，以引起投资者和证券交易所的关注。

(4) 兼并收购：创业投资公司可以选择将其在创业企业的股权出售给其他公司。该方法通常适用于有其他公司对目标企业表示感兴趣时或者投资者认为这是实现最大回报的最佳途径时。

(5) 二级市场交易：创业投资公司可以在私人交易市场上出售其在创业企业的股权，将其转让给其他投资者或基金。这种方式相对比较灵活，但资金流动性较差。

(6) 分阶段退出：创业投资公司可能选择分阶段退出，逐步减持其在创业企业的股权，以最大限度地减小对市场的冲击。

(7) 谈判和尽职调查：在确定退出时，创业投资公司需要进行谈判并进行尽职调查，以确保最佳的交易条件。这可能涉及与潜在买家或投资者的协商和合同谈判。

(8) 退出实施：一旦达成协议，退出计划就会付诸实施。这可能包括完成相关法律手续、



证券交易和财务结算。

在整个退出过程中，创业投资公司通常与创业企业管理层密切合作，以确保退出对双方都是有利的。双方应共同努力实现创业企业的战略目标，最大化价值，并最终成功地退出投资。

五、创业投资的意义

创业投资是 20 世纪以来全球金融领域最成功的创新成就之一，是金融工程的独特功绩。它是以一种非传统融资方式，结合资金、技术、管理与企业家精神的新的投融资方式，能够强有力地推动结构优化，促使人们不断开拓创新。

1. 促进技术创新和高新技术产业的发展

产业发展是关系经济结构调整、优化和升级的重大课题。如何有效地促进产业发展，是国家产业政策的核心，也是国民经济持续健康发展的关键。纵观发达国家产业发展的过程可以发现，创业投资在促进产业发展方面具有不可替代的作用。

1) 促进技术创新

技术创新是一项高风险性活动，因为技术创新过程中存在着技术的开发、技术与经济的结合等不确定因素。另外，技术创新往往要求在短时间内投入大量资金，再加上技术创新的高风险性，传统的融资工具并不合适。技术创新的高风险性可能给风险承担者造成经济、时间及机会等方面的损失，但也会带来机会和收益，收益与风险正相关。高新技术产业具有极高的成长性和效益性，这满足了创业投资企业对投资的要求。

创业投资可以解决高新技术企业融资难的问题，并提供增值服务。创业投资是一种为技术创新分担风险的机制，其实质是通过共享技术创新企业待开发的项目所蕴含的巨大经济效益，与创新企业共担技术创新过程中的各种风险。创业投资不同于传统的投资方式，它是一种权益投资，创业投资者通过投资持有受资企业股权，并为其提供资本、技术咨询、管理经验、市场营销等增值服务，以辅助其迅速成长，促进科技成果的转化，最终通过上市、转让等手段退出所投资企业，从而获得高额的投资回报。其中，科技成果转化能否成功直接影响创业投资的收益，因此，创业投资者必须密切关注所投资企业，并提供增值服务，这在科技成果转化过程中起着十分重要的作用，有助于促使企业成为技术创新的核心。

2) 有助于产业集群的形成与发展

产业集群是指某一产业领域相互关联的企业及其支撑体系在一定区域内大量集聚、发展而形成的具有持续竞争优势的经济群落。一般而言，因存在着高度不确定性，加上研发与生产的日益分离，高新技术企业比传统产业中的企业更倾向于集聚，形成产业集群。有研究表明，在美国，IT、制药和生物技术等高新技术产业的创新活动明显多于传统产业，与此相对应，高新技术产业的企业更加倾向于以集群的形式存在。而作为技术进步和经济增长的助推器，创业投资在驱动高新技术产业集群形成和持续发展中的显著作用也为众多国家和地区发展高新技术的实践所证明。

美国的创业投资公司大约有一半在硅谷，该区域也是产业集群最为集中的区域。许多创业投资和创新企业都聚集于此是因为这样做有助于它们在阶段融资过程中获得选择成功项目所需的信息，这些信息是高度只可意会的和不宜明示的。

3) 促进新兴产业发展, 优化产业结构

创业投资促进产业结构升级主要体现在四个方面: 一是可以促进高科技产业的发展, 从而带动产业结构的战略性调整。创业投资可以为高新技术产业提供资本支持, 促进高新技术产业的推广和应用, 而高新技术的推广和应用又可以渗透到相关产业中, 从而带动整个产业结构的调整。二是可以促进新兴产业的诞生和发展, 创业投资机制可以为高新技术产业提供服务, 从而延伸和拓展产业链条, 促进一系列新兴产业的诞生和发展, 进而提高一国产业升级换代的能力。最明显的例证就是网络产业。创业投资通过向网络企业提供资金及配套服务, 促进了网络技术向现实生产力转化。三是可以加快高新技术产业的发展, 从而促进高新技术产业改造传统产业。高新技术在改造传统产业中具有积极的作用。例如, 将网络信息技术渗透到传统的第三产业之中, 如电信、交通、贸易、金融等, 可提高社会资源的广度、深度和速度, 大大降低运作成本, 提高效率。四是推动国民经济增长从粗放型向集约型转变。国民经济中的新兴产业通常是资本密集型的, 产品技术含量较高, 经济附加值较大, 通常以科学的生产方式和较低的资源消耗赢得竞争优势, 并逐渐取代传统的产业或生产方式, 推动国民经济从粗放型增长向集约型增长转变。

2. 加速中小企业的成长和发展

中小企业是我国经济发展中一股极为活跃的力量, 融资困难是现阶段中小企业发展所面临的普遍问题, 而引入创业投资是目前解决融资困难的重要途径。引入创业投资并不仅仅增加了资金, 更大的益处是为中小企业提供增值服务, 降低或分散其运营风险、技术风险、市场风险等, 为中小企业的健康发展起到加速的作用。

创业投资对中小企业的增值服务主要包括以下几个方面的内容。

1) 资金支持

创业投资公司向中小企业提供的资金包括首次融资和再次融资。资金是企业的“血液”, 创业投资公司的作用就是随时为快速成长的中小企业提供足够的资本以保障其发展, 这也是创业投资公司为中小企业提供的最基本的增值服务。

2) 影响力支持

成功的创业投资公司会通过以往成功的融资、管理和退出安排给所投资的中小企业罩上一个成功的光环, 也会充分利用自己的影响力和在业界的良好声誉、关系网为中小企业创造各种优惠和捷径, 具体表现在: 得到优秀中介服务机构的支持、享受当地政府的重视、获得市场的认可及得到金融体系的帮助。

3) 管理支持

创业投资与其他投资形式的一个本质区别在于, 创业投资公司会深层次地介入中小企业的管理, 主要表现在战略决策指导、管理团队重组、财务监控、核心竞争力保护及危机管理。

总之, 有创业投资支持的中小企业犹如一只拥有航空母舰护航的小船, 可在创业投资的海洋中畅通无阻地航行。

3. 优化社会资本整合

社会资本对高新技术产业的成长有着重要的影响, 主要体现在四个方面: 一是社会资本



影响高新技术产业集群的位置；二是社会资本的存量和增量影响和决定高新技术产业集群的发展速度；三是社会资本促进了高新技术产业集群的信息交流；四是社会资本促进集群内经济主体的合作。但是，高新技术产业往往存在高风险和收益的不确定性等特征，一项高新技术成果从发明创新到产业化，面临着能否转化为产品的技术风险和能否满足消费者需求的市场风险，以及自身发展更新快、不确定性因素多的风险，存在较高的失败率。因此，高新技术企业很难通过正常融资渠道筹集资本，资本的缺乏成为制约高新技术企业发展的瓶颈，为此高新技术企业需要采用特殊的融资机制。

创业投资的出现恰好满足了高新技术产业发展的资金需求。创业投资公司采取各种各样的融资方式，把来自银行、保险公司、养老基金、大公司、共同基金、富有的个人和外国投资者的分散的资金集中起来，组成创业投资基金。然后，凭借其丰富的投资经验，将资本投向那些传统信贷缺乏兴趣而确有发展潜力的高新技术创业企业，支持高新技术产业的发展。在美国，70%以上的创业投资投入到电子、信息、生物技术等高新技术领域；在英国，50%的创业投资投入到与高新技术有关的领域。可以说，创业投资通过灵活、特殊的投资方式，在资本和高新技术之间起到桥梁作用，对吸引资金进入高新技术产业化过程具有较强的示范和导向作用，为成千上万高新技术创业企业的诞生和成长提供了资金保障。

4. 促进多层次资本市场的建设

创业投资着力于促进民间投资，为资本市场培育高质量上市公司，夯实多层次资本市场体系的市场基础。

1) 为多层次资本市场输送优质企业

创业投资可为创业板提供优质上市资源。创业投资通常采用金融组织化的方式进行聚合、投资，创业投资提供的不仅是资金，还有人才、市场、经验、金融支持和资源网络，有助于培育优质企业上市，前期规范培训企业，改善中小企业的管理。

创业投资可大大促进资本市场的金融创新。创业投资的良性运作需要多功能复合金融工具，如可转换优先股、可转换债券、优先股、期权，这些投资工具创新丰富了资本市场的品种，对于资本市场集合资金、避险、激励、约束具有重要的促进作用。

2) 地方金融发展的“生力军”

创业投资作为鼓励自主创新和培育成长型企业、中小型企业的一种资本工具，在一定程度上突破了当前地方金融政策的匮乏和限制，是金融创新与民营经济发展相结合的产物，也是社会资本、民间资本进入金融领域的一条路径，有着不可替代的金融功能。创业投资的发展为银行资金管理业务开辟了新市场，创业投资基金成立之后，自然形成了基金存款、保值理财等业务需求，为银行提供增值服务创造了条件。特别是随着创业投资基金出资人及管理者的分离，地方金融机构可以在基金托管、账户监管等方面开拓新业务。此外，银行等金融机构也可以和有投资能力的战略伙伴合作，为开展直接投资提供更有价值的信息和资金服务，保险、证券等金融机构也可以直接进入创业投资领域开展业务。

5. 以创业带动就业

我国各级政府引导创业投资支持国家创新战略的实现，投资于初创期和成长期的中小企

业，着力于扩大就业，促进“以创业带动就业”战略的进一步实施。

创业投资的对象一般是中小创业企业，中小企业是国民经济中最有成长潜力和创新能力的元素，这些企业在经济发展中发挥着越来越重要的作用。据统计，目前我国企业中，中小企业约占 99%，工业产值约占 60%，实现利税约占 40%，就业人数约占 75%，新创造的就业机会占 80% 以上。据不同研究资料，每 1 人创业平均可带动 3~5 人就业，如能成功实现由中小企业向大型企业的转型，其倍增效应将更大。由此可见，对中小企业进行创业投资，不仅可以促进社会经济增长，也有助于增加就业岗位数量，提供更多的就业渠道。

第二节 国内外创业投资发展的背景与历程

一、美国创业投资发展的背景与历程

1. 美国创业投资发展的背景

创业投资机制是由美国首先建立的。20 世纪 40 年代（二战后），美国刚刚渡过经济“大萧条”，新企业开工率不足，发展缺乏后劲，获取长期融资也非常困难。波士顿联邦储备银行行长拉尔夫·弗兰德斯（Ralph Flahders）与哈佛商学院教授、后被称为“创业投资基金之父”的乔治·多里奥特（George Doriot）认为，迫切需要一种有效的渠道对新企业进行“企业家式融资”，即面对当时小企业和新兴企业所面临的困境，需要建立一个专门机构来吸引投资者。他们认为，对于新企业来说，管理技术与经验和资金同等重要，新的机构不仅能给新企业带来资金，而且能带来经营管理技术上的帮助，这种机构——创业投资公司在企求高回报的投资人和需要资金的创业家之间扮演中间人的角色。

1946 年，世界上第一家现代创业投资公司“美国研究与发展公司”（American Research & Development Corporation, ARD）成立，它是由拉尔夫·弗兰德斯与乔治·多里奥特教授共同建立的。拉尔夫·弗兰德斯认为，经济的发展需要不断地注入新鲜血液，即要靠新生的、具有创意的、有潜在市场的小企业的发展，因此他确立了 ARD 的宗旨是为那些新兴的快速发展的企业提供权益性启动资金，推动这些新兴企业的发展，以促进整个美国工业的发展。ARD 启蒙了一个新兴行业——创业投资，它的诞生是世界创业投资发展的里程碑。

1957 年，ARD 以 7 万美元投资美国数据设备公司（Digital Equipment Corporation, DEC），拥有其 77% 的股份。到 1971 年，ARD 所持有 DEC 股份的价值增加到 3.55 亿美元，14 年内投资增长 5000 多倍。这次投资大获成功，永远地改变了美国创业投资行业的未来。ARD 的成功为其后继者提供了经验，被斯坦福大学等机构加以借鉴和推广，造就了闻名全球的美国“硅谷”。

2. 美国创业投资发展的历程

美国是创业投资的发源地，也是当今世界上创业投资最为发达、相关法律制度最为完备的国家之一。美国的创业投资经历了从萌芽、产生、成长到相对成熟的发展历程，基本代表了世界创业投资业的主流发展情况。

美国的创业投资发展历程可以分为以下几个阶段。



1) 20 世纪 40—60 年代：初期阶段——ARD 的成立与 SBIC 项目的实施

美国创业投资经营活动在这一时期开始向产业化、规模化方向迈进，政府制定了一些旨在推动创业投资和新兴产业发展的政策。

尽管 ARD 最终取得了成功，并为其投资人创造了近 15% 的年收益率，但在 20 世纪 50 年代，它充其量只能被认为小有成功，模仿它的人并不多。研究资料表明，在 1945—1958 年，美国没有第二个采取 ARD 体制的创业投资组织。因此，20 世纪 50 年代美国为小企业提供的私人权益资本融资的规模是远远不够的，而且提供这种资金的机构也不多。

1957 年，苏联成功地发射了第一颗人造地球卫星，这对美国是很大的刺激，使美国人认识到，美国需要高新技术，需要更多的 ARD 这样的公司。在这种情况下，美国国会为了加快小企业的发展，采取了一系列措施，其中一个是通过国内收入法规中的第 1224 部分，允许当个人向新企业投资 25 000 美元但遇到资本损失时，从收入中抵减这一损失。最重要的立法是 1958 年美国政府通过的《小企业投资法》(*Small Business Investment Act*, SBIA)，允许建立小企业投资公司(*small business investment companies*, SBIC)，即由美国小企业管理局(*Small Business Administration*, SBA)批准成立的专门向小企业投资的私人投资公司。为鼓励小企业投资公司的成立，美国政府规定，SBIC 每投资 1 美元便可从政府得到 4 美元的低息贷款，并可享受特定的税收优惠。建立 SBIC 的目的是通过政府行为，引导和带动民间资金进入创业投资领域，促进风险企业成长。

《小企业投资法》实行的前 5 年，全美建立了 629 家小企业投资公司，管理着 4.64 亿美元的私人资本。其中，47 家公众持股的小企业投资公司从公开上市中筹得 3.5 亿美元。与此相比，ARD 在前 13 年中仅筹集了 740 万美元，这证明了政府扶持的巨大作用。

但是，SBIC 项目失败了，1966 年，全美建立了约 700 家 SBIC，其中 232 家是“有问题的公司”，占总数的 33%。从 1977 年开始，SBIC 的数量逐渐下降，甚至到 1989 年降至全美企业总数的 1%。SBIC 项目失败的原因，首先是政府提供的贷款融资与股权投资的长期性不匹配，其次是难以吸引有经验的高质量的投资管理者且小企业投资公司主要吸引的是个人投资者，而不是机构投资者，而个人投资者承担风险的能力有限。

2) 20 世纪 60—90 年代：有限合伙制引领高速发展热潮

根据美国的国情，有限合伙制适应了创业投资的特点及美国的法律制度，使得美国的创业投资达到了高潮。

1969 年年末，股市行情急转直下，经济的衰退和为支持越南战争而增加的税收对美国的创业投资行业造成了灾难性打击，尤其是美国国会出台政策，使长期资本利得税率从 29% 骤增到 49%，使美国的创业投资净增规模从 1969 年的 1.71 亿美元迅速下降到 1975 年的 0.1 亿美元，严重阻碍了美国创业投资业的发展。此外，1974 年，美国国会通过了旨在控制公司养老金的《雇员退休收入保障法》(*Employee Retirement Income Security Act*, ERISA)，这项政策的出台导致美国创业投资供给减少；而 20 世纪 70 年代的石油危机也在一定程度上阻碍了美国创业投资业的发展。由此，美国创业投资业遭受毁灭性打击，其发展陷入了近 10 年的低潮。

1971 年，纳斯达克(*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*, NASDAQ)创业板资本市场的建立为小企业上市直接融资创造了便利条件，也为创业投资提供了一个稳妥、安全的退出路径，降低了投资风险，缩短了投资回报周期，从而提高了私人

投资者从事创业投资的积极性。美国最具成长潜力的公司中有 90% 以上在该市场上市。1978 年 9 月, 美国劳工部将“谨慎人规则”修改为“只要不危及整个养老基金的投资组合, 养老基金是可以投资于创业投资市场的”, 这就为小公司股票市场和新股发行市场注入了活力。对于投资公司来说, 养老基金的加入使得投资于新的创业企业变得更有吸引力。

在硅谷和其他地方的高新技术企业的强烈要求之下, 美国国会终于在 1978 年重新调整税率, 把资本利得税率从 49% 降到 28%, 这一措施使创业投资规模奇迹般地激增。这一时期所做的一系列调整, 特别是在政府管制和税收上的放宽, 为 20 世纪 80 年代美国创业投资业的繁荣打下了坚实的基础。

20 世纪 60 年代 SBIC 的经验和教训及外部经济条件的变化, 促进了有限合伙制企业的诞生。有限合伙制是由承担无限连带责任并行使管理权的普通合伙人和以出资为限承担有限责任但无权参与管理的有限合伙人组成的一种特殊合伙。事实上, 早在 1822 年, 纽约州就制定了第一部有限合伙法案, 随后其他各州也相继制定了有限合伙法案。1916 年美国制定了《统一有限合伙法》。尽管有限合伙制产生得较早, 但美国的创业投资并未从一开始就与有限合伙制结合, 而是采取公司制的组织形式, 直到 1958 年才产生第一个有限合伙制创业投资机构。

从 20 世纪 60 年代开始到 90 年代, 有限合伙制创业投资企业不仅数量大增, 掌握在有限合伙制创业投资企业手中的资金也大大增加。从 1969 年到 1973 年, 有 29 家有限合伙制创业投资企业成立, 总融资额达 3.76 亿美元, 平均每个有限合伙制创业投资管理的企业投资达到 1300 万美元。

其实, 公司制是美国最早出现的创业投资机构组织形式, 如 ARD。在 20 世纪 50—60 年代美国创业投资的发展中, 组织形式均主要采取公司制。但由于当年制定的《投资公司法》未考虑创业投资公司的特殊性, 规定各类投资公司均不得实行业绩报酬, 使得公司型创业投资机构的收益往往要等实现退出以后才能实现; 同时, 美国还对公司型企业实行双重征税, 公司需要缴纳资本利得税与所得税。这些都促使创业投资家在 20 世纪 70 年代后期纷纷放弃公司型创业投资机构, 转向可以获得业绩报酬和避免双重课税负的有限合伙制创业投资机构。

这一时期的有限合伙制致力于满足创业投资和大型有限合伙的需要, 1976 年和 1985 年对《统一有限合伙法》的修订, 为两者提供了更为完善的组织机制。自 20 世纪 80 年代以来, 随着美国私人股权市场, 特别是创业投资规模的迅速扩大, 有限合伙制企业得到了迅猛发展, 1980 年有限合伙制企业参与的创业投资为 20 亿美元, 占创业投资总量的 42.5%, 而到了 1995 年, 有限合伙制企业参与的创业投资为 1432 亿美元, 所占的市场份额达到 81.2%。

3) 21 世纪以来: 创业投资在低谷中缓慢发展

美国的创业投资经历了 20 世纪 90 年代的蓬勃发展, 创业投资额直线上升, 到 2000 年达到顶峰, 新增投资额已经突破 1000 亿美元。但 2001 年以后, 由于新经济泡沫幻灭, 美国创业投资的生长再次进入低谷, 于 2003 年跌至谷底, 但随着经济的恢复和好转, 从 2004 年开始出现转机, 投资金额和项目有了逐年小范围增长, 投资规模趋于平稳, 每年投资额在 200 亿~300 亿美元。之后, 创业投资在美国走上了比较稳定的轨道。2008 年, 从美国开始蔓延进而席卷全球的金融危机给美国的创业投资业带来了较大的影响。股市震荡不稳、合作伙伴有限带来的不良投资环境抑制了创业投资公司的投资活动, 投资总额也下降到 1997 年以来的最低水平。2008 年的金融危机使得美国当年 IPO 数量为 1977 年以来最低水



平，仅为 6 个且 IPO 融资额也暴跌至谷底。而 2009 年只比 2008 年多了 7 个，仍处于历年来的低谷状态。美国创业投资扶持企业 IPO 的数量以惊人的速度下滑。由于大多数创业投资都愿意选择 IPO 作为退出方式，而美国国内的 IPO 市场不景气且下滑速度惊人，许多投资机构纷纷把目光转向海外，投资于海外市场的美国创业投资公司的占比从 2007 年的 46% 上升至 2008 年的 57%。到 2009 年第四季度，美国创业投资市场出现了复苏迹象，但大多数业内人士对此并不乐观。

2010 年的创业投资总额比 2009 年有所增长，IPO 数量相比 2008—2009 年的最低水平有很大增长，在一定程度上满足了部分成熟企业的 IPO 融资需求，但创业投资仍然处于 2008 年金融危机后的缓慢恢复过程中，无论是发行基金的数量、年度募集总规模，还是管理的资金规模，都没有恢复到 2007 年的水平，更无法达到 2000 年网络泡沫破裂前的水平。2011 年全年，美国共有 52 家创业投资支持的企业上市，数量比 2010 年减少了 31%，但总市值比 2010 年高出 41%；2012 年，IPO 数量较 2011 年的水平略有下降，但收益和估值均显著增加，但募集金额的 215 亿美元中有 160 亿美元是由脸书（Facebook）一家企业募集的。这意味着，许多公司仍然很难尝试或寻求上市。2014 年，美国的创业投资总额较 2013 年的 299.6 亿美元增长了 47%，其中 313.5 亿美元投向了成熟公司，根据 15 年前纳斯达克证券交易所设定的标准，这些公司已经被认为满足了 IPO 的条件。

二、我国创业投资发展的背景与历程

1. 我国创业投资发展的背景

我国创业投资产生于 20 世纪 80 年代中期。在 20 世纪 70 年代末期，我国确定了改革开放的经济政策，到了 80 年代初期，我国经济开始持续高速增长，但主要是依靠资源投入而实现的粗放型增长，科技含量不高。当时，我国的科技创新能力与世界工业发达国家相比有很大的差距，科研成果数量少、拥有的专利少、科研成果转化率低；高新技术产业在工业总量中占的比例非常小，主要行业的技术水平与工业发达国家相差甚远，有相当一部分产业的主体设备和技术基本依赖进口。当时，我国经济粗放型增长的局面有待扭转，逐步转变为提高资源使用效率的集约型经济增长。

创新是实现集约型经济增长的根本途径。技术创新能够调整和提升产业结构，提高技术变革对经济增长的贡献率。它需要通过科技成果的研究、开发、转化和产业化来实现。而我国当时并不具备技术创新的条件，包括科技发展的环境、科技成果的研究与开发条件、科技成果商品化和产业化的资金条件等。针对这种情况，国家出台了一系列改革的政策和措施，为科技发展创造了相对宽松的环境，同时，每年从国家财政中拨出一部分资金用于科技成果的研究与开发，并且鼓励企业加大在这方面的投入。

当时，我国刚刚恢复经济的发展，本身经济基础比较差，可利用的财政资金有限，再加上百废待兴，社会各行各业都需要大量的资金支持，国家财政可用于技术创新方面的资金是非常有限的；并且当时的企业，因为经营效率低、产权不清晰，再加上税制有缺陷，也难以投入大量的资金从事科技成果的研究与开发，更谈不上科技成果的商品化和产业化，资金供给不足成为技术创新的最大瓶颈。另外，科技成果的研发和转化具有很大的不确定性，资金

的供给者将承担很大的风险,所以银行一般不会介入。对于如此巨大的资金需求,仅依靠政府和企业的供给根本无法满足,只能另辟蹊径。

同时,20世纪80年代正值国外创业投资的高速增长时期,美国、英国、以色列、新加坡等多国的创业投资发展迅速,取得了较好的成果,这样的国际背景也推动了我国政府及理论界、科技界和金融界对创业投资的研究。

2. 我国创业投资的发展历程

我国创业投资的发展历程经历了三个阶段:早期萌芽阶段、成长阶段和快速发展阶段。阶段的划分以我国创业投资机制的正式建立及国家十部委39号令^①的发布为标志。借鉴美国创业投资的经验和教训,结合我国企业的组织特点,39号令明确了三个配套政策:税收优惠、引导基金(变贷款为股权投资、变事前许可证制度为事后备案制度)、创业板的开设。这种对我国创业投资政策和环境的完善有力地促进了创业投资的发展。

1) 早期萌芽阶段(1985—1997年)

我国创业投资起步于20世纪80年代。1985年,中共中央在《关于科学技术体制改革的决定》中指出,对于变化迅速、风险较大的高新技术开发工作,可以设立创业投资给予支持。这一决定精神,使我国高新技术创业投资的发展有了政策上的依据和保障。同年9月,国务院批准成立了我国第一家创业投资公司——中国新技术创业投资公司(简称“中创”),这是一家专营创业投资的全国性金融机构。它的成立标志着我国开始进行创业投资的实践探索。继“中创”之后,我国又成立了中国招商技术有限公司、广州技术创业公司、江苏省高新技术创业投资公司等一批探索性创业投资公司。但是,受特定环境的影响,这些机构并没有按设立计划运作起来。

1991年3月6日,国务院颁发《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》,其中第6条规定:“有关部门可在高新技术产业开发区建立风险投资基金,用于风险较大的高新技术产品开发。条件比较成熟的高新技术产业开发区,可创办风险投资公司。”这标志着创业投资在我国已受到政府的高度重视。

1992年,沈阳市建立了科技风险开发性投资基金,对高新技术企业实施贷款担保、贴息垫息和入股分红等多种有偿投资方式,分担科技开发的风险。1996年5月15日我国正式通过并颁布了《中华人民共和国促进科技成果转化法》,于1996年10月1日起实施。该法第二十一条明确规定:“科技成果转化的国家财政经费,主要用于科技成果转化的引导资金、贷款贴息、补助资金和风险投资以及其他促进科技成果转化的资金用途。”该法的实施进一步推动了我国创业投资的发展。

20世纪90年代以来,随着我国对外开放的进一步扩大和高新技术产业的迅速发展,国际创业投资开始进入我国市场。1992年,全球最大的信息技术服务公司——美国国际数据集团(International Data Group, IDG)在我国成立美国太平洋创业投资基金后即着手对多家创业企业的投资。而四通利方、亚信集团、东方伟博等信息技术企业都成功地融入了美国及中美合作创业投资。国际创业投资运作比较规范,对我国创业投资业起到了一定的促进和引导作用。

^① 2005年11月15日国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、人民银行、税务总局、工商总局、银监会、证监会、外汇局令第39号公布《创业投资企业管理暂行办法》。



2) 成长阶段（1998—2005 年）

从 1998 年开始，我国的创业投资进入成长阶段。在 1998 年年初召开的全国政协九届一次会议上，中国民主建国会中央委员会提出的关于加快发展我国创业投资事业的提案被全国政协列为“一号提案”，在国内引起了很大的反响。随着社会各界对创业投资的进一步重视，全国创业投资机构的数量和资本规模开始呈现出较快的增长。1997 年和 1998 年，我国创业投资机构的增长率分别高达 65.22% 和 55.26%，年新增资本额在 20 亿~40 亿元。到 1998 年年底，创业投资资本的总量首次超过了 100 亿元。这些公司的资金来源包括各级地方财政、民间资金和外资，除了少数证券公司，金融机构基本未能进入。但是由于我国前期的创业投资机构和资本额的基数过小，截止到 1998 年年底，我国只有创业投资机构 59 家，创业投资资本额为 104 亿元。

1999 年 4 月，科技部、教育部等七部门联合发布《关于促进科技成果转化的若干规定》，指出：“有条件的高新技术创业服务中心可以依据《中华人民共和国促进科技成果转化法》及其他有关法律、法规和文件规定，建立风险基金（创业基金）和贷款担保基金，为高新技术企业的创业和发展提供融资帮助。”1999 年 8 月 20 日，中共中央和国务院又颁布了《关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》，明确指出：“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制，发展风险投资公司和风险投资基金，建立风险投资撤出机制，加大对成长中的高新技术企业的支持力度。”

为了培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立创业投资机制，指导、规范创业投资活动，推动创业投资的健康发展，国务院又于 1999 年 12 月转发了科技部会同国家计委、国家经贸委、财政部、中国人民银行、国家税务总局和证监会制定的《关于建立风险投资机制的若干意见》，这是我国第一个关于创业投资的纲领性文件，对创业投资的发展起到了积极的引导和促进作用。另外，从 1999 年开始，各地方政府，如北京市、上海市、浙江省和深圳市等也颁布了旨在促进本地区创业投资发展的地方法规。

在这一阶段，国际环境对我国创业投资的发展也起到了强有力的推动作用。中华网公司、亚信公司、新浪、搜狐、网易等纷纷在纳斯达克上市，外资也纷纷通过直接或间接的方式向我国创业企业提供创业投资。2000 年，全国新增创业投资机构 102 家，总量增至 201 家，增长率高达 103.03%，比 1999 年翻了一番还多，年新增资本额 166.76 亿元。1999 年和 2000 年，共新增创业投资机构 142 家，这是历年创业投资机构增长数量最多、增长速度最快的一段时间，截至 2000 年年底，全国创业投资机构达到 201 家，资本总量超过了 370 亿元。

2001 年年底，我国各类创业投资机构达 246 家，控制资本总额超过 400 亿元。但在 2002 年后，受美国网络泡沫破灭、世界经济发展减缓及国际创业投资退潮的影响，加上我国经济体制改革所留下的一些问题逐步暴露出来，全国经济的整体状态比较低迷，我国创业投资业进入调整期，创业投资机构数量及其控制的资本总额都有较大幅度的下降。2004 年后，外资的创业投资逐步回暖，而内资的创业投资则逐步显现出萎缩态势。

2004 年 1 月 31 日，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。经过一年多的落实，使得该意见及证监会相关规定支持和鼓励入市的机构投资者的资金实现入市。以证券投资基金、社保基金、保险资金、企业年金及银行系基金为主流的合规资金来源不断地汇入资本市场，成为推动资本市场稳定的活力之源，由此使内资的创业投资资本规

模止住了下滑势头，逐步回暖。

2006年，国家颁布实施《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》，对于建立和完善创业投资机制给予了高度重视，提出“建立和完善创业风险投资机制，起草和制定促进创业风险投资健康发展的法律法规及相关政策”“鼓励金融机构对国家重大科技产业化项目、科技成果转化项目等给予优惠的信贷支持，建立健全鼓励中小企业技术创新的知识产权信用担保制度和其他信用担保制度，为中小企业融资创造良好条件”。

3) 快速发展阶段（2005年至今）

2005年11月《创业投资企业管理暂行办法》的实施标志着我国创业投资业步入法治化轨道的新的发展阶段。一方面，国家发展改革委和省级备案管理部门按照该暂行办法有关规定，开始对创业投资企业实施备案管理，促进创业投资企业规范运作。另一方面，有关部门遵照国务院领导的指示，积极研究制定促进创业投资企业发展的扶持政策，如税收优惠、引导基金支持和创业板上市等。这些扶持政策均从不同角度促进了创业投资业的发展。

2007年，我国创业投资市场异常活跃，投资总额比2006年增加了82.7%，达到创纪录的237.18亿元；在募资方面，信托制、有限合伙制基金纷纷试水，使年度新募基金数和新增资本量又创新高。

2008年，美国次贷危机深化并演变为全球性金融危机，全球经济开始下滑，我国创业投资市场亦受到直接影响。从整体上来看，虽然2008年我国创业投资市场仍保持逆市增长的状态，表现依然抢眼，但是整体上升趋势放缓。在募资方面，受金融危机的影响，境外出资人资金匮乏，新募外币基金的数量和金额均有所减少；在投资方面，投资案例数和投资金额的增速已然放缓，部分创业投资机构已倾向于采取更加保守和谨慎的投资策略，以应对当时复杂而严峻的市场变化。2008年3月21日，中国证监会正式发布创业板规则征求意见稿和征求意见稿起草说明，创业板在经历十年曲折之后终于如箭在弦上，蓄势待发。

2009年，中央与地方政府频出新政，创业投资环境日益改善。同年10月，证监会批准深圳证券交易所设立创业板，并于10月23日举行创业板开板仪式，宣布创业板市场正式启动。10月30日上午，首批28家创业板公司集中在深交所挂牌上市，酝酿了十年的创业板终于正式启动。与此同时，另一桩让投资界翘首以待的大事发生了——20支全新的创业投资基金集体亮相，它们由国家发展改革委、财政部与北京、上海、重庆、湖南、安徽、吉林、深圳7省市联合设立，总规模超过90亿元。其中，中央政府注资10亿元、地方政府出资12亿元、社会募集近70亿元。这是国内试点的第一批完全市场化运作的政府引导基金。与以往不同的是，政府将不再作为基金的决策方和运营主体，而仅仅作作为股权投资方（limited partner, LP）之一，所有基金委托给专业的投资团队（general partner, GP）管理。

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创业投资资金网络。同时，我国多层次资本市场进一步完善，投资退出环境明显优化，投资退出渠道进一步拓宽，已初步形成主板、中小板、创业板，以及代办股份转让系统的构架。据统计，2010年，我国创业投资业上市退出（IPO）比例达到历史最高水平，占全部退出项目的29.8%，其中，44%的创业投资机构选择境内中小板上市退出；37.3%的创业投资机构通过创业板实现上市退出。



2011 年，国家对创业投资业的发展与扶持政策依然向好，但资本市场监管不断从严，对创业投资行业而言，机遇与挑战并存。2011 年，科技部发布的《关于进一步促进科技型中小企业创新发展的若干意见》、科技部和财政部联合印发的《国家科技成果转化引导基金管理暂行办法》、财政部和国家发展改革委联合印发的《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》，均强调了创业投资的重要作用，通过进一步加强创业投资引导基金的实施力度，大力发展创业投资，鼓励和引导民间资本进入金融服务领域，为种子期中小微企业提供资金支持、促进科技成果转化、培育和发展战略性新兴产业。同年，国家发展改革委发布了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》（以下简称《通知》），从企业设立、资本募集与投资领域，风险控制，基本职责，信息披露，备案管理和行业自律五个方面提出了一系列规范要求，旨在打击非法集资等不规范的募资行为。同年 11 月，证监会发布了《证券公司直接投资业务监管指引》，在为证券公司直投业务确立合法身份的同时，也加强了对直接投资业务的监管与信息披露力度；基金公平交易“新规”也指出要加强诚信监管，充分保护投资者的合法权益。

进入 2012 年，欧债危机反复恶化，发达经济体陷入低迷或衰退。在这样的经济背景下，我国创业投资市场无论是募资、投资，还是 IPO，都呈现出明显下行趋势。针对经济形势和创业投资的低迷状态，国家颁发了多项对民间资本进入多个领域的实施意见，同时针对非上市公司监管也出台了相应的管理办法。此外，各地方政府纷纷出台风投政策和管理办法，力求促进产业结构的调整与经济结构的转型。2012 年，“新 36 条”^①实施细则相继出台，各部委共出台了 42 项民间投资实施细则，积极鼓励和引导民间资本进入电信、旅游、文化、保险等行业，进一步推动以上行业向民间资本开放。同年 9 月 17 日，国务院批准了由中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、国家外汇管理局共同编制的《金融业发展和改革“十二五”规划》，其中强调了要规范民间金融的健康发展，这对整个低迷的 VC/PE 行业的发展起到了积极的促进作用。

2013 年 1 月，全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”）正式揭牌运营，成为我国场外市场建设的标志性事件；2 月，《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》及配套文件正式发布实施，意味着“新三板”业务走上正轨。6 月，明确全国股份转让系统扩大至全国。

2013 年 12 月 13 日，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，对“新三板”全国扩容做出部署：只要是股权结构清晰、经营合法规范、公司治理健全、业务明确并履行信息披露义务的股份公司，均可经主办券商申请挂牌。2014 年 6 月，《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定（试行）》发布，做市制度正式出台。2015 年 3 月 18 日，“新三板”正式发布两个市场指数：三板成指^②、三板做市^③，从此结束无指数时代。

2017 年，我国 VC/PE 迎来 IPO 丰收年。由于 IPO 大提速，“7 天收获 3 家 IPO”“12 小时收获 2 家 IPO”等各种“传奇”不断上演。这一年，倪泽望执掌的深圳市创新投资集团有限公司以 23 家 IPO 笑傲群雄，达晨紧随其后。同年，熊晓鸽带领 IDG 资本成功收购 IDG 集团投资业务，完成世界投资史上传奇的一笔。

① 《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》。

② 全国中小企业股份转让系统成份指数。

③ 全国中小企业股份转让系统做市成份指数。

但自 2018 年以来，我国创业投资经历了“冰火两重天”。一方面，被称为史上最严“资管新规”落地，“募资难”开始全面爆发。“募资难”背后的现实是，VC/PE 行业正在上演一场悄然无声的生死淘汰赛，一批 VC 企业慢慢倒下。另一方面，以拼多多、小米、美团为代表的超级独角兽纷纷上市，背后投资方回报丰厚。这三家当年最受瞩目的 IPO 背后均有 IDG 资本的身影。另外，小米令早期投资人晨兴资本刘芹创造了一个回报神话；而高榕资本张震对拼多多的投资，则成为我国创业投资史上的经典案例之一。

2019 年，“募资难”持续弥漫 VC/PE 行业，我国创业投资行业出现了罕见的安静。这一年，美团、拼多多、字节跳动的市值/估值均突破 1000 亿美元，成为继 BAT 之后崛起的三大新经济巨头，而他们身后是成功实现“全垒打”的红杉中国。作为美团“最早、最重要的投资人”，红杉中国不断加持 12 年，这笔投资的回报超越红杉 40 多年来的任何项目，包括谷歌。百丽国际旗下运动业务板块滔搏国际成功 IPO，高瓴资本、鼎晖投资缔造我国 PE 史上一笔经典投资；但最为轰动的，仍属高瓴资本入主格力电器。

进入 2020 年，我国创业投资行业经历了一次巨大调整，互联网不再是唯一的“大粮仓”，半导体、医疗健康创造财富的速度惊人，不过头部效应越发凸显。成立 15 年的红杉中国在几乎所有关注的领域中都保持了超一流的回报水平，而穿越 20 多年大小周期 IDG 资本在硬科技浪潮来临前已密集布局，依旧走在了最前沿。20 年，潮起潮落，人来人往，有人继续保持旺盛的生命力，有人悄悄地淡出大众视野。

2022 年以来，受中美贸易争端、俄乌冲突等多重超预期因素影响，我国创业投资市场发展态势趋缓，募资端、投资端、退出端规模均出现不同程度的下滑，叠加市场中长期存在的体制机制问题，创业投资市场无法充分发挥功能，投融资对接质量、效率不高，创新企业，特别是创新型中小企业的融资空间依然不足。总的来看，我国创业投资市场发展持续承压的原因是多方面的，既有美联储加息等外源性因素，也有创业投资市场资金属性与资金需求匹配度不高、长期资金供给不足等内源性因素，多因素交织之下，创业投资市场的本源性功能无法得到充分发挥。国资主导下创业投资市场“投早、投小”意愿不足，社会资本参与的积极性不高。目前，创业投资市场中国有属性资金占比接近 70%。规模超过 10 亿元的基金中，国有背景的基金管理机构占比超过 60%。从属性上看，国有背景资金普遍存在保值增值的硬性约束，天然具备避险属性，这就使得创业投资机构在决策过程中更多地偏向中后期、成熟期等风险较低项目，创业投资市场“投早、投小”的功能无法得到充分发挥。同时，国有背景创业投资机构在投资决策、薪酬管理与收益分配上的灵活性相对不足，部分国有背景创业投资机构因现行体制下相对冗长的投资决策流程而错失“投资良机”。此外，国资盛行间接抬高了创业投资市场的“入局者门槛”，可能形成“挤出效应”，影响社会资本参与创业投资的积极性。

在众多不甚乐观的数据中，热门赛道“硬科技”依然在各个统计数据中表现抢眼，其中最受关注及融资数量高的领域集中在 AI、新能源、新材料等领域。我国经济正在从生产要素导向、投资导向进入科技创新导向阶段，能够助力、引导、催生、触发第四次工业革命的“硬科技”已成为我国产业变革和经济发展的主线，也将成为资本市场的投资热点。从宏观来看，“硬科技”是培育经济发展动力的关键因素；从中观来看，“硬科技”是促进产业升级的根本保障；从微观来看，“硬科技”是科技企业之促发展的原动力。



阅读资料 1-2
我国创业投资市场



三、上海创业投资发展的背景与历程

1. 上海创业投资发展的背景

1985 年 3 月，中共中央《关于科学技术体制改革的决定》提出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持。”这是我国首次提出以创业投资的方式支持高科技产业的开发，为我国创业投资业的发展提供了政策上的依据和有力的保障。1986 年，国家科委（国家科学技术委员会）在《科学技术白皮书》[1986 年经国务院批准，国家科委（后改称科学技术部）决定公开发布《中国科学技术政策指南（第 1 号）》。这是我国第一次以政府部门的名义出版的《科学技术白皮书》，公布党和国家在科学技术方面制定的政策]中首次提到了发展创业投资事业的战略方针。1987 年，以各个高新技术开发区为后盾，以促进高新技术成果的商品化、产业化和国际化为目的的高新技术企业“孵化器”——创业中心，开始在全国各地陆续设立，如武汉创业中心（1987 年）、成都创业中心（1989 年 11 月 25 日）、上海创业中心等，初步开创了我国科技创业投资机构成功运作的良好局面。可以说，创业中心是我国科技投资业的先行者和实践者，为创业投资业在我国的兴起和发展开辟了道路。1988 年 5 月，国务院正式批准以“中关村电子一条街”为基础建立北京市新技术产业开发试验区。我国第一个高新技术产业开发区诞生了。同年 8 月，中国国家高新技术产业化发展计划——火炬计划开始实施，创办高新技术产业开发区和高新技术创业服务中心被明确列为火炬计划的重要内容。在火炬计划的推动下，各地纷纷结合当地特点和条件，积极创办高新技术产业开发区。1991 年，国务院在《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》中指出：“有关部门可在高新技术产业开发区建立风险投资基金，用于风险较大的高新技术产品开发。条件比较成熟的高新技术产业开发区，可创办风险投资公司。”这标志着创业投资在我国已受到政府的高度重视。

随着国家对创业投资的认识与逐步重视，大力发展科技产业的上海市也关注到了创业投资良好的发展前景。

2. 上海创业投资发展的历程

从 1992 年至今，上海市开展创业投资已有 30 余年的历史，从创业投资的萌芽诞生到今天的快速发展，可划分为三个阶段：起步阶段、成长阶段、快速发展阶段。

1) 起步阶段（1993—1997 年）

上海创业投资发展的渊源可以追溯到 1992 年，当时，国内尚无 VC 概念，外资 VC 亦未进入我国，但为了大力发展上海的科技产业，市政府开始尝试“拨改投”，组建了由政府出资、市科委主管的国有独资创业投资公司——上海科技投资公司（以下简称“科投公司”），主要对上海信息、生物与医药、新材料、清洁能源、现代服务业等领域的高科技成果产业化进行

创业投资，是上海最早开始专业从事科技产业化的创业投资企业。1993 年年初，科投公司以全部 1.5 亿元人民币注册资金并联合六家银行和宝钢、上海石化和东方明珠三家企业共同组建了注册资金为 3.05 亿元人民币的上海科技投资股份有限公司（简称“上海科投”），科投公司占 49% 的股份，系第一大股东。

1993 年 6 月，上海科投与美国国际数据集团（IDG）成立了合资公司——上海太平洋技术创业有限公司，双方各占 50% 股份，这是我国第一家合资创业投资公司，也是国际创业投资机构第一次进入我国市场。合资公司的成立是创业投资在上海的超前试验，也是个不小的挑战。上海太平洋旗下的第一支基金也在当年 6 月正式成立，规模达 2000 万美元，直至 2003 年到期清盘后，实现了年均 36% 的内部收益率，这是我国创业投资发展历程中第一个走完了从融资、投资、管理、退出直到清盘这一完整周期的创业投资基金。1995 年 12 月 27 日，国家科委发文委托上海市科委负责组建中新技术公司。1996 年 12 月 9 日，上海中新技术有限公司正式成立。中新技术有限公司在投资过程中，充分利用股东的有效资源、上海科投在项目资源上的优势、新加坡投资公司在运作上的丰富经验，选择有潜力在中国、新加坡或者海外其他国家上市的高科技项目，与新加坡和国际上的 VC 联手，培育有潜力上市的公司。

在这一阶段，由于创业投资的观念刚刚被引入上海，创业投资的市场化机制暂时难以形成，主要是靠政府的干涉和参与。此阶段创业投资机构的主体为具有政府背景的科技投资公司，资金来源主要是政府的科技经费，投资对象主要为高新技术企业。这些科技投资公司的设立不仅改变了使用政府科技经费的单一模式，而且在很大程度上探索和推动了上海创业投资事业的发展。但由于法律环境的不完善、专业投资人才的缺乏等因素，这一阶段上海创业投资的发展还较为缓慢。

2) 成长阶段（1998—2005 年）

1998 年 3 月，全国政协九届一次会议上，关于加快发展我国创业投资事业的提案被列为大会的“一号提案”，掀起了我国创业投资事业发展的热潮。1998 年，上海市人民政府决定分 3 年从财政资金中拿出 6 亿元，建立创业投资基金。上海创业投资有限公司于 1999 年 8 月 9 日成立，标志着上海市创业投资进入快速成长的新时期。该公司负责管理上海市人民政府拨付的 6 亿元创业投资基金和数十亿元“科教兴市”专项基金，专门从事创业投资。在这个时期，各区政府也成立了创业投资公司，资金来源主要是政府资金，如上海张江创业投资有限公司、浦东科技投资公司、徐汇科技投资公司等，同时一些大学也成立了创业投资有限公司，如上海交大信息投资有限公司（现改名为“慧盛”）、上海交大创业投资有限公司（现改名为“慧立”）、上海复旦创业投资有限公司。在这个时期，大量的创业投资公司成立，已成立公司则实施增值扩股。

这个时期的创业投资公司主要投资于初创期的项目和企业，由于创业环境不够完善，投资项目的成功率不是很高。在经过创业投资模式的思考后，上海最早提出了做“基金的基金”。上海创业投资有限公司通过与大学、高科技园区，包括海外基金合作，共同组建创业基金（公司）的模式，充分发挥创业投资“杠杆基金”的作用，引导各类资金进入创业投资行业，并逐步将“创业投资”从概念推向实际运作，从政府要求转变为市场行为，从而初步确立了上海创业投资作为“基金的基金”的定位，也初步确立了政府在创业投资中“引导、推动、吸引”的定位。



至 2000 年年底，上海已有 1.5 亿元科技创业投资基金投向 30 多个高科技产业项目，其中包括信息技术、新材料、生物医药技术等领域的項目。这些产业化高科技项目被有关方面看好，已带动社会投资 10 亿元。上海创业投资有限公司将主管的资金交给运作公司，运作公司寻找有市场前景的高科技产业项目，然后将创业投资基金以入股形式投入。这种资金运作机制可使资金运作者对资金投向高度负责，充分发挥投资效益。一个由政府提供启动资金，社会、企业多方参与，可与国际接轨的科技创业投资体系，已在上海初步形成。截至 2004 年年底，上海有各类创业投资机构 193 家。

这一时期的上海创业投资行业，规模仍然很小，但处于平缓发展之中；行业结构不尽合理，但出现自我调整趋势；本土创业投资机构经验不足，但显示出规范运作趋向；国有创业投资机构资金管理规模较小，但契合现实发展所需；高级专家相对短缺，但相比起步阶段，已经初步形成人才队伍。这些特点显示出当时的上海创业投资依然稚嫩，但是旺盛的投资需求、充裕的资金储备、良好的政策环境和规范的运作趋向决定了上海创业投资面临着良好的发展机遇、有着巨大的成长空间。

3) 快速发展阶段（2005 年至今）

为规范创业投资企业的运作，确保国家特别法律保护与政策扶持目标的实现，2005 年 11 月由国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银监会、中国证监会和国家外汇管理局十部委联合制定的《创业投资企业管理暂行办法》（国家发展改革委第 39 号令）（以下简称《办法》），经国务院批准发布实施。《办法》规定对创业投资企业实行备案管理。凡遵照《办法》规定完成备案程序，并接受备案管理部门监管和经认定投资运作符合有关条件的创业投资企业，均可享受《办法》的特别法律保护和相应的政策扶持。

为配合《办法》的实施，扶持创业投资企业的发展，国家发展改革委、财政部、商务部于 2008 年 10 月 18 日下发《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》，促进了创业投资行业的快速发展。

2006 年 10 月，全国首个由地方政府设立的政策性扶持资金——上海浦东新区创业风险投资引导基金正式成立。该引导基金不以营利为目的，定位为创业投资的母基金，将重点投资浦东新区的生物医药、集成电路、软件、新能源与新材料、科技农业等高科技产业。上海浦东新区创业风险投资引导基金的成立是上海市创业投资发展道路上的伟大尝试。

2010 年 3 月 31 日，上海市创业投资引导基金正式挂牌成立，基金规模达 30 亿元，旨在通过创新财政资金投入方式和运作机制，引导社会资金投向上海重点发展的高新技术产业化领域，主要投资于处于种子期、成长期等创业早中期的创业企业。浦东新区创业风险投资引导基金与上海市创业投资引导基金的成立，激发了创业投资企业开展投资活动的热情，掀起了新一轮投资高潮，有力地扶持了浦东新区高新技术产业的发展，促进了平台建设，推动了创业投资、创新创业人才的集聚，标志着上海市创业投资进入快速发展的阶段。

2014 年，上海科创集团由上海科技投资公司（成立于 1992 年）与上海创业投资公司（成立于 1999 年）战略重组而成。浦东科创集团于 2015 年由浦东新兴产业投资有限公司、浦东融资担保有限公司和张江火炬创业园投资开发有限公司组建而成。近 30 年来，这两家国资创业投资企业虽分处浦江两岸，但都默默坚守硬科技投资，见证了一批又一批科技企业从无到

有、从小到大、从弱到强的蜕变。目前，上海科创集团的资本管理规模超过 1200 亿元人民币，累计直接投资项目超过 360 家，参股创业投资基金超过 160 家，参股基金投资项目超过 1800 家，培育科创板上市企业 52 家。

上海市人民政府于 2010 年设立了上海市创业投资引导基金（以下简称“引导基金”），并发布了《上海市创业投资引导基金管理暂行办法》（沪府发〔2010〕37 号）。“引导基金”设立以来，通过政府引导，市场环境不断优化，上海市创业投资规模不断扩大，发展势头愈加强劲。为进一步贯彻落实党中央、国务院，以及市委、市政府各项决策部署，加快具有全球影响力的科技创新中心的建设，发挥“引导基金”带动社会投资、培养市场需求、提高资源配置效率、促进创新创业企业成长等作用，在原管理办法的基础上，结合上海市创业投资行业发展新形势，2017 年上海市人民政府重新制定下发《上海市创业投资引导基金管理办法》（以下简称“管理办法”）。该管理办法设立了政府引导基金，旨在通过政府资金的引导，带动更多的社会资本进入创业投资领域。政府引导基金的设立，不仅为创业投资企业提供了资金来源的保障，更重要的是，它传递了一个明确的信号：政府高度重视创业投资在推动科技创新和产业升级中的重要作用，并愿意投入真金白银予以支持。

2019 年，为进一步促进创业投资服务创新驱动发展战略，为科技创新提供持续推动力，上海市人民政府发布《关于促进上海创业投资持续健康高质量发展的若干意见》，从统筹协调、财政投入、服务模式、市场化运作机制、多层次金融体系联动、人才引进与培养等方面，全方位支持创业投资发展：充分发挥各类政府投资基金的引导带动作用，对创业投资、天使投资在工商注册变更、银行托管等方面出台更便捷的政策措施；鼓励各类有风险承受能力的主体开展天使投资；建立完善国资创业投资企业市场化运作机制；积极探索形成财政资金、国资收益和社会资金多渠道并举的滚动投入机制。加强创业投资与科创板等市场板块的联动，丰富创业投资企业的投资和退出渠道；加强创业投资与各类金融机构的联动，积极推广投、贷、保联动等多种创新模式，充分发挥中小微企业政策性融资担保基金的功能作用；鼓励本市银行业金融机构与创业投资企业合作，积极探索投贷联动业务。大力加强高校、科研机构、产业集团与创业投资企业的联动合作；打造上海创业投资和孵化器集聚区，积极鼓励基金加基地、孵化加投资等各类创新型基金运作模式，努力提高新兴企业孵化培育效率；建立完善早期投资让利等激励机制。符合条件的创业投资人才，可以按照规定缩短居住证转办常住户口年限，或办理直接落户。通过在上海有条件的高校开设创业投资专业课程，以及与国外知名院校合作办学等多种形式，加强人才队伍的培养。

2022 年，为加强和规范私募股权和创业投资基金份额的评估管理工作，上海市国资委研究制定了《上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引（试行）》，要求各监管企业认真贯彻执行，各委托监管单位、受托监管企业、区国资委结合实际参照执行。

2023 年，上海市人民政府办公厅印发的《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》尤为引人注目。该意见明确提出了对股权投资企业和股权投资管理企业的扶持措施，包括税收减免、人才引进和办公场地支持等。这些措施的实施，极大地减轻了企业的经济负担，吸引了众多优秀人才加盟，为企业提供了稳定且高效的发展环境。

2023 年 12 月，为贯彻落实《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《条例》），发挥股权投资在服务实体经济、促进科技创新等方面的功能作用，推动上海国际金融中心和国际科技创



新中心联动发展，上海市人民政府办公厅印发《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》（以下简称《若干措施》），持续细化、优化“募、投、管、退”全流程、各环节服务，吸引更多投资机构落户上海、长期发展。《若干措施》着眼落实国务院《加大力度支持科技型企业融资行动方案》和市委、市政府工作部署，大力培育长期资金、耐心资本，引导投早、投小、投硬科技，推动上海国际金融中心和科技创新中心联动发展；聚焦各方反映较为集中的机构设立、资金募集、投资退出、信息共享等方面的难点问题，以及在政府引导基金、企业创业投资、长期资金引入、财税政策优化等市场较为关注的领域，提出有较强针对性的措施。

据中国证券投资基金业协会统计，截至 2023 年第三季度，注册在上海的私募股权、创业投资管理人有 1843 家、管理基金有 8865 支、管理规模有 2.3 万亿元人民币，三项数据均位居全国前列，其中，上海的创业投资基金管理规模达 6150 亿元人民币，位居全国之首。截至 2023 年年末，注册在上海的科创板上市企业达 566 家，IPO 融资额超 9000 亿元人民币，总市值约 6.1 万亿元人民币，为推动上海国际金融中心和科技创新中心联动发展提供了强有力的支撑。

上海已在着力推动“科技—产业—金融”的良性循环，在培育和引入长期资金、耐心资本，引导投早、投小、投硬科技等方面有多项举措落地。

2023 年 11 月，全国社保基金长三角科技创新股权投资基金在沪揭牌成立，首期规模 51 亿元人民币，重点围绕集成电路、生物医药、人工智能等领域开展投资，支持上海建设具有全球影响力的科技创新中心及长三角一体化高质量发展。

同时，上海正在推动在沪设立专注于促进天使投资发展的社会组织，搭建集聚天使投资人、科技成果转化项目及种子期、初创期科技型企业的投融资专业化服务平台，建立天使投资数据库，强化对早期项目的发现及投资培育。

在吸引外资方面，截至 2023 年年末，共计 90 家境内外知名投资机构参与上海合格境外有限合伙人（qualified foreign limited partner, QFLP）试点，累计试点规模约 186 亿美元。在支持退出方面，截至 2023 年年末，上海私募股权和创业投资份额转让平台共计成交 69 笔，成交总份数约 175 亿份，成交总金额约 204 亿元人民币；完成 21 单份额质押业务，质押份数 21.4 亿份，融资金额约 33 亿元人民币。

总的来说，上海市三大先导行业的投融资规模领先全国，在医疗器械、氢能领域也表现突出，商业航天和新材料领域的投融资具有较大发展空间。上海中长期私募股权、创业投资行业已经进入了以科技创新驱动为主的新常态，投资机构更加关注前沿科学、未来产业，大模型、脑机接口等成为投资热点。政府将持续出台相关措施鼓励创业投资行业投早、投小、投硬科技，如注册制改革的深化、天使引导基金的设立。



思考题

1. 我国创业投资的发展历程分为哪几个阶段？
2. 简述创业投资的定义。
3. 简述创业投资的特征。
4. 简述创业投资的过程。
5. 创业投资的退出渠道有哪些？