

第06讲 扶持创投的必要性和多层次政策扶持的逻辑

- 一、扶持创业投资的必要性分析
- 二、扶持创业投资的着力点：技术范式 or 创业范式？
- 三、国际上对创业投资给予多层次政策扶持的经验
- 四、对我国创业投资扶持政策的回顾与检讨
- 五、完善我国创业投资扶持政策的建议

一、扶持创业投资的必要性分析

1、创业投资具有效益外溢性。一方面，VC通过有效支持创业，进而有力支持创新，能够给社会带来增长动力和创造就业，而且所带来的是一种新经济增长要素；另一方面，其所产生的效益却难以完全内化为归属于自己的收益。

2、创业投资具有高风险性、规模不经济性。

所以，单纯靠市场配置创投资本，必然面临市场失灵问题。

二、扶持VC的着力点：技术范式 or 创业范式？

1. 技术范式：将“VC是否支持技术研发”作为政策标准。然而，

- 1) 技术研发并不必然具有商业价值；
- 2) 即使**可能有**商业价值，也只有将其成果，借助创业等活动，转化为能满足消费者需求的产品，才能产生**实际的**销售收入，进而支撑企业成长，并最终给投资者带来回报；
- 3) 研发投入的运作规律，不同于创投的运作规律。

所以，技术范式缺乏现实着力点，有关政策不可能有可操作性。

2. 创业范式：将“VC是否支持创业”作为政策标准。由于：

- 1) 创业可望带来商业价值；
- 2) 创业活动是促进技术研发成果转化的有效途径，并通过自身的价值增值，为投资者赢得应有的回报；
- 3) 创业的运作规律，与创投的运作规律，具有天然契合性。

所以，创业范式有现实着力点，有关政策才有可操作性。

三. 国际上对创业投资给予多层次政策扶持的经验

- 1、通过对创业事业的支持，间接促进创投发展
- 2、通过直接扶持，克服创投资本配置失灵问题
- 3、通过相应的制度安排，促进创业投资组织化
- 4、培育多层次资本市场，提供通畅的退出渠道
- 5、完善法律法规体系，创造良好法律环境

1. 通过对创业事业的支持，间接促进创投发展

- 美1982年出台《小企业发展法》：年研发经费超过1亿美元的联邦机构都应当实施“小企业创新研究计划”，每年拨出研究经费的1.25%用于支持小型创业企业的创新活动。
- 英在80年代初实施“企业扩张计划”，对向未上市小企业直接投资的个人，可按投资额的一定比例申请每年不超过4万英镑的所得税豁免。
- 新加坡自1998年以来，先后实施了“科技企业培育计划”、“科技创业家计划”等计划。

2. 通过直接扶持，克服创投资本配置失灵问题

- 税收减免；
- 融资支持；
- 政府引导基金参股；
- 投资亏损补偿。

3. 通过相应的制度安排，促进创投组织化

- 1946年美国研究与发展公司虽然成立，但这种组织化的创业投资竟然在其诞生后的13年里无人模仿。直到1958年美国政府推出“小企业投资公司计划”，小企业投资公司这种组织化的创投基金才得以快速发展起来，并推动了其它类型创投基金的发展。
- 台湾创投之所以在1984年以后得以蓬勃发展，也得益于1983年颁布了《创业投资事业管理规则》。

4. 培育多层次资本市场，疏通退出渠道

VC可以通过多种方式退出，但多层次资本市场的意义在于：

- 1) 提供直接退出途径；
- 2) 对其他退出方式，起重要的间接支持作用：
 - a. 为股权转让和并购提供价格参照；
 - b. 为次级收购者提供最终退出通道。

5. 完善法律体系，优化法律环境

- 美在1978-80年间两度修改“雇员退休收入保障法”，使养老基金可将不超过一定比例的资金投资于创投公司，且受托人可不被当作投资顾问接受监管，从而激励基金经理募集养老基金的资金从事创投。
- 1980年美通过《小企业投资促进法》，针对创投的特点，将创投公司视为“企业发展公司”，以突破“投资者超过14人即须按投资顾问注册并运作，不得实行业绩报酬”的限制。一流创投家又重新回到大型创投公司，确保创投专家管理。

四. 对我国创业投资扶持政策的回顾与检讨

(一) 概念引入阶段 (1984-1996) :

在“风险投资”范式下几经曲折

(二) 理论反思阶段 (1997-1999) :

“创业投资”范式对创投体制框架的探索

(三) 两种范式对峙阶段 (2000-2002) :

受“风险投资”范式影响创投体制建设中止

(四) 按“创业投资”范式构建创投体制阶段 (2003—2016)

以《创投企业办法》立法为突破口重新推进体制建设

(五) 系统完善创业投资体制阶段 (2016—)

《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》发布。

（一）概念引入阶段（1984-1996）：

在“风险投资”范式下几经曲折

- 1、“风投”范式使“风投”政策脱离“创业”之本
- 2、通过贷款搞“风投”，无法与创业企业担风险
- 3、政府直接做“风投”，导致职能越位

1、“风投”范式使“风投”政策脱离“创业”之本

- 1) 1985年3月《中共中央关于科学技术体制改革的决定》在“改革对研究机构的拨款制度”中，指出：“对变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资支持”。未抓住“支持创业”实质。
- 2) 1987年1月《国务院关于进一步推进科技体制改革的若干规定》在第32条有“引导企业的科技进步”论述，但却在第31条“提高科技投资强度，改善科技经费管理”措施中，提“逐步实现风险投资”。可见，仍未落实到“创业”基点上。
- 3) 1999年8月《…实现产业化的决定》在第二章中论述了“促进企业成为技术创新的主体”，却只字未提创业企业。相反，却是从“培育有利于高新技术产业发展”的资本市场”角度，提出“逐步建立风险投资机制”。可见，仍是从产业角度论创投。

2、以贷款方式搞“风投”，无法与创业企业共担风险

- 85年成立了一家专门从事科技贷款的信托投资公司（中创），实践表明：贷款方式做不了创投。
- 89年中国工商银行、中国农业银行先后开办科技贷款，90年人民银行甚至设立了“科技贷款项目”。但因风险—收益不对称而失败。
- 95年5月《中共中央关于加速科技进步的决定》**仍将进一步将“风险投资”作为“大幅度增加科技贷款规模”措施**，甚至成立“中经担”来为科技贷款提供担保。结果是“中经担”无法“担”。

3、政府直接做“风投”，导致职能越位

受“高技术产业风险投资”范式影响，认为“既然高技术产业是风险事业，民间资本不敢冒这个险，就理应由政府来冒”。

1991年3月《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》指出：“有关部门可在高新技术开发区建立风险投资基金…条件成熟的高新技术开发区可创办风险投资公司”。

此后，有关部门和开发区掀起设立“风险投资机构”热潮。但这次热潮中涌现的国有独资“风险投资机构”，在运作中普遍面临业绩激励和风险约束机制难以建立的问题。

（二）理论反思阶段（1997-1999）：

“创业投资”范式对创投体制框架的探索

1996年，原国家计委专家借鉴淄博基金经验，提出“发展创业投资基金，促进产业转型升级”建议。因当时国内将“创业投资”翻译为“风险投资”，可能遭人误解，故采取了“产业投资基金”称谓。此建议受到国务院领导重视后，即开始系统研究创投基金即所谓“产业投资基金”发展问题。

1997年12月，原国家科委、国家计委等七部委组成“国家创投课题组”。1998年10月，形成《关于建立我国科技创业投资机制的报告》。报告基于原国家计委专家提出的“创业投资”范式，提出了构建创业投资体制的原则和基本法规政策体系框架：

- 1、培育创业投资主体；
- 2、建立创业投资退出机制；
- 3、完善中介服务体系，提出成立创业投资协会；
- 4、制定《鼓励创业投资目录》，为扶持政策提供操作基础。

（三）两种范式对峙阶段（2000-2002）： 受“风险投资”范式影响创投体制建设中止

《关于建立创业投资机制的若干意见》原本已获国务院批准，但99年末发布时，权威人士要求改成《关于建立风险投资机制的若干意见》。此后，因概念之争，落实变得极其艰难：

1. 在发改委意识到“产业投资基金”概念不准确后，本已考虑将其改回“创业投资基金”。但权威人士坚持“创业投资基金”应改为“风险投资基金”，就只好仍坚持“产业投资基金”概念，导致《产业投资基金管理暂行办法》最终流产；

2. “创业板”被改为“高新技术企业板”后，无法操作；

3. “中国创业投资协会”“中国风险投资协会”同时申请，而无法成立；

4. 《鼓励创业投资目录》被改成《鼓励风险投资目录》而无法出台，进而影响了财税扶持等政策的制订。

（四）按“创投”范式构建创投体制阶段（2003—2016）

以《创投企业办法》立法为突破口重新推进体制建设

《产业投资基金管理暂行办法》流产后，本人借助“北大创业投资研究中心”平台，邀请财税科技等部门重新研究创业投资有关政策问题。特别是本人于2002、2003年先后出版《创业投资原理与方略》、《创业投资制度创新论》对“风险投资”范式进行系统商榷，终于使得国务院有关部委达成共识，并于2005年11月以十部委名义，联合发布《创投企业管理暂行办法》。

十部委办法的发布实施，标志中国正式进入创投体制建设阶段。此后陆续出台了一系列配套措施：

- 1、2007年：创投企业税收政策，但受合伙迷信影响效果不佳
- 2、2008年：创投引导基金指导意见，但后来很少遵守
- 3、2009年：创业板在历经5次曲折出台却难支持创业
- 4、2010年：创投企业国有股豁免减持特别政策
- 5、2014年：保险资金投创投规定经9年曲折出台却限制过严。

（五）系统完善创业投资体制阶段（2016—）

《创投国十条》发布实施

《创投国十条》发布实施后，已出台两条实施措施：

1、2017年：关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策

2018年：全国推广，因仍未超越合伙迷信影响，效果不佳

2、2018年：创业投资基金股东差异化减持特别规定，但受

**“风险投资是高风险早期投资”影响，标准过于严格，2020年
又修订**

五. 完善我国创业投资体制的对策建议

- 1、优化创业环境
- 2、培育专业化的创业投资主体
- 3、建立健全政府扶持机制
- 4、完善创业投资退出机制
- 5、完善创业投资相关法律体系

1. 优化创业环境

- 落实《中小企业促进法》，完善创业基础设施体系和基础性融资体系；
- 坚持必要的政府直接资助，支持各类创新型小微企业的创业和发展；
- 大力整饬市场经济秩序，建立健全信用体系，保护通过正当的创业活动来获得高的创业收益；
- 完善创新创业生态环境，培育“鼓励创新，宽容失败”文化氛围。

2. 培育专业化创业投资主体

- 一方面，对法律监管层面的“创业投资”，主要按照不涉及杠杆操作的原则，进行适当界定，为各类创投主体市场化运作提供宽松的市场空间；
- 另一方面，对政策扶持层面的“创业投资”，按照与政策导向相对等的原则，进行适当界定，以更好发挥创投支持中小企业创业和扶持创新的作用。

3. 建立健全政府扶持机制

- 进一步完善促进创投发展的税收政策
- 探索通过债权融资方式，支持创投机构提高投资能力
- 研究制订鼓励境外创业资本进入中国创投市场的政策
- 完善“创投引导基金”对创投子基金的支持政策
- 建立政策性创业投资风险补偿基金

4. 完善创投相关法律体系

- 根据创业投资基金的特点，尽快修订《公司法》《合伙企业法》等企业组织法。
- 进一步修订《外商投资创业投资企业暂行规定》，打破国外创业资本进入中国创业投资市场的法律障碍。

5. 完善创业投资退出机制

- 完善科创板、创业板、新三板，全面推进注册制；
- 进一步完善创投基金差异化减持政策；
- 修订有关法律，完善企业并购市场。