“相契”还是“分离”？中国私募基金存续期和创新企业成长周期匹配度

余春燕

摘　要　本文通过回顾中国私募股权投资市场的演变过程，探讨私募基金存续期和创新型企业成长周期之间的关系，发现我国基金存续期存在难以匹配种子期和起步期创新企业、难以匹配周期较长的战略性新兴产业、存续期偏短导致投后管理缺乏、对创新型企业支持作用偏弱等问题，主要原因在于长期资本缺乏导致存续期偏短、多样化资本退出渠道仍需畅通、多层次资本市场建设不够完善和私募基金业法律制度尚不健全。最后，为完善中国私募基金市场、更好匹配创新企业需求，本文提出更好吸引中长期资本进入、多元化畅通资本退出渠道、优化多层次资本市场建设等建议。

关键词　私募基金　创新型企业　存续期　成长周期

一、引言

私募股权投资市场作为直接融资市场，对创新支持有着正反两方面的效应。如果私募股权基金存续期与创新型企业成长周期相匹配，私募股权投资市场的分散决策机制与创新的点状发生特征有着天然的匹配，也可以分担创新活动的不确定性风险，同时利用自身优势为创新企业提供增值服务。但如果私募股权基金存续期与创新型企业成长周期不匹配，私募股权投资基金作为资本的逐利属性对创新也有着诸多负面效应，如资本缺乏长期理念、过于追求短期利润或将使得私募股权投资机构有意或无意地对创新型企业进行利益攫取，或利用资本的强势将投资风险倒扣给创新企业。

本文从私募股权资本特点出发，对我国私募股权投资基金存续期相关情况进行梳理，包括相关规则、起算时点、期限范围等，并介绍了目前我国私募股权投资基金的存续期现状；随后，在定义创新型企业成长周期的背景下，对我国私募股权投资基金存续期和创新型企业成长周期的匹配度进行研究。

私募股权投资作为金融资本的一种重要形式，扮演着连接投资者与融资者的纽带角色。私募股权投资具有以下六大特点：①非公开募集，在募集资金时通常采取非公开方式；②存续期有限，通常为几年至几十年不等；③以营利为目的，投资目标是追求利润；④财务投资模式，通过购买股权等方式参与企业经营和发展；⑤管理能力要求，需要管理团队具备专业的投资和风险控制能力；⑥投资标的基本未上市，主要投资于尚未上市的企业或项目。这些特点使私募股权投资成为一种具有独特优势的融资方式，为企业提供了灵活的资金

余春燕，深圳酷斯拉低碳新材料有限公司董事长。

支持和专业的管理经验。

二、中国私募基金存续期变化

私募股权投资基金的存续期指的是私募股权投资项目从开始到结束的整个过程，通常包括募集资金、投资筛选、尽职调查、投资决策、投资管理、离场退出等。这一概念侧重于实操层面所需的时间，国内私募股权投资项目的周期通常为3~7年。近年来，私募基金的存续期限问题，因市场上涌现的股权类基金“退出难”而越发受到重视。私募基金的存续期限此前是基金合同中自由约定的事项，后从监管层面得到了明文规定。中国基金业协会（以下简称“中基协”）于2023年9月28日发布的《私募投资基金备案指引第1号——私募证券投资基金》《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》（分别单称《备案指引第1号》《备案指引第2号》，合称《备案指引第1、2号》）及其配套材料清单对私募基金的存续期限问题予以了进一步的强调或细化。

（一）私募基金存续期限相关规则

2018年中基协在《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》中对于私募基金的存续期提出了2年以上的要求。自此中基协开始在自律规则中对存续期限问题进行明文规定。相关规则的历史沿革如表1所示。

表1 私募基金存续期限相关规则及历史沿革

实施时间	规则名称	时效	关于存续期限的规则内容
2018年	私募基金登记备案相关问题解答（十五）	现行有效	私募资产配置基金合同应当约定合理的募集期，募集期结束后存续期不少于两年
2019年	私募投资基金备案须知（2019版）	失效/废止	（十七）私募投资基金应当约定明确的存续期。私募股权投资基金和私募资产配置基金约定的存续期不得少于5年，鼓励设立存续期在7年及以上的私募股权投资基金
2022年	私募证券投资基金备案关注要点	失效/废止	关注基金合同、公司章程和合伙协议是否约定明确的存续期，关注是否属于无固定存续期的基金
2022年	私募股权、创业投资基金备案关注要点	失效/废止	1. 关注基金合同、公司章程和合伙协议是否约定明确的存续期，关注是否属于无固定存续期的基金 2. 关注基金合同约定的存续期是否不少于5年，其中存续期为“投资期＋退出期”，不包括延长期
2023年	私募投资基金登记备案办法	现行有效	第三十六条 私募基金应当约定明确的存续期。除另有规定外，私募股权基金约定的存续期不得少于5年。鼓励存续期不少于7年
2023年	私募投资基金备案指引第1号——私募证券投资基金	现行有效	第十条 私募证券基金的基金合同应当约定明确、合理的存续期，不得约定无固定期限

在《备案指引第1、2号》及其配套材料清单发布后，目前各类私募基金的存续期限的要求如表2所示。

表2 各类私募基金存续期限要求

基金类型	存续期限要求
私募证券基金	存续期应明确、合理，不得约定无固定期限
私募股权基金	不得少于5年，鼓励不少于7年
创业投资基金	不得少于5年，鼓励不少于7年
私募资产配置基金	不少于2年

尽管规则层面要求私募股权、创业投资基金的存续期限不得少于5年，但这并不意味着基金必须存续并运作满5年。私募基金产品可以提前清算，也就是说，实际运作期限可以缩短，但基金合同中必须约定存续期限不得少于5年。此外，私募

资产配置基金的问题比较特殊，《私募投资基金备案须知（2019版）》曾规定，私募资产配置基金约定的存续期不得少于5年。目前该须知已废止，致使规则层面仅有《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》对私募资产配置基金的存续期限有“不少于2年”的明确规定，但市场一般仍默认5年最低存续期限。

（二）私募基金存续期限起算时点与期限范围

目前，私募基金的存续期限自基金成立之日起开始计算，在操作层面明确区分了基金在工商层面的成立日期和到期日期，以及作为私募基金的成立日和到期日。根据《私募投资基金备案材料清单（证券类）》（2023年修订）的规定，私募证券基金的成立日应以托管人开具的资金到账通知书所载日期为准；根据《私募投资基金备案材料清单（非证券类）》（2023年修订）的规定，契约型的私募股权、创业投资基金的成立日应以托管人开具的资金到账通知书所载日期为准，合伙型或者公司型的私募股权、创业投资基金的成立日应以基金合同签署日期或者投资者对本基金首轮实缴款到位时间为准。

①募集期。基金的募集期可以进一步分为初始募集期和后续募集期。初始募集期发生在基金成立日之前，不算在基金存续期限内。而后续募集期则是因为封闭式基金的后续募集产生的期限，应计算在投资期内，并不是一个单独的时间阶段。

②投资期和退出期。投资期和退出期都是股权类基金存续期限内的时间阶段。对于投资期和退出期的时间长短，规则层面并没有限制或要求，可以视基金的具体情况来设置。实务中，很多基金管理人对于投资期内能否退出项目、退出期内是否还能投资新项目存在疑问。这个问题看上去较为复杂，但实务中，如何处理取决于基金合同的具体约定。通常在投资期内，如果项目满足退出条件，是可以办理项目退出的，且退出后的款项向投资者做减资分配，也没有任何障碍。但在退出期内，原则上不能进行再投资，除非基金合同中有相反约定。如果基金合同对于退出期内的投资做出了规定，则需要遵守基金合同的约定。比如，有些基金合同会约定，在基金退出期内，只能对已经投资的项目履行出资义务或进行追投，不能投资新项目；或者，退出期内的投资必须经过相关决策机构的决策。

③延长期。基金的存续期限以及组成存续期限的投资期和退出期都是可以延长的，但基金展期需签署新的基金合同或补充协议，需要按照基金合同的约定履行相关变更程序并办理重大变更。基金到期后，基金管理人行使“延长期”职权，通常情况下需要修改基金合同。如基金的工商经营期限以及基金存续期限同时需要延长，即使基金管理人有权行使“延长期”职权直接延长基金存续期限，但延长工商经营期限仍需投资者配合签署相关文件。如投资者因基金的投资退出等事宜与基金管理人产生纠纷，投资者可能拒不配合办理延长基金工商经营期限的变更手续，导致基金展期出现障碍。

我国私募股权投资基金的运行情况显示，基金合同一般规定的存续期是“3+2”年或者“5+1+1”年。因此，国内私募股权基金的存续期通常为5~7年，再加上延长期，理论上实际使用的时间可以达到8~10年。目前，虽然我国的私募股权

投资基金设立有着多种期限设置，比如，“2+1”“3+2”“5+2”“7+2”等形式，但与成熟市场的基金相比这一期限并不够长。以美国为例，其大部分私募投资基金选择更长一些的周期，类似于“10+2”这样的模式，只有约 30% 的基金能在 12 年以内结束运营，剩余超过 70% 的基金则需花费至少 13 年的时间来清理资产（赵羲 等，2018）。投资者期望尽快回收他们的资本并且获取利润，这是与私募股权投资机构的长期投资理念存在冲突的地方。一是当基金到了规定年限之后，如果被投企业或项目仍处于成长期，要顺利地完成结算会变得相当艰难，基金的管理者们受到项目的投资时间和退出的限制，无法如期实现投资者的高额投资回报。二是相比那些短期内的私募基金，这些私募股权投资机构对其客户的吸引力和筹集资金的能力都会有所减弱，从而使得其融资过程更为复杂。

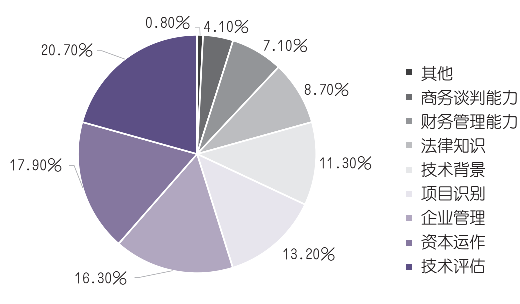
三、中国私募基金存续期与创新企业成长周期不匹配

国内外学者通常主张，创新企业的成长周期可以划分为四个阶段：种子期、起步期、成长期和成熟期。其中，前两个被定义为初期阶段，投资风险较大；后两个则被标记为晚期阶段，投资风险相对较小。中国私募基金存续期与创新企业成长周期的匹配度存在以下问题。

（一）难以匹配种子期、起步期创新企业

当前，我国的私募股权投资机构对于初期创业公司的发现及发掘能力尚显薄弱。虽然新成立的企业在其初级发展阶段急需融资，但这种投资同时也会给投资机构带来更大的风险。近几年来，我国私募股权投资机构逐步增加投资早期创新企业的资金比例，但是相较成熟市场仍有差距。根据《中国私募股权投资发展报告 2022》，2021 年我国私募股权投资项目中，约占项目总数的 61.7% 是处于种子期或起步期的公司，并且针对这些公司的总投资额也占据了全部投资总额的一半以上，此类项目的平均投资时间达到了 4.8 年之久。但与国外成熟市场相比，如美国数十年来的私募股权投资实践，私募股权投资机构通常会把大部分资金投入到种子期和起步期的公司当中，而且这种高投入、高倾向的趋势已经持续了几十年。

我国私募股权投资机构难以有效地识别早期创新项目并给予支持，与其缺乏相应的技术能力密切相关。根据《中国私募股权投资发展报告 2022》的调研结果（图 1），私募股权投资机构从业人员认为的欠缺能力中，“技术评估”是最需要提高的领域，占了总数的 20.7%；紧随其后的是“企业管理”和“资本运作”，各占据 17.9% 和 16.3% 的比例。这些都与处于种子期和起步期的初创企业筛选密切相关，三者相加已超出 50%。由此可见，当前私募股权投资机构急需具备管理和技术双重能力



数据来源：《中国私募股权投资发展报告 2022》。

图 1　2021 年私募股权投资机构从业人员认为的欠缺能力

的人员来准确判断并挑选早期的创新型企业。因此，私募股权投资机构需要加强对技术能力的培养和提升，积极引入专业的技术人才，以提高其对早期创新项目和创新型企业的识别和支持能力。

（二）难以匹配周期较长的战略性新兴产业

私募股权投资行业的投资强度，即投资金额占 GDP 的比重，是衡量该行业投资实力与效率的重要指标。相比于美国等成熟市场，我国的投资强度仍有较大差距。根据《中国科技金融生态年度观察》，2021 年中国私募股权投资市场公开披露的项目金额为 866.8 亿元，仅占全国 GDP 总量的 0.09% ；而美国的公开披露项目投资金额为 1 330 亿美元，占 GDP 总量的 0.62%。此外，我国在高新技术领域内的投资占比也较低，并且分布比较分散，容易受政策热点的影响而频繁变动。这种政策环境的变化也是导致机构认为投资效果不理想的原因之一。然而，近年来受中美贸易摩擦和新冠疫情等因素的影响，我国私募股权投资机构的投资方向已经发生变化。更多的资本开始介入以芯片为代表的高新技术产业，同时半导体、传统制造业和医药保健等行业也成为备受资本青睐的领域。与此同时，传统制造业和金融保险业仍然吸引着相当比例的资本关注。相比之下，美国私募股权投资市场一直保持对信息产业和生物科技等高科技领域的投资活跃度（表 3）。这再次突显了美国私募股权投资在高科技领域的投资导向和以支持创新为主的特点。

表 3　2021 年中国、美国、欧盟、日本私募股权投资项目各行业的投资金额比例

<table>
<tr><th rowspan="2">投资行业</th><th colspan="4">投资金额比重（%）</th></tr>
<tr><th>中国</th><th>美国</th><th>欧盟</th><th>日本</th></tr>
<tr><td>软件、网络产业</td><td>9.5</td><td>33.6</td><td>27.2</td><td>25.4</td></tr>
<tr><td>生物科技</td><td>3.7</td><td>12.5</td><td>8.9</td><td>7.5</td></tr>
<tr><td>医药保健</td><td>8.1</td><td>4.3</td><td>3.5</td><td>4.2</td></tr>
<tr><td>医疗服务系统</td><td>—</td><td>5.3</td><td>4.2</td><td>—</td></tr>
<tr><td>商业服务</td><td>—</td><td>10.5</td><td>9.5</td><td>—</td></tr>
<tr><td>消费产品和服务</td><td>2.2</td><td>4.7</td><td>5.5</td><td>3.2</td></tr>
<tr><td>计算机硬件产业</td><td>0.8</td><td>2.9</td><td>1.9</td><td>2.1</td></tr>
<tr><td>传播与文化娱乐</td><td>5.4</td><td>2.1</td><td>3.0</td><td>2.2</td></tr>
<tr><td>新能源、高效节能技术</td><td>7.2</td><td>1.1</td><td>2.3</td><td>5.5</td></tr>
<tr><td>半导体</td><td>8.5</td><td rowspan="5">30.6</td><td rowspan="5">44.0</td><td rowspan="5">49.9</td></tr>
<tr><td>传统制造业</td><td>8.1</td></tr>
<tr><td>新材料</td><td>6.1</td></tr>
<tr><td>金融保险</td><td>3.4</td></tr>
<tr><td>其他行业</td><td>37</td></tr>
</table>

资料来源：《中国科技金融生态年度观察》《亚洲金融观察》。

（三）存续期偏短导致投后管理缺乏

我国的私募股权投资行业已经发展了四十余年，行业已经初具规模。在这种背景下，绝对低估值的目标项目已经近乎消失，单纯注入资本、仅提供财务投资的方式对创新型企业的吸引不断降低，也不再适用于目前的私募股权投资机构。尽管私募股权投资机构进入后可能解决创新型企业的资金难题，但创新型企业的管理团队可能缺乏管理资本，难以在稳健运营的同时兼顾科技创新能力，存在格局不够高、视野不够远、治理体系不够完善等短板，制约了企业本身的发展（王璇 等，2020）。这就需要私募股权投资机构为企业提供投后增值服务，包括提供高管引入、人才引进、治理体系优化、运营模式创新、产业链上下游调动、银企融资对接等服务。一方面，投后管理能够降低企业的试错成本，缩短完成初步投资目标所需要的时间，同时促进创新型企业高质量发展。另一方面，投后管理带来的绩效改善能够不断检验管理人的投资策略，促使管理人调整优化投

资布局。只有这样，私募股权投资机构才能真正帮助创新型企业管理团队提高自身水平、增强创新能力，从而实现资本方与被投资方的双赢。

（四）对创新型企业的支持作用偏弱

私募股权投资机构不仅提供股权资金，还通过多样化的增值服务帮助创新型企业加速创新。如果私募基金存续期能够与创新企业成长周期相匹配并秉持长期投资理念，就可以更好地利用专业能力、关系网络和产品渠道等资源，降低被投资创新型企业的生存风险，提升其创新能力并保护其成果，进一步提升被投资企业的市场价值（谢智贤，2020）。然而，在现实中，由于资本的强势地位，私募股权投资机构存在一些问题。在我国的私募股权投资项目中，对赌协议被广泛应用，以财务绩效为唯一标准，并以股权作为主要筹码，且往往更偏向于投资方。通过设计对赌机制，私募股权投资机构实际上将资本风险转嫁给了被投资企业。此外，股东可能会添加一些对自己有利的附加条件如反摊薄协议（Anti-dilution Provisions）、控股权规定及退场规则等，在与企业家的契约安排中加入私募基金的控制权，也属于一种利益攫取行为。

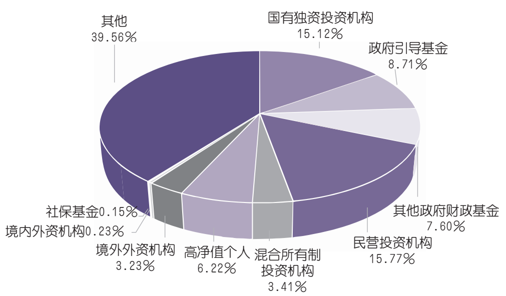
四、我国私募基金存续期与创新型企业成长周期不匹配的原因

（一）长期资本缺乏导致存续期偏短

长期资金供给不足是我国私募股权基金发展不充分、投资行为短期化的主要原因之一。我国整体上缺乏长期投资资本。与海外相比，养老金、高校捐款、保险公司、主权基金和家族基金等主要的长线投资者在中国的发展相对缓慢，并且规模尚未成形。如图2所示，目前我国私募基金的资金来源情况为，高净值个人资金和民营投资机构资金约占总资金的20%，机构资金占比超过80%。在机构资金中，企业资金（其他类）占比接近40%，各种资产管理计划的资金略低于企业资金比例，而政府引导基金、保险资金、养老金、社会公益基金、大学基金等长期资金合计占比不超过10%。此外，这些长线资金在操作过程中通常面临专业度不高、投资多样性有限、风险承受力弱等挑战。这些因素制约了长线资金参与私募股权投资项目的积极性和规模，也限制了它们出资参股私募股权投资基金来支持创新型企业的意愿和能力。

（二）多样化资本退出渠道仍需畅通

私募股权投资机构普遍认为，导致投资效果不理想的首要原因是“退出渠道不畅”（赵羲 等，2018）。近年来，协议转让、回购和上市转让仍然是私募股权投资退出的主要方式。根据中国证券投资基金业协会的相关数据，我国私募股权投资的退出选择相对有限，上市转让约占20%，协议转让在40%~50%，回购方式为20%~30%。与此不同，美国的私募股权投资更多采用并购模式，这种合作模式促进了初创企业



数据来源：《中国私募股权投资发展报告2022》。

图2　2022年中国私募股权投资资本来源占比（按资金来源机构性质划分）

的良好运转和可持续发展。相比之下，在私募股权投资较为发达的国家如英国，基金之间的转让交易非常活跃，企业能够获得连续的股权资金支持。然而，在中国，私募股权投资更多采用回购方式，这可能给创新型企业带来重新承受资金压力的问题，甚至生存危机。

（三）多层次资本市场建设处于初步形成期

我国资本市场由沪深主板、创业板、科创板、新三板、区域性股权市场等组成，但整体上仍处于初步形成期，存在不少问题，对私募股权投资机构的退出造成了限制。与美国多层次资本市场相比，国内还需要进一步完善多层次架构，以提供更多元化的选择和促进良性竞争。此外，在场外市场方面，我国发展极不充分，挂牌企业规模较小且信用风险较高，信息披露制度不规范，投资者参与程度普遍不高，股权流动性差。尽管沪深交易所内部、沪深交易所与新三板市场之间、新三板和区域性股权交易市场之间均有一定的联通机制，但缺乏有效的转板对接机制，阻碍了多层次资本市场的有序发展。总之，这些问题影响了私募股权投资机构的退出渠道多元化，也削弱了其对于所投资企业长期价值成长性的关注。

（四）私募基金业法律制度尚不健全

当前，我国尚无完整统一规范的私募股权投资法律法规，私募股权投资机构退出时相关主体的利益缺乏法律的规范与保障（王洁娟，2020）。尽管相关法律法规众多，包括《企业破产法》《证券投资基金法》《公司法》《私募投资基金监督管理条例》等，但相应的法律法规仍然滞后。近年来私募股权投资不断涌现新的退出方式，特别是在私募股权投资机构的破产清算退出上，关于申请破产的条件规定来自《企业破产法》，不适用于私募股权投资市场的金融特殊性，“企业法人不能够清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或明显缺乏清偿能力”，这一标准显著高于国际通行的“不能清偿到期债务”，且《企业破产法》规定只有债务人、债权人和清算责任人才享有申请破产的权利，股东无权申请。种种原因导致私募股权投资机构难以通过破产清算实现退出。

五、研究结论与建议

本文探讨了私募基金存续期与创新型企业成长周期匹配度问题。从理论上看，如果私募股权基金存续期与创新型企业成长周期相匹配，私募股权投资市场的分散决策机制与创新的点状发生特征有着天然的匹配，也可以分担创新活动的不确定性风险，同时利用自身优势为创新企业提供增值服务。但如果私募股权基金存续期与创新型企业成长周期不匹配，私募股权投资基金作为资本的逐利属性对创新也有着诸多负面效应，如资本缺乏长期理念、过于追求短期利润或将使得私募股权投资机构有意或无意地对创新型企业进行利益攫取，或利用资本的强势将投资风险倒扣给创新企业。

本文发现存续期长更利于支持创新型企业发展，进一步指出导致我国私募股权基金存续期与创新型企业成长周期不匹配的原因主要有长期资本缺乏、多样化退出渠道仍需畅通、多层次资本市场不够完善、私募市场法律制度尚不健全等。针对这些问题，本文提出以下关于私募股权市场的发展建议。

（一）更好吸引中长期资本进入，优化存续期要求

为了更好地吸引长期资本，应积极搭建长期资本与私募投资机构的沟通平台和渠道，消除相关体制机制障碍，并营造有利于长期资本进入的市场内外环境。加大投研投入，主动把握大局大势，加强对擅长的细分领域深入钻研。加强管理长期资本的专业人才培养，优化长期资本管理的激励约束机制，坚持长期主义和专业化发展，将机构发展和个人追求主动融入时代发展的大潮中，推动整个行业的长期稳定发展。拓宽银行资金、保险资金、社保基金合规进入私募股权投资市场，鼓励政策性创业引导基金支持私募股权投资机构在亟须金融支持的创新领域通过发行专项债券等方式募集社会资金。引导私募股权投资机构吸收长期资本，对投资者严格评估，筛选具有长期投资理念和能力的投资者，建立长期合作关系，共同打造长期性、专注性、共荣性的私募股权投资基金品牌。采用多样化的股权投资基金管理激励措施，如股权激励、期权激励等，更好地与管理人建立长期稳定的合作关系。

可延长《私募投资基金登记备案办法》中的最低存续期限至 7 年以上，要求私募基金至少在一定时间内保持投资并支持被投资企业的发展，鼓励私募基金更注重企业的长期价值，而非仅仅追求短期套利。强化基金管理人责任，加强对私募基金管理人的监管与约束，要求他们承担更多长期投资的责任，管理人应该更加关注企业的长期战略、技术研发和市场拓展等方面，积极参与企业发展的决策和战略规划，提供长期稳定的资金支持。设立退出限制机制，建立一定的退出限制机制，限制私募基金过早退出或频繁转让股权。这样可以避免私募基金在企业发展的关键时期抽离资金，影响企业的稳定发展。引入阶段性评估机制，对私募基金在不同阶段内的投资情况、企业发展状况等进行评估，当私募基金未能按照合同约定或预期的方式支持企业长期发展时，可以采取相应措施，如延长存续期、限制退出等。

（二）多元化畅通资本退出渠道

设立私募股权二级市场基金，并建设私募基金份额转让平台，建设私募股权基金二级市场。加强二级市场的发展，提高流动性和交易活跃度。鼓励并支持股票、债券、衍生品等金融工具在交易所或其他交易平台上的交易，为投资者提供更多的买卖机会和退出渠道。制定明确的法规、规章和规范性文件，为私募股权基金的运作提供明确的指导。以私募股权基金份额转让平台为契机，探索建立完善的私募股权基金份额登记流转制度和市场。积极推动股权交易所的建设和发展，为股权投资提供更多的交易平台。

在此基础上，鼓励专业金融机构参与私募股权基金份额交易业务，吸引长期资本。引入自然人投资者、企业投资者等各类市场主体，给予私募股权基金份额转让平台参与主体政策激励和优惠，加快各类资源要素的集聚进程，全面提升私募股权基金二级市场的活力。鼓励私募股权投资机构寻求战略投资者并购等多元化退出方式，利用多层次资本市场为并购退出提供价格参照。

（三）加快多层次资本市场建设

建设统一监管的全国性场内外交易市场，构建多层次资本市场体系，包括全国性证券交易所主板、创业板、科创板、新

三板和区域性股权交易市场。加强对多层次资本市场的监管与规范，建立健全的法律法规体系。包括明确市场准入条件、信息披露要求和交易规则等，保障市场的公平、透明和稳定运行。在此基础上，贯彻落实新《证券法》，完善资本市场基础制度，推进资本市场化改革，保护和提升投资者活跃度。大力推进注册制改革，形成投融资均衡发展、市场交易高效透明、各类投资者积极参与、投资退出形成有效闭环的市场生态。鼓励更多的机构投资者和个人投资者参与多层次资本市场。通过推动金融机构创新产品和服务、提高投资者教育水平等措施，吸引更多投资者参与市场，增加市场流动性和活跃度。不同市场层次之间建立转板机制，促进各层次资本市场发展成熟。促进多层次资本市场与其他融资渠道的衔接与互动。积极探索与银行、债券市场等的互联互通机制，拓宽企业融资渠道，满足不同类型企业的融资需求。统筹研究上市公司退市制度改革，完善上市公司退出机制。加强监管执法力度，打击财务造假等恶性违法违规行为，确保市场秩序的正常运转。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 崔静静,王璇,文竹.风险投资对创新活动的激励效应——基于中关村科技企业的实证检验[J].金融发展研究,2020(7):8.

[2] 付雷鸣,万迪昉,张雅慧.VC是更积极的投资者吗?——来自创业板上市公司创新投入的证据[J].金融研究,2012(10):14.

[3] 洪磊.建设现代行业治理体系 促进私募基金服务实体经济高质量发展[J].清华金融评论,2019(3):18-22.

[4] 侯燕磊.促进创业投资基金发展 更好发挥对创新支持作用[J].中国物价,2022(8):84-87.

[5] 黄曼远,孟艳,许文,等.欧洲投资基金管理运作模式及对我国政府创业投资引导基金的借鉴[J].经济研究参考,2015(7):87-96.

[6] 李艳艳,张明喜.创业投资税收激励政策的国际经验借鉴[J].商业会计,2012(10):39-41.

[7] 林堃.我国风险投资发展现状分析与发展展望[J].科技资讯,2011(3):2.

[8] 凌丹,邹梦婷.金融支持、研发创新与出口复杂度——基于中国高新技术产业价值链的分析[J].技术经济,2020,39(11):77-86.

[9] 刘健钧.境外创业投资引导基金运作模式与启示[J].中国科技投资,2006(10):42-46.

[10] 刘瑜恒.我国私募基金风险及监管对策研究——基于美国的比较分析[J].金融监管研究,2018(8):42-60.

[11] 莫万贵.金融支持科创企业的两大关键问题[J].现代商业银行,2021(2):2.

[12] 庞跃华,曾令华.创业投资引导基金运作模式的国际比较与中国选择[J].湖南大学学报(社会科学版),2011,25(3):34-38.

[13] 汤姆·尼古拉斯.风投[M].田轩,译.北京:中信出版社,2020.

[14] 唐曼萍,彭馨怡,王运陈."增值"还是"逐名":风险投资与企业科技创新——基于不同资本背景风险投资的比较研究[J].财经科学,2019(9):14.

[15] 王聪聪.基于EVA模型的企业价值评估研究——以保利地产为例[J].商业会计,2020(10):43-45.

[16] 王海,李奇志.我国风险投资公司的发展现状与对策分析[J].中国软科学,1999(2):3.

[17] 魏学辉,段小雪.金融集聚、政府支持与科技创新[J].财会月刊,2021(2):130-138.

[18] 温军,冯根福,刘志勇.异质债务,企业规模与R&D投入[J].金融研究, 2011(1):15.

[19] 温军,冯根福.风险投资与企业创新:"增值"与"攫取"的权衡视角[J].经济研究,2018,53(2):15.

[20] 阎庆民.推动私募基金高质量发展 提升服务实体经济能力[J].清华金融评论,2020(1):16-17.

[21] 姚大伟,鲍宗客.次贷危机背景下我国风险投资研究[J].商业时代,2010(26):72-73.

[22] 张大为,黄秀丽.粤港澳大湾区金融支持科技创新的现实困境及破解路径[J].西南金融,2021(3):86-96.
[23] 张峰,郭睿畅,程翔,等.风险投资对创业板科技企业创新效率的影响分析[J].科技促进发展,2020,16(12):8.
[24] 张俊芳,张明喜.2018年度创业投资市场观察与思考[J].全球科技经济瞭望,2019,34(9):23-29.
[25] 张萌萌,鲁若愚,李广野.金融创新对科创型企业融资的影响——基于金融科技的视角[J].税务与经济,2020(1):5.
[26] 张学勇,张叶青.风险投资、创新能力与公司IPO的市场表现[J].经济研究,2016,51(10):14.
[27] 张祎.我国风险投资发展现状及对策研究[J].科技与企业,2013(13):1.
[28] 赵静梅,傅立立,申宇.风险投资与企业生产效率:助力还是阻力?[J].金融研究,2015(11):16.
[29] 赵義,李路,陈彬.中国私募证券投资基金行业发展现状分析——基于全球对比的视角[J].证券市场导报,2018(12):61-67+74.
[30] 赵彦锋,汪艳.风险投资促进企业创新的机制及效果研究——以深创投投资欧菲科技为例[J].财务管理研究,2020(1):8.
[31] Acharya V V,Lambrecht B M.A theory of income smoothing when insiders know more than outsiders[J]. The Review of Financial Studies,2015,28(9):2534-2574.
[32] Acharya V V,Xu Z.Financial dependence and innovation: the case of public versus private firms[J]. Journal of Financial Economics,2017,124(2):223-243.
[33] Atanasov V A,Ivanov V I,Litvak K.VCs and the expropriation of entrepreneurs[J].SSRN Electronic Journal,2006.
[34] Ayyagari M,Demirgüç-Kunt A,Maksimovic V.Firm innovation in emerging markets: the role of finance, governance, and competition[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2011,46(6):1545-1580.
[35] Etzkowitz H,Zhou C.Developing venture capital system beyond economic capital concept[J].Journal of Knowledge Based Innovation in China,2012,4(3):189-202.
[36] Hochberg Y V,Serrano C J,Ziedonis R H.Patent collateral, investor commitment, and the market for venture lending[J].NBER Working paper series,2014.
[37] Hsu P H,Tian X,Xu Y.Financial development and innovation: cross-country evidence[J].Journal of Financial Economics,2014,112(1):116-135.
[38] Pommet S.The impact of the quality of VC financing and monitoring on the survival of IPO firms[J]. Managerial Finance,2017,43(4):440-451.
[39] Ueda M.Venture Capital and Innovation[M].New Jersey:John Wiley & Sons,2012.

'Harmony' or 'Separation'? Chinese Private Equity Funds and the Growth Cycle of Innovative Enterprises

YU Chunyan

(Shenzhen Cool the World New Materials Ltd.)

Abstract This paper reviews the evolution of China's private equity market and explores the relationship between the effective duration of private equity funds and the growth cycle of innovative enterprises. It finds significant difficulties in matching the duration of China's private equity funds with the needs of innovative start-up and strategic enterprises. It also finds that the lack of long-term capital and post-investment management due to the short duration period of funds are substantial hurdles while the weak role of support mechanisms for innovative enterprises compounds these problems. The paper concludes that diversified capital exit channels need to be opened up and efforts to construct a multi-level capital market should be intensified. Fund durations need to be extended while the legal environment for private equity funds has significant shortcomings that should be addressed.

Keywords Private Equity, Innovative Enterprises, Validity Periods, Growth Cycle

JEL Classification G24 O32 L26