

# 万亿“资本招商”蔚然大观 以资引凤还需下好“一盘棋”

□本报记者 杨皖玉



视觉中国图片

2024年开年不久,各地国资迅速开启招商大战。在刚刚过去的2023年,国资已经成为了私募股权投资市场的“半边天”。各地千亿级母基金集群频现,让曾被外界诟病“戴着镣铐跳舞”的国资股权投资逐渐走出市场化探索的新道路。

万亿级地方政府、国资通过股权投资进行“资本招商”时,仍面临退出难、规模虚高、资金使用效率低等问题。对此,业内人士认为,地方国资必须充分结合自身资源禀赋,“因地制宜”“因地制宜”,杜绝“内卷”实现错位发展,方能充分利用股权基金这一工具,充分实现产业招引,赋能地方产业发展。

## 国资已成“半边天”

2024年伊始,不少地方的政府引导基金和国资投资平台的招商大战如火如荼。

腊八节刚过,北京某引导基金便开了一场招商大会,不足100平方米的会议室内,人头攒动,坐满了来自各地的LP(投资人)和GP(管理人)。

在招商大会上,该引导基金的负责人分享了许多项目落地的优惠政策:“我们这只基金已经进入到第二年投资期,是非常关键的阶段。如果基金不能注册落地在当地,或者完不成返投,但可以引来战略性资源,可以一事一议,这些投资限制可以放宽。”

在长三角地区,某国资投资机构已开启2024年的投资工作。“我们2023年三季度末就将年度投资任务完成了,整个四季度都在总结和规划2024年的投资布局。”该机构负责人对中国证券报记者表示。

一般情况下,在私募股权投资市场,资金来源为财政、国有参股企业政策性出资、事业单位由政府引导基金、国有出资平台等统称为“国资”。多个数据来源显示,2023年,国资已成为一级市场绝对的出资主力。

执中ZERONE数据显示,政府资金近年来出资逐年增加,自2018年资管新规之后开始成为第一大出资主体,之后一直维持出资总额最多的地位,2023年在全市场1.3万亿元出资额中,国资占比已过半,约为58%。FOFWEEKLY近日发布的《2023LP全景报告》显示,2023年国资对股权市场的资金供给占比达57%。

“国资已经成为绝对主力,如何更好服务地方政府、服务产业,成为整个私募股权投资行业,乃至金融行业的必修课。”FOFWEEKLY合伙人周瑞智称。

在这一背景下,2023年有不少私募股权投资机构开始成立自己的“招商办”。

“2023年我们成立了一个投资三部,专门为地方做招商引资的业务,根据地方的产业需求,精准地为其匹配合适的项目落地,类似于FA(投融资中介)的工作。”某GP对中国证券报记者表示。

新尚资本是一家隶属无锡市的国资机构,该机构总经理茹华杰称,无论是地方引导基金,还是地方国资机构,其投资工作均面临“二元指标”,既要实现国有资产的保值增值,又要以返投的形式促进地方产业的发展。尤其在这两年,国有LP越来越成为主流融资方的背景下,越来越多的GP都面临着返投的要求,一些GP还专门成立了服务地方返投工作的团队。

所谓的返投要求,即子基金对本地的投资规模不低于引导基金对子基金出资额的一定倍数。

无论是政府引导基金,还是国资投资平台,常采用“母基金(FOF)+直投”的模式运营。首钢基金母基金业务管理合伙人侯琳介绍,在私募股权投资行业,股权直投能力叫作“一级能力”,是最难的一个部分,将直投能力打造好,机构可以围绕直投做很多延伸的事情。母基金投资则被叫作“一级半能力”,主要是挑选GP团队,基于GP的投资策略、过往业绩、团队能力等综合情况来评价GP,是一种资产配置的能力。

中国证券报记者发现,2023年以来,越来越多的国资更加强调自身的直投能力。

“更加强调直投能力,有助于重点支持赛道内的龙头企业,实现与产业的深度链接,助力产业生态的构建。”中科创星创始合伙人李浩说。另一位业内人士表示,直投对于国资机构来说对资产的控制更加直接,可以参与项目的发展;但直投能力要从机制、团队、资源等方面共同建设,并不是每个国资都能够满足的。

## 千亿集群助力市场化机制探索

在返投、基金注册等投资限制下,不少投资机构常将“拿国资的钱”比作“戴着镣铐跳舞”。而在2023年,不少地区整合优化发展,千亿级母基金集群涌现,在此背景下,持续降低返投倍数,不断完善股权投资市场化机制。从数据来看,某些地区股权投资的活跃程度与其市场化开放程度呈正相关;而硬币的另一面是,部分地区依旧“就事论事”,强调返投和落地,仍处于“以资招商”的1.0阶段。

据李浩观察,2023年以来,越来越多的地方把返投倍数从1.5降低到1.2倍,认定形式也较为宽泛。

2023年,国资的市场化探索开始在数据端显现。《2023LP全景报告》显示,2008年以来,政府引导基金出资活跃地区的返投倍数要求总体平均值从出资额的2倍下降至1.37倍,返投认定也加多样化。

“安徽、杭州、深圳都在打造引导基金集群,涵盖省市区各级基金以及诸多行业赛道,越来越重视整体规划。它们的引导基金往往不会在返投、注册上提具体的要求,GP只要将子基金或项目落在整个大基金群里就可以,不局限在某个地点,给GP更大的发挥空间。”某国资人士表示。

2023年以来,各地争相设立打造矩阵化的“基金集群”,千亿级基金丛林频现,“基金矩

阵”概念正在兴起。

比如2023年4月,江西成立规模3000亿元的江西省现代产业引导基金;5月,浙江省规模超2000亿元的“415X”先进制造业专项基金群设立;7月,安徽省规模不低于2000亿元的新兴产业引导基金设立,涵盖主题基金群、功能基金群、天使基金群三大基金群。

侯琳称:“引导基金也需要有一定的规模效应,现在在越来越多的区域设立千亿级的引导基金、基金集群,会吸引更多的GP和项目过去。”茹华杰也表示,从资本规律来看,地方的资本实力越大,能够撬动社会资本的杠杆能力就越高。

除了资金的规模效应,当地的项目落地能力也是地方股权市场化发展的重要内核之一。

“从国资机构自身出发,我们也在不断思考,如何让返投真正成为对投资多方都有益的工作,而非只是投资的交易条件。”茹华杰说,“我觉得返投落地这个责任应该是三七开,70%的责任恰恰在我们本地国资主体上,GP只能解决牵引企业前来的问题。如果一家企业落到本地来,很多事情你都解决不了,GP更解决不了。如果我们不努力,项目自然会被努力的地地区抢走了。”

北京某引导基金相关负责人表示,如今,政府引导基金和机构想为企业做好服务一定是双向的,各方力量需要拧在一股绳上,才能保证投资组合的保值增值。政府引导基金作为一个母基金,需要具备资源整合能力。据他透露,其所在的引导基金一方面通过常态化活动向被投机构、企业宣发最新政策,使其获得第一手资料;另一方面,与银行等机构建立合作,签署战略合作协议,可以为被投资企业拿到最低的贷款利率。此外,还可以和交易所联动,分析上市形势,及时做好上市准备工作。

## 立足资源禀赋差异化发展

对于政府引导基金等国资来说,2023年实现了不小的跨越式发展,但仍有退出难、规模虚高、资金使用效率低等暗流在涌动。面对诸多问题,不少地方国资意识到,必须充分结合自身资源禀赋,因地制宜,方能充分利用股权基金这一工具,充分赋能地方产业发展。

2014年国务院发文鼓励发展支持重点领域建设的投资基金。政府引导基金开始并喷设立,基金普遍设有7年或10年的存续期。近两年,首批政府引导基金陆续进入退出阶段,却面临“退不出”的尴尬局面。

“不少基金投的时候,过多考虑落地诉求而忽略了项目本身,后续会有很多项目退不出来

的情况。”某国资人士表示。

侯琳认为,一个项目能在10年间创立并上市并不容易,因此可能会有一些引导基金在投资时对项目的发展预估不足,或者大比例投在早期,导致基金到期时面临退出难的情况。因此,引导基金做母基金业务,不仅仅是风险分散的工作,还需要在基金设立时便要考虑退出问题,在配置时结合投资期限想好在什么时期以什么方式退出。

上述北京某引导基金相关负责人介绍,其一只政策引导型基金在设立之初便针对基金期限规定了配置要求,资金50%投资于早期天使基金或VC,30%配置在成果转化阶段的基金,20%配置于晚期阶段的PE或Pre-IPO阶段的基金。“目前这种配置给整个基金带来了还不错的收益。”他透露,2023年下半年IPO节奏暂缓后,基于基金退出预期发生变化,他们针对中早期基金,通过产业链融资并购对项目进行估值管理,使基金估值保持一个稳定的增长。

此外,针对退出难题,国资机构从2022年下半年以来,在对基金的考核上,DPI(投入资本分率)逐渐成为考核重点,从而间接推动一些项目的退出。“2023年很多投资人开始转变,对于很多项目不再‘豪赌’IPO,大家奔着兑现DPI的目的选择直接退出,以实现投资本金的足额回收。比如一个项目初始投资5000万元,可能经过2轮融资估值提升到1.5亿元,投资人便会选择退出或大部分退出,使得基金尽快达成DPI目标,而非等到项目上市赚一笔大钱。”茹华杰表示。

从企业端的选择来看,李浩称,企业选择落地区域时,考虑的方面除了扶持政策外,更多还会考虑当地区位优势、产业集群等。比如,陕西具备光子全产业链的发展基础,西安光子技术企业超过200家,光子制造、光子信息、光子传感等产业集群已初具规模。因此,光子技术企业在落地时就会考虑陕西的产业集群优势。

“我们为什么要设立一只50%资金投向原始创新的引导基金,是因为北京的资源禀赋所在。”上述北京某引导基金相关负责人表示,北京有90余所高校,近130个国家实验室,几百个创新基地,千余个科研单位以及800多位两院院士,这些在全国都是名列前茅的,因此在北京做科技创新投资,引导方向一定是结合高校、科研院所的最前沿创新。长三角、珠三角的优势可能在高端制造方面,产业落地是其优势所在;西部的西安则在光电创新上有很好的资源禀赋,能够设立百亿规模的光电产业基金。“各个地方在设立引导基金时一定要不能聚集在一个赛道上‘卷’,需要形成错位竞争,政府资金才能提高使用效率,实现共赢。”他说。