

探索国资参与创投最优模式 寻找利益契合点是关键

□本报记者 杨皖玉

近日，一级市场掀起一场有关“国资之于创投市场是蜜糖还是砒霜”的探讨。有观点认为，国资成为创投市场绝对出资主力，持续削弱创业投资“高风险、高回报、长周期”的商业逻辑；也有观点认为，国资与市场化资金，本就是两条并行的路径，创投市场也不用必须“只取其一”。

中国证券报记者采访了解到，更多业内人士呼吁，创投行业已进入发展攻坚阶段，行业应着重探讨如何探索国资和基金市场化发展的最优模式，以及如何让国资与市场化资金形成良性互动，而非针对某一类资金的问责。

近期，多次会议和相关文件也表明，决策层已关注到当前国资机制与创投基金发展的不匹配性，并在酝酿相关政策。业内人士认为，一方面，可以对国资基金进行定位划分、统筹管理；另一方面，建立科学、多元、与市场化机制形成良性互动的国资基金考核机制。



视觉中国图片

国资成为一级市场焦点

近日，有关一级市场的一场舆论之争引发多方关注，地方国资成为舆论焦点。

6月18日，易凯资本创始合伙人王冉一篇名为《重新唤醒中国一级市场》的文章将地方国资推至风口浪尖。他文中的观点包括，“我们记忆中和认知中相对市场化的中国创业投资一级市场已经不复存在”“地方国资的诉求和意图本身就是和纯粹市场化LP(投资人)南辕北辙，甚至有直接冲突的方面”“地方国资在一级市场上的影响力正在导致中国创业投资版图出现‘块状缺失’”“对中国未来科技产业全球竞争力的提升十分不利”等。

针对以上言论，有媒体人以《王冉欠国资创投体系一个道歉》为题进行报道回应，认为国资与美元，政策与市场化，本就是两条并行的路径，并非是单行道，一切都是GP(管理人)自身募资和投资策略使然。

一时间，关于国资之于创投市场是蜜糖还是砒霜的热烈探讨，席卷了整个行业。

一般情况下，在一级市场，资金来源为财政、国有参控股企业政策性出资、事业单位的政府引导基金、国有出资平台等统称为“国资”。近年来，国资已成为一级市场绝对的出资主力。清科研究中心报告显示，2023年国资背景LP出资规模占比接近八成。

部分市场化基金管理人认为，创投市场募资端国资化，驱使创业投资淡化超额回报，更加在意保值增值、返投招商扶持本地产业两大刚性需求。与此同时，受制于国资考核体系的制约，国资基金常常面临到期无法延续、亏损遭遇问责等，促使部分国资只敢投稳，不敢投早、投小，削弱了创业投资“高风险、高回报、长周期”的商业逻辑。

据中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。由此来看，国资在创投市场并非近几年才出现。据中国证券报记者了解，近几年，在基金退出渠道受限，募资来源日趋单一的背景

下，国内诸多创投机构面临“退出难——国资不能亏钱、不能延续基金——无法给投资者交代——募资难”的生存困境。其中，国资占比大幅增加及其考核方式成为行业矛头主要针对的方向。

但资本均有其目的，市场化资本以财务回报为主要追求目标，国资以地方发展、保值增值为投资目标，都无可厚非。故此，很多业内人士呼吁，当前创投行业已行至深水区，应着重探讨的，是如何平衡国资诉求和基金市场化发展的最优模式，是如何让国资与市场化资金形成良性互动，而非针对某一类资金的问责。

市场化探索萌芽已现

“基于我国国情，国有资本一定是培育和壮大‘耐心资本’的主力军，但是国有资本的管理体制和运行机制必须进行重大改革，特别是建立健全与耐心资本出资主体相适应的风险管控、约束激励、权益相配、容错免责体制机制。”中国投资协会副会长沈志群表示。

近期，多次会议和相关文件也表明，决策层已关注到当前国资机制与创投基金发展的不匹配性，并在酝酿相关政策出台。

6月7日召开的国务院常务会议指出，发展创业投资是促进科技、产业、金融良性循环的重要举措，要围绕“募投管退”全链条优化支持政策。其中，要处理好政府性基金和市场化基金关系。

6月19日，国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》。对于政府出资的创业投资基金，《措施》指出，优化政府出资的创业投资基金管理，改革完善基金考核、容错免责机制，健全绩效评价制度。系统研究解决政府出资的创业投资基金集中到期退出问题。

紫荆资本法务总监汪澍表示，此项措施针对政府投资基金近年来在基金运营方面上面临的难题，存量基金的运营管理如何进行效果评价，实操中仍然有很多问题需要解决；此外，系统研究解决政府出资的创业投资基金集中到期退出问题。也是一个极具挑战又迫切需要回答的问题，政府投资基金大约在2015—2016年开

始出现，2017年以后大规模进行投资，算下来10年时间差不多在明后年开始集中到期，而一级市场的“堰塞湖”淤塞已久，如何破局也有待进一步研究观察。

“国有资金的期限需要延长，如果母基金只有十年期限就很难实现耐心投资。最近的大基金三期、超长期特别国债都实现了期限延长，可作为参考。”某市场化VC机构董事长对中国证券报记者表示。

近年来，已有部分政府引导基金主动尝试延长基金存续期限，直面基金退出问题。如深圳种子期基金将存续期延长至15年，广东省半导体及集成电路产业基金的二期基金开创性地将存续期限定为17年。

对于国资创业投资，《措施》指出，健全符合创业投资行业特点和发展规律的国资创业投资管理体制和尽职免责责任豁免机制，探索对国资创业投资机构按照整个基金生命周期进行考核。

“我们做的是长期投资，但目前利润率是国资考核的最主要指标。”某国资人士对中国证券报记者表示。某创投行业资深人士认为，国资针对创投基金的考核机制，应有一套独立的指导性规定，而非完全照搬国资管理规定。

近期，“尽职免责”等市场化规定也逐渐出现在国资基金条款中。今年5月，北京东城区财政局就《东城区政府投资引导基金管理办法(2024征求意见稿)》向社会公开征求意见。本次最大的一个修订调整，是在第三十九条增加了尽职免责的详细措施，即若符合一定条件下，基金可以免于责任追究。

制定科学的管理考核机制

中国证券报记者调研了解到，当前，寻找国有资本和社会资本的契合点，研究既适应创投行业市场化属性，又能满足国有资本诉求的运作模式，引导社会资本和产业发展双向奔赴，是解决行业发展矛盾的关键。某国资机构董事长表示，坚持“政府引导、专业管理、市场运作”原则，制定合理目标，改变“既要又要还要”的心理预期。

首先，业内人士认为，应对政府引导基金等国资基金进行统筹规划，定位划分，分层管理。“各类政府引导基金数量众多，但许多基金设立目标和定位不明确，相应的考核评价体系不完善，存在重复建设、资源浪费、效率低下、资金闲置率高的问题。”某市场化VC合伙人表示。

某国资人士表示，可出台政府引导基金指导性文件，明确各级政府引导基金在落实国家战略上主要的定位，指明发展方向，明确配套政策。避免基金定位重复、与当地产业格局匹配度低、同质化竞争等问题。统筹规划“市级引导基金+区级基金+市场化基金”多级联动的基金体系，有效用好每一分钱。

某创投母基金人士对中国证券报记者表示，关注政府引导基金聚焦主责，回归本源，健康发展。建议各环节实施分类标识和差异化管理，突出其功能性配置，对合理的、匹配的给予支持。功能性引导基金应尽量集中，集中资源办大事，不做与机制不匹配的投资，不以财务回报为重点衡量标准，突出政策性、基础性、长期性、稳定性。

他建议，要关注多个维度的匹配，如发展目标与当地资源的匹配，基金规模与财政实力的匹配，管理机制与治理体制的匹配，基金数量与投资质量的匹配，风险责任和分配权利的匹配。

另外，应建立科学、多元、与市场化机制形成良性互动的国资基金考核机制。“不简单以单个项目的成功与失败来‘论英雄’。”某头部VC创始人表示，构建国资基金系统科学的考核指标，对基金的产业、就业、税收带动效果，基金的运作效率、信息披露水平、风险管理机制的完善程度以及投资业绩进行综合评价。

上述国资人士表示，可完善国资基金运行机制，细化容错机制条款，划分出管理团队勤勉尽职的边界。在现有的监管体系下，应结合政府产业政策目标，制定清晰、可执行的容错机制；在基金投资组合总体获得收益的前提下，允许个别项目出现风险，以便基金围绕科技创新不同阶段的需要，发挥关键支持作用，培育自主可控的关键核心技术，并做好各阶段投入的统筹，最大限度发挥资金效用。