



朱克江：加大创投引导，探索资金来源和返投新路径



文/意见领袖专栏作家 朱克江

当前，政府引导基金已进入新阶段，在管理方式上需要根本转变，在以往多以“引”为主的基础上，如今更多需要的是“导”。一方面，需要系统性的整合相关资源，为所投子基金提供募投管退全链条支持；另一方面，则需要同时来提升内部运营管理和投研分析的能力，切实发挥出“导”的作用。运营方式上，也需进行创新探索。从资金来源、返投比例、支持方式、退出方式等多方面寻求新的探索。



经过近 20 年的发展，我国引导基金发展已迈入新阶段，在管理方式上需要根本的转变，在以往多以“引”为主的基础上，如今更多需要的是“导”。

一方面，需要系统性整合相关资源，为所投子基金提供募投管退全链条支持；另一方面，则需要同时提升内部运营管理和投研分析能力，切实

发挥出“导”的作用，为子基金和所投项目进行全方位“赋能”，以促进域内企业加快发展，为引进域外产业创新资源提供良好环境。

新阶段下，需要探索创新运营方式，通过对资金来源、返投比例、支持方式、退出方式等多方面进行全新尝试，探索引导基金改革发展新思路。

资金来源多渠道，返投比例多办法

引导基金和国资已成为我国一级市场的出资主力，据统计，截至 2022 年 5 月 27 日，机构 LP 合计出资 3332 笔，其中国资占比 30.5%，为缓解股权投资行业募资困境带来信心。但由于市场资金来源相对单一，市场依然缺少长钱、大钱，因此，有必要对资金渠道进行拓展，同时在渠道吸引力方面也需要进一步加强。

拓展资金来源——

拓宽国内渠道：

首先从国内来看，近两年，国家逐渐放宽对保险业资金进入创投和股权投资基金的限制，使得险资 LP 对股权行业的配置比例也有所增加。这不失为一个利好的机会，各地应抓住机遇，积极推动与保险资金合作，促进更多险资进入政府创投引导基金，为加快盘活早期投资引来更多源头活水。

实际上，放开对机构投资者限制，和养老基金、保险公司及商业银行等准入限制的同时，并对金融机构参与产业投资的投资比例作出限制是可以有效规避风险的。而在募资难的催化下，引导基金的募资对象也从传统

的社保、银行、基金等机构向保险、大学捐赠基金、家族财富基金、高净值个人和市场化母基金等多元主体延伸，多元化结合社会资本力量。

开辟境外渠道：

同时，募资范围也可以从国内资金扩展到境外。目前，已有国内小部分引导基金引入了境外机构在国内设立的分支机构。以及尝试和境外机构联合设立海外基金，再以股东的身份返投回国内。在金融开放的大环境下，政府引导基金需要通过更多方式引入境外资本。此外，随着各地 QFLP 试点的推动，也更有利于海外资金进入国内私募股权行业。

增强渠道吸引：

国外部分相对成熟的基金实践经验对于解决机构自身募资问题、壮大资金规模等有着一定作用。在此情况下，也应充分借鉴国外相对成熟的模式思路，包括以“风险分担”方式直接对创业投资机构进行风险补偿，降低创业投资机构投资于早期企业的风险，引导其投向早期企业；以及以“风险分担”方式对其他 LP 进行风险补偿，解决创业投资机构自身的融资问题，从而壮大其投向早期企业的资金规模；或以“投资保障”方式向创业投资机构意向投资的早期企业提供资金扶持或其他服务，改善早期企业的融资条件，降低经营不确定性，从而降低创业投资机构投资早期企业的投资风险，引导其投向早期企业。此外，辅之以税收优惠等措施也能更好地引导社会资本投资，增强对社会资本吸引能力。

返投比例多办法——

社会募资难题成为子基金夭折的重要因素，而返投比例则限制了引导基金对机构的吸引力，尤其是在一些地方经济发展阶段和项目储备相对贫乏的地区，不灵活的返投要求，不仅不能有效地限制财政资金外流，反而限制了机构对当地的兴趣。

从返投层面来看，政府应该开拓思路、放宽限制、并寻找有效的替代措施，更灵活有效地用好返投办法。

开拓思路：

首先，应该从思路上进行解放，放宽视野，甚至可以不要求项目全部回流到当地。实际上，如果让项目自己去找最适合的土壤发展，作为 LP 的政府引导基金依然可以享有项目良好发展带来的资本回报，享有者作为公司股东也拥有相应的项目话语权，项目也能获得更广阔的自主空间做专业的事。就像最初全国搞产学研，引导高校人才和成果走出来创新创业一样，开始北京、上海这些特大型城市是有顾虑的，担心创新资源会跑掉，影响本地发展。而随着时代的发展，这些城市几乎都能意识到，人才及成果资源总是要向效率高的去处流动，顺应潮流，想堵是堵不住的。

放宽限制：

此外，也要增强必要激励措施。深圳市政府引导基金在 2018 年修订的引导基金管理办法里面，已经把返投比例的最低标准从两倍降到了 1.5

倍（有地方已降到 1 倍或以下），采用市场化利好措施鼓励参股的基金主动地、更多地投向本地的企业。原本项目二八分成，但深创投把引导基金净收益的 80% 的部分拿出来作为管理人的奖励。比如天使项目可能再让利 40%，VC 项目再让利 30%，市政府重点产业项目再让利 30%。对天使投资项目，政府收回项目后，只收回本金，所有收益全部让给管理人和其他投资人。

寻求替代：

就返投讲返投，无论怎么降，政府与市场团队的双方博弈都不能走出一种“困境”。有时，解决问题的有效办法需要另辟蹊径。在这方面，江苏、浙江等经济比较发达和市场发育程度较高的地方，已开始进行有益探索。如，市场 GP 团队接受政府一定的返投要求，但最终可能不直接按基金所投资的当地项目来算，而是通过帮助招商引资的途径方式，将为当地牵头招商落地的项目投资额来折算政府对基金管理的返投数额，从而比较灵活地解决政府对返投的实际诉求问题，在政府 LP 与市场 GP 之间找到了一种各自都能接受的现实平衡办法，对政府有利，对市场团队也是一种责任义务。而这种责任压力，往往也是市场团队能够做到的。

支持方式多手段，市场退出多路径

当前各地政府已然意识到返投比例和奖励措施的重要性，在返投方面开始逐渐放宽要求，包括降低返投比例、进行返投认定加权等的新探索。

同时，为了吸引机构和项目的落地，各地也争先推出配套奖励政策，但这

里的关键不在于资金奖励有多少，而在于政策配套服务对项目 and 机构是否有帮助、以及配套服务能否落地，能否为项目和机构提供专业化的服务，从而起到真正的引导作用和赋能。

支持方式——

事实上，任何政府财政承受力都有上限，单纯靠资金支持不足够引进优质企业、打造产业生态。不过，政府转而通过提供配套服务则可弥补资金的不足，以达到更好吸引企业落地的目的。比如提供长期企业战略咨询、产业资源嫁接、资本接洽等增值服务；利用市场化专业投资机构的资源放大能力，连接政策资源、空间资源、产业资源、资本资源，甚至是市场等。这不仅会促进引导目的的实现，同时也会增加企业盈利的可能性，变相增加政府投资收益。比如北京大兴互联网引导基金就配置了包括落地空间、行政审批、政策补贴、资源对接、人才引进等头部服务，还专门组建了专业化的产业服务团队，为企业提供全周期的服务。

从实践看，一个地方政府引导基金的成功，实际并不都是钱的问题，许多情况下与当地创新创业氛围密切相关。而地方的创业创新活力，则取决于地方政府对营商环境、配套措施的建设。如果地方产业发展环境不好，即使有了引导基金和创投机构，实际也很难落实下去。因此，地方政府引导基金，首要的是应切实做好创新创业和经济发展环境的培育，然后制定合理的投资团队引入标准，最后花更多精力来扶持当地的企业和产业的发展，而这也是打造一个成熟创投环境所需要的过程。

退出途径——

引导基金的最终目的是鼓励科技创新、实现产业转型和地方经济发展。因此，资金回流是引导基金发挥引导作用的前提，有效实现财政资金的良性循环，才能更好推动经济产业发展，因而，退出也就至关重要。

作为政府引导基金整体运作的最后一环，退出也是财政资金回流的前提。因此，政府引导基金适时、顺利地退出，就具有了广泛而深刻的现实意义。根据政府引导基金的具体目标要求和运作实际，需要审慎选择好合适的退出形式：

一是让利退出，政府为了引导和带动社会资本投资到特定产业，在一定的前提条件下，可以允许基金管理人或社会资本方以原价或以原价较低回报率的价格，购买政府出资份额形式，实现政府投资基金提前退出，并实现对社会资本让利；

二是强制退出，在基金出现特定负面事件（如基金设立一年内社会资本未到位，或政府出资一年内未对外投资等）情况下，政府出资方有权强

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43267

