



刘晓春：多类型风投是科创 获得支持的关键



意见领袖 | 刘晓春

当今世界正处于百年未有之大变局，科技创新的竞争是大变局中的重要决定因素。科技创新作为国家战略，需要政府和金融市场等全方位支持。我国金融体系是以间接融资为绝对主力的金融体系，间接融资决定着资源配置的方向和结构，塑造着经济结构的现在与未来。

有研究显示，相对于间接融资为主的金融体系，以直接融资为主的金融体系更有利于科技创新的发展。但直接融资市场的建设需要一个相当长的过程。为了将更多的资源有效配置到科技创新领域，从我国金融体系的现实出发，一方面要大力发展直接融资，建设多层次资本市场；另一方面更要研究间接融资模式的创新，以更多地支持科技创新。与此同时，政府部门在制定和落实产业政策时，更要注重引导和发挥市场的作用。



风险投资的三个基本条件

支持科创，多层次资本市场固然重要，但其中最重要的是风险投资。

风险投资需要三个基本条件：有耐心的投资人、专业的管理人群体和成熟多样的退出渠道。

科技创新的风险投资，不仅风险大，而且投资时间长。投资科技创新，需要有些情怀和理想，但作为资本，终是要追求回报的。所以，真正有耐心投资科技创新的投资人，一定不是把自己所有的资本都投向这个领域，而只是把自己所有资本中相对小的部分用于这方面的风险投资。这部分可以小到，即使投资全部损失，对自己也完全不会有“伤筋动骨”的影响，并且还有能力持续不伤筋动骨地追加这方面的投资。所谓耐心，正是体现在这方面。

再说专业的管理人群体。风险投资的基金管理人，不仅仅是从事金融行业的投资人，实际上是创业群体的一分子。风险投资，不仅是给科创企业投资金，更要帮助科创企业提升管理水平、选择技术产业化路径、拓展市场和产业链。因此，风险投资的基金管理人，不仅要获得投资人的信任，也要获得创业人的信任；不仅要对金融有深刻的认知，对所投资的科技及企业经营管理也要有相当的认知。

这些年，我国风险投资发展迅猛，但大多数投入到利用互联网等技术创新商业模式的短平快领域，真正耐心投入到科技创新的并不多。也因此，其方式往往是短时间高估值退出的对赌条款，导致初创企业打乱研发节奏，在一定程度上助长了扩张规模甚至经营业绩弄虚作假的现象。由于风气追求短期暴富，有耐心的投资人和有耐心的管理人就很难有生存的空间。所

以，这些年虽然成立了许多基金，但真正投资硬科技商业化的相对不多。因此，在现有基础上，很有必要为科创风险投资发掘新的民间投资人和基金管理人。

经过四十多年的改革开放，我国造就了相当部分的高净值人群，他们大部分是企业家，还有不少经营人才，其中不少已达 50 岁以上年龄。这个人群中，有很大部分是草根出身，有些虽然还经营着企业，但对未来有些迷惘。迷惘的原因主要有：对传统行业的未来不自信；对新产业、新技术不熟悉；对新商业模式不理解；对一些新政策、地方政府部门新的行为方式不适应等。因此，他们一方面有继续发展、继续创新的诉求，另一方面又有观望的心态，导致了实际上的维持甚至收缩或退出经营。

现在各金融机构都在大力发展财富管理业务，瞄准的正是这个人群；而对财富管理特别是家族资产配置特别感兴趣的，也正是这个群体。对于家族资产，他们虽然希望能不断增值，但心理上更注重的是安全与保值。他们也有尝试投资新技术、新行业的冲动，但苦于不懂而畏缩不前。如果在发展财富管理的过程中，能对其加以适当的引导，激励这部分群体拿出总资产中可以承担风险的一定比例的资金，用于投资相关科技初创企业的私募基金，既能满足他们风险可承受前提下投资新技术、新行业并实现资产较大增值的需求，又能为科创企业风险投资提供相当数量的稳定资金来源。在政策上，可以考虑对投资于科创风险投资基金的资金实行所得税全额退还，并且对投资所得减免所得税。

就投资科技初创企业而言，这些年在中国做得风生水起的风险投资基金的投资型管理人，大多数已经不太适应了。一定意义上，他们是纯粹的金融人，是资本玩家，他们习惯于前些年投资互联网平台和游戏类企业的模式，对快速高估值退出已经形成了路径依赖。要形成真正对投资科技初创企业有耐心、懂技术、愿意长期陪伴初创企业成长的风险投资基金管理人群体，恐怕需要寄希望于 80 后甚至 90 后，他们的知识结构、思维方式和行为方式与科技初创企业的企业家更加匹配。他们除了自身在科技风险投资能力上的历练，更需要在法治市场建设的基础上树立契约精神，一方面取信于出资的投资人，一方面成为企业家可信赖的合作者。

我们说直接融资市场更适合于科技创新，股票市场当然重要，但对于科技创新尤其是科技初创企业，仅有股票市场是不够的，风险投资需要有更多类型的退出渠道。所以，在建设多层次资本市场过程中，要花更大的精力于股权交易市场和并购市场的建设。

发挥政府引导作用

所谓“科创”，是指将新的科研成果产业化、市场化的过程。既然是产业化、市场化，毫无疑问，最终必须依靠市场的力量才能真正获得成功。但由于新的科研成果能够用于什么样的环境、可以制造什么样的产品、新科研成果应用所产生的效率是否被市场所接受都还未可知，这些问题都需要漫长的试错和不断优化的过程，具有非常大的不确定性。而正因为市场的作用，资本在这样的不确定性面前往往畏缩不前。

虽然说企业家具备冒险精神、创新精神，但那是为了赚取利润而具备的冒险与创新，只有在资本认为有极大可能获取利润的情况下，企业家才会去冒险和创新，在这之前是绝对不会为冒险而冒险、为创新而创新的。因此，在科技创新的战略层面上，需要发挥政府的作用。

所谓发挥政府的作用，不是说政府直接参与科技创新工作，而是指政府发挥自身功能引导市场，激发企业家的冒险精神和创新精神，吸引市场将资源有效配置到“科创”项目上。

首先，要积极认识各种政府补贴的作用。一定意义上说，政府的各种补贴有如风险投资，通过广泛的补贴，最终产生相关技术领域成功的头部企业。但由于财政是收、支两条线，各种补贴成功与否以及补贴所产生的综合效益无法直接在相应的科目中反映。

正是因为投资与回报不能直接对应体现，补贴的有效性在过去常常被人诟病。各种政府补贴的缺点是：补贴的范围相对比较宽泛，一般是对一个产业领域进行补贴，比如新能源汽车等，具体的技术目的性不强，会产生许多看得见的失败案例，给人感觉造成了大量浪费；补贴制度一旦存在设计漏洞，容易产生道德风险。然而，各种补贴给人感觉造成大量浪费的缺点本身，正是风险投资的特点。相对宽泛的补贴范围，有利于鼓励相关行业不同技术路径的技术竞争和市场竞争，最终产生有效的胜出者。新能源汽车如果没有前期补贴营造的万马奔腾的态势，没有泥沙俱下之下各路技术路径的竞争，不会有今天这样的局面。

其次,要在总结几十年补贴经验的基础上,不断完善并创新补贴方式。补贴有各种不同的类型,如直接补贴、奖励、退税、减税、免税、贴息等。这些补贴方式,在企业或行业处于不同阶段时具有不同的作用。

以新能源汽车行业为例,直接补贴给生产企业或是补贴给购车者,效果是不同的。一般来说,在行业发展初期,可能补贴给生产企业更直接有效,可以最大可能地引导社会资源投资新能源汽车领域;当行业具有一定成熟度,则补贴购车者有利于拉动市场,有利于通过市场的力量加速企业科技投入,提高技术性能和降低成本,达到优胜劣汰的效果。因此,需要总结经验,优化现有的各种补贴方式,使补贴更有针对性。同时,还要创新补贴方式。

再次,探索政府引导基金市场化运营的有效途径。自2002年中关村创业投资引导基金成立,20年来,政府引导基金在推动我国科技进步、产业发展方面发挥了巨大的作用,但也存在一些有待解决的问题。

政府引导基金,某种意义上也意味着政府参与市场运作——

一是行政化监管与考核。政府引导基金一般都要求保值增值,甚至要求防止国有资产流失。这导致项目投向单一,往往投向相对成熟的项目,失去了风险投资的特色,不利于不同技术路线的竞争;

二是考核简单化,缺乏对创业投资长期性的认知,导致投资行为短期化;

三是管理过多，效率低下，投资基金管理人无法按市场逻辑投资管理项目；

四是发行主体层级多，不专业，一些地方的政府引导基金一定程度上成了传统招商引资的手段，偏离支持科技创新的方向；

五是缺乏对市场资金的撬动能力。

以上问题导致政府引导基金市场化运作能力不足，虽然政府希望通过引导基金来撬动更多的社会资金跟进投入科创企业，但大多数撬动的还是是一些政策寻租机构通过理财产品等筹得的间接资金。也就是说，影子银行中，由于层层嵌套，投资者并不知道自己投资的到底是一般理财产品还是风险投资项目。在资管新规出台叠加经济下行压力的影响下，此类募集资金的渠道已经基本枯竭。

可以考虑将政府引导基金明确分成两类，一类是现有的以招商引资支持相对成熟项目为主的引导基金，一类是专门投资科技初创企业的风险投资引导基金。第二类引导基金完全进行市场化操作与管理：

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_47467

