

研究報告

政府引导基金的使命、发展与影响 ——科创行业股权投资机构研究之一

侯春晓 陈历轶

资本市场研究所

2019 年 3 月

内容摘要

扶持新兴产业成长、支持科创企业融资发展是世界各国政府通行的做法。尽管采用的具体措施有所不同，但政府资金对股权投资活动的参与确实解决了社会资本支持科创企业力度不足的问题，扶持了一批批优秀的科技公司。在美国，位列科技最前沿的企业基本都接受过美国中小企业投资公司或美国中小企业创新研究计划的资金支持。十八大以来，在我国实施创新驱动发展战略的背景下，政府引导基金蓬勃发展，在一级市场上积极引导社会资本的投资方向，推动产业结构调整以及转型升级的同时大力支持新兴产业的发展，通过资本配置和持续培育来扶持科创企业特别是初创的科创企业，这与科创板的定位高度相符，能与科创板进行有效的一二级市场对接，值得深入研究。

政府引导基金的是由政府设立并与社会资本共同发起设立的政策性基金，用于增加股权投资的政府资金供给，克服单纯通过市场配置股权资本的市场失灵问题，促进创新型企业股权融资，发挥财政资金的杠杆放大效应，实现发展战略新兴产业、优化产业结构、加快我国经济转型的目的。

自 2002 年我国首只政府引导基金“中关村创业投资引导基金”成立至今，中国的政府引导基金已走过 16 年历程。这种资金安排，在我国资本市场股权融资相对薄弱、新兴产业和科创企业融资需求难以得到满足的情况下，对产业升级和技术进步起到了很好的支持作用，推动了中国经济新动能的形成和发展。

政府引导基金在股权投资中扮演了信用背书和推动研发创新的重

要角色，主要可分为 PPP 基金(政府和社会资本合作基金)、创业基金、产业基金以及其他基金，其中，产业基金在近几年得到极大发展。投资管理形式上，目前主要采用母基金+子基金的模式，并挑选出有经验的专业管理人负责子基金的日常运营。政府引导基金主要通过向子基金内其他有限合伙人（LP）转让以及 IPO 或并购这两种机制实现退出，目前还缺乏对政府引导基金的绩效评价体系。

政府引导基金在近几年呈现快速的增长态势，特别是在 2015 和 2016 年，经济下行压力较大，货币政策相对宽松，财政政策比较积极，政府引导基金的新增数量和目标规模出现爆发式的增长。其中，2015 年基金新增数量增幅高达 280%，2016 年新增数量继续上升达到 571 支，目标规模突破 5000 亿元大关，2017 年新增目标规模将近 5500 亿。截至 2018 年，政府引导基金历年新增数量累积超过 1900 支，目标规模累积超过 1.6 万亿人民币。政府引导基金参与投资的项目数量也迅速上升，从 2012 年的 200 个上升到 2015 年超过 400 个，截至 2018 年，累积投资项目数量估计已超过 2500 个。

政府引导基金促进新兴产业发展，为科创板储备了大量优质科创企业。同时科创板与政府引导基金扶持科创企业的使命一脉相承，为科创企业的发展提供了连续支持。政府引导基金和科创板相辅相成并产生协同效应，协同服务国家创新驱动战略。

但是，政府引导基金也存在着潜在的负面影响，一是几年后的集中退出需求可能对科创板形成冲击，根据我们初步测算，保守估计政府引导基金在科创企业中的股权在 2020-2022 年进入科创板后市值将超过

3000 亿；二是会成为地方债务问题的新风险点，三是在培育初创企业过程中存在一定的局限性。

本文研究对政府引导基金的启示：一是政府引导基金在应对子基金设置更完善的绩效评价体系，以保证子基金对科创企业培育路径的前后一致性和连贯性。二是鼓励现存引导基金根据实际情况提前或延期退出，鼓励后续基金成立时设置更长的退出期。三是大力发展 PE 二级市场，让市场化资金承接前期政府出资的份额。

通过本文研究，我们对科创板有以下三方面建议：

一是上市条件方面，科创板的行业定位应具有产业方向的引导作用，需要及时动态调整行业范围，来积极引导创业者和股权投资者的方向，从而更好地服务国家创新驱动战略。

二是信息披露方面，科创板应要求拟上市公司充分披露股东背景，特别是穿透式披露投资基金类股东的控制结构及历史沿革，上市之后也需要及时披露持股一定比例以上的相关基金主要出资人信息，持股比例高的投资基金出资人发生变动时也应做出披露。

三是发行节奏方面，把握科创板的发行节奏，以防潜在的集中退出需求造成市场承压。

目录

一、政府引导基金在股权投资中的角色.....	1
二、我国政府引导基金的基本情况.....	2
（一）基本类型	3
（二）投资形式	4
（三）退出与评价	8
三、我国政府引导基金的发展.....	9
（一）引导基金经历爆发式增长后增速开始放缓.....	9
（二）较发达地区的增量较大但下降更明显	12
四、政府引导基金对科创板的积极影响.....	14
（一）政府引导基金促进新兴产业发展，为科创板储备了大量优质 标的.....	14
（二）科创板与政府引导基金扶持科创企业的使命一脉相承.....	19
（三）政府引导基金和科创板相辅相成并产生协同效应	19
五、政府引导基金的潜在负面影响.....	20
（一）所投项目集中退出可能对科创板带来冲击	20
（二）引导基金可能成为地方债务问题中新的风险点	22
（三）政府参与风险投资存在一定的局限性	23
六、结论与启示	24
附件：引导基金怎样让利和返投 如何投资和退出	27

政府引导基金的使命、发展与影响

——科创行业股权投资研究之一

十八大以来，在我国实施创新驱动发展战略的背景下，政府引导基金蓬勃发展，在一级市场上积极引导社会资本的投资方向，推动产业结构调整以及转型升级的同时大力支持新兴产业的发展，通过资本配置和持续培育来扶持科创企业特别是初创的科创企业，这与科创板的定位高度相符，能与科创板进行有效的一二级市场对接，值得深入研究。

一、政府引导基金在股权投资中的角色

世界各国政府在扶持科创企业上的工作均已有较长时日，尽管各方采用的措施不同，但根本上都是基于两个假设，一是市场投资者没能充分地满足科创企业的资金需求，二是政府有能力鉴别和筛选高社会回报、高经济效益的新产业和好公司，并吸引社会资本参与。事实上，政府资金对股权投资活动的参与确实解决了社会资本支持科创企业力度不足的问题，扶持了一批批优秀的科技公司。在美国，位列科技最前沿的企业基本都接受过美国中小企业投资公司或美国中小企业创新研究计划的资金支持，包括世界知名的苹果、康柏、英特尔等科技巨头。

由于初创企业处于不确定性较高的发展阶段，面临极大的融资挑

战，很多经济学家和金融专家都呼吁投资机构在股权投资活动中应该更多地起到缓解道德风险和减少信息不对称问题的作用。目前来看，政府引导基金参与股权投资的确具有一定的合理性，并在其中主要扮演了两方面的角色。

一方面，政府引导基金扮演了为企业提供信用背书的角色。大量的实践研究表明，初创企业尤其是科技型初创企业，因为信息不对称问题无法得到充足的融资。而政府投资企业则可以视为对该企业资质或能力的背书，作为一种信号降低了初创企业与外部的信息不对称程度，无形中提高了企业在融资市场上的信用等级，便于填补后续运营中产生的资金缺口。同时，许多高潜力的企业在早期被社会资本忽视，政府的背书也为其他投资人提供了信心，使企业的潜力得以发挥，为实体经济注入了新的活力。

另一方面，政府引导基金扮演了助推社会技术水平进步的角色。财政学的理论认为，政府资金可以引导市场做出积极的回应。例如，在研发环节，政府引导基金的介入不仅为企业提供了必要的资金支持，还能够对研发方向进行积极引导，并使企业的创新活动产生正的外部性，带动整个社会的技术水平进步。

二、我国政府引导基金的基本情况

自 2002 年我国首只政府引导基金“中关村创业投资引导基金”成立至今，中国的政府引导基金已走过 16 年历程。2005 年 9 月，国家十部委联合发布的《创业投资企业暂行管理办法》，政府引导基金

的概念第一次正式出现在国家文件中。2008 年，国家发改委、财政部、商务部共同颁布了《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》，从性质、综指、资金来源、运作原则和方式等方面对政府引导基金做出了全面的定义和指导。2015 年 11 月，财政部发布《政府投资基金暂行管理办法》，将政府投资基金定义为：由各级政府通过预算安排，以单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域发展的资金。

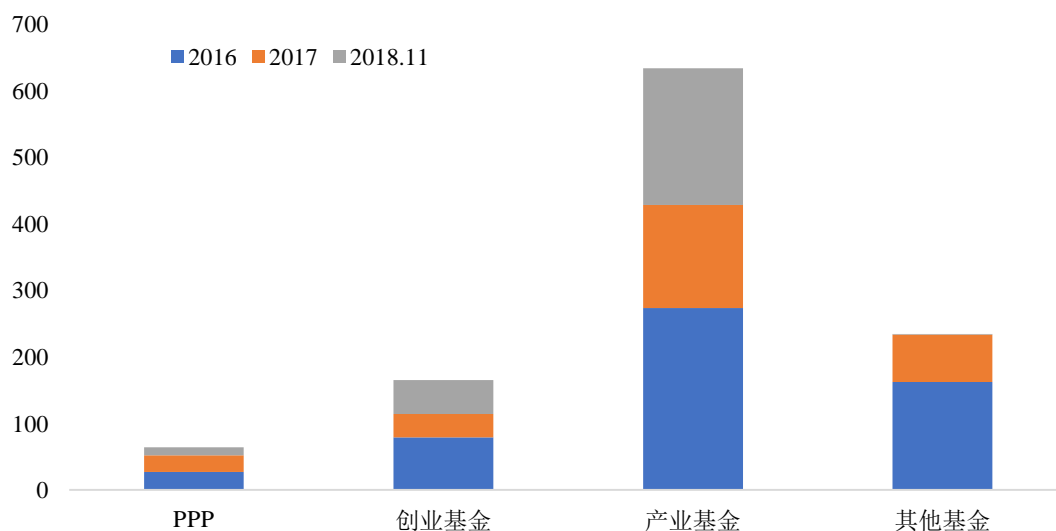
政府引导基金的内涵是由政府设立并与社会资本共同发起设立的政策性基金，用于增加股权投资的政府资金供给，克服单纯通过市场配置股权资本的市场失灵问题，促进创新型企业股权融资，发挥财政资金的杠杆放大效应，实现发展战略新兴产业、优化产业结构、加快我国经济转型的目的。这种资金安排，在我国资本市场股权融资相对薄弱、新兴产业和科创企业融资需求难以得到满足的情况下，对产业升级和技术进步起到了很好的支持作用，推动了中国经济新动能的形成和发展。

（一）基本类型

政府引导基金可分为 PPP 基金（政府和社会资本合作基金）、创业基金、产业基金以及其他基金。2016 年到 2018 年 11 月间，以促进产业升级转型为方向的产业基金新设数量最多，在将近三年的时间里共设立了 633 支基金，远超其他类型基金，而且产业基金的占比逐

年提升，从 2016 年的 50.5% 提高到 2017 年的 54.2%，并进一步提高到 2018 年的 76.2%，政府越来越多地通过产业基金对社会资本进行产业间的资源配置优化。创业基金数量位居第二，近三年共设立 165 支基金，分布比例上，从 2016 年占比 14.6% 上升至 2018 年的 19.0%，政府对扶持创业企业的重视度越来越高。PPP 基金则主要是鼓励民营资本与政府进行合作，共同参与到公共基础设施建设中。横向比较来看，PPP 基金的新设数量在各类型政府引导基金中最低，而纵向比较来看，PPP 基金在经历了前期爆发后因受到政策限制的原因出现明显的下降趋势，2016 年新设立的 PPP 基金有 57 支，2017 年的数量减少一半以上，仅新成立了 25 支，而在 2018 年 1 月到 11 月间，这一数字更是减少到了 12 支。

图 1：新设政府引导基金的类型分布（2016-2018.11）



数据来源：融中研究

（二）投资形式

1. 资金来源

政府引导基金的本质是通过财政资金的杠杆作用撬动社会资本

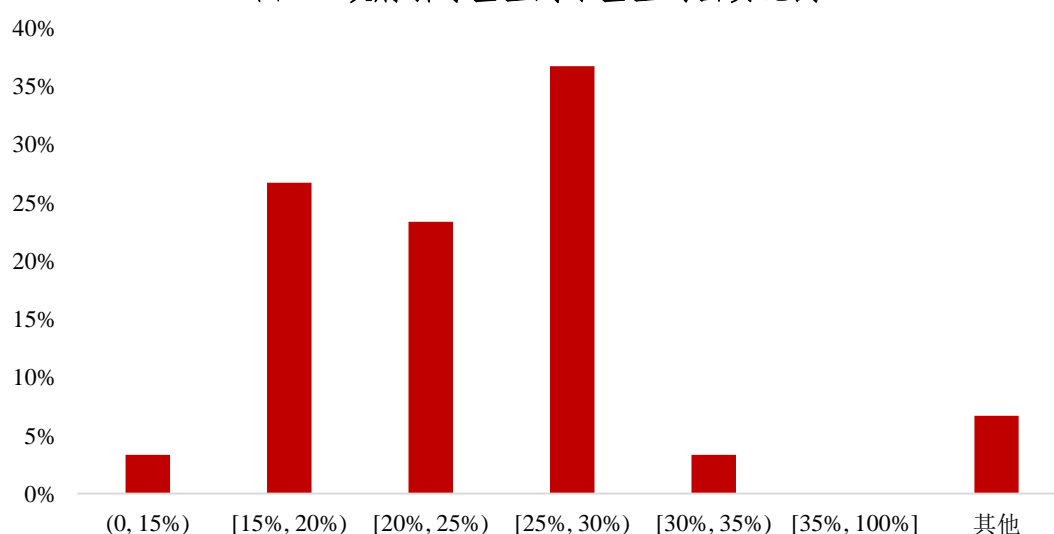
从而共同完成对特定地区企业或特定产业企业的扶持。其中，政府资金一般是财政部门通过一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算等安排的资金。政府引导基金资金来源包括财政预算内投资、中央和地方各类专项建设基金及其它财政性资金。同时，社会资本也越来越多参与到引导基金的募资，包括上市公司、国有企业以及各类金融机构，体现了引导基金的引导和放大作用。

2. 基金结构

政府引导基金的结构主要分为三种。

第一种是目前较为主流的母基金+子基金模式。由于很多地方的政府引导基金要求禁止财政资金作为劣后级，母基金层面采用平行投资的架构，吸引社会资本作为有限合伙人（LP）参与，放大杠杆优势，从而政府资金与社会资本共同成立子基金。为了较好地发挥财政资金的杠杆作用，政府资金在子基金中的出资比例一般在 15%-30% 之间，介于 25%-30% 的最多。

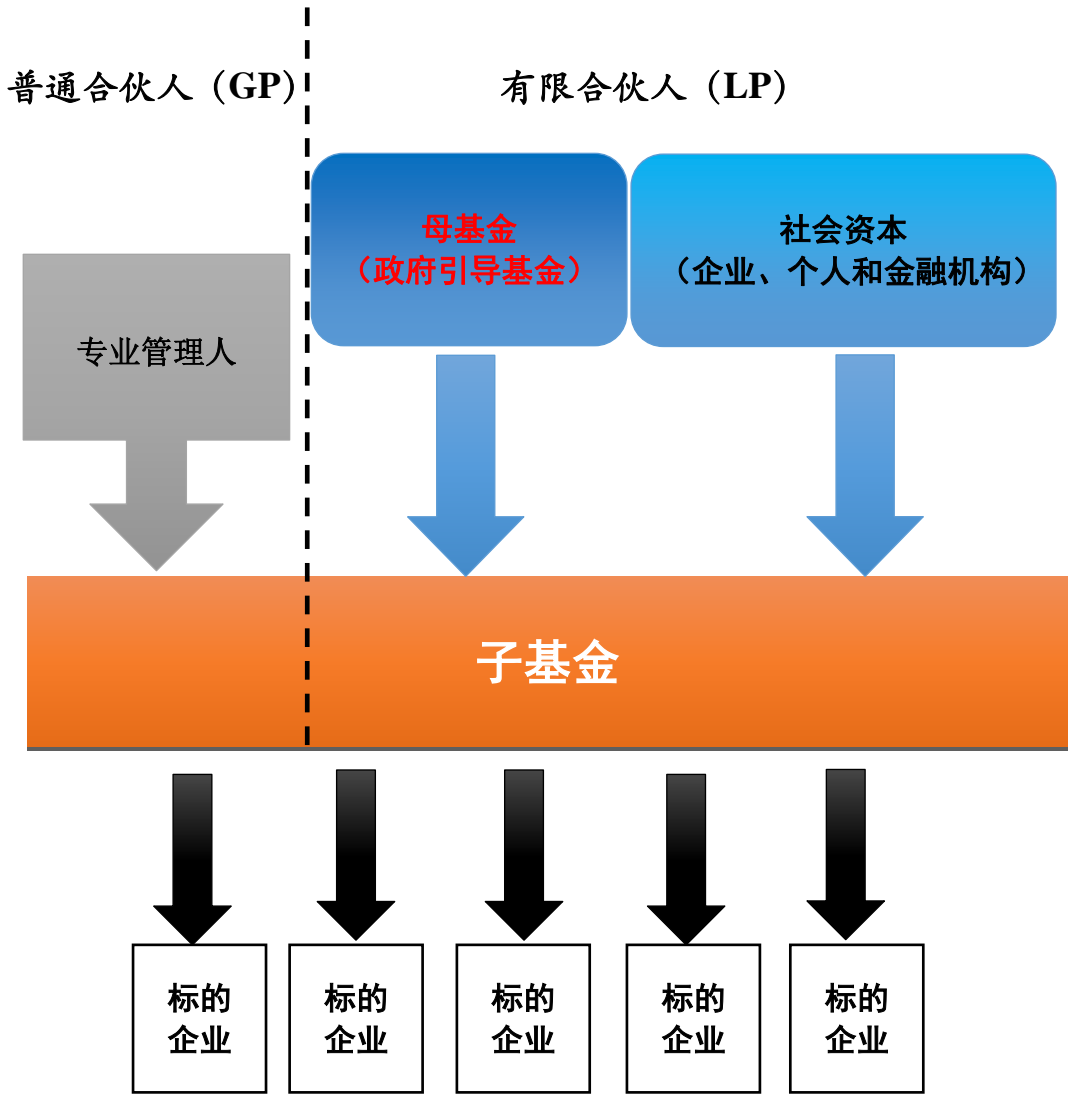
图 2：政府引导基金对子基金的出资比例



数据来源：投中研究 2018 年政府引导基金调研报告

母基金采用 FOF 形式运作，优选普通合伙人（GP）作为子基金的管理人，发挥管理人的专业特长，筛选出真正高质量的标的企业。根据投中的调研报告，政府引导基金对于子基金管理团队的工作经验、合作年限、关键人物等维度提出了要求。

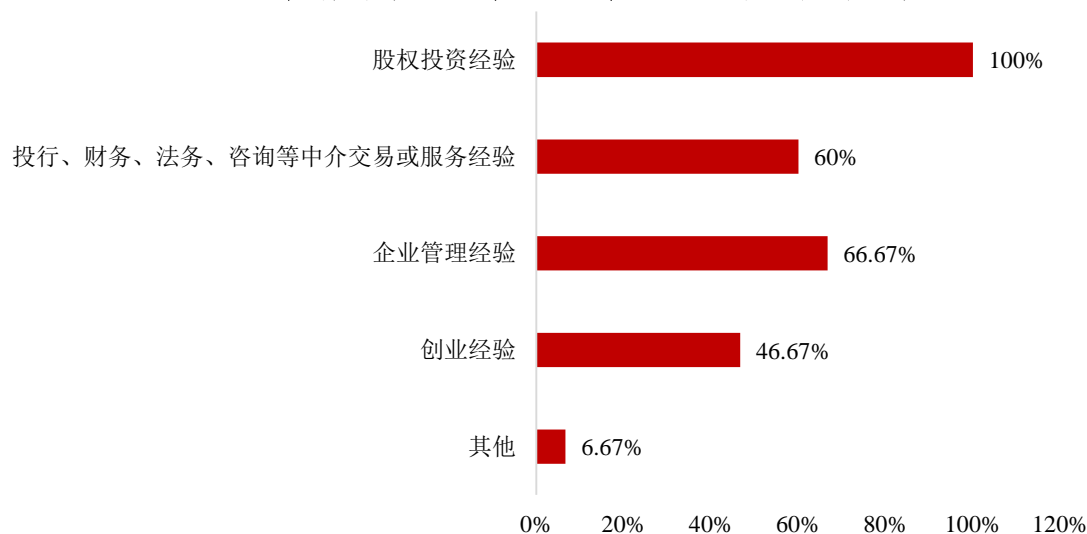
图 3：政府引导基金的母基金+子基金模式



资料来源：资本市场研究所

以工作经验方面的要求为例，被调的政府引导基金主要看重子基金管理人的股权投资经验、中介服务经验、企业管理经验以及创业经验，其中股权投资经验是所有被调查者都提出的要求。

图 4：政府引导基金对于基金管理人工作经验的要求



数据来源：投中研究 2018 年政府引导基金调研报告

第二种是专项基金模式。该模式下基金采用单层架构，由财政资金联合社会资本共同设立，直接重点支持特定行业或特定类型企业。该类基金目标不在于牟利，而在于扶持产业，所以在基金退出后，财政一般会把 30%-50%的收益让渡给其他社会资本方，从而增强对社会资本的吸引力。

第三种模式是国企牵头模式。常见的结构设计是设定优先级和劣后级，杠杆比例主要设定在 2:1 到 4:1 之间。金融机构认购优先级，国企或指定主体出资认购劣后级，为优先级资金提供一部分安全垫。这种模式杠杆率高，结构复杂，已经逐渐被第一种模式所取代。

3. 投资运作形式

目前，政府引导基金主要以母基金+子基金的模式运作，即通过和社会出资人共同出资设立直投子基金的方式进行项目投资。政府引导基金由于承担了引导社会资本投向、优化一级市场资源配置、推动

产业转型升级的任务，对子基金的投资设定了一定的框架和约束，包括但不限于投资区域、投资产业、投资阶段。

近几年，投资限制带来的弊端逐渐被意识到，政府开始出台新的政策将原来的“堵口子”转变为“重引导”的方向上来。一个重要的信号是，政府引导基金在返投比例的规定上开始放松。一般而言，地方政府的引导基金要求子基金将一部分资金投向注册地为当地的企业或从外地招商落地于当地的企业，某种意义上也是招商引资的手段。目前，返投比例从一开始的 2 倍下降到 1.5 倍左右，有些地方政府的引导基金还在进一步降低对返投比例的要求，并且从以前的强制规定慢慢转变为鼓励为主。

（三）退出与评价

绝大部分政府引导基金在设立之初就对其退出方式做出了规定，主要通过两种机制实现退出。**第一种是向子基金内其他有限合伙人（LP）转让。**该情形下的转让价格和持有年限有关。政府引导基金会设定一条分界线，一般为三年或四年，在分界年限内转让的，对方只需额外支付市场利息，超过分界年限的，双方以市场化方式协商转让价格。**第二种是子基金项目通过 IPO 或并购退出。**目前，该情形内退出的案例较少，原因在于，政府引导基金大量成立于 2015 年之后，而基金存续期一般为 7 年左右，大部分项目尚未进入成熟期，进入 IPO 程序或被并购的可能性较低。

目前政府引导基金尚缺乏有效的绩效评价体系。政府引导基金本

身带有非逐利性，政府引导基金的评价不能单一地从资金回报等盈利维度进行考评，应该从支持初创企业和产业转型升级的成效进行多维度的考察。自 2015 年 12 月《关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见》明确将政府投资基金纳入公共财政考核评价体系以来，监管部门开始探索建立财政资金注资政府投资基金的统计分析、考核评价等体系，但尚未从政策层面上建立统一的绩效评价体系。

三、我国政府引导基金的发展

（一）引导基金经历爆发式增长后增速开始放缓

政府引导基金在 2005 年首次在国家文件中被提出后，作为一项新的投资形式和服务实体经济的重要举措，受到各个部门的积极支持和推动。特别是在 2015 年后，在经济下行压力较大时，货币政策相对宽松，财政政策比较积极，政府引导基金的新增数量和目标规模呈现爆发式的增长。

基金数量方面，2015 年产业引导基金新增数量出现跃升，增幅达到了 280%，2016 年增速下降但依然为正，当年新成立产业基金达到峰值 571 支。2017 和 2018 年虽然出现负增长，但绝对水平仍处于高位。截至 2018 年末，政府引导基金历年新增数量累积超过 1900 支。

引导基金目标规模方面，2015 和 2016 年新增目标规模持续大幅增长，2017 年继续增长但增速有所放缓，当年达到峰值，新增目标规模将近 5500 亿。截至 2018 年末，政府引导基金历年新增目标规模累积超过 1.6 万亿人民币。

图 5：政府引导基金新增数量和增速（2008-2018）

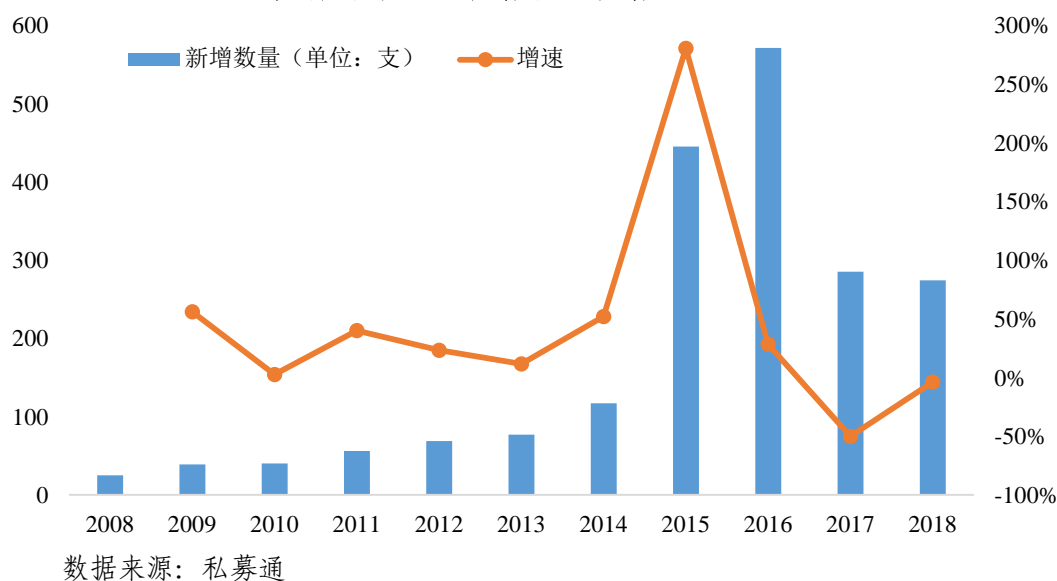
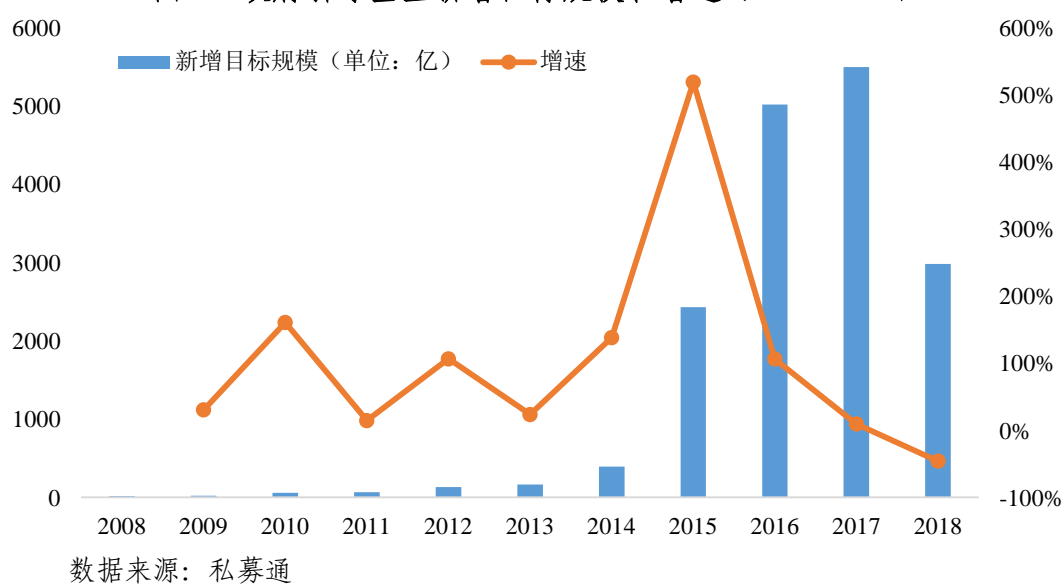
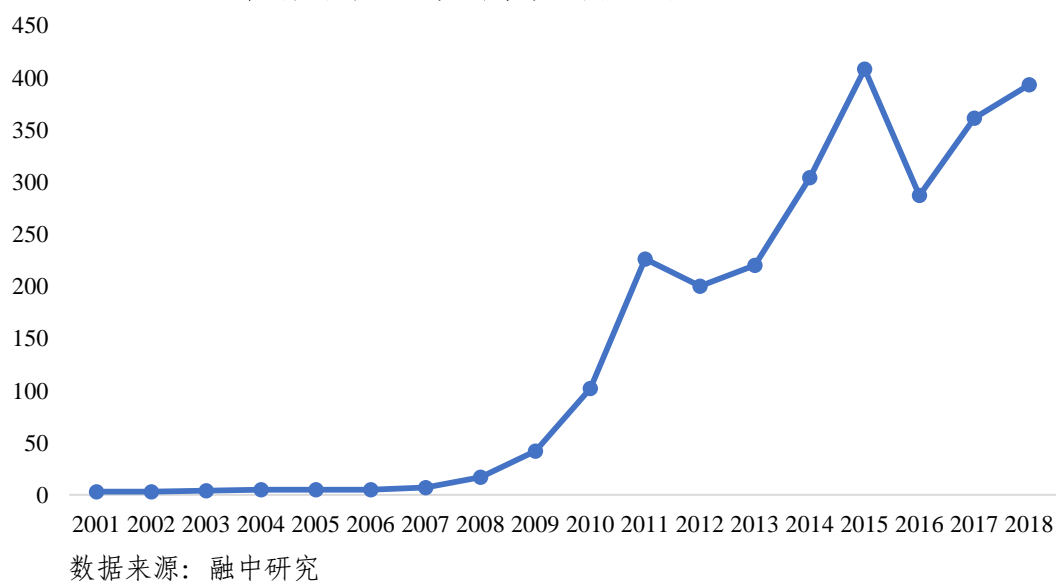


图 6：政府引导基金新增目标规模和增速（2008-2018）



从投资项目上也可以看出蓬勃发展的势头，政府引导基金参与投资的项目数量从 2007 年开始加速上升，在 2012 年经历短暂回调后又重拾升势，于 2015 年达到峰值，当年直接或间接参与的项目超过 400 个。2015 年后投资数量出现波动，但总体水平没有发生大的变化。截止 2018 年末，政府引导基金累积投资项目数量估计已超过 2500 个。

图 7：政府引导基金参与投资的项目数量（2001-2018）



回顾这一段发展历程，我们发现：

一方面，地方投融资方式的转变推动了政府产业引导基金的迅猛发展。2014 年 10 月出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》使地方政府开始转变投融资方式。在财政扶持产业发展资金分配方式变更为“拨改投”环境下，各部门迅速设立产业引导基金，短期内促使政府产业引导基金大规模增加。

另一方面，政府通过积极引导社会资本推动产业转型升级。近几年，宏观经济承受着下行压力，而民间资本倾向于中后期的项目，导致本就处于关键时刻的初创企业面临更大的资金缺口和生存压力。政府成立大量的引导基金旨在缓解市场自发配置股权资本的失灵问题，帮助创业企业股权融资，推动产业快速升级和转型。

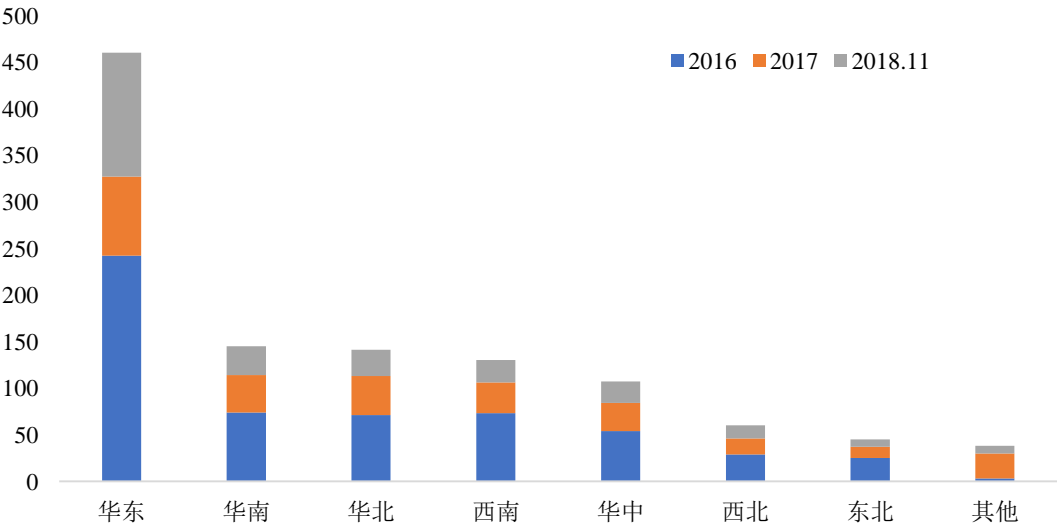
但是，政府引导基金迅猛发展的势头没有表现出持续性。从 2017 年开始，随着金融监管的加强和去杠杆的推进，政府引导基金目标规模的增速出现明显下滑，数量上更是出现了负增长。一方面，2017

年后一二级市场估值倒挂导致一级市场估值泡沫滋生，使得优质的投资机会急剧减少，一级市场投资机构回归理性。在该背景下，政府引导基金在经历了一轮爆发式增长后放缓了扩大的势头。另一方面，政府引导基金开始注重结构的调整而非粗放增长，从而减少了对数量和规模的简单要求，将关注重点转向了基金扶持企业成长、促进产业转型升级的有效性上。

（二）较发达地区的增量较大但下降更明显

较发达地区政府引导基金的新增规模最大。从数量上看，2016-2018 年间，华东地区的新设立基金数量位居第一，远超其他地区，其次是华南、华北、西南、华中地区，这些地区间的数量差异很小。分不同的年份看，华东地区稳居七大地区的首位，华北地区在这三年都位列前三名。

图 8：各地区政府引导基金新增数量（2016-2018）



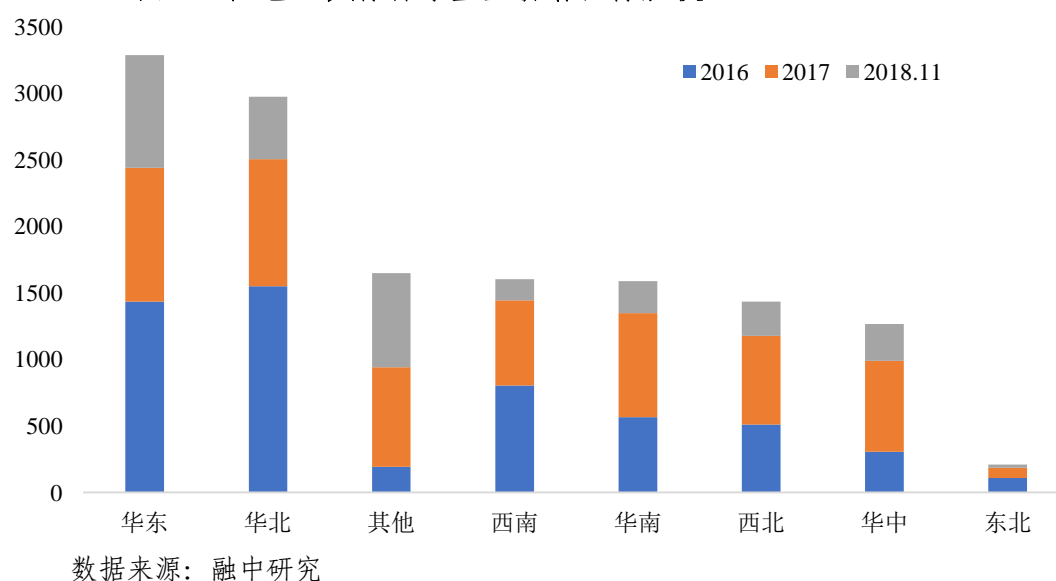
数据来源：融中研究

从新增目标规模上看，华东地区近三年新增目标规模达到

3283.78 亿，该数值排在七大地区之首。华北地区紧随其后，近三年目标规模新增值为 2971.44 亿，与华东地区相差不大。分不同的年份看，华东地区稳居七大地区的前两位，华北地区由于新增目标规模连续下滑，从 2016 年的第一名下滑到 2018 年的第三名。

分省份看，广东、山东、江苏、浙江这四个较发达省份的引导基金新增数量并驾齐驱，都在 180 支以上，处于第一梯队，在总数上大幅高于其他省份。安徽、北京、四川、福建的新增基金数量基本都在 100 支左右，可以归为第二梯队。其余省份近十年的总和基本在 100 支以下。

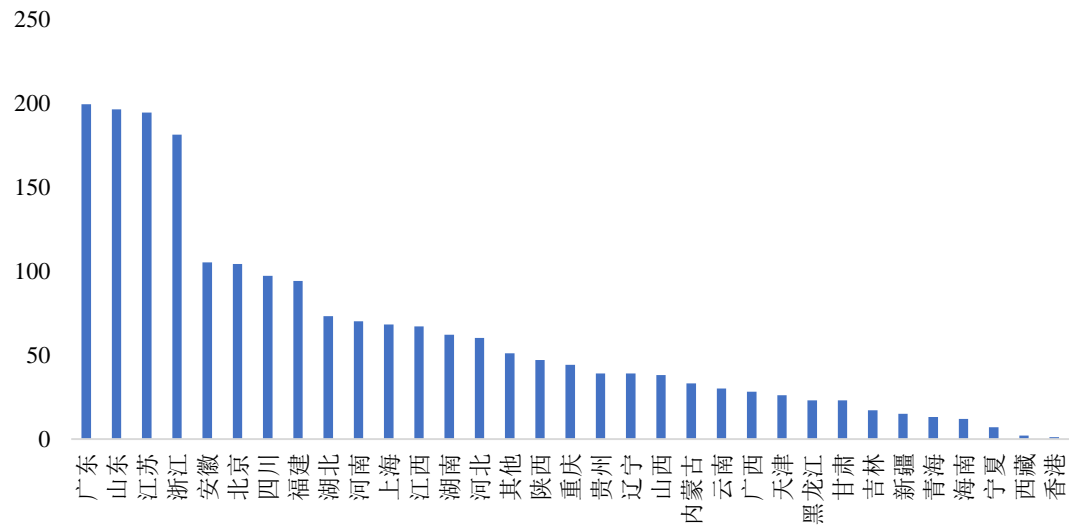
图 9：各地区政府引导基金新增目标规模（2016-2018.11）



较发达地区政府引导基金的规模下降更明显。华东和华北地区的新增目标规模逐年大幅度下降，降幅最少也有 15% 以上，最高超过 50%。西南和东北地区虽同样出现下降，但下降程度不如华东和华北地区。而华南、西北、华中地区则在 2017 年出现了明显的大幅上升，随后在 2018 年转而大幅下降，波动较大，但尚未呈现出连续下滑的

势头。

图 10：各省区政府引导基金近十年新增数量



数据来源：融中研究

四、政府引导基金对科创板的积极影响

（一）政府引导基金促进新兴产业发展，为科创板储备了大量优质标的

1. 政府引导基金偏好新兴产业

新兴产业是经济社会发展的重要推动力量，也是世界各国博弈新一轮经济发展制高点和全球高端价值链的重要途径。以美国为例，新兴产业是美国产业投资基金最为核心的投资领域。美国的产业引导基金主要集中在电子信息科技、生物医药与科技医疗服务和新兴消费服务三大新兴产业，三个领域的投资占总投资的 50%、30%、10%。

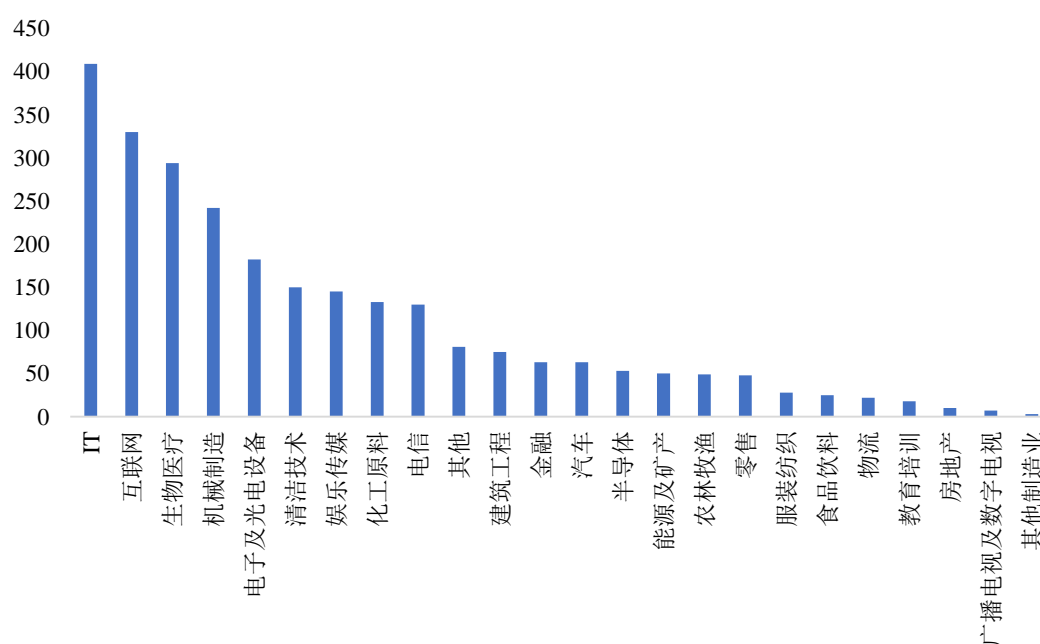
图 11：各国产业引导基金偏好新兴产业



资料来源：国泰君安证券研报 2018.7.31——政府产业引导基金全景图：政策、发展、投向

我国政府引导基金主要用于支持新兴产业，引导包括新一代信息技术、新材料、互联网医疗、新能源等在内的重点发展领域的企业和项目的发展。从行业分布上看，IT、互联网、生物技术等高成长科技领域的行业是政府引导基金最为偏好的方向，政府引导基金在这些行业内的投资项目数位列前三。其中，IT 行业的投资数量最多，总计 409 个，占比达到 15.7%。此外，电子及光电设备、清洁技术这些新兴产业也受到政府引导基金的重点关注。而像服装纺织、食品饮料等相对传统的产业则没有获得政府引导基金的较大支持，这不仅因为传统行业内企业的资金缺口没有那么大，还和政府引导基金在引导产业升级的方向有密切关联。

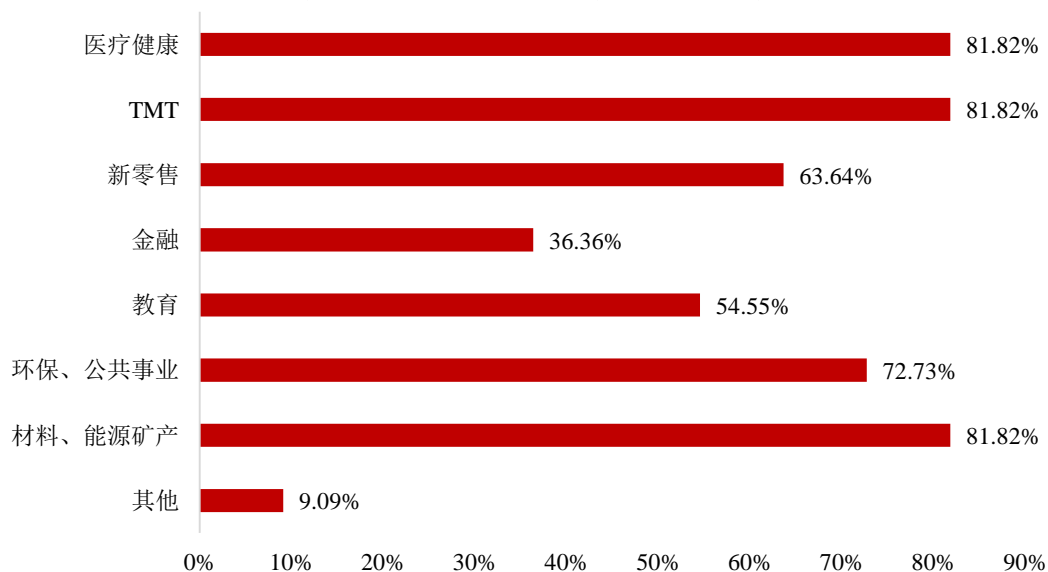
图 12：政府引导基金的行业偏好（截至 2018 年 12 月）



数据来源：融中研究

从投中研究划分的投资方向也可以看到，被调研的政府引导基金在设立直投子基金时对医疗健康、TMT 这些新兴产业的关注度不亚于传统产业。

图 13：政府引导基金设立直投子基金的投资方向



数据来源：投中研究 2018 年政府引导基金调研报告

2. 政府引导基金意在扶持初创企业

一是政府引导基金设立之初就明确了扶持初创企业的目标。世界各个国家的政府引导基金均有将政府资金用以扶持中小企业发展，以直接出资参与或鼓励社会资本进入的方式展开工作。以美国为例，美国中小企业投资公司在1958年到1969年为初创型企业提供资金超过30亿美元，超过了所有社会资本对于初创型企业投资总额的三倍多。

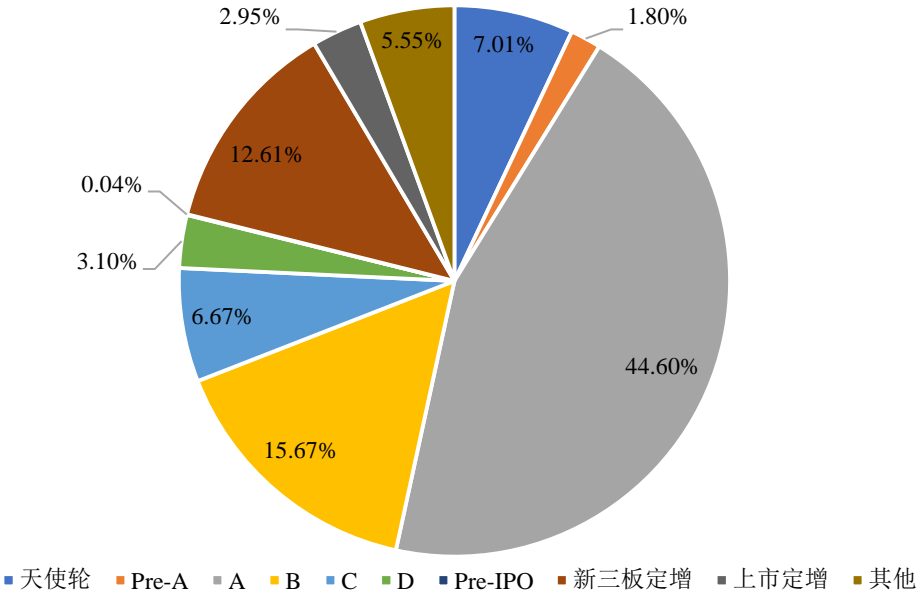
2015年，财政部发布的《政府投资基金暂行管理办法》规定，政府投资基金主要用于支持创新创业、中小企业发展以及产业转型升级和发展等。支持创新创业方面，办法规定，要增加创业投资资本的供给，鼓励创业投资企业投资处于种子期、起步期等创业早期的企业。因此，政府引导基金在设立之初就承担了政府给予的任务，即从资金和投后两方面对创业企业实施较大力度的扶持，提供企业在早期阶段成长所需的要素，使其获得更强有力的成长支持。

二是政府引导基金介入企业的阶段偏早期。政府引导基金意在扶持企业的早期成长阶段，企业在该阶段的资金需求和压力大，而社会资本的介入度不足。政府希望通过引导基金的形式引导市场资金流入成长潜力大但面临资金瓶颈的创业企业，提高股权投资市场的资源配置效率。截止2018年12月，政府引导基金参与A轮融资的比例最高，占比达到44.6%，其次是B轮融资，占比为15.67%，参与天使轮的比例也不低，有7.01%。

投中研究对政府引导基金的调研也发现，政府引导基金出资参与创业投资基金的比例最高，达到93.33%，其次是天使投资基金，比

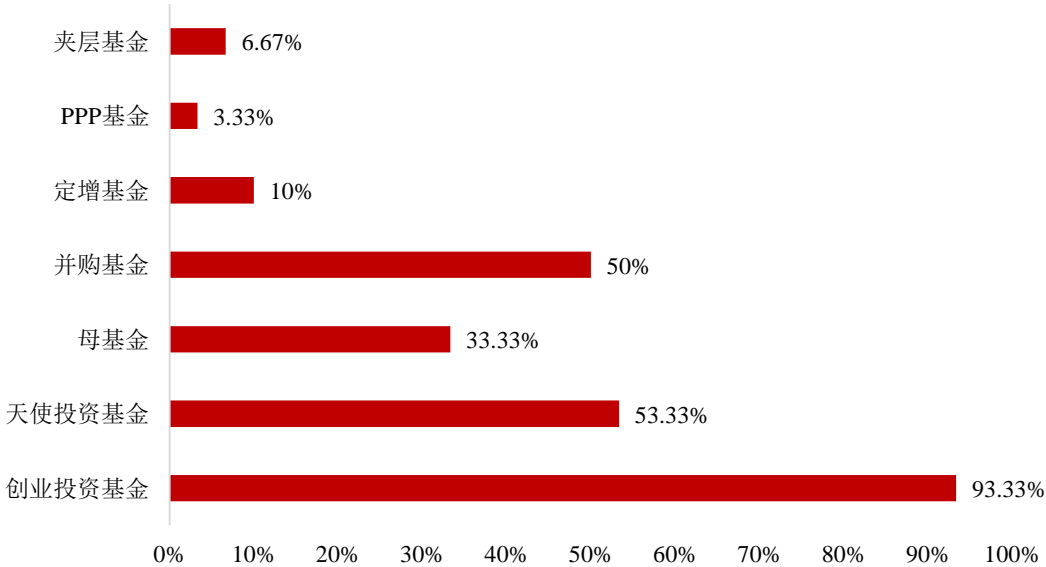
例达到 53.33%。因此，政府引导基金偏向于投资早期企业，帮助企业渡过早期成长中的资金难关，帮助建立起完善的治理结构，从而提高早期优质企业的存活率。

图 14：政府引导基金在不同投资轮次的参与情况



数据来源：融中研究

图 15：政府引导基金参与子基金的类型分布



数据来源：投中研究 2018 年政府引导基金调研报告

（二）科创板与政府引导基金扶持科创企业的使命一脉相承

政府引导基金在一级市场积极鼓励引导社会资本向新兴产业流动、并完成对科创企业早期的扶持后，最终的理想退出方式是将企业推向二级市场，使企业在更广阔的平台持续获得融资便利，不断拓宽自身的成长空间。而定位于服务科技创新企业的科创板恰好为我国的政府引导基金提供了实现目标的平台，通过承接政府引导基金所投资的企业，延续了政府引导基金扶持新兴产业发展、壮大科创企业队伍的使命，从融资、定价、治理等方面全方位地为科创企业提供支持，让科创企业在更规范透明开放的市场中获取发展所需的多维资源。

科创企业需要大量的研发支出，而初期没有形成产品大面积应用的情况下，自我造血能力不足，需要外部融资。我国实行创新驱动战略的大背景下，科创板将对科创企业敞开更具包容性的融资通道，完美承接了政府引导基金提供融资支持的角色，开拓和完善了科创企业在成长道路上所需要的通畅融资环境。

（三）政府引导基金和科创板相辅相成并产生协同效应

从企业的成长阶段看，政府引导基金是在企业早期提供必要的资金支持 and 培育服务，而科创板是在企业后期提供融资平台和市场服务，两者互为补充，并能够产生协同效应，互利共赢。政府引导基金和科创板使科创企业在不同发展阶段都能获得资本的助力。

一方面，政府引导基金能够为科创板输送大量优质的科创企业。政府引导基金主要将社会资本引向新兴产业，特别是大力扶持科技创

新领域的创业企业，而这些企业正符合科创板的定位，不断发展壮大的科创企业群体为科创板提供了大量优质的储备资源。而且，在政府引导基金的大力扶持和培育下，科创企业得到了资金和其他方面的资源，能够最大程度上突破自身的创新边界，产生持续自主创新的能力以及较高的技术优势，不断成长为行业内的冠军或是隐形冠军。为资本市场提供了更多分享科技创新和产业升级红利的投资机会。

另一方面，企业在科创板上市是政府引导基金健康运转、持续支持产业升级的必经阶段。第一，IPO 是企业获得市场认可的重要标志。政府引导基金模式是近十年探索出来的新模式，旨在推动产业转型升级。政府引导基金大多在企业早期介入，为企业提供资金和良好的成长环境，帮助企业成长。一旦企业在科创板成功上市，是市场对企业实力的重要认可。第二，政府引导基金亟待建立完善的绩效评价体系，而实现科创板退出是对政府引导基金引导新型产业发展和扶持科创企业成长的正面评价，是对政府引导基金模式获得成功的一种印证。第三，畅通的退出渠道极大降低了政府引导基金的运行风险，避免流动性阻塞产生新的风险，并为政府支持新的科技创新项目腾出了金融资源，实现了引导基金滚动发展，持续助力科技发展和产业升级的正向循环。

五、政府引导基金的潜在负面影响

（一）所投项目集中退出可能对科创板带来冲击

政府引导基金在 2015 年后得到迅速发展，对于一级市场资金匱

乏的初创企业而言无疑是久旱逢甘霖，加强了创业者的信心，提升了实体经济的创新活力。作为私募股权基金，引导基金一般也有着 7 年左右的存续期，基金产品到期时有明确的退出需求，股票市场作为最理想的退出渠道之一，无疑受到政府引导基金及其所投子基金的高度关注。这些子基金的有限合伙人有着逐利需求，会优先考虑科创板这一更具包容性的市场完成股权变现。

一般而言，项目比较成功的股权投资从入股到 IPO 平均需要 4-6 年，考虑到募集资金和项目筛选需要的时间，实际周期一般在 5 年以上。2015-2017 年大量新成立的政府引导基金，会在 2020-2022 年间出现集中寻求 IPO 上市的现象，会对科创板的融资规模形成一次考验。到 2022 年前后，这些企业的相关股权投资者集中面临产品清盘需求，可能出现大规模的减持潮。

根据可得数据，我们估计政府引导基金所投项目集中退出可能带来的最小冲击量：

（1）根据图 6 中的数据，2015 年至 2018 年 11 月期间，政府引导基金新增的目标规模共有 16421 亿；

（2）假定子基金完成募资并全部投向项目的周期为二年，那么 2015 年至 2018 年 11 月的总募资额约为 14931 亿；

（3）政府引导基金在子基金的出资比例一般不超过 30%，基于计算最小值的原则，假定比例一律在上限 30%，那么待投的资金规模达到 5 万亿左右；

（4）根据图 12 的行业分布，政府引导基金在新兴产业的项目比

重大致有 30% 以上，取最小值 30% 来测算，基金投资项目的总资金为 1.5 万亿；

（5）国内风险投资的 IPO 比例大多在 5%-20% 的区间内，考虑到科创板定位和上市条件的限制，将政府引导基金所投企业最终成功实现 IPO 的比例设定为 10%，那么拟上市科创企业的此类股权估值体量约为 1500 亿；

（6）假定所投企业的一级市场估值在政府引导基金参与后，经过 5 年左右整体上升了一倍，那么这部分股权估值约为 3000 亿；

（7）假定通过 IPO 发行进入二级市场，定价时的估值没有大幅变动。那么，政府引导基金的股权在 2020-2022 年间进入科创板后，总市值至少有 3000 亿。这一数字仅仅是政府引导基金带来的最小冲击量，假如对参数的限制适当放松，那么冲击的体量还会增加数千亿。

再加上其他一级市场投资者的投资项目，未来几年内科创企业的密集上市对于年轻的科创板而言是一次不小的考验。上市之后的集中减持需求，又将对科创板持续运行带来新一波的冲击。

（二）引导基金可能成为地方债务问题中新的风险点

地方政府成立大量的引导基金通过发挥财政杠杆效应，助推本地经济发展，与此同时，大量设立引导基金对当地政府债务可能带来一定的影响。

一是大量基金初期需要政府出资，在短期内增加政府负债。政府引导基金设立之初，需要自有出资或者来自国企的资金。尽管政府引

导基金在子基金中的出资比例一般不足 30%，但这类基金动辄几十亿甚至上百亿的体量，也对政府的短期出资能力形成考验。大规模成立新的产业引导基金，会在短期内急剧增加政府的债务负担。尤其是早期采取国企牵头、金融机构参与优先级组建的产业基金，存在非常高的资金杠杆，一旦投资无法顺利退出，牵头国企将面临爆仓危机，将显著增加国企和地方政府债务风险。

二是部分基金向其他出资人承诺收益，对政府来说是一种隐性的债务负担。2015 年 11 月财政部发布的《政府投资基金暂行管理办法》明确规定，地方政府不得向其他出资人承诺投资本金不受损失，不得承诺最低收益。但实际操作中，仍有不少政府性投资基金通过隐性回购条款，变相向其他出资人承诺保本固定收益，实际上成为地方政府的一种隐性负债。项目收益不佳时，地方政府将面临兑付压力。

（三）政府参与风险投资存在一定的局限性

一是初创企业可能会为了获得政府背书而修饰甚至伪造业绩。企业初期正处于不确定性大、信息不对称程度高的阶段，该特性导致企业早期难以获得充足的融资。而政府引导基金的加入可以成为企业资质的背书，从而便于缓解自身的融资困境。正是因为政府引导基金对初创企业的重要性，企业可能急功近利地去伪造创新成果、美化营收或是夸大企业的市场前景，以此吸引政府资金。而部分政府背景的基金专业能力有限，代理风险也较高，很难甄别科创项目的优劣和前景。

二是初创企业搭建治理体系过程中可能受到基金的主观影响。部

分政府引导基金在企业早期介入，也希望获得企业内部的一定话语权，并参与搭建企业的治理结构。政府引导基金对于初创企业优化治理结构方面有一定裨益，但同时存在的潜在风险也值得留意。由于企业早期尚未形成完整的日常运营规范和治理规范，在搭建治理体系时有可能受到政府引导基金及子基金管理人的主观影响，无法完全通过市场化或者对创始人更具激励性的方式构建治理体系，从而不利于企业的持续良性发展。

三是政府引导基金可能提前退出，对子基金后续管理的约束不足。引导基金重在对社会资本的引导而非最终退出回报，政府资金追求安全性的属性导致可能提前退出，对子基金的后续管理缺乏持续监督。一旦子基金在自身利益驱动下偏离初始的定位或是急于退出，就很可能影响政府引导产业转型升级的效果。

六、结论与启示

政府引导基金经历了十多年的发展，已有巨大体量的财政资金投入到待扶持的企业或产业中。同时，政府引导基金的模式、结构、运作机制也不断地优化，已经基本形成较为成熟的体系，能够有效支持我国创新驱动发展战略，为新兴产业发展和科创企业的成长提供强大的支撑力和助推力。

政府引导基金通过对社会资本的积极引导，将巨大的资源聚集于新兴产业和初创企业，有效培育了大批优秀的科创企业，为科创板提供了优质的储备。而潜在的负面影响是，政府引导基金所投项目的集

中退出可能对科创板的市場融資能力形成考驗，緊接着的集中退出需求可能會帶來減持壓力。但總體看，退出帶來的衝擊處於可控範圍內，政府引導基金對於科创板建設的貢獻以及對國家科技創新戰略的支持具有重要的積極作用。

經過調研和分析，我們對引導基金的未來發展和持續運營有以下几点建議：

一是政府引導基金應對子基金設置更為完善績效評價體系及相應的約束條款。許多政府引導基金會在子基金存續到期前退出，為防止子基金後續的管理方向偏离政府引導基金的初衷，即使政府份額退出，所投的企业依然能够在原有路徑上獲得子基金和其他資源支持，最大程度保證政府引導基金對產業轉型升級的推動作用和良好效果。

二是鼓勵現存引導基金根據實際情況提前或延期退出，鼓勵後續基金成立時設置更長的退出期。由於前期的爆發式增長，政府引導基金在 2022 年前後將面臨集中清盤風險，應當採取多種形式化解清盤帶來的流動性衝擊。

三是大力發展 PE 二級市場，讓市場化資金承接前期政府出資的份額。提升股權投資市場透明度，增加各類長線資金對股權投資市場的參與，形成貫穿一二級市場的更穩定的投資者結構。

通過本文研究，我們對科创板也有以下三方面建議：

一是上市條件方面，科创板的定位應具有較強的產業引導作用，而且要及時動態地調整定位，從而積極引導創業者和股權投資者的方向，更好地服務國家创新驱动戰略。IPO 是創業者和風險投資者的理

想退出渠道，科创板的推出对他们而言极大的利好。因此，科创板的行业定位可以积极引导股权投资者的投资方向，从而调整一级市场的资源配置，使之更好地推动新兴产业发展。

二是信息披露方面，科创板应要求拟上市公司充分披露股东背景，特别是穿透式披露投资基金类股东的控制结构及历史沿革，上市之后也需要及时披露持股一定比例以上的相关基金主要 LP 信息，持股比例高的投资基金出资人发生变动时也应做出披露。公司的股东背景是公司治理的重要信号之一。政府引导基金通过投资标的的筛选以及投后培育环节在一定程度上地保证了所投企业的质地。穿透式披露股东背景及历史沿革还能够看出科创企业所处的阶段等其他辅助投资者判断公司质地的信息，从细节处保证使注册制下公司治理信息的充分公开，提高市场的公平性和定价效率。

三是发行节奏方面，把握科创板的发行节奏，以防潜在的集中退出需求造成市场承压。科创板更大的包容性意味着潜在上市公司的群体显著扩大，对于一级市场投资人而言，积极推动所投项目快速上市是资本图利的本能。因此，大量符合科创板上市条件的公司可能会在未来几年内集中申请科创板 IPO。科创板初期应注意政府引导基金密集退出的时间节点，合理把控发行节奏，防范企业密集上市可能带来的负面冲击。

附件：引导基金怎样让利和返投 如何投资和退出

——5 家头部政府引导基金共话资本寒冬

1 月 16 日，由融资中国、中国投资论坛主办的“2019 融资中国资本年会”在北京四季酒店盛大开幕。会议中以“合纵连横，政府引导基金的引导模式创新”为题，安排了政府引导基金专场讨论环节，深入探讨了募资寒冬下引导基金配资之惑、政府诉求及社会资本的平衡之策、引导基金退出和让利机制以及政府引导基金如何更好发挥作用等问题。

湖北高投引导基金管理有限公司总经理陈丹、盛世投资高级副总裁石彩龙、昌发展总经理王颖、厦门创投总经理谢洁平参加了论坛讨论，熠美投资合伙人胡焕瑞为论坛主持。以下为“合纵连横，政府引导基金的引导模式创新”论坛环节中的发言纪要。

一、与会各家引导基金的基本情况

陈丹：湖北高投是湖北省面向高新技术产业设立的专业投资平台，我们 2005 年设立，2006 年开始做股权投资，2008 年开始管理湖北省省级政府引导基金，2009 年做市场化基金，2016 年开始管理省级股权引导基金，到现在省级股权引导基金运作的情况还是非常不错的。目前，湖北高投引导基金受托管理三支政府引导基金，其中包括首期规模 50 亿的省级政府引导基金。省级股权引导基金参股子基金有 50 支，规模超过了 200 亿。

石彩龙：今天代表北京市中小企业发展基金做一个简要的介绍，中小企业发展基金是全国第一支省级中小企业引导基金，到现在有十年的历史。2014 年把引导基金合并到了中小企业发展基金中，目前，引导基金通过参股的方式与近 40 家的机构达成合作，已经投了五百多个企业，七百多个项目。基金最初设立的目的是为了支持京津冀初创型科技型企业的发展。

王颖：昌发展是北京市昌平区政府成立的产业生态平台，围绕企业需要的产业空间、产业服务、产业投资提供一站式产业生态的平台服务。从 2017 年初运作到现在，已经投了 35 支子基金，合作基金规模超过两百亿，投了将近六百个项目，主要是围绕未来科学城的产业发展、医药健康、智能制造、能源科技新的新型技术开展投资。

谢洁平：厦门创投是厦门市股权投资和创业投资的平台，截止到目前，我们已经合作的基金一共有 50 支，总规模将近 600 亿，合作的 GP 主要包括这三类：第一类是深耕在本地的股权投资机构，第二类国内头部基金管理机构，第三类是与产业资本、上市公司合作发起的各类基金。厦门引导基金主要聚焦的产业基本上覆盖在战略性的新兴产业，比如软件信息技术、集成电路、生物医药、文化创意产业等。

胡焕瑞（主持）：熠美投资是一个全球的母基金管理平台，我们是起源于海外，在海外运作已经有三十多年了，起源于欧洲、美国，LP 是全球知名的机构客户：欧、美的公共养老金、大学捐赠基金、大型金融机构、大型家族等。从 2000 年左右开始在中国进行投资，当时都是投资美元、美元基金和美元项目，人民币业务 2010 年才开

始，第一支人民币基金是 2010 年底通过公开招投标赢得管理的上海市闵行区引导基金，闵行区引导基金最初的战略诉求也是围绕当地的产业布局，转型升级以及经济发展来做的，我们做的比较专注，到目前为止人民币业务只管这一支政府引导基金，其他都是市场化机构的钱，闵行引导基金管理已经是第三期了，整体效果非常好，回报、资本积聚、产业发展和税收都大幅超过当初设定的目标。

二、募资寒冬下引导基金配资之惑

陈丹：2017 年底以来，整个股权投资行业确实面临从资金端紧张到注册困难，备案的放缓一级二级市场估值倒挂，二级市场不景气等等一系列的影响，导致我们面临着转型的阵痛期，从资金来源方面来说，我们湖北高投目前管理的三支政府引导基金都是纯财政性资金，在出资方面没有什么影响。但是有一些政府引导基金，在出资的设计当中引入了其他的社会资本或者是银行、金融机构的钱，确实是存在一些影响。目前部分国家级的引导基金因为最初有一些结构化设计或者是引入金融机构的钱，现在二期募资都存在一些困难。

我们引导基金必须在社会资本到位了之后才能出资，在与社会资本合作设立子基金的过程当中，确实感觉到了整个资本寒冬影响还是比较大的，主要有三个非常明显的标志：

一是部分投资机构募资困难，我们合作的一些比较知名的投资机构目前在募资过程中都存在不少的不确定性，也有部分资金在不断的变化和调和。

二是产业投资基金落地的进度略有放缓，上市公司因为信息披露等方面的原因，可能会用上市公司大股东的主体进行出资，今年二级市场影响下，我们合作的上市公司大股东部分都出现了非常高的质押率，要不断的补仓导致基金设立不断的推迟或者是延缓。

三是金融机构的钱或者是大型母基金的钱出来比较困难了，和金融机构有合作的子基金在落地过程当中都出现了一些困难，行业面临转型的调整期，引导基金作为我们目前股权投资市场当中重要的资金出资方，我相信还是能够为这个行业的发展注入一丝暖意的。

石彩龙：北京情况还有些不同。一样的地方是我们管理的母基金也是财政出资，钱的来源相对比较稳定，但是社会配资这方面，我们要求政府出资不超过 30%，剩下的部分要由合作机构自己去募集。从 2017 年至 2018 年，我们中小基金发现，个别之前还表现不错的机构，因为募资的问题中止了合作，这对于整个北京中小来说还不是最主要的问题。我认为，更重要的是监管环境的变化对于我们整个引导基金的运作设立等方面产生了很多影响，如刚才提到注册、登记对于机构的影响会更明显，尤其是现在各地引导基金都要求新设机构、合作机构要在当地设立相应的公司。

王颖：目前我们的资金来源是财政注入到昌发展，以国有企业作为出资主体，所以我们的出资没有什么问题，曾经我们也设想过希望进一步吸引更多的社会资本进入到母基金结构里面，以便进一步放大政府资金的杠杆撬动作用，这一点未来面临的挑战还是很严

峻的。随着未来监管政策在经济环境变化上的放宽，有机会进一步放大我们母基金投资的效益。

目前，从合作子基金出资进度来看，在 LP 稳定性上绝大部分的机构还是非常不错的，有个别机构的 LP 发生一些变化，但是基本上都能找到新的 LP 做替代，而且我们最新合作的子基金中有不少是黑马机构，他们是从老牌的白马机构出来的团队。从他们募资情况来看还是非常理想的，能在短期之内迅速募集到市场上非常有影响力的机构投资者的资金。选择上，关键还是看投资机构团队的实力以及他在市场上的口碑。在这样的经济环境下，不管是母基金还是子基金，一定会呈现更加突出的头部效应，强者遇强，经过这一轮的筛选也是大浪淘沙检验真金的过程。

另外一方面，我们非常希望监管政策能够有一定的针对性和灵活性，尤其是像政府引导基金，他是整个股权投资市场非常重要的 LP 源泉。我们希望，针对政府引导类基金，监管政策上对于机构投资者能够放宽。

谢洁平：目前厦门引导基金的资金主要来源于厦门市财政资金，市里对引导基金工作很重视，希望发挥引导基金带动产业转型发展的积极作用。目前已经批复的参股基金总规模将近 600 亿，引导基金承诺出资将近 100 亿。参股资金层面募资难是一个永恒的话题，大家每年都在说募资难。

募资市场上有一些中坚的力量，比如上市公司和产业资本，虽然去年有一部分质押率比较高的上市公司受到去杠杆影响较大，但

我们依然看到一些主业良好健康的上市公司和产业投资人，他们一直是股权投资市场的中坚力量。基金募资时要善于结合各种各样的资金力量，从引导基金到产业资本，到家族财富办公室、个人高净值客户以及外资的资本，多种资金来源的资本组合在一起，才能把募资的盘子做得更扎实一些。资本寒冬募资的能力是考验 GP 真实能力的标准，相信市场上聪明的钱，他们都会选择真正有募投管退能力的管理机构，这是大浪淘沙的过程。

胡焕瑞（主持）：从上面的讨论可以总结出来两点，一是母基金、引导基金层面的钱来自于财政，不受市场影响。二是大家呼吁政策监管层面的灵活度和开放度。从我们管理引导基金来看，在母基金的层面资金完全来自于财政资金，没有出现出资困难。

但是从我们子基金层面来看，我们到目前为止引导基金投过的人民币的基金超过了 30 多个，我们合作的 GP 里面倒没有出现过这样的问题。但是明显感觉到市场上募资确实面临很多困难，从逻辑上也验证这一点：我们在很多行业报告里面看到，数据准确度还是有待商榷的，有的说引导基金有几万亿规模，也有的说是十几万亿规模，这么大量的资金在一个 GP 里面只占了 20%-30% 额度，更多的应该社会资本去配比的，从目前市场来看是很难的。

三、政府诉求及社会资本的平衡之策

谢洁平：这个问题说到了各地引导基金的痛点，政府引导基金和商业化母基金相比有它的政策目标和诉求，地方财政出资的引导

基金主要目的是希望能够带动当地产业的转型升级和经济发展，而基金中的社会 LP 作为出资人，希望投资收益最大化，因此希望基金能少一些投资限制。怎么做好中间的平衡，对于各地引导基金是一个很大的考验。厦门引导基金向全国各地的优秀引导基金学习，一方面不断给 GP 设置更合理的返投标准。2015 年引导基金的返投标准是出资额的两倍，后来又逐步降低降到出资额可投规模的两倍，扣管理费后大约为 1.7 倍左右。近期理事会又进一步修订返投标准，目前要求的项目返投是出资额的 1.5 倍。另一方面，引导基金也希望能发挥参股基金招商引资的作用，结合项目的产业链布局为当地引入增量的项目。

好的 GP 既能够实现政府引导基金带动产业发展的作用，又能够给社会出资人带来良好的回报。作为地方引导基金受托管理机构，我们也会提供更多的增值服务，比如系统性的去建立项目库，给参股子基金提供项目的来源。

王颖：返投跟每个地方的财政实力，产业经济发展现状有很大的关系。对于母基金管理机构来讲压力是很大的，一方面我们要实现政府产业引导的意图，另外一方面又承担着国有资产保值、增值的压力。最终要实现可持续发展，不仅仅是产业引导作用，财政资金、国有资本还是要实现较好的回报，并要求了一定的安全稳定性。

我们选择合作机构时，第一个标准是基本业绩，第二，募资能力要强，这样即使有返投的要求，可以根据他能够实现返投大致的效果，不至于非要拿政府的钱来做投资。目前，我们在各个基金里面

出资比例都不是特别高，10%至20%左右，这样给返投机构的压力小得多。如果基金规模比较大，相当于返投金额在整个基金里面占比小，这样不影响正常逻辑、投资策略、投资判断又能实现返投的要求。

第三，选机构的时候前期要做充分的沟通，除了基本的尽调以外，要对本地产业和企业进行了解。一些合作机构，我们在进行投资决策之前，就已经清晰的看到他们对于这个区域企业的拟投标的的储备，这样合作起来双方都比较舒服。

第四，投完以后我们做了很多投后增值的服务，一方面给合作机构去推荐企业。另外，我们还做了大量投后走访工作，不到两年的时间，已经走访了一百家。我们的基金投的这些企业很多不在昌平，通过深入的交流，宣传推广介绍昌平的产业政策和产业基础，目前也实现了百分之十几的转化率。

石彩龙：我很认同王颖总刚才提的这个观点，看起来大家是存在冲突，但实际上我们并不矛盾，需要相互理解。母基金与我们合作子基金的GP从两个方面来说，首先、关于投资限定，对于中小还好一些，50%是北京，70%是京津冀，预留一定比例外地的份额。其次，北京创新创业的氛围比较浓厚，相对来说项目资源、高校创业资源比较多，对于合作的子基金来说，在这一块矛盾并不是很突出。对我们而言，更多是对于政策的把握，比如北京现在支持高精尖，我们要求投的领域必须是高精尖的，不能是淘汰的产业，哪怕这个项目现在还能够赚钱，但是它已经处于非常传统或者是非常落

后的方式，那么这种投资是我们不鼓励的，我们为 GP 做政策方面的把握。

陈丹：政府引导基金从关键字上来说，最主要两个核心的特点首先是政府，它势必带有一定的区域性或领域性，比如它是为当地的产业服务，要么国家科技成果转化基金是为他的领域服务，除此之外就是引导性，要引导社会资本服务当地的产业发展。

湖北高投引导基金会营造好的政策环境。首先从注册方面来说，如果我们合作了子基金或者是管理人到湖北注册，只要我们出函就可以在全省任何市州或者是区域注册，资金配资方面，在湖北落地的子基金通常会提供其他的地市引导基金的对接，往往能够拿到两级政府引导基金的支持，也就是说这个基金至少有 40% 的资金可以在湖北省内落实的。

项目方面，因为我们引导基金包括发改、科技、经信等产业部门的资金，我们能比较顺利的从相关部门拿到全省高新技术名单等项目资源，有利于形成共识和共赢。

胡焕瑞（主持）：结合我们这边的经验稍微总结一下，我们是纯市场化的投资机构，原先一直管理美元资产。第一个人民币业务就是管理政府引导基金，这是一个很大的挑战。我们作为引导基金管理机构，在母基金层面把这些指标定下来。当年设置的指标是 1:1，现在提高到 1:1.3，在子基金层面我们更多的时候采取市场化的办法要求、激励他们。如何平衡不同 LP 诉求这个事情同意刚才几位老总讲的，我是坚决反对把这两种诉求对立起来的。虽然我们只管闵行

引导基金，但是跟不同的地方谈的还不少，听到很多领导谈到引导基金赚钱不是目的，要把企业留在当地。把盈利让出给社会资本的姿态是值得赞赏的，但是如果投的企业连赚钱的能力都没有的话，这个企业不要也罢。

我们觉得这个完全是不矛盾的，这么多年运作过程中我们跟政府达成高度一致，不管企业在哪儿，引导基金肯定要投到最好的企业中，这是第一个条件。

当然这个企业在当地的话我们肯定是尽最大的努力把它挖掘到，如果企业不在当地就努力把企业引进来，从我们管理闵行引导基金的经验来看，目前引入闵行的比例有 1:3 了，这些年贡献的税收也有大十几个亿了，效果还是不错的。

我们做了几个事情，第一个我们做了长效对接机制，全面在当地挖掘企业，定期挖企业，希望好企业不要漏掉。第二个我们还做了一个事情，我们做了大量的工作，摸底企业看哪些合适引进来，必须得在市场机制下，不能因为我投了你，你才必须要进来，一定是看企业的发展需要，这个也跟我们的区位优势有关系。刚才各位嘉宾讲的我非常理解，我个人觉得把这个事情放在全天下来看，大家都做引导基金，三四线城市还是有困难的。上海区位优势有一些帮助，我们美元基金做海外全球布局，有很多海外企业是可以引过来的，这是我们的做法。

四、引导基金退出和让利机制

陈丹：我们都是纯财政性的资金，财政性资金更希望体现出对于地方产业和经济带动作用，对于地方社会效益的带动作用。我们在引导基金设计过程当中，有一个让利机制，三年直接全部退的，不收任何费，五年退需要收一些费用的。我们引导基金如果在五年内退出，相信社会资本都会尽大努力把我们的引导基金回购，让我们的引导基金提前退出，通过激励的设计实现引导基金快进快出和优胜优出。

石彩龙：之前中小合作的四十多个已经退了 18 个。我们在设立的时候，会对于他们退出的渠道有个把握。他们其中有一些拥有自己的上市公司，会收购或者有自己的基金去接。另外，后期我们会对接一些资源，利用自身在全国管理的三十多个基金良好的对接，把好的项目推荐给偏后期的基金。

王颖：我们母基金有 80% 的资金投子基金，还有 20% 是做直投，直投就按正常的并购、IPO 退出。针对子基金，现在同股同权没有让利、回购的安排，最近 S 基金兴起，我们也在尝试研究未来有没有可能通过这样的方式实现引导基金更高效的使用。S 基金的定价、交易方式以及要不要进场，这也是我们面临的课题。

谢洁平：退出也是股权投资行业一个很大的痛点，可以看到整体的股权投资行业基金所投项目的退出受宏观经济和政策的影响较大的，政府引导基金的退出也是一个难点。私募股权基金行业也有自己的微笑曲线，最左端是基金管理公司的品牌，最右端是基金管

理公司的产品，只有不断地给投资人带来良好投资回报的基金才会有持久的生命力。投资人是很实际的，不看基金的账面浮盈和 NPV，看的是基金的 DPI，给投资人实际回流的现金回报有多少。

政府引导基金是从 2015 年开始大规模发展的，如果加上 7 到 9 年的基金存续期，**大规模退出期的到来大致是在 2022 年至 2024 年**，这和整个宏观经济的走势以及国家政策都息息相关。基金投资项目退出，IPO 是最理想的方式，但是 IPO 毕竟是少数。厦门引导基金积极和上市公司合作，发起产业基金和并购基金，也希望参股基金未来退出方式能够更加多元化。

五、政府引导基金要补位而不越位

胡焕瑞（主持）：募资难，退出也非常不容易，很多情况不受我们的控制，尤其是政策监管的环境变化我们也没法左右。我们的情况跟昌发展的王颖总是差不多的，我们完全市场化退出，同股同权退出，从第一期引导基金来看，现在退了一部分，到今年底 70%、80% 都能退出，回报还是不错的，我们主要是投基金，有一部分直投企业，我们没有回购、让利的条款，目前来说子基金的退出进度还是在掌控之中，如果没有前几年有这么多时间 IPO 关闸，可能现在的效果会更好一些，现在看起来还可以，我们还是会尽最大的努力帮助这些基金、企业尽早尽快的退出。

引导基金从 LP 的构成来说，已经成为市场里最主要的力量，如何在市场当中发挥更大的作用，请各位分享一下。

谢洁平：如何发挥引导基金的作用我个人有两点建议。第一，这需要长期持续不断的资本投入，如果只是一个经济周期，没有坚持两到三个经济周期，引导基金发挥的作用是有限的。第二个建议也是咱们国家提倡的，引导参股基金多投一些原创性的技术，真正能够给国家带来产业链转型和升级的项目，而不是商业模式创新的项目。

王颖：政府引导基金在一个区域经济发展当中想发挥好作用应该扮演三个角色，第一个就是资金放大器。第二个规划咨询师，要运用好这些市场化投资专业机构的资源放大能力，做好落地转化和实施，帮政府做好规划咨询师。第三个角色是做好生态的整合者。资金只是一个手段，通过资金能连接到政府的政策资源、空间资源、产业资源，还可以连接到创新创业者和技术产品、市场等。如果扮演好这三个角色，对于区域的经济的发展、产业发展、科技创新都能够助一臂之力。

石彩龙：两个方面，第一个是稳定性，要产生一个稳定的预期。第二个引领性，因为政府引导基金有让利机制，政府能够支持更多的创新技术。2018 年我们支持了很多企业，希望通过支持这些优质企业，推动整个创新创业的发展。

陈丹：我认为要从它的特点来讲，第一个要补位而不越位，补中国股权投资行业长线资金不足的位，不越位，通过更好发挥政府引导，市场化运作的机制，来发挥引导基金的作用。

第二个更好推动我们实体产业、实体经济的发展，要重点支持包括高新技术类、成果转化类等对实体产业发展支撑明显的这一类子基金的设立。第三个要发挥健全我们多层次资本市场的作用。股权投资作为多层次资本市场非常重要的一部分，我们要充分发挥引导基金的作用，来健全多层次的资本市场和信贷金融体系。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二 维 码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
