《科创投资八问》01期制作文案

遇见投资人2025开年季

**预计上线时间：**2025年1月10日18:00

**视频上线平台：**抖音、快手、视频号、金牛座

**融媒上线平台：**微信、报纸（1月11日）

**本期嘉宾：**刘健钧 湖南大学金融与统计学院教授、清华大学全球私募股权研究院首席专家

**主持人：**中国证券报记者杨皖玉

***主片（5069字预计16分）***

**【标题】**科创投资生态如何构建？

**/片头/**

**/正片/**

**主持人-补录01:43：30年前您就参与过我们国家第一支创投基金的管理工作，[cut]经过30年的发展，您怎么样看待行业当前所处的阶段？**

刘健钧 00:35:当前我国创业投资行业正好处于从过去数量和规模增长[cut]向高质量发展转型的这么一个关键时期。

虽然说我们目前创投行业发展也遇到一些个困难，但是其实无论是从创投行业发展本身，还是从国家的创业投资体制机制来讲，应该说跟我当年1992年那个时候，可以说是发生了翻天覆地的变化。

（21:30）所以我总觉得中国的创业投资应该还是能够大有作为的。

**主持人-补录05:56：[cut]我们可以看到从2023年开始，中央和高层会反复提及培育和发展新质生产力，要鼓励发展股权投资创业投资。在您看来为什么当下创投行业的战略地位被显著提升呢？**

刘健钧23:44：那是因为和过去历史阶段相比，创业投资支持创新创业的必要性迫切性更加凸显出来了。

大家都知道现在我们正好处于一种百年未有之大变局的这么一个国内和国际的严峻的形势，如何来定义百年未有之大变局呢？不同的学者从不同的维度都做出了解释，在我看来就两个最关键的特点，第一个就是技术创新日益成为一个国家提升核心竞争力的制高点了。

那么第二个地缘政治就从过去多极化[cut]美国中国两极化发展了[cut]我们如何始终在全球的贸易战、科技战、经济战里头赢得我们的主动权，那就是要发展新质生产力，就是要培育引领新兴产业和未来产业发展的科技型创业创新型企业。

[cut]你靠传统的以银行为主的为主体的间接金融是不现实的[cut]以创业投资支持科技创新创业，它能够有效地解决风险收益的不对称性，而且能够借助于创投家提供全方位的投后管理服务，为所投资的企业创造价值。

**主持人-补录（09:10）：一直到2023年底[cut]整个行业80%的资金来自于国国资[cut]国资成为第一大出资主体，而且占据绝对的主导地位，这会成为行业的常态吗？**

刘健钧27:02：我个人认为目前国资为主体这么一个态势，一方面是我们目前国情所决定的，但另一方面我不认为是一个常态，而只是作为一个过渡发展[cut]。

**主持人-补录09:54：您说的过渡怎么理解？**

刘健钧27:33：我这个过渡是指什么？在我们目前鼓励个人民营资本参与创投的政策法规体系还没有完善的情况下，真正能够完全市场化运作的创业投资的主体，它还没有发展起来，所以就只好靠国有创业投资主体来担当起这样一个重任。[cut]

**主持人-补录13:15：您也说了是一个过渡阶段，但是市场会比较纠结的点在于国资既然已经参与进来了，它的优势怎么样在这个市场发挥？国资在创投市场有所为有所不为的边界在哪里？**

刘健钧29:21：你问了一个非常好的问题[cut]募资难，退出难，[cut]税负重，这三大困难就极大地影响了民营创投主体的积极性。在目前这种情况国有成为主体了，至于民营创投和国有创投的边界呢，我觉得是要与时俱进的去考量的。[cut]

[cut]从国有创投来讲，包括政府的引导基金，它的优点是什么？资金实力雄厚，而且它主要是贯彻国家发展战略的，而不是为了盈利来考量的。所以在目前创投环境不好的情况下，他完全可以在一马当先[cut]

[cut]但是随着今后募、投、税各方面的政策环境的完善[cut]我认为就有必要要各自干好自己的事，怎么形成一个优势互补的作用。[cut]

[cut]我认为今后国有的创投主体今后尽可能的只是在关键性的战略领域里面，特别是早期阶段发挥一定的作用，更多的市场化运作的竞争领域，更多的要发挥好民营创业投资的这么一个作用的。

**主持人-补录17:09：所以核心还是要激发市场化民营资金的活力。**

刘健钧35:11：对。

**主持人-补录17:52：在当下的环境之下，有哪些思路可以去激发市场化资金的活力呢？**

刘健钧35:20：[cut]实际上从创业投资的政策环境来讲，关键就涉及到募、退、税这三个环节。

[cut]募资应该说在国外主要是靠商业保险资金，比如说人寿保险基金，还有社会保险基金，再加上一些个民营的实业企业主体和富有的个人，它主要是这四路大军，但如果把这四路大军做创业投资的通道疏通了，募资难的问题就迎刃而解了。

但现在我们为什么出现募资难？[cut]第一个[cut]现在大量的民营企业经营本身遇到了困难，所以可投到创投里面的资金也就少了，[cut]现在这种富有的个人，他也遇到了一些个投资失败的案例。[cut]另外[cut]由于我们又没有构建起一种能够符合基金特点的税收制度的安排，所以现在个人投资者税负也很重[cut]在国外最重要的商业保险和社会保险的资金在我们国内应该说还是有一些个法律上的障碍和体制的障碍，比如说法律上的障碍[cut]我们现在的很多人还仍然按照风险投资理念，以为所谓风险投资就只能投风险最高阶段来投资。所以后来我们保险投资创业投资基金的有关规定有明确规定，凡是申请到保险资金投的这个基金，就只能投盈利模式还不清晰的企业，投资领域限制这么窄，那自然影响了创投基金去申请保险资金投的这么一个积极性，[cut]社会保险来做创投现在还缺乏应有的法律依据，所以这是法律上有障碍的。那么另外体制上也有障碍，创投它是一种长期的投资活动，只需要有足够的耐心的，因此相应的考核的机制也是按照投长期这样一个理念去考核的。

再加上基金往往是组合投资，所以往往应该是按照基金组合去考量的。但是我们目前的保险公司主要是国有为主，保险公司它每年只要接受多个方面的审计和考核的，所以目前还很难建立起来与创业投资相适应的这种业绩考核与相应的激励机制，这是指募资三路大军基金都受影响的。

**主持人-补录18:30：您刚刚所说的长期考核思路，包括组合化的考核思路之有没有一些经验可以借鉴？**

刘健钧42:05：[cut]国外这方面经验是很多的。那么国内现在最近中央要求壮大耐心资本，创投17条发布以后[cut]国资委和发改委也出台了中央企业从事创业投资基金[cut]他们已经原则性规定，要按照基金的特点去建立相应的激励约束机制，我觉得这个经验可以供商业保险资金，包括社会保险资金去借鉴的。

**主持人-补录19:29：[cut]除了用基金组合的方式去考核国有基金的业绩，还有没有一些其他的考核思路，因为现在大家对于国资的容错考核机制还是非常关心的。**

刘健钧44:00：现在地方政府包括国资委也在探讨，要增加对创业投资基金的容错率，尤其这一次国资委的文件还讲到，对于投早期的创业投资基金，容错率可以更高一点点，我觉得作为一个探索还是有意义的。

**主持人-补录20:25：但是如果我们的风险指标明确化数字化了，这会不会产生一定的寻租空间？**

刘健钧44:50：你也提出一个很好的问题，我也是最大的担心就在这。[cut]如果你明确了一个容错率60%，国有主体它确实就有可能出现你刚刚说的这种情形，所以说未来还是要更好地发挥民营创投主体的这么一个作用。因为民营主体它对于容错率的确定，它是有很大的灵活性[cut]他一方面能够建立起有效的产权约束机制，另一方面它可以给投资团队有业绩激励，甚至有股权激励，这样就能构建起来投资团队和投资人激励相容的这么一个机制的安排。

**主持人-补录22:13：这种市场化的机制能不能嫁接到国有创投的管理上面？**

刘健钧46:36：我觉得还是有很大的难度的。

**主持人-补录22:21：其实国资做创投比较难的一点是在于保值增值[cut]我们刚刚谈的这种市场化的管理机制[cut]它做到完全的保值增值可能会比较难。**

刘健钧 46:54：这是一个方面。还有一个方面就是国有创投基金运作过程中，因为你的钱是国家的，然后你投的项目又带有一定的战略性[cut]就很难像民营创投的一样[cut]建立起来符合国际惯例的业绩激励，包括股权激励，但你说一个国有的创投基金，你怎么去建业绩的比例多高，如果你过高了，这有可能导致有人说你是借助于国家的钱来投国家的事儿，结果还有这么高的业绩报酬，对吧？

**主持人-补录23:33：所以整体来看的话，国资这种既要又要的一个氛围，有它的存在合理性。**

刘健钧48:09：对。但是它的局限性也是不可避免的。所以随着今后创业环境的改善，从发展趋势来看，我还是觉得应该更多的鼓励民营创投。

**主持人-补录25:04：我们接下来再来聊一聊退出方面的话题[cut]2024年并购在行业里面非常火[cut]现在大家对并购寄予了非常大的希望[cut]当下大力发展并购能否成为行业退出的一剂良药？**

刘健钧49:01：我认为并购退出肯定是一个重要的退出的方式的，但是要把这么一个方式用足用活，还需要解决两个问题，一个问题就是并购的主体应该多元化，你像在国外并购交易的市场里头，它有三类主体，一个就是独立的财务性质并购基金，也就是狭义的股权投资基金，这是最重要的一个主体。那么第二类是个人未上市的战略并购主体，你像华为，他虽然没有上市，但是他去从事并购，应该说一方面能够提供很好的产业资源的支撑，另一方面又能够提供很好的专业管理的支撑[cut]第三类才是上市公司[cut]现在我们并购交易市场实际上是一个独角戏[cut]今后应该更多的支持三路大军都可以发挥很好的作用，这样能够形成一个什么？相互竞争的格局[cut]

第二个重要的问题，还是要推进注册制走深走实，这样一来并购交易的公允价格才能够很好的形成。[cut]现在我们注册制还没有走深走实[cut]创投所投的很多的项目，没办法通过IPO就退出，就只好去求着上市公司来并购，那么在这一种IPO仍然是稀缺资源的情况下，上市公司它有垄断性的地位，话语权很高[cut]这样创业投资基金的盈利空间就大大的缩窄了[cut]所以下一步要想形成并购交易的公允价格，就一定要把注册制走深走实。[cut]这一来我们创投基金它通过上市退出，包括他也可以选择被上市公司并购退出，就更加有主动性了。

**主持人-补录28:32：您所说的注册制走深走实换一种角度来理解的话，就是市场上会有进有退[cut]但是现在大家比较担心的是目前已经有5000多家上市公司了，如果再有新的IPO进来的话，会不会对存量资金形成虹吸效应？我们的退市制度怎么建立，怎么样形成一个有进有退的良性市场。**

刘健钧54:06：上市的环境怎么建立，目前有顾虑，我觉得是可以理解的，但今后是可以通过两个方面的途径来减轻这种IPO上市过快，对股市造成压力的影响。就一方面要加强对上市公司的全过程的监管，避免那些个只是为了今后 IPO套现圈钱暴富的这些个企业去上市，只有那些个真正是为了搞研发支持创新创业的这种企业才能够上市[cut]另一方面还是要像新“国9条”讲的一样，要尽快的发展公募基金，同时引导商业保险资金、社会保险资金、理财资金、信托投资计划的资金，各路大军能够积极踊跃的投资到股市里面来，资金多了，你自然就不用去担心IPO导致的股票供给过多的压力了[cut]

**主持人-补录30:54：我们再来聊一下行业的税收问题，其实现在行业还是非常渴望能够轻装上阵，减负而行的。所以您觉得怎么给创投行业税收减负？**

刘健钧 56:21：我过去就有一个顶层设计的思路，就是投资基金的收益特点跟工商类的公司的收益特点是完全不一样的。[cut]投资基金它只做被动的财务投资，而且它往往在委托专业的管理机构管理的，所以它本身就不再是一个积极的经营主体了。而且管理公司他为了赢得投资者的信任，积累自己的管理品牌，往往会把每年所得的收益及时的分配给投资者，所以他就在投资这个环节征税了，所以它也不再是一个收益主体了。因此在国外，无论是公司制合伙制还是信托型基金，只要你符合把收益分配给投资者，有投资缴税的这么一个投资广告的特点，可能不再把投资基金作为纳税主体，而是一笔一笔的收益穿透到投资的个人环节，去进行应纳税所得的核算，最后再去缴税。

这样有两个好处，第一个好处避免了基金的双重征税，第二个好处一笔一笔穿透到投资个人的时候，在个人的环境还可以做分类，如果你做的是短期投资，对你扣很高的税，但只要你是做的是长期投资，那么你就可以享受优惠性的税率。  
[cut]

01:00:09那么尤其是对于创业投资基金，因为它有高风险性[cut]还要再加上更好的鼓励投资人创投税收抵扣的政策。[cut]

[cut]所以下一步要想解决税的问题，一定要结合中国的国情，按照投资基金的特点以及创业投资的特点，来构建一些我刚刚讲过的那种有三个层面的所税体系有机支撑的这么一个税制安排才行的。[cut]

[cut]第一，通过税收中心的理念解决了双重征税。第二，通过长期投资的税收优惠政策，鼓励你做真正的耐心资本。第三，通过创投投资者的税收抵扣政策，鼓励更多的人去投这种创投基金[cut]

**主持人补录33:09：[cut]最后您能不能给行业说几句提振信心的话，对于未来行业的发展您有哪些期许和期望呢？**

刘健钧 01:07:39：[cut]这个行业要想真正高质量的发展，还是要按我2000年就总结出的一个十六字的理念，立足创业，敢于冒险，资本经营，谨慎运作。

[cut]既然是创业投资，你肯定要立足于自主创业才行的，支持创业肯定要冒很高的风险的，所以一定要有一种什么？未得虎子敢入虎穴的胆略，关键就是什么？敢于冒险。但是另一方面本身创业企业有高风险，我们创业投资一种财务性的投资活动，所以道德风险又很高，所以就一定要理解到我们这种资本经营的风险特点[cut]有效的防控风险，又需要在谨慎运作的。

[cut]国家现在很鼓励耐心资本，我认为耐心资本就要有两个特点，第一，耐得起寂寞，别想着别人一两个月挣大钱了，你还等到五六年对吧？[cut]另外创投肯定是高风险的，所以你一定要有足够的抗拒高风险的这种耐心，你才能真正做好创业投资基金的投资人。

但是我们作为基金管理人，又必须对投资者诚实守信，尽职尽责，那一方面通过自己高超的本领，比方说独具慧眼发现创业型企业的潜在价值，通过各种管理服务为所投资企业创造价值，实时推出来为投资人实现资本增值这么一个要领，就获得相对高的收益。但另一方面又有必要构建起来有效的风险防线。