

金融政策的就业带动效应得到更充分释放。

企业背景有限合伙人能够提供耐心资本吗？ ——来自我国私募股权市场的证据

周翔翼 姚 瑶

党的十八大以来，创新被置于引领发展的核心位置，科技金融作为“五篇大文章”之首，体现了金融服务高水平科技自立自强的重要作用。尽管我国已初步形成多元化、多层次的资本市场体系，但资本快进快出、追求短期收益等问题仍较突出，难以有效满足早期科技型企业高投入、长周期、高风险的融资需求。对此，2023 年中央金融工作会议强调，金融体系要优化资金供给结构，促进长期资本形成，为经济社会发展提供高质量服务。2024 年 4 月，中央政治局会议提出“积极发展风险投资，壮大耐心资本”；同年 6 月，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》，在募资端动员有条件的社会资本成为耐心资本。

实践中，耐心资本是指注重长期价值创造、能够容忍短期波动并持续支持企业长期发展的资本形态。一项投资能否成为耐心资本，关键取决于资本提供方是否追求长期回报而非短期收益。已有研究认为，耐心资本通常具有投资周期长、风险容忍度高、关注长期价值、重视社会价值创造并参与企业治理等特征。

在度量上，既有实证研究多基于二级市场投资者的持有期限、换手率和治理参与等行为特征来衡量其耐心程度。与二级市场不同，风险投资中的实际持有期限往往受到 IPO 审核、退出渠道等外部因素影响，未必能准确反映投资者的主观耐心。因此，本文从投资者对项目类型的主动选择出发，将有限合伙人（后简称 LP）所投资基金投资早期科技型项目的占比作为衡量 LP 耐心程度的主要指标。原因在于，早期项目通常意味着更长投资周期和更高不确定

性，科技型项目则具有研发周期长、投入强度高、回报不确定但长期价值突出的特征。因而，LP 所投资基金投资的早期科技型项目占比越高，LP 更有可能提供耐心资本。

在我国私募股权市场中，非金融企业是基金重要的 LP。清科数据显示，2022 年我国新募人民币基金中，上市公司和非上市公司出资金额占比达 29.4%。同时，国资背景 LP 近年来影响力不断提升，其中非金融行业的国有企业是重要组成部分。那么，非金融企业凭借其实业背景，作为 LP 通过私募股权基金投资初创企业时，是否会基于战略目标提供耐心资本？不同类型企业 LP 是否存在差异？其投资绩效如何？尽管作为 LP 投资基金是非金融企业参与私募股权投资的重要途径，但已有文献主要聚焦于企业风险投资（CVC），即非金融企业直接投资于外部初创企业，而对非金融企业作为 LP 参与传统的风险投资的研究非常有限。因此，本文研究非金融企业作为 LP 能否提供耐心资本，为识别耐心资本的具体来源提供来自我国私募股权市场的证据，对培育耐心资本具有一定理论和现实意义。同时，本文拓展了非金融企业参与私募股权投资的相关研究，为理解企业投资诉求、提升资本配置效率提供了经验证据。

本文从清科私募通收集和整理 2000 至 2022 年 LP 投资基金的数据，并根据资金来源和企业 LP 所在行业，定义国资企业 LP 和高技术企业 LP。研究发现：（1）相比 CVC 与被投企业之间的深度协同关系，企业 LP 是洞察技术前沿和行业趋势的广度投资，表现为企业 LP 所投的初创企业与自身技术的相似度更低，所投企业中早期科技型初创企业的占比更高。（2）相比非企业 LP，企业 LP 所投资基金投资的早期项目和早期科技型项目的占比更高，反映出企业 LP 更具有耐心。（3）各类型 LP 中，高技术企业 LP 最具有耐心，即高技术企业 LP 比其他各类型 LP 所投资基金投资的早期项目、科技型项目、早期科技型项目占比均更高。并且，高技术企业 LP 所投资的初创企业具有更好的创新表现。（4）尽管国资企业 LP 没有比其他类型 LP 更偏好早期科技型项目，但高技术行业的国资企业由于自

身产业属性与科技型项目具有更高的契合度，仍能够更多地投资早期科技型项目，显示出提供耐心资本的潜力。（5）在投资绩效方面，高技术企业 LP 所投基金的退出比例和 IPO 比例显著低于除政府背景 LP 外的各类型 LP。进一步研究发现，高技术企业 LP 基于战略目标更偏好早期科技型企业，而这类企业上市的难度较大，导致高技术企业 LP 的退出比例和 IPO 比例更低。

基于以上结论，为发展壮大耐心资本，提升金融服务科技自立自强的能力，本文提出以下政策建议：

第一，充分发挥高技术行业的国资企业在培育耐心资本和支持早期科技创新中的引领作用。鼓励高科技领域的国资企业作为 LP 投资早期科技基金，围绕关键核心技术、产业链补短板和未来产业布局构建投资组合。在提供资金之外，鼓励高技术企业 LP 向被投初创企业开放试验场景、供应链资源和技术验证平台，帮助其跨越从研发样品到商业化应用的早期阶段。

第二，实施税收优惠与激励。对投资于早期、硬科技企业的企业 LP，可考虑提供所得税减免、抵扣或递延纳税等政策，以提升长期投资的财务回报，激励资本流向国家重点扶持的科技领域。

第三，完善退出机制，打通资本循环关键环节。本文发现，愿意承担风险投资早期项目的高技术企业 LP 所投基金的退出比例和 IPO 比例低于其他各类型 LP。据此，应不断深化资本市场改革，提升科创板、创业板等板块的包容性，支持未盈利的优质科技型企业上市融资，为耐心资本提供更广阔的退出空间。此外，建议依托区域性股权市场，完善早期硬科技基金份额转让机制，并鼓励私募股权二级市场基金、产业并购基金和产业链龙头企业参与接续投资，提高耐心资本持续支持早期科技创新的积极性。