

国有企业如何发挥产业基金作用

■ 朱炬兵

(国家能源投资集团有限责任公司, 安徽 滁州, 100011)

随着资本市场的迅速发展,产业投资基金已经成为推动产业经济发展、促进技术服务创新、激发实体经济活力的重要资本力量。特别是在国企改革基调下,国资背景的产业和金融集团成为产业投资基金市场的重要参与者,基于产业布局、管理优化、科技创新等方面考虑,组建了一批市场化、专业化的产业投资基金。充分发挥了基金的资源配置、风险分散、激励相容等方面作用,运用市场的逻辑深化国企改革,充分发挥了国有资本的影响力和带动力,做强做优做大国有企业,推动高质量发展。

一、国资背景出资产业基金情况

(一) 国有资本参与产业基金的基本模式

产业投资基金,除了少部分并购基金,主要投资于创投。一般有公司制、合伙制和契约制,80%左右的基金都是采用合伙制的法律架构。在实践中,国有企业一般成立一家有限责任公司担任普通合伙人,即GP(有限公司模式主要是规避国企承担无限责任的风险),同时承担两个角色,即负责进行日常管理并收取管理费的管理人和负责进行投资决策并收取绩效分成的执行事务合伙人。主要模式如图1。

(二) 国有资本已经成为股权投资市场的重要资金来源

国有企业除了直投基金以外,也通过出资母基金参与设立产业基金,或出资成为有限合伙人LP。根据清科研究中心的数据统计,从基金的有限合伙人国资属性来看,截至2021年末,具备国资背景的LP出资次数占比仅为12.6%,出资认缴总规模占比高达68.0%。总体来看,国企、央企、政府出资平台等国资背景LP,日渐成为中国股权投资市场人民币基金的主要资金来源。

(三) 国资背景基金管理人整体管理规模已占据市场六成以上规模

2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令第105号)颁布以来,纳入统计范围内的AMAC登记的私募股权投资、创业投资基金管理人整体呈现下降趋势,而2017年中基协登记备案收紧,叠加“资管新规”影响,募资市场发展放缓。尽管如此,国资背景基金管理人管理的基金认缴规模占比却逐步提升。截至2020年末,在中基协登记的私募股权、创业投资基金管理人共15000家,备案的私募股权基金39800支,资产规模11.56万亿元,其中约27%的管理人有国资背景,而其管理的基金认缴规模占整体规模则达到60.5%,国资背景基金管理人整体管理规模占据股权市场较大比重。



图2 2021年中国股权投资市场基金募集规模分布



图3 2021年中国股权投资市场各规模人民币基金-国资背景基金管理人占比(按募集金额)

来源:清科研究中心,2021.02

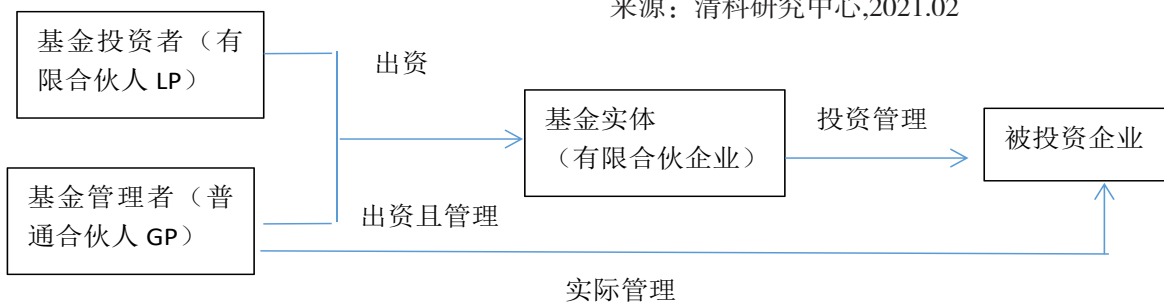


图1 主要模式

(四)大型国有企业设立产业基金的情况

表1 大型石化企业设立产业基金情况

石化企业	涉足基金领域
中石油	建立专业化PE管理团队,成功发起“津滨发展”“昆仑顺丰”等5支信托基金,进行私募股权投资,包括对未上市公司股权及上市公司限售流通股的投资,主要采取契约型基金模式。
中海油	中海基金管理公司,发行“中海优质成长”“中海能源策略”“中海环保新能源”等11支基金,另以中海油总公司的名义发起设立“中国海油海洋环境与生态保护公益基金”。
中国中化	参股投资了诺安基金和宝盈基金两家基金管理公司,对世盈(厦门)创投公司也有持股。其中,诺安基金是首批获得专户理财资格和境外证券投资资格的基金公司之一,截至2011年底,该基金旗下共管理12只开放式基金,管理资产总规模500多亿元,投资客户超过400万。

表2 大型央企设立产业基金情况

名称	涉足基金领域
中粮集团	设立中粮农业产业基金管理有限责任公司,并发起60亿规模的农业产业基金。
红塔集团	设立红塔创新投资股份有限公司,并发起红塔创新证券投资基金。 旗下红塔证券发起设立红塔红土基金管理有限公司。
宝钢集团	投资设立华宝兴业基金管理公司,现注册资本1.5亿元。旗下管理16只开放式证券投资基金,管理基金资产规模为493.50亿元。
华润集团	旗下汉威资本管理有限公司管理的基金规模超过35亿美元,主要有3支国际房地产基金和2支商场基金。
招商局	旗下的招商局中国基金是在香港联合交易所上市的投资公司,首期资本总额为1亿美元,投向国内非上市优质企业。招商局科技集团旗下管理了三支基金:招商局银科基金招商局银科基金招商和腾创投
兵装集团	成立南方九鼎投资管理有限公司,发起设立35亿规模的股权投资基金,分别是南方资本股权投资基金(人民币基金)及南方资本东亚成长股权投资基金(外币基金)。

二、充分发挥产业基金的制度优势

产业基金是连接金融资本与产业资本的重要纽带,主要投资非公开交易的企业股权,这决定了其与银行贷款、债券等债务融资的属性不同。产业基金致力于长期投资,将社会中投资期限长、风险承受力高的资金以基金的形式组织起来,因较长的生命周期、较低的流动性、较大的投资风险而有显著的股权风险收益特征。作为“用手投票”的积极股东,采取积极的投后管理措施为被投资企业赋能,整合人才、资金、技术、市场等关键生产要素,能够促进金融资源在实体经济中的高效配置,使得“生产函数”效用最大化。

(一)匹配不同层次资本的风险偏好

不同类型的社会资本的资源优势和风险偏好不

同。银行追求规模经济,资金成本低,偏向稳健现金流的基础资产,这限制了资金量较小的企业获得银行贷款支持。市场化的社会资本机构资金成本高,要求的回报也高,其愿意为追求高回报而承担一定的投资风险,适合新技术孵化等偏早期的创投项目。产业基金的最大优势就是可以融合不同类型的社会资本的风险偏好。这是由于合伙制企业可对基金份额进行分级;GP、LP之间,不同风险偏好的LP之间,均约定不同的收益分成,实现对不同资源支付不同的对价。国有企业可以运用产业基金的工具,根据不同投资方的需求和特点,匹配不同资本的风险偏好,并通过结构化的合伙协议安排,实现资源优化配置。

(二)通过投资组合增加容错机制

项目开发要解决“投什么”“从哪里”“如何选”的问题。国有企业在投资决策中,要求对每个项目都复核投资回报率。基金的投资特点决定了基金投资是典型的组合式投资。基金通常会设立项目池,项目池按照统一的风控标准来筛选项目,保障项目的基础质量。企业将资金分散在项目池里的不同的项目上,并且按照投资组合的总体收益核算基金净值,进而对单一项目拥有一定的容错机制。基金管理人在挑选项目时,选择不同地域、不同成长阶段甚至逆周期项目进行风险对冲,能够平衡项目之间的相关性和关联度。

(三)发挥投资先导探索作用

国企对自身主业保持长期跟踪和深入的行业研究,做产业基金的管理人,发挥其对行业上下游产业链熟悉的优势,可以分析清楚产业政策和市场环境。对于一些目前还摸不准、看不清或者还没有形成清晰战略方向的产业投资机会,通过产业基金进行投资,发挥产业基金的前导性作用,既能够通过基金来分散投资风险,也不致轻易丧失投资机会,这成了对集团战略投资方式的重要补充。

(四)为国有集团公司做强做优主业提供稳定的资金支持

在市场竞争越发激烈的环境之下,工业企业发展可能面临资金链断裂的危险。同时,工业企业快速发展最大的瓶颈就是资金,单纯依靠自身的资本积累难以在短期内迅速实现规模扩张,而产业基金可以帮助国有企业突破自身资本积累的成长极限,为企业在各项大型并购中提供巨额资金支持。

(五)可增强经营协同效应

经营协同效应是指基金业务与集团主业之间相

互渗透而带来的整体效益。大型企业具备天然的品牌及信用优势，大型央企集团资产众多、收入稳定，注重维护企业声誉，具有长期良好的信用记录，在国内外具有较高的声誉，这增加了公众和机构投资者对央企基金的信心。产业基金可充分利用集团公司的品牌优势，尽快提升自身的知名度。同时，央企在海内外拥有广泛的营销网络，产业基金可在集团公司范围内共享客户资源，加大客户开发力度，扩大自身的业务范围，增强金融服务对客户和各地区的渗透能力，从而形成强大的经营协同效应。

三、国有企业基金投资应重点把握的内容

(一) 围绕主业促进科技创新

国有企业有大量的人才、技术和装备等创新资源，要发挥市场对技术研发方向、路线选择、要素价格和各类创新要素的导向作用，加快科技成果转化。一是要利用好基金特有的容错机制，相比国有企业主业自行投资，其所属产业基金的投资决策就更具有灵活性和容错性，这将大大助力科技创新。二是要利用好基金的权益资本融资功能，初创期科技企业的经营不确定性较高，不利于通过银行或资本市场标准化产品获得融资支持。产业基金作为长期而有耐心的资产，具有股权投资的属性，决定其与收益上行空间有限的债权不同，也只有成长性较大的科技投资才能匹配其风险和收益。三是要利用好基金的投后赋能功能。强大的投资方背景，良好的增值服务，专业的咨询服务，LP所投企业形成的资源网，均可以提高增信和选择好的项目。单纯“给钱”的财务投资对企业的吸引力不断降低，真正能为企业战略发展提供帮助的投后赋能项目越来越被看重。国企GP作为积极股东，有商业渠道、融资渠道、产业链布局、大数据支撑等方面的优势，能帮助被投资企业加快发展。

(二) 做好内控合规管理

企业要加强内控体系建设、投资决策和重大事项报告等规范程序，重视制度和流程体系建设，建立一套标准流程，严格执行项目投资前立项、尽调、审计、评估、投资决策、投后评价等工作。国有企业从出资人层面给予资金支持和机制支持，基金公司建立充分的可研尽调机制，对市场、技术、团队、资本和激励措施等方面进行详细尽调。尽调工作也是专业技术。在投向管理方面，企业要规范制定基金投资战略规划，合理设置主业投资、财务性投资比例，设置投资项目负面清单。在程序管理方面，企业要针对基金设立、投资决策等关键环节进行管

控，实现有权必有责、失责必追究。在风险管理方面，企业要对投资项目加强跟踪，及时掌握项目的进展和资金运用情况，并建立风险识别和预警机制，实现投资风险的全过程管控。

(三) 做好激励相容配套机制

基金投资人LP—基金管理人GP—被投资企业的双层委托代理结构导致的信息不对称和委托代理问题，要求被投资企业签署“对赌协议”，包括新投资者限制、股权转让限制、反稀释权、优先认购权、优先分红权、管理层竞业限制等，具有很强的非标性。被投资企业的底层资产主要为非上市股权，股权估值很少用资产评估方法，产业基金管理人往往需要根据自己对行业的认知和经验估值。企业要设置激励相容的制度，覆盖投资过程中的信息不对称和不确定性问题。一是LP和GP之间，通过2/20的收费模式（2%的管理费加20%的业绩报酬）等，返还出资额、优先收益（门槛收益）、追补收益、超额收益等瀑布式分配顺序，注重投、管、退的平衡，建立利益一致性机制。二是GP内部有效的考核激励机制，针对信息不对称和投资期限长的风险特征，提升信息透明度，建立持续跟踪、评价和调整的投后管理体系，探索实施员工持股制度，按照基金跟投而不是按项目跟投。GP内部员工在私募股权基金中进行出资，成为特殊有限合伙人SLP。三是对被投资企业实施更加灵活的激励制度，尤其是科技型企业的发展主要依靠创始人团队管理。企业要建设增值服务团队，加强主动管理，在帮助被投资企业成长的同时，实现对投资机构本身的价值创造。四是加大对国有基金管理公司授、放权力度，赋予基金公司更多的“一线决策权”，缩短投资决策流程，以便更好地捕捉市场机会。

四、结语

产业基金的组织形式和制度优势，有助于国有企业扶持新兴产业和初创期高成长型中小企业发展。产业基金中的国有资本通过周期管理和循环利用，能够实现总体效能最大化。

【作者简介】朱炬兵（1979—），男，四川乐山人，硕士研究生，中级会计师，国家能源投资集团有限责任公司，研究方向为并购、产权管理、资产重组。