



畅通 PE/VC 退出渠道 培育科技创新质生产力

中保投资有限责任公司 贾颀

摘要: 科技创新是培育新质生产力的重要支撑, PE/VC 在技术创新和产业转型升级实现过程中具有显著推动作用。PE/VC 基金以其灵活性、专业性和持久性的特点, 成为各类科技金融体系中最有效的组织形式, 突出体现为 PE/VC 基金权益投资、投早投小、精耕产业赛道、激励相容机制等特性决定了其与科技创新高度匹配, 且客观上 PE/VC 基金在科创领域的投资比例较高。本文分析了目前 PE/VC 遇到的最大困难之一就是退出不畅的深层原因, 并从充分发挥资本市场的枢纽功能、活跃并购基金市场、提升 S 基金市场质效等方面提出相关建议。

关键词: 科技创新; 科创投资; 退出渠道

DOI: 10.12433/zgkjtz.20241801

一、国家顶层设计重视金融助推科技创新

(一) 中央经济工作会议强调科创培育新质生产力

伴随着全球经济格局的深刻变化, 科技创新已成为推动经济高质量发展的关键驱动力。党的十八大以来, 科技创新在国家发展全局中的地位不断被强化, 不仅是建设现代化经济体系的重要支撑, 也是我国实现跨越式发展的重要支柱。2023 年中央经济工作会议把“以科技创新引领现代化产业体系建设”列为 2024 年经济工作九项重点任务之首, 再次重申了科技创新在现代化经济体系建设中的核心地位。会议提出以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能发展新质生产力, 鼓励发展创业投资、股权投资。

科技创新对培育新质生产力有四方面重要作用: 一是提高生产效率。科技创新可以引入新的生

产技术和工艺, 使生产过程更高效、更智能化, 并降低成本。二是优化资源配置。科技创新让企业可以更好地进行供应链管理、库存控制和资源调度, 实现资源的最优分配和利用。三是促进产品和服务创新。科技创新可以带来产品和服务的创新, 创造新的市场机会和需求, 拓展市场份额。四是推动产业升级。科技创新可以推动传统产业的转型升级, 通过引入新技术、新工艺、新材料, 提高产品附加值和竞争力。

(二) “十四五”规划鼓励发挥 VC 和 PE 基金作用

“十四五”规划纲要提出, 完善金融支持创新体系, 畅通科技型企业国内上市融资渠道, 鼓励发展天使投资、创业投资, 更好发挥创业投资引导基金和私募股权基金作用。“十四五”期间, 预计政府将在如下领域积极发挥 VC 和 PE 基金的积极作用: 一是支持创新创业。政府加大对创新创业项目的支持力度, 包括提供财政补贴、税收优惠和创业园区建设等方面的支持, 鼓励创新创业企业获得 VC 和 PE 基金的投资和支持, 促进技术创新和产业转型升级。二是拓宽金融渠道。政府鼓励金融机构拓宽对创新企业的融资渠道, 为创业者和中小微企业提供更加便捷、多元的融资方式。这包括支持 VC 和 PE 基金的发展, 鼓励投资机构加大创业投资和风险投资力度, 为创业项目提供更多投资机会。三是推动投资重点领域。政府将重点推动 VC 和 PE 基金在高新技术产业、生命健康、新能源、新材料、人工智能、数字经济等战略性新兴产业领域的投资和支持。通过引导 VC 和 PE 基金参与重点领域的投资, 加快创新项目的落地和发展。

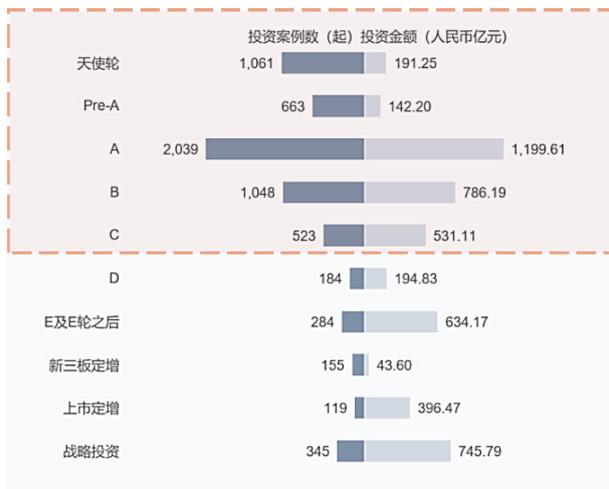
二、PE/VC 基金是科技金融体系有效的组织形式

总体而言，PE/VC 基金在科技金融体系中具有灵活性、专业性和持久性的特点，通过提供资金、资源和战略支持，帮助科技企业实现创新与发展。一是长期投资视角。PE/VC 基金往往具有长期的投资视角，愿意为科技企业融资并持续跟进投资项目。PE/VC 基金的长期投资视角有助于科技企业更好地发展和实现长期战略目标，不受短期市场波动的影响。二是提供赋能资源。PE/VC 基金通常具备丰富的产业资源和行业经验，除提供资金外，还能够给予科技企业战略指导、运营管理、市场营销等方面的支持。基金的专业团队可以帮助科技企业克服发展中的各种难题，提供业务拓展、技术创新和市场渠道方面的帮助。三是促进技术创新。PE/VC 基金对科技企业的投资多集中在技术创新领域，对具有创新能力和潜力的科技项目进行资金支持。这种投资模式有助于引领和促进科技创新，推动科技企业开展研发工作、推动技术突破并与市场需求对接。四是退出机制促进再投资。PE/VC 基金通常有清晰的退出机制，通过上市、收购或其他方式退出投资项目，实现投资回报。成功的退出不仅为基金带来回报，更重要的是为基金提供了再投资的资金，促进了新一轮的科技投资和产业发展。

（一）PE/VC 基金的特性决定了其与科技创新高度匹配

1. 科创企业需要权益投资。产业发展往往需要更长时间的孵化和发展，权益投资有助于满足科创企业在研发、市场拓展、技术创新和人才引进等方面的资金需求。相比于传统的债务融资，权益投资能够提供更长期、更灵活的资金。科创企业通常需要较长时间来推进技术研发、市场验证和商业化转化等过程，PE/VC 投资者的长期投资观念为企业提供了发展空间和支持。PE/VC 是现代金融体系中极为重要的组成部分，主要开展股权投资，且持有期较长，通过为企业提供长期的股权资本，对于促进长期资本形成、支持科技创新具有不可替代的作用。

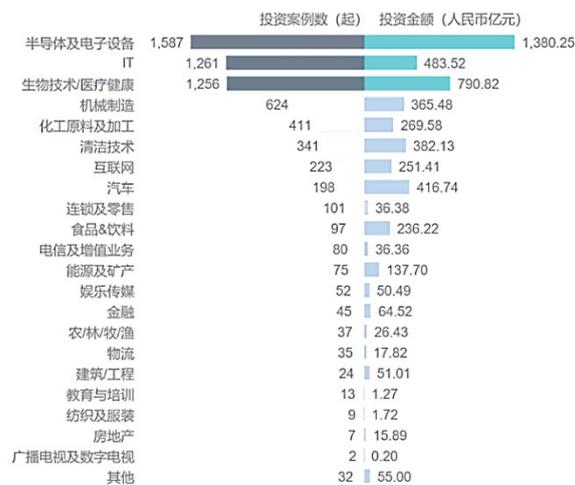
2. PE/VC 主要投早投小。PE/VC 投资更注重科技创新和潜力，而不仅仅看重企业现有的资产和财务状况。PE/VC 对担保资金和抵质押物大多无要求，与科创企业轻资产的特点匹配。轻资产型企业通常依靠创新的技术、商业模式和团队能力获得竞争优势，这与 PE/VC 投资者对潜力和创新的关注相吻合。



数据来源: 清科

图1 2023年前三季度中国股权投资市场投资轮次分布

3. PE/VC 精耕产业赛道。PE/VC 在特定的行业领域中进行重点投资和深度参与，能够深入了解特定产业赛道的商业模式、技术动态、市场趋势等关键因素，可以更准确地判断和评估企业的成长潜力和投资价值。如清科统计，2023年前三季度半导体及电子设备、IT、生物技术/医疗健康行业投资事件共 4,104 起，占市场总投资案例数的 63.0%；涉及投资金额共 2,654.60 亿元，占比 52.3%。



数据来源: 清科

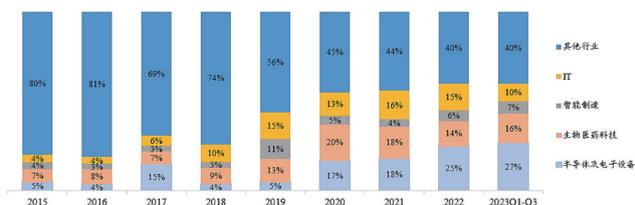
图2 2023年前三季度中国股权投资市场投资行业分布

4. PE/VC 具有与科技创新相适应的激励约束机制。一是跟投作为激励与约束平衡的机制亦被大多数头部 PE/VC 机构采用，这种跟投增加投资者与企业的利益一致性，提高合作水平并减少信息不对称。二是 PE/VC 通常以股权投资的形式进

行,并持有目标公司的股份。这种股权激励机制使得投资者与创业团队利益紧密相连,能够对创业者和管理团队实施长期激励和约束,促使他们致力于科技创新和企业价值的提升。三是除了资金支持,PE/VC 通常还帮助科技创新企业更好地实施创新战略、优化组织架构、拓展市场等。四是 PE/VC 投资者在投资初期承担较大的风险,特别是对于初创企业的早期投资。这种风险共担机制与科技创新的高风险特性相适应。另外,PE/VC 在投资合同中往往规定了退出机制,如股权转让、上市或收购等方式。良好的退出约定实际上增加了创业者和投资者在科技创新中的安全垫激励。

(二) PE/VC 基金在科创领域的投资比例较高

投资科技创新领域已成为近年中国 PE/VC 行业的共识,数据显示 2020 年以来我国 PE/VC 基金过半的金额投向了科创领域,2022 年我国 PE/VC 中投入 IT、智能制造、生物医药科技、半导体及电子设备的占比超 60%;2023 年大部分 A 股首发上市公司都获得过 PE/VC 投资。投资科技创新领域已成为 PE/VC 行业共识,投资呈现典型的初创期、中小型、高科技特点,积极支持计算机、半导体、医药生物等重点科技创新领域。中国的 PE/VC 行业对科技创新领域的投资持续增长,这主要得益于以下几个方面:一是市场机会和增长潜力。随着中国经济的转型升级,市场对科技创新和高新技术产品的需求不断增长,这些领域的发展潜力和良好回报,吸引 PE/VC 基金追逐风口。二是技术突破和模式创新。科技创新领域涌现了许多具有突破性技术和创新商业模式的初创企业。这些企业通过技术创新和商业模式的突破,改变了传统行业的格局。PE/VC 基金投资这些企业可以分享其成长的回报。三是政策和资金支持。中国在科学研究和人才储备方面具有优势,加之近年来我国政府制定了一系列支持科技创新的政策,这为 PE/VC 基金提供了更多的机会和动力,投资于科技创新领域。随着中国科技创新的不断推进,这一趋势有望继续加强。



数据来源: Wind

图3 2015年-2023年前三季度股权投资科创领域行业投资金额变迁



图4 A股首发上市VC/PE支持的上市公司数量及渗透率分布

三、目前PE/VC遇到的最大困难之一就是退出不畅

(一) 大量的基金到了退出期

我国私募股权基金行业当下的共同挑战是基金年限和科技企业发展周期错配、账面股权价值及退出回报率较低,尤其在经历了 2015 年开始的私募股权市场爆发式发展、批量人民币基金设立的浪潮后,这些基金目前已经到了集中清算的新节点,使得退出难的问题变得更加突出,面临较大的堰塞湖困境。

中国私募股权行业经过三十年的发展,已经成长为支持实体经济不可或缺的重要力量。据中基协统计,截至 2024 年 2 月底,我国存续私募基金管理规模 20.28 万亿元(其中私募证券投资基金规模 5.51 万亿元,私募股权投资基金规模 11.04 万亿元,创业投资基金规模 3.26 万亿元),处于退出期的就超过一半。



数据来源: 清科

图5 私募投资基金管理人数量及基金规模

(二) 退出方式的结构占比不平衡,退出存在“堰塞湖”

基金的退出本应有多种途径,每种退出方式都有其特定的情境适用性和优劣势。IPO 往往能为投资者带来较高的回报;并购(M&A)是次于

IPO 的退出方式，可以为投资者提供一次性的现金回报，这比起等待 IPO 或资本市场的其他退出方式来得更立即和确定；债权转股权（Debt-to-Equity Swap）适用于当基金通过债权投资获得企业的债务且企业无法偿还的情况；二手交易（Secondary Sale）具有相对较高的灵活性；管理层收购（MBO）通常是在管理层相信公司被低估或者具有未被充分开发的潜力时发生；清算（Liquidation）则主要是投资失败时的一种无奈选择。

在退出策略上，我国高度依赖 IPO 的单一退出路径。2022 年，从退出案例数量占比来看，我国的退出方式与美国存在巨大的差别，国内 PE/VC 类基金 73% 的项目退出主要通过 IPO 实现，并购基金等发展相对滞后，只占 6%；而在相对成熟的美国市场，并购退出占 52%，IPO 退出只有 5%，并购退出占主流，且集中于中后期。美国 52% 并购方式退出中，约有 60% 为产业方并购，40% 为并购基金 buyout。因此，我国 PE/VC 行业退出方式在结构上存在不平衡，这是造成行业面临“退出堰塞湖”的重要原因。

四、畅通 PE/VC 退出渠道的相关思考

（一）充分发挥资本市场的枢纽功能，推动注册制走深走实

要发挥资本市场的枢纽功能，服务科创股权有效推出。活跃资本市场，一方面要服务居民财富管理，使资本市场成为居民财富保值增值的“蓄水池”，另一方面也要服务科技创新，更好发挥资本市场资源配置功能，引导资金精准流入科创领域，浇灌“科创之花”。

1. 更加重视退出在投资闭环中的作用

股权投资本质是一个“投资—管理—退出—再投资”的循环过程，对于科创投资机构而言，投得好不如退得好，退得好才能募得好。深刻认识高效的退出机制才能盘活社会资本，促进长期创新资本的形成，提升直接融资比例，切实推动科技创新和实体经济发展。

2. 大力完善多层次资本市场

拓宽股权投资和创投基金退出渠道，从创投基金和股权投资基金，到区域性股权市场，再到新三板和交易所市场，持续支持中小企业科技创新的全链条服务体系。积极探索涵盖 IPO、并购、份额转让、回购、清算、实物分配股票的退出路径。

3. 加强发行上市信息披露

中央金融工作会议明确提出，推动股票发行注册制走深走实；要聚焦加强信息披露基础制度和机制建设，大力推动提高上市公司质量，加大对相关

违法违规行为的处罚力度，提高信息披露质量；营造公平竞争的市场环境。

4. 做好便利政策扶持

政策层面还需要持续发力促进科创股权投资的退出渠道建设，对主要从事长期投资、价值投资、重大科技成果转化的投资基金在投资退出等方面提供便利。同时，提高中介机构服务能力，为科技创新企业提供个性化的股权退出服务。

5. 实施差异化的监管

对和科技创新最为紧密的创业投资基金作出区别于其他私募基金的差异化监管安排和自律管理，吸引更多资金“投小、投早、投科技”，畅通“科技—产业—金融”良性循环。

（二）大力培育交易活跃的并购市场

并购退出，无论在牛熊市，均可提供相对稳定的收益率，尤其在市场环境较差时，更是可以成为 IPO 的有效替代。如美国股权退出市场经历了多次二级市场震荡已经逐步意识到 IPO 退出的不确定性，以及并购退出的稳定性，形成了 IPO、并购相互补位的均衡局面。要采取积极的举措培育交易更加活跃的并购市场。一是高度重视并购市场，厘清发展规律。在市场流动性下降的大背景下，以财务投资人为主导的并购有一定的下滑趋势，产业方主导的并购交易比例明显上升。以外资美元 PE/ 并购基金为主导的投资人活跃度下降，国内本土有政府背景的基金、大型产业方及上市公司成为并购市场主流。二是通过并购生态链赋能帮助被投企业寻找买方。赋能帮助初创企业对接产业链龙头企业、链主企业等，支持通过并购方式退出。三是设立专注于投资并购基金的国家级引导基金。自上而下鼓励并引导人民币并购基金走向专业化道路，服务高质量发展。四是完善股权并购相关政策法律体系。优化各类并购投资和借助并购投资实现资本退出的市场环境。五是做好并购类人才的培训和储备。推动职业经理人市场发展，培育连续创业文化，鼓励上市公司并购早期项目。



数据来源: Wind, 中基协

图6 全球并购基金占股权基金的比例与中国并购基金占股权基金的比例

（三）多措并举提升我国 S 基金市场质效

2022 年 S 基金进入井喷，从交易标的来看，成立时间集中分布在 2015 年到 2021 年间，尤其是以 2015 年至 2017 年成立的基金居多，这期间成立的基金也在近几年逐渐进入退出期及清算期，基金的底层资产较为清晰。



数据来源: 执中

图7 中国私募股权二级市场交易统计

建议在以下领域加大推进力度，采取多种措施来提高我国的 S 基金市场的质量和效益：

1. 进一步扩大 S 基金交易平台的试点范围。在北京、上海等第一批 S 基金市场经验的基础上，进一步做好适合推向全国的规则、限制、流程等经验摸索，发挥市场培育和引导作用，稳步扩大全国份额转让试点范围。

2. 头部投资机构要更加重视参与 S 基金的建设。全球的经验表明，S 基金市场保持相对较高的集中度，头部效应明显。2022 年，10 家规模最大的基金共募集了 298 亿美元，超过了全年资金募集量的 60%。

3. 不断完善和优化 S 基金市场的相关标准。要综合考虑投资组合构成、投资阶段、项目数量、流动性、未来退出时点、整个资产组合溢价程度等方面制订行业标准。

4. 提高政府类主体的二手基金份额交易效率。整体看来，2022 年政府资金作为卖方的交易金额占比提升至整体的 37.25%，而作为买方的交易金额占比提升至整体的 51.86%。需要进一步提升政府类资金的决策流程效率和灵活性，允许国资以协议转让方式转让份额。

5. 建立 S 基金行业多元化的生态圈。从长期来看，国内 S 基金的发展将会更加多元，逐步进入优胜劣汰的阶段，通过资金供给方、交易平台、中介服务机构共同参与，各市场参与者从不同方面搭建 S 基金行业生态圈。

6. 扩大保险资金参与 S 基金的支持力度。保险资金的投资特点期限最长，能够覆盖 S 资产运作期限；S 资产尾部收益保障程度高，适配稳健的投资风格；保险资金投资范围广，能够有力支持 S 基金产品的投资需求。同时 S 资产投资能够降低盲池风险让底层资产确定性更大。

参考文献：

- [1]沙利文.2023年中国PE/VC基金行业CFO白皮书[R].2023,10.
- [2]赵俊豪.退出方式对私募股权投资基金的收益影响研究[J].时代经贸,2024(2):68-70
- [3]张璇.完善我国私募股权基金退出机制的对策研究[J].金融经济,2010(16):68-70
- [4]肖星.私募股权投资市场退出机制探讨[J].中国金融,2023,(02),66-68
- [5]杨子.中国风险投资中不同退出方式选择的影响因素研究[J].贵州财经大学学报,2022,(06):65-74.
- [6]陈溪泉.私募股权投资基金退出方式选择影响因素研究[J].科技经济市场,2020,(04):109-110.
- [7]宋丹丹.私募股权投资基金退出机制研究[J].中国管理信息化,2019,22(19):107-108.
- [8]陈亚艳.中国私募股权投资基金退出机制的现状与思考[J].金融经济,2019,(04):79-82.
- [9]杨德勇.我国私募股权投资基金退出方式研究[J].经贸实践,2018,(18):159-160.
- [10]张晓涛.私募股权投资基金在跨国并购交易中的角色与作用——以中联重科并购CIFA为例[J].国际贸易,2020,(12):85-92.
- [11]贾彦.活跃私募股权市场，构建多层次资本市场并购生态新体系[J].产权导刊,2024,(02):29-33.
- [12]王磊.私募股权投资与企业并购——基于创业板市场的证据[J].管理评论,2019,31(01):27-38.