

# “耐心资本”如何才能真正落地

■本报记者 计红梅

近日,国务院国资委、国家发展改革委联合出台政策,推动中央企业创业投资基金高质量发展,支持中央企业发起设立创业投资基金,重点投向、投小、投长期、投硬科技,推动国资成为更有担当的长期资本、耐心资本。

今年以来,我国资本市场仍处于低谷期。不过,在业内人士看来,平芜尽处是春山,低估值时期正是资本布局的好时期,也是最需要“耐心资本”的时刻。对于今年的资本市场而言,与“低谷”相伴的是“耐心资本”,其也成为今年的年度热词。

## 低谷期更需要信心和耐心

“耐心资本”的概念在20世纪欧美早期的投资市场就已初现端倪。其主要表现为专注于长期投资的资本形式,不以追求短期收益为首要目标,而更重视长期回报的项目或投资活动,通常较少受到市场短期波动干扰,是对资本回报有较长期展望且对风险有较高承受力的资本。

去年年初,投资市场就开始讨论耐心资本的问题,今年更是成为不少会议和活动中被频频提及的话题。以近日在上海举行的“第18届中国投资年会·有限合伙峰会”为例,其主题就是“雕刻耐心”。耐心资本之所以重要,与近年来中国创投行业在募、投、退等环节面临的严峻形势息息相关。

投中信息首席执行官杨晓磊举例说,从投资的角度看,今年国内私募股权投资市场投资金额和规模继续下降。虽然“投早、投小、投科技”已然成为行业共识,但企业从B轮到C轮的融资间隔明显拉长,在机构扎堆投早、投小或者做并购的情况下,成长期投资却被系统性忽视。

“不过,今天面临的所有问题在更长的历史尺度来看可能都不是问题。”杨晓磊认为,不如把心态放平,穿越周期的波谷,等待时间给出答案。

全国社保基金理事会原副理事长陈文辉也认为:“资本需要耐心,这是毋庸置疑的共识。”不过,在他看来,当下更应探讨的是耐心资本如何真正落地。

12月7日,中国国家语言资源监测与研究发布了“2024年度中国媒体十大流行语”,“新质生产力”一词居于首位。陈文辉的理解是,新质生产力一定是科技创新和产业升级相融合的产物,而在这一过程中,金融市场发挥了非常重要的作用。就金融工具而言,股权投资基金是同新质生产力更相适应的



峰会圆桌论坛现场。

主办方供图

产关系,“因为发展新质生产力主要靠科技初创企业推动,而科技初创企业的特点使得传统金融很难与它相匹配”。

在陈文辉看来,股权投资基金可以通过构建投资组合来分散风险,哪怕绝大多数企业都亏得一塌糊涂,只要少数盈利的项目获得数倍甚至成百上千倍的投资回报,就足以弥补损失,实现整体盈利和符合商业逻辑的可持续发展。因此,股权投资基金是落实“鼓励创新、允许试错、宽容失败”的制度性保证。他指出,“募投管退”中主要还是“退”的问题。如果“退”的问题不解决,“募”肯定是难的,即使募到了也不敢投。他与一些行业头部基金负责人交流,他们表示目前资金很充足,但投资节奏慢下来了,因为退出风险太大。“如果‘退’的问题解决好了,就会有更多的耐心资本进入股权投资市场。”

悲观者容易正确,乐观者容易赢得未来。中金资本董事长单俊葆认为,在行业低谷期更需要信心和耐心。在募资端,要适应中国市场的客观规律,关注投资的范式演化。在投资端,要调整策略,让“有翅膀的鸟”站立枝头”。在退出端,则要探索多元退出的机制,推动“募投管退”形成正循环。

## 国资基金要有所为、有所不为

据 CVSource 投中数据显示,截至2024年10月,中国私募股权市场募资额中74%的资金来自国有背景出资人。截至今年上半年,我国累计设立政府引导基金2126只,总目标规模超过12万亿元。

陈文辉对此的解释是,当下,我国民间投资不足,境外投资减少,因而政府资金越发展成股权投资市场的重要参与者。此外,政府对

于地区新质生产力发展高度关注,因而也在不断提高股权投资市场的资金配置力度。

粤科金融集团董事长林浩钧介绍,近5年来,国资机构逐步成为创投市场的主角,其中广东、江苏、上海、浙江、北京、安徽等6个省市的国资机构最为活跃,中西部省份的国资机构也逐步崛起。截至目前,全国国资机构数量达23014家。2024年上半年,国有控股和参股有限合伙企业(LP)披露的出资金额占比高达81.2%,呈逐年增长趋势,国有资本用于支持科技创新的比例达83%。

投中信息副总经理吴沛介绍了由投中研究院发布的《2024年国有资本创新发展研究报告》相关内容。报告显示,今年国资投资基金的数量逐渐下行,但规模保持稳定,表明国资对单只基金的出资规模在上升。同时,国资在市场中重要程度也在逐渐提升,市场化趋势显著。此外,越来越多的国资LP开始倾向于直投,投资阶段主要集中在A到C轮,对国家“投早、投小、投长期”的战略起到了重要支撑作用。

此外,在政策层面,国家为培育多元化的国资创投主体,明确了投资方向并放宽了投资监管,包括支持战略性新兴产业、未来产业和科技领军企业,强调投资科技成果转化和产业链中下游的中小企业。同时,管理体制逐渐优化,包括尽职免责制度、按照生命周期和基金业绩回报进行考核等。此外,保险资金、银行资金以及科创债等资金层面也呈现出新的发展趋势和机遇。

陈文辉指出,当前,国资基金在发挥重要作用的同时,也带来了一些问题。他建议,国资基金管理人一定要适应新形势,不能按部就班,要努力满足不同出资人的差异化诉求。同时,作为LP的政府基金也要有所为、有所不为,不能“既要又要还要”。如果目标太多,反而可能一个目标都达不到。这就需要考虑两个问题,一是多目标协调的问题,二是如何尊重市场规律、优化资源配置的问题。

在吴沛看来,培养耐心资本,需要建立长期的考核机制与投资期限,并保持与宏观政策的一致性,以稳定预期并增强信心。同时,明确尽职免责标准,并保证各口径、不同年份的考核标准一致和稳定,这样才能让国资放心地进行创业投资。在创新发展方面,需要建

立健全人员的建设,包括投、退渠道的建设等,以更好地满足国资在股权投资领域的需求。这些措施将有助于形成真正的耐心资本,为经济发展和产业升级提供有力支撑。

## 理工科和商学院背景,哪种更受青睐

耐心资本要真正落地,离不开投资机构及投资团队。

在当今充满不确定性的创投市场上,产业投资正以其强势的姿态成为市场的焦点。而在产业投资浪潮中,企业风险投资(CVC)和独立风险投资(IVC)之间的互动与合作成为业界热议的话题。

在上信资产/浦耀信晖总经理蔡受看来,CVC和IVC之间既是竞争也是合作的关系。CVC往往在垂直类领域投资,会比IVC看得更深、更远,对企业资源的引导也更加集中。但这类投资的局限性在于,它往往围绕自己的产业链、战略规划做投资,会忽略掉更大程度、更宽广、布局式产业格局的投资。因此,CVC可以和IVC联手投资,以弥补彼此的缺陷和短板。

追创投是一家去年成立的CVC基金,主要围绕追觅科技公司的科技生态进行投资。在追创投创始合伙人雷鸣看来,不管是CVC还是IVC,本质还是要给LP创造回报,从这点来说两者并没有本质区别。如何利用自身依托的产业优势,在投前、投后更好地为项目创造价值,提高投资回报率,是他一直在思考的问题。

无论是CVC还是IVC,无论是投硬科技还是投消费,投资人和团队的重要性不言而喻。当下,CVC和IVC招人时,理工科背景和商学院出身的应聘者哪个更受青睐?百联挚高资本创始合伙人高洪庆认为,在硬科技、生物医药等特别专业的领域里,需要有深厚的产业积累,理工科背景的投资人相对会有优势。而在TMT(科技、媒体和通信)、消费行业,对于商业模式创新的公司,具有商学院或金融背景的投资经理则更容易凭借综合能力拿到好的项目,因为他们对商业模式和创新有更深刻的洞察。

芯能创投管理合伙人裴婉辰介绍,他们招人时要求具有理工科和金融的复合背景。而在学历方面,则不一定要招博士,因为博士的研究领域比较窄,对投资的帮助并没有那么大。她表示,她更喜欢招产业内出来的人,但前提是这个人要对投资抱有热情。

## 投资者说

当今世界正在经历百年未有之大变局,大国之间的竞争博弈日趋激烈,科技实力在国家综合实力中的地位日益凸显。随着科技创新范式的演进,创业投资在我国经过30年的发展后进入了新的“适配期”,“投早、投小、投硬、投长”成为创投界的新共识,创业投资在助力科技成果转化中正在发挥特有的作用。

一直以来,科技成果转化过程中存在着诸如“魔鬼河”“死亡谷”“达尔文海”等不同阶段的挑战,科技需求端与供给端也存在较大堵点。从需求端看,产业界对科研成果能否真正解决产业难题缺乏信心;从供给端看,不少科研成果的选题不是来自产业界的需求,缺乏转化价值。

总之,在科技成果转化实践中,普遍存在不敢转、不想转、不会转、缺钱转等问题,涉及思想认识、体制机制和产学研生态等多个层面。

面对科技成果转化迫切需求,创业投资被赋予了新的时代使命。自2023年底中央经济工作会议明确提出“鼓励发展创业投资、股权投资”以来,相关政策多次提及“大力发展天使投资、私募股权投资、耐心资本”等,创业投资在支持创新、扶助创业、培育新质生产力、构建未来产业上的作用受到高度重视。

随着创业企业的科技属性不断强化,创业投资扶持科技企业,实质也是在助力科技成果转化。笔者认为,创业投资在助力科技成果转化过程中的核心功能分别是发现和培育。

发现,即要找到具备转化潜力的科技成果。要在科研成果中寻宝,“按图索骥”是一种有效的方法,即通过深入行业研究选择赛道进行技术图谱的解构,形成技术路线图;以技术路线图中的关键技术节点为靶向,检索到相关院所、研发团队,将国家发展战略新兴产业、未来产业的赛道投资机会与科研院所的重大科技节点相对应,进而锁定未来可能成为新质生产力的好苗子。

对于“好苗子”的判断标准,主要看四个维度——

第一,技术领先性。重大原创性成果和颠覆性技术往往具有巨大发展潜力。一项科技成果的技术领先性,既要在空间上比较国内外该技术领域是领导者还是领跑者,是首创还是更优、是填补空白还是国产替代;也要在时间上看领先的“身份”,因为随着创新迭代加速,技术领先的“窗口期”在缩短。

第二,解决产业痛点。一项先进技术要有实用性,就要有其应用场景。技术越硬,越能啃下产业的“硬骨头”。一旦应用到产业中,就能起到提质增效降本、强链补链的强大作用。近年来,我国大力发展专精特新企业,培育“小巨人”“隐形冠军”,强化其以先进技术解决实际问题的能力,企业自身得到快速发展。

第三,估值合理性。对科技型创业企业估值要考虑成果转化方式、技术成熟度、市场行情、发展阶段等因素。估值过程中,一要注意市场波动对价值的影响,能够剔除资本市场涨跌的溢价或低估而看清科技成果的真正价值;二是判断技术先进性的真实价,科技成果转化初期常常会遇到“孤芳自赏”式的高估值,但这类高估值还没有得到工程技术和客户场景验证。

第四,商业的规模化。科技成果从实验室走向市场过程中产品良率、成本控制和规模化收益是3个重点。良率提高、有规模化市场,科技产品成本也就有了降低的空间,市场竞争力随之增强。在企业早期阶段,在从0到1的研发节点上科技创新的规律发挥主要作用;随着企业发展,在从1到10再到100的过程中,经济和商业规律将逐渐发挥主导作用。企业能否顺利实现规模化,意味着科技成果转化最终成功转化。

培育,就是从金种子成为真正的新质生产力的成长过程。做好培育,关键在于构建一个有效的生态体系。创投生态由核心业务圈、体系生态圈、社会拓展圈构成。核心业务圈包括创业投资的有限合伙人(LP)、普通合伙人(GP)、合作子基金、被投企业等;体系生态圈包括大股东、成员单位、兄弟公司、参股企业等;社会拓展圈包括联盟协会、第三方中介、政府服务平台、金融与产业、研发机构等。有效的创业投资生态体系是资源丰富、沟通顺畅、协同互助、利益共享的有机整体。

发挥创业投资核心功能,成功投资科学家的项目,需要懂科学家的真伙伴,不仅要懂科学家的科技创新成果,也要懂他们的家国情怀,还要懂他们的不足和短板,做科学家创业的助推者、资源的整合者、运营的协作者和耐心的陪伴者。

首先,科学家在技术领域拥有深厚的专业知识,但在成果商业化和企业管理方面往往缺乏经验。创业投资机构可以利用专业优势,“走进实验室,拥抱科学家”,为科学家团队出谋划策,在建立信任的基础上,共同打磨创业方案,在股权结构、知识产权、商业策略、团队搭建、融资安排等方面提出建议,助力创业起好步。

其次,创业投资机构凭借良好的生态体系,链接相关资源,帮助科学家团队匹配资源、弥补短板,包括金融资源,如金融资本、产业资本、融资租赁、科技保险等;产业资源,如产业链整合、引入战略合作伙伴、设立中试平台等;客户资源,如市场拓展与客户引荐、品牌推广等;地方资源,如政策支持、落地支持、地方产业生态融合等的对接。

再次,由于初创的科技企业在运营管理方面较薄弱,创业投资机构在“帮忙不添乱”的情况下,一方面协助企业完善治理结构与机制,厘清科学家在企业中的角色;另一方面要关注企业运营过程中的合规风控事项,如投资对赌、关联交易、知识产权保护、财务管理、国有产权登记等容易有风险的方面,提出专业化的风险缓释建议。

最后,科技成果转化通常需要较长的时间周期,目前科创板570多家企业的平均上市时间超过了14年。一项高价值的知识产权(IP)转化为成功的上市企业是一个艰辛的过程。创业投资是创业征途上的耐心陪伴者,要有静待花开的心态,尊重科学规律,不提前离场。创业投资基金的存续期要尽可能适配科技成果转化时间需求,做耐心资本,做长期投资、价值投资、责任投资。

(作者系国科创投总经理、北京创投协会会长)

# 发挥创业投资功能 助力科技成果转化

■刘克峰

# 创业,只有技术还不行

## ——首届“绿色能源与动力”创新创业大赛决赛小记

■本报记者 沈春蕾

“83.47分”,这是河北工业大学百瑞格团队在近日举办的首届“绿色能源与动力”创新创业大赛(以下简称大赛)决赛现场的最终得分,也是全场最高分。

“答辩的小伙子齐凯非常自信,语调抑扬顿挫很抓人,把动力电池的回收方案讲得精准、到位,给我留下了深刻的印象。”大赛评委、哈尔滨工程大学教授刘志刚告诉《中国科学报》,“创业,只有技术还不行,必须要把技术讲清楚,让对此技术感兴趣的人知道投资点、盈利点和市场增长点在哪里。”

此次大赛由中国内燃机学会与江苏省无锡市惠山区人民政府联合主办,以“绿色、低碳、智能、高效”为主题,瞄准储能电池、低碳零碳燃料、智能化动力与智慧交通、先进内燃动力系统等行业赛道,搭建了集创新链、产业链、资金链与人才链于一体的综合性合作平台。

## 百年传统行业的机遇和挑战

在“双碳”背景下,我国要发展绿色动力,传统内燃机行业首当其冲。

“内燃机本身不排放碳,取决于烧什么燃料。”中国内燃机学会副理事长兼秘书长李树生告诉《中国科学报》,当前内燃机行业正面临一场能源革命,即由传统含碳燃料转向低碳、零碳、碳中和燃料。这是内燃机这个百年传统老行业面临的机遇和挑战。

在李树生看来,现阶段内燃机相关的企业和研发团队都在探索如何实现上述转型,其中的关键环节就是需要引入一些新思想、新方法、新路径,这也是举办大赛的目的。

大赛分创新和创业两个组别,创新组的项目大多来自高校和科研院所,创业组的项目大多来自企业。经过两个月的形式审查和线上初赛,最终有23个项目成功突围,进入了大赛决赛。

大赛评委、上海交通大学教授林赫在梳理参赛项目时发现,这些项目大多集中于与内燃机新型动力相关的科技创新,及在内燃机发动机领域一些新型燃料的应用。

林赫带领的团队主要从事与新型动力相

关的研发工作。他告诉《中国科学报》,团队正在从事基于氨发动机和甲醇发动机的混合动力研究。

“对于高效动力系统来说,绕不开混合动力。”林赫表示,混合动力的形式有很多种,不同的技术,减排潜力和节油潜力都不一样。对新能源车而言,目前插电式混动的节油比例是最高的。

谈及高校参赛项目的表现,林赫认为,高校参赛团队的技术优势在于原始创新,还需要在产业化应用方向发力。把技术成果从论文变成产品,中间还有很长一段距离。参赛团队可以借助大赛平台,得到业内专家和投资者的指导,推动好的项目早日实现产业化,也是高校对经济发展作出的贡献。

## “不亚于一场学术交流”

“参与这样一场大赛的收获,不亚于一场学术交流会。”李树生表示,首先大赛提供了一个交流平台。通过组织高校、科研院所、企业与投资机构等多方参与,大赛吸引到好项目,好团队参加路演,使项目和团队获得社会关注。

“其次大赛还提供了一个展示平台。无论是创新组还是创业组的参赛团队,都获得了一个向内燃机行业用户展示自身的不行的机会。这样的展示比广告宣传效果要好。”李树生说,“对参赛团队来说,最后的名次不一定重要,展示成果、展示自己更重要。”

“另外,大赛还提供了一个吸引投资、对接产业的平台。”李树生介绍,投资人希望挖掘他们认为值得投资的项目,产业需要新的技术实现转型发展,大赛在中间搭建了对接的桥梁。

本届大赛主要围绕内燃机及新型动力领域重点产业,遴选优质科创项目,推动“科技-产业-金融”三者深度融合,将更多科技成果转化成为具有市场竞争力的产品或服务,并提高资本市场服务科技创新的效率和质量,有效支持科技工作者创新创业。

记者发现,在进入决赛的23个项目中,创新项目数量比创业项目约多一倍。“初赛的

时候也是创新项目报名数量更多,因为创新项目大多处于从实验室走向市场的阶段,更需要展示的平台和机会。”李树生认为,不管是创新项目还是创业项目,创新性都是第一位的,其次是项目成熟度和市场前景,这也是评委评分的标准。

在决赛现场,记者还发现创新组有一个本科生团队,他们参赛的项目叫“淤泥猎手——全景智慧高效清淤赋能生态文明建设”。虽然最后得分不高,但对这个年轻的团队来说,他们斩获了一次上台路演、展示自己的机会,觉得很有意义。

刘志刚说:“尽管一些项目还不能在短期内实现真正转化,但通过参赛团队得到了锻炼,增加了项目转化的可能性,有助于未来成长为创新型项目。”

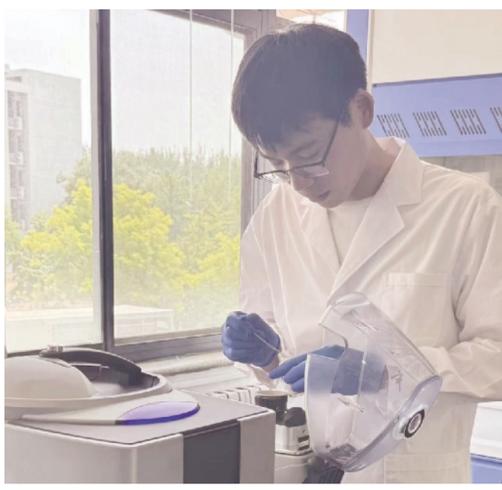
“学校主要通过传授基础知识培养人才,但学生仅掌握基础知识还不够,还需要掌握如何学以致用,大赛就提供了这样一个潜在的应用平台。”林赫指出,参赛可以让学生们思考自己的研究课题将来有什么用,并引导学生们从产业角度出发,重新审视自己的研究。

## 提升创新创业的能力

拆解电池320多块、实验测试140多次、材料测试近500种、模型迭代8次……从2021年9月到2024年5月,历经1000多个日夜,百瑞格团队最终完成高效、环保、低成本的动力电池回收解决方案。

除了技术扎实,该项目的路演也成功打动了台下的评委,从而收获高分。

刘志刚发现,一些路演项目得分不高的团队与自身PPT的制作质量有一定关系。他说:“PPT应该完整、充分、清晰以及有逻辑地展现项目的各要素,以打动并说服评委,但部



齐凯在做实验。

受访者供图

分项目的实际情况是,评委希望了解的内容提供得不充分、路演讲述的内容评委不是很关注,甚至得不到完整的系统信息。”

“对准备创业的大学生来说,除了技术创新,还需要组建团队,进行商业运作等。未来他们也会遇到很多需要利用PPT展示的场所,打动听众很重要。”刘志刚说。

创业组项目“商用车低碳高效增程器的研发和产业化”的路演也给刘志刚留下了较深的印象。该项目的创始团队来自上海交通大学,路演介绍人祝柯卿不仅将技术讲得很清楚,还将自己的需求明确传达给台下的投资机构代表。

在刘志刚看来,比赛的名次并不重要,重要的是可以有更多的青年人参与大赛,参加创新创业活动,学到书本上没有的东西,或者把书本知识灵活运用创新实践中,从中真正受益,从而提升创新创业的能力。

创新需要人来推动,行业发展需要不断注入新生力量。前些年高校动力能源相关专业曾一度出现招生困难的局面,如今已经有改观。

“动力类专业招生的确出现过一些问题,但近年来混合动力、低碳零碳动力技术的快速发展,给内燃机行业带来新的发展机遇,也造就了更大的创新创业空间。大赛提供了一个让更多人参与推动行业创新的平台,也展示了内燃机行业新的活力。”刘志刚说。