

新质生产力视角下政府引导基金“耐心度”培育： 评价体系与利益平衡

张壹帆¹ 陆岷峰²

(1.南京财经大学法学院, 江苏 南京 210003; 2.上海大学上海科技金融研究所, 上海 200444)

摘要: 培育和发展新质生产力需要壮大耐心资本规模, 从理论范畴与现实表现看, 私募股权基金相对符合耐心资本标准。然而, 当前政府母子基金间机制待完善。若要激励私募股权子基金成长为尊重创新周期的耐心资本, 政府引导基金必须提高“耐心度”, 建构对子基金的容错免责与绩效激励机制。基于此, 本文运用目标导向理论, 设计“耐心度”评价体系调查问卷, 根据线下、线上大样本调查数据, 构建政府引导基金“耐心度”评价体系, 对1000家地方政府引导基金打分排名, 并检验政府引导基金“耐心度”与区域子基金数量、投早中期项目数量以及科创板上市公司数量之间的关系。研究表明, 充足的财政收入支撑了政府引导基金的出资量与“耐心度”, 提升了区域股权融资量与科创质量, 而更多的优质高新技术企业又进一步激励政府引导基金提高出资量与“耐心度”, 以此形成正向循环。此外, 本文从合伙关系与合规体系的法治角度, 推演了管理人尽职合规责任豁免原则, 并建议政府引导基金将“耐心度”作为绩效衡量指标, 平等对待不同资金来源的私募子基金, 助力子基金、科创企业高质量发展。

关键词: 耐心度; 政府引导基金; “耐心度”评价体系; 尽职合规; 责任豁免; 新质生产力

Abstract: Cultivating and developing new quality productive forces requires expanding the scale of patient capital. From both theoretical and practical perspectives, private equity funds relatively align with the standards of patient capital. However, the current mechanism between government parent funds and sub-funds needs to be improved. To encourage sub-funds to grow into patient capital that accords with the innovation cycle, government guidance funds must enhance their “patience,” establishing mechanisms for fault-tolerant liability exemption and performance incentives for sub-funds. Based on this, the paper adopts a goal-oriented theory to design a “patience” evaluation system survey questionnaire. Based on large-scale offline and online survey data, the study constructs a “patience” evaluation system for government guidance funds, scoring and ranking 1000 local government guidance funds. It also examines the relationships between the “patience” of government guidance funds and the number of regional sub-funds, the number of early- and mid-stage investment projects, and the number of companies listed on the STAR Market. The findings reveal that sufficient fiscal revenue supports the funding scale and “patience” of government guidance funds, boosting the amount of regional equity financing and the quality of science and technology innovation. Moreover, the presence of more high-quality and high-tech enterprises further incentivizes government guidance funds to increase their funding scale and “patience,” leading to a positive feedback loop. In addition, this article deduces the principle of liability exemption for managers’ due diligence and compliance from the legal perspective of partnership relationships and compliance systems. It recommends that government guidance funds adopt “patience” as a performance evaluation metric and treat sub-funds funded by different sources equitably, promoting the high-quality development of sub-funds and science and technology innovation enterprises.

Key words: patience, government guidance fund, “patience” evaluation system, due diligence and compliance, liability exemption, new quality productive force

作者简介: 张壹帆, 法学博士, 南京财经大学法学院硕士生导师, 江苏省金融业联合会基金专业分会会长, 研究方向: 科创金融、私募基金法治。陆岷峰(通讯作者), 上海大学上海科技金融研究所(上海市软科学研究基地)研究员、博士生导师, 研究方向: 宏观经济、商业银行、中小企业。

中图分类号: D996.4 **文献标识码:** A

一、引言

由熊彼特最早提出的“破坏性创新”理念，激励着具有冒险精神的企业家与风险投资人追求由创新带来的超额利润。投资人作为企业家的合伙人，不仅要组织资金要素资源，还要参与后续战略实施与运营活动，从而为企业实现长期价值提供服务。熊彼特的创新周期理论指出，一个完整的经济周期由长周期、中周期和短周期组成，短周期约40个月，中周期大概为9~10年，长周期则为48~60年。在技术替代的短周期中，擅长短期贷款的银行资金可以发挥较好的作用。风险投资基金的成功来自所投产业技术通过研发与应用取得产业化、商业化的成果，这一过程一般需要10年左右，即熊彼特中周期。从现实情况来看，致力于引导私募股权基金的政府引导基金，由于缺乏对其子股权基金的容错免责机制，又未能建立完善的绩效激励制度，导致私募股权基金在推动科技创新方面的作用受限。那么，在中国式现代化情境下，风险投资人(私募股权基金)能否获得政策与市场的耐心，从而经历一个完整的熊彼特创新周期呢？

2024年4月，中共中央政治局会议强调，要积极发展风险投资，壮大耐心资本。2024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》(简称“创投17条”)，要求改革完善基金考核、容错免责机制，健全绩效评价制度，健全符合创业投资行业特点和发展规律的国资创业投资管理体制和尽职合规责任豁免机制。“耐心资本”“容错免责机制”等关键词获得地方政府与私募股权基金业的高度关注。耐心资本，又称长期投资资本，指对风险承受力高，且期望从资本收益中获得长期性与展望性回报的资金。国际学术界将耐心资本(Patient Capital)普遍定义为以中长期投资为主，坚持价值投资与责任投资，不以短期交易获利为首要目标的资本。

培育和发展新质生产力需要壮大耐心资本规模。从理论范畴与现实表现来看，旨在“投小、投早、投硬科技、投长期赛道”的私募股权基金相对符合耐心资本的标准。我国私募股权基金能否在实践中做到耐心？实际上要考量其背后投资人及其运作体制是否具有足够耐心。政府投资基金可分为政府直投基金与政府引导基金

两类，前者主要以直投项目形式存在，但由于直投项目风险较大，且缺少引导社会资本的杠杆性而日渐式微，逐步被政府引导基金替代。政府引导基金已逐渐成为我国私募股权基金的主要出资人，其“耐心度”直接关系到私募股权基金能否成为耐心资本。

国务院“创投17条”提出的完善容错免责机制和健全绩效评价制度，是政府引导基金发展耐心资本的关键。“容错免责机制”是指鼓励创新、宽容失败的机制，旨在为政府引导基金的建设与运行提供一个鼓励创新、宽容失败的规范。“绩效评价”是指运用一定的评价方法、量化指标及评价标准，对政府引导基金绩效目标的实现程度及预算的执行结果进行综合性评价。这两大举措直接回应了近年来政府引导基金与私募股权基金行业的核心问题和业内痛点，但在具体落实层面如何实施，本文从“耐心度”指标入手，建立相应评价与引导体系。

政府引导基金的“耐心度”，是指政府引导基金在面对自身投资或政绩需要等待或延迟满足的情况下，对于子基金回报周期的忍受度和心理承受能力。“耐心度”的高低可以通过外在表现进行客观测量，也直接影响政府引导基金在各种情境中的应对策略与对子基金的管理表现。本文基于政府引导基金与私募股权基金的发展实践，从新质生产力的视角论证政府引导基金制度变迁中的“耐心度”，并基于目标导向理论，设计务实的、激励性的“耐心度”指标体系与研究框架。

二、文献综述

政府引导基金的设立形式与模式方面。胡虹等(2020)研究发现，政府引导基金多采用母子基金形式设立，通过设立母基金再分散设立子基金，进而投资不同行业。秦子生和舒颖(2014)、纪泽锴(2021)等重点剖析了地方政府引导基金的实践做法，总结出了杭州模式、苏州模式、深圳模式、上海模式、合肥模式等地方引导基金的典型模式。梁蔚萍和周翔翼(2024)认为，政策有效落地需要各地对政府引导基金的容错机制进行优化调整，制定更加精准有效的措施，从而保障政策执行与政策意图一致。

政府引导基金存在的问题及应对策略方面。邵爽

(2023)认为,政府引导基金在发展中存在募资难、投资难、退出难以及监管机制滞后、管理效率不高、吸引力降低等问题,建议推动政府引导基金监督管理制度创新,保障政策与实务之间的适应性,做好对政府引导基金管理人的激励约束机制设计。张杰和闫春英(2019)认为,目前存在金融监管政策趋紧导致地方引导基金募资困难、行政干预过多影响引导基金效能发挥、多头管理制约地方引导基金发展、统筹规划不足造成财政资金闲置、专业人才匮乏影响引导基金管理效率等问题。Munari and Toschi(2008)认为,政府引导基金存在可行性审查标准不明确、基金投向管理有待厘清、日常运作管理与规范要求不一致等问题。贺括等(2024)认为,政府引导基金作为特殊的有限合伙人(LP)投资子基金,往往存在政府引导基金过度干预管理人(GP)投资和经营活动的矛盾,使得投资管理中主体矛盾加剧,风险增加,不利于私募股权基金的长期发展。周育红等(2023)认为,政府引导基金可以通过实施不同程度的让利激励或监管惩罚,影响私募基金机构投资策略和初创企业创新策略选择,使初创企业、基金机构和政府三方达到理想的演化均衡。

耐心资本理论基础与培育方面。第一,在比较政治经济学的研究中,Munari and Toschi(2016)认为,耐心资本关注的不是短期财务回报,而是期望能在投资项目发展或扩大规模时收获长期收益。Knafo and Dutta(2016)提出,1983年美国国会议员Stan Lundine倡议金融家们承担起引导工业的责任,在必要时主动承担高风险并投资于提高生产能力的行业,为美国产业升级提供资金。第二,新结构经济学的研究则从社会学的文化维度理论出发,认为“长期导向”文化是一种禀赋,它是培育耐心资本的条件。林毅夫和王燕(2017)将耐心资本定义为投资于一种“关系”的超长期资本,即投资方通过被投资方的长期发展来获得回报。基于这些长期性特征,可以将资本划分为耐心资本和非耐心资本。如果国家将耐心资本方面的潜在比较优势转化为显性优势,培养“打包”盈利和非盈利项目的的能力,那么在基础设施融资中便能获得显性竞争优势。McCarthy et al.(2016)认为,耐心资本的持有者通常有较好的能力与合伙人一起分担风险,在这个关系中,投资人向合伙人注入资本,乐意看

见它们在未来不断成长并为双方带来回报,实现双赢。第三,在技术长波理论中,熊彼特在《经济发展理论》《经济周期:资本主义过程之理论的、历史的和统计的分析》《资本主义、社会主义和民主》等著作中指出,技术创新是资本主义经济长期波动的主要原因。熊彼特理论的后继者在此基础上进一步研究讨论技术创新如何带来长期经济波动,并逐步形成技术长波理论。

新质生产力与耐心资本培育方面。耐心资本会更加综合考虑企业技术创新、核心竞争优势、商业模式等非财务指标,以企业发展潜力和远期收益为投资的出发点,在经济发展兼顾效率和安全的当下,培育耐心资本和发展新质生产力是相辅相成的(赵明超,2024)。张壹帆和陆岷峰(2024)认为,新质生产力是生产力的一个子集,专注于科技进步和创新驱动下形成的、能够引领经济社会向更高水平发展的新型生产力。私募股权基金能促进资金有效配置到科创领域,具有支持新质生产力发展的能力,也是培育匹配新质生产力耐心资本中最重要的金融模式。温磊和李思飞(2024)认为,耐心资本主要通过缓解企业融资约束、促进企业创新、激发企业长期导向,从而促进企业新质生产力提升。基于此,政府要引导各类资金摒弃急功近利、快进快出、“挣快钱”的浮躁心态,坚持做长期投资、战略投资、价值投资、责任投资,引导企业将资金投入绿色发展、创新投资等与企业可持续发展和高质量发展相关的领域。企业应将耐心资本更多应用于技术创新,不断推出符合市场需求的新产品与服务。

培育耐心资本的法治基础方面。万方(2019)认为,自21世纪起美国为处理金融丑闻而陆续通过《萨班斯—奥克斯利法案》《多德—弗兰克法案》及修订《联邦组织量刑指南》,强调金融及私募基金合规体系的建设,奠定了耐心资本的法治基础。在国际层面,经济合作与发展组织(OECD)和国际标准化组织(ISO)发布《内控、道德与合规的操作指引》《合规管理体系指南ISO19600》和《反贿赂合规国际标准ISO37001》等文件,进一步对全球耐心资本的建设达成了法治共识。李勇(2022)认为,在中美竞争加剧的背景下,ISO37301国际合规指引因其“软法”属性,更易被中国基金监管机构接受,成为未来耐心资本的法治前提。

上述文献表明，中国经济转型发展到目前阶段，关注耐心资本问题具备必然性。一是根据熊彼特的技术长波理论，中国技术驱动的经济长周期在40年以上，长于库兹涅茨周期、朱格拉周期和库存周期；二是高科技产业通常短期投入高，短期的战略性投资特征要强于盈利性特征，这需要匹配耐心资本；三是当前中国总量问题与结构问题并存，耐心资本是一个关于投资回报期限预期的框架，然而目前文献对“如何培育耐心资本”的实践操作讨论较少，尚未从客观指标出发，引导地方政府引导基金与私募基金界定双方关系及其权利义务。学界与业界也尚未对“耐心度”概念、评价标准与理念体系达成共识。

本文从“耐心度”的视角切入，尝试在主观性调研总结基础上建立“耐心度”评价指标，并将其与区域股权投资量、区域科创程度形成逻辑关联，构建推动地方政府引导基金向耐心资本转化的客观性引导机制，以弥补现行地方政府引导基金管理体制的缺陷。这是本文的理论与实践价值所在，也是对当前耐心资本讨论的贡献。

三、地方政府引导基金在耐心资本培育中面临的挑战

(一) 私募股权基金能否正常运营，取决于政府引导基金的耐心

当前，我国政府引导基金普遍投资十多家或几十家私募子基金，且政府引导基金已逐渐成为私募股权基金最大出资方的LP。中国基金业协会数据显示，2021年末，我国存续备案私募股权基金有15012只，存续规模为

10.51万亿元；累计设立1988只政府引导基金，认缴规模约为6.16万亿元，与私募股权基金存续规模之比为58.61%。2022年末，我国存续备案私募股权基金有31525只，存续规模为10.94万亿元；累计设立政府引导基金2107只，认缴规模约为6.51万亿元，与私募股权基金存续规模之比达59.5%。2023年末，我国存续备案私募股权投资基金31379只，存续规模为11.12万亿元；累计设立政府引导基金2086只，认缴规模为7.13万亿元人民币，与私募股权基金存续规模之比达64.1%。具体如图1所示。

近三年来，地方政府引导基金开始起诉GP。据“中国裁判文书网”的查询结果，2020年6月至2023年6月，涉及政府引导基金的一审民商事案件共95件。该类案件起诉缘由也较为集中，涉借款类纠纷40件，涉股权回购纠纷38件，共占全部案件的82.11%。从诉讼主体分析，政府引导基金一方作为原告起诉被投资企业或基金管理公司的案件共87件，占全部案件的91.58%，其他社会LP因业绩而追责起诉GP管理人的案件也在逐年上升。无论是政府引导基金LP，还是社会LP，其起诉理由多是要求GP让被投资项目创始人退还本金(以借款纠纷为案由)或强制回购(以股权回购为案由)。据清科统计估计，由政府引导基金发起的除起诉以外的法外手段(指约谈、强制停拨、撤资、纪委巡视等非诉讼手段)，已覆盖业内子基金数量的六成以上，这也与当前中基协统计的“退出难”发生比率大致一致。由于科技创新与项目培育需要极大的创新热情，需要敢于颠覆、破坏式创新的创始人。私募股权基金管理人也必须敢为人先，在非共识阶段做出投资决策，并用10年以上“募投管退”完整周期验证投资理念，形成产业赋能。政府引导基金“到期刚性退出”的做法，对私募股权基金与被投科技企业的持续运营构成了显著负面影响。

长期看来，政府引导基金与私募股权基金若想站稳脚跟，需要尊重熊彼特周期理论以及耐心资本三个本质特征，即坚持长期投资、价值投资和责任投资。长期投资追求的是长期投资目标、坚持长周期考核，能承受收益的短期波动或回撤。价值投资则通过深挖优质投资标的并长期持有，能够获得超过市场平均水平的收益。责任投资要围绕经济社会发展战略目标和重点领域加大投资，支持原创、引领性的科技创新，促进经济升级。

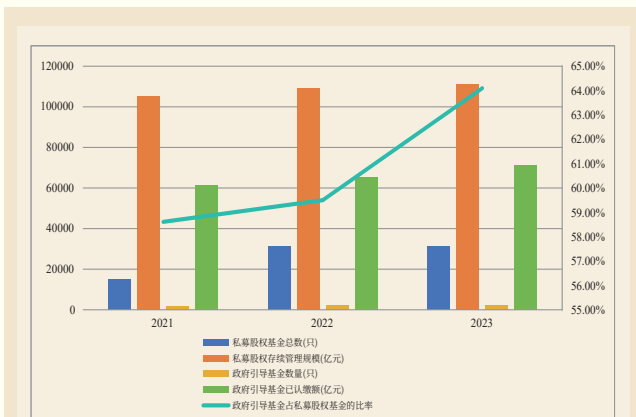


图1 2021—2023年中国政府引导基金与私募基金的数量与出资额比较

(二)政府引导基金(母基金)难以坚持耐心的体制机制原因

1. 政府引导基金程序复杂

首先，政府引导基金的投资决策流程复杂化。政府引导基金的政府类项目投资决策，不仅需经投资决策委员会审核通过，还需由政府相关主管部门(国资、财政、审计、投促、商务、开发区等)参加的基金管理委员会审批同意，并未遵行国际通行的模式——由投资决策委员会作为基金最高投资决策机关。其次，政府引导基金参与被投资企业上市或挂牌时，除须接受证监部门、财政部门的监督外，还须遵守本地国资监管的审批要求，但其面向的风险融资客户多为处于初创期或成长期的高科技企业，融资需求急切。如果长期不能市场化，政府引导基金容易错失投资机会。最后，政府引导基金的退出须严格遵守相关国资规定。国有产权有偿转让，不仅需要依法设立的产权交易机构公开进行，而且价格需经评估后报上级核准或备案，运作程序复杂而低效，易错失市场化退出和风险补偿的机遇。

2. 缺少专业独立的团队

首先，地方政府事多任务重，即便聘有“智库”与精英人才为其服务，总体来看，尚未有证据证明其比经历市场残酷竞争的民营私募基金更加专业，这是地方政府引导基金不得不与民营基金合作共建子基金的动力所在。其次，多数地方政府引导基金与筹融资平台(交投、国投等)职能交错，导致其领导人的工作任务通常多方兼顾、头绪较多，难以专心培育一支专属的专业化、市场化投资团队，也较难突破现有体制引入独立的、市场化管理团队。当然，也有部分政府引导基金委托本地国资管理团队进行日常管理，但国资运营团队的市场化程度和竞争力也难以企及知名私募基金团队。

3. 激励机制不完善

当前，政府引导基金从业人员的薪酬水平对业内精英不具有吸引力。一般基金公司以基金规模的1%~2%作为管理费，按基金净收益的10%~20%进行超额收益分配，以提高员工的积极性和责任心。但现有国有企业薪酬机制受体制约束，对高端人才缺乏吸引力，现有管理团队工作热情难以有效激发，缺少长期投资的动力。此外，跟投机制不完善。通过跟投制度可将管理团队和投

资项目的利益捆绑，收益共享，风险共担，降低项目投资运作风险和道德风险；而国有企业领导人员廉洁规定与国企职工持股投资意见等对国有员工投资入股有限制条款，使管理团队日益追求短期绩效指标。

4. 财政出资与国资保值的压力

首先，地方政府引导基金多源于各类财政出资。我国中西部地区本身财政资金相对紧张，加之招商引资需要投入，较难做到以平常心来看待子基金的盈亏，通常强调“子基金至少要保住投资的本金”。当前我国正处于转型升级动能转换阶段，如果强求市场化的私募基金保住政府引导基金投入的本金，长期来看难以为继。其次，政府引导基金在投资招标中往往对私募基金管理人赋予多方目标，如当地产值税收考核要求、基金本身的增值保值以及地方政府的人才、科技等附加指标，这些指标本身相互掣肘，兼顾满足难度很大。最后，部分地方政府引导基金的负责人与管理人员，为招引央国企落户地方，表现出更愿与央企、国企基金合作的倾向，但央国企冗长的决策流程以及落户对价，较难与地方各级政府匹配。

(三)私募股权基金(子基金)的耐心缺陷

1. 募资渠道空前收缩，私募主要源于政府引导基金

首先，受“中美脱钩断链”影响，不少国内知名的外资私募基金将总部搬至新加坡、香港等地避险，外资对中国股权基金的出资额大幅下降；又由于近年经济压力增大，民营私募基金原先通过上市公司、企业集团、富有家庭等募资的通道收缩；因此目前存续的私募基金管理人，多倾向于优先向政府引导基金募资。其次，私募股权基金在向政府引导基金募资过程中也面临权力寻租和道德风险，存在不合规现象。

2. 投资目标多元化与合规体系不完善，致使项目筛选困难与风险迭出

首先，政府引导基金LP投资目标过于多元化。其对子私募股权基金的考核体系趋于多头目标兼顾，使得子基金在满足母基金各种诉求时难以保持专业性与专注度，容易错过优质项目。其次，当前私募股权基金业普遍未重视合规体系建设，对ISO37301国际合规体系建构了解尚不够深入，因此“募投管退”流程中的违规问题时有暴露，甚至成为地方打击非法集资活动的重灾区。

表1 政府引导基金“耐心度”指标体系之调查问卷统计表

项目\得分		1分	2分	3分	4分	5分	6分	7分	8分	9分	10分	选择人数	人数占比或加权平均分
一、主体分类与总体印象分	您所在的私募股权基金有政府引导基金/政府平台出资吗？且您是管理团队的成员吗？	答“是”，为本项统计人数										890	91.10%
	您是政府引导基金的管理人员吗？(含高管与普通干部)	答“是”，为本项统计人数										90	9.21%
	以上都不是	上两项均不是，为本项统计人数										7	0.72%
	您对投资于您所在私募股权基金的政府引导基金，或您所在的政府引导基金的整体“耐心度”形象印象分？	24	78	343	289	156	16	15	21	23	12	977	3.93
二、对“耐心度”评价主系数的选择	以下是您对政府引导基金“耐心度”主系数指标的选择												
	1. 政府引导基金的容错免责度(包括对子基金的容错度、对母基金管理团队的容错度)，可否作为“耐心度”评价主系数？	1	1	2	1	2	4	8	34	321	603	977	9.51
	2. 政府引导基金的绩效与激励体系，可否作为“耐心度”评价主系数？	0	1	2	2	4	7	9	26	312	614	977	9.52
	3. 政府引导基金领导的英明、担当与耐心，可否作为评价其“耐心度”的主系数？	96	543	166	55	67	11	9	15	9	6	977	2.69
	4. 政府引导基金本身的直投项目成功率，可否作为评价其“耐心度”的主系数？	77	611	143	61	34	13	14	8	9	7	977	2.59
三、对“耐心度”评价子指标的选择	以下是您对政府引导基金“耐心度”子系数指标重要性的选择												
	1. 对子基金考核指标的难易度，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	1	1	2	2	5	7	9	17	322	611	977	9.51
	2. 对子基金是否有明确的“容错豁免率”以及“损失分担条款”，可否将其作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	2	1	1	2	1	3	6	26	319	616	977	9.54
	3. 对子基金考核指标的可操作性，可否将其作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	3	22	26	67	455	312	45	14	16	17	977	5.41
	4. 未因业绩而进行强制停拨、撤资、约谈、起诉的比率，可否将其作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	1	2	2	2	4	5	6	31	302	622	977	9.52
	5. 坚持不干涉子基金日常工作，可否将其作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	5	7	16	244	466	122	24	32	35	26	977	5.22
	6. 强势的“一票否决权”条款，可否将其作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	6	12	24	237	472	124	33	13	22	34	977	5.15
	7. 母基金团队的超额收益分配参与率，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	1	2	2	1	2	4	6	25	301	633	977	9.55
	8. 母基金团队增量业务奖金兑现率，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	5	17	23	234	456	114	23	14	20	71	977	5.29
	9. 母基金团队存量业务资金兑现率，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	19	32	41	78	455	121	31	47	65	88	977	5.71
	10. 对子基金遴选机制的公正度，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	5	8	3	4	4	5	5	43	222	678	977	9.47
	11. 对子基金管理费与超额收益的兑现度，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	5	17	22	234	543	54	11	12	19	60	977	5.14
	12. 对子基金额外成果奖励的兑现度，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	2	8	35	256	536	19	13	12	17	79	977	5.19
	13. 基金管理团队的职业生涯发展路径，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	2	5	34	244	537	24	18	19	16	78	977	5.24
	14. 对基金人才相关政策的友好度，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	9	19	43	34	490	77	56	53	89	107	977	5.08
	15. 母基金领导的英明度与担当度，可否作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数？重要度如何？	62	444	321	33	34	33	12	13	13	12	977	2.87
	16. 地方政府对政府引导基金资金的宽裕程度，可否作为“耐心度”评价子系数的因素？重要度如何？	59	54	333	124	212	46	66	43	31	9	977	4.27
17. 其他可作为政府引导基金的“耐心度”评价子系数的因素？	34											3.48%	
调研本身的主观评价	本次问卷调查与座谈会以及设计的评价体系，是否可能对政府引导基金改进服务有影响？您认为有多少影响度？	0	0	3	4	6	21	33	98	234	578	977	9.30

3. 资本市场出口收窄，难保投资耐心

在复杂多变的国际形势与经济环境下，一方面，私募股权基金的IPO通道收窄，一、二级市场价格倒挂，海量投资可能面临行业大比例亏损，使得存量的私募股权基金投资闭环无法保持耐心循环下去，政府引导基金艰难持续发力；另一方面，虽然S基金逐渐成为退出新焦点，但相对于每年10万亿元以上的股权基金规模，每年千亿量级的S基金难以填补海量股权基金退出的缺口，绝大多数民营私募基金面临难以为继的窘境。

综上，当前政府引导基金的局限与私募股权基金的“耐心度”缺陷，反映出要明晰二者间的责任边界与属性定位，亟需搭建一套评价体系引导二者向长期投资、价值投资与责任投资的范畴转化。究其本质，当前地方政府引导基金的“引导性”未能充分发挥，在尊重市场经济规律、培育创新氛围与遵循基金规则等多个层面有改进空间，地方政府的政绩目标与政府引导基金的市场化引导作用需更好平衡。因此，如何完善“创投17条”提出的容错免责机制与绩效评价制度，构建一套“耐心度”指标体系，成为提升政府引导基金“引导性”的关键性举措。

四、构建政府引导基金“耐心度”评价与合规体系

(一)构建政府引导基金“耐心度”评价体系

本文遵循管理学家豪斯的目标导向理论，先创建“耐心度”评价体系的大目标，然后将大目标分解成若干小目标，并将导向过程分成几步，再通过逐步实现各个小目标进行定向控制，最终推动政府引导基金达成耐心资本的大目标。具体而言，首先与被激励对象——江苏省金融业联合会基金专业分会内30多家理事单位进行座谈，获取“耐心度”关键影响因素；其次，向分会内1000多家政府引导基金与私募股权基金会员发放《对政府引导基金“耐心度”评价的调查表》，对引导基金“耐心度”的评价体系进行两次专项调查。

2024年6月第一次专项调查发放问卷1200份，收回有效问卷977份，顺利完成省级调查统计大样本收集。第一次问卷调查问题的选择，充分考虑了前期座谈会中与会基金代表最为关切的痛点问题，以及地方政府引导基金与耐心资本相关文献反映的政府引导基金与私募基金的

体制缺陷。如此，以学者理论分析为基础，与实践一线呼声紧密结合，完成调查问卷题目设计，详见表1。

从上表可知，选择容错免责度、绩效与激励体系作为评价主系数的占比较高，且均高于90%，其他占比较低的则选择忽略。因此，采用二者作为“耐心度”主评价指标，且各占50%的权重。从马斯洛的需求层次结构理论来看，容错免责机制类似从业人员对于安全感缺陷的需求，绩效与激励体系类似于从业人员的成长需求。此外，对于重要性比率超过90%的子指标，可以给予10%的分值系数；重要性比率为50%左右的子指标，则给予5%的分值系数。

2024年9月，第二次精简版《电子调查问卷》小程序设计完成，主要通过地方基金论坛主界面进行引流并推送问卷，针对各基金机构的经理层人员，调查内容基本与第一次保持一致。截至2024年10月20日，共收回线上回答10213份，形成了有效的全行业调查统计大样本。其中，选择容错免责度、绩效与激励体系作为评价主系数，且占比依然高于90%，其他重要的子指标系数均在50%~60%之间，调研结果与第一次较为接近。

截至2024年8月末，我国境内存续的私募股权、创业投资基金管理人12177家。通过上述两次调研，目前统计的样本已达11190份，占全行业机构数91.89%，基本涵盖全行业主要机构。因此，本文采用上述两次统计大样本的数据来制定评价指标框架，具体体系详见表2与表3。此外，在第一次问卷调查与座谈会过程中，已与会员单位就考核指标达成共识，产生非常正向的目标导向效果(评分达92.96%)。第二次广泛的全行业线上调查问卷，同样形成了正向的目标导向(评分达91.36%)。

1. 对政府引导基金容错免责度的评价情况

表2为政府引导基金容错免责度的评价体系表，涵盖对子基金考核体系的科学性、公正性评价(20%)，对母基金的容错免责度评价(20%)，对子基金独立性的保障评价(10%)三个维度指标，具体指标权重划分结构依据问卷调查结果设定。美国管理学家戴明的PDCA管理理论表明，第一，任何管理应制定良好的管理计划，且这个计划应是难度适中的，即执行者跳一下能够碰到；反之，执行者蹦几下都碰不到，那么这个计划是属于刁难执行者的“刁难计划”。第二，计划应有很强的可操作性，

表2 政府引导基金容错免责度的评价体系表(总占比50%)

项目	政府引导基金容错免责度的主评价指标	基金容错免责度的子评价指标	指标分值的描述
1	母基金对子基金考核体系的科学性、公正性评价(20%)	对子基金考核指标的难易度(10%)	对子基金的考核指标如果过难,使一般管理团队难以达到,则丧失了考核体系的科学意义,变成了“刁难体系”。因此,可通过匿名打分形式,邀请多家普通GP结合该地条件与产业实情给该政府引导基金的考核体系打分。此外,建议母基金从长期角度(即5~10年)来规划对子基金保值与增值要求,因为唯有长期考核才能保持长期心态
2		考核指标的可操作性(10%)	首先,考核指标应考虑到可操作性,即要强调指标的客观性,减少主观性,而且每项指标应当是私募基金行业内所熟知的专业指标。其次,强调实现指标步骤与程序的正当性,不应有不合规的实现方式。再次,凡不能明列在字面的考核,称为非常规考核,这是减分项。体系外的非常规考核,或追加考核,越多则越低分。最后,指标体系不应当过于繁复,或难以理解。主要的考核指标应当非常清晰,且不宜超过3个以上
3	对母基金的容错免责度评价(20%)	容错豁免率条款(10%)	容错豁免机制需要在地方政府的系统性文件法规中得到具体支持,要设置具体容错率,在实践中具有可操作性。通常建议根据处于不同周期的子基金给予30%~50%的容错率 凡在在子基金的《合伙协议》中明示了最高容错率,并在协议中列明了GP管理人的明确职责,并表明只要管理人对内遵守合伙协议,对外遵守监管机构法规,即使发生了最高的容错率,管理人也应当免责。当然,超出容错率的部分可以约定母基金与子基金各承担50%的损失,那么可以视为子基金是有尽职合规免责条款的,则可以打高分
4		未因业绩而进行强制停拨、撤资、约谈、起诉的比率(10%)	凡因子基金业绩而发生了对子基金强制停拨、撤资、约谈或起诉等明显矛盾事件,可以认为母基金未能容错免责子基金,或未能容忍政府投资本金的损失,其不仅对子基金的容错免责度已经丧失,而且单方面使用强制性手段追究子基金责任。发生一起,则打0分
5	母基金对子基金独立性的保障评价(10%)	坚持不干涉子基金日常工作(5%)	子基金应发挥其专业性,能够独立依照其专业判断筛选项目,其投委会应有权就项目的投资、退出及其他对基金运营有重大影响的事项进行决策。当然,母基金应将地方政府招商的意图与政策纳入与子基金的对赌里,防止母基金及其上级领导任意强令子基金投资某些项目,这容易引起母基金的权力寻租与道德风险。所以,母基金应当有保障子基金独立性的有效方案
6		以“一票否决的诸多条款”,替代赋予地方领导的“一票否决自由裁量权”(5%)	一票否决权其实风险极大,是将地方政府领导干部卷入了风险系数极高的、市场性的风险投资决策中,使地方领导干部很容易陷入权力寻租与道德风险的漩涡。其实,一票否决完全可以设计成“一票否决的诸多明示条款”,但切忌赋予地方领导以一票否决的“自由裁量权”

表3 政府引导基金(母基金)绩效与激励体系评价表(总占比50%)

项目	绩效与激励体系的主评价指标	绩效与激励体系的子评价指标	指标分值的描述
1	对母基金管理团队坚持长期投资绩效激励体系的评价(20%)	团队在长期投资中的超额收益分配参与率(10%)	母基金管理团队应当充分参与政府母基金的超额收益分配,以保持团队与高管的积极性。凡是能与私募基金共同从事长期投资与价值投资(子基金存续时间平均在10年左右)并分享超额收益的,则应当给分,否则即应减分
2		团队增量业务奖金兑现率(5%)	应当激励母基金团队积极拓展基金管理规模、筛选新的优质子基金或直接投资的重大项目等。凡母基金有增量业务奖励方案且能不受阻碍地兑现的,应当高分;凡兑现方案复杂且需要多层上级部门批准的,则视为有严重的兑付风险,应给低分
3		团队存量业务资金兑现率(5%)	母基金应重视对子基金和直投项目的管理,凡能有切实方案(如以重大科技对接、重大项目论坛、项目路演会等形式)支持赋能子基金并促使其经营业绩提升的,应给予高分
4	对子基金坚持长期投资绩效激励机制的评价(20%)	对长期投资子基金的遴选机制公正度(10%)	凡对子基金的遴选设计了科学、公正的方案,即主要从基金的长期投资、价值投资与产业资源深度等来评判的,应得高分,反之低分
5		对子基金管理费与超额收益的兑现度(5%)	母基金应遵守合伙协议,毫不迟疑地坚持长期按时支付管理费与超额收益。凡以种种理由违规不予支付,或拖延支付的,则应给予0分
6		对子基金额外成果奖励的兑现度(5%)	母基金除按合伙协议支付上述管理费与超额收益外,还应当以“一事一议”的方式,对子基金在合伙协议规定和考核指标以外所达成的额外成果(如科技、人才、上市等非考核指标内的项目)给予额外奖励
7	对支撑管理团队长期职业发展保障的评价(10%)	管理团队的职业生涯发展路径(5%)	无论是母基金还是子基金,其投资团队都应保持长期的稳定性与专业化,若经常更换非持照基金从业人员,或有非金融、非法律财务人员进入,则认为难以保持专业度。因此,应为母基金与子基金的从业人员设计一条科学的职业生涯发展路径
8		对基金人才相关政策的友好度(5%)	该地区是否制定了对母基金、子基金从业人员优惠的个税政策、人才落户政策、子女入学政策或其他对基金人才友好的营商政策等,视情况打分

指标非常明确与具体,且具有实现路径上的正当性。这样整个指标体系就符合PDCA管理理论,形成自我循环

的闭环。此外,在地方政策与法规文件中应当约定容错率,不能使政策流于形式。鉴于2020年11月国务院曾通报

表扬深圳天使母基金最高承担子基金40%项目风险的做法，因此建议针对不同阶段的子基金给予30%~50%的容错率。

2. 对政府引导基金绩效与激励体系的评价情况

表3为政府引导基金绩效与激励体系评价表，涵盖对母基金管理团队绩效激励体系的评价(20%)、对子基金绩效激励机制的评价(20%)和对支撑管理团队长期职业发展保障的评价(10%)，具体权重基于从业人员问卷进行设置。将上述两个体系合并为百分制评价体系，可以对各地方政府引导基金“耐心度”进行科学、客观的专项评测。同时，该评价体系实际应用层面可综合各地自然禀赋、投资业绩与产业发展等其他考核指标，对政府引导基金进行排名，以丰富对中国政府引导基金的评价。

(二)政府引导基金“耐心度”对区域科创程度的影响

1. 运用“耐心度”评价体系对政府引导基金打分排名

将上述“耐心度”指标体系运用于统计样本中的1000家中国引导基金评价中，其中包含清科研究中心统计的中国TOP300家政府引导基金。计算统计发现，绝大多数基金低于60分，只有少数经济较发达城市的政府引导基金的“耐心度”得分高于80分。由此可见，经济发达程度是影响政府引导基金“耐心度”的因素之一。表4展示了“耐心度”TOP10省的知名政府引导基金分数，其他分值较低政府引导基金未作列示，但实际参与数据计算。

2. 政府引导基金“耐心度”与区域科创程度

参考清科研究中心、投资中国等业内知名研究机构的统计方法，将1000家政府引导基金的“耐心度”得分，与该引导基金的子基金数量、投早中期项目数量、投资年限，以及该省科创板上市公司数量进行关联，并验证它们之间的关系。由于篇幅有限，表5仅列举了“耐心度”TOP10省的政府引导母基金相关情况，并根据地区科创板上市公司数量从高到低进行排序。科创板上市公司一般具有较高的科技含量，其数量一定程度上能代表区域的科创程度。

由表5可知，中国经济相对繁荣的省份与直辖市，包括江苏省、广东省、上海市、北京市、浙江省等，代表了中国经济活力与科技金融最为活跃的地区，表明有充足的财政收入支撑政府引导基金的出资数量与“耐心

度”。反过来，区域内高科技质量，又正向激励政府引导基金的投入量与“耐心度”。而西部地区，如四川省、湖北省等，尽管有中央财政大量的转移支付，但尚未建构起这一良性循环，仍需要耐心资本进行较长时间的科创培育。甚至在经济发展不错的福建等沿海省份，

表4 “耐心度”TOP10省的知名政府引导基金分数

省份	序号	投资机构简称	所属地区引导基金	管理规模(亿元)	“耐心度”评分
(一) 广东	1	深创投	深圳市政府引导基金	1000	90
	2	粤财基金	广东省半导体及集成电路产业投资基金	1018	87
	3	广州开发区产业基金	黄埔人才引导基金	10	86
	4	广州金控基金	广州科技创新母基金	50	82
	5	新兴基金	广州市新兴产业发展引导基金	82	82
(二) 浙江	6	杭州市科创集团有限公司	杭州科创基金	600	90
	7	杭州市科创集团有限公司	杭州市创业投资引导基金	50	85
	8	浙江金控	浙江省产业基金	351	85
(三) 江苏	9	苏州天使母基金	苏创投-苏州天使母基金	60	94
	10	苏州基金	苏州市创新产业发展引导基金	120	92
	11	相城金控	苏州相城母基金	30	92
	12	南京市创新投资集团	南京市政府投资基金	150	90
	13	常州市政府投资基金管理有限公司	常州市产业投资基金	50	86
(四) 上海	14	上海科创	上海市创业投资引导基金	114	92
	15	创业接力	上海市天使投资引导基金	35	90
	16	临港科创投	上海人工智能产业投资基金	110	87
(五) 北京	17	北京科创基金	北京科创基金	200	92
(六) 四川	18	成都金控	成都市产业引导股权投资基金	20	80
	19	成都高投创投	成都高新区天使母基金	100	80
	20	策源资本	成都高新策源启航股权投资基金	120	80
(七) 安徽	21	合肥产投资本	合肥市创业投资引导基金	930	84
(八) 湖北	22	光谷金控	武汉光谷产业发展基金	500	84
(九) 福建	23	厦门创投	厦门市产业投资基金	444	82
(十) 山东	24	青创投	青岛市政府引导基金	1400	82

也因启动政府引导母子基金体制较晚，发展尚不够成熟，因而在科创板上市公司数量上与江苏、广东等省份有较大差距。区域股权融资量高，但科创板上市公司数量不多，这容易挫伤股权投资与政府引导基金的积极性，使得股权投资难以持久。因此，地方政府应将“耐心度”体系作为引导基金绩效的衡量尺度，并提升对本区域子基金与科创企业的正向引导，同时避免长期占用中央转移支付，形成包括政府引导基金、私募股权子基金与科创企业在内的良性生态圈，促进区域的经济繁荣与财政自给。当然，上述指标体系是基于江苏省从事私募基金与政府引导基金的一线从业高管调研结果编制而成，具有较强的实战性，从科学性与学术性角度考察，可能存在一定的局限性。

当前，我国绝大多数有政府引导基金投资的私募股权基金产品，仍主要由民营私募基金管理公司管理。它们与政府引导基金LP之间构成了一种“民营与国资”的微妙合作关系，尤其在县区域经济中，私募股权投资基金已成为地方经济投资的主力军。因此，民营(含外资)私募股权基金的生存状况，就成为考察地方投资环境与营商环境最直观的样本。当然，目前国资LP自行出资成为GP管理人的也日益增多，这也反映出国资LP逐渐直接进入本属于高度市场竞争的民营GP管理人领域，并试图越过民营GP直接获取利润。这种做法与“有效政府”的设计初衷并不一致。“有效政府”，是“有限政府”与“有为政府”的结合。这意味着地方政府要处理好“惯性行为”与择机“主动退出”的关系，即在区域股权投资不踊跃、不成熟的情况下，政府引导基金可率先直投，作出长期培育与投资的表率；在区域股权投资高度成熟且民营基金数量、质量显著提升的情形下，政府引导基金应择机退出，多做引导赋能，避免挫伤民营基金招商引资的积极性。这与本文倡导的基于法律原则与政策完善为民营GP管理人做尽职合格责任豁免的理念一致，保护市场经济所珍视的民营资本。

(三)完善对GP管理人的尽职合规豁免责任，保护市场经济多元价值下的民营资本利益

1. 尽职合规即应豁免责任，源于《合伙企业法》对普通合伙人的法律责任设计

据中国证券投资基金业协会的统计，我国私募基金

产品九成以上属于有限合伙制的模式。而在这种有限合伙制基金中，由GP担任基金管理人的又占绝大多数。首先，要特别指出的是，GP既是基金的出资人也是运营人，它与基金之间是一种所有权关系，对基金有管理权限。其次，基金管理人与基金之间也是一种委托管理关系，其对基金的管理权限来源于双方《委托管理合同》的约定。根据《合伙企业法》与《合同法》的相关规定，普通合伙人GP对有限合伙制基金负有勤勉尽责、忠实执行职务的义务，这也界定了善良管理人的义务边界。其实，判断管理人未能勤勉尽责、忠实执行职务的标准，应限定于管理人有故意或者重大过失的范围内，即必须有充分证据证明管理人在执行合伙企业事务中因故意或重大过失造成财产损失时，才可以追究管理人的民事责任。然而，当前许多地方国资监管部门强调政府引导基金LP在出资后必须负责“增值保值”，这与《私募基金合伙协议》中GP与LP的关系设计以及委托法律制度初衷存在天然矛盾，也是本文表2中强调的重点，因而应予以取消或调整为从长期性出发设计“容错比率+责任分担”的风险共担模式。

正如表2所示，合规免责或容错机制已逐渐成为中国私募基金行业打造耐心资本、提升民营资本活力的法治基石。基于国内外私募股权基金的投资伦理与契约精神，普通合伙人或管理人若能遵守《有限合伙协议》规定的责任义务，并且基金管理企业本身也建构了严谨有效的ISO37301企业合规体系，那么，即使遭遇经济增长持续放缓、基金普遍难以退出的不利局面，地方政府也应避免寻求法外手段对每一个项目倒追私募股权基金管理人GP与政府引导基金LP的“国资减损责任”，反而应当鼓励政府引导基金LP“逆周期”布局，全力引领广大私募股权基金管理人GP与社会资本LP一起恢复信心，加强对新质生产力的培育投资。

2. 基于政府引导基金设立初衷与市场化平衡，推进母子基金共同提升“耐心度”水平

地方政府引导基金的设立初衷，通常是促进创新创业，支持相关产业发展，充分发挥财政资金的杠杆效应与政府的引导作用，撬动社会资本投资相关领域，改善地方产业融资环境，促进地方新质生产力形成互动、融合的生态圈。鉴于其部分源于财政资金、部分源于银行

表5 政府引导基金“耐心度”与区域科创程度(以“耐心度”TOP10省为例)

序号	省份	投资机构简称	所属地区引导基金	管理规模(亿元)	“耐心度”评分	子基金总数	投资项目总数	投早中期项目比率	投资年限	地区科创板上市公司数量(家)
1	江苏	苏州天使母基金	苏创投-苏州天使母基金	60	94	49	228	99.56%	10	109
		苏州基金	苏州市创新产业发展引导基金	120	92	19	264	95.45%	10	
		相城金控	苏州相城母基金	30	92	60	340	74.12%	12	
		南京市创新投资集团	南京市政府投资基金	150	90	30	214	78.50%	8	
		常州市政府投资基金管理有限公司	常州市产业投资基金	50	86	39	108	52.78%	8	
2	广东	深创投	深圳市政府引导基金	1000	90	140	2800	39.14%	10	88
		粤财基金	广东省半导体及集成电路产业投资基金	1018	87	10	60	40.00%	8	
		广州金控基金	广州科技创新母基金	50	86	24	255	49.02%	8	
		新兴基金	广州市新兴产业发展引导基金	82	82	52	324	75.62%	8	
		广州开发区产业基金	黄埔人才引导基金	10	82	28	239	74.48%	8	
3	上海	上海科创	上海市创业投资引导基金	2273	92	80	2300	90.65%	10	87
		创业接力	上海市天使投资引导基金	35	90	129	1324	75.38%	10	
		临港科创投	上海人工智能产业投资基金	110	87	12	36	97.22%	9	
4	北京	北京科创基金	北京科创基金	200	92	15	200	102.00%	9	74
5	浙江	杭州市科创集团有限公司	杭州科创基金	600	90	90	1200	71.42%	7	48
		浙江金控	浙江省产业基金	351	85	99	1300	52.69%	7	
6	安徽	合肥产投资本	合肥市创业投资引导基金	930	84	25	347	90.49%	7	24
7	山东	青创投	青岛市政府引导基金	1400	82	142	510	56.86%	6	19
8	湖北	光谷金控	武汉光谷产业发展基金	500	84	13	1340	13.06%	6	15
9	福建	厦门创投	厦门市产业投资基金	691	82	37	155	99.35%	6	8
10	四川	成都金控	成都市产业引导股权投资投资基金	20	80	17	52	86.54%	6	1
		成都高创投	成都高新区天使母基金	100	80	19	114	55.26%	7	
		策源资本	成都高新策源启航股权投资投资基金	120	80	30	36	63.89%	6	

贷款的属性，政府引导基金担负了较重的政策与财务压力。因此，地方政府主要部门若要突破政府引导基金现有困境，可从以下方面把握：

(1)母子基金的角色分工、绩效评价与激励体系。对母子基金做功能区分，母基金原则上只投资于子基金，以落实地方政府的政策；子基金可按产业链分类直接投资项目，以符合市场化要求。正如表3所示，在母子基金两个层面，地方政府主管部门均可参照制定合理的绩效评价与激励体系，主要培育与提升政府引导基金的“耐心度”，进而激活子基金管理人的主观能动性。

(2)对子基金的平等对待。基于改革开放与法治的精神，政府引导母基金应保护民营资本与外资基金的平等权益，即给予其加入地方引导母子基金体系的平等准入权。正如表5中显示，越是经济相对繁荣的省份与直辖

市，如江苏省、广东省、上海市、北京市、浙江省等，越强调对民营资本、外资基金的平等保护，甚至给予更多的优惠政策。这也是沿海发达省份的科创板上市公司与经济指标远超内地省份的原因之一。

(3)子基金的市场化改制。政府引导基金可根据地区的不同优势产业或不同属性设置不同的子基金，同时出台针对招商子基金提升“耐心度”的相关配套政策，如上文阐述的容错机制、绩效评价与激励机制，激活子基金管理人的创新力。

(4)鼓励对国资母基金管理人进行市场混改。在国资保留实际控制权的情况下，引入社会知名资本与长期资本，激活管理能力，即一方面充分引入多元化的、产业链链主企业的投资资本，充实母基金的产业资源；另一方面广泛引进专注于长期投资的保险资金、养老金、

公募基金等，扩大地方政府中长期资金来源。

3. 强化赋能服务，兼顾多重目标，进一步完善政策机制

作为地方政府的引导基金，必须摒弃“轻投后，重投前”的粗放模式，努力提升对子基金和拟投资企业的赋能水平。目前，在对高科技企业投资的过程中，对被投资企业赋能已成为重要的核心点之一，即如何通过优秀的、有重大产业资源的子基金，对被投资企业进行赋能，并巩固其在产业链和生态圈中的优势，是判断子基金投资经营成果最重要的标准。政府引导基金更应利用自身的优势，投前要摸排区域内的优质企业和经济体名单，作为推荐主体和实践案例，尝试推荐给旗下不同方向的子基金，与子基金一起为拟投资企业及被投资企业提供覆盖研产销不同阶段，以及管理、人才、融资、战略、供应链、ESG等不同需求点的全流程服务。政府引导母子基金在投后要通力合作，不断深耕且持续赋能，主要体现在培育与筛选耐心的、主攻长期投资和价值投资的子基金，以打造区域内企业核心竞争力、推动企业上市发展、优化资源配置、提高企业市场竞争力、促进创新和创业、培养人才和提升技能、践行ESG理念、增强地方金融市场活力、促进产融结合、优化税收结构以及提升

区域品牌形象等为多重长期目标，为区域新质生产力的发展贡献长期价值。

五、结语

发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。在国家与地方普遍重视培育新质生产力的进程中，担负着熊彼特创新与地方招商双重任务的政府引导基金，既背靠地方政府和国资股东，又面对资本市场和市场化私募股权基金实体，同时接受证监会、国资委、财政部等部门的多重监管，面临着与市场化私募股权子基金不一样的问题。研究表明，基于合伙精神与合规原则，根据目标导向理论，从容错免责、绩效评价两个维度建构“耐心度”理论基础与实操评价体系，激励政府引导基金以“耐心度”为客观目标导向，有助于将政府引导基金的母子体系顺利转化为支撑新质生产力发展的耐心资本。同时，厘清政府与市场的边界，平等保护民营等私募基金，有助于激发企业家精神与创业氛围，最终形成兼具市场经济规则与“有效政府”设计的包容式经济增长模式。 ■

[基金项目：国家社会科学基金一般项目“互联网金融市场跨界风险的协同监管长效机制与政策研究”（批准号：21BJY022）、“基于区块链技术的供应链金融共生融资模式与协同决策研究”（项目编号：20BGL009）]

参考文献：

- [1] 贺括, 蒋仁爱, 石皓月. 中国政府引导基金与社会资本投资效应研究[J]. 统计与信息论坛, 2024, 39(1): 44-57.
- [2] 胡虹, 王子同, 燕艳. 政府投资基金发展研究[J]. 中国内部审计, 2020, (9): 84-90.
- [3] 纪泽镨. 政府引导基金对区域经济的影响研究[D]. 广州: 华南理工大学, 2021.
- [4] 李勇. 《中小企业合规管理体系有效性评价》团体标准的把握及运用[J]. 人民检察, 2022, (15): 59-64.
- [5] 梁蔚萍, 周翔翼. 容错机制能激励政府引导基金发挥引导作用吗?[J]. 科学学研究, 2024, 42(1): 85-97.
- [6] 林毅夫, 王燕. 新结构经济学: 将“耐心资本”作为一种比较优势[J]. 开发性金融研究, 2017, 11(1): 3-15.
- [7] 秦子生, 舒颖. 我国创业投资引导基金运作模式研究[J]. 金融发展研究, 2014, (6): 77-80.
- [8] 邵爽. 政府引导基金发展现状、问题及对策研究[J]. 现代营销(上旬刊), 2023, (9): 13-15.
- [9] 万方. 企业合规刑事化的发展及启示[J]. 中国刑事法杂志, 2019, 188(2): 47-67.
- [10] 温磊, 李思飞. 耐心资本对企业新质生产力的影响[J]. 中国流通经济, 2024, (10): 86-97.
- [11] 张杰, 闫春英. 影响政府引导基金运营效率的突出问题与机制优化研究[J]. 经济纵横, 2019, (7): 113-119.
- [12] 张壹帆, 陆岷峰. 数字金融对金融新质生产力提升的作用机制研究[J]. 河南社会科学, 2024, (5): 65-75.
- [13] 赵明超. 大力发展耐心资本正当时[N]. 上海证券报, 2024-05-21(8).
- [14] 周育红, 王鹏宇, 梁小敏. 政府引导基金、创业投资与企业创新——基于演化博弈视角[J]. 证券市场导报, 2023, (6): 41-53.
- [15] Knafo S, Dutta S J. Patient capital in the age of financialized managerialism[J]. Socio-Economic Review, 2016, 14(4): 771-788.
- [16] Mccarthy M A, Sorsa V, Zwan V D. Investment preferences and patient capital: financing, governance, and regulation in pension fund capitalism [J]. Socio-Economic Review, 2016, 14(4): 751-769.
- [17] Munari F, Toschi L. How do academic spin-offs attract vc financing? evidence from the micro and nanotechnology sector in the UK[C]. Academy of Innovation and Entrepreneurship, 2008.

(责任编辑：吴金宴)