资本何以“耐心”：机制设计与制度保障护航长期主义*

刘晓春** 肖 蕾***

资本的“耐心”，来自对回报的理性预期和稳健的制度保障。它体现为投资人对项目的信心，更依赖于资本持有人自身对资源配置的有效安排、政府法规与税收政策的支持以及灵活的市场退出机制。从风险投资基金的精巧设计到政府引导基金的改进方向，从法律税收的保驾护航到资本市场提供的退出机制，每一个环节都环环相扣，共同构筑了资本“耐心”的基石。只有在风险与收益之间取得平衡，在短期利益和长远发展之间找到支点，资本才能真正沉下心来，为科技创新和经济高质量发展注入源源不断的动力。

“耐心”的逻辑并非资本独有，它贯穿于经济活动的各个层面。正如资本市场需要耐心资本，企业管理也需要耐心的制度安排。员工的短期行为、部门或分支机构追求短期绩效而非长远目标，往往缘于企业制度设计的缺陷，而非个体缺乏长远观念和能力。甚至在企业层面，不合理的绩效考核和股权激励机制也可能导致管理层决策的扭曲，追求短期扩张而损害企业长期发展的基础。由此可见，构建“耐心”的生态，需要从制度入手，创造一个鼓励长期价值创造的环境，最终实现可持续发展。

2024年以来，“耐心资本”成为政策讨论中的高频词汇。在复杂多变的国内外经济环境下，培育壮大耐心资本被视为全方位推进中国科技创新、全面提升经济增长质量的关键举措。与此同时，耐心资本与资本市场的关系也被广泛探讨。A股市场长期以来面临长期资金不足、投资者结构以中小投资者为主等问题，“长钱长投”氛围有

* 该文首发于《上海证券报》，经作者授权，本刊予以收录。

** 上海交通大学上海高级金融学院兼聘教授、上海交通大学中国金融研究院副院长。

*** 上海交通大学上海高级金融学院智库兼职研究员。

待加强。

近期,中央金融办、证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》,从提升商业保险资金A股投资比例与稳定性,优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制,提高企(职)业年金基金市场化投资运作水平,提高权益类基金的规模和占比,优化资本市场投资生态等五个方面作了具体部署,重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企(职)业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。

在国内外经济环境发生深刻变化的背景下,培育壮大耐心资本是全方位推进经济高质量增长的一大举措。然而,本质是逐利的资本,究竟何以“耐心”?如何才能真正培育壮大耐心资本?

一、资本的本性与“耐心”的来源

资本的耐心程度与其资金的期限长短并无必然联系。资本为了盈利,可以变得很有耐心,也可以毫无耐心地快进快出。“长钱”可以追逐短期利益频繁进出市场,无数短期资金也能通过资本市场的机制汇聚成长期投资。

无论是股市“长钱”还是科技创投,资本的产生和存在都以盈利为目的。所以,要让资本真正有“耐心”,须让它产生足够的“盈利希望”。

这不仅依赖于被投资项目本身的回报前景,更需要一系列制度性和机制性安排的保障。这些安排的来源多种多样:既包括资本所有者为实现收益最大化所设计的风控机制,也包括国家为实现战略目标而制定的政策举措,还包括市场机制为优化资源配置所提供的灵活通道。通过这些制度性、机制性设计,资本才会保持耐心,在支持科技创新与经济高质量增长的道路上发挥更大作用。

二、风险投资基金的“耐心机制”:收益覆盖风险?

以科创为例,国家提出培育耐心资本的原因之一是大力推进科技创新,所谓投小、投早、投硬科技、投长期。这“四投”准确概括了投资科技创新的特点。

资本逐利,富有冒险精神,但并非盲目。投资创新科技,有机会获得超额回报,但技术创新能否成功,新技术应用能否实现商业化,都存在巨大的不确定性。而且,科

技术创新的成功概率与资本投入呈正相关,投入越大,成功的可能性也越大。因此,科技创新尤其需要资本的耐心,而风险投资正是支持科技创新的重要耐心资本。

关于风险投资基金,一些人认为其基本逻辑是“收益覆盖风险”:一个基金投资10个项目,只要2个成功了,其收益便足以覆盖其余8个项目的损失。因此,风险投资基金敢于冒险,也更有耐心。这种说法把问题简单化了。“收益覆盖风险”是任何投资人的一个基本机制安排,这个机制安排得好,资本才会有耐心。

风险投资基金直接投资于科创企业,但它们本身也需要投资人,这些投资人可能是个人、机构,或是其他配资基金。投资风险基金时,投资人或许有情怀,但绝不会让资本纯粹因为情怀而冒险。因此,他们通常只将一小部分资本投入风险基金等高风险领域,以期获得高收益,但也做好了完全损失的准备。这部分投入的额度是有限的,即使全部损失,其他投资的收益也能在未来一段时间内弥补,不至于对投资人造成重大损害。例如,一些美国基金的资产配置规则会明确规定投资于风险基金的比例。即使这部分投资亏损,基金管理人也不必承担责任;如果不按规定配置风险投资,管理人要负责。这是因为,其他资产的收益足以覆盖风险投资的潜在损失。这种机制安排从源头上保证了资本的“耐心”。

在风险投资中,覆盖损失的资金有两个来源:一是成功项目带来的超额回报;二是投资组合中其他稳健项目的常规收益。“高风险与高回报”并不是一一对应的结果;而“分散风险”,不是盲目投向多个没有把握的项目。投资组合中,必须包含足够规模的稳定收益,用以抵御高风险投资可能带来的损失。即使是专注于高风险项目的风险投资基金,投出去的项目也必须看到相当的确定性,而不是“闭着眼睛掷骰子”。

三、政府引导基金的“耐心”挑战

为引导民间风险投资,一些地方政府设立风险投资引导基金,但效果乏善可陈。原因是基金从源头开始的一系列机制设计就不符合“耐心”的要求。

地方政府引导基金的资金来源一般是财政或部分国有企业按照政府的要求出资,从会计账户的角度说,是一笔重大投资,是一笔未来能带来收益的投资,根本没有考虑以其他收益覆盖这笔投资可能的损失。因此,基金成立后对管理团队的要求是保值增值,把风险投资基金当成保本理财来对待,而且对管理团队是按年度考核,于

是政府引导基金就与被引导来的民间风投基金签订各种对赌条款,提出各种回报要求,以至于民间风投资本也失去了“耐心”。

如果在最初成立政府引导基金时就明确,各方出资金额应该控制在总资产一定的比例内,一旦出现损失,企业其他收益足够覆盖这部分损失,则有可能设计一套符合风险投资的考核管理办法,从而形成真正有“耐心”的资本。

四、“耐心”背后的制度保障：法律与税收

资本之所以有“耐心”,除资本持有人自身的机制安排外,也在于政府法规、税收等政策是否支持资本有耐心。

从法律层面看,首先,产权保护是根基。它为投资人提供基本安全感,是各类投资人从安心到耐心的基础。其次,投资模式也需要法律保护。投资行为本身不应存在合法性的模糊地带,即非法投资的边界必须清晰,投资人在投资前是能够明确判断的。最后,投资纠纷需要有效的法律处置机制,确保投资过程中发生的纠纷能够得到公正及时地处理。完善的法律体系不仅需要完备的法律条文,更需要可预测的执法环境,才能真正让投资人放心进入市场,给予资本耐心的底气。

税收制度对资本的相关影响同样深远。整体的税收框架决定了经济体的运转效率和市场活力,具体的税收政策细节则直接影响经营主体的行为选择,对具体行为及相关市场运行是否顺畅有着非常大的影响。科创投资链条上的参与者——风险投资基金及其投资人(机构和个人)、基金管理人、创业者还有科创企业本身,都需要非常精细且实在的税收机制设计,才能吸引所有持份者耐心投资于科技高风险领域。同样的制度,在设计细节上稍有差异,往往可能带来相反的效果。

以风险投资基金的课税为例,不同的课税方式可能带来截然不同的结果。一种方式是对基金整体收益课税,即在扣除所有项目损失后,对最终的净收益进行征税。这种方式下,即使部分项目失败,只要整体盈利,政府就能获得税收,投资人也获得了回报,皆大欢喜。另一种方式是分别对每个项目的收益进行课税,这意味着只有成功的项目才需要纳税。虽然,在这种方式下,税务部门在单个成功项目上的税收收入可能会更高,但由于未考虑失败项目的损失,最终这只基金耐心投资的结果可能是整体亏损,根本无法做到高风险高收益、收益覆盖风险,打击投资人的积极性,失去耐心。

五、他山之石：英国的科创企业投资 多维度优惠政策设计

近20年来,英国高度重视对科创企业投资,陆续出台了许多优惠政策。税收方面的优惠政策是全方位的,包括对科创企业本身、对企业研发投入、对投资科创企业的信托基金、对投资这类信托基金的投资人、对非居民来英国投资科创企业、对居民将海外收入带回英国投资科创企业、对科创企业创始人等。一些细节设计值得参考。

对科创企业创始人,我国一些地方政府都有引进人才的优惠政策,比如入户、子女教育、人才公寓、办公场地或厂房优惠等,应该说考虑得相当周到。户口、子女教育、人才公寓等,是我国制度下的优惠政策,办公场地、厂房,还有一次性奖励补贴等,这些政策节省了企业初期投入成本,是非常有效的优惠。英国除了对科创企业本身有税收优惠,还对创始人的投资款免征所得税,已缴纳的所得税可以退还。对投资款免征所得税、企业以利润再投资免征所得税的政策,不少国家都有。在英国,当科创企业投资失败,其创始人投资款损失部分,可以在今后年度的所得税中抵扣。这样的制度安排,不仅是投入成本的节约,更是促使资本更有耐心,让创始人愿意投、敢于投、长期投。

六、资本市场是耐心资本“好聚好散”的退出保障

真正的“耐心”,并非将资金永远锁定在一个项目上,而是允许资本根据市场变化灵活调整投资策略。当所投项目面临风险、不再具备增长潜力或者更优质的投资机会出现时,资本自然会选择退出。这是资本逐利本性的体现,也是市场优胜劣汰机制的核心。如果将资本的耐心误解为永不退出项目或企业,市场将失去淘汰劣质项目的功能。如果资本一开始就知道难以退出,则根本不会投入。

因此,资本具备“耐心”,需要一个高流动性的资本市场。只有当资本明确可以退出当前项目以规避损失或转换赛道时,才会更愿意耐心地投入长期项目。

风险资本的最终目标是获利退出,主要途径是IPO和并购。鉴于科创企业数量众多,IPO渠道有限,大部分风险资本需要通过并购实现退出。

从供给端看,科技创新最终要实现商业化应用,才能为投资者带来回报。科创企

业可以通过自身发展或被收购来实现商业化。理想状态下,科创企业凭借强大的研发和市场开拓能力迅速占领市场,实现盈利并回购风险投资,但这在现实中较为少见,而从本质上看,IPO也是一种收购方式。

从需求端看,当前,企业普遍面临通过创新求生存、求发展的挑战。创新可以靠自我研发、技术引进,也可以靠并购其他科创企业来实现。因此,风投基金通过并购渠道实现退出,有强烈的市场需求,也有天然的供需基础。但这也对市场制度和机制提出了更高要求。

一个活跃的并购市场需要具备以下几个条件:其一,一套支持并购交易的法律体系;其二,监管机构需要在保障公平、公正、公开的前提下,允许并鼓励市场创新各种交易模式;最后,通过金融创新来支持多样化的并购融资方式。

并购的目的多种多样,包括扩大规模、提升质量、降低成本、丰富产品线、横向或纵向扩张、多元化发展、改变赛道等。并购双方实力、意愿和诉求的差异,也会导致不同的并购模式和架构。此外,为规避法规和税收政策,并购双方也可能设计特殊的交易结构。法规和税收政策应适应并支持这些市场行为,尊重市场选择,而非限制并购模式。

并购作为一种资本运作,既需要多类型股权资本的募集,也需要信贷资金作为润滑剂。由于并购模式和时机难以严格同步,信贷资金的灵活介入尤为重要。并购贷款应被视为资本市场发展的重要制度安排。监管可以要求并购贷款作为并购过程中的临时资金安排,坚决打击欺诈性骗贷行为,但具体的贷款方式和风险评估应由银行根据具体并购项目自行决策。这种灵活的制度设计将更好地支持并购市场的发展,进而为资本具备“耐心”提供坚实保障。

七、信贷支持科创需要制度创新

信贷资金只要制度设计得当,就可以支持企业并购活动。同样,只要制度设计得当,也可以支持科创企业。认为科创企业风险大,科创企业只能进行股权融资,信贷资金不适合支持科创企业,其实是一个误解。

商业银行信贷业务是一项风险业务,同样符合前述“收益覆盖风险”的原理。银行信贷的收益来自成功贷款的利息收入,贷款损失则需要成功贷款的利息收益及其他经营收益来弥补。

商业银行信贷资金支持科创企业,可以考虑进行如下一些制度安排:一是限定每年按总资产的一定比例可以贷款投向科创企业,确保这方面损失不会对银行整体经营产生大的影响;二是确定专营机构或专营团队,形成评估和处置科创企业风险的专业能力;三是允许银行除贷款利息外,收取其他形式的费用,具体由借贷双方根据商业原则协商,以使银行也能分享科创企业成功的超额收益,形成覆盖损失的强大实力,但银行并不持有股份,只是特殊贷款人;四是允许银行一定程度上参与科创企业的管理与经营,具体参与程度由双方协定;五是將这部分收入计入特殊拨备账户,设计特别的会计核算规则;六是对于银行这项业务的利息收入和其他收入在税收上给予优惠。

资本的“耐心”,来自对回报的理性预期和稳健的制度保障。它体现为投资人对项目的信心,更依赖于资本持有人自身对资源配置的有效安排、政府法规与税收政策的支持以及灵活的市场退出机制。正如本文所述,从风险投资基金的精巧设计到政府引导基金的改进方向,从法律税收的保驾护航到资本市场提供的退出机制,每一个环节都环环相扣,共同构筑了资本“耐心”的基石。只有在风险与收益之间取得平衡,在短期利益和长远发展之间找到支点,资本才能真正沉下心来,为科技创新和经济高质量发展注入源源不断的动力。这不仅需要市场自身的调节,更需要在顶层设计上的智慧和远见,最终形成一个良性循环的生态系统,让“耐心资本”在时代的浪潮中乘风破浪,行稳致远。

“耐心”的逻辑并非资本独有,它贯穿于经济活动的各个层面。正如资本市场需要耐心资本,企业管理也需要耐心的制度安排。员工的短期行为、部门或分支机构追求短期绩效而非长远目标,往往缘于企业制度设计的缺陷,而非个体缺乏长远观念和能力。甚至在企业层面,不合理的绩效考核和股权激励机制也可能导致管理层决策的扭曲,追求短期扩张而损害企业长期发展的基础。由此可见,构建“耐心”的生态,需要从制度入手,创造一个鼓励长期价值创造的环境,才能最终实现可持续发展。