

政府产业基金运作风险、成因及防范

曹 飞

(安徽省投资集团控股有限公司,合肥 230022)

内容提要:我国正处于经济结构调整、传统产业升级的重要发展阶段,政府产业基金作为转变财政投入方式,促进“新经济”发展的重要工具,在引导社会资金、优化配置方向、培育新兴产业、支持创新创业等方面发挥着重要作用。政府产业基金兼具“市场”和“政府”特征,研究政府产业基金风险、原因及对策具有重要意义。

关键词:产业基金 产业发展 运作风险

中图分类号:F812.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2020)12-0098-06

一、政府产业基金发展背景与现状

政府产业基金是由政府出资,吸引社会资本合作,专业投资机构管理,成立具有公益性、市场性、以扶持新兴产业发展为目标的投资基金。政府产业基金是财政管理方式中新制度形式,实质是通过引导金融资本和社会资本的组合作注入到实体经济中,从而支持科技创新型企业或战略新兴产业的发展,优化产业结构,增强政府对产业发展的宏观调控能力。

政府产业基金最早可以追溯到2002年,经过十几年的发展,已成为中国私募基金的一种重要组成形式。我国政府产业基金发展大致划分为三个阶段:萌芽阶段(2002-2006年),快速发展阶段(2007-2013年),爆发式增长阶段(2014年至今)。根据投中研究院统计数据:截至2019年上半年,全国共成

立1311支政府产业基金,自身总规模达到19694亿元,母子基金群总规模约为82271亿元。从基金地域分布看,华东地区累计成立581支政府引导基金,基金自身总规模达7106亿元,数量和规模均居全国首位。从基金级次看,市级政府引导基金数量总计675支,占比51.49%;基金总规模为8693.14亿元,占比44.14%。从基金归属省份看,基金数量排名前三的省份为广东、江苏、山东三省,总规模排名前三的为北京、广东、江苏三省。

从全国层面上看,安徽作为全国较早设立政府产业基金模式的省份具有一定代表性。2014年以来,安徽先后设立中小企业发展基金、高新产业基金、皖江产业发展基金等政府产业基金,2017年下半年,安徽省对政府产业基金做出战略调整,启动升级省级股权基金体系建设,计划总规模670

[收稿日期]2020-08-28

[作者简介]曹飞,高级经济师,硕士,部门副经理,研究方向为股权投资基金管理。

亿元,由安徽省投资集团、国元集团和华安证券等省属企业开展基金组建、团队搭建、资金募集等工作。

二、政府产业基金特有风险及表现形式

产业基金既是一种融资形式,也是一种金融产品,其风险与其自身性质是相伴而生,并自始至终贯穿于基金整个运作过程。各级政府发起设立产业投资基金,其投资主体、投资方向和运作方式等兼具“市场”和“政府”特征,除在募投管退等环节存在市场风险等共性风险外,由于基金政策主导性和非完全市场化运作,还存在一些特有风险,本文重点就特有风险做一定梳理分析。

(一)规划发展同质化风险

近年来,各级政府产业基金均将目标锁定在信息通信技术、高端装备、新能源等战略性新兴产业,很少有投资于传统制造业领域的产业基金,基金同质化、碎片化现象突出,未形成政策合力。加之部分地方根本不具备发展战略性新兴产业的基础条件,客观上造成基金募资难或投资慢。例如:为了解决“缺芯少屏”的问题,中央政府层面成立国家集成电路产业投资基金,地方政府和国资平台纷纷组建类似功能产业投资基金,由于缺乏统筹规划,多数基金都是各自运行、体系分散,且存在区域壁垒。据统计,截止2019年6月30日,已经成立或宣布设立的地方集成电路产业发展基金的目标规模合计已达3000亿元。

(二)财政承受能力不足风险

各地用于政府产业基金出资的财政资金主要来源于竞争性领域财政专项资金清理、部分存量资金改革盘活、公共财政预算安排和基金投资收益等。随着各地财政收入增长乏力,民生支出压力加大,安排预算增量资金愈发困难,而存量资金结构调整难度较大,原有的可支配财政性资金基本合并纳入现有基金池,未来进一步做大基金规模,可能

缺乏可靠财力支撑。2020年2月,财政部发布了《关于加强政府投资基金管理提高财政出资效益的通知》,在募资层面强调四点要求:对财政出资设立基金或注资须严格审核;设立基金要充分考虑财政承受能力,合理确定基金规模和投资范围;年度预算中,未足额保障“三保”、债务付息等必保支出的,不得安排资金新设基金;预算执行中收回的沉淀资金安排等。

(三)背离政策目标风险

政府产业基金肩负着服务实体经济,引导培育产业的政策使命,盈利不作为主要目标。但实际运作过程中,由于市场化管理机构选聘不当,产业培育和导入能力不足,主管部门监督约束不到位,较易出现背离政策目标的风险。一是投资策略模糊,以套利投机为目标。许多政府产业基金采取“机会型”投资策略,通过一、二级市场博取差价进行套利,不仅达不到对实体产业发展的支持,反而影响金融市场的稳健。二是投资方向出现偏差,投资项目质量不高。一些战略性新兴产业基金、创业投资基金等的投资项目与原有基金设立批复投向不符,有的甚至投向国家政策限制的行业和领域,不符合政府政策预期,甚至资金安全性也得不到保障。三是投资进度滞后,财政资金结存。由于地区间经济发展水平差异,项目分布不均衡,部分政府产业基金可投项目有限,有的管理机制不完善、项目决策流程冗长,基金投资效率偏低,资金沉睡问题突出,无法发挥对社会资本的撬动作用,一些政府产业基金在缺乏可投项目的困境下,把资金转作商业银行的定期存款,丧失基金政策功能。四是管理机构专业性不足,基金运作效率低。政府产业基金组建管理团队由于专业度不高、经验不足,导致基金募投表现不佳,最终难以达到基金设立政策初衷。

(四)基金管理人违规套利风险

部分政府产业基金由于未建立科学的基金管

理人市场化选聘机制,或对基金管理人缺乏有效约束,基金管理人取得政府产业基金管理资格后,丧失契约精神,利用投资者与自身之间高度的信息不对称,以及基金协议条款漏洞,违规套利,主要表现为:一是虚增投资进度。多数政府产业基金采取管理费支付与投资进度挂钩,基金管理人套取基金管理费,直接或变相通过“明股实债”的方式,将资金以固定回报形式为企业提供短期资金拆借,看似完成了投资进度,实则项目投资质量不高。二是社会化募资不实。基金管理人为了取得政府产业基金管理权,完成事先募资承诺,引入虚假 LP,LP 资金进来后,再找一家 LP 关联企业以大致出资份额资金返投,资金回流使募资和投资指标虚增。三是利用关联交易输送利益。在政府产业基金实际运作过程中,基金管理人利用抬高投资项目估值,并且通过老股转让方式,安排自己在管其它管理基金接盘,项目顺利退出的同时提高基金收益率,最终为基金管理人获取超额收益创造条件。

(五)监管合规风险

政府产业基金投入规模大,资金流向嵌套层级多,市场化操作模式复杂,受法律法规监管及约束性强。特别是政府及国有基金的运营,需要综合考虑证监会对私募基金监管要求、财政部和发改委对政府基金的监管要求、国资委和财政部对国有企业的监管要求,随着《私募投资基金监督管理暂行办法》《政府投资基金暂行管理办法》《政府出资产业投资基金管理暂行办法》等行政法规的出台,部分政府产业基金业务行为明显存在监管合规风险:在基金设立环节,未履行登记备案程序,人员不具备从业资质;在募资环节,对不同出资者进行优先-劣后的结构化安排,财政资金作为劣后级为社会资金提供风险补偿或保证收益,甚至多层嵌套,使政府产业基金异化为事实上的债务融资平台;在投资环节,部分基金通过协议安排,将资金借贷行为混同

于股权投资行为。

(六)项目退出机制不畅风险

目前,政府产业基金的退出方式与市场化基金基本相同,主要包括份额转让、股权转让、回购、并购、挂牌、IPO 等形式,一方面,虽然 IPO 退出能够获得较高收益,但 IPO 是一个非常不确定的退出渠道,数量庞大的政府基金及其子基金,完全期望通过 IPO 或并购退出并不现实,这种矛盾更为突出。另一方面,被投企业在融资决策过程中,因自身经营管理能力、外部市场等因素导致项目经营不善,从而后期难以实现资金兑付。同时由于政府产业基金国有属性,产权交易程序需要接受 32 号令监管,退出效率和合规性上存在一定冲突。

(七)从业人员廉政风险

由于地方政府对产业基金的实际控制,加上政府产业基金的内控制度不完善,可能会造成国企从业人员掌握权力但缺乏约束的现象,进而滋生腐败,造成国有资产流失。

三、政府产业基金风险主要成因分析

(一)政府统筹规划力度不足,基金功能定位交叉重叠

2010 年,国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》以来,政府产业基金设立主体逐渐从省级向地市、区级延伸,分布地域逐渐从经济发达地区向中西部地区蔓延,政府产业基金呈现井喷式增长。特别是 2015 年,国务院设立国家新兴产业创业投资引导基金和国家中小企业发展基金,科技部、财政部设立国家科技成果转化引导基金,在中央示范、政策倒逼等因素下,部分地区未对产业基金投资布局、功能定位作出科学合理规划论证情况下,加速设立各种名目的产业引导基金,一些诱发基金风险问题随之暴露。一是基金政策目标交叉重叠,基金布局疏密不均,热门行业领域扎堆

设立基金,资金使用分散、可投项目储备不足。二是管理分散,缺少统筹和协同。财政部门、发改部门、科技部门各自主导设立了一批基金,部门之间没有充分协同,不同基金之间存在功能定位同质化,直接导致财政性资金浪费。

(二)政府与市场边界难以厘清,存在多重目标冲突

政府产业基金是联系政府与市场的纽带,你中有我,我中有你,政府与市场的边界难以廓清,财政资金与社会资金两类属性资金存在风险承受力和盈利诉求的差异,导致政府产业基金存在多重目标冲突。一是利益目标冲突,政府为发挥引导作用和弥补市场失灵效果通常不以营利为目标,而社会出资人则要求获得财务回报,目标的错配很难得到双方的妥协,使得政府产业基金招募基金管理人时,由于过多的限制条件和投资要求,难以吸引优秀的管理机构。一些管理能力一般的投资机构,由于难得到社会资本的认可,反而更有动力和热情参与政府产业基金管理,从而出现“劣币驱逐良币”的现象。二是监管目标冲突,政府产业基金需要接受证监、财政、审计等部门多头监管,证监部门禁止基金借助通道资金募资或“明股实债”方式投资,财政部门要求基金多募快投,尽量放大资金杠杆和减少财政性资金结存,审计部门则对资金安全性和风控标准提出更高要求。三是投入产出周期错配,政府希望产业基金短期内高强度投资,实现GDP、税收和就业等快速拉动,而产业引导培育需要一定周期,资本功效释放需要一个过程,急于求成心态会造成基金投资短期化行为,甚至对社会资本产生挤出效应或造成部分行业产能过剩。

(三)委托代理层多链长,防范逆向选择和道德失范难度大

我国大部分省市的政府产业基金采取的是委托专业管理机构进行管理,委托代理链条较

长,即“政府-母基金管理公司-投资子基金-投资项目经理-投资企业负责人”。多重委托会产生三个问题:一是加大了基金投资风险,由于各方信息的不对称,母子基金管理机构拥有相对信息优势,存在寻租的风险;二是多重委托需要支付多重委托管理费,增加基金的运作成本;三是为了防范被委托人的道德风险,每层委托代理关系都需要建立明确合理的激励约束机制,完全实现较为困难。

(四)基金运作模式尚欠成熟,约束激励机制不完善

我国政府产业基金发展至今不足20年时间,其出资模式、组织形式、管理模式和投资模式等方面基本照搬西方私募基金,国内私募基金市场在监管体系、信用体系、法律体系方面成熟度远不及西方国家,政府产业基金“正向激励”和“负面约束”机制不健全,由此导致社会资金“不愿进”,基金“不愿投”和“不敢投”的问题未得到根本解决。同时,难以落实基金运营主体责任,导致基金过度追求商业性目标,政策性功能未有效发挥,一旦基金管理人出现道德风险,违法违规成本过低。

(五)从业队伍经验能力不足,难以应对外部不确定性

目前来看,市场化优质投资机构总量偏少,供需矛盾造成各地政府产业基金从业队伍整体素质不高,一些财力困难的省市设立产业基金,“庙多僧少”的现象更为普遍。一方面,在政府主管部门层面,基金管理的专业人才缺失,直接影响了政府基金工作推进的效率和质量。在母基金管理层面,由于政府产业基金多非市场环境下自发设立,基金管理团队多由政府下属事业单位或国有企业抽调人员组建,市场认知及专业能力普遍较弱,与市场化投资机构对话能力不足。在子基金管理层面,除北上广深外,各地本地化优质投资机构少,加上政府产业基金投资政策存在行业、区域

和阶段等限制,基金投资自由度受限,即便有利益让渡等激励举措,头部私募机构与政府合作热情和意愿并不高,政府只能对有兴趣与其合作的机构进行谈判,在市场化谈判中主动权和选择余地不足。

四、政府产业基金风险防范对策建议

(一)优化基金规划布局,建立动态调整机制

各级政府要加强产业基金顶层设计和统筹规划,制定政府引导基金发展的长期规划,充分考虑政府财政资金支持的持续性前提下,更好发挥市场决定性作用,合理确定政府产业基金发展规模。一是设置财政出资比例限制。一般政府产业基金,财政出资比例可不超过30%,对于特有政策性功能基金,财政出资比例可不超过50%,充分带动社会出资。二是建议完善基金立项科学决策。对财政出资设立基金或注资须严格审核,纳入年度预算管理,基金出资较大的,应根据基金投资进度分年安排。设立基金要充分考虑财政承受能力,合理确定基金规模和投资范围。三是建议对低效基金及时实施清理。对尚未设立、资金投放进度慢、可由社会资本完全市场化运作的基金,收回财政出资,不再按原计划增资,避免财政资金沉淀。对于基金取得设立批复一年内未签署基金合伙协议;已签署基金合伙协议,但一年内未完成工商登记或首期资金未实际到位;基金完成首期实际出资后一年内未开展投资业务均可以作为基金清理的标准。四是建议推进同类基金归并整合。对于符合政策意图,但投资方向、支持领域和用途相同或相近的基金,要予以归并;对于归属不同部门管理但投资方向、支持领域和用途相同或相近的基金,要予以整合。

(二)完善基金运作模式,构建长效利益一致性机制

LP与GP的利益一致是私募股权基金实现盈

利最大化的基础,也是LP实现自身利益最大化的根本保证,政府产业基金可以从GP出资额、管理费、LP权益保护、关键人方面设置关键条款,最大限度解决GP与其所管理的基金权责不对称、利益与风险不对称和信息不对称等潜在利益冲突问题。一是在GP出资比例上,政府产业基金除约定财政或国有最高出资比例外,可以将GP出资比例适当提高为1.5%—2%,考察基金管理人资金实力、偿债能力以及承管基金的诚意。二是在管理费支付方式上,可以按投资进度支付管理费,同时,可以设置浮动费率,对于基金投向政策鼓励企业,提高管理费率。三是在LP权益保护上,设置“无过错分离”条款,即在GP无重大过错,只要LP丧失信心,有权提前暂停基金投资期。四是在关键人方面,明确基金管理团队的核心成员身故或离开基金时,允许基金提前收回出资、暂停投资或解散并清算。

(三)搭建国资基金管理平台,强化政策诉求表达机制

政府产业基金运作单纯依靠市场化机构作为GP,完全让渡子基金投资管理权,不一定能保障产业基金政策诉求完全实现。实现对母子基金管控穿透,增强政府资金出资人发言权、主导权、选择权,有利引导政府产业基金更好实现政策意图。一是在子基金管理人(GP)股权层面参控股,发挥法人治理体系作用,让多方股东主体共同监督基金公司运营;二是在基金管理团队层面委派董事、监事、高级管理人员等重要职务,保证团队构成国有背景人员比例,委派人员通过参与项目投资决策,实现对项目风险穿透把控。三是允许管理团队在基金管理公司按适当比例参股,原则上不超过10%,管理团队主要通过分享超额收益实现激励,超额收益分享比例原则不超过50%。

(四)实行基金合同全周期管理,夯实契约化管理机制

基金章程或协议是基金运营的根本规范和基

本遵循,健全政府产业基金合同管理体系,是防范基金法律合规风险最有效举措:一是实现合同全过程闭环管理,政府产业基金出资参股子基金,必须对合同起草、审核、订立、履行、变更、解除、存档等环节严格管控。二是全面推行基金制式合同,通过将合同内容标准化和格式化,提高合同签订审核效率,维护合同条款的严肃性和刚性约束。三是定期开展合同风险复盘,及时发现合同条款和执行过程中潜在风险并做补正和纠偏。

(五)充分发挥“一票否决权”作用,健全违规关联交易干预机制

在子基金投资决策中,多数地方政府或国有资本对项目投资仅保留合规性一票否决权,而对投资决策其它事项不作干预,为了充分发挥一票否决权对基金违规投资预防干预作用,建议委派专业素质和责任心强的人员担任权利行使人,并加强履职考核,同时,制定一票否决事项清单,既保证权利履行到位,又防止权利滥用制约市场化决策效率。

(六)健全基金风险准备金制度,形成风险分担机制

建议把风险准备金制度作为政府产业基金一项制度性安排,实现各方管理责任的有效捆绑,形成风险合理分担机制。政府产业基金风险准备金制度可以在母子基金分层建立,基金风险准备金资金可以从基金管理费和托管费中按一定比例计提,对于基金绩效评价等级较低、风险较为突出的基金管理人,可以提高风险准备金的计提比例。基金风险准备金专户存储、封闭运作,可投资于银行存款、债券、理财等风险等级较低的金融产品,达到保值增值的作用。基金风险准备金主要用于弥补因政府产业基金管理人或托管人违法违规、违反基金合同、操作失误等原因给基金造成的损失。

(七)优化基金考评体系,完善激励约束机制

建议进一步完善政府产业基金绩效考评体系,

在政策目标、经济效益和管理效能等方面进行全方位评价。政策目标方面,应着重评价资金的社会资本引导效应、投资种子期、创业期项目的规模和数量,及对产业方向的投资是否符合相关规划;经济效益方面,主要是税收贡献,基金投资回报等情况;管理效能方面主要是对项目合作企业筛选的规范性、审计整改及时有效性、信息披露的全面性以及内部控制方面的建设等。同时,建议将考核结果与未来的基金投入挂钩,对于绩效考核结果好的机构,加码基金出资,同时加大利益激励,以此提高管理机构和管理人员的积极性,提高政府引导基金运营效率。

(八)加强基金运营信息公开披露,推行阳光监管机制

信息公开是解决基金运营不合规,防止利益冲突与利益输送,提高运营效率的有效方式,建议对政府产业基金两大部分信息公开披露,一部分是母子基金管理机构信息:包含基本信息、治理信息、网站信息、财务会计信息等;另一部分是母子基金运营信息:包括募资规模、投资规模、投资项目数、投资行业、地域和阶段退出项目等指标。主动、全面、及时、规范的开展政府产业基金运营信息披露,一方面可以为外部监管提供数据支撑,同时有利于构建私募从业机构信用体系,防止劣币驱逐良币,扶优限劣;另一方面,可以提高增强财政性资金和社会公共性资金运行透明度,保护纳税人知情权。

参考文献:

- [1] 中国股权投资基金协会.中国母基金实践指引白皮书[M].北京:首都经济贸易大学出版社,2017.
- [2] 陈翔.有限合伙私募股权基金治理[M].北京:法律出版社,2018.
- [3] 唐劲草.私募股权FOF[M].北京:中信出版社,2019.
- [4] 徐继金.私募基金管理人风险管理实操指引[M].北京:中国市场出版社,2019.

【责任编辑 成丹】