

数字经济时代壮大耐心资本的理论基础与实现路径

齐 昊 韩博鸿 李钟瑾

内容提要:壮大耐心资本是我国加快发展新质生产力的一项重要举措,对推动“科技—产业—金融”良性循环具有重要意义。耐心资本是一种面向高科技企业的长期金融投资,其投资者看重长远利益、不计较短期得失。从历史上看,耐心资本的形成是三个条件共同作用的结果:一是新一轮科技革命催生出科技企业对耐心资本的强烈需求;二是国家为产业创新降低了门槛和风险;三是金融制度改革为耐心资本提供了稳定的资金来源。耐心资本能促进生产力的发展,有助于实现多重政策目标,并通过提升一般利润率水平促进宏观经济的稳定,对我国经济将产生重要的积极作用。为了发展耐心资本,我国要积极创造产业创新的有利条件,动员政府基金、国有资本、民间资本等各方面力量,并注意盈利性风险资本的投机性,避免“以扩张促垄断、以垄断促估值”的企业增长模式。

关键词:耐心资本;风险投资;数字经济时代;科技企业;政治经济学

DOI:10.19365/j.issn1000-4181.2024.11.02

一、引言

加快发展新质生产力,让科技成果及时产业化,必须发挥金融对产业创新的支持作用。2024 年 4 月 30 日,中央政治局会议提出:“要积极发展风险投资,壮大耐心资本。”^①2024 年 6 月 24 日,习近平总书记在全国科技大会、国家科学技术奖励大会、两院院士大会上进一步指出:“要做好科技金融这篇文章,引导金融资本投早、投小、投长期、投硬科技。”^②党的二十届三中全会强调:“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本。”^③壮大耐心资本是我国加快发展新质生产力的一项重要举措,对推动“科技—产业—金融”良性循环、建立现代化产业体系具有重要意义。

耐心资本是一种面向高科技企业的长期金融投资,其投资者看重长远利益、不计较短期得失。当前,人类社会已步入数字经济时代,数字经济领域的科技企业成为产业创新的关键主体。科技企业以数据为基本要素、以人工智能为关键技术、以算力为基础设施、以平台为组织形式,其创新活动资金消耗多、不确定性大、回报周期长,所形成的可抵押资产少。在这一新形势下,耐心资本对促进

收稿日期:2024-08-14

基金资助:国家社会科学基金重大项目(22ZDA003)。

作者简介:齐昊,中国人民大学经济学院,副教授;韩博鸿(通讯作者),中国人民大学经济学院,硕士研究生;李钟瑾,密苏里大学堪萨斯城分校经济系,副教授。

① 《决定召开二十届三中全会》,《人民日报》2024 年 5 月 1 日,第 1 版。

② 《在全国科技大会、国家科学技术奖励大会、两院院士大会上的讲话》,《人民日报》2024 年 6 月 24 日,第 2 版。

③ 《中共中央关于进一步全面深化改革 推动中国式现代化的决定》,《人民日报》2024 年 7 月 22 日,第 1 版。

科技企业成长、激发创新活力具有至关重要的作用。

金融投资通常以利润为目的,而“保持耐心”意味着延迟对利润的追求。显然,“耐心”与“逐利”之间包含着一种微妙的张力,秉持“长期主义”的金融投资并非自然而然地存在。耐心资本的形成必须建立在一定的社会经济条件之上。我国从国家层面提出“壮大耐心资本”是国家对科技领域金融投资模式的主动建构,具有丰富的马克思主义政治经济学内涵。耐心资本的形成需要怎样的条件?耐心资本具有怎样的积极作用?这些问题亟待政治经济学的分析。本文基于政治经济学理论,结合西方国家风险投资行业发展历程中的经验教训,探索耐心资本的形成条件与作用机制,为我国壮大耐心资本提供政策启示。

二、耐心资本的发展现状

“耐心资本”作为一个概念产生于 20 世纪 80 年代。1983 年,美国国会议员斯坦·伦丁(Stan Lundine)在其国会陈述中首次提出“耐心资本”这一概念,并建议美国成立“国家产业发展银行”以支持创新型企业发展(Lundine,1983)。就其本意来说,“耐心”是指投资者能够合理权衡眼前利益与长远利益,主动接受较低的短期回报,为创造较高的长期回报准备条件。Deeg & Hardie(2016)认为耐心资本具有如下三个基本特点:一是长期性,即投资者以长期投资为初衷;二是稳定性,即投资者与其所投企业形成了稳定的关系,不会因为企业赢利能力变差或股价下跌而轻易终止投资;三是参与性,即投资者深度参与企业经营,协助企业成长。

耐心资本泛指一类金融投资,具有多种存在形式。Deeg & Hardie(2016)认为,投资者进行长期投资主要出于三种原因:一是投资者将长期投资视为一种更优的投资策略;二是投资者具有稳定的现金流和可预测的偿债责任,不必迫切追求短期回报;三是投资者出于公益性动机进行投资。不同原因塑造了不同类型的耐心投资者,风险投资、私募股权投资、家族基金、大学捐赠基金、主权财富基金、养老基金、保险基金等都在不同程度上具有耐心资本的性质。

在诸多投资类型中,风险投资是耐心资本的一种典型存在形式。风险投资的组织形式和运行制度奠定了耐心资本的基本模式,因此人们往往把耐心资本与风险投资相联系。风险投资可具体分为不同种类和变体:按照投资阶段可分为天使投资、种子基金、成长期基金等;按照资金来源可分为独立基金、政府投资基金、公司风投基金等;按照投资目的可分为盈利性基金和公益性基金等。

风险投资产生于 20 世纪 40 年代的美国。当时,哈佛大学商学院教授乔治斯·多里奥(Georges Doriot)曾在二战期间负责美军军需采购,熟悉在美国军费支持下涌现出来的高科技企业。1946 年,多里奥创办了第一家风险投资机构——美国研究与开发公司。风投行业获得显著发展,主要是在 20 世纪 80 年代以后。在美国,1980 年以后成立并上市的非金融企业当中,受到过风险投资支持的企业占比达 47%,其市值(2019 年底)是全部上市公司市值的 76.2%(Lerner & Nanda, 2020)。美国的谷歌、苹果、亚马逊、Meta、微软以及中国的阿里巴巴、腾讯等科技企业都曾受到风险投资的青睐。美国是风险投资的发源地,至今仍是风险投资最集中的国家,占全球风险资本投资额的 47%。^① 美国的金融资本是全球风险资本的主要资金来源,纳斯达克交易所是全球初创企业上市的主要目的地。如图 1 所示,20 世纪 80 年代以来,美国的风险投资在 2000 年前后和 2021 年前后经历过两次高潮;2019—2023 年,其年投资规模平均而言相当于美国 GDP 的 0.9%、非住宅性固

^① 数据来源于“National Venture Capital Association Yearbook 2023”,https://nvca.org/wp-content/uploads/2023/03/NVCA-2023-Yearbook_FINALFINAL.pdf,[访问日期 2024-07-01]。该比例为 2022 年数据。

定资产投资的 6.8%、全社会研发支出的 29.5%。^①

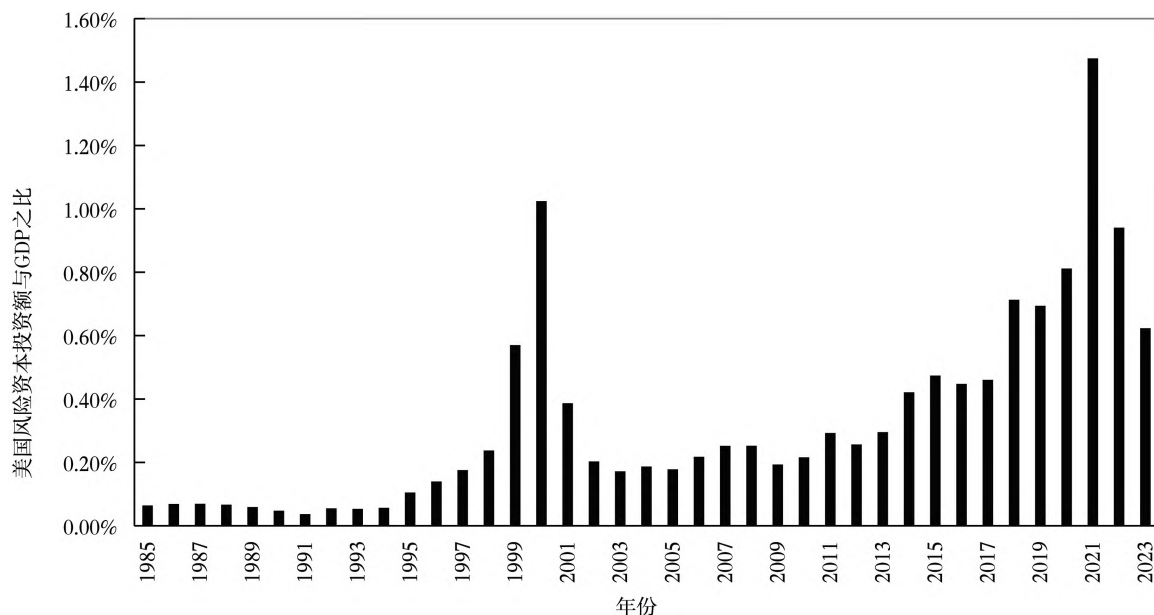


图1 1985—2023年美国风险投资额与GDP之比

数据来源:历年“National Venture Capital Association Yearbook”,<https://nvca.org/nvca-yearbook/>,[访问日期 2024-07-01]。

经过多年发展,风险投资已成为科技企业的重要孵化器和产业创新的重要助推器,形成了一整套有关融资、投资、管理、退出、分配的成熟而精巧的制度。截至2024年5月,全球约有1200家“独角兽”企业(即估值超过10亿美元的未上市企业),总估值接近4万亿美元。^②从政治经济学角度看,风险投资是信用制度、生产关系和积累模式的统一。

首先,风险投资是一种信用制度。为了避免缴纳利润所得税,也为了避免监管机构的条条框框、保持融资方式的灵活性,风投机构通常采用有限合伙制设立基金,并向具备一定资质的投资者募集资金。风投机构是有限合伙关系中的“普通合伙人”,负责基金的日常管理;投资者是“有限合伙人”,其责任以投资额为限,并且不参与基金的日常管理。基金通常以10年为投资期限。投资者不能在中间撤资,只能在基金出售所投企业股权后获得回报。风投机构每年从基金中抽取管理费(通常为基金总额的2%),并在出售所投企业股权后从总收益中抽取“附带权益”(通常为总收益的20%)。风投机构每隔两三年就会发起新的基金,为了不断吸引投资者,风投机构必须不断实现可观的回报从而在行业内建立起声誉。“附带权益”机制和声誉机制有助于保持风投机构与投资者的目标一致性。

其次,风险投资包含着一种生产关系。在风险投资所支持的科技企业,风投机构与管理者之间形成了一种独特的生产关系。科技企业风险性高、回报周期长,管理者和员工所付出的努力对企业

① 数据来源:风险投资数据来自历年“National Venture Capital Association Yearbook”,<https://nvca.org/nvca-yearbook/>,[访问日期 2024-07-01]。GDP和固定资产投资数据来自美国经济分析局网站,<https://www.bea.gov/data/economic-accounts/national>,[访问日期 2024-06-01]。全社会研发支出数据来自美国国家科学基金会网站,<https://nces.nsf.gov/data-collections/national-patterns/2021-2022>,[访问日期 2024-07-01]。研发数据截至2022年。

② 数据来源于CBInsights网站,<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>,[访问日期 2024-07-01]。

未来的表现具有特别重要的作用。而且,科技企业的管理者往往是创始人,他们大多来自科技领域,在企业中享有威望,但缺乏商业运营方面的经验。在这种情况下,风险投资一方面要在更大程度上控制企业,以免管理者滥用资金,另一方面又要求企业管理者和员工发挥更大的积极性,因而试图建立一种“积极活跃的管理者+控制力强的投资者”的关系模式。在实践中,风险投资通过董事会席位、管理者股权激励、分批次投入资金等方式参与企业决策,激励和规训管理者,并且将股权激励制度进一步下沉至核心员工。同时,风险投资也会为创始人保留较多股权、投票权和奖励,使其在企业经营中发挥积极作用。

再次,风险投资代表着一种积累模式。风投机构必须在基金期限内使所投企业上市或被其他企业收购,否则就意味着投资失败。一家初创企业需要分次吸纳新的投资才能成长壮大,这就要求风投机构能向未来的投资者展现企业的发展潜力,吸引他们参与后续投资。并且,风投机构每隔两三年就会发起新的基金,为了吸引投资者,已经投资的项目就必须实现良好的业绩。

最后,基金的收益受到货币政策的影响,风投机构必须赶在货币政策收紧前完成企业上市。因此,风投机构会促使所投企业在“正确的”时间达成“正确的”目标,这反过来导致所投企业在积累过程中呈现明显的“融资驱动型”特征:一般企业的融资过程服从于积累的需要,而风险投资支持下的科技企业则是积累过程服从融资的需要。

需要指出的是,风险投资制度奠定了耐心资本的基本形式,但不能把现实存在的风险投资完全等同于耐心资本。这是因为,现实中的盈利性风险投资受到利益驱动,完全有可能采取短期主义的投机行为,偏离耐心资本的基本性质。下文以风险投资作为现实参照,讨论耐心资本的形成条件和积极作用,但同时也会讨论现实中风险资本的投机性问题。

三、耐心资本的形成条件

“耐心资本”是一个充满张力的概念,这一张力来自金融资本的逐利性与创新过程的特征之间的矛盾。一方面,资本在利润动机的驱使下总是试图在尽可能短的时间内获取利润。为此,资本总是尽可能摆脱生产及流通过程的束缚,减少循环过程中的不确定性对其利润的负面影响。金融资本集中体现出资本摆脱束缚的愿望,它们尽可能保持流动状态,谋求从货币到更多货币的增长。另一方面,创新过程既是充满不确定性的过程,也是一个需要长期知识积累的过程。成功的创新固然会给投资者带来超额利润,但创新过程不确定性大、投入周期长的特点会抑制投资意愿。如何让急于逐利而缺乏耐心的金融资本投身于创新活动,这就需要一系列制度特别是信用制度对投融资行为的支持与约束。因此,“耐心资本”形成问题的核心在于构建与创新过程更相适应的信用制度,给予金融资本必要的激励或压力,促使其服务于实体经济的创新活动,形成金融资本与科技企业的良性互动,建立有利于创新并且可持续的投资和融资模式,实现促进生产力发展的目的。

在工业革命时期,随着生产力的发展,生产规模急剧扩大,刚刚兴起的铁路对商品生产和流通日益重要。铁路等工程是社会生产共同需要的条件,马克思称其为“一般生产条件”(马克思和恩格斯,1995),相当于我们今天所说的基础设施。铁路具有公益性,但铁路的修筑耗资巨大、盈利能力差,因此资本往往无力或不愿投资。马克思指出,一般生产条件主要由国家通过征税筹资兴办,“修筑铁路对于生产所产生的直接利益可能如此微小,以致投资只能造成亏本。那时,资本就把这些开支转嫁到国家肩上”“在资本还没有采取股份公司形式的时候,它总是只寻求自己价值增殖的特殊条件,而把共同的条件作为全国的需要推给整个国家”(马克思和恩格斯,1995)。但是,国家并非一般生产条件的唯一提供者。马克思非常重视股份资本的意义,并认为当“以资本为基础的生产有极高的发展”时,私人资本可以按照股份资本的形式集聚起来提供一般生产条件(马克思和恩格斯,1995)。

马克思的上述分析为我们探索耐心资本的形成条件提供了重要理论线索:第一,社会生产的发展对耐心资本产生强烈需求,这是耐心资本形成的重要前提;第二,国家可以出于公益目的承担私人资本所不愿承担或无力承担的功能,此时,国家直接扮演耐心资本的角色;第三,金融制度的变化为私人资本的集聚提供了必要的组织形式。由此观察耐心资本的发展历程,我们可以看到它的形成以如下三个条件为基本前提:

(一)新一轮科技革命催生对耐心资本的强烈需求

耐心资本的形成适应了新一轮科技革命中出现的新型科技企业的融资需求,是生产关系适应生产力的具体体现。根据新熊彼特派经济学家卡萝塔·佩蕾丝(Carlota Perez)的研究,人类社会自工业革命以来共经历了五次科技革命。^①在前四次科技革命中,能源、材料和交通基础设施都经历了巨大发展,科技革命中诞生的新企业大量投资于体现新技术的机器设备,固定资本密集度高。金融体系适应企业的资本构成,形成了以固定资本为基本抵押品的融资制度。企业会计核算也同样强调“有形资产”在资产评估中的地位。

第五次科技革命始于20世纪70年代(Perez, 2010),与前四次科技革命相比,第五次科技革命主要集中在信息技术领域,着重改变信息传输和利用方式、优化生产生活决策,但其在能源、材料和交通基础设施方面的发展相对迟缓。第五次科技革命中诞生的科技企业集中在计算机、软件、控制设备、生物技术、新材料、通信技术、互联网服务、人工智能、云计算、物联网等行业(Perez & Leach, 2022),大多数科技企业没有庞大的固定资本,其投资主要采取研发支出的形式,形成软件、网站、数据库、专利、技能、默会知识等“无形资产”。这些资产专用性强,往往缺乏可供参考的市场价格,不同资产间互补性强,单一资产的价格难以评估,而持续的研发有可能进一步增强资产的有用性,导致资产能够带来的未来收益难以预测。因此,新型科技企业在传统金融体系下面临融资难题,客观上要求金融体系作出改变。耐心资本能够超越传统金融体系的刻板规则,更加看重科技企业的创新能力和长远发展,能更好满足新型科技企业的融资需求,它的形成适应了生产力发展的必然要求。

(二)国家为产业创新降低了门槛和风险

创新是一个高度不确定的过程,基础研究领域的创新更是如此。同时,创新也是一个市场、政府、企业、投资者、科研人员之间不断交互反馈的过程,不同主体协调统一、相向而行,才能相互促进,形成良性循环(Mazzucato, 2015)。私人资本投资于科技企业,往往要求企业已经掌握了基础性的科技成果,具备了产业创新的基本条件和可行路径。然而,从零开始的基础性研究成本高、风险大,私人资本通常不愿参与。国家支持基础性研究,面向社会提供公共品,可以扩展产业创新的可能性,降低产业创新的门槛和风险。更重要的是,国家还可以发挥协调和组织功能,构建社会创新网络,促进知识共享,塑造全社会对产业创新方向的共识,培养科技人才和商业人才,为科技企业创造新市场、开辟新格局,从而促进私人资本向耐心资本的转化。

美国的风投行业往往被人们视为一个私人资本所主导的行业,实际上,美国政府通过各种方式支持创新活动,为风投行业的发展准备了基本条件。第一,政府资助研发活动。20世纪50—60年代,美国各级政府对研发活动的支出约占全社会研发支出的60%;80年代之前,这一比例一直维持在50%以上。^②已有研究发现:1971—2006年出现的最重要的创新成果中有88%依赖于美国联邦政府的资助(Block & Keller, 2009)。第二,政府为高科技产品创造需求。政府的功能并不局限于弥补市场失灵,而且在于为新行业、新产品创造市场。例如,1957年成立的仙童半导体公司是美国硅谷早期科技公司的成功典范。该公司开发了世界上第一款商用集成电路,并培养了英特尔、

^① 既有文献将科技革命也称为产业革命或技术革命,本文统一称为科技革命。

^② 数据来源于National Science Foundation网站, <https://nces.nsf.gov/pubs/nsf22320>, [访问日期 2024-06-30]。

AMD 等著名企业的创始人。该公司的发展主要得益于美国国防部的军事采购 (Lazonick, 2009)。第三,政府构建创新共同体。在政府的资助和组织下,大学、科研机构、科技企业、投资者之间建立紧密联系,加强知识分享,形成科学研究与产业创新的良性循环。例如,美国国防部设立的高级研究计划局不仅直接资助半导体、因特网等重要技术的研发,而且组织学术研讨会,帮助大学研究人员、初创企业和风投机构建立联系 (Mazzucato, 2015)。政府项目所创造的“合作性公共空间”对推动美国创新至关重要 (Lester & Piore, 2004; Block & Keller, 2009)。总之,正如马克思所强调的,国家承担了私人资本所不愿承担或无力承担的功能 (马克思和恩格斯, 1995)。不仅如此,国家的所作所为还为私人资本进入科技领域创造了条件。美国风投行业的发展充分说明,耐心资本的形成并不是一个自然而然的过程,而是一个国家与私人资本、政府与市场的共同塑造的过程。

(三) 金融制度改革为耐心资本提供了稳定的资金来源

企业融资是一个信息高度不对称的过程,金融机构往往偏重传统行业、大型企业,歧视新兴产业、中小企业。新一轮科技革命集中在信息技术领域,新产业的独立性强,新旧产业之间尚未形成有机融合。在这种情况下,作为创新主体的科技企业主要来自新兴产业而非传统行业,主要是从零开始的中小型初创企业而非业已存在的大型企业。传统金融机构囿于基本规则,无法将资金导向新兴科技企业。早期风投基金主要来自财团家族、大学捐赠基金、非正式的私人集资网络,传统金融机构参与风投基金只是个别现象。这导致风投资金来源零散且不稳定,风险投资的发展遇到瓶颈。

美国风投行业的真正发展始于养老基金的参与 (Ivashina & Lerner, 2019)。1974 年颁布的《雇员退休收入保障法》原本有一条所谓“谨慎投资规则”,要求养老基金的管理者必须采取审慎保守的投资策略。这一规则导致养老基金无法参与风投基金。1979 年,美国劳工部对这一规则予以澄清,指出养老基金在谨慎投资的同时可以考虑投资的多样化。有了劳工部的澄清,养老基金就可以正式成为风投基金的资金来源。美国养老基金的规模巨大、资金来源稳定、对短期回报不敏感,即使很小比例的养老基金也可以为风投行业提供充沛的资金来源。养老基金的入场也带动具有公共性质或政府背景的投资机构陆续将适度比例的资金投向风投基金。今天,风险投资仍有相当比例的资金来自这些投资机构,整个风投行业呈现出“公私合作”的混合型经济格局。2023 年,欧洲的风投基金有 37% 的资金来自政府部门,另有 7% 的资金来自养老基金。^①

四、耐心资本的积极作用

耐心资本是一种能有效动员金融资本投入科技领域的信用制度。马克思十分重视信用制度在社会生产中发挥的作用。马克思指出信用可以减少流通费用、促进利润率平均化,并专门分析了作为信用制度之一的股份公司制度的重要意义 (马克思和恩格斯, 2009)。马克思认为,第一,股份公司制度能有效动员个别资本,扩大生产规模,促进生产社会化水平的提高,尤其是个别资本能够通过股份公司制度组织起来承担铁路等大型工程所需要的巨额投资 (马克思和恩格斯, 2009)。对此,马克思一言以蔽之,“以前曾经是政府企业的那些企业,变成了社会的企业” (马克思和恩格斯, 2009)。第二,股份公司制度是资本主义生产方式向社会主义转化的过渡形式,是“资本主义生产方式在资本主义生产方式本身范围内的扬弃 (马克思和恩格斯, 2009)”。马克思认为,没有股份公司等信用制度,工人自己的合作工厂也不可能发展起来;股份公司是消极的扬弃,合作工厂是积极的扬弃 (马克思和恩格斯, 2009)。第三,在分析一般利润率下降趋势时,马克思列举了阻止一般利润率下降的六种反作用,其中最后一种就是“股份资本的增加” (马克思和恩格斯, 2009)。马克思

^① 数据来源于 Sifted 网站, <https://sifted.eu/articles/government-funding-for-vc-rises-amid-tech-sovereignty-push>, [访问日期 2024-06-20]。

认为,股份资本不参加利润的平均化,只取得一个低于平均利润的股息,因而可以起到阻止一般利润率下降的作用(马克思和恩格斯,2009)。马克思对股份资本的分析,为我们理解耐心资本的积极作用提供了重要理论线索。

耐心资本的积极作用可归结为以下三个方面:

(一) 耐心资本促进生产力发展

耐心资本蕴含着一种能够适应和促进生产力发展的生产关系。科技企业是推动生产力发展的重要力量。耐心资本支持科技企业的成长,从而对生产力发展起到重要的促进作用。但需要强调的是,这一促进作用是通过一系列具体机制实现的。

一是耐心资本的筛选机制。耐心资本从众多初创企业中筛选出最具发展潜力的企业,使资金向颠覆性创新集聚,减少资金浪费,优化资源配置。风投行业的投资策略生动反映出这一筛选功能。在高科技领域,初创企业的失败率极高。在欧洲,每100家接受种子基金投资的初创企业,仅有3%能够坚持到第六轮融资,仅有1.2%能成为独角兽企业(Atomico,2020)。可是,一旦初创企业取得成功,它将在整个经济中占据关键地位并实现指数级增长。因此,高科技集中的新兴产业往往呈现大量企业被淘汰而极少数企业高增长的极化局面。这一规律性的事实迫使风投机构对初创企业进行深入调查,选择少数最有希望的企业集中投资。风投机构的专业性、前瞻性和冒险性使其具备筛选初创企业的能力,也是其获得收益的前提。研究表明,风险投资所支持的企业具有更好的创新表现,其所投资企业的专利申请量是其他企业的两倍,高影响力专利数量是其他企业的4倍(Lerner & Nanda,2020)。

二是耐心资本的灵活动员机制。以银行贷款为代表的传统信用制度注重“有形资产”和可抵押品,大企业可抵押资产较多,容易获得融资,且单笔融资的规模大。而中小企业可抵押资产少,单笔融资需求规模小,银行不愿意贷款,因而面临融资难、融资贵的问题。耐心资本注重科技企业的创新能力和发展潜力,能根据不同发展阶段的科技企业灵活调整资金供给量。例如,天使投资或种子基金专门支持新出现的科技企业。此类资本投资的项目多,单一项目提供的资金量较少,项目失败率高,但天使投资的策略就是:参与大量项目,促使其中极少数脱颖而出,从而获得可观的回报。又如,注重企业中后期的成长期基金能为单一科技企业集中提供大量资金。此时科技企业处于快速扩张期,需要在市场中广泛部署投资,资金需求量大。此类风险投资的策略就是在“正确的”项目上集中兵力。风投行业建立了“领投”和“跟投”制度,声誉良好、社会联系丰富的风投机构可以作为领投者动员其他基金一同集资,从而满足不同规模的资金需求。2021年,美国风投行业共有约19 000例投资,但其中770例投资额超过1亿美元,占全部投资额比例高达56%。^①这种投资规模的分布体现出风投行业资金供应的灵活性。

三是耐心资本的专业化机制。从科技创新到产业创新的过程是一种惊险的跳跃,具有创新性的科技成果往往仅有科研价值,而并不直接具备商业化的价值。耐心资本积极参与科技企业的经营,专业从事科技成果的商业化,能够协助科技企业完成惊险的一跃。例如,风投机构与科技企业之间存在一扇“旋转门”,许多风投机构的“普通合伙人”都有创立科技企业的经历,对科技领域、产品市场、金融市场都了如指掌。“普通合伙人”帮助缺乏商业经验的科技人才构建商业模式,他们与科技企业的创始者往往形成一种类似师徒的紧密关系,减少了投资者与创始者之间的信息不对称。近年来,大型科技企业直接建立风投机构,投资初创企业以完善自身的商业生态,这一类成功的科技企业所建立的风投机构更加了解产业创新的诀窍,能为初创企业提供更加专业化的指导。总之,耐心资本的深度参与推动科技企业由“小而美”走上专业化的发展道路。

^① 数据来源于“National Venture Capital Association Yearbook 2021”,<https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/08/NVCA-2021-Yearbook.pdf>,[访问日期 2024-07-30]。

(二) 耐心资本促进多重政策目标的实现

耐心资本超越了一般资本急功近利的弊端,代表着一种对一般资本的扬弃。耐心资本的重要资金来源是养老基金、社保基金、政府投资基金、国有企业投资基金、主权财富基金等具有公共性质或政府背景的投资机构。这些投资机构的共同点在于:第一,它们的资金并非来自私人资本,而是政府资产或普通家庭的储蓄,资金的本质用途不在于获取利润,而在于实现政策目标或家庭再生产;第二,它们凭借特定制度拥有相对充分而稳定的资金来源,甚至垄断特定的资金来源,因而无需为争夺资金而参与竞争;第三,它们不刻意追求利益最大化,只为获得适度且稳定的长期回报,为政府目标或家庭目标的实现提供条件。

就我国的具体情况来说,2022 年我国社会保障基金规模达 2.9 万亿元,^①非金融国有企业资产规模达 339.5 万亿元,^②主权财富基金规模位居全球前列。如果这些具有公共性质或政府背景的资金按照一定比例投向初创科技企业,不仅可以为科技企业的发展提供充沛资金,还可以促进我国多重政策目标的实现:

一是提升产业政策的效果。传统产业政策以行业补贴为主要手段,补贴精准度低,资金使用效率差,“骗补”现象时有发生,还会因补贴引起贸易争端。政府背景的投资机构提供耐心资本,专门投向战略性新兴产业和未来产业,以风险资本的方式运营,严格筛选投资对象,深度参与企业治理,有利于提高产业政策的精准度和效率,也有利于培育具有国际影响力的头部科技企业。

二是增强宏观调控的能力。国家的宏观调控能力不仅限于财政能力和对货币发行权的垄断,而且依赖于对经济中关键产业的控制。长期以来,我国国有经济在涉及国计民生的关键产业居于主导地位,为保障经济安全、保持供应链稳定、实行逆周期投资作出了贡献。当前,新一轮科技革命涌现出一系列新产业,政府投资基金和国有企业投资基金作为耐心资本,参与新产业的发展,有利于国有经济适应产业格局的变化,继续保持其在关键产业的主导地位,从而增强国家在新形势下的宏观调控能力。

三是促进共同富裕。当前新一轮科技革命中涌现的人工智能、机器人等先进数字技术正在改变社会生产方式,在一些领域实现无人化生产,对劳动者的工作产生威胁。同时,大数据、云计算等技术使统一协调下的分散化生产成为可能,平台型生产日益成为重要的生产组织形式,产生出大量脱离传统制度框架的新形态就业人员。新形态就业的零工化、去技能化和不稳定化对劳动者权益的保护制造了困难。在这种情况下,社保基金等投资机构集中普通家庭的储蓄投向科技企业,可以使科技革命的红利惠及大众,减少技术进步导致贫富分化的风险。

(三) 耐心资本促进一般利润率的回升

耐心资本甘于接受较低的短期回报,退出平均利润的争夺,因而有利于提高其他资本的利润率。这一机制类似于“股份资本的增加”阻止一般利润率下降的机制。马克思指出:“(股份资本)虽然投在大的生产企业上,但在扣除一切费用之后,只提供或大或小的利息,即所谓股息。例如,投在铁路上的资本就是这样(马克思和恩格斯,2009)。”这里马克思所说的“股份资本”不是投向任意部门的资本,“股份资本”所投企业是“不变资本比可变资本庞大得多的企业”(马克思和恩格斯,2009),即资本有机构成特别高的企业。这些企业自身生产剩余价值的能力较弱,它们不参加利润平均化能够起到阻止一般利润率下降的作用。

① 数据来源于《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告(2022 年度)》, <https://www.ssf.gov.cn/portal/xxgk/fdzdgknr/cwbj/sbjjndbg/webinfo/2023/09/1697471208931405.htm>, [访问日期 2024-05-30]。

② 数据来源于“国务院关于 2022 年度国有资产管理情况的综合报告”, https://zgsls.mof.gov.cn/gyzcgzdt/202311/t20231102_3914410.htm, [访问日期 2024-07-30]。

然而,耐心资本部分来自具有公共性质或政府背景的投资机构,部分来自私人资本。前者理所当然不以利润为主要目标,但后者为何甘愿退出平均利润的争夺?换言之,在马克思的分析中,“股份资本”为何放弃平均利润?遗憾的是,马克思对此并未作出明确回答,既有文献长期以来对此缺少关注。^① Bucchianico & Salvati (2023)最近的研究认为,铁路具有自然垄断性质,部门外资本难以进入,因此该部门的资本不参加利润平均化。但这一解释有待商榷:如果铁路由于垄断而产生超额利润,就会挤占其他部门的利润,进一步压低一般利润率;而如果铁路部门不产生超额利润,那么仍要说明为何私人资本愿意接受较低的回报。

我们认为,私人资本愿意在短期内接受较低回报,是因为投资者预期所投企业的股票将在未来升值,投资者可以获得金融收益。这也是大多数风险投资的基本逻辑。股票的未來价格受到投资者预期、企业未来盈利、金融市场流动性等多重因素影响,可以脱离短期回报而独立发生变动;即使短期回报很低,投资者也可能通过在将来出售股票获取金融收益。马克思在分析“股份资本的增加”时以铁路为例,这绝非偶然,不仅是因为铁路耗资巨大、有机构成特别高,而且是因为铁路在经济中发挥日益重要的作用,导致修筑铁路成为重要的投机领域。英国曾在19世纪30年代、40年代、60年代出现过多次修筑铁路的投机性热潮(Lewis & Offer, 2022)。值得一提的是,希法亭(1994)将“归银行支配和由产业资本家使用的资本”称为“金融资本”。在希法亭的视域下,银行超越了借贷资本的角色,部分承担了职能资本的角色,不仅为企业提供贷款,而且通过派驻董事等方式主动参与企业治理,并为兼并活动提供便利。希法亭认为,银行这样做,一方面是出于安全收回贷款本息的考虑,另一方面是为了在企业股票发行过程中通过代销股票赚取创业利润(希法亭, 1994)。马克思和希法亭的分析具有重要启示:私人资本为了未来的金融收益而甘愿接受较低的短期回报并深度参与企业治理,客观上暂时退出平均利润的争夺,从而起到提升一般利润率的作用,对宏观经济的稳定产生积极影响。^②

五、盈利性风险资本的投机性

风险投资奠定了耐心资本的基本模式,但现实存在的风险投资并不等同于耐心资本,也并非总是具有耐心资本的性质。风险投资按照投资目标可分为盈利性和公益性两类;从全球风投行业看,盈利性风投在行业中占绝大多数。公益性风投主要由政府、大学、家族基金等组织设立,在相关制度规范的约束下能够保持投资耐心。与之不同的是,盈利性风投具有二重性质:一方面,盈利性风投在5—10年左右的时间内支持企业创新,承担创新的成本与风险,起到支持科技企业成长和促进生产力发展的作用。从这个意义上说,它们具有一定程度的投资耐心。另一方面,盈利性风投的主要目的仍是金融收益,它们会倾向于在更短时间内以投机方式获得更大收益,因此它们的耐心是有限的、不彻底的,其行为仍然具有一定投机性。^③

金融收益是投资者的主要利润来源,追求金融收益本身与投资耐心并不矛盾,但金融收益有短

① 20世纪80年代,我国学者李秉藩(1981)、赵文绪(1986)曾分析过这一问题。他们提出了多种可能的解释,其中赵文绪提到投资者通过创办股份企业并发行股票可以获得创业利润。这一解释与我们的看法一致。

② 耐心资本对一般利润率趋势的影响有短期与长期之分。在短期,由于部分资本退出对平均利润的争夺,一般利润率可以有所上升。在长期,伴随生产力的进步,有机构成也在提高,导致一般利润率下降。需要强调的是,长期来看,生产力的进步虽然通过有机构成的提高使一般利润率下降,也存在一些机制提高一国企业的利润率水平。例如,生产力进步可以改善交通条件、降低流通费用,促进供求匹配和价值实现,增强一国企业相对于他国企业的竞争力,等等。综合以上各因素,耐心资本对一般利润率的长期趋势具有不确定的影响。

③ 需要说明的是,盈利性风投的一部分资金可能来自具有公共性质或政府背景的机构;此类机构可以为盈利性风投提供稳定而充沛的资金,但不足以消除盈利性风投的投机性。

期与长期之分。真正的耐心资本应长期服务于创新企业的成长,在企业成长过程中获得长期金融收益,而不应以短期金融收益为主要目的。若投资者以长期金融收益为目的,就必须注重培育企业的硬核科技实力,并将科技实力转化为可持续的盈利模式,其结果既满足了投资者的盈利性动机,在客观上也促进了科技企业的发展和生产力水平的提高。而若投资者以短期金融收益为目的,就会缩短投资周期,并投机性地迎合乃至操纵市场预期,忽视企业科技实力与盈利模式的形成,不仅不利于科技企业的长远发展,也不利于新兴产业的有序竞争。

马克思在分析股份资本的性质时也强调了股份资本的二重性质:一方面,股份资本是一种组织个别资本的有效手段,它使生产规模的扩大成为可能;另一方面,股份资本也会加剧垄断,并由此影响投资者的预期,引起投机(马克思和恩格斯,2009)。马克思说:“人们怀着扩充生产时具有的那种热情,投身于铁路的建筑;在这里,工厂主和商人的投机欲望第一次得到满足,并且从1844年夏季以来已经如此(马克思和恩格斯,2009)。”马克思注意到英国上院一个研究1847年危机原因的秘密委员会的证词,证词中说:“1847年春,信用过度膨胀……因为实业家已经把他们的资本由他们的营业转移到铁路方面去,但还是想维持原有的营业规模。每个人当初也许都认为,他可以出售铁路股票获得利润,由此弥补营业上需用的货币(马克思和恩格斯,2009)。”无论是私人股份资本还是盈利性风险资本,它们的二重性质都是并存的;其投机性只能受到监管制度的约束,但不可能被消除。

在数字经济发展和流动性过剩背景下,盈利性风投急功近利,形成“以扩张促垄断,以垄断促估值”的模式,以投机性的方式牟取短期金融收益。数字经济时代,科技企业普遍采用平台型组织方式,数据成为生产经营及创新活动的关键要素,科技企业具有显著的规模经济与网络效应。与此同时,西方国家出现流动性过剩:2020年初,美联储为应对疫情冲击实行了新一轮量化宽松政策,货币供给(M2)在两年内增长了40%;从2020年初到2024年中,美国纳斯达克股指从9000点左右增长至16000点左右。在这一背景下,许多风投机构趁机制造泡沫,以迎合金融市场的方式塑造科技企业的发展路径,依靠庞大的资金投入扩张平台规模,试图在流动性过剩的窗口期结束之前推升企业估值并套现获利。如图2所示,美国风险投资支持科技企业的平均时间在近年来呈下降趋势,在较短时间内“催熟”企业并套利变现日益成为科技领域融资模式的常态。^①

“以扩张促垄断,以垄断促估值”的模式对科技企业及行业产生一系列不利影响。平台垄断不仅对外破坏了市场竞争(孙元君和严励,2024),而且对内也增加了大量成本,为了快速形成网络效应,大量资金耗费于补贴用户和广告宣传。无序扩张挤占了企业用于研发的资金,阻碍了企业创新能力的成长,使企业陷入低水平竞争的陷阱,这一模式也导致大多数数字科技企业未能形成稳定的盈利模式。Li & Qi(2022)发现,数字科技企业在盈利能力方面呈现两极分化,微软、苹果、谷歌、亚马逊、Meta等科技巨头凭借技术、用户和数据垄断获得超额利润,而中小型科技企业普遍处于亏损之中。100余家在美国上市的数字科技企业财务数据显示:2016—2021年,科技巨头的总资产利润率平均为18%,而其他数字科技企业的总资产利润率平均仅为-5%。Jia & Winseck(2018)的案例研究发现,以风险投资为代表的金融机构通过影响数字科技企业的所有权结构、长期债务水平和并购行为,使企业成为一种追求金融价值最大化的投资组合。Cooiman(2024)认为风险投资凭借其相对于科技企业的结构性权力,用金融逻辑来塑造企业,为寻求超高速增长不惜使企业的金融估值和业务状况脱钩。Lazonick & Tulum(2011)指出,风险资本只求通过企业上市或企业并购来实现“快进快出式”的投资,往往会催生行业泡沫,对科技产业冲击巨大。Balzam & Yuran(2022)指出,数字经济领域的垄断倾向与风险投资在初创企业融资中所扮演的核心角色息息相关。

① 盈利性风投还会选择创新全周期中利润最丰厚的环节投资企业。马祖卡托(2019)举例说:第一太阳能公司之所以花费了数十年才成功地建立起来,是因为风险投资公司的进入相对较晚,并在首次公开募股完成后不久就退出了。投资于第一太阳能公司的风险在很大程度上由美国政府承担,美国政府再将太阳能技术推广到商业化。

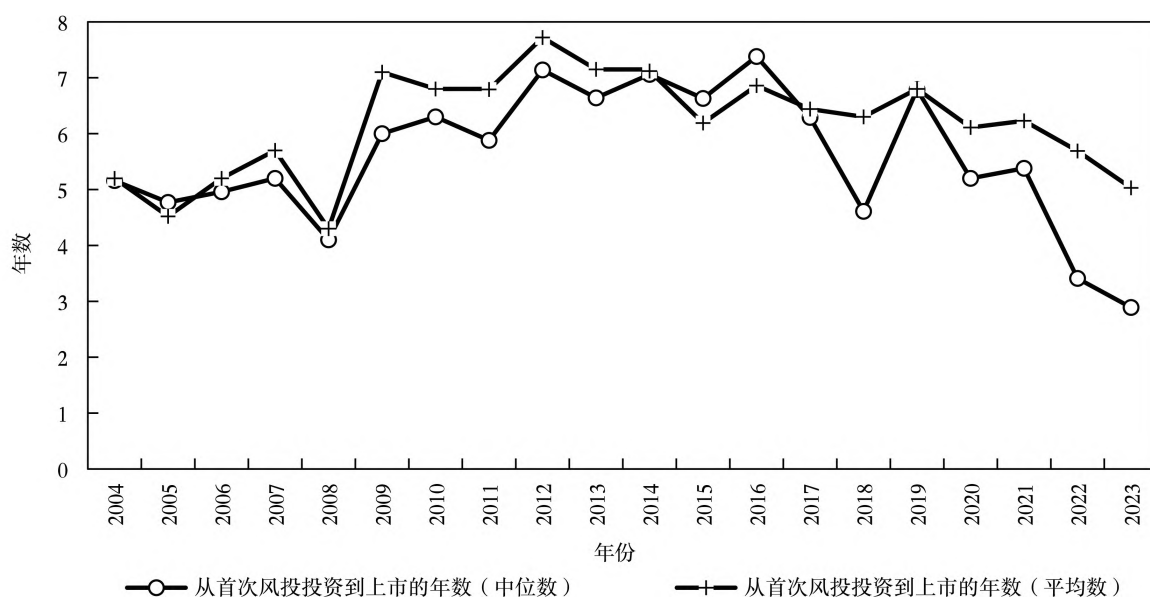


图2 2010—2023年美国风险投资支持的上市公司从首次风险投资到上市经历的年数

数据来源:历年“National Venture Capital Association Yearbook”,<https://nvca.org/nvca-yearbook/>,[访问日期2024-07-01]。

六、壮大耐心资本的实现路径

2024年5月23日,习近平总书记在企业和专家座谈会上专门问到我国“独角兽”企业增量下降的问题。^①这个问题提醒我们,发展新质生产力必须高度重视科技企业的融资需求,推动“科技—产业—金融”良性循环。壮大耐心资本是在数字经济时代满足科技企业融资需求的必然选择。根据本文的分析,实践中壮大耐心资本应注重如下三个方面:

首先,国家要为耐心资本的形成创造有利条件。从历史上看,耐心资本的形成离不开国家的作用。国家比企业有更强的抗风险能力,还可以为新产业创造市场,并在创新过程中起到关键协调作用,促进金融资本与科技企业的结合,为投资者降低门槛和风险。一是要通过新型举国体制,大力支持具有广阔应用前景的基础研究,集中力量突破“卡脖子”技术,为产业创新准备物质条件和科技人才。二是要大力发展战略性新兴产业和未来产业,加速传统产业优化升级,形成新旧产业的良性互动,构建需求牵引供给、供给创造需求的良性循环,为科技企业开辟广阔市场。三是要构建创新网络,加强政府、企业、高校、科研机构、金融机构的协同合作,促进信息共享和人才流动,减少不同主体间的信息不对称。四是健全金融服务科技创新的体制机制,鼓励金融资本投早、投小、投长期、投硬科技,促进各类资金向中小型科技企业投资,推动先进生产要素向新质生产力集聚。

其次,推动政府投资基金和国有资本成为耐心资本。国家直接扮演耐心资本的角色,以政府投资基金的方式投资科技企业,这种模式在国内外都比较常见。近年来,安徽省合肥市以国有资本主导的风投基金支持科技企业,发展“芯屏汽合、集终生智”八大高科技产业,就是国家扮演耐心资本角色的典型案例。要充分发挥我国以公有制经济为主体、多种所有制经济共同发展的制度优势(葛扬和丁涵浩,2024),构建具有中国特色的风投模式,推动地方政府与国有资本以风投模式布局

^① 《微观察·习近平总书记在企业和专家座谈会上“看准了就坚定不移抓”》,《人民日报》2024年5月28日,第1版。

战略性新兴产业及未来产业,为前期投入多、不确定性大、回报周期长的重大科技创新提供有力支撑,促进产业政策的优化升级,促进国有经济发挥好科技创新、产业控制、安全支撑的作用,推动国有资本与民营资本的协同合作,完善政府基金及国有资本的投资流程与退出机制,以制度优势打造科技企业高质量发展的舞台。

最后,鼓励、支持、引导民间资本成为耐心资本。民间资本规模庞大,对市场变化的敏感度高,同时在传统产业面临激烈竞争,需要寻求更好的投资方向,是耐心资本的重要资金来源。我国的风投行业虽起步晚,但发展迅速,为初创科技企业的发展提供了重要支撑,在当今数字经济领域涌现出一批具有全球影响力的科技企业,民间资本在其中起到了重要支撑作用。我国要鼓励和支持民间资本以风投基金模式投资科技领域,激发市场主体创新活力,引导民间资本服务实体经济、促进科技创新。尤其是要支持数字经济领域头部科技企业的发展,推动头部企业通过公司风投培育新的科技企业,形成良性循环。同时也要重视盈利性风险投资的投机性,坚决防止脱实向虚和金融风险,限制风险投资为追求估值而驱动科技企业争夺市场垄断地位,促进数字经济有序健康发展。

参考文献:

- [1] 葛扬、丁涵浩,2024:《新质生产力与中国式现代化新动能》,《中国经济问题》第3期。
- [2] 李秉藩,1982:《谈谈股份资本的 increase 和平均利润率的关系——〈资本论〉中一个未及深入研究的问题》,《经济研究》第3期。
- [3] 马克思、恩格斯,1995:《马克思恩格斯全集》第三十卷,北京:人民出版社,第529页。
- [4] 马克思、恩格斯,2009:《马克思恩格斯文集》第七卷,北京:人民出版社,第267-268、458-459、465、493、494、496、497、499页。
- [5] 马祖卡托,2019:《创新型政府:构建公共与私人部门共生共赢关系》,北京:中信出版社,第196页。
- [6] 孙元君、严励,2024:《数字经济发展的二元风险:表征、成因及治理路径》,《亚太经济》第6期。
- [7] 希法亭,1994:《金融资本:资本主义最新发展的研究》,福民、张雷声、杨尧军等译,北京:商务印书馆,第122、134页。
- [8] 赵文绪,1986:《关于股份资本的 increase 和平均利润率的关系》,《湘潭大学学报(社会科学版)》第2期。
- [9] Atomico, 2020, “The State of European Tech: The Most Comprehensive Data-driven Analysis of European Technology”, <https://2020.stateofeuropeantech.com/>.
- [10] Balzam G. and N. Yuran, 2022, “Assetization and the Logic of Venture Capital, or Why Facebook Does not ‘Feel’ Like a Monopoly to Zuckerberg”, *Science as Culture*, 31(1), 107-120.
- [11] Block F. and M. R. Keller, 2009, “Where Do Innovations Come from? Transformations in the US economy, 1970—2006”, *Socio-Economic Review*, 7(3), 459-483.
- [12] Bucchianico S. D. and L. Salvati, 2023, “Disentangling the Connection between Marx’s ‘Sixth’ Countertendency to a Falling Rate of Profit and the Rise of Financialisation”, *Cambridge Journal of Economics*, 47(4), 821-834.
- [13] Cooman F., 2024, “Imprinting the Economy: The Structural Power of Venture Capital”, *Environment and Planning A: Economy and Space*, 56(2), 586-602.
- [14] Deeg R. and I. Hardie, 2016, “What Is Patient Capital and Who Supplies It?”, *Socio-Economic Review*, 14(4), 627-645.
- [15] Ivashina V. and J. Lerner, 2019, *Patient Capital: The Challenges and Promises of Long-Term Investing*, Princeton: Princeton University Press.
- [16] Jia L. and D. Winseck, 2018, “The Political Economy of Chinese Internet Companies: Financialization, Concentration, and Capitalization”, *International Communication Gazette*, 80(1), 30-59.
- [17] Lazonick W., 2009, “Sustainable Prosperity in the New Economy?: Business Organization and High-Tech Employment in the United States”, WE Upjohn Institute Working Paper.
- [18] Lerner J. and R. Nanda, 2020, “Venture Capital’s Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn”, *Journal of Economic Perspectives*, 34(3), 237-261.
- [19] Lester R. K. and M. J. Piore, 2004, *Innovation—The Missing Dimension*, Cambridge: Harvard University Press.

- [20] Lewis O. and A. Offer, 2022, “Railways as Patient Capital”, *Oxford Review of Economic Policy*, 38(2), 260–277.
- [21] Li Z. and H. Qi, 2022, “Platform Power: Monopolisation and Financialisation in the Era of Big Tech”, *Cambridge Journal of Economics*, 46(6), 1289–1314.
- [22] Lundine S. N., 1983, “Now Is the Time for a National Industrial Strategy”, *Challenge*, 26(3), 16–21.
- [23] Mazzucato M., 2015, “Innovation, the State and Patient Capital”, *Political Quarterly*, 86(S1), 98–118.
- [24] Perez C. and T. M. Leach, 2022, “The Luddite Legacy: Why the Initial Diffusion of Technologies Does Not Predict the Future of Work”, Beyond4.0 working paper WP7–D7. 2.
- [25] Perez C., 2010, “Technological Revolutions and Techno–Economic Paradigms”, *Cambridge Journal of Economics*, 34(1), 185–202.

Theoretical Foundation and Realization Paths for Developing Patient Capital in the Era of Digital Economy

QI Hao¹, HAN Bohong¹, LI Zhongjin²

1. Department of Economics, School of Economics, Renmin University of China, Beijing, 100872

2. Department of Economics, University of Missouri Kansas City, MO 64110

Abstract: Enhancing patient capital is crucial for China to accelerate the development of high-quality productive forces and foster a positive cycle of “science and technology–industry–finance”. Patient capital represents long-term financial investments in high-tech companies, where investors prioritize long-term benefits over short-term profits. From a historical perspective, the formation of patient capital is driven by three key factors: First, a new wave of technological innovation has created an urge demand for patient capital among tech firms. Second, the state has lowered the entrance barrier and risks for industrial innovations. Third, reforms of the financial system have supplied stable funding sources for patient capital. Patient capital will contribute significantly to the Chinese economy by driving the forces of production, achieving multiple policy objectives, and restoring the macroeconomy by promoting the general rate of profit. To develop patient capital, China should create favorable conditions for industrial innovations and mobilize various sources of funding from governments, state-owned enterprises to private capital. Also, it is essential to be mindful of the speculative nature of profit-driven venture capital. Caution should be exercised to prevent a firm growth model characterized by “Promote monopoly through expansion, and boost valuation through monopoly”.

Key Words: patient capital; venture capital; digital economy era; tech firms; political economy

[责任编辑:张兴祥][英文校对:许梦涵]