

课题组组长 杨大楷

课题副组长 蒋 萍 杨 晔

2008中国投资发展报告

——方兴未艾的产业投资基金

上海财经大学投资研究所

上海财经大学出版社

2008

中国投资发展报告

——方兴未艾的产业投资基金

上海财经大学投资研究所



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

2008 中国投资发展报告:方兴未艾的产业投资基金/上海财经大学投资研究所. —上海:上海财经大学出版社,2008. 10

ISBN 978-7-5642-0299-6/F · 0299

I. 2… II. 上… III. 投资-研究报告-中国-2008 IV. 832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 118361 号

□ 责任编辑 王 刚

□ 封面设计 周卫民

2008 ZHONGGUO TOUZI FAZHAN BAOGAO

2008 中国投资发展报告

——方兴未艾的产业投资基金

上海财经大学投资研究所

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

宝山蔺村书刊装订厂装订

2008 年 10 月第 1 版 2008 年 10 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 20 印张 337 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 32.00 元

2008 中国投资发展报告

——方兴未艾的产业投资基金

编委会主任:王洪卫

编委会委员(按姓氏笔画为序):

王洪卫 应望江 杨大楷 张 欣
高晓晖 姚玲珍 简德三

课题组组长:杨大楷

课题组副组长:蒋 萍 杨 晔

课题组成员(按姓氏笔画为序):

杨大楷 杨 晔 张馨允 姚玲珍 唐征勋
黄 璞 蒋 萍 韩 笑 谢清喜 蔡锦涛

内容简介

本报告在紧密联系 2007 年中国投资运行实践的基础上,通过理论研究、实证分析、数量模型、案例剖析和专题研究五种方法,从产业投资基金入手,深入研究了产业投资基金的理论发展、供求分析、治理结构、投资机制、退出机制、绩效评价、风险防范的理论和实践问题。

ABSTRACT

Closely related with the situations of China's investment practices in 2007, this report probes into the theoretical development of industrial investment fund, by using five theoretical approaches: the theoretical study, the demonstration analysis, the measurement methods, the case analysis, and the subject reports. From the industrial investment fund, the study involves in the theoretical development, the supply and demand analysis, governance structure, the investment mechanism, the withdrawal mechanism, performance evaluation, and risk management. etc.

前 言

《2008 中国投资发展报告》系统地研究了中国产业投资基金的发展问题——针对当前国内外投资领域对中国发展产业投资基金的密切关注而提出的一项重要问题。本报告在紧密联系 2007 年中国投资运行实践的基础上,通过理论研究、实证分析、数量模型、案例剖析和专题研究五种方法,从产业投资基金入手,深入研究了产业投资基金的理论发展、供求分析、治理结构、投资机制、退出机制、绩效评价、风险防范的理论和实践问题。

中国投资成就评价离不开中国投资运行的大背景。由固定产业、金融投资和国际投资组成的中国投资经济,在当前凸显出宏观调控与新政频出、结构变革与环境改善的新趋势。

随着改革开放的深入和社会主义市场经济的发展,中国经济增长逐步实现由片面追求数量、大搞重复建设的粗放型增长方式,开始向既要数量、又要质量、以科技进步为核心的集约型增长方式转变。中国经济发展进入了一个大力调整经济结构、促进产业优化升级的关键时期。在这个过程中,通过金融制度的安排和创新为实体经济提供资金支持就显得十分必要。由于政府财政投资数量有限且难以对其进行有效监管而导致政府投资效率低下,而银行贷款又十分强调安全性,使得银行资金直接进入具有较高风险的产业投资领域的数量也十分有限。同时,作为直接融资的重要场所——证券市场上的融资,更是表现为“僧多粥少”。总的来说,目前产业特别是基础设施产业的资金主要是靠政府发行国债等财政投资,这远远不能满足产业优化

升级的需要,结果是基础设施、高新科技等产业投资乏力问题严重,现实呼唤“金融创新”。产业投资基金正是在这一宏观背景下顺势而出的一种“金融创新”,它不仅仅是一种新的投融资工具,还有一种以促进产业发展为己任,进而支持中国经济发展的一种金融制度创新。

作为市场化的产物,产业投资基金具备市场化运作的特性,但同时又离不开政府的扶持和支持。从2001年“两会”开始,有关产业投资基金法的议案就不断被提交,然而在实际操作方面,产业投资基金运作的进展并不明显。从已经设立产业投资基金来看,大多都具有政府背景:第一产业投资基金——中瑞合作基金,就是由中国国家开发银行与瑞士联邦对外经济部根据中瑞两国政府于1996年10月11日签署的谅解备忘录,共同出资设立的;中比产业投资基金则是由中国财政部、比利时电信、国企及参与部、海通证券和比利时富通银行等多方发起筹备的。2005年底国务院批准国家发改委组织产业投资基金启动。随后,发改委优先在西部地区组织使用产业投资基金;同时,发改委下属的西部开发办公室准备在西南、西北各选择一个地区设立能源产业投资基金和高科技产业投资基金。2006年又特批设立了渤海产业投资基金,规模为200亿元,以此促进和带动环渤海经济的发展。

作为一种面向中国产业的金融投资工具,扶持那些新生企业或项目迅速增长,并支持未上市的优良产业迅速扩张,以求在中国的资本市场上得到最大的业绩回报,以自身资金的实力和在效率上的追求,直接带动中国科技创新、资本市场功能的延伸、投资方式和效率的改变。我们相信,产业投资基金很快将成为一种新的投资方式广泛出现在中国经济社会当中,成为中国在未来20年持续发展的重要支撑点之一。因此,对产业投资基金的研究,无论是从理论上还是实践上都有着重大意义。

我们认为,民间私人资本、保险公司和养老基金、商业银行资金、企业资金、外国投资者和政府资金将成为我国产业投资基金来源的重要组成。从国外产业投资基金制度发展的演进进程来看,在早期阶段,主要是富有个人的资本,随后有不少大型企业开始介入投资领域。到20世纪80年代初,随着银行、保险等金融机构风险管理水平的提高和政府对金融管制的放松,保险公司、商业银行、投资银行等金融机构以及养老基金开始日益成为产业投资基金的主要资金来源。根据不同的国家和地区经济发展特点来看,又呈现出不同的特征:在北美和欧洲等发达市场经济国家,养老基金、银行、富有个人和企业构成了创业投资基金的主要资金来源,而

对于一些新兴工业化国家,政府和一些大企业集团在资金来源上起到了主导性的作用。

公司型产业投资基金将是我国产业投资基金在今后一段时期内的现实选择和发展趋势。通过对有限合伙制、公司制和信托制三种产业投资基金组织形式的比较分析,得出在约束机制、激励机制和投资者收益上,有限合伙制组织形式都具有明显的优势。然而,目前我国正处在经济转型中,有效的产业投资基金组织形式和治理结构的形成和发展存在一系列制度性约束条件,使得有限合伙制在中国的实施还不具备条件。公司制组织形式将在今后一段时期内成为我国产业投资基金组织形式的现实选择和发展趋势。

与经济发展紧密关联的行业都将成为我国产业投资基金重要的投资方向。对于我国这样一个发展中国家来说,产业投资基金的投资方向不应仅仅限于国际上公认的高新技术领域,它所投资的应是经济发展中最需要的行业,只要是在我国经济发展中具有中长期生命力的行业,都可作为产业投资基金投资的方向,且政府可以应用《产业投资指导目录》对我国产业投资基金的投资方向进行引导。

分阶段动态投资安排将成为产业投资基金重要的投资策略安排。由于分阶段投资具有激励功能(激励企业家努力工作)和信息发现功能(信息充分以减少投资决策失误和增加对企业的控制),因此在产业投资基金的投资策略安排中分阶段投资成为其重要组成部分,尤其是对那些信息显著不对称、给监控带来很大成本的早期企业和高科技企业进行投资决策时,更倾向于分阶段投资安排。通过构建产业投资基金分阶段投资的决策模型,使得在某个时点中,基金管理者可根据项目的实际产出和下一阶段的预测产出,对项目的成功概率进行调整,从而决定是否对下一阶段继续投资以及投资的额度。

不同的风险类型应设计出不同的控制策略安排。通过选准产业投资基金的投资方向,确保所投资企业的技术应在国际上处于领先地位来控制产业投资基金的技术风险;通过采取组合投资、联合投资、匹配投资、分阶段投资和限额投资策略来控制产业投资基金的市场风险;通过分权制衡,加强对所投资企业的控制和监管,构建以基金业绩为基础的激励机制来控制产业投资基金的管理风险;通过对政策风险和法律风险实施有效的控制,以减少环境不确定要素,来控制产业投资基金的环境风险。

分级业绩分配方式是产业投资基金业绩激励机制的有效形式。由于

投资者和基金管理人之间存在信息不对称,投资者无法观察到基金管理人是否努力工作,只能看到基金管理人的最后成果即基金收益,因此,产业投资基金的投资者可以在绩效评价的基础上做出相应的制度安排,从而可以有效地控制和监督基金管理人的代理行为。按照基金业绩程度的高低,在一定业绩基准上提取业绩报酬且每个档次所提取的业绩报酬比例各不相同,这种分级业绩报酬对基金管理人更具激励效果。

建立多层次资本市场是确保我国产业投资基金顺利退出的基础。首次公开发行和兼并收购是美国创业投资基金所采取的主要退出方式,此外还有全国性质的纽约证券交易市场、纳斯达克市场,各种场外交易市场和地方性产权交易市场,这种多层次、全方位的资本市场体系保证了美国创业投资基金的顺畅退出,为我国产业投资基金退出机制的构建提供了很好的借鉴。面对不同质量、规模、风险度等的企业,满足高科技开发和产业化不同阶段的需求,通过尽快建立二板市场、发展场外交易市场、鼓励和引导高科技投资企业到海外上市以及发展和完善产权交易市场等方式,在我国构建出一个层次分明的产业投资基金退出市场。

为了深入研究上述问题,本报告附列了一份专题报告。它紧密联系中国的实际,探讨了长江三角洲区域科技产业创新的相关问题。

《2008 中国投资发展报告》是由上海财经大学“211 工程”资助、上海财经大学投资研究所连续追踪研究中国投资领域重大问题的一项专题报告。这份研究报告努力以学者的视角而非投资者或者官方的视角,面对投资领域的现实,提出问题,调查研究,总结经验,提炼观点,形成政策性建议,供政府有关部门、投资公司、研究机构决策时参考。围绕投资领域,上海财经大学投资研究所已经连续 8 年出版了《2000 中国投资发展报告——迈向稳定的证券市场》、《2001 中国投资发展报告——推进成长的风险投资》、《2002 中国投资发展报告——迈向国际化的投资框架》、《2003 中国投资发展报告——转轨经济中的政府投资》、《2004 中国投资发展报告——可持续发展的房地产投资》、《2005 中国投资发展报告——中国投资环境评价》、《2006 中国投资发展报告——可持续发展的开发区》、《2007 中国投资发展报告——蓬勃兴起的中小企业融资》。在《2008 中国投资发展报告——方兴未艾的产业投资基金》这一课题中,上海财经大学的杨大楷教授任组长,蒋萍博士、杨晔博士任副组长。他们主持了报告的写作大纲及初稿的审阅、讨论工作。其中,第一章由杨大楷、韩笑、张馨允撰写;第二章、第三章由杨晔撰写;第四章、第五章、第六章由蒋萍、谢

清喜、唐征勋撰写；第七章由杨晔撰写；第八章由杨大楷撰写；第九章由姚玲珍、蔡锦涛、张馨允、韩笑、黄璞撰写；专题报告由杨晔、蔡锦涛撰写。最后，由杨大楷进行总纂和定稿。

上海财经大学投资研究所
2008年8月

目 录

前言	(1)
第一章 宏观调控中的固定资产投资	(1)
第一节 2007 年宏观经济与固定资产投资态势分析	(1)
第二节 2008 年宏观经济发展与固定资产投资发展趋势	(11)
第二章 改革创新中的金融投资	(26)
第一节 2007 年金融投资回顾	(26)
第二节 2008 年金融投资展望	(42)
第三章 提高开放质量的国际投资	(48)
第一节 2007 年中国外商直接投资态势与发展趋势	(48)
第二节 2007 年中国对外直接投资态势与发展趋势	(59)
第四章 产业投资基金的理论基础	(67)
第一节 产业投资基金的界定	(67)
第二节 产业投资基金是投资基金和产业投资的有机融合体	(84)
第三节 产业壁垒与规模经济理论	(87)

第四节	风险规避与投资组合理论	(91)
第五节	专业化与交易费用理论	(99)
第六节	信息不对称与委托代理理论	(102)
第五章	产业投资基金的经济分析	(109)
第一节	产业投资基金的需求分析	(109)
第二节	产业投资基金的供给分析	(127)
第六章	产业投资基金的组织形式和治理结构研究	(140)
第一节	产业投资基金组织形式的比较分析	(140)
第二节	不同组织形式产业投资基金治理结构的比较	(146)
第三节	国际产业投资基金组织形式及我国的选择	(160)
第七章	产业投资基金的投资机制研究	(171)
第一节	产业投资基金的投资决策	(171)
第二节	产业投资基金的投资契约安排	(186)
第三节	产业投资基金投资项目的后续管理	(202)
第四节	产业投资基金的投资风险管理	(208)
第八章	产业投资基金的绩效评价与激励机制研究	(217)
第一节	产业投资基金的绩效评价方法分析	(217)
第二节	产业投资基金的激励机制分析与设计	(222)
第九章	产业投资基金的退出机制研究	(234)
第一节	产业投资基金退出的主要渠道	(234)
第二节	产业投资基金退出决策	(237)
第三节	可转换优先股与产业投资基金的有效退出： 一个理论模型	(250)

第四节	我国产业投资基金退出机制的构建	(255)
专题	长江三角洲区域科技创新能力研究	(259)
第一节	长江三角洲区域科技创新现状分析	(259)
第二节	长江三角洲区域科技创新能力评价	(269)
第三节	提升长江三角洲区域科技创新能力的政策建议	(290)
参考文献		(296)

第一章

宏观调控中的固定资产投资

第一节 2007 年宏观经济与固定资产投资态势分析

一、2007 年宏观经济与固定资产投资分析

2007 年是我国经济十分不平凡的一年。国际货币基金组织最新出版的《世界经济展望》一书认为,2007 年我国经济发展可望超过美国,首次成为对全球经济增长贡献最大的国家。中共十七大对新阶段我国经济社会发展的目标、任务、措施作了全面部署,对进一步深化改革、完善和加强宏观调控提出了新的要求。同时,当前经济运行中的一些体制性、机制性和结构性矛盾及问题还比较突出,世界经济增长的不确定性也较大。例如,经济过热倾向开始凸显,结构性不平衡日益明显,通胀预期加速抬头,贸易顺差依然上升,人民币升值压力仍将存在,资产价格泡沫令人担忧,国际流动性和美国次贷危机带来调控难度,全球经济放缓迹象开始影响中国。这些因素,为经济发展增添了不确定性。

总体来说,我国宏观经济运行的主要特点可以用“三高三快”来概括:“三高”是指投资、消费、净出口三大需求均保持较高增速;“三快”是指人民币升值加快、居民消费价格涨幅较快、资产价格上涨过快,这“三快”也是影响我国经济走势与政策取向的主要问题。

(一)经济保持稳定快速的增长

据国家统计局初步核算,全年国内生产总值246 619亿元,比上年增长11.4%,加快0.3个百分点,连续五年增速达到或超过10%。分季度看,一季度增长11.1%,二季度增长11.9%,三季度增长11.5%,四季度增长11.2%。分产业看,第一产业增加值28 910亿元,增长3.7%,回落1.3个百分点;第二产业增加值121 381亿元,增长13.4%,加快0.4个百分点;第三产业增加值96 328亿元,增长11.4%,加快0.6个百分点。虽然GDP高速增长,但由于经济增长依然保持在健康轨迹之上,高速度并没有造成全面紧缩。

(二)CPI^①温和上扬,物价基本平稳

消费价格和房屋销售价格的上涨是拉动2007年价格上涨的主要原因。官方数据表明,全年居民消费价格上涨4.8%,涨幅比上年提高3.3个百分点(12月上涨6.5%),其中城市上涨4.5%、农村上涨5.4%。食品、居住价格上涨是拉动价格总水平上涨的主要原因。从对拉动价格的力度来看,食品价格上涨12.3%,拉动价格总水平上涨4.0个百分点;居住价格上涨4.5%,拉动价格总水平上涨0.6个百分点。在食品价格构成中,粮食上涨6.3%,肉禽及其制成品上涨31.7%,禽蛋上涨21.8%。其他商品价格有涨有落。全年商品零售价格上涨3.8%(12月上涨5.6%),原材料、燃料、动力购进价格上涨4.4%(12月上涨8.1%),工业品出厂价格上涨3.1%(12月上涨5.4%)。全年70个大中城市房屋销售价格比上年上涨7.6%,涨幅比上年提高2.1个百分点。

除了以上两个主要因素外,背后至少还隐藏着五个可能引起价格上涨的因素。一是成本推动因素。2006年以前生产资料价格指数PPI一直明显高于CPI,它对CPI的上扬有一个传导过程;同时,职工工资的增加也会推动CPI的上扬。二是需求拉动因素,主要表现为货币供给和流动性过剩问题。流动性过多,必然引发更多的需求。三是经济增长特别是投资增长太快。四是节能减排的要求。“十一五”规划要求单位GDP

① CPI指价格指数。

能耗降低 20%，主要污染物排放要减 10%。这个任务在 2006 年完成得不理想，2007 年开始采取很多强硬的措施，初步取得了一定成效。从长期看，这是利好，但短期内却使得成本上升，从而推动价格上扬。五是受国际市场上石油、谷物等价格飙升的影响。

(三)居民收入不断提高，消费需求保持旺盛

我国国内消费增速从 2004 年开始不断提高，2006 年 3 月后进入加速增长阶段。2007 年 1~11 月，社会消费品零售总额累计同比增长 16.4%，是 1997 年以来的最高名义增长率；扣除价格因素，实际增长 14.7%，比 2006 年的 12.6% 高出 2.1 个百分点。

消费的增长主要是因为城乡居民收入和就业的增长。2007 年前 3 个季度，城镇居民人均可支配收入实际增长 13.2%，增幅高于 2006 年同期 3.2 个百分点；农村居民人均现金收入实际增长 14.8%，高于 2006 年同期 3.4 个百分点。截至 2007 年 9 月末，全国城镇累计新增就业人数 920 万人，已实现全年 900 万人的目标。同时，近两年来，各级政府全面落实科学发展观，大大增加了教育、医疗、社会保障等公共产品的投入，增强了居民的消费倾向。此外，股票市场的火爆和政府部门员工工资的较大幅度提高也推动了消费的增长。

(四)市场销售份额增长快，并且增速逐步提高

2007 年，我国社会消费品零售总额达 89 210 亿元，比上年增长 16.8%，提高 3.1 个百分点（12 月 9 015 亿元，增长 20.2%）。从不同的角度来说，首先分行业看，批发和零售业同比增长 16.7%，住宿和餐饮业同比增长 19.4%。限额以上批发和零售业大宗商品零售中，石油及制品类、汽车类、建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类、服装鞋帽、针纺织品类、化妆品类、体育娱乐用品类均增长 20% 以上。其次分城乡看，城市消费品零售额达 60 411 亿元，增长 17.2%，加快 2.9 个百分点；县及县以下消费品零售额达 28 799 亿元，增长 15.8%，加快 3.2 个百分点。

(五)货币供应量大，流动性过剩，贷款增加多

据官方数据统计，2007 年 12 月末广义货币（M2）余额 40.3 万亿元，比上年末增长 16.7%，回落 0.2 个百分点；狭义货币（M1）余额 15.3 万亿元，增长 21.0%，加快 3.5 个百分点；流通中货币（M0）余额 30 334 亿元，增长 12.1%，回落 0.6 个百分点。金融机构的人民币各项贷款比年初增加 36 323 亿元，比上年多增 4 482 亿元。各项存款比年初增加 53 878 亿元，比上年多增 4 599 亿元。全年投放现金 3 262 亿元，比上年多投放 221 亿