



金融博士论丛·第十一辑

中国产业 投资基金

综合绩效及发展战略研究

Study of Synthetical Performance and
Development Strategy about Industrial
Investment Fund in China

李素梅 著



中国金融出版社



金融博士论丛·第十一辑

中国产业 投资基金

综合绩效及发展战略研究

**Study of Synthetical Performance and
Development Strategy about Industrial
Investment Fund in China**

李素梅 著



中国金融出版社

责任编辑：赵天朗 卿尚莲

责任校对：张志文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国产业投资基金综合绩效及发展战略研究 (Zhongguo Chanye Touzi Jijin Zonghe Jixiao ji Fazhan Zhanlue Yanjiu)/李素梅著. —北京：中国金融出版社，2008. 8

(金融博士论丛. 第11辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4747 - 5

I. 中… II. 李… III. 产业—投资—基金—研究—中国
IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 121180 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 7.875

字数 185 千

版次 2008 年 8 月第 1 版

印次 2008 年 8 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4747 - 5/F.4307

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序

《中国产业投资基金综合绩效及发展战略研究》一书即将出版，作为作者的导师，感到欣慰并受托为此作序。

产业投资基金，是指直接投资于产业，主要对未上市企业提供资本支持的集合投资制度，它是一个与证券投资基金相对等的概念。2006年12月31日，渤海产业投资基金在天津设立，这是我国第一家正式经过国家批准、全中资背景的产业投资基金。渤海产业投资基金具有试点和开创的特征，对于我国投融资体制的改革和建立多层次资本市场具有明显的示范意义。与此同时，对许多相关的理论与实际问题，诸如产业投资基金优化产业结构，促进产业升级的作用机理与作用空间、如何发挥产业投资基金改善融资结构，提高融资效率的作用、如何提高产业投资基金所投资企业公司治理的有效性以及如何建立和建立一个什么样的管理产业投资基金的基金管理公司有效运行机制等一系列问题，需要进行深入的探讨和研究。在这样的背景下，作者以产业投资基金为题进行研究，是有较强的理论意义和实际意义的。

近几年来，作者对产业投资基金问题产生了浓厚的兴趣并进行了系统深入的研究，《中国产业投资基金综合绩效及发展战略研究》是作者多年潜心研究成果的结晶，作者从宏观、中观和微观三个层面对中国产业投资基金问题进行较为系统和详尽的阐述，提出了一些有新意和值得深入讨论的观点。特别是在产业投资基金的微观运作方面，作者特别强调产业投资基金的募集，应重点考虑两大投资主体：一是养老基金，即养老基

金投资产业投资基金，实现养老基金的保值增值。二是民间资本，即借助产业基金，开辟中国资本流动与民间投资的新途径。并提出在初期发展中，要以私募方式为主。经过中美比较研究，作者认为中国应区别于美国养老基金投资趋向，中国养老金应重点投资产业投资基金和货币市场基金。依照产业投资基金运行模式来管理和营运养老基金，必将有力地推动养老基金资产的科学管理，有效杜绝对养老基金被挤占挪用和低效运作。针对传统的融资方式对民间投资发展的制约，作者在本书中阐述了“借助产业基金发展民间金融市场”的理念和观点。建议要充分利用民间资本投资产业，开辟资本流动与民间投资的新途径，以实现产业投资基金与融资项目的合理有效对接，提高以产业投资基金为代表的股权投资比例，减少债权投资，有效解决民营中小企业融资难的问题。针对中国特色产业投资基金发展中，政府职能定位问题，作者经过研究得出的结论是：政府对产业投资基金的管理主要集中在如下三方面：一是设立产业投资基金的总额度；二是对产业投资基金的创立集中审批；三是监督产业投资基金设立及运行的各个环节。但是，政府不宜干预其具体运作。

目前，国内对产业投资基金进行系统研究的成果还不多见，本书以经济学理论为基础，全面深入研究了中国特色产业投资基金综合绩效的真实内涵以及实现综合绩效的发展战略选择，其可贵之处在于该书的系统性和探索精神。当然，仅依靠一本书的篇幅不可能穷尽产业投资基金这一全新的课题，该书对于有些问题的研究，比如对产业投资基金投资项目源等问题的研究，还有待于进一步深入。希望作者继续关注并潜心研究该领域的理论和现实问题，为我国经济又好又快的发展作出贡献。

高正平

2008年6月

摘 要

本书以中国经济现实存在的问题，特别是融资问题为切入点，以经济学理论为基础，借鉴并引用了西方相关理论及实际研究成果，分析了中国特色产业投资基金本身具有的特殊性，构建了中国特色产业投资基金综合绩效及发展战略的研究体系。该体系表明，中国特色产业投资基金有三个层面：一是中国发展产业投资基金的原因，即必要性研究。二是中国发展产业投资基金要达到的综合绩效，即目标研究。三是中国特色产业投资基金发展战略研究，即路径选择研究。

沿着上述逻辑分析思路，本书创新性地提出“产业投资基金综合绩效”的概念，并赋予其客观真实内涵，以实现西方经济学理论与中国国情的有效结合，并突破了产业投资基金绩效考察的指标视觉范围，走出就基金论基金的藩篱。本书重点分析了产业投资基金微观绩效、中观绩效及宏观绩效的特定内涵及机理功效，并在此基础上，研究了实现产业投资基金综合绩效的战略选择及在发展中应明确和注意的问题，有的放矢，避免盲目地无效运作，避免加大机会成本。

全书始终沿着提出问题，构建研究体系，阐述研究观点的技术分析思路，并以此搭建研究框架。采用实证分析、计量模型分析、案例分析等多种研究方法和手段，全书呈现先铺垫，再展开，然后收尾的“橄榄形”。

本书的研究体系设计如下：

全书从逻辑上分为三大部分，各部分既自成体系，又相互

呼应。

第一部分：第1~2章，为导论及概念诠释部分。从中国发展产业投资基金的原因及概念的界定入手，引出全文。

第二部分：第3~6章，为本书的核心部分。即中国发展产业投资基金要达到和可能达到的绩效，即综合绩效研究。该部分紧紧围绕这一主题，自下而上，逐层展开。

第三部分：第7章，为论著的结尾部分。这部分是关于实现综合绩效的产业投资基金发展战略研究，即为了实现产业投资基金综合绩效而采取的既符合中国国情又具有实际操作性的发展战略模式。

总之，本书通过研究，明确了产业投资基金作为一种创新的金融制度应有的特殊功效，并且根据国情，构建了具有中国特色的产业投资基金综合绩效的理论研究体系，为产业投资基金向纵深发展奠定了一定的理论基础。

关键词：产业投资基金 综合绩效 微观绩效 中观绩效
宏观绩效

Abstract

Given the background of the existing economic problems and particularly the financing problem in China, this book builds a system concerning performance and development strategy of industrial investment fund by referring to some western theories as well as research achievements and analyzing the unique feature of industrial investment fund in China. The system is composed of three parts: the first part deals with the reasons behind the development of industrial investment fund in China; the second part focuses on the objective of developing industrial investment fund in China; the third part refers to the route research of the development strategy of industrial investment fund in China.

Based on the above-mentioned thread of logic, the book puts forward the concept of synthetical-performance of industrial investment fund and the connotation beneath by combining western theories and China's national conditions. The book emphasizes upon the connotation and mechanism of the Micro-Performance, Medium-Performance and Macro-Performance of industrial investment fund, through which the book not only realizes the purpose of analyzing the problems, but also provides strategy which will be useful in avoiding ineffectiveness and the increase of opportunity cost.

The book follows the path of putting problems first, and then builds research system, and expounds the main idea. Special meth-

ods of analysis are used in each chapter. For example, comparative analysis, optimization analysis, and case study and so on. Starting with a general description, followed by detailed discussion, and then finally gets a conclusion. The process makes the system seems like a “Chinese olive”.

This book contains three parts which are independent and inter-related.

The first part (chapter 1 – 2) supports the definition of industrial investment fund and its development situation in China.

The second part (chapter 3 – 6) plays a crucial role in the book, concentrating on the “Synthetical-Performance” of industrial investment fund.

The third part (chapter 7) serves as the conclusion part, focusing on the study of development strategy of industrial investment fund in China.

In conclusion, the book clarifies the due functions of industrial investment fund as an innovative financial system. On the basis of China’s national condition, it forms the theoretical framework concerning synthetical-performance of industrial investment fund and lays a theoretical foundation for further research of industrial investment fund.

Key words:

Industrial Investment Fund

Synthetically-Performance

Micro-Performance

Medium-Performance

Macro-Performance

目 录

1 导论	1
1.1 选题原因	1
1.1.1 选题原因之一：源于现实经济问题的思考	1
1.1.2 选题原因之二：源于理论研究问题的思考	4
1.1.3 国外成功经验带来的启示	7
1.2 文献综述	9
1.2.1 国外有关产业投资基金的文献	9
1.2.2 中国产业投资基金理论研究成果	27
1.3 研究方法、思路及内容结构	34
1.3.1 技术思路	34
1.3.2 内容结构	36
1.4 主要结论及创新点	38
1.4.1 研究结论	40
1.4.2 创新之处	43
2 产业投资基金诠释及在中国发展的现状	46
2.1 产业投资基金特征分析	46
2.1.1 产业投资基金属于专家管理型的 金融资本	46
2.1.2 产业投资基金是定位于实业的金融资本	47
2.1.3 产业投资基金为私募股权基金	48

2.1.4	产业投资基金的市场化运作特征	48
2.2	产业投资基金与其他投资方式的比较分析	49
2.2.1	产业投资基金与证券投资基金的比较分析	49
2.2.2	产业投资基金股权投资与债权投资的 比较分析	51
2.2.3	产业投资基金与创业投资基金的关系	52
2.2.4	产业投资基金概念最终诠释	56
2.3	产业投资基金在中国的发展	57
2.3.1	中国现有产业投资基金概况	58
2.3.2	中国产业投资基金市场基本格局	60
3	产业投资基金微观绩效研究	65
3.1	产业投资基金与公司融资、控制和管理	66
3.1.1	关于公司融资的一般经济学分析	66
3.1.2	融资结构和公司治理的关系	70
3.1.3	产业投资基金是投资和融资的新渠道	75
3.1.4	产业投资基金对公司治理、控制和 管理的影响	79
3.2	产业投资基金对养老保险基金的功效分析	86
3.2.1	美国退休基金与共同基金的 关联效应分析	87
3.2.2	养老基金投资产业投资基金的必要性分析	98
3.3	产业投资基金与资本市场	103
3.3.1	中国现代资本市场发展实践与状况分析	104
3.3.2	发展产业投资基金, 培育和健全资本市场 结构体系	107
4	产业投资基金中观绩效研究	111
4.1	产业结构优化的产业经济学原理	112

4.1.1	产业结构的经济学内涵	112
4.1.2	产业结构与经济增长关系的 理论演化历程	114
4.2	产业投资基金集合投资优势对产业 结构优化的功效	117
4.2.1	产业投资基金优化产业结构的 客观性考察	118
4.2.2	产业投资基金优化产业结构的路径阐释	120
4.3	产业投资基金开辟中国基础产业投资新途径	127
4.3.1	中国基础设施产业现状——喜忧参半	128
4.3.2	产业投资基金引领民间资本投资基础 设施产业	133
4.3.3	案例分析：产业投资基金提高基础设施 产业效率的现实可行性——澳大利亚基 础设施产业投资基金的借鉴	137
5	产业投资基金宏观绩效研究	143
5.1	产业投资基金的宏观政策效应——基于金融 对产业政策支持思考	143
5.1.1	金融支持产业政策的背景分析	143
5.1.2	产业政策金融支持的国际比较及启示	147
5.1.3	构建产业投资基金配合产业政策的有效 框架	150
5.2	金融系统发展与工业化过程相关性的 理论分析	153
5.2.1	产业投资基金宏观绩效体现在金融系统的 功能与产业发展	153
5.2.2	产业投资基金是金融系统发展配合产业	

政策的契合模式	156
5.3 产业投资基金与经济增长	160
5.3.1 产业投资基金与经济增长的关系分析—— 基于金融与经济增长关系的理论研究	160
5.3.2 产业投资基金对经济增长的促进及 功能途径	164
6 产业投资基金开辟中国资本流动与 民间投资发展的新途径	168
6.1 资本流动与投资理论回顾与评析	168
6.1.1 资本的纵向流动理论	169
6.1.2 刘易斯二元结构理论对资本流动的 理论解释	172
6.2 融资方式对中国民间投资发展的制约分析	173
6.2.1 间接融资方式严重制约民间投资发展	175
6.2.2 中国资本市场对民间投资发展的 制约分析	176
6.2.3 制约民间投资发展的其他因素分析	179
6.3 产业投资基金促进民间投资效应分析	183
6.3.1 产业投资基金引导民间资本流动和 民间投资的经济学分析	183
6.3.2 产业投资基金促进民间投资发展的预测分析—— 基于民间金融促进民间投资的实证考察	185
7 实现综合绩效的产业投资基金发展战略研究	191
7.1 产业投资基金发展战略选择之一 ——投资方向的确立	192
7.1.1 基于不同投资主体投资效率的实证分析	193

7.1.2 不同投资主体对经济增长贡献的模型	194
7.1.3 产业投资基金投资方向的选择——国外产业 投资基金投资方向借鉴及启示	198
7.2 产业投资基金发展战略选择之二 ——发展路径的选择	200
7.2.1 原则和策略	200
7.2.2 产业投资基金组织形态及类型的选择	202
7.2.3 中国产业投资基金发起设立方式的选择	205
7.2.4 构建多层次产业投资基金退出流通市场	207
7.3 产业投资基金发展战略选择之三 ——制度建设的加强	210
7.3.1 有效法规的确立及执行监督的协调配合	210
7.3.2 惠及产业投资基金发展的宽松政策 环境的构建	212
参考文献	220
后记	231

1

导论

1.1 选题原因

中国第一只产业投资基金——天津渤海产业投资基金诞生之时，正值本人刚从美国做访问学者归来。此前曾对投资基金有过一些学习和研究，并发表过几篇相关的文章，但真正对产业投资基金的关注，始于我的博士论文。最终确定以“中国产业投资基金综合绩效及发展战略研究”为博士论文选题，除了兴趣之外，更多的是基于以下几个方面的理性思考。

1.1.1 选题原因之一：源于现实经济问题的思考

中国经济在快速发展转轨的同时，也遇到许多棘手的难以解决的问题。就融资领域凸显的问题而言，大致归纳为如下几个方面：

首先，非上市公司融资难问题突出。国有企业改制重组，缺乏盘活资金。

其次，由融资方式失衡导致的资本市场结构不平衡。

再次，由投融资体制问题导致的基础设施产业投资效率低下，产业结构不合理等。

如上述问题得不到应有的解决，将成为制约经济持续健康发展的“瓶颈”。本书希望通过研究，探讨出一套借助发展产业投资基金，解决上述一系列问题的切实可行的思路，并最终构建符合中国国情的、有效的金融制度，这是本人选题的主要动机，下面进行具体阐释。

1. 希望通过发展产业投资基金盘活资金，解决非上市公司融资问题。中国的经济改革，实质上是一个经济市场化的过程。经济市场化包括两个方面：一是发育的市场体系，二是建立规范的微观主体，建立现代企业制度。在一定程度上，微观主体的市场化运作更加重要。作为微观主体的基本单位——企业，在市场化运作过程中，遇到的主要问题就是资金缺乏。盘活资金存量需要资金，国企重组也需要资金。近几年来，尽管社会资金相对充裕，但缺乏一套有效的金融制度将分散的资金聚集起来并进行合理有效的配置。国有企业存量资产的盘活，由于启动资金不到位，结果是与许多市场机会擦肩而过。如果产业投资基金投资于国有企业，就可以使本来拥有传统优势的企业，经过盘活重组，重新进入新市场。

同样，企业面临的另一个问题就是高负债，要解决这个问题，增加资本投入，不能单纯依赖上市途径，开辟非上市企业的资本融通渠道是一个更加棘手的问题。本人希望通过该课题的研究，探讨产业投资基金作为非上市企业的股权投资工具，为非上市企业提供资本支持的运作模式，并希望通过调整权益融资比例的调整，改善企业的资本结构，提高企业的资本获利能力，为建立有效的融资机制提供新的模式。从而促进产业资本与金融资本的融合。

2. 希望通过发展产业投资基金优化资本市场结构。制约

中国资本市场发展的因素很多,但融资方式的失衡是一个重要因素。表现为直接融资发展滞缓,融资渠道狭窄。其后果是在加大了商业银行信贷压力的同时,加大了企业的筹资成本。要解决融资方式的非均衡发展问题,以实现合理均衡地调节直接融资和间接融资比例,单纯依靠政府的力量无法解决这个问题。本人希望通过该课题的研究,探讨出一套产业投资基金在企业的创新发展、企业的并购重组及基础设施的建设中,不但能够提供重要的资金支持,而且能够进行有效的监督管理,从而解决中国融资方式的非均衡及融资效率低下的问题。

3. 希望借助发展产业投资基金推进投融资体制改革,开辟基础产业投资新途径。中国的投融资体制改革严重滞后于经济的发展速度,突出表现为政府投资基础设施产业的低效率。本人希望通过该课题的研究,探讨借助发展产业投资基金,培育新型市场化投融资主体,特别是培养理性的机构投资者,促进投资主体多元化的有效途径。试想,如果中国的投融资体制能够适应市场经济的运行规律,那么,产业投资基金投资基础设施产业,就能够解决基础设施产业投资低效的问题,改变长期以来依靠财政低效投资的局面,这必将有利于推进基础产业的快速发展。从世界发达国家来看,实现基础设施产业融资的证券化,特别是利用产业投资基金为基础设施产业发展提供融资支持,是一条行之有效的理想途径。

4. 希望通过发展产业投资基金增强产业政策效应,优化产业结构,促进经济增长方式的转变。长时期以来,基础产业和加工产业的非均衡性一直制约着中国经济增长的速度和质量,经济发展需要借助产业结构的不断调整来提高经济增长的质量。产业结构的调整包括对现有不合理的产业结构的优化和升级两个方面。结构调整,无论是存量的增加,还是增量的调