



金融博士论丛·第十三辑

经济转型期产业成长 与产业投资基金研究

JINGJI ZHUANXINGQI CHANYE
CHENGZHANG YU CHANYE TOUZI
JIJIN YANJIU

向吉英 著



中国金融出版社

金融博士论丛
JINRONG BOSHI LUNCONG

第十三辑

**经济转型期产业成长
与产业投资基金研究**



中国金融出版社

责任编辑：吕楠

责任校对：孙蕊

责任印制：张莉

图书在版编目 (CIP) 数据

经济转型期产业成长与产业投资基金研究 (Jingji Zhuanxingqi Chanye Chengzhang yu Chanye Touzi Jijin Yanjiu) / 向吉英著. — 北京: 中国金融出版社, 2010. 9

(金融博士论丛. 第十三辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5562 - 3

I. ①经… II. ①向… III. ①产业—经济发展—研究—中国 ②产业—投资—基金—研究—中国 IV. ①F124②F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 125398 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 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) 66076833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 9

字数 224 千

版次 2010 年 9 月第 1 版

印次 2010 年 9 月第 1 次印刷

定价 29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5562 - 3/F. 5122

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

0 导言	1
0.1 选题原因与文献综述	1
0.2 研究方法和内容结构	6
0.3 主要结论及创新点	10
1 产业与产业成长	13
1.1 产业生命周期与产业分类	13
1.1.1 产业的界定	13
1.1.2 产业生命周期	17
1.1.3 产业分类	21
1.2 产业成长及其阶段特征	23
1.2.1 产业成长的含义和产业成长轨迹	23
1.2.2 产业成长的阶段性及其主要特征	29
1.2.3 产业成长层级与产业升级	33
1.3 产业成长的动力机制与产业成长模式	34
1.3.1 产业成长动力机制的系统分析	34
1.3.2 产业成长的模式	40
1.4 产业成长与产业结构及产业组织的关系	44
1.4.1 产业成长与产业结构的关系	45
1.4.2 产业成长与产业组织的关系	50
2 不同类型产业的成长及其投资特性比较	56
2.1 自然垄断性产业的成长及其投资特点	56

2.1.1	自然垄断性产业的经济性质	56
2.1.2	自然垄断性产业的成长与投资特点 ——以基础设施产业为例	62
2.2	竞争性产业的成长与投资特性	67
2.2.1	竞争与竞争性产业	67
2.2.2	竞争性产业成长与投资特性	73
2.3	高新技术产业成长与投资特点	75
2.3.1	高技术与高技术产业成长特性	76
2.3.2	高技术产业的投资特性	81
3	我国产业成长与产业投资状况及其问题	84
3.1	我国产业成长的状况	84
3.1.1	改革开放以来我国产业成长的基本状况	84
3.1.2	改革开放以来我国产业成长的基本特征	97
3.2	我国产业成长存在的问题	99
3.2.1	产业成长迟滞与产业结构转换缺口问题	100
3.2.2	产业成长畸形与产业组织的优化问题	102
3.2.3	产业成长脆弱性与产业技术依存度高的问题	107
3.3	我国产业投资状况和问题	109
3.3.1	改革开放以来我国产业投资的基本状况考察	109
3.3.2	我国产业投资存在的问题	117
3.3.3	我国产业投资低效的原因分析	120
4	产业成长的金融支持	124
4.1	融资方式比较、选择因素及其演变	124
4.1.1	直接融资与间接融资的成本、风险及效率分析	124
4.1.2	融资方式选择的影响因素	129
4.1.3	经济发展中融资方式的演变	132

4.2 不同类型产业对融资方式的选择	136
4.2.1 垄断性产业和竞争性产业对融资方式的选择	136
4.2.2 高新技术产业对融资方式的选择	137
4.3 需求与金融创新：创业投资基金产生的原因分析	141
4.4 一个自然的推理：从创业投资基金到产业投资基金	145
5 产业投资基金概述	147
5.1 产业投资基金的定义和特点	147
5.1.1 投资基金起源与发展	147
5.1.2 产业投资基金的定义	149
5.1.3 产业投资基金的特点	152
5.2 产业投资基金分类	156
5.2.1 新兴产业或高新技术产业投资基金	157
5.2.2 支柱产业或战略产业投资基金	160
5.2.3 衰退产业和产业重组基金	161
5.2.4 基础设施产业投资基金	163
5.3 产业投资基金组织模式比较	165
5.3.1 公司型和契约型投资基金	165
5.3.2 封闭式投资基金和开放式投资基金的比较	168
5.3.3 私募投资基金与公募投资基金的比较	171
6 产业投资基金理论分析	173
6.1 产业壁垒与规模经济理论	173
6.1.1 产业壁垒对产业投资的影响	173
6.1.2 产业投资基金集合投资的优势分析	179
6.2 风险规避与组合投资理论	182
6.2.1 收益与风险的关系	182
6.2.2 资产组合理论及其发展	185

6.2.3 产业投资基金的投资组合分析	191
6.2.4 小结	194
6.3 专业化与交易费用理论分析	194
6.3.1 交易费用对投资的影响	195
6.3.2 产业投资基金：专业化与交易成本的降低	198
6.4 产业投资基金的委托—代理关系及其治理结构分析	200
6.4.1 不对称信息与委托—代理理论	200
6.4.2 产业投资基金中的委托—代理问题	204
6.4.3 产业投资基金的治理结构与委托—代理 关系的改善	206
7 产业投资基金运作机制、风险控制与业绩评价	211
7.1 产业投资基金的运作机制	211
7.1.1 产业投资基金运作的基本程序	211
7.1.2 产业投资基金的资金筹集机制	213
7.1.3 产业投资基金的资金退出机制	218
7.2 产业投资基金的风险控制	221
7.3 产业投资基金的业绩评价	226
8 经济转型期发展产业投资基金的意义及其战略选择	233
8.1 经济转型期我国发展产业投资基金的意义	233
8.1.1 产业投资基金与产业结构转换	233
8.1.2 产业投资基金与产业重组、国有股减持和 国有企业改革	237
8.1.3 产业投资基金与投融资体制改革和创新	240
8.2 我国产业投资基金发展历程	243
8.3 我国产业投资基金定位与发展模式选择	246
8.3.1 我国产业投资基金定位	246

8.3.2 我国产业投资基金模式选择	250
8.4 发展我国产业投资基金的战略原则和措施	255
8.4.1 发展我国产业投资基金的战略原则	255
8.4.2 发展我国产业投资基金的战略措施	256
参考文献	263
后记	274

0

导 言

0.1 选题原因与文献综述

.....

我国正处于经济转型期，一方面经历着从传统计划经济体制全面向市场经济体制转轨，另一方面经历着从不适应市场环境的经济结构向适应市场变化和消费结构升级的新经济结构转变，其中，产业结构转换起着关键和主导作用。产业结构转换的实质是使欠成长产业得到成长，特别是代表产业发展方向的高新技术产业、具有基础作用的基础设施产业和应该起支柱作用但未能实现其功能的产业的成长，能够弥补产业结构转换中的“缺口”或“空洞”，最后达到整个产业结构的协调和升级。因此，如何促进欠成长产业较快地得到成长，迅速使我国的产业结构协调和合理，是现实中面临的一个重大课题。

促进产业成长是一个系统工程，需要综合地采取措施，但总体上说，投融资体制的改革和创新是其中的关键。我国的投融资体制改革在总体改革进程中显得比较滞后，投融资体制及其投资工具和

手段的落后成为我国经济结构调整的主要障碍。因此,从理论上和实践中探索新的投融资工具,进行投融资的制度创新,使其能够适应新的市场环境的变化和新兴产业的成长,在当前显得十分紧迫。因为产业结构的调整和新兴产业的成长离不开金融制度的支持,而且发达国家和发展中国家的经验证明,任何一种产业凭其自然成长和自然衰退都将是一个漫长的过程,这对处于相对落后的国家是不能容忍的也是不明智的,因为前人的经验可以借鉴,自身所具有的后发优势可以充分发挥。但是政府不分产业特性对所有产业的成长过分地直接干预,实践证明是没有效率的,而且将会导致产业的畸形成长,最后损害的是整个产业结构和经济结构。传统的投融资模式和机构如银行由于其运作机制的局限对新兴产业的成长和新的投融资需要的支持无能为力或不愿介入。在此情况下,适时地对投融资制度和工具进行创新,推出一些新的、适应市场的商业化运作的资本制度和投融资工具,促进欠成长产业和新兴产业的成长,显然是民间和政府都愿意看到的。

产业投资基金就是顺应上述要求而产生的一种金融创新,它既是一种金融制度也是一种投融资工具。产业投资基金是市场化的产物,天生具备市场化运作的特性,但同时,它存在的条件较为苛刻,又需要政府的扶持与支持,因而与政府有一种紧密的关系,但这种关系属于间接支持而不是直接干预。这些与后发展国家的经济要求是一致的,特别是在我国处于经济转型时期,市场经济体制尚未完全建立,政府在投融资领域的介入还仍然比较深入,特别是对基础设施产业和一些重要的战略产业的投资渠道没有完全开通,如果没有政府的引导投入,这些产业的成长将会受到严重的影响。产业投资基金在发展初期是受到政府严格管制的,对投资产业的选择是在产业政策的指导下进行的,其运作过程也会受到有关监管部门的严格监控,使其能够在逐步规范而不引起较大规模的波动和冲击下发展。2006年12月,国家发展改革委批复成立了我国第一家私募产业

投资基金，即渤海产业投资基金；截至2009年6月，我国现存的产业投资基金共三批总计10只，除了第一只的渤海产业投资基金外，有第二批获批的山西能源基金、广东核电产业基金、上海金融基金、四川绵阳高科基金、中新高科产业投资基金和第三批获批的华禹水务产业投资基金、天津船舶产业投资基金、城市基础设施产业投资基金、东北装备工业产业投资基金，总规模超过1400亿元人民币。^①目前，对产业投资基金的研究和运作仍处于摸索过程中。

对产业成长和产业投资基金的研究一方面是试图对我国原有的主要包括产业结构、产业联系、产业组织和产业政策四个领域的产业经济学范围有所拓展，丰富和发展具有中国特色的产业经济学。对产业成长的研究显然有助于人们认识产业成长规律，在产业结构调整 and 促进产业成长中能够制定出合理的产业政策和采取合理的推进手段和措施。另一方面是对产业投资基金这一种新的投融资工具试图围绕促进产业成长这一中心目的，从产业经济学、投资经济学、交易费用经济学、信息经济学等现代经济理论的角度阐释其理论基础，从而深化对产业投资基金的认识。我国在是否应快速推出产业投资基金这一新的投融资工具目前正处在热烈的讨论中，因此，从产业成长的角度研究产业投资基金不仅具有理论价值，而且对如何使产业投资基金在我国得到健康和适当发展具有直接的实践意义。

一般来说对产业的研究有三个方向：一是考察产业与产业之间关系及其演变的规律，即产业结构（或产业外部结构）的问题；二是考察企业内部企业与企业之间的关系及其演变的规律，即产业组织（或产业内部结构）的问题；三是把产业作为一个有机系统，考察其自身演化的动力学规律，即产业成长与演化问题。第一个方向是我国和日本等国家产业经济学的重点，第二个方向是美国和英国等西方现代发达市场经济国家对产业经济学的重点（如美

① 《中国证券报》，2009-07-06。

国干脆叫产业组织学),这都是我们较熟知的研究领域。而第三个方向常常受到冷落,人们对之研究不够重视,这或者是因为不同产业的成长差异性很大,难以形成统一的一般规律,研究难度大;或者是因为人们认为产业成长已预设于产业经济学研究的前提下,不必花精力去研究。所以在正规的产业经济学研究里很少有对产业成长作专门研究的。

尽管在产业经济学领域人们似乎对产业成长的研究不屑一顾(或研究的问题太多,根本顾不上),在其他领域对产业成长或演化的涉及倒是屡见不鲜,如迈克尔·波特(1988)在论述企业竞争战略时指出必须注重产业的演化问题,针对产业成长的不同时期或成长阶段采取不同的竞争战略。在证券分析中对产业成长及演化也常常投入较多的目光,如杰弗里·C. 胡克(2000)在《华尔街证券分析》中,对产业生命周期极为重视。另外,在关于企业成长和企业创新研究中也常常涉及产业成长或演化问题,如 Robert Gibrat 关于企业规模变动的研究是与产业演化结合起来而得出“吉布莱特定律”的(傅红岩,1998),后来,John Sutton (1997)、Klepper (1990)、Jovanovic (1994, 1982)、Lambson (1991)、Londregan (1990)等分别从不同的角度对之深化时,都涉及产业成长和演化问题;而范·杜因(1993)在《经济长波与创新》中对创新生命周期的分类研究,简直就可直接应用于产业生命周期分类。总之,对产业成长或演化研究仍处于一个“春秋时代”,这也反映了“演化经济学”难以成为主流经济学的一个佐证。

对创业投资基金的研究文献浩如烟海,但本书研究的产业投资基金毕竟与一般的创业投资基金有较大差异。直接对产业投资基金的研究,近年来虽也有不少文献,但几乎是千篇一律,一般都只是就事论事,没有从更深的层面上论述。所见文献(李康等,1999;欧阳卫民,1997)主要介绍产业投资基金这一新的基金品种的性质、含义及其具体运作模式等,没有从事物发展的逻辑性和其隐含的经

济理论角度进一步说明,这一方面也许是因为产业投资基金还只是处于理论探讨时期,真正规范的产业投资基金尚没有出现,实证研究材料欠缺,不便对其作更深的研究(这是研究产业投资基金者普遍遇到的难题);另一方面也许是因为其著述的目的所制约,没有得到完全展开。有人也试图从更广的角度研究(季敏波,2000),但仍然没有脱离前人的框架,只是在具体操作上增加了一些新的内容。总体上对产业投资基金的研究处于探索期,系统的理论体系没有形成。

正是产业成长与产业投资基金这两个领域都缺乏系统的理论研究,而且将二者结合起来进行研究更是少有人为,激发了笔者尝试的念头,并试图在相关领域作一些初步的探索,以引起专家们注意,或可抛砖引玉。以上就是笔者选题的由来。

由于产业投资基金不局限于创业投资基金,还包括基础设施产业、支柱产业或战略产业投资基金和产业重组基金等,后几类产业基金是在特定时期存在的,而且,这几类产业基金存在的直接目的是促进相关产业的快速成长。所以本书对产业投资基金的研究设定了两个维度:产业成长和经济转型期,即从产业成长的角度将产业投资基金放在经济转型期内进行研究。之所以作这样的选择,笔者认为主要是产业投资基金的存在逻辑和我国的基本国情决定的。首先,产业投资基金是在特定条件下出现的,满足了产业成长对投融资体制变革和金融创新的要求,其存在目的是促进特定时期一些特定产业的成长。其次,我国经济转型时期的特征迎合了产业投资基金的要求,正在进行的深层的投融资体制改革需要推动像产业投资基金这一类新的投融资工具的出现。最后,既然产业投资基金是特定时期下的产物,随着这一时期的结束,产业投资基金也会面临着转型和变革的问题,即产业投资基金未来的出路问题。因此,对产业投资基金的研究就要必须指出其所具有的过渡性质。从另一个角度说,在经济转型期由于一些产业的成长存在着特殊性,用一般的

投融资方式不足以快速推进其成长,换言之,产业投资基金的出现是经济转型期一般投融资方式的一定程度上的替代。之所以说产业投资基金具有过渡性质,是由于产业投资基金对未上市股权投资隐含了较大的风险,在经济转型期利用政府对相关产业的优惠政策,一定程度上可以达到规避这类风险的目的。但随着因体制因素造成的一些欠成长产业得到了发展以及市场体制进一步完善,政府对相关产业不再实行特殊的产业政策,那么,具有较大流动性风险的产业投资基金需要在基金性质、组织框架和治理结构上进行转型,即向规范的证券投资基金和以有限合伙制为主的创业投资基金转化。

0.2 研究方法和内容结构

中国产业投资基金的发展与政策研究

本书是一个理论和实践性都较强的课题,规范论述和实证分析相结合是本书的主要方法。由于我国的产业投资基金尚处在探索阶段,横向和纵向比较方法的应用也是一个特点。另外,历史主义方法、归纳演绎等逻辑方法也在文章中随处可见。行文方法遵循了从抽象到具体的路线。

本书的逻辑思路是从如何促进产业成长的思考入手,对产业成长的论述既是整个文章的逻辑起点,也是文章问题的提出。加上我国处于经济转型期这个约束条件限制,得出产业投资基金是解决问题的一种手段和方法。因此,本书对产业投资基金的研究是立足于产业成长这个目的的,而且产业成长成为文章或明或暗的一条主线。基于研究的目的和篇幅,本书只是从宏观和基本理论方面考察产业投资基金,对产业投资基金微观问题如基金如何进行经营管理、基金如何收费即佣金制度的设计以及投资者如何选择基金等,本书不作详细论述。

本书分为两大部分,共八章。第一部分包括前四章,主要论述

与产业成长有关的问题，包括产业成长的一般规律、不同产业的成长和投资特性、我国产业成长存在的问题及其投资因素的影响以及产业成长的金融支持等。这一部分主要是为论述产业投资基金准备一个理论和现实基础，同时也是作为问题的提出。第二部分则可以认为是对第一部分提出问题的一个解答。第二部分包括后面四章，主要介绍产业投资基金的一般特点、分析其存在的理论根据及其运作机制、在经济转型期我国发展产业投资基金的重要意义及战略选择。本书的基本内容结构如下：

第1章是“产业与产业成长”。首先，从对产业和产业生命周期等几个基本概念的界定以及对产业分类的介绍入手，引出产业成长及其阶段特征。对产业成长阶段特征的归纳依赖于产业外在表现出的生命周期变动过程。在这一小节中，笔者认为产业成长应该从产业规模、产业技术和产业组织三个方面进行考察（这也是为第3章论述我国产业成长的投资状况时准备的一个分析框架）。同时，提出产业成长层级的概念，比较了产业成长与产业升级的异同。其次，在这一章还考察了产业成长的动力机制和三个产业成长模式，构造了一个综合动力机制模型，归纳的三个成长模式分别代表了在不同的经济体制下或不同的经济发展时期产业成长方式。最后，为进一步揭示产业成长规律，分别考察了其与产业经济学中的两个重要领域——产业结构和产业组织的关系，说明其与产业结构和产业组织是密切相关的。

第2章是“不同类型产业的成长及其投资特性比较”。为了比较说明产业投资基金适宜存在的产业领域，本章选取了按市场结构分类的两种产业类型——自然垄断性产业和竞争性产业——进行比较。之所以将按要素密集度分类的高技术产业也拿来与前两类产业并列讨论，是因为高技术产业成长和投资的独特性，而且作为产业投资基金基础和重要部分的创业投资基金主要是针对这类产业的。通过比较，隐含着这样一个结论：自然垄断性产业与高技术产业比一般

竞争性产业更适合采用产业投资基金的手段促进其快速成长，但并不排除竞争性产业在其成长的某一个阶段也可以同样采用。

第3章是“我国产业成长与产业投资状况及其问题”。首先，通过对产业成长的实证材料的分析，总结出我国产业成长的总的一些基本特征：非平衡性、补短性和粗放性。进而指出我国产业成长存在着的一些问题如成长迟滞、畸形和脆弱等。其次，通过对产业投资的实证材料分析，得出产业投资问题是引起产业成长问题的原因，而产业投资中的投融资体制僵化和投融资方式的单一性起着关键的作用。因此，改革投融资体制、创新投资方式是促进产业成长的决定性途径。

第4章是“产业成长的金融支持”。本章是过渡性章节，承接第2章和第3章内容，进一步讨论融资方式对产业成长的影响，从而引出产业投资基金。首先，对直接融资与间接融资的成本、风险和效率作了一般性的对比分析，结果显示二者并没有明显的孰优孰劣。但在选择融资方式时却要受到多种因素的影响，特别是一个国家的经济体制和经济发展战略对投融资方式的选择影响极大。当然，从融资方式演变趋势以及工业化和新兴工业化国家和地区的融资方式主流演变趋势，可以看出，直接融资在经济发展中比重日趋上升。其次，进一步比较了垄断性产业、竞争性产业和高新技术产业对融资方式的不同选择。最后，以创业投资基金产生的原因分析为出发点，得出一个自然的推理，即产业投资基金应该而且能够在现实中得到大力发展。

第5章是“产业投资基金概述”。在本章中，首先，从对投资基金的发展作了一个简短的回顾开始，对产业投资基金进行了界定，特别指出除创业投资基金外的其他几只产业基金的过渡性质。同时通过与创业投资基金、证券投资基金、商业银行贷款和直接股权融资比较中，归纳出产业投资基金的其他特征。其次，按产业成长阶段对产业投资基金进行分类，有新兴产业或高新技术产业投资基金、

支柱产业和/或战略产业投资基金、衰退产业或产业重组基金等。由于基础设施产业的重要性,这里特别将针对基础设施产业投资的基础设施产业投资基金独立出来论述。最后,对产业投资基金的几种组织模式进行了比较。

第6章是“产业投资基金理论分析”。本章试图以产业经济学、投资经济学、交易费用经济学和信息经济学等现代经济学理论为工具,多角度地对产业投资基金构筑一个初步的理论解释框架。首先,从产业的进退壁垒和规模经济对产业投资的影响,分析产业投资基金集合投资的优势。其次,从投资组合理论发展的角度对产业投资基金的投资组合进行了分析,在风险与收益相互权衡中,通过一定的投资组合,能够达到有效地规避投资风险、获取预期收益的目的。虽然现代的投资组合理论基本上是以证券投资为研究对象的,但借鉴其思想方法,通过调整后同样可以应用于进行实业投资的产业投资基金中。再次,从专业化能够节约交易费用的角度,分析了产业投资基金在从事专业化投资中节约交易成本的可能性。最后,应用委托—代理理论,分析了产业投资基金在解决代理问题时其治理结构的作用。

第7章是“产业投资基金运作机制、风险控制与业绩评价”。本章论述了产业投资基金运作机制、风险控制和业绩评价方法。首先,从产业投资基金的运作程序出发,指出基金的筹资(进入)和基金的变现(退出)是产业投资基金的两个最重要的环节,并对这两个环节进行了较详细的分析。其次,对产业投资基金中出现的主要几种风险进行了分类,针对不同的分析,分析了其控制措施和应对策略。最后,为了评价产业投资基金运作的好坏,建立了几种产业投资基金业绩评价方法:有静态的也有动态的、有绝对数的也有相对数的,对基于风险的夏普指数、特雷诺指数和詹森指数应用于产业投资基金进行了评论。

第8章是“经济转型期发展产业投资基金的意义及其战略选