



中国产业投资基金

理论与实务

李 康
顾宇萍 等编著
恽铭庆



INDUSTRY INVESTMENT FUND
IN CHINA

PRINCIPLES & PRACTICES

 经济科学出版社

金信证券研究成果

中国产业投资基金 理论与实务

李康 顾宇萍 恽铭庆等 编著

17294/20

经济科学出版社

474904

责任编辑:刘海燕

责任校对:孙 昉

版式设计:周国强

技术编辑:舒天安

中国产业投资基金理论与实务

李康 顾宇萍 恽铭庆等 编著

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@public2.east.net.cn

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区万泉河路 66 号 邮编:100086

出版部电话:62630591 发行部电话:62568485

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

三河市文化站装订复膜厂装订

787×1092 毫米 32 开 15.75 印张 350000 字

1999 年 7 月第 1 版 1999 年 7 月第 1 次印刷

印数:0001—3000 册

ISBN 7-5058-1768-X/F·1254 定价:25.50 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国产业投资基金理论与实务/李康等编著. —北京:
经济科学出版社, 1999. 6

ISBN 7-5058-1768-X

I. 中… I. 李… III. 投资-基金-资金管理-中国
N. F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 14606 号



作者名单

主要撰稿人：李 康 顾宇萍 恽铭庆
撰 稿 人：龚惠玮 王荣朴 金 巍
杨兴君 刘志伟

序

产业投资基金与金融新产品

长期从事经济改革实践和基础理论研究，使我深信资本市场及其相关金融产品的生命力，产业投资基金就是这些有生命力的金融创新产品之一。1998年以来，若干部门和产业集团提出有关产业基金的建议，更增加了我对此的兴趣。金信证券研究所李康所长等作者，在这方面可谓较我先行一步，已有了专门的成果，其《中国产业投资基金理论与实务》一书，即将经济科学出版社出版。本书在理论与实务方面均有丰硕研究成果，对于中国产业投资基金的实践操作和理论研究都具较高参考价值。关心产业基金发展的实业家和理论家，对此书及时出版，无疑会感到高兴。因此，我欣然接受邀请，愿为该书作序。

一、从产业投资基金谈起

应该说，产业投资基金是随着我国投融资体制改革的深入、适应国民经济发展的需要而产生的。目前一些地方、部委已在酝酿、筹备产业投资基金，一些金融机构也非常积极地参与了这一开创性的新领域。但我国还没有上规模、运作规范的产业投资基金，没有可供参考的实践经验；相应的法

律法规、管理办法也尚未出台，缺乏必要的的的操作规范。因此，加强这方面研究是很紧迫的任务。

我国的产业投资基金脱胎于西方的创业基金，属于一种新型的投融资工具。但它既有别于西方的创业投资基金，也不同于东欧各国采取的企业重组投资基金，是在与国外类似基金有共同性的基础上，又具有中国特色的创新。

那么，我国产业投资基金究竟有什么独具特点呢？本书针对这一重大问题，对我国即将推出的产业投资基金和国外的各种产业投资基金进行了比较和分析，对我国产业投资基金的战略选择、发起、募集、运作、管理以及风险控制等重要方面，都详加分析。给我的印象是，相比其他一些金融产品，如当前横行国际资本市场的对冲基金等，产业投资基金具有更为明显的社会效益和经济效益。由于本书编写组成员已参与多项产业投资基金筹备工作，如整体策划、文本制作、各方协调、发起和募集的设计等，积累了相当的经验。因此，他们对产业投资基金的思考，就不仅具有理论深度，而且具有了可操作性。我想这一特点，将使本书具有特别的魅力。

二、金融产品是社会需要的产物

我常自问，现在不断创新的金融产品，究竟是经济发展本身就会产生的东西，还是人们的凭空捏造？是本来就内在地存在于经济发展的某个阶段某个层次上，还是由人们外在地移植到经济体中来？比如三角形三个角加起来180度，这个规律，在人们没发现它时，它也早已存在，人们的发现，不过是把已存在东西找出来而已。而克隆羊这种事，就并不是内在的由“上帝”安排的事物，而是人们造出来的。人们造出这些东西时，还没有发现它的用途，还在为其生存合理性

争辩，还在为它将来会满足人们什么需求而动脑子。这些东西，与自然规律的产物，可能就有差别了，合理性上就打问号了。

我想说的是，社会需要是催生新产品的伟大力量。有了社会的需要，才会使新事物不断产生和发展，使社会不断进步。比如，人们从不断的救火失败的经验中，意识到个体的、家庭的或无组织的、非专业化救火相对火的力量而言力量太小，成本太高，因此人们发现，社会需要有专门的人和机构从事救火。消防队就这样应社会需要而产生了。可见，消防队不是外在于社会的，而对内在于社会的。它的内在性就在于它完全产生并服务于社会需求，并成为社会肌体本身的组成部分。我想，最先发现这点的人是非常伟大的。随着社会一步步发展到了信用社会，社会也需要使用各种金融产品，各种金融产品也就应社会需要而产生了。我认为，产业投资基金这类金融产品就是经济发展到一定阶段上，早晚会被发现的东西。如果不是看表面而是看实质，就应当说，金融新产品不是聪明人凭空想象出来的东西，而是为社会所需要产生的，也会因社会需要而发展。脱离社会需要的金融产品，就会自然被淘汰。在这个意义上，可以说，金融产品是内在于社会之中的，不是某些人通过宣传、为了个人发财而人为移植到社会中的东西。

可以说，社会需求推动着人们向各个领域去创新，催生出各种各样的社会组织，完善着各类社会结构，即使社会功能越来越复杂，也最终使社会越来越进步。

这一套理论无非是说，金融产品服务于社会需求，是天然合理的。因此，金融工程师进行金融创新时，可以比较安心一些。不要觉得自己是社会上标新立异、好出风头的一群

人，而要敢于说自己是对社会发展有益的一群人。社会承认了，法律承认了，金融制度也才能被这些“不安分者”不断推向前进。

三、金融产品是通过金融分解技术而不断产生的

像其他产品一样，金融产品最初也是粗大笨重的。最初产生的金融产品如钱庄，其中体现的是非常简单、粗糙的信贷关系。随着社会发展，金融产品也和电子产品一样，功能越来越多，结构却越来越精巧，比如，产生了各种各样的利率，各种各样的消费信贷，各种各样的票证。新的金融产品是怎样产生的？按美联储主席格林斯潘的话讲，就是通过金融分解技术而产生的。格林斯潘认为可以将金融分解技术的应用可分为两支，一支是创造着衍生品，一支则是资产证券化。他这个说法确实很深刻，一下子就把金融产品如何产生的过程说透了。分解技术把很粗糙的东西细化，产生出多种品种，比如贷款就会因利率和时限不同，产生多种不同的品种。在证券市场上，我们看到什么恒生指数、道琼斯指数，更具体有什么日经指数 225，各种让人眼花缭乱的期货合同和期权产品。金融衍生品这 10 年中每年以 30% 的速度增加，新产品的推出速度之快，成长之快，是 20 年前不敢想象的。可以说，金融产品越来越细，越来越多，越来越精巧，服务对象越来越有针对性，这正是 80 年代以后，国际金融领域一个多彩的风景线。

人们发现，金融产品必须分解得好、适应社会需要，才能得到承认，才能不断发展，否则就会失去存在的发展的理由。因此，分解就成为一名重要的具有创造性的技术。创新者要能深刻地理解社会的需求是什么，能熟练地提出新产品

的构思，能正确运用市场策略把新产品推介出去，并形成稳定的供求关系，这才可以称上成功的分解。显然，这并不是任何人都会做的，更不是人人都能成功的。从资金信贷供求中、从最基本的信贷产品中发现基金形式也是分解技术的运用。第一只基金产生于英国，已有 120 多年的历史。产业投资基金作为基金中非常重要的品种，只有几十年的历史，只是在 80 年代后才得到飞速发展。从基金产生过程中，可以看到我国与发达国家有不小的差距，我们只有通过学习、吸收国外先进的金融创新，才能缩短我们探索金融产品的过程，不断为社会需求提供金融新产品。在转轨的中国，什么人能成为金融分解技术的专家呢？我的答案虽比较粗略但很肯定：一定是年轻人！

四、金融产品的交易离不开中介机构

复杂的金融产品交易，不仅需要供需双方，还需要中介机构协助进行。这其中有多种原因：一是因为供需双方本身非常复杂，比如需求方有自然人、法人、机构、企业等，供给方有法人、银行、非银行金融机构、自然人等。这些主体自身越复杂，交易形成的组合方式就越复杂，交易的规则就越复杂。这就自然涉及到很多中介机构，并且一刻也离不开它。如发行股票，涉及到券商（往往是多家券商）、会计师事务所、律师事务所及其他一些咨询服务机构。金融产品交易中的中介机构，与一切在市场经济中的中介机构一样，是经济生活机体中不可缺少的部分。在我看来，中介机构相当于人的软体组织，它将骨、血、肉连接在一起，构成一个完整的肌体。第二方面的原因在于金融衍生品越来越复杂。由于信息不对称，进行金融产品交易就需要专门机构搜集、提供、

验证各种信息，操作过程也还需要各种规则来制约，以使交易更加规范和公正。第三方面原因在于，协助进行金融产品交易的中介机构本身又形成若干层次，有些中介机构还要受到其他中介机构（如监管机构）的监督、制约，有的还相互评定信用等级。一般讲，中介组织有两种类型：一种是监管组织，维护市场秩序，保证交易的公平公正，具有很强的社会效益。另一种中介机构提供商业性服务，是以利润为目标的，它也可以促进交易的进行，并提高交易效率。比如，咨询公司、证券公司就有类似的职能。第四方面的原因是，金融产品有别于一般产品，其使用非常复杂，需要专门的知识、技术，需要掌握很多的信息，需要转变陈腐的观念，因此，需要有专门的机构来帮助金融产品的需求者更好的使用它。比如，一种金融服务是提供票据保险箱服务，这在现代社会是必要的。但传统观念认为把资产藏于家中，上锁后就很保险了。其实不然，很可能祸从天降，被盗被损，会因此而痛失财产。因此，金融产品包括金融服务产品交易，需要中介机构宣传推介，甚至需要中介组织帮助维护秩序、提供信息和交易场所等。离开中介机构，作为金融产品的股票交易就会大受影响。具体到产业投资基金交易，更是离不开中介机构。因为产业基金整个操作中，既有投资者、被委托者，还有投资管理者。各种关系很复杂，非常需要中介。事实上，在我们谈论产业基金时，头脑中浮现的不是一个简单的金融产品，而是浮现出金融产品供给、需求、管理、投资、回报等复杂的金融图象，浮现出中介组织在其中连结各环节的活动场面。

五、转轨条件下的金融产品交易具有不成熟性

我国经历的是从计划经济走向市场经济的转轨过程。计

划经济时代的金融产品是非常简单的,各种规定也很明白。比如存款,就那几种情况,而且基本固定。但市场经济情况下就很复杂了。这种复杂性,或者讲转轨中金融产品交易的不成熟性表现在:第一、关于金融产品交易的法律规定有过渡性质。我国相关法律,既不能直接把西方的东西拿过来用,又不能规定过死。因此现在的法律、法规往往是“试用”“暂行”,还准备修改。有时是先默许新事物存在,允许试验,好的继续发展,不好的就加以禁止。这一切,就说明了为金融产品交易服务的金融法规的不成熟性。第二、转轨过程中的金融产品本身不完善。比如产业基金,究竟应该实行封闭式的还是开放式的,是公司制的还是契约制的,还是争论之中,都没有足够的把握。这反映了金融产品本身在特定条件下,确有不确定的地方,因此,使金融产品交易更具有不成熟性了。第三是供求双方本身具有不成熟性。在我国,由于金融正在发展,需求者对金融产品往往缺乏了解,交易初时很盲目,交易后又不愿受法制约束。表现出来的形式多种多样,比如可能只愿意承认交易的盈利,不愿意承担交易的风险。第四是金融产品交易中的中介组织也不成熟。比如中介组织对“该做什么,不该做什么”的界限,常有困惑。有时对“做到什么程度,承担多大责任”也不清楚。中介机构本身的稳定性也不强,如基金管理公司,有的只有两三年,多的四五年,这和运行几十年、上百年的公司相比,不成熟性非常明显。第五是由于体制等方面的原因,交易环境尚不成熟,如交易场合、交易条件、交易规则、法律制度都不够完善,使交易不成熟。比如,可能由于法人的产权不清晰,“谁借钱谁还钱”这个最基本的原则也就无法贯彻了。最后,由于金融分解技术的结果使金融产品越来越细,而监管本身要求集中统一,引

发出很深的矛盾。这一方面是交易不成熟的表现，另一方面也意味着风险。

在当前我国国民经济运行处在需求不足的状态下，产业投资基金将以其特殊的功能，在促进闲资金转为投资资本方面，在促进经济回升和持续发展方面，发挥自己的优势。我乐意再次向广大读者推荐这本书。

是为序。^①

李晓西

1998年12月8日

^① 李晓西先生系国务院研究室宏观司副司长中国社会科学院兼职教授、博士生导师

代前言

现阶段我国产业投资基金的适用模式

基金业在美国等主要发达国家已经成为一种非常成熟的行业。据统计，到 1995 年，主要发达国家机构投资者资产总额已达到这些国家 GDP 的 106.5%，其中美国更是高达 170.8%。共同基金在美国自 1990 年起大规模增长，到 1997 年底总资产已达 4.48 万亿美元，占银行总资产的比率上升到 86.7%。而我国的基金业尚处于起步阶段，《证券投资基金管理暂行办法》于 1997 年 11 月公布，而《产业投资基金管理办法》则尚未出台。法规的出台自然能够推动行业的发展，而行业的发展却未必能够等待法规的出台。在需求拉动下，一些地区已经在积极准备产业投资基金的组建工作，如青海省正酝酿筹备发起设立钾肥产业基金，并计划对境内、外分别发行 30 亿元人民币及 6 亿美元。为解决我国经济发展现阶段所出现的投资需求问题，产业投资基金理应发挥其应有的作用。

一、我国成立产业投资基金的立足点

为了为调整我国现阶段经济结构和推动国企改革创造一

个良好的环境、为平衡我国财政收支、解决下岗失业问题并稳定境内外投资者的投资心理，我国政府确定，1998 年我国经济必须保持 8% 的增长率。怎样才能达到这一经济增长的必保线？现有的经济热点地区和产业需求显然是力不从心的。开拓新的经济热点地区、发挥支柱产业的支柱作用，从而以此拉动内需是我国当前经济发展的当务之急。

此外，在我国治理通胀取得显著成效的同时，日益突出的就业问题随之而来。目前国有企业有 2000 多万富余人员需要分流安置，农村剩余劳动力已接近 2 个亿。从经济增长对提供就业的贡献度来看，经济每增长 1 个百分点，大致能增加 600—800 万劳动力，从这个角度来说，在我国城市化的过程中，基础设施业等二次产业的投资需求同时能够解决就业问题。

而现状是，受到我国区域经济政策倾斜的地区如（中西部地区）在资金方面往往显得捉襟见肘，而许多地区的支柱产业发展也往往受制于基础设施的缺陷而失去机会。因此，中央决定通过增加固定资产投资规模加强基础设施建设来刺激投资性有效需求、启动经济。国家已经决定拟在未来 5 年内投资 7500 亿美元用于基础产业、基础设施建设，这一投资规模还在一些领域不断扩大。如 1998 年国家用于公路建设的投资比原计划追加 400 亿元，共达 1600 亿元，今后 3 年，国家决定投入 5000 亿元用于公路建设。此时设立产业投资基金，尤其是通过设立中外合资产业投资基金的方式吸引外资就尤为重要。

产业投资基金作为一种商业性的投融资工具，其设立经过有关部门的严格审批，在严格遵循国家的产业政策与法规的前提下，以市场、收益为投资导向，将募集的大规模资金

直接投向于受国家产业政策和区域发展政策倾斜的项目。从投资体制来看，产业投资基金的设立有助于企业建立投资项目法人责任制，强化投资风险机制，为建设项目资本金制度的推行创造条件。作为一种长期的股权投资工具，产业投资基金能够较为有效地解决现有主要投资方式——银行信贷而产生的企业高负债和银行高风险、财政高赤字的问题。因此，作为一种新的融资工具，产业投资基金能够有效地为我国当前经济发展出一臂之力。其设立的立足点亦在于此。

二、我国产业投资基金的定位分析

（一）主要参照经济发达国家的产业基金

最初的投资基金的出现是为帮助本国居民寻求更多的海外投资机会以使小投资者能够获取与大投资者同样的高利润率而设立的国家基金。1868年在英国成立的海外及殖民地政府信托基金被公认为世界基金业诞生的标志。到20世纪40—70年代，随着美国证券市场的繁荣，以投资于国内股票为主的股票基金在美国应运而生并相继在其他金融市场发达的国家发展起来。与此同时，即20世纪中期，出于对本国高科技及其他重点行业发展的需要，在美国出现了一种以个别产业为投资对象的特殊投资基金并迅速发展起来。随着美国货币市场的繁荣，以机构为主要投资者的货币市场基金崛起，并一度占据美国基金业的主流，到80年代初，美国货币市场基金占基金总资产的3/4左右，达到了历史最高峰。另外，基金业在美国等金融业发达国家得以发展的同时，也逐步得以其自身的全球化拓展。

对照基金业发展的各历史阶段，虽然最初出现的国家基金和20世纪中期出现的特殊产业投资基金都具有产业投资

基金的特征，但这两类基金在产生背景和投资方向上均不可同日而语。前者是在本国（如英国）资本大量剩余，而他国（如美国）又具有巨大的投资机会、高额回报的投资项目的前提下产生的，在基金业尚处于萌芽阶段，由国家组织设立，具有浓厚的政府背景；而后者是在国内个别产业发展急需资金，从而向对这些产业前景具有信心的投资者募集以扶助这些产业的发展而产生的，其特点是高风险、高收益。最为典型的是美国的创业投资，IBM 公司的成立就是这时在创业投资的协助下发展起来的。

（二）我国现阶段产业基金的职能定位

前述以美国为代表的金融业发达国家的基金品种中可以列为产业投资基金范围的有两类：国家基金及创业基金，创业基金的主要方式为风险投资基金。借鉴别国经验考虑我国产业投资基金取向，由于产生背景、设立目标明确的指向性，本文认为我国目前的产业投资基金取向应该有别于前述各类别国基金形式。

1. 前述“国家基金”。

最初在 19 世纪的英国产生的“国家基金”是一种对外输出的资本，出现于资本相对过剩的国家，而我国目前是世界银行 1998 年财政年度中在投资贷款领域最大的借款国。因此，我国的产业基金投向显然不在国外。

2. 西方发达国家的风险投资基金。

以美国为代表的西方发达国家的产业投资基金以风险投资基金为主，多投资于高科技产业，1995 年这一投资比例约为 70%，且其中 2/3 又投资于信息产业。从被投资行业所处发展阶段来看，风险投资基金多投资于处于初创期的产业，投资风险较大，以扶持高科技产业的发展。与高风险、高收益