

第一章

中国产业投资基金可行性研究^{*}

二战以后，西方发达国家基金业蓬勃发展，目前已成为仅次于商业银行业的第二大金融服务业，为经济发展做出了重要贡献。产业投资基金作为基金的一部分，对扶持产业的成长以及产业结构的优化调整起到了积极作用。鉴于这种国际趋势，并根据目前我国产业状况，我们认为，我国可以进行产业投资基金试点。以下从五个方面提供我们的分析报告：一、产业投资基金概况；二、我国发展产业投资基金的现实意义；三、我国发展产业投资基金的条件已初步具备；四、我国发展产业投资基金面临的问题、风险和对策分析；五、我国发展产业投资基金的基本构想和政策建议。

^{*} 本章由欧阳卫民博士主持起草并修改、定稿。广东华侨信托投资公司尹文健等同志、中国建设银行信托投资公司许占涛博士、何仕彬博士、魏开武博士等参与了研讨和起草工作。

一、产业投资基金概况

(一) 产业投资基金的概念及分类

产业投资基金是 20 世纪中期首先出现于美国的一种特殊投资基金，它以个别产业为投资对象，如电子行业、机电工业、化学工业、能源工业、交通工业、稀有矿产工业等，以追求长期收益为目标，属成长及收益型投资基金。这类基金主要目的是为了吸引对某种特定产业有兴趣的投资者资金，以扶助这些产业发展。基金的优点是获利能力高，缺点是基金资产集中、风险大、资产流动性差。

目前产业投资基金的主要类别有公用事业型、房地产型、高科技型，每一类型又可细分为许多基金，如公用事业型按其具体行业又可分为：电力建设基金、通讯建设基金、公路建设基金、民用航空事业建设基金等，各个基金严格按照各自的行业范围进行投资。此类基金的投资对象一般在其名称中就体现出来，如“邓普顿环球基建及通讯基金”，主要投资于基建及通讯工程项目，“中国航空基金（境外基金）”主要投资于我国航空企业。

(二) 产业投资基金的运作模式

1. 产业投资基金的组织形态及基金募集、设立、清

盘。从组织形态上看，美国的产业投资基金几乎都属于公司型，日本、韩国及我国台湾地区的产业投资基金均属契约型。公司型产业投资基金是依《公司法》成立具有法人资格。契约型产业投资基金是依据《信托法》或《契约法》规定的信托契约建立、运作。其募集方式有公募和私募两种。据我们掌握的资料，美国、日本、印度以及台湾地区的产业投资基金，绝大部分都采取私募方式，向境内、外法人及大额投资者募集。产业投资基金的存续期较长，一般在 10 年以上，50 年以下，存续期未届满，不得解约或退回本金，也不得追加投资，契约期满，基金营运也就终止。基金清盘一般由基金经理人先将基金净资产变现，然后按每基金单位净值向持有人赎回。

2. 产业投资基金的投资限制。各产业投资基金的投资限制大同小异，其主要目的是为了确保基金资产的流动性、安全性和收益性的统一。

如“中国航空基金”在投资限制中规定：不经股东大会同意，基金不得：

- (1) 投资于某企业、合资公司、项目或计划的投资超过基金净资产额的 20%；
- (2) 变现任何投资的 50% 以上，或变现基金资产净值的 50% 以上；
- (3) 承诺或投资于承担无限责任的项目；
- (4) 寻求借款或予基金借款以抵补基金资产，卖空证券或差价交易；
- (5) 投资于上市证券（除非这些证券期初被用作未

上市投资的)；

(6) 投资于其他基金、商品、期货、期权或货币对冲交易；

(7) 取代被投资企业的管理或经理人的管理，及参与日常企业经营管理。

3. 产业投资基金的规模。各国产业投资基金的规模大小不一，但一般有最低限制，如美国规定产业投资基金的股本总额不得少于 5000 万美元，股份数不得少于 50 万份。

4. 产业投资基金的分配政策。以“中国航空基金”为例，该基金每年分配其净收益一次，分配是在扣除基金债务之后进行。同时有条件的话，基金也将在财务年度内分配变现资产所得净收益。

基金将所得的投资净收益与变现资产的净收益按如下比例分配给持有人或经理人：

(1) 基金收益率在 8% 以下 收益的 100% 分配给持有人；

(2) 基金收益率在 8% 至 12% 之间，收益之 10% 分配给经理人，其余分配给持有人；

(3) 基金收益率在 12% 以上 收益的 25% 分配给经理人，其余分配给持有人。

基金清算之前的分配均以现金形式支付。清算时分配则可能包括对合资公司的投资或基金其他流动资产。

5. 产业投资基金上市问题。因为产业投资基金投资于某一个或几个产业，其资产流动性相对较差，所以国

外产业投资基金都以封闭式为主，所谓封闭式产业投资基金是指基金在存续期内其股份或单位不变，基金本身的流动问题只能通过基金在交易所挂牌上市来解决。如“中国航空基金”在爱尔兰股票交易所上市。

二、我国发展产业投资基金的现实意义

（一）改善投资体制，支持基础产业和支柱产业 发展

建立投资项目法人责任制和投资风险约束机制，推行建设项目资本金制度，并逐步实现由建设项目审批制向申报制的过渡，是我国投资体制改革的重要内容与目标。培育产业投资基金这类新的投资主体，对行政安排投资是个大改革。行政安排投资缺口大、预算约束软、效益低，产业投资基金以市场、收益为投资导向，以公众为募集对象，有利于筹措长期建设基金，改善基建体制，增强投资预算约束，提高经济效益，有助于建立投资项目法人责任制，强化投资风险机制，并为建设项目资本金制度的顺利推行创造条件。由于投资基金运作具有“专家管理”优势与资产经营的宏观意识，有效克服地区利益与部门利益局限，避免“大而全”、“小而全”的盲目投资与重复建设，为从投资项目审批制向申报制过渡奠定现实的经济基础。

我国资金短缺，发展基础产业与支柱产业，必须减

少资金体制外循环，促进储蓄转化为有效投资。产业投资基金，不仅可以在较短时间内筹集到较大规模的长期建设资金，实现储蓄——投资的有效转化，而且以股权形式投资于基础产业与支柱产业，还可以增加企业资本，改善企业资产结构，提高企业的融资能力，并以基金强有力的产权约束机制提高企业的管理水平，如能培育与扶植企业上市，则可以为企业提供更广阔的融资空间。由于减少了储蓄——投资转化的中间环节，筹资成本也相对较低。

（二）引导居民投资，防止非法集资

改革开放以来，国民生产总值以年平均 10% 以上的速度增长，人均国民收入已从 1978 年的 315 元上升到 1995 年的 3000 多元，增长了 9.5 倍。居民投资欲望明显增强，但我国居民投资渠道窄，且处于无序状态，这种状态难以应付各种风险，维护金融秩序，保护投资者利益。产业投资基金能有效组织居民投资，变无序投资为有序投资，它依照法定程序发起运作，大大降低居民投资风险，实现居民投资的集合化、专业化和组合化经营。

近年来，社会乱集资屡禁不止，不少群众上当受骗。社会乱集资产生的原因是多方面的，其中一个重要的原因是合法投资渠道少，具有长期投资价值的更少。建立产业投资基金，开辟合法投资渠道，就可以把散乱、无序的居民投资引入合法、有序的轨道，从而堵住形形色色乱集资的歪门邪道。有利于贯彻“开正门，堵邪门”的

指导思想。

（三）规范信托业务，分散银行风险

信托投资在我国的恢复和发展已有 10 多年历史，对我国金融体制改革和金融市场发育做出过一定贡献。当前规范信托投资业，已经成为社会的共识，成为金融体制改革的重要任务。摆在信托投资业面前的现实问题是，按照分业经营和分业管理的要求，收缩银行业务，回归信托业的正道。从信托业本质上讲，信托业务与银行业务有较大区别。银行以存贷结算业务为主，信托业应以“代人理财”为主。产业投资基金业务实质上是一种委托投资业务，即受公众之托，为公众理财，是真正的信托业务。发展产业投资基金后，信托业就能够逐步收缩银行业务，从事产业投资基金这种业务，使我国非银行金融事业进一步规范化。同时，可以极大改善非银行金融机构资产负债失衡状况，降低非银行金融机构的支付风险。

受计划经济体制的影响，我国专业银行在向商业银行转轨过程中面临高度集中的经营风险，主要表现为居民金融资产高度集中在银行，储户对银行是硬约束，但银行对借款企业是软约束。当前，一方面，居民金融资产 80% 表现为银行储蓄，银行利息支付压力很大；另一方面，银行不良资产比例在两位数以上，经营相当困难。尽管中央银行 1996 年两度减息，但并没有从根本上改变银行经营风险高度集中的状况，如遇恶性通胀或偶然事

件，支付风险就可能出现，后果不堪设想。发展产业投资基金，既能帮助居民合理配置金融资产，又能改善银行的资产负债结构，降低银行支付风险，减轻银行贷款压力，甚至以债务重组基金置换银行不良债权，转移、分散银行经营风险，加快银行商业化进程。

（四）建立现代企业制度，重振国有企业雄风

从企业这个侧面来看，银企债务是计划经济体制下企业资本注入不足造成的，形成了许多没有国有资本的国有企业。特别是拨改贷后大批国有企业是用银行贷款兴建的。解决银企债务的根本出路是重新向国有企业注入资本金。但这需要国家财政拿出巨额投资来，显然这是国家财力目前难以承受的。在银行资本金难以承受巨额呆滞贷款核销的情况下，建立产业投资基金，由基金向国有企业注入资本金，解决国企资本金不足问题，企业用筹集到的资本归还银行债务，就能使一大批国有企业重新活起来。此外，产业投资基金向国企注资可以加快企业股份制改造步伐，推进现代企业制度建设。如果产业投资基金认购和持有上市公司的国有股和法人股，就能以其规范的产权机制硬化对上市公司的产权约束，克服国有企业产权约束软化的弊端。如果基金以股权形式投资于未上市的国有企业，则可以帮助国有企业进行股份制改造，建立合理有效的内部管理机制，提高经营效率。

（五）加快科技成果转化，实现经济集约增长

转变经济增长方式是“九五”期间要求实现的两大根本转变之一。粗放增长主要表现为铺摊子、上规模，以投入扩大来换取产出的增加；而集约增长是依靠生产要素的科技含量，提高生产要素劳动生产率。只有高科技产业发展了，才能实现经济增长方式的根本转变。而高科技产业是充满风险的产业。由银行贷款来支持高科技产业是不现实的，因为稳健的银行业要尽量规避风险。即使有冒险的银行愿意贷款，待高风险的科技产业开发成功后，这个银行除了正常的贷款利息收入外，得不到任何风险收益，其风险收益均在企业，相反，如果开发失败，银行要承担全部贷款风险，不利于保护存款人利益，维持金融稳定。所以高风险的科技产业需要象产业投资基金这样的机构投资者来支持，它奉行的“风险共担、收益共享”原则正好满足了高风险产业对投资主体的要求，这就是国外把某些产业投资基金称为“创业基金”的缘由。创业基金多在企业创业的初期，以资金形式向企业入股，待企业发展成熟后，通过企业上市实现其投资收益，其特点是投资期长，风险大，一旦成功收益非常可观。我国发展产业投资基金，就是要以这个风险共担、收益同享的现代投资制度支持我国的科技产业发展，以全面增加投入的科技含量，实现经济集约增长。

三、我国发展产业投资基金的条件已初步具备

（一）资金供给潜力大，基金募集困难小

一是随着居民实际收入水平的提高，我国居民储蓄处于高速增长状态，到 1996 年 6 月底城乡居民储蓄余额已达到了 35457 亿元。二是各种公益性基金和保险基金沉积有大量资金，在不违背公益和保险宗旨的前提下，这些资金都可动员来参与产业投资基金，实现自身的保值和增值。三是国际资本看好我国经济发展，可以中外合资方式吸引外资金融机构参与发起产业投资基金。可见，资金供给潜力大，基金募集困难小。

（二）产业资本需求旺，产业基金前景好

产业资本总是相对稀缺的资源，社会经济发展需要大量的资本投入。作为亚太地区最重要的经济增长点 我国经济持续发展将在相当长的时期保持旺盛的产业资本需求，特别是我国基础产业发展滞后使我国需要有大量的资本投入。国有企业的股份制改造也需要多种渠道的资本投入，高科技的发展更是需要风险资本投入。这些产业资本需要是我国产业投资基金在运作阶段有良好市场前景的基础条件。

（三）非银行金融机构的发展为产业投资基金提供了组织保障

改革开放以来，我国金融机构格局发生了很大变化，打破了计划经济体制单一国家银行的旧格局，初步形成了一个以国家银行为主体，各种非银行金融机构如保险公司、信托公司、融资租赁公司、财务公司和证券公司多种金融机构并存的新格局。根据国外经验，产业投资基金多数以非银行金融机构为发起人，联合其他投资者共同组织，特别是信托投资公司成为主要发起人。我国信托投资公司撤并以后还有 200 多家，证券公司撤并以后还有 70 多家。这些机构聚集了一大批既熟悉银行业务，又精通信托证券业务人才，这使我国产业投资基金的发展有了组织上的保障。

（四）群众金融意识、风险意识和心理承受能力明显增强

近年来，群众的金融意识和风险意识明显增强。越来越多的人开始注意选择流动性大、收益高的保值增值方式，开始培养自己抵御风险的心理承受能力，股票、债券投资已成为家常话题。新闻媒体对证券金融知识的传播更是不遗余力。这些为发展产业投资基金消除了疑虑，奠定了群众基础。

（五）稳定的社会经济环境为产业投资基金发展提供了良好契机

改革需要稳定的社会经济环境。1996 年以来物价涨幅持续下降，中央银行两度减息，群众对此反应平稳。这种稳定的社会、经济环境为国家制定发展产业投资基金的政策，增加群众投资工具，为群众金融资产保值增值开辟一条新渠道，促进产业发展和人民群众福利增长提供了良好契机。

（六）淄博乡镇企业投资基金为投资基金的可行性提供了实例

1992 年底中国人民银行批准设立淄博乡镇企业投资基金，实践证明这个基金的设立和运作是成功的。

- （1）首期发行的 1 亿元基金提前募集成功，说明基金畅销。
- （2）基金 60% 以上投资于淄博乡镇企业，为临淄有色金属冶炼厂等一大批淄博乡镇企业及时提供了资金。
- （3）1994 年 8 月在上海证券交易所上市，成功地解决了基金本身的流动性问题，市价大多数时候高于基金资产净值，说明投资者对前景看好。
- （4）基金通过契约性投资、股权投资、上市股票、债券投资以及扶植乡镇企业上市等多种方式，解决了基金资产的流动性，并取得了较好的回报，基金年收益率在 15% 左右。

四、我国发展产业投资基金面临的问题、风险和对策分析

目前我国一方面基础产业尤其是支柱产业落后需要采取各种措施包括发展产业投资基金加以改变另一方面，地方和部门本位主义思想严重，投资饥渴，产权不明晰，投资技术和理财水平不高，产业投资基金本身存在缺点，又使我们在发展产业投资基金时面临一系列的问题、风险，需要我们高度重视和认真研究。

1. 产业投资基金可能导致投资膨胀特别是固定资产投资膨胀。我国的国情需要发展基础产业、搞基本建设，投资饥渴症、财政和企业财务预算软约束现象普遍存在，投资缺口很大，这样地方政府或国家有关部门可能利用在推荐、设立、审批产业投资基金中的权力，从地方保护主义和本位主义出发，不顾国家宏观政策，设立产业投资基金并施加压力挤占基金拥有的资金，搞固定资产投资。如果发起人和基金管理公司屈从这种压力或采取欠稳健的投资决策，势必加速投资膨胀，填补投资饥饿症下的无止境投资需求，导致投资膨胀。这种情况会与国家一定时期产业发展战略和宏观调控目标相冲突。

但是，从另一方面讲，国家在批准、设立产业投资基金时可体现国家产业政策和地区发展政策，对产业投资基金的规模、运作规程、投向都作出限定，使之与国家宏观调控目标相一致，配合银根松动与紧缩政策，促

进产业结构调整，使产业资源得到优化配置，尽量减少地方保护主义和本位主义影响。此外，在产业投资基金运作过程中，国家基金管理部门可对基金管理公司进行积极的引导、监督，促进经济平衡发展。

2. 产业投资基金可能受到地方政府和某些部门的干预，成为各自的小金库。从近些年情况看，新的金融工具如债券、股票发展初期，地方政府或国家有关部门总把其作为谋取自行支配资金的一种手段。产业投资基金离不开政府和部门的配合，而他们通过对基金推荐、审核以及对发起人、基金管理公司的指定等行为，影响、控制、约束基金管理公司的经营策略，这将是一个客观存在的现象。

然而，地方政府和有关部门干预产业投资基金，使之成为自己能控制的资金是市场经济发展中的一个不正常行为，随着新金融工具的推动和经济发展水平的提高，这种不正常行为会逐渐得到纠正。比如，现在地方政府对股份制企业的干预就少多了，沿海地区尤其是特区的市场化程度高，政府对产业投资基金的干预就会少些。所以地方政府和部门对产业投资基金的干预是暂时的，力量是有限的。值得注意的是产业投资基金基本上是将老百姓的资金转化为对产业的投资，他们时刻关心这种信托财产的投资方向与收益，如地方政府对这些信托财产挪用太多，老百姓会提出异议甚至要求退出。基金管理公司的人、财、物相对独立于地方政府或部门，追求利益最大化的宗旨也会避开政府的不正常干预，这些都是

防止产业投资基金成为地方政府“小金库”的天然屏障。

3. 产业投资基金可能产生流动性不足问题，如上市又可能产生投机。产业投资基金流动性问题有两个，一个是基金资产流动性问题；一个是基金本身的流动性问题。基金封闭期满可以通过企业上市、将股权转让给其他合作方等方式结束基金，也可以允许基金管理公司保留一定比例的流动资产和对外融资，如资产组合中 15% 为国债或其他绩优债券、蓝筹股、银行存款，相当于基金资产 25% 的对外融资权，这样，解决基金资产流动性问题。同时通过基金上市解决基金本身的流动性。但也应该考虑到：（1）流动性不足是产业投资基金的固有特性，它是以预期高收益来抵偿的，应充分培育国民资本投资意识，规范投资行为，减少投机来适应产业投资基金的低流动性与预期高收益率状况；（2）产业投资基金发展到一定程度，投资者最终是以机构投资者为主的。机构投资者对投资的流动性要求并不高，他们拥有较大量的可供长期使用的资金，投资的动机也比较成熟，对基金投资的流动性作出适当的评估后才作出合理决策。

需要说明的是，在解决基金本身流动性过程中即允许产业投资基金上市交易，基金可能成为市场炒作或投机的对象。

4. 产业投资基金短期效益可能不明显，也可能因项目论证错误造成巨大损失（即投资者的短期收益与长期收益目标存在矛盾），由于产业投资基金选择的投资项目

建设期长、回收期长，如果基金要求每年分红一次，而其投资的项目三五年不见效益，问题就出来了，或者说，前几年分红低甚至不分红，后几年分红高，这样基金投资者的短期收益可能不好，短期收益与长期收益目标存在矛盾，短期内机会成本太大。如因国家项目计划或论证部门的所有计划或论证程序出现失误，项目失败，老百姓个人投资损失的负面影响就更难设想。

然而，产业投资基金与投机机构不一样，投资者如在投资与投机之间抉择，也会在短期收益与长期资本利得之间抉择。产业投资基金所投资的项目预期收益率高，一般只有内部收益率达到 25% 以上的项目，投资基金才予以投资。此外国家也可以对基金投资方向作一些调整，如在基金募集到运作期间，取得收益到给投资者分红期间的闲置资金以及小部分应急沉淀资金，可投资于短期可受益的国债或绩优企业债，让投资者在短期适当受益。也可以与投资者约定集中分红，不搞每年一次的分红办法。

为防止计划或论证失误，对于大型项目，应采取分散投资策略，进行投资项目组合选择。对有关计划和论证部门的项目资料也只能作为一种参考资料，基金进行项目投资前必须独立进行论证评估。

5. 产业投资基金对实业不控股，可能出现投资后被动挨宰问题。一般来讲，产业投资基金对单一实业项目的投资规模有一个比例限制，产业投资基金不谋求对企业绝对控制权，不对实业项目控股。实业项目一般规模

较大，产业投资基金在其中的份额较小，基金管理公司的监督、决策控制能力弱，如果实业出现严重舞弊、亏损或倒闭状况，产业投资基金以及基金投资者在实业中的利益可能会受到侵害。

但是，成功的产业投资基金都有一个较高专业水平和管理素质的基金管理公司，基金管理公司作为专业财务公司在投资实业项目的股东大会中一般都占据咨询人的地位，加之众多基金投资者的压力，产业投资基金是可以预防实业项目的风险转移，使投资者利益得到保护，必要时也可以行使转股的权利。另外，基金的分散投资策略也可以减少这方面的利益损害。

6. 产业投资基金和产业项目的透明度不高，可能出现欺骗投资者的行为。由于产业投资基金采取封闭式，存续期较长，基金管理人与托管人因长期共事而沆瀣一气，信息披露较证券投资基金差，产业投资基金极可能出现内部财务核算混乱、欺骗投资者的行为，使投资者利益受到损害。

但是，《公司法》为公司型基金提供了法律基础，通过投资者大会（类似于股东大会）制度可增强基金的透明度和运用约束机制，强化“公平、公正、公开”的原则，也可要求基金公司定期对投资者发送基金运作情况书（说明投资产业、企业、预期收益及潜在风险），报送年度报表，接受投资者监督，接受投资者大会指定的注册会计师的审计。

另外，产业投资基金的投资项目一般来说工程耗资