

第一章 产业投资基金概论

产业投资基金是一个与证券投资基金相对应的概念，是以个别产业为投资对象，以追求长期收益为目标，属成长及收益型投资基金。产业投资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。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。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。

§ 1 产业投资基金概述

产业投资基金是一个与证券投资基金相对应的概念，是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。这类基金的主要目的是为了吸引对某种特定产业有兴趣的投资者的资金，以扶助这些产业发展。产业投资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。

1995 年，我国出台了《设立境外中国产业投资基金管理办法》。境外中国产业投资基金是在中国境外注册、募集资金，然后再投资于中国境内的产业项目。但是，到目前为止，有关我国国内产业投资基金的管理办法仍未出台，所以，事实上我国尚没有真正的产业投资基金。象淄博乡镇企业基金等这种基金，虽然具有产业投资基金的雏形，而且与产业投资基金的运作模式较为接近，但是严格地说，他们还不能算是真正的产业投资基金。

一般说来，产业投资基金是为了贯彻国家的产业政策，促进国家鼓励的产业、部门和行业的优先发展，吸收中、小投资者资金而设立的基金，与证券投资基金相比，产业投资基金有以下 5 个特点：

一、其投资对象是某个行业、某个地方的多家企业乃至一组基础设施项目，而证券投资基金则主要投向各类证券。

二、从“三性”组合上看，虽然产业投资的流动性低于证券投资，但以收益性来看，证券投资基金收益率因证券投资组合的优劣程度的不同而有高有低，而产业基金则由于国家产业政策的支持，有些项目（如电力、通讯等）的高盈利

率，以及国家通过若干非经济手段对其利润的保证和支持，其收益率往往维持在较高水平。

三、从收益来源来看，产业基金的收益直接来自于产业利润。而证券投资基金的收益则源自于资本利得和二级市场的差价收入。

四、从效益角度来看，产业基金不仅能给自身带来一定的经济效益，而且有很大的社会效益，对推动地区经济以及扶持国家支柱产业等起到较大作用。而证券投资基金的社会效益很小。

五、从储蓄与投资的沟通程度来看，产业基金对储蓄的沟通比证券投资基金更为直接，资金到位迅速，对相关产业的支持作用更为显著。

§ 2 类似于产业投资基金的几种主要基金类型

产业投资基金是我国提出的相对于证券投资基金的一个投资基金。虽然国外未有这种提法，但国外运作的某些基金以及我国正在运作的某些基金于我们这里所提的产业投资基金都有某些类似之处，为了进一步了解我国的产业投资基金，现把以下几种与产业投资基金运作比较接近的基金作一下简单介绍（其中创业基金与风险基金主要以介绍国外的为主）。

2.1 创业基金

创业基金是特殊性投资基金的一种，也是投资基金家庭中的较新成员。它是由风险资本组成的专门从事对中小高新技术企业进行风险投资，并期望获得高的投资收益的资本组织，是资本市场众多金融产品的一种。它主要是为一些处于

产业周期早期阶段的中小型高科技企业甚至是处于构想中的企业提供资金和经营管理支持，以协助其发展。在国外，创业基金大多集中在科研机构 and 高等院校集中的地区。目前美国有大约 4000 家专门对高新技术企业进行投资的风险投资公司，这些风险投资公司对高新技术产业的发展和知识经济的形成产生了重要的作用。如美国硅谷地区的桑德希尔大道，就是世界著名的风险资本中心。

作为一种金融投资工具，创业基金具有以下特点：（1）创业基金投资的对象并非已上市公司发行的股票、债券，而是非上市的中小企业，甚至是一些尚在构思中的企业。它主要以股权的方式参与投资，通常并不取得新事业的控股权，投资额占公司股份的 15%—25%。创业基金在具体的投资活动中，针对不同的公司有不同的投资决策。若该公司有发展前途，则可能会多收取该公司股权，达到 50% 以上；若是发展前景尚不明确的公司，则可能持有较少的股份，如 10% 左右。（2）创业基金的投资属于长期投资，待所投资的事业发挥潜力和股权增值后，将股权转让，实现投资的利益。正如人们所说，所有创业基金都是“耐心和勇敢”的资金。它对企业的投资通常是 4 年或 7 年以上。（3）投资对象属于高风险、高成长和高收益的新创事业或风险投资计划。（4）风险投资项目选择是高度专业化和程序化的。创业基金的投资是高度组织化和精心安排的过程，其目的是为了尽可能锁定投资风险。通常一家处于创业期的公司要得到创业基金的投资，必须首先向创业基金递交业务计划书，介绍本公司的基本情况和发展计划，以此进行初步接触。如果创业基金对业务计划书感兴趣，双方就可以进行进一步的协商，一旦达成协议，创业公司就可以向创业投资基金出售部分股份，从而获得发展

资金。(5) 创业家和投资家必须充分合作和信任，以保证投资计划顺利执行。风险投资实际上通过创业基金家持有的评估技术和眼光，将创业家具有发展潜力的投资计划和资本家充裕的资金相结合。在这一过程中，创业基金家积极参与企业管理，辅导企业经营。(6) 由于股票未能公开上市，股权流通不容易，所以风险投资家在股权出售之前，必须持续给予公司各发展阶段的资金融通。事实上，在企业发展过程中，风险资本家需要不断对所投资的企业进行融资。同时，创业基金还为公司提供其他方面的服务，如为公司引进专业管理人才，利用创业投资家自身的商务专长，辅助公司成长等。由于创业基金在给予未上市公司的资本援助的同时，提高了未上市公司在投资者心目中的地位，增加了投资者投资于这些公司的信心，从而使得这些公司一旦上市，很快为投资者接受。(7) 创业基金想退出某项投资时，或将原持有公司股份卖给原股东或第三者，也可以等到该公司上市后进行股市交易以收回资金。

创业基金的投资是有一定范围的，它一般是根据公司发展阶段而做出投资考虑的。一般来说，公司可分为 4 个发展阶段：筹办期、即公司尚处于初步构思，产品也只处于研究开发中，此时公司资金主要来自企业家自身。创建期、公司已正式运作，产品或服务已在发展并进行投资。虽然该阶段资本需求量大，但公司经营风险也最大，随时有倒闭破产的可能。扩展期、公司已有业绩记录，一切尚待扩展，如资本增加、市场开拓扩大等。成熟期、公司已能稳定经营，这一阶段的融资是为上市做准备。创业基金一般只在公司发展的后两个阶段上才对该公司进行融资。因为在第三阶段公司已具有销售额和盈利能力，虽急需大量投资，但这时创业基金对

其进行融资已有较大把握，在第四阶段公司发展规模已经较大，盈利水平已达到一般公司的水平，但公司资本却没有迅速增加，所以创业基金对其融资是一种好的选择，一旦公司实力增强，便可申请上市。创业基金不仅具有一般的投资基金的特点，且其收益水平较高。因为创业基金在选择投资对象时，主要看某公司是否有发展潜力，如拥有某方面的高新技术、用较低成本生产质量较高的产品，或者该公司有研究发展能力及是否易将股权转让等。这些公司发展之后往往能带来较高的收益水平，故而创业基金为分散投资风险并不进行单一公司的股权投资，而是选择多家公司同时进行。在投资过程中依公司成熟程度先后安排部分公司上市，以收回投资及得到一定的收益。创业基金风险较大，这主要因为未上市公司的股票不能进行流通交易，资本收回较困难，一旦某公司发展不利，会影响到创业基金的资本收回和盈利，风险也不能转嫁出去。投资者应了解到创业基金是高风险、高收益基金。

创业基金是“集合投资，专家管理，风险分散”的金融工具和风险投资机制。在具体投资产业的分布上，风险资本主要集中在信息产业，包括软件、计算机和网络设备、通讯产品、医药保健产业和生物技术等高科技领域。根据投资企业生命周期的不同，风险资本或创业基金一般可分为：种子基金（主要用于新产品开发）、创立基金（主要用于新企业创立）、成长基金（主要用于市场推广和技术的完善）和美化基金（主要用于企业财务报表的美化）等等。作为一种投资方式，创业基金不同于一些大的工业公司进行的项目直接投资，而是有其自身的规律。

2.2 风险基金

一般说来，在发达国家，风险基金与创业基金实际上是一个概念。因为在这些国家，创业基金所投资的公司或项目都属于高科技领域。由于高科技产业是一种全新的产业，其发展中存在着诸多不确定因素，因此高技术产业大都是高风险产业，所以创业就又称风险基金。高新技术产业的投资风险主要来自于 3 个方面：（1）技术风险。高新技术是全新的技术，它是否能转化为现实生产力存在着明显的不确定性，因此，存在出现技术失败而造成损失的可能；（2）市场风险。市场上能否接受，以及什么时候能够接受某种技术创新产品，这种技术创新产品的扩散速度以及竞争能力都存在不确定性，因此，存在产品能否销售得出去的不确定性；（3）财务风险。对于一个新项目来说，投资预算很难完全确定，同时投资能否得到回收并没有确切的把握。有人曾做过统计，在新开发的高新技术中，应用到市场上获得成功的只有百分之几。但是高风险与高收益往往是孪生姐妹，只要科技公司的一种新技术产品被市场接受，其经济效益往往会成倍增长。例如在海湾战争期间，由于美国军事技术在打败伊拉克中发挥了重要作用，使得美国科技公司股票，尤其是与军事有关的科技公司股票非常抢手，从而使得科技基金价格大幅度上升，当时景泰环球科技基金就大获其利。

从国外经验来看，由风险资本组成的风险基金在培植高新技术企业中发挥了重要作用，它已不仅仅局限于融资人的角色，同时也积极为企业提供咨询服务和管理手段，从各个方面协助高科技企业的发展。如数据设备公司（Dec）、英特尔（Intel）公司、康柏（Compaq）计算机公司、戴尔

(Dell)、微软公司 (Microsoft) 和苹果电脑公司等等。以这些企业为核心的信息产业对美国 90 年代经济的低通货膨胀、高就业和高增长作出了重要贡献。据统计, 1993 年以来, 美国工业生产增长的 45% 是由信息产业带动的。正如美国前总统科技顾问基沃斯博士所指出的那样: “至少 50% 的高新技术中小企业在其发展过程中得到过风险投资的帮助。”由此可见, 建立风险投资机制和发展风险基金无疑是实现科技成果转化和发展高新技术的必然选择。

不过, 国内的风险基金与国外的风险基金存在着本质的区别, 我国设立这种基金的目的是国家为保护和促进某一事业的发展, 一旦出现某种特定情况时, 动用此资金予以帮助, 使其增加抗风险能力。如粮食是关系国计民生的商品, 为保证粮食的供给, 《农业法》规定, 国家对粮食等关系国计民生的重要农产品实行保护收购制度, 设立风险基金。为此, 国务院专门制定了粮食风险基金管理办法, 其中对粮食的筹集、调度和管理作了明确的规定。另外, 《科技成果转化法》规定了国家鼓励设立科技成果转化风险基金, 《对外贸易法》规定了对对外贸易风险基金。

2.3 中国概念基金

中国概念基金即是以中国概念股为主要投资对象的基金。广义的中国概念基金, 其投资对象不仅仅包含中国概念股, 也包括在大陆上市的 B 股, 在香港上市的 H 股, 以及大陆境内的未上市公司。下文提及的中国概念基金, 即是从广义上而言的。

自从中国概念基金出现以来, 由于受到投资者的普遍青睐, 发展非常迅速。到目前为止, 海外成立的中国概念基金

总数已达 40 个，其中 20 多个基金已分别在香港、纽约、伦敦及欧洲其他证券市场上市，基金总面额达 30 亿美元。

根据中国人民银行的资料，自 1987 年开始，中国大陆投资机构与海外同行在境外合作组建了“中国投资基金”，但由于当时规模较小，经营不很成功。

此后，境外的投资机构也开始组建中国概念基金并进行相关的投资。1989 年 5 月，香港新鸿基信托基金管理有限公司设立“新鸿基中华基金”，并聘请上海的申银证券公司和深圳的招商银行作为投资顾问。该基金的投资对象为在香港、台湾地区和新加坡上市的中国概念股。这是第一家影响较大，经营较为成功的中国概念基金。随后，便有一系列中国概念基金相继推出。1990 年 11 月，法国东方汇理银行附属的亚洲投资有限公司发起设立“上海基金”，该基金预计投资组合的一半将投在大陆，重点放在上海，另一半投在香港和台湾地区的股票市场。

1992 年是中国概念基金大为发展的一年，截止年底，在海外成立的中国概念基金主要有：摩根建富中国基金、高诚中国基金、柏克莱中国基金、景泰深圳及中国基金、新鸿基中国基金、里昂中国基金、获多利中国基金、霸菱中国基金、怡富中国基金、天达中国基金、南华中国证券基金、上海基金、亿顺大中国基金、中国置业基金、中国投资发展基金以及中银中国基金等。其中后 3 家都有中资机构参与，为中国新技术产业投资公司、中国国际信托投资公司和香港中银集团。这时，海外的中国概念基金大多将主要资金投放在香港或在东南亚地区上市的中国概念股上。

1993 年，这种局面有了极大的变化。海外的中国概念基金开始大规模地介入中国大陆并进行直接投资。此前，只有

中国置业等少数基金有直接投资的内容。

中国概念基金的特点是：

1. 均在海外设立，由海外投资者认购，管理机构一般都是国际知名的投资管理公司或是这类公司与中国大陆同行共组的合资管理公司，专事对大陆投资或是投资于与大陆有密切经济联系的公司。由于国内基金业的发展尚属起步阶段，国际化程度不高，现在还没有纯粹的境内机构在海外募集资金，也没有中国概念基金在境内挂牌上市。

2. 普遍受到投资者的欢迎。原因是中国基金表现不凡。许多基金在发行时都有超额认购的情况，还有的基金为满足投资者的要求而突破了原定的集资额度。

3. 投资者以机构为主。在通常的情况下，专业机构一般不鼓励社会大众投资这类高风险市场，而只是介绍机构投资者和具备有关专业知识的投资人士进行投资。所以，购买中国概念基金的多为机构。

4. 既进行证券投资，又进行直接投资。许多中国概念基金成立的初衷是要投资中国 B 股，但是 B 股市场扩展的速度远小于中国概念基金增长的速度，因而许多基金只好将一部分资金投向在港台等地区上市的中国概念基金或是直接投向大陆的未上市公司。进行直接投资的目的或是为了取得长期的资本增值，或是为了取得公司上市后升值的溢价。

2.4 国家基金

中国国家基金是指由某一个或多个金融机构发起设立，通过在国际金融市场上发行基金证券的方式募集资金，然后由基金管理公司的专家（经理人）把筹到的资金专门投向中国的各种有价证券或未上市股权上，以获取投资收益的一种

跨国性信托投资。

目前我国国家基金较多采用的组建方式主要有两种：

(1) 由外国金融机构在境外设立的基金或基金管理公司，通过在境外金融市场上发行基金证券来筹集资金。(2) 由中国国内金融机构和外国金融机构联合设立的中外合资基金或基金管理公司，向海外发行基金证券，基金在海外证券市场上上市。

从经营管理方式看，目前我国国家基金多为外国的投资管理公司管理，中方多以投资顾问方式介入。随着中外合资基金的发展，我国国家基金将由外资机构独资经营逐步朝中外机构合资经营方向发展。

从投资对象看，早期在海外募集的针对中国的国家基金，主要投资对象是在香港或东南亚上市的中国概念股。近几年来，随着中国国内证券市场的发展，中国国家基金也有了新的发展，出现了中国国内证券市场的发展，出现了中国 B 股基金和中国创业基金。目前国家基金的投资方式主要有以下几种：(1) 投资于中国的股票、债券等各种有价证券。由于我国目前只是有限度地开放证券市场，因此国家基金以投资 B 股为主，随着我国证券市场的进一步开放，将逐步允许中外合资国家基金投资于 A 股市场。(2) 参股未上市的公司，这类创业基金的做法通常有两种：对国家重点发展的基础设施、基础产业和高新技术产业进行的战略性投资和对已有制造业企业的技术性收购。(3) 组建新的股份合资企业，支持境外企业到中国兴办三资企业。

国家基金对投资者和受资者有许多利处：如采用国家基金的受资国无还本付息的债务压力，也不必担心本国公司为外国资本势力所控制。认购基金的证券不在本国境内的证券

市场上交易，不会给本国证券市场带来冲击，而且国家基金这种投资方式利用起来简便易行。对投资者而言是一种低风险、低成本的投资手段。所以国家基金受到国内用资者与国外投资者的普遍欢迎。我国第一只国家基金是 1990 年 11 月法国东方汇理银行与上海合作，在香港和欧洲设立的“上海基金”，即以我国国内证券为投资对象的基金。

同时，国家基金还有其独特的风险与成本优势。首先，国家基金具有灵活、方便的特点，克服了外商直接投资手续繁杂，对投资环境要求高的弊端，在东道国（或地区）投资股市，可不受投资者经营能力及投资硬环境的限制，只要当地政策法规许可即可进入，而且投资的审批程度简便，投资对象的选择范围大。其次，外商直接投资兴办企业，不仅需要一定规模的资金积累，而且还应具备相应的技术、人才与经验，并占有一定的市场。这些要求使众多的中小投资者只能望洋兴叹，因为这些投资者单个资本数量较小，不足以形成规模投资，就证券市场而言，这些中小投资者对中国上市公司，整体经济、政治、社会和法律状况不十分了解，但他们又对这类成长中的证券市场甚感兴趣，国家基金便能够化零为整，将海外中小额资本汇集投资于新兴证券市场，并有足够条件和能力选择最佳时期、最佳企业、最佳股票作长期投资。再次，投资者个人以较低的费用即可享受专业化的投资管理服务，国家基金由金融专家进行投资管理，在信息、知识和经验等方面占据者明显的优势，可是最大限度地避免个人投资的盲目性和决策失误，节省时间、精力，从而实现个人投资的最佳效益。

投资者在选择国家基金时应了解；该国与本国汇率变动趋势、股市发展状况及经济发展前景。这样可避免一些不必

要的风险，以确保投资收益。

§ 3 国外产业投资基金简介

在国外，其实并没有产业投资基金这个概念，我们在这里所指的国外的产业投资基金实际上指的是投资于产业的基金，如美国的创业基金（风险基金）以及波兰的国民投资基金（重组基金）等等。

3.1 美国产业投资基金（创业投资事业）

美国是创业投资基金的发祥地，在 60 年代，由于高科技的飞速发展带来了极高的利润，吸引了不少投资者，但高科技的飞速发展需要巨额的资金，于是创业基金因适应这种需求而诞生了。但是美国的创业投资活动，却早在 19 世纪末已开始了，当时有部分私人或银行家将资金投资于石油、钢铁、铁路等事业；1924 年 IBM 公司的成立，就是典型的创业投资资金协助企业发展相当成功的例子。而现代创业投资活动的组织化，则始于 1946 年的波士顿美国研究发展公司（Boston's American Research & Development Corp.）的成立，继之 1958 年中小企业投资法案（Small Business Investment Act）的立法，建立了中小企业投资公司制度（Small Business investment Company；简称 SBIC）使创业者透过 SBIC，获得资金的提供，创业投资基金因此应运而生。

SBIC 方案在 1960—1962 年间迅速起飞，其间约核发了 585 个中小企业投资公司执照，但因政府与民间出资比例多寡的争议，以短期投资为导向的不当，政府法规的约束过多，经济及市场的衰退，经验不足以及对创业投资原则的误解等

因素，几乎摧毁了这个新生的产业，幸而许多 SBIC 的经理人渐渐修正错误观念，很快改善此一窘境，时至今日，SBIC 仍然是创业投资资金的重要来源之一。

60 年代晚期及 70 年代早期，有些新的投资团体或以有限合伙人 (Limited partnerships)，或以公司 (corporation) 形态组成，以规避政府的管制。因此 1969—1973 年间，创业投资业每年以募集约 4.5 亿美元资金的速度快速增长，所累积的资金规模已达到约 30 亿美元，这一个规模维持了 8 年之久。由于新财团、大财团加入创业投资事业，而小型创业投资公司在公开市场上又有诸多限制的情况下，小型公司企业主，须在其企业成长停滞或将公司出售给较大的企业间作一选择，因此在这一环境影响下，有雄厚资本背景的公司，已成为创业投资事业的主力之一。

至 80 年代，由于：(1) 资本利得税率的降低，使得长期创业投资较之短期股票、债券更具吸引力；(2) 放宽退休人员收入保险法案 (Employee Retirement Income Security Act; ERISA) 的解释，使退休人员保险金准许投资于创业投资业；(3) 投资银行的参与、辅导与协助，强化被投资公司的体质，并促其提早上市，使外界对该公司更具信心。以上三点因素，带动了创业投资事业的成长，1983 年美国国内共募集了 41 亿美元的新成立基金，与 1981 年的 13 亿美元及 1982 年的 17 亿美元相比，增长幅度达 2—3 倍之多。经过这些年发展下来，创业投资基金来源已不再局限与某一层面，诸如社会大众的游资、民间企业、财团法人、政府创业投资基金 (例如 SBICs; Small Business Investment Companies, MESBIC: Minority Enterprise Small Business Investment Companies, 及 economic development commission)、退休基

金 (pension fund)，皆为创业投资基金来源，还有国外投资集团投入。资金来源，可谓已相当广泛。从表 1-1、图 1-1、图 1-2、图 1-3，我们可以清楚地看到美国创业投资 (风险投资) 运作的历史和现状。

表 1-1 美国风险投资运作的历史和现状

60 年代初期	现在
★少量 VC 公司，且集中于波士顿、旧金山市、纽约，主要在本地投资	★更多数量的 VC 公司在更广泛的地区进行本地或全国范围投资
★公司之间就投资项目进行并愿意分享投资项目	★公司间几乎没有交流，相互为好的投资项目进行竞争，没有项目分享
★投资项目不足时，外出寻找投资项目	★非常多的项目可供投资
★自己研究技术以评价项目	★在多数情况下聘请专家
★自有资金或家族资金	★家族资金及机构资金

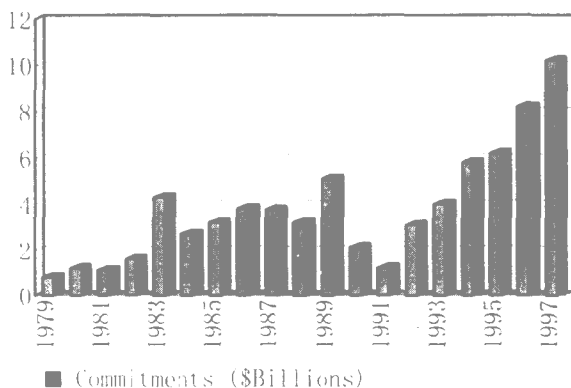


图 1-1 美国风险基金每年所得到的资本承诺

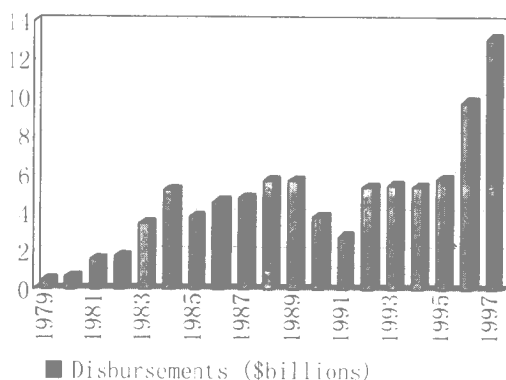


图 1-2 美国风险基金每年对所选择公司的投资额

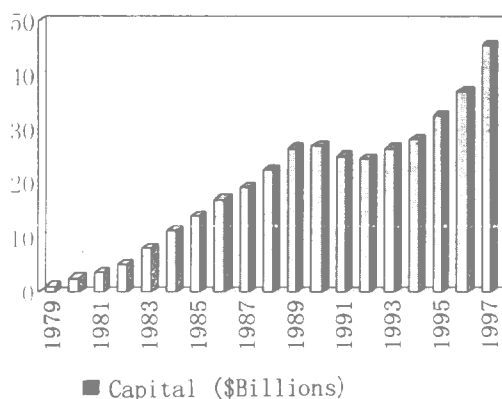


图 1-3 美国风险基金所管理的资本额

就 1997 年，创业投资投资于各行业分析，其投资于信息产业的金额，居各行业之冠，投资额约为 57.95 亿美元（见图 1-4）生物工程业居其次 投资额为 21.46 亿美元（见图 1-4）。

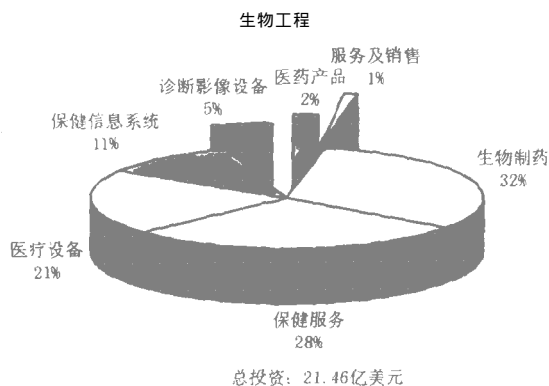
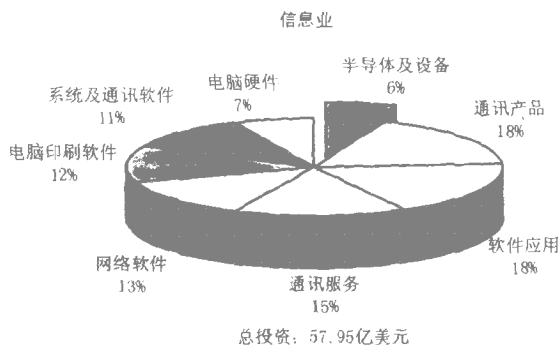


图 1-4 1997 年美国高科技行业投资分析

经由创业基金辅导上市的公司，上市的数量基本呈每年上升的态势（见图 1-5）。