

第一篇 总论

本篇共分两章：第一章，分析自有人类以来的社会经济形态的技术经济演进历程，由原始经济态到农业经济态，再发展到工业经济态，以至正在发展中的知识经济态。论述了这些经济形态广义的产业构成的技术经济过程的经济学特性，以及相关的投融资特性；第二章，以资本与资产的辨证关系为原点，专门论述了投资基金的特点、产生和发展的历史过程。以美国创业基金的发展为专题论述，说明发展产业基金的价值和意义。

第一章 产业投资基金一般分析

世界经济发展已步入知识经济时代，这一时代的基本特征是：知识密集型产业已成为全部产业的核心，成为一个国家取得长期竞争优势的决定性因素。大量理论研究和经验资料显示：从长远的角度看，不是资本投入（积累）和劳动力投入的增加，而是技术进步，才是经济可持续性增长的关键推动力量。技术进步转化为生产力的关键在于高新科技成果市场化、产业化，“知识”能否与“经济”相融合，这是一个较为漫长的市场评价、市场检验过程。这一过程是否成功不仅依赖于高新技术成果本身的市场价值，而且依赖于客观上是否存在一个能对技术进步转化为生产力起决定性作用的支持系统。

1.1 人类经济社会的演进

按照一般规律，一国经济结构、产业产品结构的调整是从技术科技成果的商品化、产业化开始，最终推动经济结构的演进。分析人类社会各类产业技术经济活动的历史，可以从广义的产业角度构画出它们的技术经济系统的演进过程。如图 1-1 所示。

公元前至 18 世纪中叶，人类从事农业（广义的，包括农、林、牧、渔等）生产及所积累的经验，演化成为农业技术及其科学。它们的产业化所形成的农业，构成了人类的农业社会文明。

传统的中国农业是人类农业社会文明的典型代表。

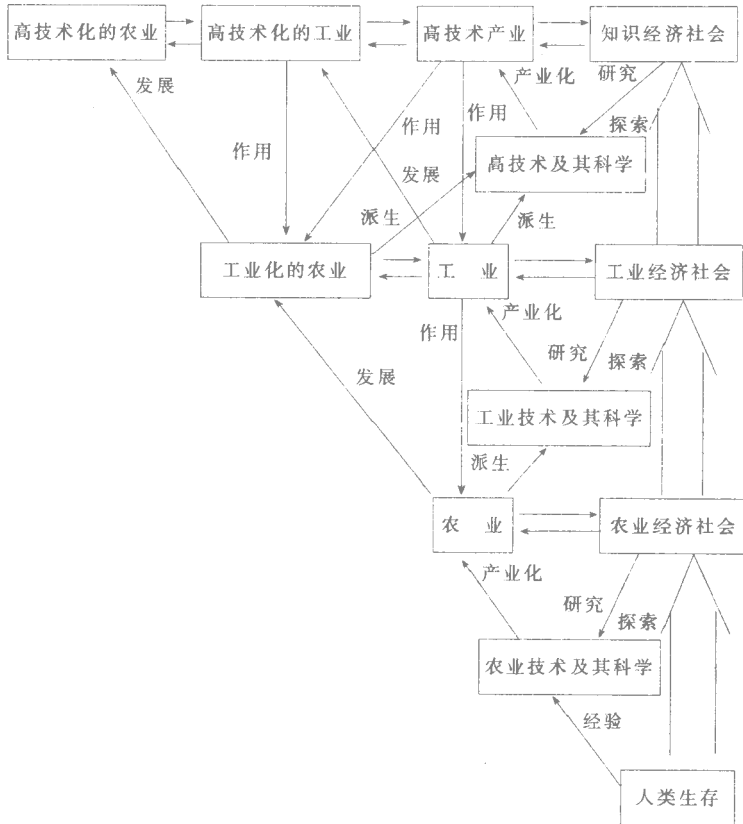


图 1-1 产业技术经济活动历史示意图

从农业技术经济活动体系中逐渐派生出来的工业技术（广义的，包括冶金、机械、化工、纺织等等技术）以及相应的科学知识，既形成了工业，同时它们作用于农业，将农业工业化。到了 19 世纪，人类的工业发展，充分得益于科学探索、技术研究的成果。技术经济活动进一步推动着工业社会文明的进步。蒸汽机技术的诞生及其产业化和规模化，导致了工业革命的爆发，人类

由手工劳作进入了机械化的时代。19世纪末，以电气技术为先导，引发了一场电气产业革命。随着发动机、电动机、电灯、电报、电话的纷纷问世，人类进入了一个电气化时代。前者当推英国，后者当推美国为代表。

到了本世纪中叶，人类从工业、工业化的农业中探索和研究的一系列高技术及科学（电子、信息、生物、海洋、新能源、航天等）成果产业化、规模化，并与传统的工业技术、农业技术融合，进一步推动了人类社会文明的进步，标志着人类社会进入电子化和信息化的时代。

基于这样的分析，广义的高技术产业除了包括6大高技术体系产业化形成的产业外，还应包括高技术化的工业和农业，以及在此基础上发展起来的知识产业。NASDAQ 证券市场上的产业构成充分说明了这一点。如表1-1所示，其中的加工业、健康业、零售业、批发业、交通业等都不再是传统意义上的产业，而是高技术化的产业。

表 1-1 NASDAQ 证券市场上的产业类型结构(1998年)

产业类型	加工业	软件业	健康业	零售业	无线通讯	批发业	交通、电话通讯、其他等
所占比例%	41	29	6	4	4	3	13

如果将人类社会技术经济形态演进划分为原始经济态、农业经济态、工业经济态、知识经济态。原始经济态离我们太久远，不去论它。农业经济态是以农业技术为基础的经济形态，工业经济态是以工业技术和工业化的农业技术为基础的经济形态，知识经济态则是以高技术以及高技术化的工业技术和农业技术为基础的经济形态。农业经济的产业体系就是农业，工业经济的产业体系除了工业之外，还应包括工业化的农业，知识经济的产业体系

除了高技术产业之外，还应包括高技术化的工业和农业。这三种经济态的技术经济过程是以不同的范式运作的。农业经济态完全是一种自然经济过程范式，工业经济态则是技术经济过程的专业化规模经济的范式，知识经济态则是技术经济过程的关联性、速度性、范围性和规模性的范式。技术经济过程的范式不同，相应的经济体制、法规政策、市场过程、创新机制、管理、组织等系统的功能也不同。即不同的经济态，需要不同的组织、管理、法规、体制等为其发展服务。根据这样的理解来分析我国的国情，可以认为我国的经济形态，是一个三元经济态的综合，既有传统的农业经济，又有传统的工业经济，还有当今高技术的知识经济成份。这种三元经济态的综合，构成了我国经济结构升级的复杂性。

1.2 我国的经济形态特点

按市场经济配置资源的规律，结合中国国情，改革现行的投融资体制和方式，以促进我国产业的良性成长及规模经济性，是目前经济体制改革的重要内容。

就高技术产业发展来讲，1988年至1998年我国各级政府创办了53个国家级高新技术产业开发区，推出了科技贷款、兴建创业中心等措施，以促进高新技术产业的发展。但实际效果不尽人意，有的“开发区”成了“开挖区”。科技贷款和创业中心，虽然在一定程度上促进了科技成果转化，但在产业发展的意义上，却作用很小。原因：一是资金分散且行政干预，难以形成资金规模投资效应；二是科技成果转化只是高技术产业发展过程中的一个早期环节，仅对转化环节投资，没有后续投资，是不可能

促成高技术产业良性成长的；三是投资观念上的误区，以为办了园区、搞了创业中心、给了优惠政策、提高了科技成果转化率，就可以促进高技术产业的发展了，缺乏系统化的战略投融资。此外还有资本市场不成熟、市场环境差等问题。因此，发展高技术产业的投资，决不能简单地模仿国外的做法，而是要结合经济改革的实际情况，站在高技术产业成长的高度来研究、探讨和实施。

再看传统工业，建国近 50 年来，我国的工业体系已经形成，但各地低层次重复建设，导致大中型企业有规模但无效益、小企业有效益但无规模，在开放的形势下，缺乏国际竞争力。“九五”期间，各地产业规划 95% 是重复的。如果不从产业规模经济性的角度考虑投资，势必导致新兴产业发展步以前历史的后尘。导致这些问题的原因，固然有很多，但最重要的还是投资体制的问题。条块分割下的投资是不可能获得产业规模经济性，在逐步加大开放力度的环境中，必须以进入 WTO、有产业竞争力的角度重组现行的企业资源，必须从产业规模经济性的角度来考虑产业投资的问题。

在农业方面，我国几千年的农业文明，是以传统的农业技术为基础的，但在工业化、高科技化的时代，我国的农业除了少量的机械化和高科技化外，主体仍以传统的技术为主，与主体工业化农业的法国相比、与主体高技术化农业的美国相比，我国农业的自给自足经济性显然适应不了现代经济发展的需求，要使农业达到工业化的经营和高技术化的发展，必须改革现行的农业产业体制。土地长久承包只是解决了土地资源经营激励的问题，如果没有产业发展价值的投资到位，农业发展的滞后，将会严重影响国民经济的发展。

上述问题，都是我国经济发展过程中亟待解决的投融资需求

问题，也是我国投资体制改革的着眼点。本着这些问题，本文将针对我国投资基金发展过程中存在的问题，借鉴美国创业投资基金发展的基本原理，就发展中国产业投资基金进行论述。

本文论述的产业投资基金，是指：（1）为促进高技术产业发展技术经济行为的一种系统投融资方式；（2）对传统工业体系进行资产重组，促进其规模经济竞争力的一种投融资方式；（3）为使农业高度化发展的一种投融资方式。这些投融资方式，并非仅仅符合产业政策、在单个环节上的投融资，而是从整个产业发展的高度来进行投融资的。而我国现有的直接投资于产业的基金，虽是符合国家产业政策的，但他们则是单个环节上的投融资方式，而非整个产业发展意义上的产业投资基金。本文论述的投资主体是各级政府、企业法人、银行资本、私人 and 外资资本的密集体。它们的构成比例，因所投产业的属性以对国民经济发展的作用属性而不同。如交通、能源是工业体系中的基础性，对国民经济发展的作用也是基础性的，由于其所需资金规模大、投资周期长、产出回报率低等特性，其投资主体结构中，宜以政府和银行资本为主导方。如汽车、家电等是国民经济现行阶段的支柱性产业，在工业体系仍带有支柱性意义，其投资主体可以以企业法人资本和私人资本为主导。由于我国经济体制处于由计划向市场的转型期，市场环境不同于发达国家，简单模仿发展投资基金必然障碍重重。个别政府官员的“寻租”行为会导致基金运营成本增大，行政干预的内部人控制行为会导致基金管理混乱而非规范操作，计划惯性的投融资行为会导致基金规模偏小而失去真正意义上基金的价值，法规不健全会导致投融资过程的违规运作，而对经济增长产生副作用。从而认真研究产业发展意义上的投资基金问题，既有金融深化改革的意义，又有促进我国产业良性发展推动国民经济发展的意义，还有加速经济体制转型的意义。

1.3 高技术产业发展的投资特性

高技术产业投资，是指为了促进高技术产业的发展，创造新的经济增长点而进行的投资。由于高技术产业是新兴的产业群体，包括带基础性的电子、新材料、新能源，带支柱性的信息、机电一体化、生物工程，以及带尖端性的航天、海洋工程等产业，其发展过程是由科学研究、技术开发、企业创新、市场开拓乃至产业形成等组成的复杂的技术经济系统动态过程。因此，高技术产业投资具有多阶段性、结构性、耦合性、金融工具多样性等特点。

高技术产业投资的多阶段性，是指在高技术产业发展的过程中体现出的技术经济的动态过程，是由多个阶段构成的，而各阶段的技术经济特性是不同的，前期的特性呈现以技术性为主，后期阶段呈现以经济性为主。因此，对高技术产业发展投资也就呈现出多阶段性。一般表现为科学技术研究阶段、高技术成果工程开发的产业化阶段，以及产业的生产经营规模化阶段等三个主导阶段的投资。不同阶段的技术经济特性对投资的金融价值要求也不同。

高技术产业投资的结构性，是指由于高技术产业发展技术经济的多阶段性，导致各阶段投资之间的结构关系，这些结构关系既有数量上的，也有金融价值质之间的。数量上的结构关系表现为“研究阶段：产业化阶段：规模化阶段”的投资比例一般为1:10:100；金融价值质之间的结构关系，表现为金融投资的科技价值、产业价值和市场经济价值之间的关系。

高技术产业投资的耦合性，是指由于高技术产业发展多阶段

之间紧密关联，导致对其投资结构之间的耦合关系。这样的耦合关系，一是表现为投资先后的顺序耦合性，二是表现为投资金融价值之间的耦合性。前者易于理解，后者意为高技术产业投资的技术经济价值，是由投资的科技价值与产业价值以及市场经济价值之间耦合形成的，而不是单纯的某一价值。

高技术产业投资的金融工具多样性，是指由于高技术产业发展的多阶段性，而且每个阶段又蕴含着多个环节，而各个环节、各个阶段投资的金融价值不同，对资金需求的方式也不同，从而导致对金融工具的多样性需求。一般情况下，研究阶段以科技研究的投入方式投资，如在科学基础理论环节，多以国家科研经费方式投入；在由基础理论向技术转化的过程中，其投资方式以国家的开发资金与企业的研究资金或个人投入为主要投资方式；在科技成果商品化的环节，以及由科技成果创新出新的企业的企业化环节中，往往以风险投资为主要投资方式；而在产业形成以及生产经营规模化阶段，往往以资本市场的产权交易、证券融资以及货币市场的资金拆借为主要投资方式。金融投资方式不同，其对应的金融工具也不同。因此表现为高技术产业投资金融工具的多样性。

1.4 传统工业资产重组投资特性

传统工业资产重组投资，是指为了形成国际竞争力产业而进行资产重组的投资。由于我国传统工业体系已建成，但由于体制、机制等因素，各产业的国际竞争力不论是规模还是技术先进性以及管理水平等诸方面都是落后的。在全球经济一体化大趋势的背景下，对传统工业体系的资产重组，让现有的工业体系发挥

出应有的国际竞争力势在必行。因此，对传统工业体系进行资产重组投资特性具有规模性、组合性、综合性的特点。

传统工业体系重组投资的规模性，是指在对工业体系资产重组的投资时，不论横向重组，还是纵向重组，或是混合重组，以及用高技术促使传统工业的高技术化，所需资金量均要以亿为单位计量的。这些庞大的资金需要中央政府资金、地方政府资金、企业法人资金以及私人与国外资金在更高层次上的资本有机密集才能实现。这就是其投资的规模性所在。

传统工业体系重组投资的组合性，是指在传统工业体系重组的投资过程中，在横向重组上，不但涉及生产管理资源重组，还涉及市场经营资源、研究开发资源的重组，进而将它们组合起来形成国际竞争力；在纵向重组上，不但涉及带基础性的交通、能源、原材料等产业与带支柱性的制造业之间的组合，还涉及带基础性和支柱性的产业与带先导性的产业之间的组合，形成国际竞争力。这便是传统工业资产重组投资的组合性所在。

传统工业体系重组投资的综合性，是指在工业资产重组的过程中，不能仅在现有的规模上求大，而是要在高技术化的作用下，提高技术和管理水平，提高带基础性、支柱性、先导性产业的技术和管理水平，为国民经济发展提供高效的工业体系，将高技术的投资与传统工业资产重组的投资综合起来，是传统工业资产重组，形成国际竞争力，赢得跨世纪挑战的必然。这便是资产重组投资综合性所在。

1.5 农业高度化投资的特性

农业高度化投资，是为了对现在相对落后的农业体系，促进

其工业化、高技术化的发展而进行的投资。与发达国家的农业相比，我国农业体系中基础性的土、水、肥、种等，支柱性的粮、棉、油等，带高附加值的牧、副、鱼等产业的发展，其经营水平，仍是以自给自足的自然经济方式为主的状态，不说是去参与国际化的竞争，就是抗灾能力也很弱。究其原因，对农业的工业化投资、高技术化的投资，远远跟不上现代农业发展的需要，而只能是在满足原有水平上的慢步发展。从对我国农业高度化的投资，体现出地域性、综合性以及多重性。

农业高度化投资的地域性，是指符合农业生产自身自然规律，因地域、气候进行其土、肥、水、种和粮、棉、油及牧、副、渔的生产经营、技术、管理水平的高度化投资。这是农业自身规律决定的，违背了农业地域性特征，任何投资都是无效的。

农业高度化投资的综合性，是指在农业高度化的投资时，不但要进行对现行农业生产经营体系的改造，还要加快其工业化、高技术化的速度，以适应农业的发展，改变其落后的面貌，跟上现代化的步伐。借鉴发达国家农业工业化和高技术化的经验，从战略上综合规划现行农业资源，使其优化配置，同时促进其工业化、高技术化的投资，既要农业生产体系的高度化投资，又要对农业经营体系以及农业管理体系、技术体系等进行全系统的综合。是我国农业高度化投资的综合性所在。

农业高度化投资的多重性，是指在其高度化投资过程中，既有现行农业资源优化配置方面的投资，提高现行农业生产效益水平，又有在此基础上的工业化投资，提高现行农业技术密集程度，强化农业的规模经济性，进而进行高技术化的投资，促进农业适应当代高技术化的趋势，形成在高技术化层次上的竞争力。这种多重性的投资，不仅是一个先后顺序上投资，更重要的是一个并行投资的过程，以加速农业高度化的进程。因此，农业高度

化投资的多重性，体现在两个层次上，一是体现在农业高度化进程中，既有现行资源优化配置上的投资，还有对其工业化的投资，二是体现在农业高度化投资几个子进程中的并行过程的投资。这也是我国农业高度化投资系统中复杂的一面。

综上所述，我国已建立 53 个高新技术产业园区，70 多个创业中心，10 多个风险投资公司，并有发展高科技的“863”计划、“攀登计划”等。这些还只能说是高科技研究和科技成果转化意义上的投资问题，还没有从根本上解决高技术产业发展意义上的投资问题。我国的工业体系虽然已经确立，但其在市场机制下，生存、发展的问题，农村参与国际化大市场竞争力的问题都没有解决。虽然实行了农村土地承包制，但这只是解决了在土地所有权归国家的前提下，农民长期享有经营权的激励问题，并没有解决如何使农业规模化经营和高技术化经营的问题。我国当代高技术产业、传统工业、农业发展的客观现实，强烈需求金融投融资体制在更高层次上的创新，为他们的发展提供更强劲的动力。本文认为这就是产业发展意义上的投资方式的创新。为此，借鉴投资基金发展的基本原理，结合中国国情，进行产业投资基金的投融资体制改革和创新具有重大意义。

第二章 投资基金的产生与发展

投资基金作为一种金融工具，以大数定理为基本原理，规避投资风险，使投资者获益，促进被投资者的发展。尤其近几十年来，美国创业投资基金的发展，促进了美国高技术产业的发展，让人们进一步感受到投资基金的产业投资价值。

2.1 投资基金的基本概念

一、投资基金的概念

投资基金是一种大众化的信托投资工具，它由基金公司或其他发起人向不确定的投资者发行受益凭证，将大众手中的零散资金集中起来，汇集成具有一定规模的信托财产，然后将这笔资产委托基金经理人进行管理和运作，并由信誉良好的金融机构充当所募集资金的托管人。基金经理人将这些财产主要投资于股票、债券等各类有价证券及其它领域，获得收益后，由投资者按出资比例分享。通过这种多元化的投资组合，可以有效的降低投资风险，使投资者的资本获得长期而稳定的增值。

二、投资基金与其他有价证券的关系

从前面我们对投资基金所下的定义看，投资基金实质上是一

种集合投资制度，投资基金和债券、股票都是金融投资工具，它的发行凭证即基金券（或受益凭证）与股票、债券一起构成了有价证券的三大品种，投资基金的投资者同股票、债券的投资者一样都是进行证券投资，其目的都是想通过投资取得一定的经济利益。但是投资基金的投资同其他有价证券的投资又存在着不同，其区别如下：

1. 反映的关系不同。债券反映的是一种债权债务关系，即债权人和债务人之间的借贷关系，而不存在所有权的转移，债务人在事先必须确定到期还本付息于债权人。股票反映的是一种产权关系，凡是投资者购买了某个公司的股票，那就意味着他就是这个公司的一个所有者，是公司的股东，对公司的经营和决策具有相应的发言权。而投资基金（公司型基金除外）反映的则是一种信托关系，是金融信托的一种，受人之托，代人理财，不涉及所有权的转让。对投资基金所投资的公司，投资者个人并不拥有所有权。

2. 风险、收益不一样。债券一般预先规定了利率和借贷时间，到期后还本付息，其收益是固定的，投资者承担的风险较小。股票的收益则取决于该公司的经营业绩，同时，股票还受股票市场波动的影响，投资风险较大。而投资基金投资于有价证券或实业，由投资专家操作，按照科学的投资方式和决策来进行组合投资，因而能把风险降低到最低限度，而把收益提到最高限度。

3. 投资者变现方式不同。股票投资一经把资金投入是不能通过退股方式收回的，只能通过转让才能变现。债券投资在确定的时间之内是不能抽回其资金的，最多只能到证券市场上进行贴现。而开放型投资基金的投资在一定条件下是可以赎回的，封闭型投资基金也可以在市场上转让

三、投资基金的分类

目前世界投资基金的种类已经发展到数十种之多，从不同角度可以将投资基金划分为不同类型。

1. 根据其投资对象、运作机制及其对证券市场的影响，可以把投资基金分为两大类：一类是证券投资基金，一类是直接投资基金（或非上市股权投资基金），并按照这两个大类而分别立法和分别监管。

证券投资基金投资于可流通证券。

直接投资基金投资于未上市企业，是对未上市企业股权进行投资的基金品种。本文所研究的产业投资基金属直接投资基金范畴。

2. 根据受益凭证（指基金投资者持有基金资产的一种凭证）是否可赎回或追加，将投资基金划分为开放式与封闭式。

开放式投资基金是随时对投资者开放，基金的资本总额及持份总数是不固定的，可以随投资人的资金进出基金而有所变动。投资者可随时向基金公司购买受益凭证，也可以随时卖出受益凭证给基金公司。购买或卖出受益凭证的价格，按基金的净资产价值扣减手续费计算。

封闭式投资基金是指基金资本总额及发行份数在未发行之前就已确定下来，在发行完毕后基金就封闭起来，总份数不再增减，投资者的资金不再能进出基金，投资人若想将手中受益凭证变现，则须到证券交易市场脱手，而不能要求基金公司赎回；若要购买基金，也要通过经纪商，在证券交易市场竞价购买。受益凭证的买卖价格在一定程度上由市场供需状况所决定，并不必然反映基金的净资产价值。

3. 根据组织形态不同，可将投资基金划分为公司型与契约

型。

公司型投资基金是由具有共同投资目标的投资者，组成投资公司，投资人经由购买公司股份成为股东。公司型基金的特点是基金本身即为股份公司型的投资公司，而投资者即为公司股东，公司章程明确规定公司与股东的权利与义务。

契约型投资基金是由基金管理公司（委托人）与基金保管机构（受托人）之间订立信托投资契约，管理公司依照契约管理运用基金财产，受托人负责保管基金财产，而投资成果由投资人（受益人）享受的一种基金形态。这种基金以发行受益凭证的方式，向投资大众筹募资金。

2.2 投资基金的特点

一、投资基金的特点

与其他金融商品相比，投资基金具有很多独特的优势吸引着广大投资者。这些优势是：

（一）专家经营

专家经营（professional management）是投资基金的第一大特色。投资基金有别于其他投资方式就在于它是通过聘请投资顾问从事基金经营的。这些投资顾问通常是由专职证券分析家和有丰富经验的投资组合经营者组成的。专家经营可以给投资者带来如下好处，如能获得必要的研究资料和信息，采用最先进的证券分析和组合经营技术，从而保证决策的正确性；而投资者个人却只需支付很少的费用获得上述的收益。随着基金种类增加及各种有价证券的不断问世，证券组合日趋多样化，专家经营使得投资

基金在过去和现在的投资领域中都获得更快发展。世界上一般的投资基金管理和操作都是由专家负责经营的。

（二）证券组合多样化

证券组合多样化是投资基金的第二大优点。证券组合多样化是指在基金的全部证券组合中，基金资产按比例分摊到各种证券上，每一持份包括有按比例分配的证券组合中的一部分。投资基金的一个重要目的就是通过这种适当的组合降低投资风险。

投资基金的多样化组合对一般投资者而言是非常重要的。投资者资本是有限的，如果投资者个人投资于某种证券，或投资几种证券，有可能因该证券购买数量过小而负担过多的交易成本，或因购买证券数量或种类不足而难以达到分散风险的目的。

通过证券多样化组合，基金风险已大大降低，唯一的风险来自基金所投资的某种证券或产业。与公司有关的风险称非系统风险，而与市场有关的风险称系统性风险，这类风险不能通过组合经营被降低。

（三）可选择性

投资基金的第三大优点是具有较强的可选择性。由于投资目标不同，不同类型的投资基金具有很大差异性。这种差异性可以使投资者从日趋多样的基金中了解不同的专家经营，从而选择不同的基金。

（四）流动性

投资基金的第四个优点是流动性。流动性是指投资基金持份因投资者改变投资目的，如急需现金等而转换成现金的速度，也指在赎回基金持份时所承担的价格风险。可以说，没有比投资基金流动性更强的股票和债券。根据美国《投资公司法》规定，基金可以按交易日的净资产价值买卖（加较少的费用）。投资基金的重要特性是买卖过程同样简便，且根据赎回要求的方式不同，