

中国产业投资基金的发展战略与模式选择*

季敏波¹, 徐莉芳²

(1. 上海财经大学 国际工商管理学院, 上海 200433; 2. 浙江大学 经济学院, 浙江 杭州 310027)

摘要: 中国产业投资基金业的战略目标是 用 15 年左右的时间, 分三步把中国产业投资基金发展成为组织形式多样, 在总量、结构、机制上能基本满足促进中国产业发展和国有经济战略性重组的需要, 成为中国金融业和国家创新体系中不可或缺的组成部份。在中国产业投资基金的模式选择上, 提出了两类发起人和三种发起方式, 多样化的资金来源, 渐进式的组织形式, 权变式的监管体制, 市场激励和物质激励并重的激励机制, 单独的立法模式。

关键词: 产业投资基金; 发展战略; 模式选择

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2000)05-0037-06

卖方市场的终结, 标志着中国经济必须由追求经济增长而全面转入追求经济发展和提高经济增长质量的轨道。为此, 经济结构调整和产业升级的需求比以往任何时候都显得迫切。新生的经济力量需要培育, 相对衰退的经济力量需要再生。在这个过程中, 金融制度的支持是必不可少的。产业投资基金就是这样一种以促进产业发展为己任, 进而支持经济发展的金融创新制度。也就是一种借鉴西方发达市场经济国家规范的创业投资基金运作形式的金融制度, 它通过发行基金券, 将投资者的不等额出资汇集成一定规模的信托资产, 交由专门投资管理机构直接投资于特定产业的未上市企业, 并通过资本经营和提供增值服务对受资企业加以培育和辅导使之相对成熟和强壮, 以实现资产保值增值与回收, 其投资收益按出资比例分成。产业投资基金包括创业投资基金、支柱产业投资基金、基础产业投资基金和产业重组基金。

一、中国产业投资基金的发展战略

1. 中国产业投资基金业的总体发展战略

第二次世界大战以后, 各发达国家的政府更加明确地认识到投资基金的重要性, 随着整个金融业的不断创新与深化, 商业银行、投资基金和保险公司已呈三分天下的发展趋势。1990 年美国共同基金业的资产首次达到 1 万亿美元, 1996 年共同基金资产更是超过了传统的金融产业——商业银行业的资产, 成为第一大金融产业。1997 年美国共同基金高达 67780 亿美元 (美国投资公司协会《1998 美国共同基金实录》, 1998)。1997 年全球基金资产超过 7 万亿美

收稿日期: 2000-03-01

作者简介: 季敏波(1964—), 男, 浙江龙泉人, 上海财经大学国际工商管理学院副教授, 博士生;

徐莉芳(1966—), 女, 江苏常熟人, 浙江大学经济学院国贸系讲师。

元,1991年到1998年全球基金平均年增长率为13.3%(陈儒,1998)。1990年全球创业资本的规模为800亿美元。

中国产业投资基金业的总体发展战略是金融业发展战略的重要组成部分,受到中国社会主义市场经济发展进程的影响。因此,中国产业投资基金业的战略目标是在总量、结构和机制上能满足社会主义市场经济发展的需要,能促进中国产业发展和国有经济的战略性重组,成为中国金融业和国家创新体系中不可或缺的组成部分。

2. 中国产业投资基金业的发展规模目标

中国投资基金业的总体目标是成为一个具有一定规模的金融产业,其举足轻重的作用仅次于商业银行和保险公司。从美国等发达国家的金融业结构比重看,中国产业投资基金的资产规模应占金融业资产规模的1%—3%,按中国现有金融资产规模10万亿元匡算,产业投资基金的规模目标应在1000亿元到2000亿元,最终达到占金融资产3%的目标。

3. 中国产业投资基金业的组织战略

组织战略应服务于产业投资基金的总体战略。根据中国基本国情,产业投资基金应从契约型、封闭式起步,发展到有限合伙公司型、封闭式与开放式并存,各种基金组织丰富多样的组织格局,以适应多种资金来源,多层次产权交易的客观需要。

4. 中国产业投资基金业的发展步骤

为加速发展中国产业投资基金业,应吸取国外政府积极推动产业投资基金发展的有益经验,在立法先行的基础上,分步实施产业投资基金发展战略:

第一步:初步建立起一个产业投资基金的法律与监管体系,创业投资基金有一定规模,支柱产业和基础产业投资基金、产业重组基金开始探索,产业投资基金业资产初具规模,为实现第二步发展战略打下基础。

第二步:产业投资基金业资产规模有较大的增长,产业投资基金的法律与监管体系得到健全,产业投资基金品种丰富,能基本满足产业发展的需要。

第三步:产业投资基金资产有相当规模,有完善的法律与监管体系,产业投资基金成为促进国家创新和社会主义市场经济发展的重要金融力量。

二、中国产业投资基金的模式选择

产业投资基金是市场经济的产物,中国发展产业投资基金必须尊重市场规律,充分发挥市场规律在产业投资基金发展中的作用,而政府应扮演的角色是引导、支持、不包办。因此,关于产业投资基金的发展模式如设立方式、规模、资金来源、组织形式甚至监管体制的选择都应是市场的选择,具体操作阐释如下。

1. 产业投资基金的设立方式选择

从理论上讲,凡是法人机构,包括金融企业、协会、产业公司等,只要符合有关法律、条例,投资者愿意进行投资,又能筹集到资金的,都可以成为产业投资基金的发起人,申请设立产业投资基金。

但从目前情况看,中国产业投资基金的设立还需经过有关部门(如中国投资基金监督管理委员会或归入中国证券监督管理委员会的某个部门)的核准,基金发起人至少要具备雄厚的经济实力和丰富的经营管理经验。唯有如此,才能使中国的产业投资基金从一开始就走上健康发展的轨道。

由于产业投资基金涉及投资和实业两大内容,为充分发挥各自的专业化优势,中国的产业投资基金发起人应由金融企业和产业公司两部分组成。只要所持股份均不超过一定比例(如25%),允许外资参与发起和管理产业投资基金。对公募型产业投资基金而言,金融企业的发起人注册资本不少于3亿元,产业公司的发起人注册资本不少于5亿元,基金管理公司的注册资本不低于1000万元。在产业投资组金的发展初期,基金将以公募和私募方式结合发行,实募资金达申报数额的70%便可成立,存续期间基金不可赎回,只能转让。

现阶段中国产业投资基金的发起与设立可选用三种方式:

(1)由经验丰富、信誉良好的金融企业和产业公司发起,吸收国家财政科研开发拨款、企业科研开发专项基金,政府用于鼓励科研开发的低息贷款以及一部分金融保险机构的资金共同组成,重点投向产业政策倾斜的产业,以资金投入引导高新技术的产业化发展方向,促进产业升级。

(2)由中外双方具有实力的投资公司共同组成境外中国产业投资基金,利用外资参股加强基金在海外的知名度,共同寻找投资人和引进先进的管理经验和技木,开拓国际市场、提高我国高新技术产业的国际化水平。

(3)直接向社会公众发行可上市流通的产业投资基金,一方面吸引社会闲散资金,吸引公众对支柱产业、基金产业和高新技术产业的关注;另一方面满足公众对高风险投资的需求,给予高收益的回报。

2. 产业投资基金的规模选择

由于中国产业投资基金刚刚起步,其规模绝对数量小。但大小是相对的、动态变化的,对产业投资基金规模比较分析应有辩证的观点。

(1)提高单个产业投资基金的规模。总体来说,中国的产业投资基金平均规模较小,有的甚至不如国外同行一个项目投入的多。因此应根据中国产业发展的客观需要和资金筹集的可能性,提高单个产业投资基金的规模。对创业投资基金而言,至少要有15个以上的投资项目才可能谈得上分散风险,按每个高科技项目需要2000万元计算,其规模至少应在3亿元以上;而其它类型的产业投资基金(如基础产业投资基金或产业重组基金)由于单个项目需要的资金更大,规模应更大一些。

(2)充分发挥产业投资基金的专业优势。规模相对于“领域”而言,犹如压力与“受力面积”,同样是千万元分散在若干项目,则显得小;若集中于某一点,则能有所作为。在压力一定时,“压强”和“受力面积”总是成反比例变化的。因此,基金规模小不可怕,“小而杂、乱”才是最令人担心的。在提高单个产业投资基金规模基础上,如何在“专、精”相对量上作文章、下功夫,才是中国产业投资基金的出路所在。要依据产业成长规律,发挥专业优势,将基金集中投向一到两个有前途的产业。

3. 产业投资基金资金来源的选择

资金来源多元化是国际产业投资基金业发展的一大趋势,也是各国发展产业投资基金的重要经验。中国产业投资基金的发展也必然要借鉴国际经验,尽可能调动各方面的力量,扩大资金来源的渠道。根据前面的经济分析,笔者认为资金来源要以社会资金为主导,政府资金为引导,充分发挥机构投资者的力量。在产业投资基金发展的起步阶段,以国有企业、证券公司、境外资金和政府资金为主,主要通过私募方式筹集,少量支柱产业和基础产业投资基金可以向社会公开募集资金;在中国金融管制有所放宽后,保险基金、养老基金甚至银行资金等机构投

投资者和逐渐壮大的中产阶级将成为支持产业投资基金的中坚力量。为了提高投资者承担风险的能力,笔者认为可以通过提高单位基金投资的金额,即以提高单价的方式减少所谓的散户投资者的比重,提高投资者承受风险的能力,以避免基金规模或基金市场价格的较大波动。如可考虑一般投资者投资的起点金额在5000元以上,机构投资者的起点金额在50万元以上。

4. 产业投资基金投资方向的选择

中国作为一个发展中的大国,不发展高新技术势必导致自主创新能力的萎缩。因此,将产业投资基金投资于高新技术产业无疑是首选的投资方向。但也必须看到,中国农村城市化过程中可能创造出对中度适用技术产品的巨大市场需求。这种多层次的市场需求必然导致中国产业投资基金的市场定位也是多层次的,盲目求高求新很可能产生产业结构断层。因此,广大的一般中小型创业企业均有必要通过创业投资予以支持。此外,企业存量资产和具有商业效益的支柱产业、基础设施项目也可以考虑以产业投资基金方式运作。

以上是对产业投资基金投资方向的总体把握,具体到每个产业投资基金的投资方向,则宜根据其专业特长,在其章程或契约中加以明确。由于所谓的“隔行如隔山”,每个基金要尽量发挥各自的专业优势,主要在自己熟悉的产业内进行投资。当然,基金间也可以进行合作或联合投资,一个或几个基金可以在某个产业中成为“主办基金”,投资量占其资产总额的70%—80%,负责为受资企业提供增值服务,而将其余的20%—30%投资于其它产业,成为别的“主办基金”的辅助资金。这样,产业投资基金既可以进行相互间的优势互补,又可以达到分散投资、分散风险的目的。

根据中国目前产业发展的现状,产业投资基金应在考虑投资回报率的前提下,根据产业的超前性、带动度、生产率上升率等因素进行投资,投资的主要产业包括:电子信息产业、通讯产业、生命科学产业、旅游产业、金融产业、环保产业、汽车产业、交通运输产业、文化教育产业、健康产业和休闲服务产业以及新能源、新材料产业。相应地,国家也应用《产业投资指导目标》对投资于这些产业的基金进行鼓励。

5. 产业投资基金的监管体制选择

监管是产业投资基金实现规范化发展的必要条件。各国的实践也证明,构建适合本国特点的产业投资基金监管体制是保证基金业得以健康发展的一项重要举措。纵观世界各国对投资基金的监管,主要有三种基本模式:以美国为代表的“法律约束下的企业自律管理”模式;以英国为代表的“基金行业自律管理”模式;以日本为代表的“政府严格管制”模式。这三种模式各有特点,各有利弊。但中国照搬任何一种管理模式都不完全符合国情,中国只能走一条折衷的道路,构建一种“法律约束下政府监管和基金行业自律相结合”的监管体制。而且在这种体制下,能够根据产业投资基金业的实际发展状况以及所处条件的变化实行有弹性的监督和动态管理,以充分发挥政府、基金业的监管功能。因此,这种监管体制可以称为权变管理体制。

在权变管理体制下,监管组织根据产业投资基金发展的实际情况及目标要求,以功能的充分发挥为标准来选择监管主体及其结构,以效率和效果为依据来选择和应用监管手段,在不违背法律的情况下,采取灵活的监管措施对产业投资基金的发展实施有效监管。

建立和完善中国产业投资基金权变管理体制,应做好以下几项工作:一是逐步建立和完善产业投资基金的法律法规体系;二是建立高效统一的产业投资基金监管组织。目前可暂时归入中国证券监督管理委员会的某个部门,等将来发展到一定的规模,可单独成立中国投资基金监督管理委员会;三是积极探索和引导中国投资基金行业组织——中国投资基金行业协会的

建立健全,通过行业协会,在行业内形成一个自我协调、平衡、制约的机制,作为政府监管组织管理的补充;四是强化监督检查,促使基金管理公司优化组织结构,完善规章制度,不断提高基金管理公司的管理水平和自律能力。

6. 产业投资基金的组织形式选择

传统投资基金的组织形式有契约型、公司型和封闭式、开放式这四种组织形式的不同组合,而从国际上发展产业投资基金特别是创业投资基金的经验看,有限合伙公司成了创业投资基金的主流形态。中国发展产业投资基金要根据国际惯例结合中国的具体国情,发展有特色的组织形式。在起步阶段,主要发展契约型封闭式创业投资基金,开始探索有限合伙公司型的组织方式;随着条件的逐渐成熟,产业投资基金有了良好的发展基础,再逐步试点契约型半开放式、契约型开放式、有限合伙公司型封闭式、公司型封闭式、有限合伙公司型半开放式、公司型半开放式、公司型开放式等品种丰富的基金形式,满足投资者和产业发展的需要。

7. 产业投资基金激励方式的选择

发展中国产业投资基金要物质激励和市场激励双管齐下,加速培育和壮大基金管理专家队伍。要使产业投资基金业能健康发展,需要基金能不断地给投资者以高回报,而这必须有一批高素质的基金管理人才能创造出来。而高素质的基金管理人的产生除了基金管理人要受过良好的教育外,还需要营造一个易于使高水平基金管理人脱颖而出的环境氛围。为此,应充分发挥政策和市场的功能,实施物质激励和市场激励。一是建立和完善基金管理人市场。通过优胜劣汰,适者生存,使基金管理人能在市场竞争中体现自己的价值,在市场竞争中提高自己的素质,充分发挥其主观能动性和潜在的能量;二是加大物质激励力度。

基金报酬方案的设计应以使基金管理人能真正成为“金领”阶层为基本要求,否则无法使之尽心尽力地完成代理人的职责。具体的报酬结构,宜以业绩报酬为主,基础或固定报酬为辅。基础报酬只占基金管理人总收入的一小部分,维持其正常生活略有盈余;以分红和期权形式等表现出来的业绩报酬,要等到产业投资基金结束才能根据其经营业绩给付。

8. 产业投资基金的立法模式选择

完善的法律和严格的监管是世界基金业得以蓬勃发展的前提条件。产业投资基金要发展,基金立法须先行。无法可依和不完善的法律都将增加募集困难,并可能产生较大的经营风险。中国目前产业投资基金的有关法律仅有1995年中国人民银行颁布的《设立境外中国产业投资基金管理办法》。此外,还有一些地区性的法规,如1992年深圳市公布的《深圳市投资信托基金管理暂行规定》。

产业投资基金法律体系是由一系列与产业投资基金有关的法律和法规组成的,从逻辑上分析,产业投资基金立法存在三种模式:一是作为《公司法》的一个部分;二是作为《信托法》的一个部分;三是基金单独立法。由于中国目前发展的产业投资基金的投资对象和运作方式具有很大的独特性,是具有重大突破性的制度创新,产业投资基金运作必然会与许多现行的法律法规产生冲突,如果逐一去修订《公司法》、《企业法》、《信托法》、《证券法》、《保险法》、《商业银行法》等所有与产业投资基金有冲突而产生抵触的法律,其成本将是非常高昂的,所需要的时间也是漫长的。因此,产业投资基金宜选择单独立法的模式。即对产业投资基金的设置、运行和监管进行集中、专门的规范。产业投资基金管理暂行办法或法律中应突出保护投资者权益,坚持所有权、经营权与保管监督权的“三权分立”。

实际上,这种立法模式已经广泛被许多国家采用,如美国的《投资公司法》、日本的《证券投

资信托法》、韩国的《证券投资信托法》、台湾《证券投资信托基金管理办法》、香港的《单位信托与互惠基金守则》等,尽管法律名称不尽相同,但都是单独基金立法的范例。再看中国现有的其它金融机构立法,商业银行和保险公司都立了自己相应的专门法,并不因为有了《公司法》就不再立各自专门的法律。同样道理,中国虽然已经有了一些相关的法律,但最好还是应为产业投资基金单独立法。如果目前由于实践时间少,问题没有充分暴露,则可以《产业投资基金管理暂行办法》之类的法规先行试用。

* 本文得到上海财经大学杨公朴教授的悉心指导,在此谨致谢意。

参考文献:

- [1]Willian A. Sahlman. The Structure and Governance of Venture-capital Organizations [J]. Journal of Financial Economics 27, 1990.
- [2]Paul Gomper and Josh Lerner. An Analysis of Compenastion in the U. S. Venture Capital Partnership [J]. Journal of Financial Economics, 51, 1998.
- [3]Paul Gomper and Josh Lerner. Venture Capital Distributions: Short-run and Long-run Reactions [J]. the Journal of Finance. Vol. liii, No. 6, 1998.
- [4]黄涛. 风险投资[M]. 北京:中国财政经济出版社, 1999.
- [5]刘曼红. 风险投资:创新与金融[M]. 北京:中国人民大学出版社, 1998.
- [6]姜皓天. 发展我国产业投资基金的思考[J]. 上海投资, 1998(6).
- [7]刘健钧. 建立我国产业投资基金问题的思考[J]. 投资与证券, 1999(7).

Development Strategy and Model Selection of Industrial Investment fund in China

JI Min-bo¹, XU Li-fang²

(1. School of International Business Management, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433; 2. School of Economics, Zhejiang University, Zhejiang Hang Zhou, China, 310027)

Abstract: The authors think the China's IIF (Industrial Investment Fund) strategic target is to meet the requirements of stimulating the industrial development and restructuring state-owned economy, and it will be essential components of China's finance industry and National Innovation System. It considers that there are two types of sponsors and three types of sponsorship modes for China to select the model of developing IIF. The fund should have many important characters: great size, diversified financial resources, gradual organization forms, flexible monitoring system, the market-based incentives and material incentives, independent legislative model, etc.

Key words: industrial investment fund(IIF); development strategy; model selection