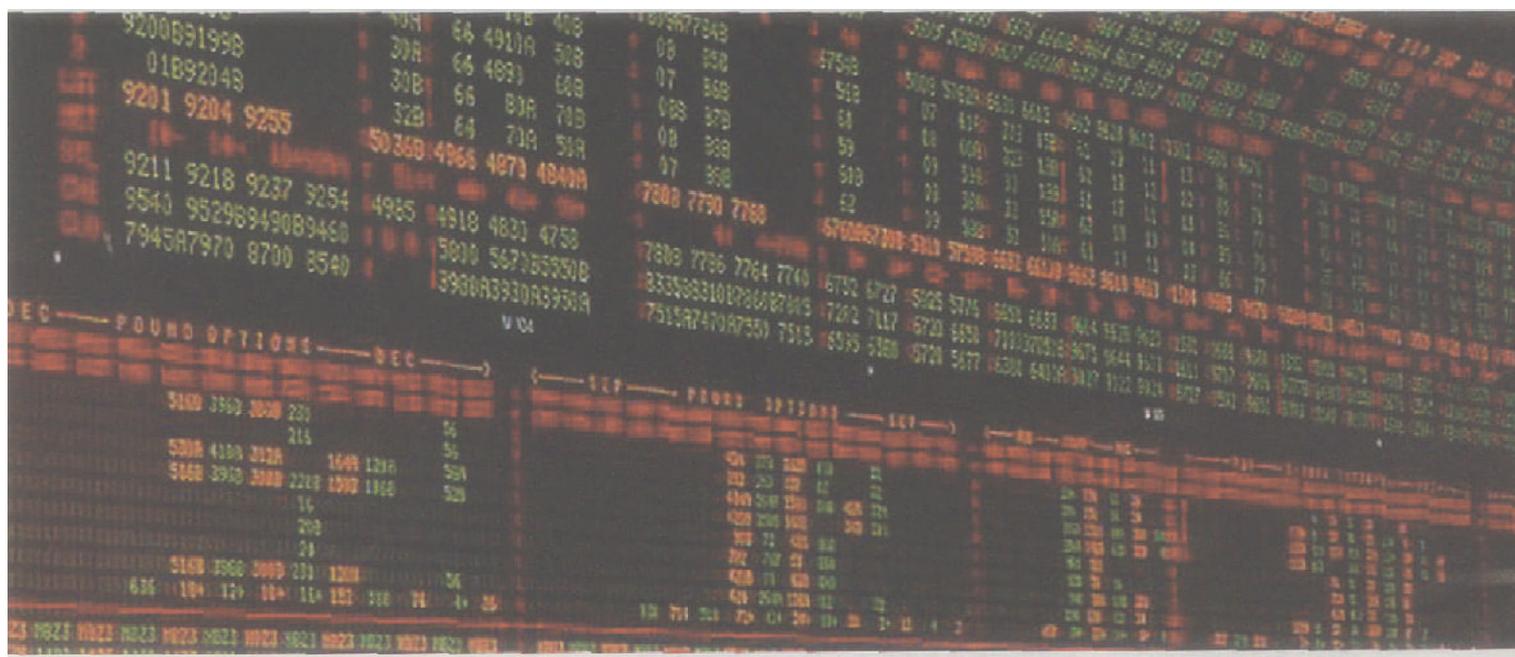


[摘要]: 证券投资基金和产业投资基金作为投资基金的两种不同类型,具有各自不同的内在特征和发展模式。正是基于这种差异性,它们二者存在着协调发展的可能,而刚出台的基金法却只对证券投资基金作了法律上的规定。本文就这两种投资基金的内在特征和运行机制进行比较分析,并对它们之间的协调发展进行了进一步的分析和探讨。

[关键词]: 证券投资基金 产业投资基金 协调发展模式

证券投资基金和产业投资基金的协调发展模式分析

□ 徐 峰 殷晓东



证券投资基金和产业投资基金是投资基金市场上两种不同类型的基金形式,它们是我国资本市场上重要的投资工具,各自具有不同的内涵特点,并且有着属于自身独特的发展模式和成长路径。

一、概念内涵

证券投资基金是指按照共同投资、共担风险、共享收益的基本原则,运用现代信托关系的机制,通过发行证券投资基金单位,将投资者的分散资金

集中起来投资于有价证券以实现预期投资目的的一种投资组织。新出台的《中华人民共和国证券投资基金法》(下文简称为证券投资基金法)做出如下定义:通过公开发售基金份额募集,由基金管理人管理,基金托管人托管,为基金份额持有人的利益,以资产组合方式进行证券投资活动。

中国的产业投资基金则是借鉴西方发达国家的创业投资基金发展起来的,从这个意义上说,它是一个舶来品;而考虑到西方发达国家本身并没有产业

投资基金的说法,因此它又不是一个单纯的舶来品。中国的产业投资基金更多的是出于本国相关产业发展需要的考虑而提出了一种主要对未上市企业直接提供资本支持的集合投资制度。

经过几年的发展和完善,证券投资基金不断走上了健康发展的道路。从2004年6月1日开始实施的《证券投资基金法》更是为证券投资基金的发展提供了可以依据的法律和规范标准。相对而言,同为投资基金的产业投资基金则无疑滞后了很多。由于对产业

投资基金的发展模式的不确定性，发展产业投资基金所应该具有的政策法规支持目前仍然是一片空白。

二、证券投资基金和产业投资基金的异同性比较

虽然证券投资基金和产业投资基金同属于投资基金的范畴，但是他们三者有着各自不同的特点。

(1) 从投资对象上看，产业投资基金以直接投资为主，主要投资于实业项目和非上市公司股权，具体来说可以是某个产业或某个地区的多家企业乃至一组项目，是一种直接的投资方式。而证券投资基金的投资对象主要是各类上市有价证券，如股票、债券、银行存款、票据、外汇、股权期货和认股权证等原生金融工具和衍生金融工具。相对于前者而言，它是一种间接的投资方式。

(2) 从基金介入后是否进行资本运作看，产业投资基金直接投资于目标公司的股权，它是一种专家管理型资本，并根据企业的需要提供管理方面的服务，通过对投资项目进行资本运营使基金资产增值。而证券投资基金则几乎不向企业提供管理方面的服务，一般只是一种单纯的投资行为，具体的资本运营由接受企业方进行，最后基金投资者按事先协定分享该企业的经营成果。

(3) 从收益性、流动性和安全性组合看，证券投资基金在流动性上无疑要胜一筹，其收益却因投资组合的具体优劣程度的不同而高低不等；而产业基金则由于项目自身的发展潜力、国家产业政策和税收政策等经济政策的支持，不少项目具有高赢利率。此外，国家的一些非经济手段也对产业投资基金的利润进行了有效的保证，因此其收益率一般比证券投资基金更高。

以 20 世纪 90 年代的美国创业投资市场为例，1991-1996 年美国创业投资平均年收益率约为 29%，大大高于同期非创业企业。在对美国 539 家创业投资公司的统计数据表明，1991-1995 年的平均内部收益率分别为 24.3%，12.4%，19.1%，16.7% 和 53.3%，大大超过了同期的证券市场平均收益水平。

(4) 从收益来源看，二者存在着显著的差别。证券投资基金主要来源于资本利得和二级市场差价收入；而产

业投资基金主要来自于产业得到投资基金进入支持后获得的产业经营利润，它们常常选择在其所投资的企业最终上市时退出，在退出时产业投资基金的投资者获得变现收益。

(5) 从效率角度看，产业投资基金不仅能够带来了一定的经济效益，而且具有较大的外部性，因此，其可以对新产业的诞生、发展壮大和再生都能起到积极的作用，产生很大的社会效益。相对而言，证券投资基金具有较大的趋利性，其社会效益要间接一些、小一些。

此外，产业投资基金可以提供新的融资渠道，改善融资结构；能够提供新的股权融资的方式，减轻部分资本密集型行业对于银行债务高依赖形成的风险；其所具有的专家理财特征和积极股东注意的倾向有利于资本使用效率的提高；可以提供了进行多样化资本运作的可能；其发展有利于投资体制改革的推进和产业结构的调整（巴曙松，2003）。

(6) 从退出机制上看，证券投资基金的投资者可以随时在二级市场上买卖基金，基金变现十分便捷灵活，从充分发挥了当期化解投资风险的作用。产业投资基金则一般是要等到投资企业或项目变现，常见的退出形式是公开上市、出售股份（如 MBO，EBO 等形式）和“青苗”方式，此外还有失败时采取的清理方式等。

(7) 从投资基金吸引的投资者目标群体上看，由于产业投资基金其投资年限较长，风险较大，其吸引的投资者应该是注重长期投资的群体。特别是当产业投资基金投资于高科技项目时，常常有很大的失败风险，相对而言其吸引的投资者群体更倾向于希望获得高收益的风险偏好者。而证券投资基金由于其变现方便，流动性较好，因此其吸引的投资群体较产业投资基金更为广泛。

三、证券投资基金和产业投资基金的协调发展模式分析

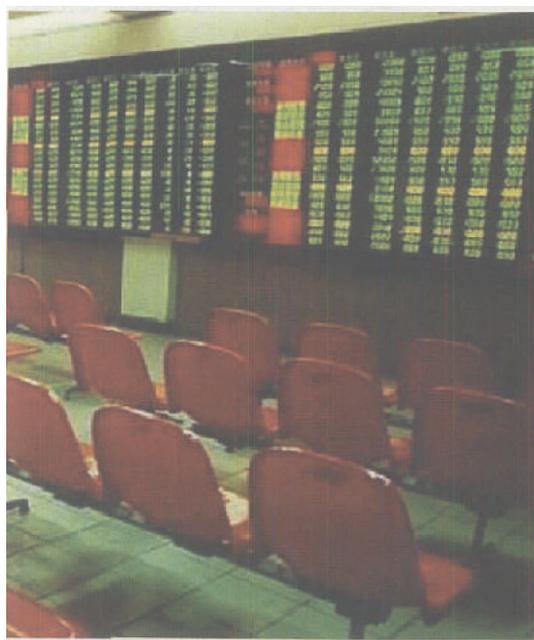
作为投资基金的两种不同类型，产业投资基金与证券投资基金最大的区别在于其投资的目标不同，而一般的组织机构和投资理念则没有太大的区别。它们之间的异同性在某种程度上就为证券投资基金和产业投资基金两者的协调发展提供了可能。

从证券投资基金和产业投资基金两者的各自特点可以看出，它们各自的发展只有融入整个投资基金体系共同发展，才能取得快速和持续的发展前景。

(1) 产业投资基金能够为证券投资基金的运作提供更大的可操作空间，并可以大大改善证券投资基金的运作效率和风险状况。

产业投资基金在公司进入成熟期后将选择资本退出，其退出机制常常为上市。产业投资基金的资本运作经营有投资银行的功能，它可以借助于产业基金的资本力量对企业进行改造，对产业项目进行上市前的辅导，能为股票市场输送一些高质量的上市公司，从而促进股票市场的健康发展。

一般而言，产业投资基金和风险投



资基金最终能够成功退出的投资项目一般都是比较成功的投资项目，其上市后也是效益较好的上市公司，因此，它们的发展可培育大批优秀的上市公司或未上市公司，它们以股票和债券等形式增加了证券市场的供给，这就为证券投资基金提供了一个更大的投资选择范围。同时，随着上市公司的新增，上市公司选择数目、范围和公司所在行业都不断扩大，证券投资基金的投资组合在数量上和行业上将更为分散，可以在一定程度上减轻目前中国证券投资基金持股集中的局面，大大降低其投资组合的风险性，特别是由

于投资公司的集中所造成的高系统性风险将大大降低。

此外,得益于投资组合的改善,饱受批评的基金“追涨杀跌”现象相信也会大大减少。随着投资组合的进一步分散,高比例持有某单一股票和行业的情况将会得到一定程度的改善,在这种情况下,单一的证券投资基金对某支股票的控制或共同控制能力将大大降低,这也使得“追涨杀跌”现象发生的可能性和出现频率都将大大减少;同时有利于改善证券投资基金的形象并促进其不断健康发展。

(2)从企业发展进程来看,二者在公司发展的不同阶段为公司提供融资服务,满足了企业在不同发展期间对资金的需求,共同推动了企业的发展。

具体来说,产业投资基金对公司早期如技术开发期时介入,提供其所需要的资金支持,待技术成熟和公司发展壮大之后必然优先选择退出。而对于良好发展前景的上市公司,证券投资基金将可以尾随其后,从中挑选出优秀企业进行持有投资。总体说来,两种基金在不同时期介入该公司和产业,适时地提供了必要的资金支持,共同推动了该公司和产业的发展。

(3)从投资基金的适当有效竞争角度上看,证券投资基金和产业投资基金作为投资基金的不同品种,为投资者提供了多样化的选择,二者并存本身就是对现有资金和投资者的竞争,这对投资基金市场无疑是一个共同促进,有利于进一步提高市场的运行效率和资金等资源的使用效率。

初略看来,这好像与上文中所提到的三种投资基金的投资群体不同的说法矛盾,而实际上它们的着眼点不一样。虽然如上文所说的那样,由于两种基金的自有特点使得其吸引的投资者群体具有相对的针对性和固定性,但是由于投资者作为经济人的趋利性、选择性和变动性,仍然存在投资者群体的动态变化和调整,这必然带来了两种投资基金在资金来源和投资群体等方面的适度竞争,而这种适度竞争显然会进一步推动投资基金市场健康发展。

以产业投资基金为例,美国(1995)产业投资基金资金来源居前三位的分别为养老基金38%,捐赠基金占22%,银行与保险公司18%;德国(1995)分别为银行59%,企业占10%,养老基金9%;日本(1993)分别为银行77%,证

券公司10%,其他占33%。对中国而言,产业投资基金来源主要是民间私人持有资本企业、资金养老基金、保险基金、政府资金和外国投资者。

而证券投资基金的资金来源也与产业投资基金基本一致。以开放式基金为例,据统计分析,我国开放式基金的投资者主要有个人投资者,商业企业,商业保险公司,证券公司、财务公司和信托公司等非银行金融机构,证券公司和信托公司受托资金账户,社保基金,企业年金等各种基金以及合格境外机构投资者(QFII)。显然,在实际的投资基金市场中,对上述两种投资基金来说,资金来源具有一定的趋同性,当然也就存在资金来源和投资者目标群体等方面的适度竞争。

(4)从资本运作角度上看,上述两种投资基金仍然存在互相持有和互相投资协调发展的可能性。虽然每种基金在成立之初就对资金投资的领域有相应的比例限制,但仍有未作限制的剩余资金,这就为相互投资和持有提供了可能性。

以产业投资基金为例,一般而言,产业投资基金要求其用于投资于基金名称所体现的投资领域不得低于基金资产的60%。证券投资基金也对此有相似的规定。这样就为两种投资基金的相互持有带来了可能,也就是说,每一种基金都是另一种基金的潜在投资者。显然,在相互交叉持有的投资格局下,证券投资基金和产业投资基金具有共生和协调发展的趋势和可能。

(5)产业投资基金与证券投资基金可以说是互补性的投资渠道,它们均可以作为对方在时局不利时的一个转移方向,换句话说,它们互相对方的退出转移渠道。

以2002年的美国投资基金市场为例,随着新经济的水分逐渐被压缩,美国股票基金的回报率为-1.7%,而房地产基金的平均回报率为25.6%。一些大投资者开始将目光转向房地产基金市场,许多从科技板块撤离的证券投资基金又通过购买房地产基金回到了房地产市场,如摩根斯坦利、高盛集团等一些大的券商2003年纷纷筹资10多亿元购买房地产基金。显然,它们互相为对方退出原有投资领域后的新投资渠道,这样就可以始终满足基金投资者的投资需求。

(6)证券投资基金业既有的人才、发展经验以及相关法律法规等为发展

和完善产业投资基金提供极大的可借鉴性,具有很大的实际参考价值。

证券投资基金业经过几年的不断规范发展,其既有的各类优秀人才就是发展产业投资基金和风险投资基金所需要的专业投资基金人才库。中国的证券投资基金业不断完善和发展的历程,既获得了很多宝贵的实际运作经验,也有着不少的教训,这些都将成为发展产业投资基金提供了极具价值的参考。

作为目前唯一的一部成功出台的投资基金法——《中华人民共和国证券投资基金法》,其制定的历程和执行过程中所体现出来的利弊都为不久的将来制定产业投资基金提供了借鉴。以其他国家和地区为例,历史上的美国《小企业投资促进法》、英国的《创业投资基金计划》和中国台湾地区的《创业投资事业管理规则》以及《促进产业升级条例》,都无一例外地体现了通过相关优惠政策的法制化和制订相应特别法律条款,来鼓励和扶持创业投资基金发展,并最终取得了很大的成功。由此可见,中国的投资基金市场也可借鉴其他国家和地区发展经验,不断地为上述两种投资基金的共生和协调发展创造条件。

[作者简介]

徐峰、殷晓东,厦门大学金融系2003级硕士研究生。

参考文献:

- [1] 何孝星,中国证券投资基金运行论[M],北京,清华大学出版社,2003.128~216.
- [2] 李仲翔等,投资基金业的跨界活动与障碍[J],国际金融研究.2003,(2).
- [3] 季敏波,中国产业投资基金研究[M],上海,上海财经大学出版社,2000.68~105.
- [4] 中国人民大学信托与基金研究所,中国基金业发展报告[M],北京,中国经济出版社,2004.202~288.
- [5] 刘传葵,中国投资基金市场发展论[M],北京,中国金融出版社,2001.87~98.
- [6] 巴曙松,金融的江湖[M],上海,上海财经大学出版社,2003.56~82.

[责编 小芳]