

## 国外战略新兴产业投资基金的经验分析与启示

**内容提要：**产业投资基金是战略新兴产业发展一种较为普遍的市场化融资机制，而在国内产业投资基金整体仍处在初步发展阶段。国外战略新兴产业投资基金主要以合伙制为主，资金主要来自于机构资本和民间资本，股权转让是产业投资基金最为普遍的退出方式。从美国、日本、以色列等发展经验看，国外战略新兴产业投资基金大致存在资本市场型、银行主导型和政府主导型等三大发展模式。政府的角色是基础性的，政府与市场的相互促进或是新兴经济体发展战略新兴产业基金的最好方式，但主要以提供法制环境、产业指导和软件支持。

**关键词：**产业投资基金 发展模式 新兴产业 政府职能

战略新兴产业投资基金是一种对未上市企业进行股权投资和提供经营管理服务的利益共享、风险共担的集合投资制度。如果以一种投融资机制或产业发展机制而言，在国外与之具有相似实质内涵的投融资机制是私募股权基金、创业投资基金或风险投资基金。为了避免混淆，本文将国外的私募股权基金、创业投资基金以及风险投资基金等等同于国内的产业投资基金。

在国外，产业投资基金是战略新兴产业发展一种较为普遍的市场化融资机制，而在国内产业投资基金整体仍处在初步发展阶段。十八届三中全会关于全面深化改革的战略中指出要完善多层次资本市场，多渠道推动股权融资。大力发展产业投资基金，是贯彻全面深化改革战略的重要工作之一。战略新兴产业投资基金作为一种新型的投融资机制，有利于深化投融资体制改革，有利于培育和发展战略新兴产业，有利于促进产业升级和经济结构调整。

## **一、国外战略新兴产业投资基金发展的主要趋势**

### **（一）国外产业投资基金的组织形式**

在组织形式上，国外战略新兴产业投资基金主要分为公司型、契约型和合作制三种类型。在初步发展阶段国外产业投资基金主要是采取公司制。上世纪 70-80 年代后，由于法律和税收原因，合伙制产业投资基金成为美国、英国等的主流方式；而澳大利亚、德国、日本等以公司制为主要方式。目前，合伙制是全球产业投资基金的主流方式。

### **（二）国外产业投资基金的资金来源**

在资金来源上，机构资本和民间资本是战略新兴产业投资基金的最主要来源，政府资本往往是“少数派”。

美国、英国等资本市场主导体系下的新兴产业投资基金中，最主要的资金来源于养老基金与保险资金、企业、个人、捐赠资金、银行等。其中，养老基金与保险资金、企业是出资的主体，整体出资比例大致为 70%。欧洲大陆的新兴产业投资基金资金来源主要是银行、养老基金、保险资金等，而企业和个人参与的程度较低。日本的新兴产业投资基金资金主要来自金融机构和大型企业集团，比例略低于 50% 和 40%，个人出资规模很小。我国台湾地区的新兴产业投资基金的资金来源主要是企业、投资机构、个人，而银行、保险等参与程度有限。

在出资上，国外新兴产业投资基金共同的特点是，政府出资比例非常有限。美国整体不足 3%、欧洲大陆约为 6%、日本为 5-7%，台湾地区为 4% 左右。但是，以色列、

新加坡等政府出资比例较高，以色列最大的 YOZMA 产业投资基金的初始资本全部来自政府。2010 年专司海洋经济投资的产业投资基金 Seatown 的 30 亿美元启动资金全部来自新加坡政府投资公司淡马锡。当然，随着机构和私人资本的进入，以色列、新加坡等产业投资基金的政府出资比例也在下降。2000 年之后，以色列 YOZMA 基金走向私有化。

### （三）国外产业投资基金的退出机制

在国外产业投资基金的退出机制上，公开上市是首选方式，但股权转让是最为普遍的方式。产业投资基金传统退出机制主要包括公开上市、出售股权、公司回购、破产清算或到期清算等类型，基于不同经济体的现实情况特别是金融市场的发达程度不同，退出方式有所侧重，但公开上市和股权转让是最普遍方式。公开上市是产业投资基金退出的首选方式，主要在于投资回报率极高。但是，从操作层面看，由于公开上市的难度较大，股权转让成为国外产业投资基金退出的最普遍方式。美国和欧洲产业投资基金通过股权转让的项目是通过公开上市退出的三倍多。

### （四）国外产业投资基金的投资对象

在国外产业投资基金的投资对象上，国外产业投资基金主要集中在战略新兴行业，但传统产业升级亦是重要方向。

由于不同经济体的经济结构大相径庭，国外产业投资基金的投资对象结构存在明显差异，特别是产业结构差异性较大。美国、英国、以色列等以投资战略新兴产业为主，德国、日本、新加坡和台湾地区等则兼顾了传统产业的发展。但是，不同经济体的产业投资基金主要是以新兴产业为主要投资对象。

新兴产业是产业投资基金最为核心的投资领域。美国产业投资基金主要集中在电子信息、医药生物与医疗服务、和创新型消费服务等三大新兴战略产业，投资规模占比大致分别为 50%、30%和 10%。欧洲产业投资基金主要集中在电子信息、医药生物与医疗服务、工业、消费服务等，占比大致为 35%、20%、15%和 10%。英国则主要集中在医药生物与医疗服务、电子信息和消费服务等。以色列则以信息网络和医药生物为核心投资领域。

传统产业也受到产业投资基金一定程度的关注。日本则以电子信息、精密制造与新材料、制造服务业等作为产业投资基金的重点领域，比重大致为 40%、20%和 15%。新加坡则集中在电子信息、高端装备、海洋工程、物流、专业工商服务等。台湾地区的产业投资基金的行业分布主要集中在光电（20%）、电子（17%）、半导体（14%）、

通讯（10%）和生物科技（7%），而在传统制造业、通用化学、新型材料、自动化等领域也有一定的分布。

## **二、国外战略新兴产业投资基金发展模式**

总结国外战略新兴产业投资基金的发展及运作模式看，国外战略新兴产业投资基金大致存在资本市场型、银行主导型和政府主导型等三大发展模式。

### **（一）资本市场性发展模式**

英美是资本市场型战略新兴产业投资基金的典型。美国和英国是目前全球战略新兴产业投资基金发展最为成熟的国家，大致都有 50-60 年的历史。两个国家战略新兴产业投资基金的发展主要依赖于英美高度发展的金融市场特别是资本市场和机构投资者。

资本市场型的产业投资基金发展的核心是资金来源机构化、基金组织合伙化、投资对象新兴化、基金退出市场化。投资的主要对象是战略新兴产业处于初创和成长阶段的中小公司，产业投资基金对产业发展和结构调整起到了先导和引导的作用。

### **（二）银行主导型发展模式**

德国和日本的产业投资基金主要是银行为中心的发展模式。德国金融体系是混业经营模式，使得银行成为“万能银行”在包括产业投资基金等领域占据支配地位。而日本由于养老金不可以用于创业产业投资，产业投资基金的主要发起人则是银行或大财团。两个经济体出于各自不同的原因，形成了银行为中心的产业投资基金发展模式。

德国、日本产业投资基金更加注重安全性和稳健性，在投资领域上新兴产业和传统产业相互兼顾，比如高端装备、精密制造、制造业服务、物流等相对传统的行业则成为日本和德国产业投资基金重要的行业配置。

银行主导的发展模式的资金来源主要是银行，投资领域则兼顾新兴和传统，在运作方式上更多采用公司制运行，在退出方式上主要采取公司回购、股权转让等方式，而公开上市的退出方式则相对较少。

### **（三）政府主导型发展模式**

以色列、加拿大、新加坡等是政府主导型产业投资基金模式的代表。在产业发展上处于追赶地位的经济体，在战略新兴产业的选择和引导上，政府发挥了更加实质性的作用，甚至由政府来主导创立产业投资基金或投资公司，来引导产业的成长与壮大。此类发展模式的代表有以色列、加拿大、新加坡、台湾地区等。

在政府主导型的产业投资基金模式中，资金来源一部分来自政府财政资金或政府

支持企业的资金，在运作方式上主要采取公司制运行模式方便政府或代理人直接管理基金和投资对象，在退出模式上以公司股份回购和股权转让等为主，投资领域则体现更多的国家意志，与政府在产业定位和战略新兴产业发展策略相适应。

但是，政府主导型战略产业投资基金的运作则主要是市场化运作方式，政府较少直接干预产业投资基金的投资经营，仍然以市场化运行规律和成本收益原则来规范投资基金的运行，只是在产业基金的先导性和引导性做了方向性的指导。

### 三、战略新兴产业投资基金中的政府角色

目前，国外战略新兴产业投资基金主要以资本市场型、银行主导型和政府主导型等三大发展模式为主，但是，在不同发展模式中，政府所扮演的角色差异较大。整体而言，资本市场型和银行主导型的产业投资基金发展模式中，政府更多是发挥引导性功能，但是，在政府主导型的产业投资基金中，政府则发挥了更为实质性的作用。

#### （一）美国产业投资基金及政府角色

美国战略新兴产业投资基金发展中，美国主要提供法制制度、市场设施、产业引导和基础研究的支持工作。美国在战略新兴产业投资基金的发展过程中，发挥的职能主要包括：

一是提供法制化发展环境。通过《中小企业投资法案》（1958 年颁发）、建立了中小企业投资制度和产业投资基金发展的法制基础。至 2012 年，美国产业投资基金规模已经超过 5000 亿美元。

二是完善产业投资基金发展的市场基础设施。特别是产业投资基金募集、运作和退出的市场设施，使得产业投资基金可以实现高效的市场化运作。

三是政府积极鼓励、引导战略新兴产业发展。产业投资基金以及其他机构投资者加强在电子信息、生物医药、消费服务等领域上的投资，同时政府在这些领域提供了研发资金、技术和公共服务支持，提升了美国在战略新兴领域的国际竞争力和领先性，并着重产业化发展，最终实现了良性循环。

四是政府与行业协会的相互促进。保持良好的沟通，政府积极支持行业协会在技术研发、发展规划、法律制度、市场运作以及风险管理等领域的改革建议。

#### （二）日本的经验

日本政府在产业投资基金中发挥了法制建设、产业指导、机构建设等重要职能。日本在产业投资基金的发展过程中，主要的作用体现在：

第一，坚持法制化建设。效仿美国出台了中小企业投资法，后续还出台了《天使



投资人税制》、《投资实业有限责任组合法》、《新实业创出促进法》等产业投资基金发展相关的多项法律。

第二，坚持机构建设。在日本产业投资基金发展中，日本政府以政府机构或准政府机构建设为依托，引导产业投资的发展。日本早在 60 年代就成立了三家财团法律人中小企业投资育成会社，通产省后来则成立了产业投资企业中心，并指导大型财团或银行集团成立投资事业专项小组，专司产业投资基金建设与发展。

第三，坚持产业引导。日本大藏省、通产省、邮政省等多家政府机构和经济团体积极引导产业投资基金的产业布局，在以电子信息、医药生物等新兴产业为重点的同时，兼顾了传统产业的创新发展，比如重点发展了高端装备、精密制造、新材料以及制造业服务等领域。还有通过一定的资金支持、税收优惠来引导产业投资基金的行业投资布局。

第四，限制产业投资基金实质干预企业经营。与英美和其他国家的产业投资基金不一致的是，日本政府限制产业投资基金实质干预企业经营，通过《独占禁止法》限制产业投资基金对目标企业派遣董事、监事，不能随意干涉企业的经营。

但是，日本政府在产业投资基金发展的配套设施建设上存在一定的不足，产业投资基金的资金融资机制、退出机制以及投资主体多元化等领域存在较大改善的空间，也限制了日本产业投资基金的发展。

### （三）以色列产业投资基金中的政府角色

以色列政府在战略新兴产业投资基金发展中发挥全面的作用。以色列是美国和英国之外，产业投资基金发展最为发达的经济体，是政府主导型战略新兴产业投资基金发展模式的典型代表，政府在其中发挥了极其实质性的作用。

一是注重政府的核心作用。1992 年以色列政府设立了 YOZMA 基金和国有独资的 YOZMA 公司，通过与国外资本的合作，成了 10 个战略新兴产业投资基金，10 年后，该基金拥有 80 个产业投资基金，成为全球最为重要的产业投资基金之一，2002 年其筹资额占 GDP 约 2.5%，为全球最高水平。2000 年之后，由于 YOZMA 基金的运作十分成熟，以色列政府逐步退出，使得 YOMZA 基金私有化，但政府仍然发挥指导性作用，比如在法制、监管、产业和研发支持上，政府仍然发挥基础性作用。以色列产业投资基金中，政府发挥了核心作用。

二是注重产业聚焦。以色列政府通过内外技术的比较，实现了较为合理的产业定位，认为信息、软件、网络以及医药生物、医疗器械与服务等是战略性新兴产业的依

托，并通过产业投资基金引导信息技术和医药器械两大领域的投资，最终实现了这两个领域的长足发展并具有全球竞争力。

三是注重产业化转化。以色列政府认为，战略性产业投资基金的使命就是使得这些处于初创或成长阶段的产业和企业能获得巨大的产业化发展机会，政府注重产业化转化，重点支持产业化研究与开发，由工业与贸易部总科学家办公室负责高科技项目研究与产业化。

四是注重国际化合作。以色列政府认识到其政治及周边环境的局限性，通过拓展双边国际合作来发展战略新兴产业投资基金，与美国、加拿大、英国等多个国家成立了双边产业投资基金，与美国合作的 BIRD 基金及 YOZMA 的很多个基金都是双边合作机制。另一方面，以色列产业投资基金的资金和市场基本是“两头在外”的模式，从国外金融市场筹集资金，产品销售集中在国际市场，国内主要掌握研发、技术和产业化的核心环节。

五是注重配套建设。以色列政府通过法律规范完善、金融市场发展、汇率制度改革和金融市场开放等举措，完善了战略新兴产业投资基金和金融体系发展的基础设施。

#### 四、国外战略新兴产业投资基金发展经验的启示

从国外战略新兴产业投资基金的发展趋势、各种发展模式以及部分国家的经验看，战略新兴产业投资基金的发展具有一定的共性，值得后起国家学习。

一是战略产业投资基金发展中政府的作用是基础性。不管是英美的资本市场主导发展模式，德国、日本等银行主导发展模式，还是以色列、新加坡等政府主导发展模式，政府在促进战略新兴产业发展、促进产业集群集聚、促进多样化资金利用、促进官产学研融合甚至资金提供等具有重大的支撑作用，为战略新兴产业投资基金的发展夯实了实体经济的基础。

二是对于追赶者而言，政府与市场的相互促进是发展战略新兴产业基金的最好方式。对于资本市场发展相对补充的经济体，由于战略新兴产业基金具有特殊性，仅靠市场的作用，部分新兴产业缺乏基础的发展促进机制；仅靠政府，部分新兴领域又缺乏有效的市场支撑体系。从日本、以色列、新加坡和台湾地区等的经验看，政府的积极推动和市场的有效需求是发展产业投资基金不可缺少的二元条件，特别对于追赶者，政府与市场的相互融合、相互促进或是发展战略新兴产业投资基金的最好方式。

三是市场化运作是战略新兴产业投资基金的核心原则。即使是以色列、新加坡、台湾地区等政府主导型的产业投资基金，其基金的管理和投资运作主要是依托专业性

机构和市场化机制来进行，政府甚至作为发起人，亦较少干涉管理人的日常经营活动。以色列政府最后甚至退出 YOZMA 基金来保障其市场化运作，新加坡则通过国际化、专业化的管理团队来弱化政府的潜在干涉。

四是产业定位和产业集群是发展战略新兴产业投资基金最为重要的产业基础。从国际经验看，新兴产业的定位是具有战略性意义的，是对产业投资基金的方向性指引，而产业集群是资源积聚和优化配置的基础，是战略新兴产业投资基金的产业依托和反馈客体。这说明产业的发展是产业投资基金发展的基础，而产业投资基金可以发挥正向反馈促进产业的优化发展，即是产业发展-产业投资基金发展相辅相成的格局。

五是战略新兴产业投资基金应注重新兴产业发展并兼顾传统产业升级。由于经济发展阶段和经济结构的差异，不同经济体对于战略新兴产业的界定是有差异的，战略新兴产业也是动态发展的。比如电子、信息、医药生物等对于发展中国家可能是新兴产业，在 30 年前可能是新兴产业，但目前在美国、以色列等已经是较为成熟的主导产业，德国、日本、新加坡等产业投资基金对高端装备、精密制造、新材料等的行业配置则是注重传统产业的升级，亦是重要的发展方向。

最后是法律框架和软件建设是产业投资基金发展的重大保障。美、英、以色列、德、日以及新加坡等在产业投资基金发展上都建立较为完备的法律制度框架，夯实了产业投资基金发展的制度基础。同时，美、英、以、新加坡等软件建设更为完备，在知识产权保护、研发促进机制、金融市场发展、专业工商服务、专业人才建设等都具有良好的机制。

### 参考文献：

耿敏、范阳：“中国产业投资基金：制约因素与发展路径”，《中国金融》，2009 年第 21 期。

李超、范玉贞：“政府与产业投资基金关系研究”，《中外企业家》，2009 年第 7 期。

刘瑞波、贾晓云：“产业投资基金：国际比较与我国运行机制的创新路径”，《世界经济与政治论坛》，2006 年第 6 期。



刘昕：“产业投资基金及其管理机构的模式选择”，《财经问题研究》，2004 年第 10 期。

刘艳伟：“我国产业投资基金发展现状及障碍分析”，《经济研究导刊》，2011 年第 23 期。

陆凤莲、殷红：“产业投资基金发展分析”，《中国统计》，2007 年第 8 期。

牛婷、赵守国、左斐：“国际产业投资基金的运作模式研究”，《生产力研究》，2010 年第 12 期。

施文俊：“产业投资基金投融资模式选择”，上海社科院学位论文，2012 年 4 月。

益永光：“国外产业投资基金发展模式及其对我国信托公司的启示”，《金融发展评论》，2012 年第 9 期。

袁放建、惠萌、韩丹：“产业投资基金及其组建模式的探析”，《上海管理科学》，2013 年第 6 期。

张晋莲：“国外产业投资基金发展研究和对我国的启示”，2013 年第 3 期。

中国人民银行天津分行课题组：“产业投资基金：国际模式探讨与中国的路径选择”，《华北金融》，2007 年第 2 期。

吴敬琏：“解读十八届三中全会对股权投资基金行业的影响”，北京股权投资基金协会的演讲，2013 年 12 月 6 日。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。