

新兴产业投资政府引导基金的国际经验

新兴产业投资政府引导基金是由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持新兴产业及其创业企业的投资发展，引导社会资金进入创业投资和新兴产业领域。政府引导投资基金作为一种引导性的投融资机制，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，在国外，政府引导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和产业发展促进基金。

一、国外产业投资政府引导基金的基本状况

1、出资模式

新兴产业政府引导投资基金中，政府资本占比差异性较大。英、美等资本市场发达的经济体，政府在引导资金中的出资比例一般较为有限，而澳大利亚、新加坡、以色列等在新兴产业政府引导基金发展的初期阶段，主要是政府出资。以色列YOZMA创业投资引导基金的初始资本1亿美元全部来自政府。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。

但是，如果考虑政府引导投资基金与相关的产业投资基金的政府出资规模看，政府性资金的规模较小。政府性资金在包括引导基金在内的整个创业投资基金中的

出资比例中，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%。当然，随着机构和私人资本的进入，以色列、新加坡等产业投资引导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。

美国、英国等资本市场主导体系下的新兴产业政府引导基金和投资基金中，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。

2. 管理模式

新兴产业投资政府引导基金一般不参与直接投资。政府引导基金通过引导作用，成立新的创业投资基金、产业投资基金或私募股权基金等直接投资企业的投资基金，发挥引导基金的引导性、战略性和管理性功能，即使是参股模式进行投资也主要是以优先股模式存在，较少直接参与投资。一定意义上，政府引导投资基金是一种“基金中的基金”或“母基金”。

3. 运作原则

市场化运作是政府引导基金的根本运作原则。虽然新兴产业投资政府引导基金主要是由政府发起，政府色彩较为明显，但是，国外绝大部分政府引导基金的运作都是市场化的模式。在理念上，引导基金模式实际上改变了政府之前的补贴、减税等行政性优惠措施转化为股权投资，从而提高了政府政策扶持的市场化程度。在融资上，市场化融资是政府引导基金主要的融资方式，目前较为流行的融资方式主要是债券融资和股权融资，财政资金投入或低息贷款整体占比较小。在管理运作上，引导基金在运行管理、子基金设立、信用担保、薪酬体系、退出机制等都遵循市场化规律。

4. 投资对象

在投资引导对象上，国外产业投资政府引导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。新兴产业是引导基金和相关产业投资基金最为核心的投资领域。美国引导基金和相关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。

传统产业也受到引导基金和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。

5. 退出机制

产业投资政府引导基金退出机制上，公开上市是首选方式，但股权转让是最为普遍的方式。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，股权转让成为国外引导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 3 倍多。

6. 杠杆效应

杠杠放大作用是国外产业投资政府引导基金能否发挥作用的关键。杠杠作用主要体现在：一是能否积极吸引民间资本参与到产业投资引导基金之中，二是能否最大程度地吸引民间资本、机构投资者、海外资本等参与设立产业投资子基金，三是所设立子基金能否发挥进一步的杠杠放大作用，尽量投资于引导基金所要发展的产业。而这种杠杠作用取决于两个方面：一是资本市场等配套设施的完备性；二是产业发展具有较好的基础。

二、国外产业投资政府引导基金的模式分析

根据目前国际上产业投资政府引导基金的发展状况和经验总结，国际上主要存在两类模式：以美国、德国为主的信用担保模式或市场主导型模式；二是政府主导型模式，在政府主导的模式中，又可以分为两种：第一是以以色列和新加坡为主的母基金模式，第二是以澳大利亚为主的参股基金模式为代表。为此，国外产业投资政府引导基金大致可以分为信用担保模式、母基金模式和参股基金模式等。

1. 信用担保模式：以美国为例

政府产业投资引导基金的市场主导型模式或信用担保模式主要是政府为产业引导基金提供信用担保，而非主要通过直接出资来发起建立引导基金，是美国和德国政府产业投资引导基金的主要运作模式。

以美国为例，“小企业投资公司计划”（SBIC）是政府创业投资引导基金的典范和信用担保机制的典型。小企业管理局（SBA）作为引导基金的管理机构，负责选择合格的创业投资基金公司，按管理公司募集私人资本的一定比例的直接融资和（或）提供融资担保，由创业投资基金公司作为主体进行融资，并监管创业投资基金的运营。

美国政府参与产业投资引导基金的主要方式是信用担保，而不是直接出资参股。即使在政府有限的直接出资上，财政资金、政府担保贷款等比例亦较小，主要是发行政府担保债券。SBIC 发行政府担保债券融资，以优先股参股创业投资基金，在盈利之前，政府代为支付债券利息，在盈利之后，首先偿还代偿债券利息并支付到期本金。在持续盈利之后，政府将参股所得的投资收益作为创业引导基金的风险补偿及收益激励资金，或者选择出售股权直接退出。

美国政府通过《中小企业投资法案》（1958 年颁发）和《促进小企业权益法》，建立了中小企业投资制度和创业引导基金发展的法制基础，完善引导基金和相关产业投资基金发展的市场基础设施，注重人才知识产权机制建设，注重发挥产、学、研中的金融支持，积极鼓励引导战略新兴产业发展。其后 50 多年，该计划共为相关产业近 10 万家企业投入 400 多亿美元，至 2012 年美国产业投资基金规模已经超过 5000 亿美元。

2. 母基金模式：以色列的案例

产业投资政府引导基金的母基金模式是政府出资成立产业投资引导基金，并将此作为母基金，而母基金又通过市场化运作模式设立产业投资子基金，形成“政府-母基金-子基金”模式，一般母基金为引导基金及子基金的管理主体。此模式以以色列、新加坡、英国为典型。

1992 年以色列出资 1 亿美元设立了 YOZMA 产业投资引导基金（YOZMA 计划）。该引导基金由以色列政府出资，由政府独自设立的 YOZMA 公司负责运作管理，其运营模式主要是与国际知名的创业投资基金、产业投资基金以及其他机构投资者等合资在以色列发起产业投资子基金。在合资子基金的出资方式上，以色列政府出资最高

占 40%，私人资本不低于 60%。在子基金的组织架构上，均采用有限合伙制，政府作为有限合伙人，不参与子基金的日常投资决策，基金公司或私人部门作为普通合伙人承担无限责任。在投资对象上，主要集中于以色列战略新兴产业，通信、信息、医药生物医疗等领域，重点是基础设施和专利技术企业。

YOZMA 基金拥有 80 个产业投资子基金，成为全球最为重要的产业投资基金之一，2002 年其资产规模占 GDP 约 2.5%，为全球最高水平。2000 年后，以色列政府逐步退出 YOZMA 计划下的所有基金。

以色列政府在产业投资引导基金上，注重政府的核心作用、注重产业聚焦、注重产业化转化、注重国际化合作、注重人才法制市场知识产权等配套建设，发挥政府作用实现了较为合理的产业定位，通过政府创业投资引导基金和产业投资子基金引导信息技术和医药器械两大领域的投资，并促进初创或成长阶段的产业和企业能获得巨大的产业化发展，最终实现了这两个领域的长足发展并具有全球竞争力。

3. 参股基金模式：以澳大利亚为例

新兴产业投资政府引导基金的参股基金模式主要是政府出资，有特定的管理机构负责管理相关资金，直接以参股方式设立相应的产业投资基金，形成“政府-管理机构-产业投资基金”的格局。实际上，这种模式与母基金模式有一定的相似性，只是此类模式的管理机构直接负责资金运作，而不是通过母基金来实现。此模式以澳大利亚、日本、我国台湾地区等较为普遍。

1997 年政府出资 2.21 亿美元，欲与民间资本建立并运行产业投资引导基金，由澳大利亚产业研究与开发管理委员会作为官方管理机构负责基金的日常管理。在政府参与方式上，以参股方式直接与民间资本共同设立产业投资引导基金。1998 年和 2001 年分别设立了 5 只和 4 只产业投资基金。政府与民间出资比例最高为 2:1，但在收益分配上，政府与民间资本的分配比例为 1:9，政府实际上将部分收益转为风险补偿和收益激励。

表 1：政府产业投资引导基金三种模式的比较

国家	引导基金规模	运行方式	组织方式	监管机制	绩效
美国	50 年 400 亿美元	SBIC 直接投资或提供信用担保	公司制为主	国会、SBIC	极大地促进战略性新兴产业发展
以色列	政府初始出资 1 亿美元	引导基金与机构合资，母基金模式	合伙制	政府独资公司 YOZMA 负责管理	促进以色列通信、IT 和医药医疗的发展
澳大利亚	政府出资 2.21 亿美元	政府出资与民间资本组建引导基金	信托制、公司制等	产业研究与开发管理委员会	创业投资基金和新兴产业增长迅猛

三、新兴产业投资政府引导基金中的政府角色

目前，国外产业投资政府引导基金主要以信用担保型、母基金和参股基金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，信用担保型基金发展模式中，政府更多是发挥引导性功能，但是，母基金和参股基金模式中，政府则发挥了更为实质性的作用。

1. 美国

美国战略新兴产业投资政府引导基金发展中，主要是信用担保模式。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引导基金的发展过程中，发挥的职能主要包括：

1) 提供法制化发展环境。通过《中小企业投资法案》（1958 年颁发）和《促进小企业权益法》、建立了中小企业投资制度和产业引导基金发展的法制基础、完善产业投资基金发展的市场基础设施、政府积极鼓励引导战略新兴产业发展。其后 50 年，共为相关产业投入 400 多亿美元，至 2012 年美国产业投资基金规模已经超过 5000 亿美元。

2) 完善市场化基础设施。特别是政府引导基金和产业投资基金募集、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。

3) 政府加强指导引导基金以及产业投资基金、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。

4) 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。

2. 日本

日本产业投资政府引导基金主要是参股基金模式。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。日本在产业投资引导基金的发展过程中，主要的作用体现在：

1) 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。

2) 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。

3) 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。

4) 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。

3. 以色列

以色列产业投资引导基金是母基金模式，但是，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引导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。

1) 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。

2) 注重产业聚焦。以色列政府在新兴产业投资引导基金上，注重政府的核心作用、注重产业聚焦、注重产业化转化、注重国际化合作、注重配套建设，发挥政府作用实现了较为合理的产业定位，通过产业投资政府引导基金和产业投资子基金引导信息技术和医药器械两大领域的投资，并促进初创或成长阶段的产业和企业能获得巨大的产业化发展，最终实现了这两个领域的长足发展并具有全球竞争力和领先性。

3) 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。

4) 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。

5) 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、国外产业投资政府引导基金发展的启示

从国外战略新兴产业投资政府引导基金的发展趋势、各种发展模式以及部分国家的经验以及政府的职能定位看，战略新兴产业投资政府引导基金的发展具有一定的共性，值得后起国家学习。

一是发挥政府引导基金发展中政府的基础性作用。不管是美国市场化信用担保发展模式，还是以以色列、澳大利亚等政府主导的母基金或参股基金的发展模式，政

府在促进战略新兴产业定位与引导、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，为战略新兴产业政府创业引导基金和相关的产业投资基金的发展夯实了政策基础。

二是对于追赶者而言，政府主导和市场需求是发展战略新兴引导基金的两个基础前提。对于资本市场发展和信用机制相对不足的经济体，仅靠市场的作用，将缺乏引导基金的发展促进机制和政策支撑体系。但是，如果仅仅靠政府推动，不考虑市场需求，引导基金最后将缺乏实体和产业基础。从以色列、新加坡和台湾地区等的经验看，政府积极推动和市场真实需求是发展引导基金和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引导基金的核心原则。即使是以色列、新加坡、台湾地区等政府主导型的产业投资引导基金，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引导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，是对引导基金和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，是战略新兴产业引导基金和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，即引导基金-产业投资基金-产业发展等相辅相成的格局。电子信息、通信、网络、生物医药、医疗设备等产业在美国、澳大利亚、以色列、日本、英国等都具有较好的研发、技术和产业化基础。

五是战略新兴产业投资引导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。

六注重发挥产业投资政府引导基金的杠杆放大作用。一方面要深化经济金融体

制改革，特别是完善金融市场体系，建立健全与产业投资引导基金相适应的基础设施、配套机制和法律规范，以及风险控制机制等。二是深化新兴产业的研究、技术发展和产业化的基础，健全金融手段支持产业创新和升级的政策框架，发挥产业引导基金和投资基金的引导和放大作用。

最后是法律框架和软件建设是创业投资引导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。

（郑联盛，中国社会科学院金融研究所副研究员）

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。