



(2020 年第 23 期，总第 158 期)

中国证券投资基金业协会

2020 年 10 月 20 日

美国政府引导基金的经验及启示

【编者按】美国在二战后率先开启了探索支持小企业发展的道路，1958 年，美国小企业管理局 SBA 推出 SBIC 计划，该计划在帮助小企业发展和提供就业方面成就斐然。自 1958 年成立以来，SBIC 计划累计投资了超过 16.6 万个小企业项目，累计投资金额达到 670 亿美元，仅 2018 年度就为美国提供了 13 万个就业岗位¹，有力地支持了美国中小企业的发展。美国的苹果、英特尔、特斯拉等当下知名企业也曾在 SBIC 计划的支持下发展起来。我国正值产业结构转型升级期间，私募基金作为直接融资渠道，通过高度市场化方式对中小企业发展前景、风险进行一系列评估后，将募集到的长期资金，投向具有成长性的中小企业，有效弥补中小企业长期资金的缺口。对于具有较高社会经济效益的领域，目前可以通过政府引导基金，以参股、跟投、担

¹ 资料来源：www.sba.gov 2019 SBIC Overview Presentation。

保、补助等方式撬动社会资本并引导私募基金投向需要支持的中小企业，有效弥补市场失灵带来的效率损失，从而提高社会整体福利。本文研究了美国政府引导基金的基本概况、发展历程、组织模式，并对我国政府引导基金的现状和问题进行了剖析，以期为我国政府引导基金的发展提供经验借鉴。

一、美国政府引导基金的基本情况

（一）SBA 和 SBIC 计划的兴起

1、SBA 的概况

在 1953 年《小企业法案》（the Small Business Act）实施的背景下，美国国会于同年创办了小企业管理局（Small Business Administration，简称 SBA）。SBA 旨在为美国小企业的发展提供充足的资本支持。其通过多种方式支持小企业发展：包括设立贷款担保基金，增加小企业获得资金的渠道；帮助小企业获得与联邦政府合作的机会；为企业、房主和租户提供直接贷款，帮助他们从自然灾害中复工复产；同时还提供创业教育，帮助企业创立和扩张。

SBA 的总部位于华盛顿，其业务产品和服务通过与每个州和地区的私营部门及非营利组织开展合作，进而覆盖到美国大部分州和地区。SBA 是美国政府制定小企业政策的主要参考和执行部门，局长由总统亲自任命，在各联邦政府部门中享有很高的地位。SBA 对促进美国小企业经营发展，助力创新创业，促进美国经济发展发挥了极为重要的作用。

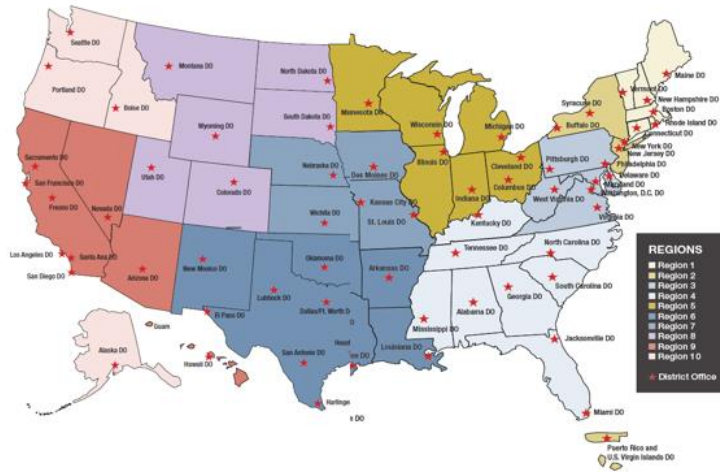


图1 SBA 地区办公室分布图²

2、SBIC 计划兴起的历史背景

SBA 成立以来，主要通过直接给小企业提供贷款的方式扶植小企业发展，但还是在很大程度上无法满足小企业的资本需求。1958 年，SBA 的负责人向参议院提议通过立法建立弥补小企业资本缺口的各项规则。他建议通过引导以利润为导向的私人资本和组织来推动小企业资本来源的持续发展。他提议构成新的基础融资基金，被纳入《小企业投资法案》（1958.21 号）。在此立法背景下，小企业投资公司（Small Business Investment Company，简称 SBIC）计划应运而生。法案将 SBIC 计划的职责定义为“改善和刺激国民经济，特别是小企业。通过刺激和补充私人资本与长期贷款，解决中小企业融资难问题并推动其业务增长，扩张以及现代化”³。

SBIC 计划与传统的金融中介有着本质的区别，相比于银行只给企业提供短期的营运资金贷款，SBIC 则向小企业提供长期资金，不仅通过贷款，还通过股权投资。美国银

² 资料来源：www.sba.gov FY 2017 Summary of Performance and Financial Information。

³ 15 U.S.C. §661.

行机构直接投资股权受到很大的限制，但可以通过设立 SBIC 计划间接进行股权投资。

（二）SBIC 计划的运作情况

1、市场主导的组织模式

符合条件的私人资本可以向 SBA 投资部门提出申请，得到 SBA 的监管许可后，可以成立一支 SBIC 计划。以五个财年为周期，SBIC 可以向 SBA 申请担保融资，配套资金一般为私人资本总额的 2-3 倍。SBIC 通过引入财政担保资金并以市场化机制进行运作，以贷款、股权投资或者是股债结合的方式投资于初创期或盈利能力较弱的小企业。

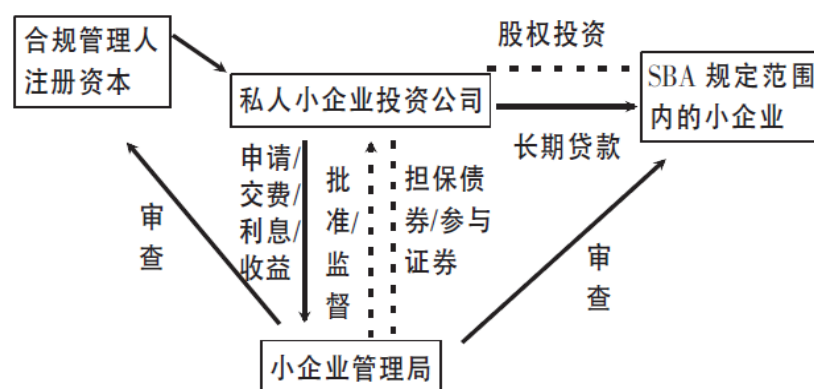


图2 SBIC 计划的管理组织模式⁴

（1）政府引导监督

1) 职能部门

SBA 有五个职能部门共同对 SBIC 进行监管，但不参与 SBIC 的日常运行，只是对 SBIC 的投资行为是否符合规定进行监管。SBA 采取了集体管理原则，五个职能部门分工如下：

- 投资部门：负责审批 SBIC 申请人提供的投资基金；

⁴ 李朝晖．美国 SBIC 融资担保模式对我国政策性创业投资引导基金的启示[J],金融理论与实践,2010(3)。

- 项目发展部门：负责对 SBIC 申请人进行资格审查和尽职调查；
- 注册和项目标准办公室：负责 SBIC 的注册；
- 运营办公室：负责对注册 SBIC 的投资行为和财务状况进行监督与检查，向其提供杠杆资金；
- 清算办公室：对产生问题的 SBIC 进行处理。

2) 制定正负面投资规则

SBA 不干预 SBIC 的日常运营，但也制定了引导投资方向的正负面规则。具体如下：

允许 SBIC 通过各种方式向小企业提供发展资本，主要包括：

- 购买小型企业股权证券（例如股票，股票期权，认股权证，有限合伙权益，有限责任公司权益，或合资权益）；
- 独立或与其他公私机构合作向小企业发放期限不超过 20 年的贷款；
- 购买小企业发行的债券，这些债券可以转换为或有权购买小型企业的股权；
- 为小企业的负债提供一定的担保（债权人与 SBIC 无关）

禁止 SBIC 从事以下活动：

- 直接或间接地向其任何关联方提供融资（例如，高级管理人员，董事和员工）；
- 永久性地直接或间接控股任何小企业；

- 未经 **SBA** 批准，将私人资本（法定金额）超过其指定百分比的资金投向小企业的证券，或为其提供承诺或担保业务；
- 投资于农田，未改良土地或任何归类于标准工业分类（**SIC**）中的房地产行业；
- 给主营业务为直接或间接向他人提供资金、购买债务、保理或租赁长周期设备（无修复义务）的小企业提供资金；
- 向大量使用资金从事国外业务的小企业提供资金。

3) 政府提供的其他配套支持

SBA 通过制定小企业发展战略基金及年度发展基金，为中小企业举办各类培训班、研讨会等活动，以及和其他商业性、公益性小企业服务机构合作等为小企业提供各种服务，同时还为企业管理者提供管理、营销、人员培训。

为确保 **SBIC** 基金在市场机制下稳定运行，政府推出相关法律，为小企业的发展营造良好的法律环境，同时注重人才、知识产权的保护以及引导基金市场基础设施的建设，积极发挥政府和创新领域发展中的引导作用。

（2）市场主导运作

SBA 引入的市场资金来源包括养老金、捐赠基金、银行和高净值个人等。这部分资金以 **LP** 的身份参与 **SBIC** 计划⁵。

成立的 **SBIC** 基金能够根据本公司的情况自行制定规章制度，并具有独立决策及管理权。**SBIC** 计划实行市场化运

⁵ 资料来源：www.sba.gov 2018 SBIC Program Overview。

作，由专业的创业投资基金管理人管理，制定投资策略、管理运营基金和退出分配收益。

获得 SBIC 设立许可的主要标准之一是拥有合格的管理人员。SBA 根据其专业知识审核 SBIC 管理团队能力，需要具备如下条件：

- 至少有两名具有私募投资管理经验的人员；
- 有可量化的优秀历史投资业绩；
- 在申请 SBIC 的投资领域，有充足的交易案例证明；
- 具有凝聚力的管理团队，团队投资人员有互补的投资经验和长期合作历史；
- 具备管理、运营和技术经验；
- 有可证明的管理现金流的能力，以如期偿付 SBA 提供的担保资金。

2、市场主导的运作模式特征及优势

（1）特征

1) 从运作理念上看，SBA 没有针对 SBIC 计划采用优惠、补贴、减税等行政性措施，而是采用更灵活、更具市场化特征和杠杆效应的融资担保模式，提高了政府政策制定和实施的市场化程度。

2) 从融资操作来看，市场化的融资模式是 SBIC 获得融资的主要方式。目前，在国外产业引导基金中，比较常见的融资方式是债权融资和股权融资两类，财政资金投入或低息贷款整体占比并不大。

3) 从日常管理运作来看，SBIC 计划设立、投资管理、薪酬体系、信用担保、退出机制等方面都严格遵循市

场化规律，从而确保政府引导基金的投资经营效率，更好发挥其在促进相关产业发展方面的作用。

4) 从监管模式来看，SBA 接受全国范围内的 SBIC 申请，进行统一审核和监督。由 SBA 统一全国资源，一个入口，一个出口，一个平台，进行统一管理。相对来说，可以制定严格的引导基金审核模式，更容易控制引导基金的设立与增长速度，更便于统计全国的资源需求情况。

(2) 优势

1) 有利于快速筹集资金

由 SBA 担保的杠杆资金可以帮助私募管理人缩短筹款周期，以便快速开始投资。

2) 融资条款灵活

SBA 提供的杠杆资金期限长，可匹配大多数投资期限。

3) 基金结构灵活

SBIC 可以采用多种基金结构，包括“附属”（drop-down，常规 PE 基金的子基金）和“并列”（side-by-side，单独设立基金，与原 PE 基金并存）结构。

4) 资金成本较低

由 SBA 担保融资的资金成本较低，且 SBA 不参与投资利润分配（参与证券 SBIC 除外，下文有提及），让利于民间资本。

5) 可豁免 SEC 的监管

SBIC 无需向 SEC 进行注册，但是 SBA 会严格监控每个基金的绩效和合规性，保障 LP 的合法权益。

6) 出资银行可豁免《沃尔克规则》的限制

银行投资 SBIC 计划的比例，不受《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》（PL-111-203）下的“沃尔克规则”规定的 3%上限的限制⁶。

3、SBIC 计划的类型

SBIC 计划有五种细分类型。其中债权担保类 SBICs 包括债券 SBIC（debenture SBIC）、影响力投资债券 SBIC（impact investment debenture SBIC）和早期债券 SBIC（early stage debenture SBIC）⁷三种类型，都是通过发行担保债券来获得杠杆资金，SBIC 是债券发行方，SBA 是债券担保方。股权担保类 SBIC 指参与证券 SBIC（participating securities SBIC），通过发行有担保的参与证券来获得杠杆融资。参与证券是可回售股份、优先股或者是特殊债券（根据盈利情况偿还利息）。最后一种 SBIC 类型为银行持有的无杠杆 SBIC⁸（Bank-owned, non-leveraged SBIC）。下文将重点介绍前四种具备杠杆效应的 SBIC 计划。

（1）债券 SBIC

最初，债券 SBIC 被要求私人资本的投资不得少于 30 万美元，现在则要求私人资本的投资不得少于 500 万美元（称为监管资本，regulatory capital）⁹。如果申请人满足所有许可标准和要求，并有可行的商业计划和可盈利的业务，能

⁶ “沃克尔规则”规定银行对私募股权和对冲基金的投资占一级资本金比率不得超过 3%。

⁷ 债券 SBIC 可以发行并拥有未偿还的担保债券和参与证券，前提是参与证券的发行总额不超过其私人资本的 200%。见 13 C.F.R.

⁸ 商业银行最多可将其资本和盈余的 5%投资于部分或全部拥有 SBIC。联邦监管机构认为银行对 SBIC 的投资是对社区的“合格投资”，符合社区再投资法的要求。

⁹ 13 C.F.R. §107.210.

够在合理的时间内，预期达到 500 万美元的监管资本，SBA 有权向申请人授予监管资本为 300 万美元的许可。

债券 SBIC 的资本构成也需要遵守相关法规的规定。不低于 30% 的债券 SBIC 资本（包括监管资本和杠杆资金）必须来自与该基金管理层无关且彼此没有关联的三个主体¹⁰，此外，SBIC 监管资本中来自州或地方政府组织的比例不得超过 33%。

（2）影响力投资债券 SBIC

2011 年 4 月 7 日，SBA 宣布将建立 10 亿美元的影响力投资 SBIC 计划（2012 财年担保杠杆资金达到 1.5 亿美元，之后每个会计年度担保杠杆资金将达到 2 亿美元，直到达到上限）。“经 SBA 许可的影响力投资债券 SBIC 50% 以上融资金额的目标投向是重要的国家优先发展地区和领域，包括难以获取信贷和资本的欠发达地区”¹¹。这些领域最初包括欠发达地区的企业（由 SBA 定义）、教育部门 and 清洁能源部门。影响力投资债券 SBIC 的最低私人资本投资至少为 500 万美元，且资金来源须遵守上述债券 SBIC 的相关规定。

2014 年 9 月 25 日，SBA 宣布了对影响力投资债券 SBIC 计划的多项修改，以降低其准入门槛。¹²具体修改包括：取消该基金的每财年 2 亿美元的总杠杆上限，将先进制造业纳

¹⁰ 13 C.F.R. §107.150.

¹¹ SBA, “Impact Investment Initiative,” at https://www.sba.gov/sites/default/files/files/Impact_Investment_Call_for_Action.pdf; and SBA, Office of Congressional and Legislative Affairs, “Correspondence with the author,” July 31, 2014.

¹² SBA, “SBA Expands Impact Investment Fund,” September 25, 2014, at <https://www.sba.gov/content/sba-expands-impact-investment-fund>.

入合格行业名单；将获得小企业创新研究或小企业技术转让资助的企业纳入可投范围；允许在 2014 年 12 月 1 日之前的满足条件的债券 SBIC 申请加入该基金。此外，在获得 SBA 批准后，影响力投资 SBIC 可以在接受许可的过程中自行定义“影响力投资”的范畴。

（3）早期债券 SBIC

SBA 于 2012 年发布了早期债券 SBIC 计划，规定该基金必须至少将其融资的 50% 投资于早期的小企业，这里的小企业被定义为首次融资前未曾从任何运营活动中获得正现金流量的小型企。

考虑到小企业早期投资风险较高的特征，为了减小早期债券 SBIC 发生违约给 SBA 带来的损失影响，SBA 对早期债券 SBIC 的规定也区别于其他类型的 SBIC。具体如下：

1) 早期债券 SBIC 必须筹集更多的监管资本（至少 2000 万美元）；

2) 早期债券 SBIC 可获得的杠杆资金低于债券 SBIC，融资金额最多为监管资本的 100%，最高为 5000 万美元；

3) 早期债券在向投资者分配收益时，需要同比例偿付 SBA 担保债券。

（4）参与证券 SBIC

1992 年的《小企业信贷和商机促进法》（1992 年《小企业股权促进法》第 IV 条）授权 SBA 担保参与证券。参与证券是由 SBIC 以有限合伙权益的方式，以优先股或特殊债券（根据盈利情况偿还利息）形式发行的证券。

1994 年，SBA 建立了 SBIC 参与证券基金项目（SBIC PSP），以鼓励组建参与证券 SBIC，用于投资创业初期和发展早期的小企业。SBA 创建的该项目旨在填补债券 SBIC 的投资缺口，因为债券 SBIC 的投资主要集中在企业中后期。

然而，SBA 从 2004 年开始停止为参与证券 SBIC 提供新的担保。主要是因为该基金在 2000 年初预计亏损约 27 亿美元，原因是所投资的初创科技公司和早期小企业当时股票市值暴跌。SBA 发现，“SBIC 对于参与证券杠杆支付的费用不足以弥补参与证券基金中的预计净亏损”¹³。SBA 继续履行其对参与证券 SBIC 的现有担保承诺，即允许其继续操作。但是，这些参与证券 SBIC 必须遵守有关最低资本，流动性，非 SBA 借贷和股权投资的特殊规则。

后期也有相关政府人士呼吁 SBA 恢复对参与证券 SBIC 的融资担保。

表 1 SBIC 的主要特征：债券 SBIC，参与证券 SBIC，影响力投资债券 SBIC 和早期债券 SBIC

基金要求	债券 SBIC	参与证券 SBIC (不再接受新投资)	影响力投资债券 SBIC	早期债券 SBIC
私人资本	最低 500 万美元	最低 1000 万美元	最低 500 万美元	最低 2000 万美元
SBA 杠杆	私人资本的 200% ¹⁴ ，每个 SBIC 最高 1.75 亿美元 ¹⁵ ；两个或	私人资本的 200%，每个 SBIC 最高 1.75 亿美元；两个或两个以上受	私人资本的 200%，最高为 1.75 亿美元；在 12 个月内限制	私人资本的 100%，最高 5000 万美元

¹³ SBA, “Offering Circular, Guaranteed 4.727% Participating Securities Participation Certificates, Series SBIC-PS2009-10 A,” February 19, 2009, at <https://www.sba.gov/content/sbic-ps-2009-10-cusip-831641-ep6>.

¹⁴ 具有良好信誉的债券 SBIC 或影响力投资债券 SBIC 可以向 SBA 申请最多 300% 的私人资本杠杆。但是，SBA 传统上最多批准 200% 的私人资本。

¹⁵ 在 2009 年 10 月 1 日之后，如果已将至少 50% 的融资投入到低收入地区，并证明其至少 50%

	两个以上受共同控制的 SBIC 最高 2.5 亿美元	共同控制的 SBIC 最高 2.5 亿美元	为私人资本的 100%	
投资	广泛的股权投资，但通常为后期投资和夹层投资	广泛的股权投资	广泛的股权投资，但通常是后期投资和夹层投资；至少 50% 投向欠发达市场和地区中融资困难的企业	广泛的股权投资；至少 50% 投向早期小型企业（在首次融资之前的任何会计年度中都没有正现金流量）
杠杆融资说明	每半年支付利息和 SBA 年度费用	SBA 向债券持有人支付利息；SBIC 仅从利润中偿还对 SBA 的欠款	每半年支付利息和 SBA 年度费用	标准债券：前 5 年每季度支付一次利息和 SBA 年度费用 或者折现债券：前 5 年无需支付利息和 SBA 年度费用。6-10 年期间每季度支付利息和 SBA 年度费用
利润分红	无	SBA 通常会获得大约 8% 的利润	无	无

从上述 SBIC 的细分类型来看，美国政府在发展引导基金过程中，针对投资小企业不同阶段的风险收益情况，对各类型的 SBIC 计划制定了差异化的监管资本、杠杆率、投资范围、债务偿还和收益分配规则。在为小企业提供融资渠道的同时，也考虑到 SBA 担保资金的安全性，以实现政府引导基金的持续发展。

二、美国政府引导基金的发展历程

美国政府引导基金历经近 70 年的发展，已成为世界上最为成熟的政府引导基金模式之一。然而其发展的过程也并非一帆风顺，甚至也遭受过巨大损失。美国政府引导基金的发展大致可以分为以下三个阶段：

的未来投资将用于低收入地理区域，私人资本可以选择每个 SBIC 最高杠杆额为 1.75 亿美元，两个或两个以上受共同控制的 SBIC 最高为 2.5 亿美元。

（一）优惠贷款阶段（1958 年—1994 年）

在 1986 年以前，SBA 采取了向 SBIC 提供优惠贷款的**直接出资方式**。由于贷款融资的偿还性与股权投资的长期性不匹配，许多 SBIC 为偿还贷款而不得不在低的甚至是负的投资回报率时提前兑现投资，从而陷入经营困境¹⁶。1977 年到 1984 年间约有 70 家小企业投资公司被清算，清算金额达 2 亿多美元，严重侵蚀了美国的财政资金。1985 年，美国政府停止了对 SBIC 计划的直接资金支持，开始采用提供债券融资担保的方式支持 SBIC 从事股权投资。

最初由 SBA 担保 SBIC 发行还款期为 10 年的债券。这些债券在前 5 年不允许变现，后 5 年由 SBIC 每半年支付一次利息，利率为 10 年期国债利率加上 1.75%到 2.25%的升水，债券到期后一次性支付本金。SBA 则在其提供担保的 5 年期内，每年收取担保额度 1%的担保费。由于债券长期利率固定且不允许提前兑现，在 20 世纪 80 年代末市场利率狂降时，小企业投资公司因高成本和投资收益的不对称而进入了历史上最糟糕的阶段，1986 年到 1994 年间有 145 家 SBIC 进入清算，清算金额达 6.32 亿美元。

（二）杠杆融资阶段（1994 年—2008 年）

1992 年，美国国会颁布了《小企业股权投资促进法》，将原来政府直接提供短期贷款的方式改为政府为资本市场上发行的长期债券提供担保的方式，并在注册资本、管理者资质等方面对 SBIC 提出了更高的要求。**1994 年**政府又提出股权担保融资的模式。随着政策的不断完善以

¹⁶ 苏启林著.创业投资政府支持政策设计—国际经验与中国抉择[M].北京:经济科学出版社,2004。

及监管力度的加大，美国投资引导基金的运作不断完善并带动经济再次进入快速发展的阶段。

SBA 采取了债券担保融资和股权担保融资两种模式，充分吸取了历史教训经验。债券担保融资沿袭了 1985 年创设的担保债券的做法，并由 **SBA** 于 1994 年对担保债券的内容进行了修订，允许债券随时可以兑现，但在最初的 5 年内兑现要缴纳罚金，第一年罚金为 5%，其后每年下降 1%，第六年起不需要缴纳罚金。**SBIC** 的私人注册资本最低要求上升到 500 万美元，运用担保债券杠杆融资额度最多不能超过私人资本的 3 倍。

股权担保融资创设于 1995 年，采取了参与证券 **SBIC** 的方式，由 **SBA** 以有限合伙人股份、优先股和根据盈利支付债券三种形式购买或担保 **SBIC** 发行的参与式证券使 **SBIC** 获得最高 2 倍于私人缴付资金的杠杆资金。除要求发行参与式证券的 **SBIC** 私人监管资本最低 1000 万美元外，其他规定多与担保债券类似，但 **SBIC** 必须最迟在 15 年内以相当于包括其初始发行价格和累积优先支付在内的金额回购 **SBA** 持有的参与式证券。在累积盈利前，**SBIC** 可延迟对 **SBA** 的优先支付，直到其累积获取利润。在利润分配上，**SBIC** 和 **SBA** 的具体分割比率按照私人资本杠杆的比例（参与证券总值/私人资本）确定，**SBA** 分享 **SBIC** 约 8% 的净利润。

（三）模式成熟阶段（2008 年至今）

如表 2 所示，经济衰退期间 **SBIC** 融资总额有所下降（2007 年 12 月至 2009 年 6 月），在 2011 财年恢复至衰退前的水平，融资规模继续增加。这一阶段美国风险投资市

场机制已经逐渐成熟，民间资本活跃，私人资本/SBA 担保资金的比例经历了先下降后上升的过程。

表 2：SBIC 投融资情况，2005-2018 会计年度（单位：十亿美元）¹⁷

年份	SBA 担保资金	私人资本	总融资额	投资小企业数量
2005	0.4	2.5	2.9	2,298
2006	0.5	2.4	2.9	2,121
2007	0.7	1.9	2.6	2,057
2008	1	1.4	2.4	1,905
2009	0.8	1.1	1.9	1,481
2010	1.2	0.8	2	1,331
2011	1.8	1	2.8	1,339
2012	1.9	1.3	3.2	1,094
2013	1.7	1.8	3.5	1,068
2014	2.1	3.4	5.5	1,085
2015	2.2	4.1	6.3	1,210
2016	2.2	3.8	6	1,201
2017	1.9	3.8	5.7	1,077
2018	2.1	3.4	5.5	1,151

近十几年来，SBIC 向其投资者提供的回报与市场上其他私募股权基金的回报相符。自 1998 年以来，借助于 SBA 提供的杠杆效应，以私募股权基金前 50%的收益为基准，SBIC 给 LP 提供的 IRR 超越了基准 5 到 10 个百分点¹⁸。

自成立以来，SBIC 已成为多家知名公司的融资来源，例如苹果、英特尔、特斯拉等当下知名企业。

¹⁷ 资料来源：SBA, “Performance and Financial Highlights, FY2007”, February 4, 2008, p. 4; SBA FY 2020 Congressional Justification FY 2018 Annual Performance Report。

¹⁸ 资料来源：www.sba.gov_2018 SBIC Program Overview。



图3 SBIC 参与投资的部分成功企业¹⁹

三、国外政府引导基金模式的对比

目前国际的政府引导基金，除了以美国为代表的市场主导型模式，还有以以色列为代表的政府主导模式，以及其他混合模式。下文选取以色列模式和美国模式作对比，以进一步凸显出各自模式的优势和特点。

表 3：美国和以色列政府引导基金模式的对比

对比角度 \ 国家	美国	以色列
设立时间	1958 年	1993 年
运作方式	SBIC 计划先后采取优惠贷款、债务担保和权益担保的方式，引导民间资本设立 SBIC 计划，向小企业提供长期贷款或股权投资。 SBIC 基金采取政府监督、私人经营的形式。SBA 负责审批 SBIC 的创立，经 SBA 认可的 SBIC 可以获得担保杠杆融资，利率低于市场利率，还可以享受一些税收优惠。	政府设立 Yozma 基金（母基金）与国际知名的创业投资机构合资发起创业投资基金或合作进行创业投资。在合资成立的子基金中，政府资金最高占 40%，私人资本占 60% 以上。所有子基金均为有限合伙制基金，政府为有限合伙人，不参与日常决策。Yozma 要求子基金必须主要投资于较早阶段的技术创新企业，作为补偿，私人投资者可在子基金成立 5 年内以事先确定的较低价格购买政府在子基金中的份额。
组织方式	公司制为主	合伙制
监管机构	国会、SBA	政府独资公司 Yozma

¹⁹ 资料来源：www.sba.gov 2019 SBIC Program Overview。

取得成果	在 SBIC 鼎盛时期，其管理的风险资本约占全美风险资本的 3/4。培育了英特尔、苹果电脑、联邦快递等一批世界级创新型企业，创造了超过 100 万个以上的就业机会。	一期 Yozma 基金共成立 10 家子基金，吸引了美国 Advent 等一批知名的创业投资基金的参与。截止 2009 年，以色列有 69 家公司在美国 NASDAQ 市场上市，上市的公司数量仅次于美国。
------	--	--

（一）美国产业投资基金及政府角色

在战略新兴产业投资基金发展中，美国政府主要提供法制制度、市场设施、产业引导和基础研究的支持工作。

一是提供法制化发展环境。通过《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。

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、消费服务等领域的投资，同时政府在这些领域提供研发资金、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）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，政府在其中发挥了实质性作用。

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，成立了 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 Yozma 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。

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。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、国内政府引导基金现状及问题

目前我国政府引导基金主要通过股权或债权的形式投资于创业投资机构或风投基金，通过杠杆效应撬动社会资本，在推动创新创业、高新科技产业发展、促进中小企业技术创新等方面起到了重要作用。

（一）我国政府引导基金演进历程

2002 年，我国首只政府引导基金——中关村创业投资引导基金成立。自 2006 年起，一系列规范性文件陆续出台，尤其是《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》颁布后，我国政府引导基金逐步开始规范发展。从 2002 年至今，我国政府引导基金行业经历了三个阶段：

1、第一阶段：2002 年—2007 年，探索起步阶段

2002 年，中关村创业投资引导基金成立，标志着我国第一只真正意义上的引导基金诞生。此后，以 2002 年《中小企业促进法》为标志的监管法规逐步建立起来，我国逐步确立了政府引导基金的扶持功能与责任。但这一阶段配套的法律法规尚不完善，对实际操作缺乏指导意义。

2、第二阶段：2008 年—2016 年，规范快速发展

《关于创业引导基金规范设立与运作的指导意见》、《政府投资基金暂行管理办法》和《政府出资产业投资基金暂行管理办法》等专门性规范陆续出台，明确了政府引导基金的性质与宗旨、资金来源、运作原则和方式及投资领域等，并规范了基金的设立、运作、风险控制、退出机制。这一阶段，政府引导基金的规模开始迅速增长。

3、第三阶段：2017 年至今，增长动力不足

在经济下行压力下，私募股权基金市场遭遇募资难等行业性难题，而大部分政府引导基金依赖社会资本，财政资金占比不足 50%，且政府资金是最后进入的，在市场资金紧俏的大环境下，政府引导基金根本无法落地，规模增速开始下滑。2017 年以来新设基金目标规模增速仅 2.93%；今年市场情况更不乐观，新设基金数量和目标规模均大幅下滑，跌回至 2014 年水平。受资管新规等监管趋严因素影响，募资难问题将继续阻碍引导基金发展。

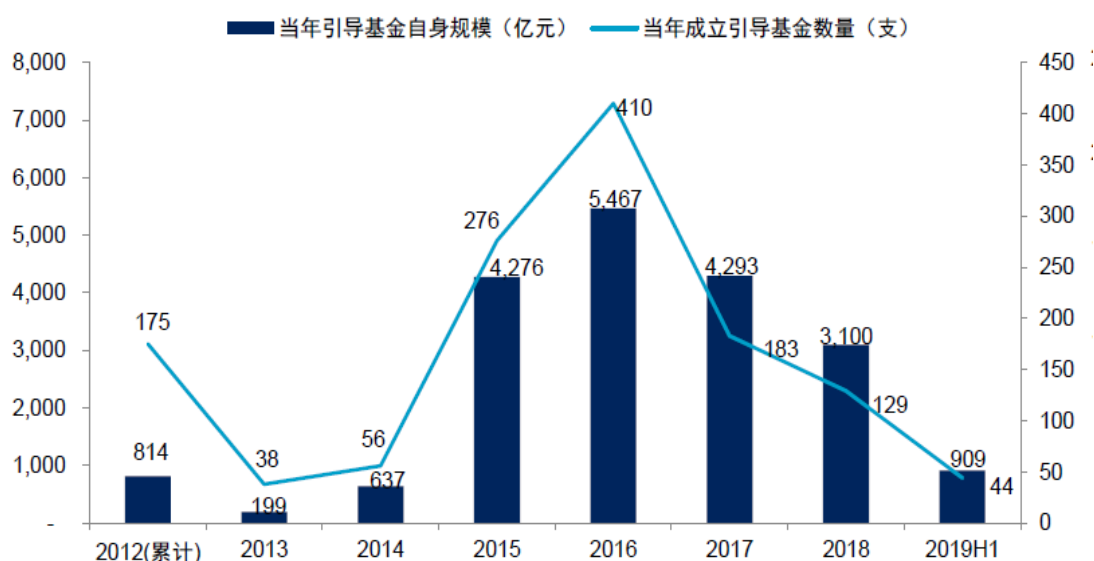


图4 2012-2019H1 全国政府引导基金成立情况²⁰

²⁰ 资料来源：《2019 中国政府引导基金专题报告》，投中研究院。

（二）国内政府引导基金发展现状

截至 2019 年 6 月底，国内成立政府引导基金总计 1311 只，总规模达 19694 亿元，政府引导基金母子基金群（含子基金）总规模约为 82271 亿元²¹。

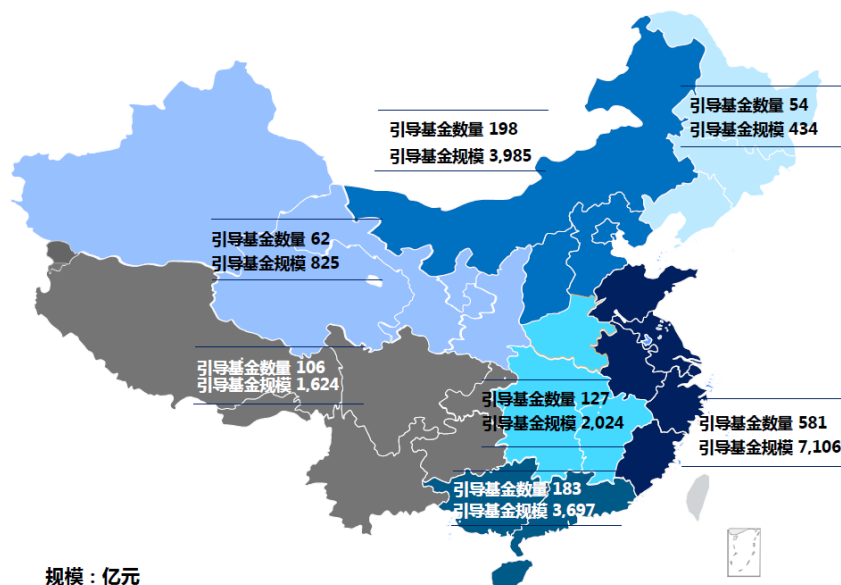


图5 全国政府引导基金地区分布情况（截至 2019 年 6 月）²²

从地域分布来看，华东、华北、华南地区从存续数量和规模上都领先于国内其他地区。具体到省份分布，截至 2019 年 6 月，引导基金数量和规模（含省级、市级、区县级）最大的省份均为广东省。广东政府引导基金数量为 152 只，规模高达 3389 亿元，数量和规模上分别占到全国总量的 11.59%和 17.21%。整体上，政府引导基金数量排名前三的省份依次为广东、江苏、山东，规模排名前三的省份依次为广东、北京、江苏。

²¹ 资料来源：《2019 中国政府引导基金专题报告》，投中研究院。

²² 资料来源：《2019 中国政府引导基金专题报告》，投中研究院。

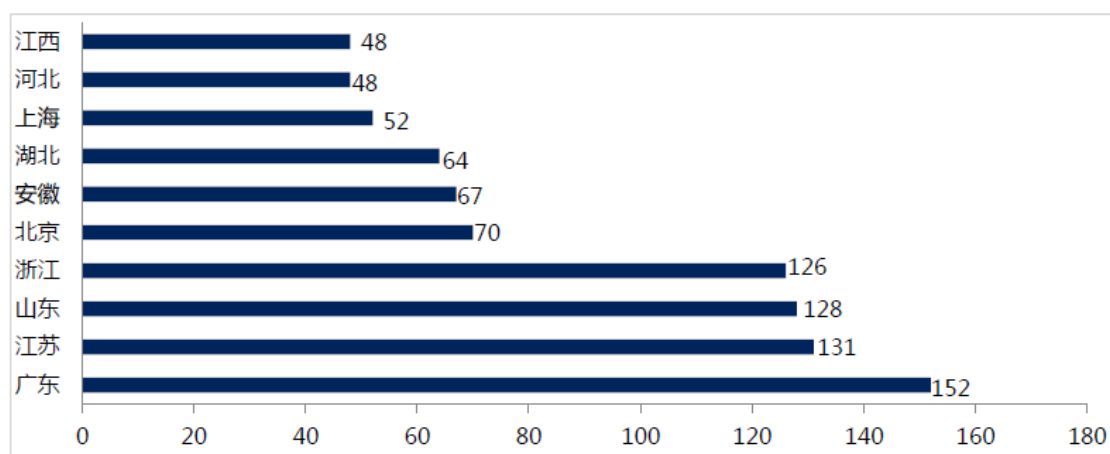


图6 政府引导基金数量 TOP10 省份（截止 2019 年 6 月底）²³

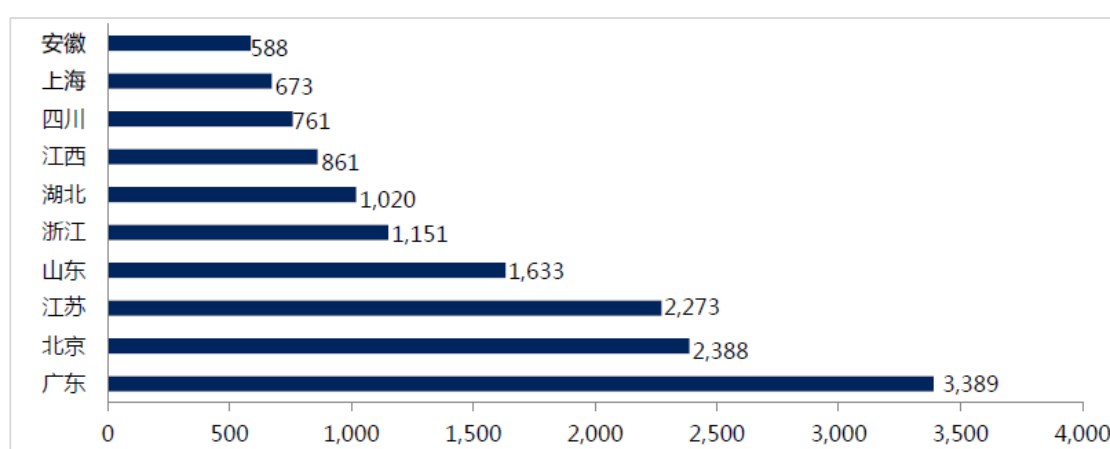


图7 政府引导基金规模 TOP10 省份（亿元，截止 2019 年 6 月底）²⁴

从发起主体级别来看，截至 2019 年 6 月底，政府引导基金从数量和规模上来看都以市级引导基金占比最高（总量占比分别为 51.49%和 44.14%）。国家级政府引导基金虽然为数不多，但单只平均规模较大。

（三）常见管理模式

政府引导基金的管理模式主要分为基金自管和基金委管两大模式。而根据政府参与度的强弱，可以细分为以下五种：

²³ 资料来源：《2019 中国政府引导基金专题报告》，投中研究院。

²⁴ 资料来源：《2019 中国政府引导基金专题报告》，投中研究院。

1、政府直接管理：政府直管模式即政府部门通过下属事业单位，直接参与引导基金投资决策与日常管理。

2、国企出资管理：即委托政府下属国企负责引导基金的管理运作，引导基金没有独立的法人实体，资金由财政按需拨付。政府参与引导基金投资决策，不参与日常管理，可单设名义出资人。

3、国企委托管理：政府成立独立的引导基金公司和引导基金管理公司，由引导基金管理公司或由引导基金（公司制）自行管理。政府不参与或较少参与引导基金投资决策，不参与日常管理。

4、第三方委托管理：政府委托第三方专业母基金管理机构管理，不参与或较少参与引导基金投资决策，不参与日常管理。

5、合作设立母基金：即政府与专业母基金管理机构合作成立母基金，政府是母基金出资人之一，不参与母基金投资决策。

（四）政府引导基金的投资模式分析

从投资模式来看，政府引导基金的投资方式主要分为：参股投资模式、跟进投资模式、融资担保模式和风险补助模式。我国政府引导基金目前以**参股投资模式和跟进投资模式**为主。

1、参股投资模式

参股模式是我国政府引导基金的主要模式，即引导基金与社会资本共同建立子基金，子基金根据政策导向完成投资决策和日常管理工作，并在约定期限内退出，该方式

主要目的是通过发起设立新的创业投资基金引导社会资本参与创业投资。

这种参股方式扩大了财政杠杆作用，子基金亦有充分的灵活性。在该模式下，引导基金参股创投基金以参股不控股为原则，子基金中引导基金的认购比例一般不超过25%，且不能成为第一大股东，从而起到政府资金的杠杆放大作用。

2、跟进投资模式

跟进投资，即当创投基金投资早期创业企业或政府重点扶持产业领域创业企业时，引导基金可按适当比例向该目标企业投资，该比例一般不超过机构投资额的30-50%，或投资总规模不超过300-500万元。

引导基金投资形成的股权与共同投资机构享有同等权益，并委托共同投资的创投机构进行管理，按投资收益一定比例向投资机构支付管理费和效益奖励。

3、融资担保模式

融资担保模式即政府引导基金为已成立的创业投资单位提供担保，其中创业投资企业以股权作为质押，而政府引导基金则为其债权融资提供担保，该模式一般针对历史信用记录良好的创业投资企业，以支持其通过债权融资增强投资能力。该模式在美国、德国较为成功，但在中国的运用比较有限。

4、风险补助模式

风险补助，是指引导基金对已投资于初创期科技企业的创业投资机构予以一定的补助，该补助一般是在创投机

构已完成投资交易后自行申请。

（五）问题分析

政府引导基金通过以政府财政资金发起作为引导，吸引社会资本参与战略新兴产业和高新技术产业，为经济发展和产业升级添加助力。但在经历了近二十年的发展后，仍然存在着较多问题。

1、地域差异性明显，发展不均衡。从地域分布来看，引导基金主要集中在广东、江苏、北京、浙江、山东等省份，占据大半江山。而东北地区引导基金数量和规模上仅能占到全国总量的 4%和 2%。

2、发行主体过多，功能定位不明确。目前我国政府引导基金有国家级、省级、市级、区县级等，部分政府引导基金的政策属性、功能定位不明确，导致基金在运作中对市场化基金造成一定程度的挤出效应，从而偏离支持特定产业发展的目标。

3、行政化监管与考核，影响市场化运作效率。受限于财政资金属性，政府引导基金在运作过程中要额外接受财政部、发改委在资产保值增值、审计、产业投向等方面的行政监管，基金在投资方向、投资形式、投后管理等方面有更多限制，缺乏合理有效的长期综合考核与评价机制，对风险的容忍能力低于社会资金，效率低下；特别是地方政府引导基金，为了招商引资或促进特定产业发展，一般会设有严苛的返投要求，与私募基金业务不相匹配，市场化运作程度低。

4、配套政策不足，运营方式单一。从引导基金的协调机制来看，各出资方利益诉求和目标存在一定冲突，缺乏完善的协调机制。从配套政策来看，现行政策支持仍然归于单薄，在补贴政策、税收减免、创业优惠政策等方面的配套政策有待完善，从而更好发挥引导效应。

5、信息披露不透明，退出机制单一。目前国内引导基金的设立、投资、运营、财报等中小企业发展情况的信息披露还极不透明，有碍于引导基金的竞争力和公平性。此外，当前引导基金主要通过被投资企业上市和股份转让的方式退出，时间成本高。资本市场仍不完善，引导基金通过并购和产权交易等方式退出机制有待完善。

五、美国 SBIC 基金的经验启示

从美国政府引导基金发展历史及成功经验来看，有些经验非常值得我国各级政府参考借鉴。

1、运作模式上，美国政府引导基金主要采用融资担保模式，通过**信用担保**而非直接注资参股的模式来发起建立引导基金，避免给政府增加额外的财政负担，有利于增大基金规模，提升杠杆倍数，从而更好地支持中小企业发展。

首先，融资担保模式可提高政府引导基金杠杆倍数，增加融资供给。**其次**，融资担保模式下，创业投资企业需要对引导基金提供的债务担保承诺支付承诺费，对已发生的担保债务要支付利息、管理费、担保费等费用，这就会迫使创业投资企业重视投资项目选择及资金使用效率，从而提高整体运作效率。**再次**，当前融资担保模式下，引导

基金不直接承担投资风险，仅在创业投资企业不能按期偿付担保债务情况下代为偿付；且引导基金的担保人身份可以优先处置创业投资企业资产，从而降低了投资风险，且前期收取的承诺费、担保费等在一定程度上也抵补了担保损失。**最后**，担保模式最大程度扩大了引入资本的倍数，有利于引导基金的可持续运作。

2、运营坚持市场化原则。在确保市场化运营的前提下，应明确政府引导职能，不对子基金日常运作做过多干预，防止越位导致新的产能过剩。政府可构建专业基金管理公司、政府监管机构、托管机构的三重监管体系，做到专业化运营；并在投后管理中，建立全面、客观、准确的绩效评价体系。

3、在确保配套制度保障上，为保证政府引导基金市场化发展模式能够顺利运营，美国政府通过发布《小企业投资法案》和《促进小企业权益法》奠定了中小企业投资制度和产业引导基金发展的法治基础。美国 **SBIC** 对参与投资者采取税收优惠等多项措施鼓励社会资本参与。

4、建立多重退出机制。相较于美国的成熟资本市场和并购市场，我国政府引导基金的退出渠道远未完善。因此，需要建立多层次的退出机制，规范区域性股权市场，发展产权交易中心。

5、完善信息披露与信息公开制度。借鉴 **SBA** 的做法，我国政府引导基金可设立专门网站，对相关信息和扶持政策实时更新，并提供专业引导意见。信息披露方面，建立中小企业投资信息系统及企业诚信档案，政府对引导基金

的投资方和接受方进行规范指导，构建诚信透明的投资环境。

6、注重风险防范。政府引导基金及其投资项目的风险并非简单加总，而是更为复杂的风险体系，涉及到政府及财政、社会资本、产业项目等，需要政府部门、产业部门、投资主体警惕并防范风险外溢、公司治理等风险。建立健全风险防范机制，确保政府引导基金及其相关产业的稳健。

【本文由景顺长城基金管理公司张蕊、王楠、刘不丁撰写，中国证券投资基金业协会托管及服务机构部赵前聚整理，熊歆及汤玥玥校稿】