



中国政府引导基金的产业政策视角

魏薇 徐铭喆

摘要：中国政府引导基金兼具市场化运营特征与政策引导作用，作为产业政策旨在通过招商引资促进创业创新、推动产业发展。研究显示，政府引导基金能够有效提升制造业企业的全要素生产率，但无法显著提升企业盈利能力，其作用更多体现为帮助企业平抑盈利波动、降低不确定性。作用机制而言，地方政府的招商引资、产业布局作用十分关键。政府引导基金带来的企业所在行业的相对集中（专业化集聚）使得企业竞争增强、技术进步，企业所在行业外的其他行业的相对多样（多样化集聚）使得中间投入利用效率更高、生产效率长期提升。本文在此基础上提出政府引导基金框架设计的相关政策建议。

关键词：政府引导基金 产业政策 私募股权风险投资 企业绩效

一、引言与文献综述

政府投资基金（Government Venture Capital, GVC）或政府引导基金在世界范围内已有较长的发展历史，其设立初衷为通过政府干预以弥合资本市场化配置中的融资缺口、解决市场失灵问题。不同于传统政府直接投资模式，政府引导基金将财政资金与市场资本有机结合，以市场化方式运营管理。一方面，这种机制有望破除传统政府投资导致的低效、垄断问题；另一方面，政府背书下的私募投资基金或与传统私募投资基金表现有所不同，特别地，中国政府引导基金特有的产业、区域政策属性可能呈现不同的作用机制。文献中对于发达国家案例已讨论较为充分，学

者认为政府引导基金成功的关键在于有效解决代理人问题并与社会资本合理分工协作（Cumming, 2007）。政府引导基金作为一项重要财政手段和产业政策，在中国发挥了什么样的作用？对企业发展的影响如何？从实体经济角度出发、探究政府引导基金在中国实践中的作用效果与机制，是对政府投资领域文献的重要补充，更是把握政府引导基金这项财政工具的发展动力与改进方向的基础课题。

自2001年中国加入世界贸易组织以来，吸引外国资本、引入国外高端产业成为地方政府的关注焦点，这一趋势为本土高科技与新兴产业的孕育提供了土壤。然而，彼时中国的创业投资行业尚未成熟，

魏薇，北京大学国家发展研究院，Email: wwei2019@nsd.pku.edu.cn；徐铭喆（通讯作者），北京大学新结构经济学研究院助理教授、研究员、博士生导师，国家优秀青年基金获得者，中国金融四十人青年论坛成员，Email: mingzhixu@nsd.pku.edu.cn。本研究得到国家自然科学基金青年项目“制造业比较优势的微观机制研究：理论分解、实证量化和政策应用”的支持[主持人：徐铭喆 项目批准号（72003003）]。

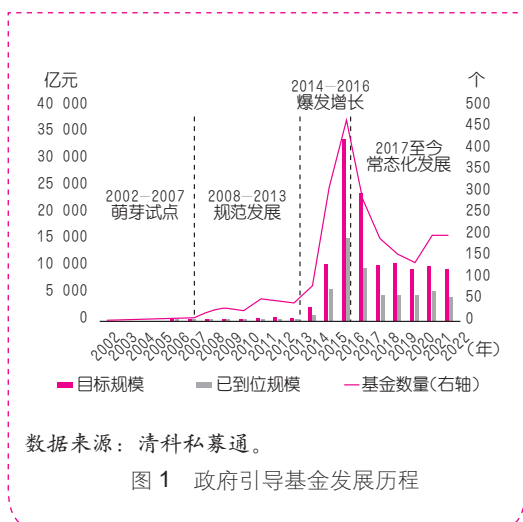
无法为这些领域的企业提供足够的融资支持。在这一背景下，政府引导基金开始起步，政府背书下的投资基金为社会投资注入了强劲动力，旨在为初创中小企业的发展提供有力支持。此时期出台的法律文件以政府引导基金设想为主，对基金的组织架构、风险控制、机制设计等未做出详细规定，如2005年发展改革委等十部委发布的《创业投资企业管理暂行办法》，指出国家和地方政府可以通过参股和融资担保方式扶持创业公司。2007—2013年，《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》等规定相继出台，开始明确政府引导基金的设立规范，包括资金来源、运作方式、监督指导、风险控制等，政府引导基金逐步进入规范发展阶段。

随着地方财政框架的演变，政府引导基金的财政作用日益显现。2014—2016年

政府引导基金经历了爆发式的增长，主要原因是《新预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》的出台。具体而言，在此之前地方政府招商引资的资金来源一般是财政预算内设立的专项基金，而在改革后，国务院开始严格限制针对企业的财政补贴，原本用于补贴和税收优惠的财政资金则需要寻找新的载体和出路，否则将被收归同级或上级财政统筹使用。与此同时，财政部和发展改革委陆续出台了一系列针对政府引导基金的管理细则，在积极的财政政策指导下，政府引导基金投资规模迅速扩大，尤其是以地方产业政策为导向的产业引导基金开始蓬勃发展。清科私募通数据显示，2015年产业引导基金数量增幅高达280%，2016年新增数量继续上升达到571只，目标规模突破5000亿元大关，如图1所示。

截至2022年末，我国累计设立2288只政府引导基金，目标规模约12.30万亿元人民币，已到位规模约5.70万亿元人民币（清科私募通数据）。尽管近年来政府引导基金规模迅速壮大，但政府引导基金旨在对社会资本提供引导作用，其规模相比其他私募投资基金而言较小。截至2022年末，其他私募投资基金总数为22411只，即政府引导基金仅占市场总体的约10.2%（清科私募通数据）。

已有文献中，学者对各国政府投资基金的政策效果进行了广泛研究，关注的内容可归纳为三点：其一，政府投资基金是否产生积极作用、实现了政策目标；其二，





政府投资基金与其他私募投资基金的作用差异；其三，政府投资基金与社会资本的关系，具体而言，政府基金会作为积极信号带动私人投资，还是由于其政策限制挤出私人投资。

整体来看，既有文献对于政府投资基金政策效果的分歧较大，一方面各个国家的政策目标和激励设计不尽相同；另一方面政府投资基金与其他私募投资基金的关系较为复杂，在不同经济体和行业中的体现也存在差异。例如，政策目标方面，美国的 Small Business Innovation Company (SBIC) 项目旨在帮助早期中小企业实现规模增长，而加拿大与以色列政府共同设立的 Bilateral Industrial Research and Development Foundation (BIRD) 和 Canada Israel Industrial Research and Development Foundation (CIIRDF) 用于增加初创企业的研发投入，二者均采取了市场化运营方式且取得了较好的成效，许多被投企业在纳斯达克成功上市 (Cumming, 2007)。然而，英国的风险投资信托基金 (Venture Capital Trust) 和加拿大的劳工赞助投资基金 (Labour Sponsored Investment Fund, LSIF) 都存在较为严重的代理人问题，与政府合作的私募投资基金为了获得税收补贴而损失了投资效率，未能获得理想的回报率 (Cumming & MacIntosh, 2007)。左志刚 (2011) 基于跨国数据进行实证分析认为，资金供应型干预政策不具有显著效果，收益改善型干预政策则效果明显。

与其他私募投资基金的对比方面，Grilli & Murtinu (2014) 基于欧洲高科技创业公司数据发现，企业销售和劳动力雇用方面的增长动力主要来自非政府的私募投资基金，政府投资基金在这些方面的促进作用不显著；Luukkonen et al. (2013) 利用欧洲七个国家的私募基金支持的高新企业调查数据发现，非政府参与的私募基金在帮助企业增值方面有更强的作用，衡量标准包括市场定位、融资功能、专业指导等 28 项。Bertoni & Tykvov (2015) 基于 VICO 数据库中的生物技术行业公司数据发现，政府投资基金本身对于企业专利引用量的影响并不显著，但政府投资基金能够促进其他私募投资基金对于企业创新的支持作用。政府投资基金与社会资本的关系方面，Cumming (2007), Brander et al. (2015), Islam et al. (2018) 认为政府投资基金可以作为正面信号吸引私人投资；Cumming & MacIntosh (2006, 2007), Lerner (2010), Owen et al. (2019) 则发现政府投资基金或存在过度管理和激励扭曲，从而导致私人投资减少。

对于中国政府引导基金的研究目前尚不充分同时也存在分歧，我们根据政府引导基金的政策目标从三个层面进行梳理。**支持创新方面**的文献相对较为丰富 (苟燕楠和董静, 2014; 董建卫等, 2018; Liu, 2019; Jiang & Liu, 2022; 徐明, 2022; Yang et al., 2022)。例如, Yang et al. (2022) 基于中国 285 个城市的面板数据，发现政府引导基金通过创新型人才和资本积



累促进了创新。Jiang & Liu (2022) 利用 2010—2017 年中国新能源上市企业数据发现，政府参与和合资投资的私募基金对企业创新的激励作用更为显著。然而，Liu (2019) 基于中国 521 家私募基金支持的上市公司的融资和专利数据，发现政府引导基金支持的公司比其他私募投资基金支持的公司拥有更少的专利授权和专利申请，这种负面影响在市场化机构较为弱势的地区更加明显。

招商引资方面，已有文献结论也未达成一致（杨敏利等，2014；董建卫和郭立宏，2016；施国平等，2016；丛菲菲等，2019；冯冰等 2019；李善民等，2020；Pan et al., 2021；徐明，2021；Wang et al., 2022）。燕志雄等（2016）基于理论模型分析了政府引导基金的代理人问题作用机制，认为引导型基金比主导型基金的代理人问题更弱。Wang et al. (2022) 发现，在 2009—2020 年的 A 股上市公司中，政府引导基金会增加企业债券融资成本，可能的原因是政府引导基金的投资干预会释放企业经营不善的信号。冯冰等（2019）和 Pan et al. (2021) 也指出，国有企业大量参与的政府引导基金中私营部门参与程度较低，即政府引导基金可能无法有效引入私人投资。相反地，边思凯和周亚虹（2020）基于投中 CVSource 数据库 2006—2018 年的融资数据发现，政府引导基金在投资当轮和之后轮次都对民营资本起到了显著引导作用。

企业绩效方面，许多研究基于上市公

司数据进行（张学勇和廖理，2011；余琰等，2014；Zhang, 2018；Zhang & Mayes, 2018；Wang & Wu；2020；Suchard et al., 2021）。例如 Wang & Wu (2020) 发现政府引导基金支持的企业 IPO 之后在盈利、创新、管理方面均没有提升；还有一些学者利用融资情况对企业绩效进行推断，例如 Zhang (2018) 发现政府引导基金比其他私募投资基金支持的公司存活到下一轮融资的概率低，这一现象可能与政府和社会资本的合作障碍有关。还有一些文献对政府引导基金的退出机制进行了分析，例如，Zhang & Mayes (2018) 发现政府引导基金比其他私募投资基金成功退出的概率低，但当地政府资源的支持可以削弱这种差距；Cumming et al. (2017) 则发现政府引导基金与其他私募投资基金相比更容易通过 IPO 退出，Suchard et al. (2021) 进一步发现这一现象在政策不确定性增强时尤其明显。与本文最为接近的研究为范晓敏等（2021）基于 CVSource 和税收调查数据进行的实证研究，他们发现国有风险投资并未显著提升企业资产收益率和销售增长率，关注的主要机制为风险投资偏好。本文得出的部分结论与之较为一致，同时对其他可能机制进行了探索，并与其他私募投资基金对比来进行佐证。

综上，已有文献数据差异较大进而导致了明显分歧，基于中国非上市公司的实证研究还较少，且相关的机制分析较为缺乏。因此，本研究从政策角度出发，对全国范围非上市企业的微观表现进行解读，



从而对这一领域的文献进行有益补充。

二、中国政府引导基金重要特征与问题讨论：基于产业政策属性

中国政府引导基金在运营模式方面与国外政府投资基金先例基本一致，但更加强调产业政策的指引作用。^①根据基金的主要投向与功能，政府引导基金大致可分为创业基金、产业基金及政府和社会资本合作（PPP）基金三种。其中，创业基金一般指创业投资引导基金，主要投资于创业早期企业或需要政府重点扶持和鼓励的高新技术等产业领域的创业企业；产业基金则用于支持地方特色产业和战略新兴产业的发展，助力地方产业升级与转型；而PPP基金则以支持公共服务和基础设施建设为主。

因此，政府投资基金在中国的实践具有鲜明的特殊性。一方面，中国的政府投资与市场化机制结合的结果可能与发达国家有所不同。中国的经济体制和金融市场发展水平与发达国家存在差异，长久以来，国有企业在中国经济发展中起到了举足轻重的作用，而中国政府对市场的干预能力与发达国家相比也更强（Lin et al., 1998）。加之私募股权投资市场在中国发展尚不完善，政府投资对于市场的信号作用

与发达国家相比可能更强。另一方面，政府引导基金更加注重区域经济协调发展，而发达国家的政府投资基金大多不具备这一特征。地方政府往往基于当地经济的整体情况对产业投资做出规划，例如安徽省合肥市政府筹集巨大资金建立了专项产业引导基金，主要投向为新能源与半导体行业。当地政府在培养优质企业的同时聚齐产业上下游并形成产业集群，实现了整条产业链的发展与地区经济环境改善，这一实践被称为“合肥模式”（罗云峰，2021）。此外，地方政府引导基金往往要求社会资金对当地企业进行一定比例的返投，从而强化产业优势。因此，政府引导基金作为一种特殊财政手段及产业政策，可能在促进企业发展方面发挥重要作用。

与中国传统产业政策相比，政府引导基金主要有以下两方面特征。一是政策实施领域，中国传统的产业政策往往侧重上游部门的建设进而辅助支持下游产业的发展，这也是中国特色管理体制的重要机理之一。政府引导基金则投放于各个生产环节中，包括市场化程度较高的下游产业，因而可以更好地触达需要政策支持的产业链下游实体企业。二是架构设计，传统产业政策的发力手段主要为税收补贴、现金扶持、信贷配给等，政府引导基金则并非

^① 根据财政部2015年发布的《政府投资基金暂行管理办法》，政府引导基金定义为“由各级政府通过预算安排，以单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域发展的资金”。该文件明确了政府引导基金的四大重点支持目标，分别为支持创新创业、支持中小企业发展、支持产业转型升级和发展，以及支持基础设施和公共服务领域。

将财政资金直接拨付于实体企业，而是通过基金管理人投资于以市场化方式筛选出的企业。因此，政府引导基金并不违背下游经济市场化发展的理念，市场行为依然在其中起到重要的导向作用。

政府引导基金作为一种特殊的区域性产业政策，其对资源的整合作用则与传统产业政策大致相同，较为突出的特点在于可以利用地方政府的规划能力因城施策。大量文献表明，产业集聚一方面有利于促进同一产业内企业间的投入要素共享，另一方面有利于形成不同产业间尤其是产业链上的生产网络，进而对企业产生正的外部效应 (Marshall, 1890 ; Melo et al., 2009 ; Ellison et al., 2010)。地方政府可利用当地特色产业与区位优势进行产业链整合，也可以借助政府职能集中对瓶颈产业和战略重要产业进行扶持。中央及各地方政府曾多次发布关于促进产业集群发展的文件，可见中央政府和地方政府均十分重视地方产业结构并试图通过利用和发展区域产业集群来提升区域经济发展水平。

基于上述分析，无论是与传统产业政策相比，还是与非政府引导的私募投资基金相比，政府引导基金投资都可能产生不同的政策效果。与传统产业政策相比，曾被诟病的僵尸企业、效率损失等问题可能在政府引导基金投资中有所缓解；与非政府引导的私募投资基金相比，政府引导基金则可以发挥政府的资源配置作用、统筹全局。然而，政府引导基金的实际政策效果依然有待探索，其关键在于政府和市

场的力量是否得到了有效的权衡：市场化机制是否弱化了政府政策“解决市场失灵问题”的初衷？政府在投资决策过程中对企业最为关键的支持是什么？这些都需要通过探究实际被投资企业的发展情况来验证。

三、政府引导基金与企业发展

本文基于 2007—2016 年清科私募通数据与非上市公司数据的匹配数据进行实证分析，从生产效率和企业绩效两个维度来探究政府引导基金对实体经济的影响。清科私募通数据库较为全面地覆盖了 20 世纪 90 年代以来的一级市场私募投资信息，包含 295 637 个投资事件，覆盖了所有基金业协会备案的私募基金的信息，包括其成立时间、募集规模等，以及被投资企业信息、融资时间、融资规模、融资轮次等。清科对政府引导基金的参与进行了穿透整理，即基金投资结构的任意一层存在政府引导基金，这一标签即为“是”，而对应的政府引导基金信息也可以穿透关联。本文非上市企业财务相关数据则取自国家税收调查数据 (National Tax Survey Data, NTSD)，该数据由国家税务总局和财政部负责收集整理，覆盖我国所有地区和所有部门，提供了详细的企业层面的经营信息、生产信息和税收信息。

本文将获得过政府引导基金投资的企业作为实验组，并通过倾向得分匹配筛选其他条件相似但从未获得任何基金投资的企业作为对照组，以识别投资对企业产生



表 1 基准回归

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	lnTFP	lnTFP	profit_ratio	profit_ratio	profit_sd	profit_sd
GVC	0.128*		0.0029		-0.0095**	
	(0.069)		(0.0071)		(0.0045)	
PVC		0.015		0.0327**		0.0005
		(0.060)		(0.0147)		(0.0072)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2 227	9 396	12 429	12 792	12 997	13 395
R-squared	0.558	0.482	0.926	0.932	0.751	0.756

注: 括号中为聚类在企业层面的标准误, **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。分别参考生产理论和投资领域相关文献, (1)、(2) 列控制变量包括企业年龄、产出市场份额、负债率和企业所在产出市场的集中程度; (3)~(6) 列控制变量包括企业营业收入、资产、负债、员工数。所有回归均控制了企业固定效应和年份固定效应。

的影响。回归中的解释变量为某企业在某一年是否已获得了第一笔政府引导基金投资, 被解释变量则包括企业在当年或未来的全要素生产率 (Total Factor Productivity, TFP)、净利润率等绩效指标。同时, 本文也对非政府引导的私募投资基金行为进行分析, 并对比非政府引导的私募投资基金与政府引导基金的作用差异。具体回归模型如下公式 (1) 所示:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GVC_{it} (PVC_{it}) + \alpha_2 X_{it} + \delta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, GVC_{it} 为虚拟变量, 表示企业 i 在第 t 年是否已获得了第一笔政府引导基金投资, 是则取 1, 否则取 0。类似地,

PVC_{it} 表示企业 i 在第 t 年是否已获得了第一笔非政府引导的私募基金投资。 X_{it} 则为企业层面控制变量, 包括企业总资产、营业收入、历史融资情况等^①, δ_i 和 λ_t 分别为企业固定效应和年份固定效应。被解释变量 Y_{it} 选取为企业全要素生产率 (TFP) 以及利润率等绩效指标。

回归结果如表 1 所示, 其中 (1)、(2) 列被解释变量为 Ackerberg et al. (2015) 方法下估计的当期 TFP 取对数 (样本只包含制造业企业)^②, (3)、(4) 列被解释变量为企业长期净利润率 (4~6 年), (5)、(6) 列被解释变量为 t 期至 $t+6$ 期企业净利润

① 囿于数据, 本文在分析不同被解释变量时依据文献选取了对应匹配数据中可得的企业层面控制变量。

② 本文对政府引导基金对 TFP 的长期和短期影响也做了回归分析, 篇幅所限不做详细展开, 留存备索。

率的标准差 [(3)~(6) 列样本包含所有行业]。回归结果显示, 政府引导基金对于制造业企业的生产效率具有显著提升作用。有政府引导基金支持的企业相比没有任何基金支持的企业 TFP 高约 12.8%, 相比之下, 非政府引导的私募投资基金则对企业 TFP 没有显著影响。政府引导基金对企业的长期盈利能力无显著正向影响, 其作用主要体现在帮助被投资企业平滑盈利波动; 非政府引导的私募投资基金投资则有利于提升企业的长期盈利水平。具体而言, 与没有任何基金投资的公司相比, 政府引导基金使得被投资企业在投后 6 年中的净利润率标准差下降约 0.95 个百分点, 对净利润率水平则无显著影响; 其他私募投资基金投资的公司投后 4~6 年内的净利润率将提升约 3.27 个百分点。

政府引导基金的产业政策属性可能是上述结果产生的重要原因之一。一方面, 当地政府对资源的重新整合、产业的重新布局有利于企业间的投入共享、信息传递; 另一方面, 相似产业的聚集则可能导致企业间竞争的增强、利润摊薄。由于产业政策本身的侧重点并不在于提升单个企业的盈利能力, 而是生产效率的提升、区域经济的发展, 同时政策环境的稳定又有利于企业保持较为平稳的经营状况, 上述回归结果与经济学直觉较为吻合。

为进一步探究政府引导基金通过产业集聚所带来的影响, 本文依据文献构建了

产业集聚指标 (彭向和蒋传海, 2011; 苏丹妮和盛斌, 2021) 来探究政府引导基金作为产业政策可能起到的作用。本文计算了省份-国民经济行业 2 位码行业的产业集聚指数, 包括专业化集聚指数 (Specialization, *SPE*) 和多样化集聚指数 (Diversification, *DIV*)。其中, *SPE* 衡量的是某省份某行业的就业占比相比该行业在全国平均就业占比的比值, *SPE* 的值越大, 表明该省份-行业的就业占比越高。实际上, 这一指标也是国际经济学领域常用的显示性比较优势指数 (Revealed Comparative Advantage, *RCA*)。*SPE* 的值越高, 表明该省份-行业在全国范围内越具有比较优势。*DIV* 实际上是两个赫芬达尔-赫希曼指数 (Herfindahl Hirschman Index, *HHI*) 的商, 分子为除企业所在行业外其他所有行业在某省份的 *HHI* 倒数, 分母为除企业所在行业外其他所有行业在全国的 *HHI* 倒数。*DIV* 的值越高, 表明该地区融合的差异化产业越多, 产业间关联越复杂, 本行业面临的产业多样化集聚程度越高。将上述产业集聚指标与政府引导基金投资虚拟变量作交互, 本文进一步发现产业集聚是政府引导基金发挥作用的重要渠道^①。

①在产业集聚程度更强的行业和地区, 政府引导基金对 TFP 的提升作用更强。企业所在行业在地区内相对集中 (专业化集聚) 使得政府引导基金提升 TFP 更显著且延伸至长期 (投资 3 年后); 企业所在

① 篇幅所限, 回归表格留存备索。



行业之外的其他行业在该地区内相对多样时（多样化集聚），对生产环节更依赖的中间投入密集的企业而言，政府引导基金长期促进 TFP 增长的作用更强。

②政府引导基金通过提升产业集聚水平加剧了企业间竞争，从而使得被投资企业盈利能力与规模均显著下降；而其他私募投资基金更注重单个企业的扩张与培养，产业集聚对其最终投资效果影响不显著。因此，虽然政府引导基金提升了企业生产效率，但并未提升企业的价格发现能力，从而导致企业自身经营绩效没有明显改善。

四、政策建议

本文从产业政策角度解读了政府引导基金的优势与不足，具有重要现实意义。

首先，本文发现政府引导基金这一框架可能破解传统政府投资手段长期被诟病的市场垄断问题。以往经验来看，政府对国有企业的投资使得大量上游资源被垄断，而政府引导基金则将财政资金与社会资本有机结合，广泛投资于上下游民营企业，且采用了市场化运营方式，财政资金通常在基金中占比不超过 30%。就投资结果而言，政府引导基金投资的企业并未大量积累利润，反而通过区域竞争加大了市场化程度、提升了生产效率。这一架构也为其他发展中国家的财政工具创新提供了重要思路。

其次，政府引导基金的产业政策属性对于企业发展的影响具有多面性。生产

效率来看，产业集聚能够与政府投资形成积极互动，这是非政府引导的其他私募投资基金所无法达到的。专业化集聚效应能够显著延长政府投资对生产效率的提升作用，使得政府投资有可能对企业的转型升级产生深远影响。因此，政府引导基金在选择投资目标企业时，应当“因势利导”，选择投资符合当地比较优势和区位优势的企业，充分发挥规模经济和范围经济的优势。多样化集聚则对于那些对中间生产环节依赖度较高的企业更为关键，因此政府引导基金应当致力于打造更为完善的产业集群，为制造业企业提供便利、高效的上下游生态系统。

盈利能力来看，政府引导基金需与其他私募投资基金共同发力，提升企业的价格发现能力。文献中有两个经典模型将企业盈利与企业生产效率联系起来，其一为美国生产力与质量中心（American Productivity and Quality Center）开发的全要素模型，其二为 Miller 在 1984 年提出的 PPP 模型（Profitability, Productivity and the Price Recovery）。二者的共同点在于将企业盈利的决定因素划分为两部分：一方面，生产效率的提升可以度量企业的投入产出增长率；另一方面，价格发现过程衡量了企业将投入成本通过销售价格转嫁给消费者的能力（Miller & Rao, 1989）。二者均对企业最终盈利水平至关重要，即当企业生产效率提升而价格发现削弱时，企业盈利水平可能变化不显著甚至下降。因此，基于本文的发现，政



府引导基金在提升企业生产效率的同时也加强了企业间的竞争，削弱了价格发现过程。而非政府引导的其他私募投资基金则可能更加充分地利用自身禀赋为企业创造价值 (Florida & Kenney, 1988 ; 董静 等, 2017)

最后，政府引导基金对企业经营的帮助可能更多体现于利用政策背景为企业提供更确定的发展环境。政策不确定性可能会对企业经营造成多方面影响，例如李凤羽和杨墨竹 (2015) 发现政策不确定性可能抑制企业投资；王义中等 (2023) 发现政策不确定性会加剧信贷资源错配。政府引导基金作为一种拥有政府背书的产业政策，有利于企业在长期进行更加平稳的经营，进而对企业的盈利波动具有平滑作用。与之不同，非政府的其他私募投资基金则在此方面可能无法发挥明显作用。

因此，政府引导基金与非政府引导的其他私募投资基金并非简单的竞争或互补关系，而是可能在不同的地区和企业中发挥着各自的优势。基于上述分析，本文建议对于当地支柱产业优势较为突出的地区，可利用政府引导基金稳定政策环境、优化产业布局、提升生产效率；对于产业特色不明显的地区而言，则可利用非政府引导的其他私募投资基金挖掘企业价值，通过利润积累、扩大生产、形成一定规模后，再发挥政府引导基金的优化配置作用。

五、研究展望

政府引导基金相关研究在以下方面仍有探索空间。其一，本文未对少部分由地方政府直接担任基金管理人的政府引导基金进行单独分析，文献中相关研究也较为缺乏。当地方政府通过央企或国有企业直接控制全部基金资金时，其投资效果可能与一般意义上的“引导”基金有一定差异。一方面，当政府资金独自承担市场风险，其投资偏好可能不同于其他政府引导基金和私募投资基金，而投资效果或因不同地方政府的财政水平而异，例如财政压力较大的地区可能风险承担能力弱于财政收入宽裕的地区。另一方面，政府本身可能无法有效识别有潜力的企业，进而衍生出跟投现象。这种行为可能使得政府引导基金失去调节市场的作用，甚至加剧市场化投资的集中程度、形成新的风险。因此，何种地方政府适合于何种形式的基金管理模式，也是保证政府投资效率所需要研究的重要课题。

其二，目前政府引导基金的退出影响相关分析也尚不完善。政府引导基金作为一种特殊的私募股权投资基金，其退出时点与具体结算方式高度不透明，数据中披露的上市退出和兼并收购退出仅为真实交易中的极少部分。许多研究将资方的退出作为投资成功的代理变量 (Cumming et al., 2017)，而这一变量往往与资方的耐心程度混杂在一起。基金的退出不仅对于政府引导基金投资的企业十分关键，各类投资基金在退出时均会对企业的运营造成较大的



影响,尤其是上市公司。因此,需挖掘不同性质的投资基金在退出投资时的动机,从而进一步分析其对于被投资企业的不同影响。

其三,目前市场上对于政府引导基金退出困难的批评较为多见,而能否在支持实体经济发展的同时控制资金成本在合理范围内、而不是随着时间推移演变为传统的“财政补贴”也十分关键。目前市场上已有一些政府引导基金退出机制的设计与探索,例如北京股权交易中心于2015年4

月成立,2021年1月,两单基金份额转让交易通过这一交易中心完成,标志着股权投资和创业投资份额转让的“零”的突破。虽然IPO仍是私募股权基金退出的主流方式且在国内也有较为通畅的渠道(科创板的问世具有较强推动作用),但股权交易市场的构建更有利于形成退出与再投资的良性循环。因此,未来有必要对退出机制的效果进行深入探究。[N]

学术编辑:曾一巳

参考文献

- [1] 边思凯,周亚虹.创投引导基金能否发挥引导作用?——基于企业融资视角的面板数据分析[J].财经研究,2020(06):155-168.
- [2] 丛菲菲,李曜,谷文臣.国有创投资本对民营资本的引导效应研究[J].财贸经济,2019(10):95-110.
- [3] 董建卫,郭立宏.参股对象选择对引导基金参股投资杠杆效应的影响研究[J].投资研究,2016(05):60-75.
- [4] 董建卫,王晗,施国平等.政府引导基金参股创投基金对企业创新的影响[J].科学学研究,2018(08):1474-1486.
- [5] 董静,汪江平,翟海燕,等.服务还是监控:风险投资机构对创业企业的管理——行业专长与不确定性的视角[J].管理世界,2017(06):82-103+187-188.
- [6] 冯冰,杨敏利,郭立宏.政府引导基金投资对创业企业后续融资的影响机制研究[J].科研管理,2019(04):112-124.
- [7] 苟燕楠,董静.风险投资背景对企业技术创新的影响研究[J].科研管理,2014(02):35-42.
- [8] 李凤羽,杨墨竹.经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].金融研究,2015(04):115-129.
- [9] 李善民,梁星韵,王大中.中国政府引导基金的引导效果及作用机理[J].南方经济,2020(08):1-16.
- [10] 罗云峰.资本助力高质量发展的“合肥模式”[J].清华金融评论,2021(11):19-21.
- [11] 彭向,蒋传海.产业集聚、知识溢出与地区创新——基于中国工业行业的实证检验[J].经济学(季刊),2011(03):913-934.
- [12] 施国平,党兴华,董建卫.引导基金能引导创投机构投向早期和高科技企业吗?——基于双重差分模型的实证评估[J].科学学研究,2016(06):822-832.
- [13] 苏丹妮,盛斌.产业集聚、集聚外部性与企业减排——来自中国的微观新证据[J].经济学(季刊),2021(05):1793-1816.
- [14] 王义中,郑博文,郭介然.不确定性冲击、信贷资源错配与货币财政政策效果[J].世界经济,2023(02):3-30.
- [15] 徐明.政府风险投资、代理问题与企业创新——来自政府引导基金介入的证据[J].南开经济研究,2022(02):51-67.
- [16] 徐明.政府引导基金是否发挥了引导作用——基于投资事件和微观企业匹配数据的检验[J].经济管理,2021(08):23-40.
- [17] 燕志雄,张敬卫,费方域.代理问题、风险基金性质与中小高科技企业融资[J].经济研究,2016(09):132-146.
- [18] 杨敏利,李昕芳,仵永恒.政府创业投资引导基金的引导效应研究[J].科研管理,2014(11):8-16.



- [19] 余球,罗炜,李怡宗等.国有风险投资的投资行为和投资成效[J].经济研究,2014(02):32-46.
- [20] 张学勇,廖理.风险投资背景与公司IPO:市场表现与内在机理[J].经济研究,2011(06):118-132.
- [21] 左志刚.政府干预风险投资的有效性:经验证据及启示[J].财经研究,2011(05):123-133.
- [22] Akerberg D A, Caves K, Frazer G. Identification Properties of Recent Production Function Estimators[J]. *Econometrica*, 2015,83(6): 2411-2451.
- [23] Bertoni, F., and Tykvová, T. Does Governmental Venture Capital Spur Invention and Innovation? Evidence from Young European Biotech Companies[J]. *Research Policy*, 2015,44(4): 925-935.
- [24] Brander, J. A., Du, Q., and Hellmann, T. The Effects of Government-sponsored Venture Capital: International Evidence[J]. *Review of Finance*, 2015,19(2): 571-618.
- [25] Cumming, D. J., and MacIntosh, J. G. Crowding out Private Equity: Canadian Evidence[J]. *Journal of Business venturing*, 2006,21(5): 569-609.
- [26] Cumming, D. J., and MacIntosh, J. G. Mutual Funds that Invest in Private Equity? An Analysis of Labour-sponsored Investment Funds[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2007,31(3): 445-487.
- [27] Cumming, D. J., Grilli, L., and Murtinu, S. Governmental and Independent Venture Capital Investments in Europe: A Firm-level Performance Analysis[J]. *Journal of corporate finance*, 2017,42: 439-459.
- [28] Ellison, G., Glaeser, E. L., and Kerr, W. R. What Causes Industry Agglomeration? Evidence from Coagglomeration Patterns[J]. *American Economic Review*, 2010,100(3): 1195-1213.
- [29] Florida R L, Kenney M. Venture Capital-financed Innovation and Technological Change in the USA[J]. *Research Policy*, 1988,17(3):119-137.
- [30] Grilli, L., and Murtinu, S. Government, Venture Capital and the Growth of European High-tech Entrepreneurial Firms[J]. *Research Policy*, 2014,43(9): 1523-1543.
- [31] Islam, M., Fremeth, A., and Marcus, A. Signaling by Early-stage Startups: US Government Research Grants and Venture Capital Funding[J]. *Journal of Business Venturing*, 2018,33(1): 35-51.
- [32] Jiang, C., and Liu, D.H. Does Venture Capital Stimulate the Innovation of China's New Energy Enterprises[J]? *Energy*, 2022,244: 122704.
- [33] Lerner, J. The Future of Public Efforts to Boost Entr and Venture Capital[J]. *Small Business Economics*, 2010,35(3): 255-264.
- [34] Lin, J. Y., Cai, F., and Li, Z. Competition, Policy Burdens, and State-owned Enterprise Reform[J]. *The American economic review*, 1998,88(2): 422-427.
- [35] Liu, A. Government Venture Capital and Startup Innovation Output in Emerging Economies: Evidence from China[J]. In *Academy of Management Proceedings*, 2019,1: 13644.
- [36] Luukkonen, T., Deschryvere, M., and Bertoni, F. The Value Added by Government Venture Capital Funds Compared with Independent Venture Capital Funds[J]. *Technovation*, 2013,33(4-5): 154-162.
- [37] Marshall, A. *Principles of Economics*. London: Macmillan, 1890.
- [38] Melo, P. C., D. J. Graham, and R. B. Noland. A Meta-analysis of Estimates of Urban Agglomeration Economies[J]. *Regional Science and Urban Economics*, 2009,39(3):332-342.
- [39] Miller, D. M., and Rao, P. M. Analysis of Profit-linked Total-factor Productivity Measurement Models at the Firm Level[J]. *Management Science*, 1989,35(6): 757-767.
- [40] Owen, R., North, D., and Mac an Bhaird, C. The Role of Government Venture Capital Funds: Recent Lessons from the UK Experience[J]. *Strategic Change*, 2019,28(1): 69-82.
- [41] Pan, F., Zhang, F., and Wu, F. State-led Financialization in China: The Case of the Government-guided Investment Fund[J]. *The China Quarterly*, 2021,247: 749-772.
- [42] Suchard, J. A., Humphery-Jenner, M., and Cao, X. Government Ownership and Venture Capital in China[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2021,129: 106164.
- [43] Wang, K., Wang, J., and Dong, N. Government Intervention and Debt Financing Costs: Evidence from Government-Guided Funds[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2022,58(11): 3284-3296.



- [44] Wang, R., and Wu, C. Politician as Venture Capitalist: Politically-connected VCs and IPO Activity in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020,64: 101632.
- [45] Yang, S., Ma, S., and Lu, J. Can Government Venture Capital Guidance Funds Promote Urban Innovation? Evidence from China[J]. *Growth and Change*, 2022,53(2): 753-770.
- [46] Zhang, Y. Gain or Pain? New Evidence on Mixed Syndication between Governmental and Private Venture Capital Firms in China[J]. *Small Business Economics*, 2018,51(4): 995-1031.
- [47] Zhang, Y., and Mayes, D. G. The Performance of Governmental Venture Capital Firms: A Life Cycle Perspective and Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018,48: 162-185.

The Industrial Policy Perspective of Government Venture Capital in China

WEI Wei¹ XU Mingzhi²

(1.National School of Development, Peking University; 2.Institute of New Structural Economics, Peking University)

Abstract China's government venture capital funds feature both market-oriented operation and policy guidance. As part of an industrial policy, these funds aim to promote entrepreneurship, spur innovation and enhance industrial development by attracting private investment. Our study shows that Chinese government venture capital funds can effectively increase the total factor productivity of manufacturing companies but cannot significantly improve profitability of the companies involved. Their contribution is most obvious in helping companies stabilize profits and reduce uncertainties. The role of local governments in attracting investment and industrial redistribution is critical. The relative concentration of enterprises' industries brought about by government venture capital (specialized agglomeration) enhances competition among enterprises and promotes technology progress, while the relative diversity of enterprises in other industries (diversified agglomeration) leads to higher utilization efficiency of intermediate inputs and long-term improvement of production efficiency. Based on these assumptions, this paper offers policy suggestions for the framework design of government venture capital in China.

Keywords Government Venture Capital, Industrial Policy, Private Equity and Venture Capital Investment, Firm Performance

JEL Classification G24 G28 L52