

引导还是挤出？——政府引导基金层级异质性研究

孙雅婷

(澳门科技大学商学院, 中国 澳门, 999078)

摘 要: 科技创新是现代社会经济发展的不竭动力, 科技型初创企业的健康发展离不开以政府引导基金为代表的耐心资本长期稳定的资金投入与政策引导。然而, 学术界在政府引导基金能否有效促进企业创新方面的讨论仍存在分歧, 且对不同行政层级基金的异质性效应关注不足。本文以 2016-2021 年间创业板与科创板上市公司为研究对象, 采用多时点双向固定效应模型, 实证检验政府引导基金对企业研发投入的影响, 并重点考察基金行政层级的异质性效应。研究发现: 第一, 全样本中政府引导基金对企业研发投入无显著平均影响; 第二, 异质性分析表明, 政府引导基金的负向影响主要集中于国家级与省级基金, 市级及以下基金则无显著效果。该结论经更换被解释变量、安慰剂检验、排除直辖市样本及异质性稳健 DID 估计后依然成立。本文的研究贡献在于从基金层级视角揭示了政府引导基金对企业创新的异质性效应, 补充了挤出效应的理论文献。基于研究发现, 本文提出厘清高层级基金的管理边界、建立尽职免责制度、构建绩效评价体系等政策建议, 为优化政府引导基金制度设计、防范潜在资源错配提供了实证依据与政策参考。

关键词: 政府引导基金; 企业科技创新; 异质性处理效应

Crowding-in or Crowding-Out?

——A Study on the Hierarchical Heterogeneity of Government Guidance Funds

Yating Sun¹

(1.School of Business, Macau University of Science and Technology, Macau, 999078)

Abstract: Technological innovation is an inexhaustible driving force for modern socio-economic development. The healthy growth of technology-based start-ups relies heavily on the long-term, stable capital investment and policy guidance of patient capital, of which government guidance funds are a prime example. However, academic debate remains on whether government guidance funds can effectively promote corporate innovation, and insufficient attention has been paid to the heterogeneous effects of funds at different administrative levels. This paper empirically examines the impact of government guidance funds on corporate R&D investment using a staggered two-way fixed effects model with a sample of the Growth Enterprise Market (GEM) and STAR market listed companies

【作者简介】孙雅婷, 女, 工商管理博士研究生, 澳门科技大学

from 2016 to 2021, focusing particularly on the heterogeneous effects of fund administrative levels. The findings are as follows: First, in the full sample, government guidance funds have no significant average impact on corporate R&D investment. Second, heterogeneity analysis reveals that the negative impact of government guidance funds is mainly concentrated in national and provincial-level funds, while municipal-level and lower-level funds show no significant effect. These conclusions remain robust after a series of checks, including replacing the dependent variable, placebo tests, excluding municipalities, and using heterogeneous-robust DID estimation. The contribution of this paper lies in revealing the heterogeneous effects of government guidance funds on corporate innovation from the perspective of fund hierarchy, thereby supplementing the theoretical literature on crowding-out effects. Based on the findings, this paper proposes policy recommendation, including clarifying the management boundaries of high-level funds, establishing an exculpatory liability system, and constructing a performance evaluation system. These provide empirical evidence and policy references for optimizing the institutional design of government guidance funds and preventing potential resource misallocation.

Keywords: Government Guidance Funds; Corporate Technological Innovation; Heterogeneous Treatment Effects

科技创新是引领经济发展的核心引擎，而科技型初创企业因高风险、长周期、信息不对称等特征，长期面临突出的融资约束问题。政府引导基金作为一项政策性金融工具，旨在通过政府信用背书和引导资金投入，撬动社会资本投向创新创业领域。尽管其政策意图明显，但政府引导基金是否能够有效促进企业创新，学术界目前仍存在争议。本文以 2016-2021 年创业板与科创板上市公司为研究对象，从基金行政层级这一视角出发，实证检验政府引导基金对企业研发投入的异质性影响。

一、引言

创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系的战略支撑。企业技术创新不仅是企业持续发展的关键动力，也是整个社会经济进步的重要推动力。当前，我国正处于经济结构转型升级与新旧动能转换的关键节点，发展新质生产力成为实现高质量发展的关键举措。新质生产力具有高科技、高效能、高质量等特征，其中科技创新是核心要素。加快发展新质生产力离不开资本的灌溉，政府在基础研究和关键技术突破方面持续投入大量资金支持，政府引导基金在优化资源分配方面发挥着至关重要的作用。

截至 2023 年末，我国累计设立政府引导基金 2028 只，目标规模约 13 万亿元。然而，学术界对引导基金能否有效促进企业创新仍存在分歧。部分研究发现引导基金能显著提升企业创新绩效^[4]；也有学者

认为政府引导基金可能因政策目标过强而产生挤出效应^[3]。这种分歧提示我们，政府引导基金的效果可能并非简单的“有”或“无”，而是取决于其运作特征与制度环境。

值得关注的是，不同行政层级的政府引导基金在规模与政策目标上存在显著差异。截至 2021 年末，国家级与省级基金数量占比不足 26%，但规模占比超过 45%^[1]。行政层级越高，基金越承担宏观战略使命，投资方向需紧密契合国家或省级层面的产业规划，尤其是在“卡脖子”技术攻关、关键领域国产替代等方面。“产业资助饱和”理论指出，当资金投入达到一定规模后，政府投资基金可能出现边际效益递减甚至负效应。由于高层级基金规模较大、覆盖范围较广，可能已接近“资助饱和”状态，导致后续资金反而挤出部分市场化有效投资。相比之下，市级及以下基金虽需统筹区域产业布局、国有资产保值增值等目标^[2]，但其产业导向主要体现为地域性布局要求，对企业具体研发路径的约束相对较弱。

上述分析表明，政府引导基金对企业研发投入的影响可能存在显著的层级异质性，但现有文献对此关注不足，尤其缺乏基于微观企业数据的实证检验。厘清这一问题，不仅有助于深化对引导基金作用机制的理解，也为优化不同层级基金的制度设计提供了重要依据。

为检验上述假设，本文以 2016-2021 年创业板与科创板上市公司为研究对象，采用多时点双向固定效应模型进行实证检验。研究发现，一是政府引导基金对企业研发投入并无显著的平均影响；二是政府引导基金的负向影响主要集中于国家级与省级基金，而市级及以下基金则未呈现显著效果。该结论经更换被解释变量、安慰剂检验、排除直辖市样本及异质性稳健 DID 估计后依然成立。

本文的贡献在于，一是从企业研发投入视角丰富了政府引导基金微观效应的研究；二是揭示基金行政层级的异质性效应；三是为高层级基金避免政策目标扭曲企业研发行为提供了政策参考。

二、理论分析与研究假设

（一）政府引导基金与企业创新

政府引导基金的设立初衷是协助初创企业跨越“死亡之谷”。然而，学术界对其效果仍存在分歧，部分研究发现引导基金能显著提升企业创新绩效；亦有研究指出可能产生挤出效应。

从理论上讲，政府引导基金存在两种可能的效应。一是正向激励效应。通过风险分担、信号传递缓解融资约束，激励企业增加研发投入；二是负向挤出效应。政策目标过强可能迫使企业偏离最优研发方向，扭曲资源分配。这两种效应可能相互抵消，导致全样本中难以观察到显著的净效应。

（二）基金层级的异质性效应

不同行政层级的政府引导基金在规模与政策目标上存在显著差异。国家级与省级基金等高层级基金通常呈现数量少、单只规模大的特点，承担更明确的宏观战略使命，投资方向需紧密契合国家产业规划，尤其是在“卡脖子”技术攻关、关键领域国产替代等方面。“产业资助饱和”理论指出，当资金投入达到一定规模后，可能出现边际效益递减甚至负效应。由于高层级基金规模较大、覆盖范围较广，可能已

接近资助饱和状态,导致后续资金反而挤出部分市场化有效投资。相比之下,市级及以下的低层级基金数量多、单只规模较小,虽需要统筹区域产业布局、税收就业等地方性政策目标,但由于其产业导向相对宽泛,对企业具体研发路径的约束较弱。

(三) 研究假设

基于上述理论分析,本文提出以下研究假设:

1. 全样本层面的平均影响

政府引导基金对企业创新的影响存在正向激励、负向挤出等两种可能的效应。正向激励效应通过缓解融资约束、传递认证信号发挥作用,而负向挤出效应则通过资金替代与政策扭曲产生。当两种效应同时存在的时候,净效应方向则取决于两种力量的相对大小。在全样本中,这两种效应可能相互抵消,导致政府引导基金对研发投入在全样本中难以呈现显著的净效应。

正向激励效应源于激励假说理论与信号传递理论。激励假说理论认为,在创新融资中若无法实现外部投资者与企业之间的激励对齐,将引发双重道德风险。一方面,外部投资者可能因信息壁垒与退出不确定性而降低或中断后续投资意愿;另一方面,企业可能因此削减研发投入^[5]。政府引导基金可以通过收益让渡、风险补偿、强制跟投、绩效对赌等机制,分担市场化投资机构风险,降低其风险厌恶程度,激励其加强对被投企业的监督与扶持。信号传递理论指出,政府引导基金能够通过严格的筛选机制向市场传递被投企业已通过政府与管理机构双重尽调的认证信号,降低外部投资者的信息获取成本,吸引社会资本跟投,从而改善企业的长期融资环境^[7]。

然而,在实践中,政府引导基金也可能产生非预期的负向激励效应。**负向挤出效应**源于资金用途替代效应与政策导向扭曲效应。融资次序理论^[6]指出,企业在获得外部融资时,会优先将资金用于偿还债务、补充流动性等生存需求,而非增加具有长周期、高不确定性的研发投入。若政府引导基金未能精准对接研发需求,反而可能产生替代效应。此外,政策导向的扭曲效应可能迫使企业将资金投向政府优先领域,而非企业自身最优的研发方向,从而扭曲资源分配、降低研发效率。

基于上述分析,本文提出以下假设:

H1: 政府引导基金对企业研发投入无显著的平均影响。

2. 行政层级的异质性效应

不同行政层级的政府引导基金在规模、政策目标与运作模式上存在显著差异,可能导致差异化的政策效果。

国家级、省级等**高层级基金**通常规模较大、覆盖范围较广,且承担更明确的宏观战略使命。产业资助饱和理论认为,政府引导基金对企业创新的影响并非线性递增,当资金投入达到一定规模后,可能出现边际收益递减甚至负效应。由于高层级基金可能已进入资助饱和阶段,后续资金反而可能对部分市场化资金的有效投资产生挤出。同时,高层级基金服务于更高的宏观战略,可能迫使企业将资金投向政府优先领域,扭曲资源分配,降低研发效率。

相比之下，市级及以下的**低层级基金**虽受到返投比例、地域条件等约束，但其产业导向相对宽泛，对企业研发方向的干预程度较低。此类基金需统筹考虑区域产业结构、国有资本保值增值、地方财政预算、就业与税收等多重目标，其政策要求更偏向地方经济发展，而非宏观战略层面的技术方向干预，因此对企业具体研发路径的约束相对较弱。此外，低层次基金的单只规模相对小，投资较分散，不易形成资助饱和状态，对研发投入的基础效应比较有限。

基于上述分析，本文提出以下假设：

H2：政府引导基金对企业研发投入的影响存在行政层级异质性。相较于市级及以下的政府引导基金，国家级、省级政府引导基金可能产生更显著的负向效应。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

考虑到政府引导基金投资的非上市公司相关数据获取难度较大，本文以 2016-2021 年间创业板与科创板上市公司为研究对象，采用多时点双向固定效应模型分析政府引导基金对企业研发投入的影响。同时，对样本进行以下处理：（1）剔除金融类（行业代码 J 开头）及 ST、*ST 企业；（2）剔除核心数据严重缺失或连续缺失的样本；（3）对所有连续变量在 1% 和 99% 分位数上进行缩尾处理。最终获得 976 家企业，5856 个企业-年度观测值。其中，处理组企业（获得政府引导基金投资）共 211 家，观测值 1266 个；控制组企业共 765 家，观测值 4590 个。

（二）变量选择

1. 被解释变量

本文的研究对象是政府引导基金对企业研发投入的影响，选用研发投入强度（ $Rd_intensity$ ）作为核心指标，即企业年度研发支出与营业收入之比。该指标能够反映企业在创新活动中的直接资源投入，且上市公司关于研发投入强度相关数据的披露较为规范、完整，具有良好的可靠性。

2. 解释变量

本文的核心解释变量为政府引导基金的投资效应，采用双重差分交互项（ DID ）来衡量。其中， $Treat_i$ 为处理组虚拟变量，若企业在样本期内曾经获得过政府引导基金的投资，则赋值为 1，否则为 0； $Post_{it}$ 为政策实施虚拟变量，对于处理组企业，自其首次获得投资当年（含）起赋值为 1，此前为 0。对于控制组企业则恒为 0。交互项系数 β 衡量政府引导基金投资对企业科技创新的平均处理效应。

3. 控制变量

本文选择以下企业层面的特征变量作为控制变量：企业规模（ $Size$ ）、企业年龄（ Age ）、财务杠杆（ Lev ）、盈利能力（ ROA ）、现金流水平（ CF ）、成长机会（ $TobinQ$ ）。各变量的衡量方法详见表 1。

表 1 模型变量说明

类型	变量符号	变量名称	变量衡量方法
被解释变量	Rd_intensity	研发投入强度	企业研发投入/营业收入
解释变量	DID	政府引导基金处理效应	$Treat_i * Post_{it}$
	Size	企业规模	企业年末总资产取对数 Ln （年末总资产）
	Age	企业年龄	企业成立至当年的差值取对数 ln （观测年份-成立年份+1）
控制变量	Lev	财务杠杆	年末总负债/年末总资产
	ROA	盈利能力	年末净利润/年末总资产
	CF	现金流水平	经营活动现金流净额/年末总资产
	TobinQ	成长机会	（年末市值+负债账面价值）/年末总资产

（三）模型设定

为检验政府引导基金对企业研发投入的影响，本文采用多时点双向固定效应模型，以控制不随时间变化的企业异质性与共同时间趋势，模型设定如下：

$$RD_{it}=\alpha+\beta(Treat_i\times Post_{it})+\gamma X_{it}+\mu_i+\lambda_t+\varepsilon_{it} \tag{1}$$

其中， RD_{it} 为企业*i*在第*t*年的研发投入强度； $Treat_i$ 为处理组虚拟变量，若企业曾获得政府引导基金投资则赋值为 1，否则为 0； $Post_{it}$ 为政策实施虚拟变量，对于处理组企业，自其首次投资年份起（含当年）赋值为 1，其余年份为 0，对于控制组企业则恒为 0。交互项系数 β 为核心估计量，捕捉政府引导基金投资对企业研发投入的平均处理效应。 X_{it} 为控制变量，包括企业规模（ $Size$ ）、企业年龄（ Age ）、财务杠杆（ Lev ）、盈利能力（ ROA ）、现金流水平（ CF ）及成长机会（ $TobinQ$ ）。 μ_i 与 λ_t 分别为个体与年份固定效应，用于控制不随时间变化的企业异质性与共同时间趋势。 ε_{it} 为随机误差项。

为检验行政层级的异质性效应，本文将处理组划分为高层级组（国家级与省级基金）与低层级组（市级、区级与县级基金），分别进行分组回归。

四、实证分析

（一）描述性统计

从行业分布来看，样本企业分布较为广泛，主要集中在制造业（C 类）及信息传输、软件和信息技术服务业（I 类），分别占总样本量的 75.51%和 12.19%，这一分布特征与创业板、科创板的板块定位高度契合，即重点服务于高新技术产业及战略新兴产业，其余行业分布较为分散，占比均低于 5%。从处理组与控制组的行业分布对比来看，处理组企业在制造业的占比为 77.25%，略高于控制组的 75.03%；在软件和信息技术服务业占比 12.32%，与控制组的 12.16%基本持平。而在批发和零售、建筑业等行业，处理组企业的占比均低于控制组。卡方结果显示，两组在行业分布上存在显著差异，表明政府引导基金的投资方向具有明确的产业导向，更倾向于支持战略新兴产业。

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果，全样本共包含 5,856 个企业-年度观测值。研发投入强度 ($Rd_intensity$) 均值为 0.082，样本企业之间的研发投入强度存在较大的差异。根据表 2 数据，样本企业在研发投入、财务结构、成长机会等方面存在明显差异，为后续分析政府引导基金对企业创新的异质性影响提供了数据基础。企业规模 ($Size$) 均值为 11.489，企业年龄 (Age) 对数均值为 2.656，资产负债率 (Lev) 均值为 0.347，盈利能力 (ROA) 均值为 0.114，现金流比率 (CF) 均值为 0.072，成长机会 ($TobinQ$) 均值为 2.107。处理组 ($Treat$) 占比 21.6%，政策实施后 ($Post$) 占比 17.0%。处理组样本占比 21.6%，政策实施后样本占比 17.0%，样本量充足。

表 2 描述性统计分析

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Rd_intensity	5625	0.082	0.097	0	0.746
Size	5625	11.489	0.963	9.335	14.425
Age	5853	2.656	0.409	1.386	3.466
Lev	5625	0.347	0.18	0.049	0.825
ROA	5856	0.114	0.101	-0.199	0.472
CF	5625	0.072	0.097	-0.213	0.362
TobinQ	5625	2.107	2.55	0.089	12.567
SA	5625	-3.614	0.301	-4.902	-2.288
Treat	5856	0.216	0.412	0	1
Post	5856	0.17	0.375	0	1
DID	5856	0.17	0.375	0	1

(二) 分组差异检验与相关性分析

表 3 报告了处理组与控制组的分组差异检验结果。处理组企业的研发投入强度显著高于控制组 ($0.109 > 0.075$, $p < 0.01$)，表明获得政府引导基金投资的企业具有更高的研发投入水平。此外，处理组企业规模更大、成立时间更短、现金流更紧、盈利能力更低，且组间的差异均显著 ($p < 0.05$)，表明政府引导基金倾向于投资规模较大、成立时间较短、融资约束较高但具有成长潜力的企业，在投资标的选择上具有明确偏好。

表 3 处理组与控制组分组差异检验

变量	处理组(Treat=1)		控制组(Treat=0)		均值差	t 值
	均值	标准差	均值	标准差		
Rd_intensity	0.109	0.125	0.075	0.086	-0.035*	-11.14
Size	11.577	1.066	11.465	0.931	-0.112***	-3.59
Age	2.522	0.421	2.693	0.397	0.171***	13.37
Lev	0.357	0.184	0.345	0.179	-0.0122**	-2.08
ROA	0.100	0.101	0.118	0.101	0.019***	5.91
CF	0.053	0.100	0.078	0.096	0.025***	7.92
TobinQ	2.227	2.941	2.078	2.431	-0.153*	-1.85

注：***、**、*分分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

相关性分析表明，政策虚拟变量（*DID*）与研发投入强度（*Rd_intensity*）呈显著正相关（ $r=0.132$ ， $p<0.01$ ），与分组差异检验结果一致。各控制变量间的相关系数绝对值均低于 0.5，表明不存在严重的多重共线性问题。

（三）平行趋势检验

为验证双重差分模型的前提假设，本文采用事件研究法进行平行趋势检验。以政策实施前第一期（ $t=-1$ ）为基准期，估计政策实施前后各期的处理效应。图 1 报告了平行趋势检验结果。结果显示，政策实施前各期（ $t=-5$ 至 -2 ）的估计系数均未达到统计显著水平（ $p>0.05$ ），表明处理组与控制组在政策实施前的研发投入趋势无显著差异，满足平行趋势假设。

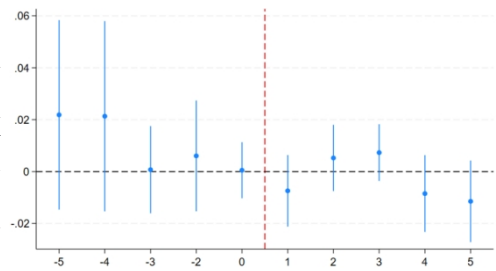


图 1 平行趋势检验

（四）基准回归

为检验政府引导基金对企业研发投入的平均处理效应，本文采用双向固定效应模型进行估计，结果如表 4 所示。核心解释变量 *DID* 的系数为-0.00608，未达统计显著水平（ $p=0.266$ ），表明在全样本中，政府引导基金对企业研发投入无显著的平均影响。控制变量方面，企业规模（*Size*）与研发投入呈显著负相关，盈利能力（*ROA*）与研发投入呈显著负相关，成长机会（*TobinQ*）与研发投入呈边缘显著正相关。表明全样本中政府引导基金对企业研发投入无显著平均影响，研究假设 H1 获得支持。

表 4 基准回归结果

变量	系数	标准误
DID	-0.00608	0.00546
控制变量	YES	
固定效应	YES	
Observations	5625	
R-squared	0.111	

（五）异质性分析

为检验政府引导基金效果的行政层级异质性，本文将处理组分为高层级组（国家级与省级基金）与低层级组（市级、区级与县级基金），并分别进行回归，结果如表 5 所示。结果显示，高层级组 *DID* 系数为-0.01429，在 10%水平上边缘显著（ $p=0.069$ ）；低层级组 *DID* 系数为 0.00404，未达统计显著水平。表明政府引导基金对研发投入的负向影响主要来自国家级与省级基金，市级及以下基金则无显著效果，研究假设 H2 获得支持。

表 5 行政层级异质性分析

变量	高层级组	低层级组
DID	-0.01429*	0.00404
控制变量	YES	YES

固定效应	YES	YES
Observations	5161	4841
R-squared	0.113	0.083

注：***、**、*分别在 1%、5%、10%水平显著。

（六）稳健性检验

为确保结论的稳健性，本文进行了一系列检验，包括更换被解释变量（研发支出与总资产之比）、安慰剂检验（假设政策提前 2 年）、剔除直辖市样本。结果如表 6 所示，核心结论（全样本无显著影响、高层级基金负向效应）在所有稳健性检验中均保持不变。具体如下：

1. 更换被解释变量

为避免研发投入强度的衡量方式对研究结果产生干扰，本文件研发投入强度替换为研发支出与总资产之比，并重新进行回归。在更换变量后，结果显示 DID 系数仍为负且不显著，与基准回归结论一致。

2. 安慰剂检验

为排除实证结果可能由时间或者偶然因素驱动，本文假设政府引导基金的投资提前 2 年发生，并重新估计 DID 模型。结果显示，在设想的政策提前期，处理组与控制组之间无显著差异，排除了时间趋势对基准结果的干扰。

3. 排除直辖市样本

为避免北京、上海、天津、重庆等直辖市因政策资源较多、企业特征特殊而对结果产生干扰，本文在剔除直辖市样本后重新进行估计。结果显示，排除直辖市后，DID 系数仍为负且不显著，与基准回归结论一致。

表 6 稳健性检验

稳健性检验	DID 系数	显著性
基准回归（原）	-0.00608	不显著
更换被解释变量	-0.00035	不显著
安慰剂检验	-0.00676	不显著
排除直辖市	-0.00639	不显著

五、结论与政策建议

近年来，各级政府批准设立的政府引导基金已形成较大规模，其政策效果备受关注。本文以 2016-2021 年创业板与科创板上市公司为研究对象，采用多时点双向固定效应模型，从企业微观层面考察了政府引导基金对企业研发投入的影响。本文研究发现，一是从整体层面看，政府引导基金对企业研发投入无显著平均影响。基准回归结果表明，在全样本中，政府引导基金并未如预期般普遍促进企业研发投入。二是从行政层级看，政府引导基金的效果存在显著的异质性。在高层级组（国家级与省级基金）中，政府引导基金对研发投入呈现边缘显著的负向影响；而在低层级组（市级、区级与县级基金）中则无显著效果。表明政府引导基金的负向影响主要集中于国家级与省级基金，可能与其承担更明确的宏观战略使命、投资规模较大而接近“资助饱和”的状态有关。

政府引导基金对企业研发投入的促进作用并非普遍存在,其效果因基金行政层级而异。基于上述结论,本文提出以下政策建议:

(一) 厘清国家级与省级基金的管理边界

第一,明确区分政策目标与市场化运作的界限。国家级与省级基金在引导资金投向战略性新兴产业的同时,应避免对企业研发决策的过度干预,而应将具体的投资决策判断交由专业的子基金管理团队;第二,建立政策目标与企业研发行为的协调机制。在设定返投比例、产业导向等政策要求时,应充分考虑企业的研发周期与创新规律,避免因短期政策考核压力而扭曲企业长期研发规划;第三,实施差异化考核机制。对承担宏观政策使命的长期基金,应适当延长考核周期,减少短期财务回报压力,让企业有充足的时间将引导基金资金转化为实质的研发投入。

(二) 建立尽职免责制度

股权投资本属高风险领域,政策性基金因承担宏观政策使命,所投项目可能出现为达成社会效益而亏损的情形。目前国家层面尚无相关尽职免责机制,可能导致基金管理人因担心问责而选择“不求有功、但求无过”的投资策略,加剧对企业研发的负向影响。第一,建议制定国家层面财政投资基金尽职免责制度,明确政策性投资的免责范围与条件,针对承担国家战略任务的高层级基金,放宽对其投资失败的问责条件;第二,建立政策性投资的风险分担机制,对国家级、省级基金因政策目标导向而产生的投资损失,由财政资金与社会资本按一定比例分担,降低基金管理人的后顾之忧;第三,明确尽职免责的适用情形与认定程序。建议细化免责的具体情形,建立由财政、审计等联合部分组成的认定小组,并将尽职免责的有关情况纳入基金年度运营报告,并定期向主管部门备案。

(三) 建立绩效评价体系

政府引导基金对企业研发投入的负向影响主要集中于高层次基金,可能与其政策目标过强、考核机制不合理有关。第一,建议建立“政策目标—企业研发—市场回报”的绩效评价体系,在考核高层级基金时,同步评估其对企业研发行为的实际影响,避免政策目标凌驾于企业创新规律之上;第二,建议优化评价周期,对处于投资期的高层级基金设置不少于五年的中长期评价窗口,避免因短期考核压力迫使子基金干预企业正常研发活动;第三,应将企业研发行为变化纳入基金绩效考核,在基金退出时评估被投企业的研发投入变化,作为衡量基金政策效果的重要参考指标,引导基金管理人关注企业长期创新能力。

【参考文献】

- [1]吴斌,张雪莹,石羞月.政府背景风险投资对企业创新效率的影响检验[J].财会月刊,2023(11):23-30.
- [2]陈鑫鑫,陈中天,罗福凯.政府投资基金对企业创新的动态效应研究[J].会计与经济研究,2022(6):79-94.
- [3]蔡庆丰,刘昊,舒少文.政府产业引导基金与域内企业创新:引导效应还是挤出效应?[J].金融研究,2024(3):75-93.
- [4]Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability[J]. The Bell Journal of Economics, 10(1): 74-91.
- [5]Myers, S. C., & Majluf, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [6]Spence, M. Job market signaling[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1973, 87(3): 355-374.