

分类号 F83/353
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 政府引导基金对创投市场的引导效应研究

研究生姓名: 石路宁

指导教师姓名、职称: 陈芳平、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融工程

研究方向: 金融投资

提交日期: 2021年5月25日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 石晓宇 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 陈芳年 签字日期： 2021.5.25

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 石晓宇 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 陈芳年 签字日期： 2021.5.25

Research on the Guiding Effect of Government Guiding Fund on Venture Capital Market

Candidate : Shi Luning

Supervisor: Chen Fangping

摘 要

近年来,我国各个领域都出现了创业投资的身影,且表现不凡。同时,创业投资机构也在全国发展迅速。但是,创业投资企业一向追求高收益、低风险的经营目标,而我国初创期创新创业企业普遍存在募资难、投资时限长、投资风险大的现状,这二者之间出现了强烈的冲击,以致于不能将其有效的匹配。此时政府引导基金就应运而生了。它能够有效平衡二者之间的矛盾,还能够积极响应国家政策,对特定行业的创新创业企业进行精准扶持。它以国外先进的研究经验为基础,积极引导社会资本支持初创期企业,很大程度上刺激了我国创业投资市场的发展。

政府引导基金的存在对我国产业结构的调整起到了一定的促进作用。通过国家政策的有效引导,以政府资金带动我国社会资本流入创业投资市场,从而达到产业结构升级的效果。当前我国国内对于引导基金的文献研究还局限于对其运作模式、绩效评价体系等的探讨。由于我国政府引导基金的发展还不够成熟,经验还不足,数据不够充分,所以我国学者在引导基金对创投市场的影响效应这方面的实证研究数量相对较少,这就为本文的研究提供了研究思路。

本文通过比较国内外三个较典型的政府引导基金案例,分析其在运作过程中的优点和不足,得出我国后续引导基金在运作中可以借鉴的先进经验。为了能够更加深入探讨政府引导基金对股权投资基金的引导效应,本文选取2010年至2019年间我国31个省份政府引导基金与我国创业投资市场的相关面板数据进行了实证分析。剔除了政策影响与政府引导基金投资偏好等因素的影响后,选取创投基金项目数量为被解释变量,以政府引导基金是否参与作为解释变量(虚拟变量),并采用“风险投资系统环境”中的几项因素(经济开放度、金融发展程度、基金存在年限、经济发展水平)作为控制变量建立模型进行实证分析,最终表明政府引导基金具有明显的引导效应。

此外,为了使引导基金更好地引导社会资本进入创投市场,本文还总结了我国政府引导基金现阶段的特点及其运作中存在的问题,并在最后提出相应的建议,同时对后续研究的方向和领域提出展望。

关键词: 政府引导基金 引导效应 信息不对称 创投市场

Abstract

In recent years, venture capital has appeared in various fields of our country, and its performance is extraordinary. At the same time, venture capital institutions have blossomed all over the country. However, venture capital enterprises have always pursued high-yield and low-risk business objectives. However, the current situation of difficulty in raising funds, long investment time limit and high investment risk exists in China's start-up innovative venture enterprises, and there is a strong impact between them, so that they cannot be effectively matched. At this time, the government guidance fund came into being. It can effectively balance the contradiction between the two, and actively respond to national policies, and accurately support innovative and entrepreneurial enterprises in specific industries. Based on foreign advanced research experience, it actively guides social capital to support start-up enterprises, which greatly stimulates the development of China's venture capital market.

The existence of government-guided funds has promoted the adjustment of China's industrial structure to a certain extent. Through the effective guidance of national policies, the government funds can drive our social capital to flow into the venture capital market, thus achieving the effect of upgrading the industrial structure. At present, the literature research on guiding fund in China is limited to the discussion of its

operation mode and performance evaluation system. Because the development of government-guided funds in China is not mature enough, the experience is not enough, and the data is not sufficient, so there are relatively few empirical studies on the impact of guiding funds on the venture capital market by Chinese scholars, which provides research ideas for this study.

By comparing three typical cases of government guidance funds at home and abroad, this paper analyzes their advantages and disadvantages in the operation process, and obtains the advanced experience that can be used for reference in the operation of China's follow-up guidance funds. In order to further explore the guiding effect of government-guided funds on equity investment funds, this paper selects the relevant panel data of government-guided funds in 31 provinces of China and China's venture capital market from 2010 to 2019 for empirical analysis. After excluding the influence of policy and government-guided fund investment preference, this paper selects the number of venture capital fund projects as the explanatory variable, whether the government-guided fund participates as the explanatory variable (virtual variable), and uses several factors in the "venture capital system environment" (economic openness, financial development degree, fund life and economic development level) as the control variables to build a model for empirical analysis. Finally, it shows that the government-guided fund has obvious guiding effect.

In addition, in order to better guide social capital into the venture capital market, this paper also summarizes the characteristics and problems existing in the operation of our government's guiding fund at the present stage, and puts forward corresponding suggestions at the end, at the same time, looks forward to the direction and field of follow-up research.

Keywords: Government guiding funds; Guiding effect; Information Asymmetry; Venture capital market

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.2 文献综述	3
1.2.1 国外相关文献	3
1.2.2 国内相关文献	4
1.2.3 文献评述	5
1.3 研究目的及方法	6
1.3.1 研究对象	6
1.3.2 研究方法	7
2 相关理论及现状分析	8
2.1 政府引导基金相关概述及现状	8
2.1.1 政府引导基金的特点	8
2.1.2 政府引导基金的现状	8
2.1.3 政府引导基金的运作模式	10
2.1.4 政府引导基金的退出机制	11
2.1.5 我国政府引导基金当前存在的问题	12
2.2 创业投资市场相关理论	14
2.2.1 创业投资的界定及原则	14
2.2.2 创业投资市场的特点	15
2.2.3 外部性和信息不对称理论	16
2.2.4 市场失灵理论	18
2.2.5 引导效应	18
3 我国引导基金对创投市场引导效应的实证研究	21
3.1 研究设计	21
3.2 相关假设	21
3.3 变量选取	24
3.3.1 被解释变量	24

3.3.2 解释变量	24
3.3.3 控制变量	24
3.4 数据来源、描述性统计和相关性分析	25
3.5 实证分析	27
3.5.1 模型设定	27
3.5.2 稳健性检验	28
4 政府引导基金的国外经验和中国实践	30
4.1 政府引导基金的国外经验	30
4.1.1 美国小企业投资公司计划（SBIC）	30
4.1.2 以色列 YOZMA 计划	31
4.2 中国政府引导基金的实践经验	32
5 结论	30
5.1 研究结论	36
5.2 对策建议	36
5.2.1 科学定位，强化自我能力建设	37
5.2.2 放宽投资地域限制，健全风险补偿机制	37
5.2.3 联合私人基金进行投资	38
5.2.4 健全绩效考察机制	38
5.2.5 完善退出途径，加强政策监管	39
5.3 政府引导基金后续展望	40
参考文献	41
后 记	44

1 绪论

1.1 研究背景及研究意义

当前世界经济的快速发展，与科技创新水平息息相关。正是政府积极的政策引导和大量的资金投入，使我国的科技发展水平蒸蒸日上。基于可持续性考虑，我国设立了政府引导基金，以期能够以更科学高效的方式引导资本投入技术创新领域，使创新技术突破更有保障。因此，近年来我国决策层对政府引导基金的实施投入了高度关注。

2005 年国家发改委、财政部、科技部等十部委联合出台了《创业投资企业管理暂行办法》。该办法第一次正式提出政府引导基金的设立，并提出可以以参股投资、融资担保的运作模式来促进创投企业的成熟。2008 年国家六部委联合发布了《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（以下简称《指导意见》），并由国务院办公厅向各地政府转发。这个指导意见全面地对政府引导基金的运作模式和管理风控方面制定规范，并明确了政府引导基金之引导作用的政策目标。自此，我国各地政府引导基金高速发展。观察私募通近几年的政府引导基金研究报告可以看出，到 2020 年 6 月，我国共 2128 支政府引导基金募资完成，2019 年平均每月新设立 14 支引导基金，当前募资总金额为 41421.28 亿元。受到政策的影响，其中 2015 年、2016 年设立引导基金数量高速增长，合计达到 885 支，达到了基金总数量的二分之一，实现了井喷式的增长。所以，如果政府引导基金对科技创新有显著的引导效应，则能够提升财政资本的流动性、促进初创期企业改革创新，这些都对研究我国经济的发展有着关键的现实意义。有了这只看得见的手，政府引导基金对我国创投市场的影响究竟有多大，它对民间资本流入创投市场的吸引力究竟有多强？政府引导基金作为我国宏观调控的重要手段，能否在运作过程中提升创投市场的创新能力，从而达到其政策目标，推动国家创新发展呢？其对创投市场的影响效力有待验证，这就为本文的选题提供了可研究的方向。

从理论上来说，政府引导基金的设立可以让利于民间资本，通过政府的引导来吸引更多社会资本流入创投市场中的初创期高新技术产业，从而促进市场的快

速发展。那么实际实施过程中，政府引导基金的引导作用究竟有多大呢？通过研究国外文献，我们发现，国外的引导基金成立时间较长，其拥有着比较丰富的实际运作经验，在实施过程中较好的实现了理论上的引导效果，成为推动创投市场快速成熟的催化剂。但我国引导基金由于设立时间较短，发展还不够成熟，其在推行的过程中对创投市场的影响是正向的还是负面影响还有待研究。我们还应关注引导基金作用于创投市场的相关理论支撑，以及在我国设立规模不够大的情形下，政府引导基金对创投市场的引导效应是否显著，又受哪些因素所影响的问题。如此，为了能够深入验证政府引导基金在运作后产生的实际影响，需要我们运用实际的数据来进行更加微观的研究。同时可以根据研究结果完善创投市场体系中的理论支撑，并对政府引导基金后续的运作提出相关的对策建议，从而进一步完善我国在这一方面的政策，以便更好地发挥政府引导基金的引导作用，促进我国经济增长。

政府引导基金的设立，能够同时解决社会资本和中小型创新创业企业中存在的问题，所以倍受各级政府的追捧。社会资本因为有了政府资金的带领，更加放心大胆地对国家特定扶持的关键行业进行投资；而中小型企业由政府资金和社会资本的扶持下，基础设施建设更加完善，技术也更加成熟。因此政府引导基金是促进我国各地区经济均衡发展、刺激发展薄弱领域、调整产业升级的助燃剂。基于上述分析，本文选取了我国政府引导基金作为研究对象，主要研究方向为探索政府引导基金对我国创投市场的引导效应，进而验证我国引导基金的运作实施是否遵循其设立初衷。

此外，通过对我国国内学者的文献进行整理，发现这些学者大都采用定性分析或逻辑演绎的研究方法，较少使用数据进行实证分析。但我国自从 2015 年起就掀起了一股政府引导基金的狂风，并迅速在各地政府设立。这以后，我国引导基金的数量呈几何增长，也给了后续的研究者以大量的数据和运作经验。我国清科旗下的私募通数据库还特别成立了政府引导基金专题。本文通过搜集该数据库下的引导基金数据，并利用 CVSource 数据库进行补充，来对该课题进行实证研究，以便更深入的了解政府引导基金的作用机理，以及其对我国创投市场的引导效应。

1.2 文献综述

1.2.1 国外相关文献

国外学者的研究结果很大部分验证了政府引导基金的引导作用。Cumming 和 Li (2013) 合作对美国的五十个州的数据进行了固定效应模型研究,探索得出了 SBIR 项目资助的创业企业规模能够极大地提升创投市场的投资金额的结论。Cumming 在研究欧洲 12 国的案例时,通过构建固定效应模型,结果表明,如果政府参与投资的的创投项目数量提升,那么相关的两个指标:初创期投资额/GDP、人均早期创投投资额 (PERVCQ) 都会相应增加。Brander (2014) 等的研究对象范围较为广泛,他对 150 个创投市场 (包含 25 个国家) 进行了研究,通过固定效应模型分析发现,政府引导基金与私人投资之间的关系并非对立关系,而是互相成就。Da Rin 和 Penas (2007) 的研究发现,风险投资能够发现潜力巨大的种子期创新企业,并向其进行资金和团队双投资,可以有效推动这些创新创业企业的快速发展,进而带动国家创新发展,但风险投资的过程会产生正外部性,但可能会产生市场失灵的现象。简言之,就是需要政府的参与来解决市场上风险投资资金缺乏的问题。Michael Peneder (2008) 的文献对政府资金在融资渠道完善方面的重要性进行了多次强调,创投市场募资难融资难的处境与资本市场失灵的缺陷脱不了干系。通过对创投市场社会资本参与度不够的主要影响因素进行分析,提出创投机构和创新创业企业之间可以以“政策导向图”来加强沟通交流,并重述了政府资本的不可或缺性。Minola Tommaso 和 Giorgino Marco (2011) 研究了高新技术创业企业在筹资时的影响因子,尤其是获取银行贷款和风投资本过程中的干扰因素。同普通的设立企业比较,高新技术创业企业需要更大的融资金量,这与其能获得的银行贷款和风投资本极少相矛盾。这种现象亟需政府这只看得见的手来纾解,以财政资金进行弥补。

但也有部分学者表达了不同的观点,他们的研究表明引导基金并不一定产生显著的推动作用,还会出现挤出效应。Wallsten (2000) 的研究使用了工具变量法研究美国的 SBIR 项目,研究表明该引导基金的政府资助不但不能有效推动当地创投市场的快速发展,反而还会出现挤出效应,挤出私人资本。同时,Cumming 和 Macintosh 的文献对加拿大的 LSVCC 项目构建了联立方程模型,实证研究结果

表明,政府引导基金的存在在国家的角度或省级角度,都会产生一定的挤出效应。然而,Leleux 和 Surlémont (2003)对欧洲 15 国的政府引导基金数据进行了格兰杰因果检验,结果表明政府资本对创投市场的影响并不明显,既没有挤出,也没有引导。

还有部分学者对创投市场中的引导基金和私人基金进行了分类研究,发现不同的市场主体对创业企业的推动效果存在差异。Cumming (2013)还研究了澳大利亚的 IIF 项目,研究结果表明,政府引导基金的引导比私人基金更有利于创投资本投向初创期创业企业和高新科技企业。Murray (2010)也对 IIF 项目的引导效应进行探讨,其论点与上述结论相似。Cumming 和 Johan 重点研究了澳大利亚的 PSF 项目,文献结果表明,由于受到政策引导,与私人基金相比,PSF 基金更有可能倾向于向初创期创新创业企业或生物医药公司进行投资,然而,PSF 基金对成熟期企业的投资积极性远不如私人基金活跃。Munari 和 Toschi 探索了英国的混合基金,研究发现混合基金比私人创投基金更有可能投向早期创业企业;在技术不够成熟的市场,相对于私人基金,混合基金更有意愿将资金投入高新技术企业。

1.2.2 国内相关文献

国内的很多学者对政府引导基金对创投市场带来正向影响的观点表示赞同。杨大楷和李丹丹(2012)收集了我国各省 2000 年到 2012 年创投市场面板数据,从税收政策和引导基金政策两个方面探索其带来的影响,结果表明我国的创业投资市场显著受引导基金政策的正向影响,且引导基金政策的实施还能促进产业结构、人力资本方面的积极调整,但对金融成熟度、经济发展程度的引导效应并不明显,最后建议我国在政府引导基金的实际实施中应该加强力度。骆守俭等(2011)首先分析了我国政府引导基金的现状,然后对上海市高新产业发展的运作模式进行罗列,他提倡最大限度发挥政府引导基金的引导和支持作用,为构建更全面的政府引导基金系统做出贡献。施珏(2013)为了使研究更准确,亲自调查走访搜集资料,考察了我国部分引导基金的实施现状,最终为了对引导基金的实际运行作用进行评估,建立了较为完整的绩效评价系统,评价结果表明我国引导基金政策能够有效促进民间资本的流入,扩大当地创投市场规模。

我国少数学者的研究认为政府对创业企业的干预反而阻碍了市场的发展。左志刚(2011)的研究对象为经济合作发展组织中的 27 个国家所设立的引导基金,研究表明,政府对企业直接拨款资助或施加部分信贷优惠的措施并不能显著促进企业的成长和发展,建议政府逐渐减少这部分帮扶资金的投入,而是对能够让企业直接产生报酬的举措和政策加大实施力度。左志刚(2017)对政府引导基金的引导作用和促进作用做了实证分析,研究发现,引导基金的投资多投向偏后期轮次的创新企业,同时财政资本和社会资本的投资并无先后投资的顺序,这在一定程度上阻碍了引导基金对于创投市场的引导效果,难以有效促进经济发展。

在我国较新颖的文章中,很多作者对引导基金的影响效应通过不同的层面进行分析,发现在不同的情况下引导效应的发挥是不一致的。王晗(2016)对政府引导基金的引导效应的研究分别从微观和宏观层面出发,对创投企业和创投市场分两部分进行了双重差分模型的实证分析,并按照地区发展的差异,把创投市场分割成成熟和不成熟市场两个部分,研究结果表明,创投市场成熟地区的政府引导基金更能充分发挥其引导效应。倪宣明,黄嵩等(2017)分别研究了政府引导基金对创投市场直接干预和间接引导的效果,结果表明,当引导基金与社会资本之间可以互补时,引导基金的政策目标就更容易实现,而当这两者处于竞争局面时,融资缺口难以弥补,引导基金就不能发挥显著的引导效应。杨敏利(2012)等构建了联立方程模型,对国内政府引导基金的引导效应展开探讨。研究发现,我国各地区经济发达程度不同,政府引导基金产生的引导效应也存在显著的差异性。在我国,拥有较为发达的创投市场的地区,政府引导基金并没有显著促进社会资本的投资,反而产生了一定的挤出效应;在市场较为落后的地区,则会产生引导效应。

1.2.3 文献评述

通过对上述国内外文献的梳理,我们发现,国外学者和我国学者的探讨有相似之处,他们一般倾向于从宏观层面进行探索,但也有自己的独到见解。国内外学者对政府引导基金对风险投资市场影响研究的结果是一致的。他们普遍认为,政府引导资金之所以向创业投资市场伸出“看得见的手”,是因为创投市场存在正外部性和信息不对称,它们会导致风险投资的缺乏。

由于国外政府引导基金开始的较早,经验较为丰富,所以在政府引导基金对创业投资市场影响程度的探索方面,国外的学者可以通过该国这些年来积累的数据进行实证研究。也有学者着重于研究不同国家层面上的实施效果来进行比较。现阶段,我国学者对政府行为的理论探讨较少,他们比较倾向于研究那些金融机构或企业在市场上设立的风险投资基金。同时,我国学者还对基金绩效评价体系以及它的风控问题进行了较多探讨,但在该基础上,较少有学者对政府引导基金的影响效应作出实证研究。我国学者进行了联立方程的实证研究,得出了政府引导基金的引导效应与地区经济发展有关的结论,但我国的研究始终缺乏一个系统性的验证。

对于政府引导基金对创投市场的弊端研究,不论是国内学者还是国外的文献,都一致认为引导基金只是一种行政干预手段,它无法灵活的达到国家政策导向与市场期望之间的平衡。这种矛盾和局限性主要表现在,引导基金的参与会导致创业投资的成本增加从而挤出一部分社会私人资本,使其不再青睐于创投市场;另外,引导基金的实施需要结合宏观调控,一旦干预不当,将会使其偏向政策目标的范畴,违背了它引导初创企业向上发展、维护创投市场稳定发展的初衷。

在文献综述部分,对政府引导基金对创投市场影响研究的文献进行了系统的梳理。通过对文献的研究,我们可以发现各国学者都有自己独特的看法,但是都缺乏对创投市场上理论作用的系统性研究。关于政府引导基金对创投市场的影响方面,不同的作者存在不同的观点,对其褒贬不一。此外,国内的研究中较少有学者使用实证研究的方法来探索创投市场与政府引导基金之间的关系,更多的是案例分析这种偏经验性的讨论。这给了本文以启发,找到了本文应当研究的方向;以之前学者的研究作为基础,对政府引导基金对创投市场的引导效应进行深入研究,得到更有说服力的答案。

1.3 研究目的及方法

1.3.1 研究对象

本文以“政府引导基金对创投市场的引导效应研究”为题,通过对国内外涉及该方面的文献进行研究整理,明确了研究方向,阐述创投市场与引导基金相关

理论基础，本文重点研究以下几个问题：（1）本研究从创投市场外部性和信息不对称等视角出发，探索引导基金是否能解决因外部性和信息不对称带来的市场失灵问题；（2）通过对比国内外具有代表性的引导基金计划典型性案例，提出各国引导基金存在的优势及劣势，探索我国引导基金后续的发展可以借鉴的先进经验和我国当前存在的问题及解决对策；（3）我国不同地区的创投市场发展水平不一，存在北上广等经济发达地区的发展和创新能力明显优于西北部地区，因此基于我国各省 2010-2019 年创投市场的基金面板数据来建立模型进行实证分析，以此验证政府引导基金对创投市场有正向的引导效应，同时有利于我国创新创业的战略布局，加速社会资本进入创投市场。

1.3.2 研究方法

本文所使用的研究方法主要包括：

（1）归纳分析法：通过对我国国内外政府引导基金相关文献、网站公开宣传资料、2010-2019 年相关政策信息的整理与总结，归纳出先前国内外学者对我国引导基金在不同层面、不同研究方法上的探讨，以此来深入研究政府引导基金对我国创投企业的引导效应，并在全国层面上进行深入分析。

（2）比较分析法：通过研究对比政府引导基金不同的运作模式、退出机制的差异来区分其优劣；对国内外三例政府引导基金引导创投市场快速发展的经典案例进行分析，通过对比来探索我国政府引导基金在后续的设立、组织管理中可以借鉴的优秀经验，以期能够刺激我国创投市场的资本热情，促进创投市场的发展。

（3）实证研究法：得益于清科旗下的私募通数据库中设有政府引导基金的专题，根据该专题中搜索的数据样本，借鉴“风险投资系统环境”的中的几项因素作为控制变量，运用计量经济学研究工具，对实际数据进行实证分析。

2 相关理论及现状分析

2.1 政府引导基金相关概述及现状

2.1.1 政府引导基金的特点

政府引导基金是一种不以营利为目的的专项基金，其出资方为政府。政府引导基金通过政府出资，以此来吸引社会资本通过不同的参与模式对创业投资企业进行投资，再由创投企业来挖掘最具潜力的创新创业企业并对其进行投资，以期促进新兴产业的快速发展。它可以利用政府资金的高声誉来刺激社会资本投资于初创期的企业，形成一种杠杆效应，以达到扶持特定行业的目的。正如《指导意见》中提出的，政府引导基金最主要的特征就是（1）非营利性、（2）市场化运作、（3）不直接参与创业投资。该《指导意见》由国家财政部、发改委和商务部联合制定，就是为了明确政府引导基金的引导作用。

正如它的名称所示，政府引导基金的直接目的是为了引导社会资本更多地流入创新创业领域，来调整我国产业结构。政府引导基金就的非营利性能更好地保护社会资本的利益，让利于民间投资，使得社会资本有更强的投资意愿。政府引导基金中有着专业的管理团队，能够加快市场效率，使基金能够更有效的发挥作用；它的运作以市场为基础，尊重市场，其市场化运作保证了市场资源配置这个作用。政府引导基金的运作不直接参与创业投资，在我国，主要的运作模式包括：参股模式、融资担保、跟进投资、风险补助这四种，尤其是参股投资在我国引导基金投资中所占比例达到七成以上。由于引导基金存在适合的资本退出方式，要比直接财政拨款的效果更具有持续性。因此，政府引导基金的运作应当尽力放大财政资本的杠杆效果，以专业化、市场化的运作水平来更好的弥补创投市场的外部性和信息不对称造成的问题，引导创新创业企业走向成熟。

2.1.2 政府引导基金的现状

根据清科私募通的数据显示，截至 2020 年 6 月，我国政府引导基金总量为 2128 支，去年平均每月新设立 14 支引导基金。现阶段募资的总数额已

经达到 41421.28 亿元，在去年每支基金平均募集到 6.62 亿元。总计投资了 1034 个投资项目和 1449 支创投基金。

我国政府引导基金从级别的角度看,正如图 2.1 所示,我国地市级的政府引导基金设立的数量最多,占比达 45.76%;接下来为区县级,占比接近百分之三十,这两个级别就坐拥引导基金的四分之三江山,这说明政府引导基金设立的主力军在于地市及区县政府,而国家级引导基金占比仅占 2.35%。观察近几年的清科研究报告数据可以发现,我国政府引导基金设立级别越高,越具有较清晰的产业区分度。如国家级、省市级引导基金在其所投资的领域中具有清晰的产业定位,而区县级引导基金则在投资领域方面有所雷同。所以我国政府引导基金在地市级层面需要统一筹划,全面兼顾,并联系当地产业布局向国家政策扶持的方向倾斜。从不同类别的角度来看,我国政府引导产业基金所占的比例最高,达到 61.54%,其次是创业基金,占比接近三成。这恰恰印证了我国政府引导基金设立的目的,即积极引导区域产业发展,扶持中小型创新创业企业,带动特殊扶持行业快速发展。从注册地区的省级范围来看,江浙地区占据榜首,分别为 162 支和 140 支,占全国引导基金总数的 10.56%、9.13%,说明我国引导基金发展的地域性特征比较突出,引导基金极大地存在于资本密集度高、经济繁荣的地区。

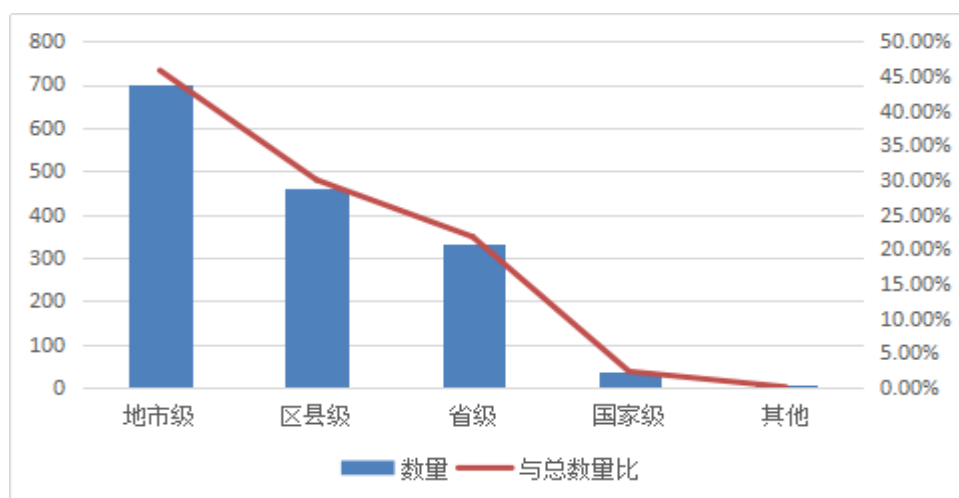


图 2.1 基金级别统计

2.1.3 政府引导基金的运作模式

从 21 世纪初,一场政府引导基金盛宴在我国各地流行起来。各地政府纷纷

根据国家财政部、发改委和商务部联合制定的《指导意见》中提出的运行原则，即“政府引导、市场运作、科学决策、风险防范”的原则，开始创立引导基金。其中中关村创业投资引导资金打响了第一炮，后续的引导基金便开始不断调整不断规范起来。政府引导基金遍地开花，运作模式也各有千秋。我国当前主要实行的运作模式包括参股模式、跟进投资、风险补助、融资担保这几种模式。

(1) 参股模式。我国大部分引导基金采用的都是参股模式。如图 2.2，该模式是一种参股不控股的形式，政府资金只作为有限合伙人，以“母基金”的模式来投资风险投资企业，而创投基金中有专业的基金经理作为普通合伙人，再进行“子基金”的投资，并在达到约定的触发条件时退出。在该模式下，政府引导基金并不参与该子基金的运作，全权交给专业化的风险投资企业来进行管理决策。由于具有专业的投资知识储备，在尊重市场化原则的前提下，风险投资企业会对发现的颇具潜力的低估值项目来进行投资。通常来说，引导基金的股权不会大于整个基金投资金额的四分之一，风险投资企业占据主导地位。该模式一个非常经典的例子就是上海浦东新区创业风险投资引导基金。

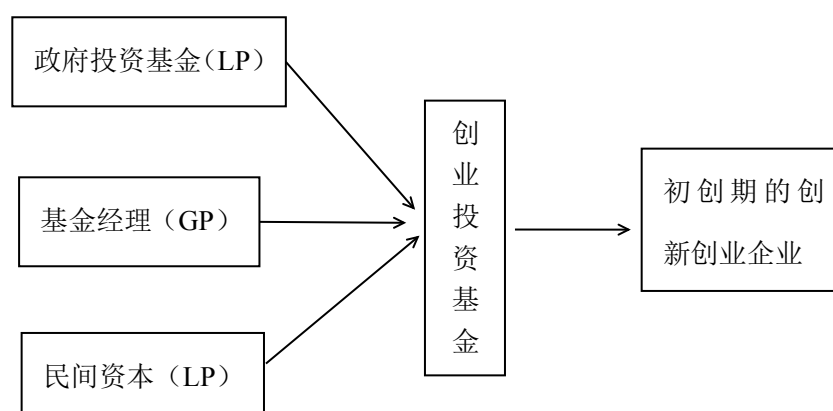


图 2.2 政府引导基金参股模式

(2) 跟进投资。跟进投资通常普遍用于引导基金早期阶段。它的运作方式具体表现为：政府引导基金与创业投资机构达成协议，等到创投机构选定所要投资的中小型企业后，引导基金按照一定的金额比例持续性地跟进投资。在跟进投资模式下，政府引导基金对创业企业直接投资，这也是与参股模式最大的不同之处。该模式还普遍运用于对初创期的高新技术企业和经济不发达地区产业的扶持，从而更好的实现国家产业政策，间接性的解决市场外部性问题，使各地区之

间的发展相对平衡。

(3) 风险补助。相较于前两种模式，风险补助的运作形式就较为简单直接了。它是指政府引导基金直接对已经投资了初创期的中小型创新创业企业的创投企业进行一定比例的补贴，用于弥补创投企业在投资过程中可能承担的损失。根据《引导基金管理暂行办法》，该风险补贴的金额不能高于五百万，并且不能超过创投企业实际投资额的二分之一。该模式这种简单粗暴的补贴，可能会提高创投企业投资特定领域的积极性，但其并不利于政府引导基金发展的持续性。

(4) 融资担保。它是指政府引导基金在运作中以自身资本为创投企业进行融资担保，以此来激励创投企业投资于种子期的创新创业企业。在我国的引导基金运作中，融资担保模式通常与以上几种模式混合进行使用，而仅仅使用该模式的引导基金还未曾出现。因为该模式的单独运用需要极其健全的信用评价系统，而我国当前的信用体系仍不够完善。

2.1.4 政府引导基金的退出机制

政府引导基金与之前固有的政府投资方式相比，有其自身的特色。它以市场化的原则进行运作，并在后期实现资本的增值退出。这样的退出方式能够使国家财政资本循环使用，增加了资本的可持续性。当前我国政府引导基金主要有以下几种退出方式：

(1) 公开上市。通过首次公开上市或在新三板上市，能够增加投资资本的附加值。这使得政府和接受投资的企业能够取得双赢的结果，从而双方同时实现利益最大化。在企业公开上市之后，市值增加，早期投入资本会得到大幅升值。此时由于政府资本不具有逐利性，因此会让利于社会资本，达到一种帕累托最优的状态。所以，相对来说企业的公开上市是引导基金获利退出的最佳途径。

(2) 并购重组。企业的并购重组是相对简单的一种退出方式，相比于IPO上市，它减少了等待审批流程和上市准备的时间，并且交易方式也相对灵活。并购重组是选取溢价收购的路径，来实现向有意向的投资者转让标的股权的目的。这一办法有助于企业公允价值评估，帮助企业升值，盘活经济存量，从而实现资本的持续运作。这一方式已有成为主流退出方式的趋势。

根据投中数据库近年相关数据所显示,该方式退出的的资本回报率正逐年上升。

(3) 股价回购。该退出方式可以更好的保证本金不亏损,是一种管理层或企业按照提前商定的合同价格进行回购的方式。对于投资者来说,政府、国有资本的参与可以有效降低项目的风险性,使投资者更有保障,更加有意愿进行投资。尤其是某些公益性的政府引导基金项目会对社会产生一种正向的积极的引导作用,从而进一步增加创投市场上社会资本的流动性。

(4) 清算退出。在引导基金投资的项目中,也会存在一些达不到预期从而投资失败的项目。当投资项目运行失败后,为了最大限度的挽回政府和民间资本的损失,政府引导基金就会对所投资的企业进行清偿。虽然投资项目失败了,但是清算退出的方式可以尽可能减少一部分损失,对这部分成本进行最大的补偿。

2.1.5 我国政府引导基金当前存在的问题

观察我国政府引导基金近年来的走势,不难看出,在2015、2016年引导基金骤增过后,由于资管新规的限制,我国新设基金数量有所下降。这直接反映了政府引导基金在实际运作过程中并不那么顺利,存在一定的瓶颈和矛盾。同时,政府资金的实际投放在一定程度上存在短缺,不能完全达到预期金额。这一困境使得一些引导基金不能完全发挥它的作用,从而难以有效促进创投市场的产业发展。现阶段,政府引导基金应当不忘初心,在实施中发现问题的核心,解决问题,才能摆脱市场运营困境。

(1) 受资管新规的限制,引导基金难以募集资金。自2018年上层颁发了资管新规以来,政府引导基金的设立受到了一系列的限制,如差额补足、期限错配、多层嵌套等,这使得引导基金难以达到预期效果。为了解决这个难题,国家发改委、银监会、证券交易委员会等六部委发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》,通知里明确指出,在新条例通过之前设立的政府引导基金并不会受到新条例的限制。但前期引导基金的LP资金主要来源于银行理财资金,该类资金本身存在短期资金和投资长期资产之间的期限匹配问题,这无疑会牵绊着存续理财产品的滚动发

行，影响产品的周期性，从而进一步影响新设政府引导基金的规模。

通常来说，政府引导基金的投资时限会不低于五年。依据 2018 年发布的资管新规的要求，金融机构如证券、银行、信托等要想投资政府引导基金，其资金来源仅仅能够是私银产品或代销的私募资管产品等市场上的非主流产品，而这些产品通常不易募集获得。再加上资本市场近年来的稳定性有所下降，风险及波动增加，这显著影响了投资人的偏好，使得多数有限合伙人并没有较高的倾向去投资长期项目，只倾向于投资短期的、逐利性的项目，使得我国新设政府引导基金难以募资的困难加剧。

(2) 投资决策过程中市场预期与国家政策导向的不一致。通常来说，政府引导基金不仅有委员会讨论决策，还有精通的专业管理人员，双方共同合作来让市场资金的流动性更好，投资回报率更高；同时委员会决策需要保证该基金投资项目符合国家政策导向，以期在达到政策目标的同时使基金运作更有效率。然而，在实践中，政府引导基金的运作由于受到国家政策的引导，有时需要向特定行业倾斜，或者基金的投资进度、财政资金的扩倍数难以达到预期时，就会与市场化预期出现矛盾。另外，有时存在有限合伙人已经具有明确的投资倾向，但由于政府引导基金过于冗长的审批流程，不能及时通过审批，使得资金到位却难以开始运作。资本本身是具备逐利性的，上述这些现象都会导致资本流向更高投资回报率的领域，而与引导基金设立的初衷相背离，那些需要被扶持的行业仍然缺乏资金支持。政府引导基金的设立能够有效促进产业结构调整，改善我国经济发展的质量，其设立本身就是为了促进中小型企业和一些特定行业的成熟发展，所以应当妥善解决政策导向与市场预期之间的冲突，使二者均衡发展，而不能为了单方面达到某一目的强制实施。

(3) 退出周期长，缺乏多元化管理模式。现阶段，我国政府引导基金普遍以 IPO 上市、并购回购等方式完成资本的退出。但根据国家产权转让管理方面的有关规定，在进行国有产权的交易时，需要通过权威的产权交易系统进行公开的转让，并且其交易价格应当经过审慎评估并批准登记备案。这一系列冗长的流程都需要一步一步审批，需要较长的时间。在这个过程中，很有可能存在好的退出机会，但由于没有走完程序而错过，这会导致退出成本增加，极大地拉低了引导基金的运作效率，同时需要健全的容错机制进行评估，而这在我国还有待完善。

(4) 绩效评价体系有待完善，与国家监管相冲突。目前基金绩效管理问题是我国政府引导基金所面临的另一主要问题。与私募股权投资基金完善的管理体系和完整的评价体系相比，我国政府引导基金的设立时间较短，还没有得到成熟的发展，其管理评价体系还有待完善。在我国，政府引导基金的运营和管理大多由政府机构的相关人员进行。但政府人员由于缺乏贴近市场的基金管理实战经验，将对引导基金发挥作用造成一定障碍。虽然有些引导基金存在自己的评估方法，但其一般对政府引导基金是否增值的情况更加关注，而缺乏对其引导效应、社会效益是否充分发挥制定具体的评估方法和监管制度。另外，我国政府引导基金有其在国家政策方面的作用，有较强的政治色彩。国家层面的监管机构和绩效评价监督体系会存在“交叉监管”的现象，二者之间也存在冲突。

2.2 创业投资市场相关理论

2.2.1 创业投资的界定及原则

创业投资，也称风险投资，起源于硅谷。它是指在创业初期的企业进行股权投资，以期在该投资企业发展成熟后通过不同方式退出，来达到资本增值目的的投资方式。创业投资的投融资方式兼容了人才与技术、管理和资本，这使得它具备了科技创新的必备要素。在我国推行大众创业、万众创新政策后，社会资本流动性大大加快，极大地推动了创业投资这种集各种创新要素于一体的投融资方式的发展。因此创业投资市场是培育科技创新成果、落实我国六稳六保政策的温床。疫情以来，创业投资呈指数化增长，使得我国创业企业投融资途径实现了多元化，直接增加了融资占比，盘活社会资本；也在一定程度上稳定了就业形势，提高就业率，成为促进我国实体经济发展的助燃剂。但由于我国当前存在监管体系不完善，政策和法律法规有所欠缺、信用体系无法及时更新等诸多问题，创业投资面临着估值偏高、泡沫化的风险，这些问题都亟待解决。

创业投资有以下几个投资的原则：服务实体经济，坚持专业化运作，以诚信为本，坚持社会责任。

(1) 坚持服务实体经济。创业投资致力于引导投资企业和社会资本以价值投资的方式实现资本增值，追求长期价值而非短期利益，防止资本高泡沫化。要

深化放管服改革，深入简政放权，在创业投资的过程中，能够有效改善经济投资结构，提高社会资本运作效率。创业投资的发展是以服务实体经济为基础的。既要发挥大企业的关键带头作用，又不能忽略刺激小创新创业企业的创造力和资本活力。我国要优化服务改革，实行创新的管理监管办法，秉承价值投资理念，来进一步带动创新创业实体经济的高速发展。在投资过程中，要注重可持续性发展，保证实体经济的发展有一个积极的投资环境。

(2) 坚持专业化投资。创业投资是以市场化为导向，鼓励创新创业企业坚持打造自己的特色优势。并在该优势的基础上，以专业化的理念和策略来夯实所投企业的价值基础。充分调动民间资本和社会投资的活跃度，发挥自身优势，开发不同的创新模式来形成一个多元化的创投市场。在项目投资后，要完善内部体制创新激励机制，加强投后管理，并提供相应的增值项目，持续提高创业投资市场的专业化水准。唯有专业化投资，方能为创业投资市场开发出一条更加可持续发展的道路。

(3) 以诚信为本。诚信是一国兴旺之基础，我国创投市场应本着诚信的原则着力促进创业企业复苏和发展，加强信用体系建设，建立健全相应的激励惩戒机制。对于守信企业要实行一定的鼓励政策，对于企业失信行为要加强惩治力度。鞭策创业投资企业和相应管理企业诚信廉洁守法，对投资者要认真履行诚信义务，为创业投资的发展创造一个能够相互信任的大环境。

(4) 坚持社会责任。在运营维护好创投市场和谐发展的前提下，秉承着市场化、法治化原则，围绕支持大众创业万众创新的思路来大力推动我国产业转型升级。应当时刻意识到自己承担着维护国家安全、推动创新型国家建设的使命。在运作过程中应当遵循国家政策，避免恶性竞争，积极响应大众创业万众创新的号召，为创业投资市场营造一个绿色、健康的发展环境。

2.2.2 创业投资市场的特点

要想使我国创投市场更好更快得发展，首先需要对其现阶段下投资项目的特点进行分析，从而找到突破口。

从创投机构所投项目的阶段来分析，发现创业投资的资金大多流入了初创期种子期企业。有了创业投资资金的支持，促进了种子期企业技术的成熟，创新企业的成熟发展和项目的落地指日可待。种子期企业是指创业早期、正在进行产品

研发阶段、以自主创新活动为主的企业。不管是投资项目案例数量还是投资项目的总金额,都显著集中在了这些轮次较早的创新企业,尤其是对软件行业的注资。

从创投机构所投项目的领域分析,创业资本主要投向了高新技术领域。按行业来划分的话,则主要集中在软件行业、半导体芯片、医药保健行业、IT行业、生物科技、新媒体新能源等新兴产业领域。创业投资是金融与科技的结晶,是支持创新企业融资的重要来源。结合数据分析我们可以发现,创投基金的总投资规模在2018年达到新高,其创业投资额接近1.27亿元,当年投资项目数量达到5952个,其中投向高新技术产业的项目超过总投资额的二分之一。

从创投机构投资资金的期限分析,创业投资通常期限较长。创投机构会在有潜力的企业刚开始创立时就投入资金,经过3-5年的专业运作,在企业成熟之后再利用资本市场进行资本增值套现。在这个过程中,通常还需要不断地向该企业注入资金,所以创业投资的流动性较小。因此该类资金还有“呆滞资金”的称号。创业投资所求的并不是控制该企业,也不是短期的投机收益,而是企业蜕变后的高收益性。因此在如此长期的投资过程中,也面临着高风险性的特征。

当前创业投资将资本和产业高度融合,已进入了创投2.0时代。因此创新思想需要结合政府引导基金的引导与时俱进,配合多元的市场主体,来更好地促进创投市场稳定快速增长。

2.2.3 外部性和信息不对称理论

(1) 外部性。正如经济学家萨缪尔森所言:“外部性是指那些生产或消费对其他团体强征了不可补偿的成本或给予了无需补偿的收益的情形”。通俗地说,外部性有正外部性和负外部性之分,它们都是指一个市场中的某一主体的行为会使其他主体受到有关的外部影响。正外部性即其他主体受到的是正面的积极的影响,且不用付出相应的代价;负外部性是指其他主体受到了负面的消极的影响,但无法得到补偿。

对于股权投资基金来说,他们更青睐创业早期投入资金大,但发展快速、最终投资回报比更高的高科技型公司。一旦技术趋于成熟,其最终的研发成果将被社会大众共有,用户体验时的成本并不算高,因此它的正外部性很高。但是,在该投资发展过程中,私人和社会的边际效用是不同的,这难以使市场经济效益达

到最高，将会损害社会福利。由此，虽然私募股权基金的运作会对高新技术企业的快速成熟产生很大的正向作用，但这将有损于社会效益较高的企业的利益，使得我国产业结构依然不够合理，还需进一步调整。政府引导基金可以汇集社会资本、联系民间资本、分担风险、转移收益。这使得民间资本在投资过程中不需承担太多风险，便能获得更高的回报，从而提高民间资本的投资意愿，进而推动我国早期风险资本市场的高速发展。因此，政府引导基金能够有效弥补正外部性的缺陷，更大程度上解决了正外部性带来的经济矛盾。

当一项经济活动具有外部性时，它通常难以使经济活动达到预期状态，社会资源的配置不均衡，即难以达到帕累托最优状态。不论是个人还是社会，由于存在外部性，他们各自的成本与收益都不一定成正比。在经济学中，假设所有的经济主体都为理性人。假如某个投资活动的收益甚至不能覆盖成本时，作为一个理性的人，会放弃投资这个经济活动；然而换一个视角来看，社会不需要支付成本就获得了正的外部性。那么社会就会从一些不劳而获的人身上征收一部分利益，作为对该经济主体的弥补。若经济主体得到合理的补偿，这种经济活动会在经济主体取得合理的补偿后继续进行下去，达到社会各部分最需要的帕累托最优水平，进而能够进一步完成资源的合理配置。相反地，如果一项经济活动存在负外部性，则会使私人主体不付出代价，就能取得超过成本的额外收益，从而使社会中的其他经济主体承担本不应承担的代价。那么，由于经济主体是理性人，这些受到红利的私人企业就会快速增加该项活动的供给，当经济供给规模达到一定水平时，供给大于需求，社会资源不能得到有效配置，还会浪费很多经济资源。此时政府为了平衡经济资源，会强制征收这部分人的收益来弥补其他经济主体，使它们得到补偿，从而使经济的跷跷板能够平衡，来达到帕累托有效状态。

(2) 信息不对称。信息不对称是指各个经济主体对于大环境下的市场信息的掌握拥有不同的水准。有一些市场主体取得的市场交易信息较多，更了解市场环境，相对于那些掌握信息较少的市场主体，在操作中就具备了一定的主动性，将会处于更优势的地位。这个双方主体拥有市场信息的差异会使得市场效率低下，交易过程中存在逆向选择和道德风险等问题。在创业投资过程中，由于对各个标的的估值信息掌握不够完善，风险投资基金难以对所有标的企业精确评估，只能以行业平均水平作为参考，对所有企业“一概而论”。这就导致了逆向选择

问题，这显然是缺乏市场效率的。由于资本是逐利的，所以风险投资基金倾向于投资那些对自己而言投资报酬率较高的行业或企业，而非那些造福于社会、自己却难以盈利的企业。在这样的情况下，后者这些创新创业企业就面临着募资难的局面，供给小于需求，将会出现融资断层现象。当然，即使风险投资基金成功投资项目，在后期的经营与监管方面，有可能会出代理人问题，导致道德风险，进而可能会使创业投资基金受到损失。如果该问题无法得到解决，创投市场的发展会形成一种恶性循环。

那么政府引导基金的设立能否解决上述问题、改变当前困境呢？答案是肯定的。政府资本对于社会资本来说，手里掌握着更多的关键性信息，能够利用这些信息更好的把握国家后续扶持发展方向，此时国家处于绝对优势的地位。政府引导基金能够根据拥有的信息指引社会资本成功对接创新创业企业，尽量减少融资断层现象的出现，平衡资金的供给和需求，从而改善由于信息不对称造成的困境。再者，由于政府引导基金的非营利性，它会极大地让利于社会资本，并通过政府的高信誉度、高影响力来进一步引导社会资本投资于那些社会效益较高的企业，从而缓解企业融资困境，最终达到社会、资本方、企业三方共赢的目的。

通过上述对于外部性和信息不对称的研究中，我们容易看出，政府引导基金作为调控市场的重要手段，在创投市场上发挥了关键性的作用。创业投资市场自身是存在很大问题的。当出现市场失灵的现象时，就需要政府这只手来手动干预市场，以达到维护市场稳定的目的。通过引入风险资本和政府引导基金的一般理论，我们可以得出这样的结论：政府引导基金通过自身独特的经营方式，不仅能从供给侧方面改善创投市场的发展，而且能引导私人资本投向政府扶持的初创期企业，这为促进创业投资市场的成熟贡献了无限的可能性。此外，政府引导基金还能活跃地方创业投资资本，增加本土资本的流动性，为当地创投市场提供了一个积极的投资环境。

2.2.4 市场失灵理论

市场失灵，意思是指在市场经济运行过程中，市场机制的作用难以正常生效，从而出现市场难以优化资源配置的现象。市场并不是万能的，使市场失效的主要原因既有其自身缺陷的原因，也有市场机制方面的因素。对于市场自身缺陷，主

要是因为市场对个体经济效益和社会效益的不平衡。这种现象需要通过政府进行干预,才能使市场各主体达到利益最大化。而市场机制的效果与资本市场的发展程度息息相关。当处于不成熟的市场时,严重的信息不对称导致市场价格不能有效地传递市场上供求关系的信号,市场机制就容易失灵,造成供需错配。这种现象需要通过制定更为完善的市场制度来维护市场的有效运行。

以下为市场失灵在创投市场中的主要表现:

首先,初创期创新创业企业融资难。这一方面是因为,初创期企业存在很大风险性,其技术发展还不成熟,不能有效保证收益。因此出于理性经纪人的风险厌恶,若没有有效的信息对企业进行甄别,私人资本不愿意将资本投入到初创期企业陪企业一起成长;而成熟期的企业拥有更高的商誉,较高的投资回报率更能够吸引资本的流入。另一方面,创业投资的投资期限太长,流动性较弱,因此资金难以套现,市场上的资金难以循环,财政投入又不够,这就造成了初期融资难的问题。随着国家对这部分问题的重视,政府为了解决供需错配的市场失灵问题,逐渐制定了更为完善的创业投资法律,使得我国创业投资规模实现了井喷式的增长。这使创新企业融资难的现象得到有效缓解。

其次,创业投资在地域、行业分布不平衡。我国各个地区的经济发展具有较大的差异性,创业投资也随之分布不均。在经济发达的沿海地区,创投机构扎堆入驻,而在经济发展较为落后的中西部地区,本身优质项目较少,且由于企业发展不成熟,可能会导致规模不经济现象,精明的资本自然不会倾向于此。这一点在科创型中小企业的投资上更加明显。这是市场失灵的典型表现。虽然说,市场经济能够有效配置资源,但由于资本都是逐利的,都倾向于资本效率高的地区和行业。若没有政府的有效引导,这种市场失灵问题难以解决。政府引导基金设立的法律法规对投资范围及行业都进行了一定的规范,且存在相关的鼓励政策。这样,通过政府这只“看得见的手”的政策引导,一定程度上促进了区域创业投资发展的平衡。

2.2.5 引导效应

政府引导基金的引导效应主要基于良性循环假说与认证假说这两个理论基

础，引导社会资本更多地注入国家所扶持的行业或企业中。

良性循环假说最初是 Lerner 和 Wstson 在 2008 年所提出的。它的主要涵义在于，在创投市场还未发展成熟时，政府部门的适时介入能给创投市场的早期发展助一臂之力，从而开启经济的良性循环。在早期阶段，创业企业还不成熟，相应地，创投机构也缺乏专业的投资专家，欠缺经验，市场中的很多法律法规也不太完善，从而各个主体都难以找到自己最合适的定位，发展举步维艰。此时政府引导基金的出现能够起到一个良好的引导作用，同时减少市场加工信息的成本，分担社会资本投资的成本，引领整个创投市场走向成熟。正如以色列的 Yozma 计划，在设立初期有效带动了落后的市场环境，短短五年便使以色列的经济大有起色，其创投市场得到了很好的发展。同时政府从市场成熟度的层面考虑，将该计划的所有权进行了拍卖。

认证假说是指在信息不对称现象极其严重的市场，由于经济人都是理性人，都在追求自身的利益最大化，初创期企业难以融资，此时政府通过专家评估等一系列筛选选定某一高质量初创企业，就给相应的初创企业贴上了“认证标识”，鼓励社会资本进行投资。政府相关部门的介入使投资者们接收到这一潜在信号时，便会消除顾虑，放心将资本投向这些企业，从而在一定程度上缓解市场上信息不对称带来的融资难问题。

3 我国引导基金对创投市场引导效应的实证研究

3.1 研究设计

政府引导基金对创业投资市场的投资，不论是直接或者间接，都有可能产生额外的溢出效应，能够提升创投市场资本的活跃度。本章将对引导基金对创投市场上的引导效应进行实证分析，主要包括以下几个部分：研究样本选择、相关假设、变量选取、数据来源、描述性统计和实证分析。

在政府引导基金对创投市场的引导效应研究中，首先应确定研究对象：搜集整理在 2010-2019 年期间，我国曾经有政府引导基金进行参与投资的省份。首先，借助清科私募通数据库对 2010-2019 年的引导基金数据进行统计，并整理发生过引导基金投资的省份。然后为了使样本较为完整，对上一步统计中某些缺失的数据进行填充，此时需要结合使用投中旗下的 CVsource 数据库，对具体缺失的投资基金数据进行查找比对。最后以省份为单位，得到每年的年度数据汇总。

根据以上过程，我们统计得到了我国 2010-2019 年发生过政府引导基金投资项目的省份数据（包括京津沪渝这四个直辖市），合计 31 个省份（无法查找到港澳台的数据）；以及这些省在当年的引导基金投资项目数量和金额。最终得到了我国 31 个省份近十年跨度的省级面板数据。因为我国直辖市的经济发展能够达到省级的标准，所以将其统一并入研究。研究样本选定之后，接下来对后续研究作出一定的相关假设。

3.2 相关假设

阅读文献可以了解到，为了衡量具体某个创业投资企业的经济效益时，很多学者选择用一些相对微观的经济指标来比较，比较经典的指标有市盈率、退出报酬、资产回报率等。然而当需要评价整个创业投资市场的发展程度时，发现很多学界翘楚提出用“风险投资系统环境”的理论来分析市场环境。

根据文献记载，一个国家的风险投资系统环境，也称金融生态环境，受多种因素影响，如企业诚信、金融市场成熟程度、经济开发程度、社会保障、人口素质、金融部门独立性、经济发展水平等因素，它们之间联合对该国的创业投资市

场产生影响。在萧红 2009 年的文献中出现了金融生态环境的概念，她用金融生态环境对私募股权投资做了关联度研究的分析。邵同饶(2011)的研究中同样使用了上述风险投资系统环境中的因素，如产权市场、经济发展水平等，来探索风险投资的关键性因素。本文的实证研究部分借鉴了风险投资系统环境的原理来研究政府引导基金对创业投资市场的引导效应。本文选择了一些数据易获得且能够深刻影响创投市场的几个指标来设置模型，如政府引导政策、省级经济发展水平、开放程度、金融发展程度、引导基金存在的时间等变量，其中风险投资系统环境中的因素在研究中作为控制变量。接下来对引导效应的研究作出相关假设：

(1) 政府引导基金政策:政府引导基金的设立能够利用政府资金的带头效果，吸引大量民间资本进入创投市场和产业新兴领域，这能够带动创投市场的资金活跃度，解决创业企业募资难的问题。像第三章中提到的三个经典的政府引导基金的案例，都很好的解决了资本市场中市场失灵的问题，极大地提升了创投市场中资本的流动性，鼓舞资本参与创投项目，对当地创投市场的快速成熟及起到了很大的促进作用。Karsai 探讨了匈牙利当地的政府引导基金，结果表明，政府引导基金的政策引导能够使经济效益和社会效益均衡提升，引导基金对创投市场的引导效应很明显。Clarysse 分别对以色列、美国和英国三个国家的创业投资市场做了分析，表明引导基金在一定程度上对创投市场失灵的现象有所纾解，同时，也能够加强完善创投资本的退出方式。Josh Lerner 的研究结果表明，政府引导基金能够对民间资本的流入起到关键作用，从而扩大创投市场的资金规模，进而有效缓解企业融资难题。基于上述探讨做出假设:H1:政府引导基金的实施，有利于助力创业投资市场的快速发展，吸引更多的资本投资创业企业。

(2) 经济发展水平:一国的创业投资市场的发展与该国经济发展水平有很大的关联度。一般情况下，一个地区的经济发展水平越高，技术就越成熟，就会拥有更多的发展机会和创业企业，这样就会需要更多的社会资本来进入创投市场；同时，当一个地区的经济越发达，社会上的富集资本就越多，就更有可能会拥有较多的资金投入于创业投资市场。如此这般，将会形成一个良性循环：既能促进创投市场的发展，还能够加快创业企业的成长。Carvell Steven 以美国近五十年创投市场的数据进行向量自回归分析，探讨创投市场的成熟程度和创投资本流动性的关联度，最后发现社会 GDP 能够提高当地市场投资规模，创投市场整体较为成

熟发达的时期，资本的流动性就越强。Gompers 的研究发现，GDP 作为经济衡量的重要指标，能够对创投市场产生深远的影响。在经济发展水平较高的地区，就会产生更多的优质创新项目，资本活跃度越高，就越能促进当地创投市场的成熟。基于此，假设 H2: 经济发展水平越高，创业投资市场中资本越活跃，市场发展越成熟。

(3) 经济开放度: 一个地区的开放程度将很大地影响当地的发展。当一个国家越开放，能够更好地促进国内外先进经验的交流，闭门造车是万万不可的。开放的地区能够向国外的专业投资机构学习其投资经验和监管模式，促进本地创投企业的成长，进而吸引国外的社会资本和专业风投资本投资本地市场。一个资本市场还未成熟的地区就更需要加强这种软实力。例如以色列的 YOZMA 计划打开国门，吸引了众多国外优秀的创投资本流入国内市场，能够近距离学习他们的管理经验和成熟的技术。杨大楷、李丹丹（2012）认为当地经济越开放，越能够刺激当地创业热情，进而能够推动创业投资发展，经济开放度正向影响创投市场。所以，假设 H3: 国家或者地区越开放，越能促进风险投资市场的成熟，越能够扩大市场规模，投资热情越高，发展越快。

(4) 创业投资基金存在的时间: 一般认为，基金存在的时间越长，有效性越强，其接触的相关创业投资项目越多，管理人员的投资素质越高，就越能够熟练掌握市场动向，从而更好的把控创业投资市场中潜在存在的风险，投资于相熟悉的领域和市场，同时也会更加有把握投资风险投资市场，投资于发展前期的创新创业企业，以期得到更高的回报率。当基金存在的时间足够长，有丰富投资经验的创投机构能够选拔出发展潜力更大的初创期企业，且其风险控制更加可靠，所以存在时间更长的创投基金更愿意将资金投入早期创新企业，从而更好地促进创投市场的有效发展。因此，我们作出假设: H4: 引导基金存在的时间越长，越有利于创投市场的发展。

(5) 金融业发展水平: 创业投资市场作为金融市场的一部分，当然与金融业的发展水平有着密不可分的联系。当金融业发展水平越高，资本的投资热情就越高，便能够加快资本的流动性。那么创投机构吸引社会资本的时间就会缩短，其投向初创企业的时间也会缩短，从而避免了很多未知的风险，增加创投市场的投资规模。萧红曾在文献中提到金融业发展程度能够显著影响私募股权投资规模。

通过上述理论，我们进行假设 H5: 金融业越发达，创业投资市场拥有越大的资本规模，其发展速度越快。

3.3 变量选取

这一部分是对引导基金对创投市场的引导效应进行研究，那么我们需要确定研究需要的被解释变量、解释变量和控制变量。这里的引导效应强调的是政府引导基金的参与能否使社会资本更踊跃地流向创业投资市场，设立更多的创投基金，从而带动该地区经济发展。

3.3.1 被解释变量

本文的研究方向为政府引导基金对创业投资市场的引导效应，我们需要对创投市场的发展水平寻找一个合适的指标来衡量。通常学者会采用创业投资的规模作为研究对象，它可以用创业投资案例数量（VC）和创业投资项目金额（VCQ）来表示。我国的左志刚在其 2011 年的文献中就选取了这两个指标来作为对创投市场规模的代表。基于此，我们使用 VC 作为主要的被解释变量，在后续的稳健性检验中，我们采取 VCQ 取对数后进行衡量。

3.3.2 解释变量

在本文的研究中，解释变量引导基金采用了虚拟变量 GOV 来进行衡量。即如若该地区有政府引导基金参投，则对其赋值为 1；若该地区的创投基金没有政府引导基金参与，则对其赋值为 0。我国学者杨大楷、李丹丹（2012）也曾将政府引导基金用这种虚拟变量来代表。研究国内外文献，也有学者使用引导基金投资金额作为解释变量。

3.3.3 控制变量

在研究文献的过程中，发现在引导基金运作时，引导效应容易受到以下几方面的影响：1、全国经济发展水平；2、经济开放程度；3、募资完成后存在时间；4、金融发展程度等。因此，我们结合上文提到的风险投资市场环境，采取其中

的部分子系统作为控制变量，以此来衡量经济政策的影响与创业投资的个体差异：经济发展水平的衡量指标通常采用 GDP 的规模来衡量，为了使结果更具有意义，本文使用各省人均 GDP 这个指标来衡量，且取对数以使数据更加平稳。Carvell Steven、杨军等人都曾选用该指标；经济开放程度的衡量通常是以比例的形式，学界中进出口总额占 GDP 比重和 FDI 占 GDP 比重等指标被采用的较为广泛，本文采用的指标为当年进出口总额占 GDP 的比例，杨大楷、李丹丹曾使用了该指标；基金存在时间选用从该基金募资完成到 2019 年存在的时间，以年份为计量单位；金融业发展程度的衡量指标较为宽泛，学界通常采用某一时间段金融活动的总量占经济活动总量的比例这一指标。本文借鉴萧红的做法，选取金融业增加值占第三产业增加值的比重来衡量。具体变量如表 3.1 所示。

表 3.1 变量选取及意义

变量类型	代码	意义
被解释变量	创投项目	VC
	创投规模	LNVCQ
解释变量	政府引导	GOV
控制变量	经济发展水平	LNPGDP
	开放程度	OPEN
	存在时间	AGE
	金融发展程度	FIN

3.4 数据来源、描述性统计和相关性分析

本文的数据来源主要通过清科旗下的私募通数据库中设置的政府引导基金专题收集整理而来，部分不完整数据借助了投中 CVSource 数据库，所整理的政府引导基金均为 2010 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日内设立的引导基金数据。上述两个数据库都是我国私募投资系统中优秀的金融数据汇总专家，其中私募通还有专门设置的政府引导基金专题系列，对本研究作出了很大的贡献。GDP 相关数据和金融发展程度均来自于国家统计局权威数据库，准确率较高。将其中投资信息不完善的数据进行筛选去除，最终整理得到每个变量数据 278 条。

由表 3.2 可以看出, 各项变量的最大值最小值与其平均值之间存在较大的倍差, 这更加佐证了前文所述的观点: 我国引导基金具有明显的地区性特征, 不同的区域之间差别显著。例如在江浙、北上广等经济较为发达的高速发展城市, 各项指标都表现优异, 各种资本在创投市场表现较为活跃积极。

表 3.2 变量的描述性统计

variable	N	mean	sd	min	max
VC	278	2.158	0.345	0	6.81
GOV	278	0.384	0.451	0	1
LNP GDP	278	1.069	0.371	0.946	1.201
OPEN	278	0.297	0.239	0.012	1.563
AGE	278	5.263	2.452	1	10
FIN	278	0.137	0.027	0.066	0.236

接下来对以上变量进行相关性分析, 由表 3.3 可以看出, 创业投资案例数 VC 与是否有引导基金参与指标 GOV 在 0.01 的水平下显著, 并且为正向关系, 这说明正好与假设相呼应。其余的指标经济发展水平、经济开放度、金融发展程度等变量都与创业投资数量在 0.01、0.05 的水平下成正方向显著, 这同样说明前述假设是有效的。

表 3.3 变量的相关性分析

	VC	GOV	LNP GDP	OPEN	AGE	FIN
VC	1					
GOV	0.473***	1				
LNP GDP	0.312***	0.268***	1			
OPEN	0.676***	0.361***	0.355***	1		
AGE	0.049	0.234**	0.037	0.030	1	
FIN	0.534**	0.454***	0.123**	0.474***	0.096*	1

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著

3.5 实证分析

3.5.1 模型设定

根据以上相关分析，我们建立以下多元模型来做进一步的实证分析，其中具体方程模型如下：

$$VC_{it} = \alpha_i + \beta_1 gov_{it} + \beta_2 \ln pgdp_{it} + \beta_3 open_{it} + \beta_4 age_{it} + \beta_5 fin_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中尾项 ε_{it} 代表随机误差项。为了更准确的确定该模型是适合固定效应方法还是随机效应方法，使用了豪斯曼检验法来检验。但最终豪斯曼检验结果拒绝原假设，不适用随机效应方法，适合固定效应模型。

表 3.4 回归结果

	(1)	(2)	(3)
	OLS	RE	FE
gov	0.105*** (2.41)	0.102*** (3.71)	0.100*** (3.43)
lnpgdp	0.182* (1.78)	0.074 (0.48)	0.103 (0.62)
open	0.551*** (6.57)	0.567*** (8.66)	0.615*** (7.39)
age	0.256 (0.62)	1.048* (1.84)	1.247** (2.07)
fin	1.266*** (4.26)	0.178 (0.43)	-0.059 (-0.17)
_cons	-0.561*** (-3.87)	-0.571*** (-3.57)	-0.639*** (-3.53)
N	278	278	278

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著

由表 3.4 的回归结果可以总结出，政府引导基金的指标在 1%的水平下是显著的，而且符号也是正向的，这恰恰说明了政府引导基金的参与充当了创业投资市场很好的催化剂，能够加速资本的流动。并且，固定效应、随机效应和混合

OLS 三种方法中政府引导基金和经济开发程度都通过了 1% 的显著性检验,说明不管用哪种方法,引导基金对于创投市场来说,都是一场及时雨,滋润它的成长,具有明确的正向引导作用。

经济开放程度 OPEN 在 1% 的水平下显著,而且为正向,这符合假设 H3 的预想,恰恰说明经济开放程度的提高能够积极活跃创投市场。当开放经济时,会显著地提高国内外的交流往来频率,这会使本土的创投项目被更多资本所知晓,从而带动更多的国外资本流入本土创投市场,同时能够学习专业投资机构的先进经验,激发产生更多的创新创业企业,从而促进创投市场的发展。

基金存在时间在 5% 的水平下显著,通过了 5% 的假设检验,而且同样为正向的影响,这说明基金存续时间可以对创投市场产生相对显著的正向影响。创业投资基金存在的时间越长,其累计投资的项目数越多,便会拥有更多的投资经验,在风险规避方面能够更好的把控。在时间的慢慢沉淀下,这样的创投基金能够做出更加科学正确的决策,就更有可能将资本投向国家支持的初创期企业,从而使创投市场存在于一个更加稳定的环境中。

金融发展程度、经济发展水平这两项并没有通过显著性检验,它们对创业投资市场的影响并不显著,影响较小,证明假设 H2、H5 的解释性不强。

3.5.2 稳健性检验

为了检验上述结论是否更加具有可靠性,需要进行进一步的稳健性检验来排除一些可能性。通常来说,实证中的稳健性检验可以采取以下几种方式:从变量出发,以相关的指标替换被解释变量或者关键性的解释变量;改变计量方法,可以灵活使用多种方法进行分析,看关键性变量是否存在大的偏差;从数据出发,根据不同的标准调整分类。本文将分别变换计量方法和改变被解释变量这两种方式进行稳健性检验。对于前者,采取混合 OLS 和固定效应模型来进行对比分析;对于后者,将被解释变量创业投资案例数量 VC 用创业投资金额 LNVCQ 代替,并对其取对数进行分析。

通过分析表 3.5,我们可以明显的看出,混合 OLS 方法下,政府引导基金(GOV)在 5% 的水平下显著,同时符号也符合假设中的预期,且混合 OLS 和固定效应模型检验的结果并没有什么偏差,并且其他变量的显著性和方向在两个方法中都符

合预期。这样就说明在上一部分的实证结果有效，更加验证了论文命题，政府引导基金对于创投市场的引导效应是显著的。

将被解释变量替换成风险投资金额（取对数）时，其他控制变量除了基金存在时间 AGE 外，均为正向影响，且表现出明显的显著性。这在一定程度上证实了模型的设定较为合理，解释度比较高。

表 3.5 稳健性检验

	(1)	(2)
	OLS	FE
gov	0.612** (3.09)	0.633*** (3.71)
lnpgdp	2.713** (2.64)	2.833*** (3.44)
open	1.103*** (3.43)	1.315*** (5.02)
age	3.916 (0.90)	2.083 (0.64)
fin	7.223* (2.36)	6.104** (2.82)
_cons	-4.816*** (-3.88)	-4.597*** (-4.79)
<i>N</i>	256	256

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著

4 政府引导基金的国外经验和中国实践

4.1 政府引导基金的国外经验

4.1.1 美国 SBIC 计划

美国政府的 SBIC (Small Business Investment Company) 计划是一项非常成功的政府资助项目。它的全称为美国小企业投资公司计划，于 1958 年正式设立，目的是为了激励小型企业的成长，迄今为止具有悠久的实践经验，接下来通过对 SBIC 计划的分析来总结我国市场可以引以为鉴的先进经验。

根据募资方式的不同，如表 4.1 所示，美国 SBIC 计划经历了以下三个不同的阶段：在第一阶段，美国 SBIC 为小型企业争取了更为优惠的折扣，在这些企业贷款时可以使用较低的利率，最终募资达到 130 亿美元。在这个阶段，还有 Intel、Nike 等企业发展成熟起来。在第二阶段，SBIC 挖掘出了风险更小的杠杆融资模式，主要包括股权融资和债权融资。企业融资由国家财政信用提供担保，能够吸引更多的社会资本投入到这些企业中，以较少的财政资金撬动了数倍的资本，提高基金的运作效率。在第三阶段，由于 2008 年的金融危机，SBIC 计划将政府资金的投资比例上限降低到了 10%，减少政府干预的影响，这个政策有效刺激了这些创业企业的独立成长，并涌现出了一大批各行业的龙头企业，如惠普、苹果等。

表 4.1 美国 SBIC 计划投资阶段

阶段	时间	政策
第一阶段	1958-1994 年	利率优惠
第二阶段	1994-2008 年	股权/债权融资担保
第三阶段	2008 年-今天	投资比例降为 10%

关于 SBIC 计划的运作模式，简单来说，首先就是美国小企业局 SBA 通过融资担保筹得资金，来支撑 SBIC 的运行；然后 SBIC 再将资金投入具有巨大潜力的小型创业公司，按照市场化的原则进行运作。政府的参与使得社会资本的投资热情大大提高，刺激了美国股权投资市场的发展，同时解决了初创期企业融资难

的问题，使众多具有潜力的公司借助 SBIC 计划茁壮成长，甚至成为行业龙头企业。这是一个值得各国学习的成功案例，我们应当及时总结经验，在后续的发展中予以运用。

第一，SBIC 与 SBA 进行合作，以市场化的方式进行运营管理，这与初创期企业的高风险性与高成长性完美契合。SBIC 仅仅是充当了有限合伙人，而不直接进行决策，同时 SBA 作为监管方，这使政府不会干预过度，也提高了创投市场的运作效率。这种政府与市场互相结合的模式能够有效保障小微企业健康成长的大环境。第二，杠杆融资模式能够以较少的财政资金募得大量的资本，这能够在节约财政资金的同时充分鼓舞社会资本，使其积极参与到创业投资中去。调查数据表明，股权融资的杠杆能够达到民间资本的两三倍，债权融资则大概为三倍，这种杠杆效应能够使政府引导基金的规模大大提升。第三，大量的条文法案，能够有效约束 SBIC 按照其设立初衷进行资金的投资。所谓“无规矩不成方圆”，美国 SBIC 计划制定了数条法律法规用以制约，如对投资比例、投资范围的规定，使 SBIC 计划能够更好地实现政府政策目标，扶持初创期企业的发展。

4.1.2 以色列 YOZMA 计划

上个世纪 90 年代以来，以色列的经济发展稳步增长，矛盾的是，以色列资本的创业投资活动热情却并不高。由于苏联的解体，大量优秀的前苏联犹太人转移到了以色列，这部分受过良好教育的移民面临着就业的压力，以色列政府深刻意识到了风险投资产业的重要性，便开始制定了一系列的创新鼓励政策。之后，YOZMA 计划便应运而生了。可以看出，YOZMA 计划的运作经过了以色列政府的严密计划，十分富有创新性：

最初，政府资金按比例分别投资。该资助计划启动资金为一亿美元，其中，国家政策要求基金的八成都用来投资设立子基金，而剩下的二成资金用于对子基金投资项目成熟后的跟进投资。这种方式能够先使创投企业发展起来，减小投资风险，保障资助计划的有效实施。其次，设置协议赎回机制。YOZMA 计划作为子基金的有限合伙人，对该基金的运作并不直接干预。待企业技术发展成熟之后，社会资本可以以提前协议好的期权价格进行股份的回购，最终通常会产生 5% 左右的溢价。财政资本和社会资本共担风险的同时，最大可能地将收益让给其他投

资人。这大大提高了社会资本和海外资本的投资积极性，并保留了创投机构的管理主动性。最后，构建了“1+2”混合资本模式。YOZMA 计划中制定的投资主体除了政府资本，还包括本土社会资本和海外资本，这表明该计划想要扩大政府资金的杠杆作用，吸引本土资本的同时获得海外资本的关注度。这一举措使得大量专业的海外创投资本流入以色列的市场，以色列继而发展成为了“第二硅谷”，跻身全球发展前列。

以色列的 YOZMA 计划获得了全球资本的关注，是最经典的引导之一。通过不断的自我创新，以色列的创投市场融合了海外投资机构的先进管理模式，其市场经济得到了飞速发展。我国现阶段的创投市场发展速度有限，难以完全跟上经济发展的步伐。因此，以色列资助计划的成功经验对我国引导基金的发展有着十分重要的借鉴作用。

第一，“授之以鱼不如授之以渔”，设立政府引导基金时，应当将培育优秀的创业投资人才作为一大目标。只有有了专业化的基金投资人才，才能保证本土创投市场的稳定持续发展。第二，要制定较大力度的股权激励机制。良好的激励机制是活跃社会资本的最有效的手段，能够建立一个募投管退的良性循环，更好的刺激当地新兴产业的发展。第三，要设法吸引受过专业教育的创投机构的共同参与基金的运作，学习他们的投资经验和模式，才能保持创投市场的可持续性，使更多的创投精英在绿色的市场环境中成长起来。

4.2 中国政府引导基金的实践经验

我国的首支引导基金是中关村科技园区管理委员会在 2002 年设立的。在刚成立时，它的运作模式为跟进投资；后续依照政策实行了参股投资模式。自此该引导基金迅速成熟，不断提升自身规模。我国的政府引导基金步入正轨要从 2008 年说起，尤其是科技型中小企业创新基金，从那时起运作才逐渐规范化。2009 年，“新兴产业创业投资计划”正式启动，国家发改委联合财政部设立了包括京、沪、深、渝、湘、皖、吉 7 个省市在内的 20 支创业投资基金，共募集社会资本 70 亿元，投资总规模接近一百亿元。虽然“新兴产业创业投资计划”字面上缺失了“引导”二字，但其相关规定（如运作模式和管理办法的规定方面）皆体现了政府引导基金的政策目标。它们直接以市场化原则进行管理，这是与前几年直

接创办的中小型创投企业最大的差异。

本文选取了苏州工业园区创业引导基金为例进行具体分析，探讨引导基金的优势和缺陷，趋利避害，从而得出我国后续引导基金的发展所能借鉴的经验。

苏州工业园的创业投资引导基金采取了地方政府联合政策性银行共同设立的运作模式。2006年9月，苏州工业园区创业引导基金由国开行与苏州创投集团联合出资正式设立，投资规模达到10亿元，是我国首支包含金融机构参与设立的母基金。该引导基金实行公司制度，与创投机构联合运作，为该区域内符合国家产业政策帮扶方向的种子期中小企业提供融资服务。

苏州工业园区创投基金决策委员会包括母基金、创投行业、法律行业、区财政局这类政府相关部门等，由他们进行基金的投资预算、管理决策、资本退出等事项的安排。基金的运作模式主要包括参股投资、风险补贴、跟进投资等模式，苏州工业园区创投基金主要采取的是第一种模式，具体的措施包括以下几项：

首先，创投基金发散设立子基金。苏州工业园区政府引导基金通过母基金的再投资，形成一种树形发散模式，能够有效增加自有资金的杠杆效应，使较少的政府财政资金吸引数倍的社会资金，再投入到不同阶段、不同设立背景的创新型企业中。这种模式能够提高社会资金的流动性，以最快的速度达到投资规模的指数化增长，从而实现规模经济，提高资本运作效率。

第二，构建基金小镇新定义。通过建立基金小镇的概念，来促进优质项目的集聚，借此吸引本土社会资本和海外资本的流入，壮大了当地创投市场的投资规模，这就为项目的完美落地与资本退出构建了一个绿色健康的成长大环境。与此同时减小了投资风险，创投项目的投资回报率将大大提高，进而便捷资本的退出，在创投市场形成了资本的良性循环。创投资金通过逐步的积累，便能构建一个集优质投资项目、专业创投机构、集约管理于一体的绿色投资循环。最终以基金小镇独特的管理方式、相对较高的投资回报率吸引一众优秀投资机构慕名而来。

第三，构建多元化投融资服务平台。信息不对称问题是创业投资市场上最容易出现的难题，构建第三方平台，恰好能够将这个难题接手，缓解市场双方的矛盾。苏州工业园区创业投资引导基金通过该第三方平台，能够最大限度地投资和融资信息汇总整理，并结合“鱼缸法则”，使供需双方的信息资源透明化、公开化。这样的投融资平台将会使市场上的资金效率大大提高。因此，通过构建

多元化的投融资平台，创业投资基金能够匹配到心仪的创新企业进行风险投资，以便积累资本；同时市场上融资难的初创期企业也能够用较少的成本撬动较大的融资额，从而促进技术的成熟与发展，加快项目落地。

第四，明确划分股权投资与债权投资业务。明确股权投资基金对应的投资方向、投资生命周期。苏州工业园区将基金区分股权投资基金与债权投资基金，分别交由不同的公司来进行监督与管理。股权投资基金需要对投资的标的、方向、投资生命周期、投资轮次等有明确的划分，所以分别管理的模式更有利于专业化投资。这样投资范围减小了，专业的创投管理团队更容易发现优秀的有潜力的投资项目，利用集中的力量进行投资，能够更快促进项目的落地与成熟。再者，不能将鸡蛋放到同一个篮子里。所以，分别管理的模式能够各司其职，使投资风险分散化，从而提高实际收益率。

通过私募通数据库的信息搜索发现，迄今为止，苏州工业园区创业投资基金先后投资了 18 支基金，通过不同的方式投资了大大小小上百个创投项目，投资金额达到 1209.12 万元，其引导社会资本投资的杠杆效应达到了 33 亿元。近年来，该创投基金的投资大多集中于半导体芯片、软件、医药等具有光明发展前景的行业。其以并购方式退出居多，占比达到了 76.93%。但不可忽视的是，苏州工业园区创投基金主要将资金投入到了成熟期的企业，而缺乏对种子期企业早期轮次的支持。苏州工业园区引导基金的实施达到了不菲的成效，它为长三角地区的引导基金起到了良好的带头示范效果。它的市场化发展为参与其中的市场主体带来了高性价比的收益，是我国引导基金历史上一个典型的成功案例。

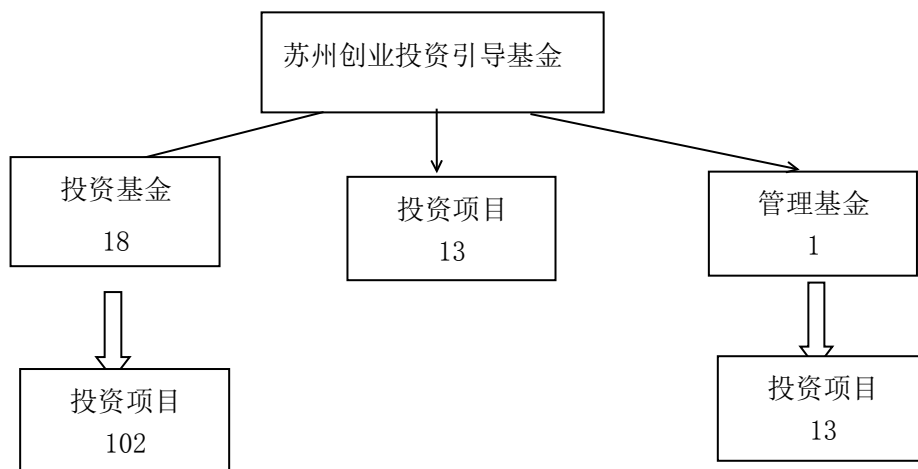


图 4.1 苏州工业园区创投基金的后续发展

通过研究上述案例，本文认为，苏州工业园区政府引导基金之所以能够取得如此大的成效，离不开以下几个方面：首先，它利用母基金树形分散投资子基金的形式，对资金进行多轮次的扩张，从而从供给侧方面灵活地解决了政府投入资金不足的难题，并促进了中小企业的融资。其次，它与多个创投机构进行合作，按所投资类型分类进行分散投资，并秉承着市场化原则对不同标的专业化投资。这个过程使该园区内基金类型多样化，并且分散风险，能够吸引更多风险规避型的投资者入驻。再次，市场化的运营原则，使得基金的运作能够尽量避免政府的过度干预，而由专业的基金机构管理团队进行管理，这能够促进基金的可持续发展，为我国创投市场带来更多市场活力。然而其子基金多用于投资融资轮次靠后的中小企业，而对于早期的初创期企业的参与并不是很多，这一问题后续需要进行适当调整，如对种子期企业的投资比例进行规定等。

本章对美国 SBIC 计划、以色列 YOZMA 计划以及我国苏州工业园区创业投资引导基金三个典型的政府引导基金案例进行了分析，对它们的运作模式、设立的独特之处进行了比较探讨。对比发现，美国 SBIC 计划的独特之处在于灵活转变其运作模式，利率折扣、融资担保以及调低投资比例上限等举措都体现了 SBIC 的专业性，能够及时地发现适应市场行情的运作模式，使政府引导基金尽可能发挥其作用。以色列 YOZMA 计划独具创新性，将创投基金拆分分别投资并后续跟投，有机融合了海外资本和本土资本，使得当地的创投市场颇具多样性，以便吸收更多的先进经验，在这个大环境下培养更多的专业创投人才。苏州工业园区创业投资引导基金最鲜明的特点在于其创新性，有创造性的提出了基金小镇的概念，并建立多元化第三方投融资平台，方便资金供求双方信息的获取。同时，分散投资股权债权基金，以市场化原则进行运作，从各个角度保障了中小型企业的发展。对这些成功的经典案例，我们需要阶段性地总结经验，为我国引导基金的后续发展提供借鉴。

5 结论

本部分通过前文从理论分析、发展现状、实证研究、经典案例研究等多种方向出发,深入探索了政府引导基金对创投市场的引导效应后,对以上层面的研究结果进行总结,并在研究了政府引导基金当前存在的问题后提出了相关的针对性的建议。

5.1 研究结论

本文主要的研究方向是对政府引导基金对创投市场可能存在的引导效应进行探讨。通过对国内外文献的研究,本文发现政府引导基金对创投市场的影响作用主要表现为杠杆效应与引导效应两种,本文主要基于后者进行研究。本文选取了我国 31 个省份在 2010 年至 2019 年间的政府引导基金、创业投资项目相关数据,对政府引导基金对创投市场的引导效应进行了相应的实证分析。本文在对我国政府引导基金的发展进行归纳总结的基础上,找出我国政府引导基金实施中存在的问题,并进一步举例分析了国内外政府引导基金成功促进创投市场成熟发展的典型案例,通过美国 SBIC 计划、以色列 YOZMA 计划和我国的经典成功案例苏州工业园区创业投资引导基金来总结这些案例成功的经验和原因,为我国政府引导基金后续的发展提供相应的经验。

本文的研究主要总结得出以下结果:根据我国 2010-2019 年 31 个省份直辖市自治区的引导基金相关数据,首先进行了整体的回归分析,判断出各个选取变量对创投市场所存在的显著性,政府引导基金、经济开放程度、基金存在时间等变量都可以通过显著性检验;后又通过稳健性检验进一步证明了论据:政府引导基金的实施会显著促进创业投资市场的快速成熟和发展。也就是说,政府引导基金的参与会明显带动资本热情,促进创投市场发展。

5.2 对策建议

我国引导基金自从有了国家政策鼓励,资本市场更加火热,近几年来发展迅速,但在本文第二章中也提到了,我国政府引导基金当前还存在一些亟待解决的问题。为了使引导基金能够更高效得引导社会资本造福创业投资市场,本文将提

出相应的对策建议，以期更好地促进创投市场的发展。

5.2.1 科学定位，强化自我能力建设

我国现阶段东西部地区的经济发展水平尚且存在较大的差异性，因此我国各地政府在设立之初，就应当提前考察本地创投市场的资本意愿、投资行业关注度等因素；在自身经济实力和当地发展水平的基础上，积极国家政策，再投入人力物力去实施。政府引导基金的设立不应只流于形式。各级政府设立引导基金的初衷都是为了促进当地创投市场的发展，这个大方向是正确的，但是相关部门应当以实际情况为基础。对于创投市场较为发达、经济发展较快的地区，政府应当积极干预，结合使用政府引导基金这个政策工具，积极地推动当地社会资本的流动，促进创投市场的快速发展；在中西部等经济发展较为落后、创新能力不够充分的地区，当地政府应当灵活地结合其他的投资方式来引导民间资本，而不能拘泥于政府引导基金的形式，以此来扶持当地初创期企业的成长。

5.2.2 放宽投资地域限制，健全风险补偿机制

我国政府引导基金的出资人为国家，自然会为了提高当地资本的活跃度而对投资对象作出要求。例如很多地区的引导基金运作条例上都会限制创投机构“择地不择优”，规定对当地项目的最低投资比例。但并不是每个地区都有适合投资的优质项目，创投机构在做科学决策时会审慎考虑，因此该规定并不利于当地项目吸引社会资本，反而会打击创投企业对该地区创投领域投资的积极性。因此，为了更好的吸引社会资本进入当地企业，各级地方政府应当客观评估自身经济发展实力，根据实际情况适当放宽投资地域限制。如在发达地区存在相当多的优质初创期企业，那么就应当提高这个投资比例指标，以吸引更多慕名而来的民间资本。创投机构是根据市场化原则来挑选投资项目的，择优进行投资。在经济发展水平较为落后的地区，优质项目较少，如果当地财政还设定了较高的投资比例，就更难以吸引专业的创投资本加入。在这种情况下，为了更好的引导资本服务本地经济，地方政府应当适当降低最低投资比率，并引进风险补偿机制，对投资本地地区的创投资本予以一定的风险补偿金，以弥补投资该地区的风险。由于投资外地项目并没有这个激励政策，政府不会进行干涉，专业性的创业投资机构就更愿

意投资于当地企业项目，与当地的政府合作进行产业扶持。这种风险补偿机制能够有效的鼓励风险投资机构投资地方经济，提高社会资本的投资积极性。当该地区的创投市场逐渐发展起来时，优质项目也就随之增多了。这时可以结合当地产业政策适当提高最低投资比例，此时能够吸引更多的创投资本流入当地市场。这种措施能够有效培育落后地区发展创投市场，推动民间资本逐渐流入当地创投领域。

5.2.3 联合私人基金进行投资

在现阶段我国各级政府和相关部门在运作实施政府引导基金时，应鼓励使用私人基金与政府引导基金联合投资的方式。这种方式不仅使私人基金在投资过程中更具有保障，还能够在创新创业企业的融资过程中达到一定的催化剂功能。在与私人基金联合投资的过程中，各级政府和相关部门遵循引导基金的运作原则和目标，对优质的创新创业企业进行筛选，来取得更大的社会效益。对于私人基金来说，与政府引导基金合作是一个共担风险、共享资源的过程，同时，还可以利用政府的公正性对创业企业进行更好的监督，能够更加客观、规范的对后续投资进行科学决策，还能够保障创业企业的利益达到最大化；对于创新创业企业来说，由于政府引导基金的介入，企业的估值会得到明显提升；同时政府给投资者打了一剂强心剂，使投资者能够更加放心创新创业企业的质量，提高投资的积极性，从而更加方便创业企业后续的融资。

5.2.4 健全绩效考察机制

与此同时，为了确保创业投资市场能够受到引导基金的持续长久的指导作用，必须建立一个科学有效的绩效评估体系。在《指导意见》中已经明确指出，在一般财政的绩效评价体系中，应该在满足公共性原则的前提下纳入政府引导基金，将其作为一项政策性的财政专项基金使用，但是目前并没有在各地的实施条例中明确说明如何对引导基金进行绩效考核。基于设立引导基金的目的，可以看出引导基金主要有两层作用：一是为了创业投资市场能够吸引更多的民间资本流入；二是满足国家产业政策的初创期企业对创业投资机构有更大的吸引力。所以可以主要从以下三个角度对引导基金建立绩效考核机制：首先是引导基金能否可

持续的长久发展，以及能否在保证本金的基础上实现资本的增值；其次是引导基金能在创投市场中吸引多少民间资本进入；然后是创投企业中有多大比例会将资金投入初创期企业。因此，引导基金的绩效考核应当将经济效益和社会效益相结合。在此基础上，可以引入投资的效益指标和政策效应指标用来对引导基金进行考核。用这样的体系来达到经济和社会效益两者的平衡，这也是其区别于一般政府性项目的考核角度。投资效益指标主要对引导参股的创业投资企业和其投资的早期创业企业的经济效益进行衡量。政府引导基金虽然不以营利性为目的，不能单纯用投资收益率这类经济效益指标来判断；但其运作也是按照市场化原则进行运行，所以该指标可以考核政府引导基金的市场化运作结果。政策效益指标可以分成直接效果指标和间接效果指标，从而衡量其在国家政策层面的实现程度。上述指标主要通过投向当地企业比例、投向初创期企业占比、资金放大倍数、当地创投额度增长率等进行考察。

5.2.5 完善退出途径，加强政策监管

为了尽可能使创业投资回报率达到最大，就需要使政府引导基金在恰到好处的时机退出，因此迫切需要完善公开上市退出的途径。引导基金的适时退出能够刺激政府资本的流动性，从而提高财政资金的运作效率，在创投市场中形成一个良性循环。但是资本退出的需求在我国的资本市场并不能得到满足。仅仅依靠主板市场 IPO 的方式来退出上市，这是远远不够的。因为大部分初创期新兴产业由于缺乏足够的经验，很难在短时间内实现自我的成熟，难以实现 IPO 上市；同时逐利性的创投机构不愿将资金投入这类短期难以看见收益的领域，所以我国资本市场需要更加多元化的退出方式。因此政府需要对区域性股权交易市场和新三板加强投资建设，以促进多种模式齐头并进的资本市场的形成。为了满足创投资本的利益最大化需求，需要进一步完善价格优惠机制和退出让利机制。为了达到激励创投管理机构和创投资本的积极性的目的，可以在政府财政资金合理的保值增值前提下，将超额的引导基金项目收益转移给创投机构和社会资本。同时也可以通过参考投资的时间、行业的不同，用优惠的价格在合适的时候采取不同的激励机制，分类提升基金的管理水准。引导基金运作的过程中，需要注意加强政策监管，防范贪污腐败不作为的情形，以达到各方共赢的目的。由于政府是引导基

金的出资人，所以在某些情况下会出现主体缺位的情况，此时就需要进行有效的监督，避免资金的浪费和滥用。具体来说主要需要引导基金管理机构和投资方两个方面的监管。对于前者，需要其及时反映引导基金的运作情况，必要的时候进行政务公开化透明化，在上层管理部门和社会公众的共同监督下运作；对于后者，则需要在资金投入后，在不影响投资方经营管理的情况下，持续关注引导基金的后续运作过程。

5.3 政府引导基金后续展望

政府引导基金对创业投资市场带来的积极影响十分显著，这个结论在上文中已经得到证实。但我国政府引导基金存在多种不同的运作模式，这些不同的模式适用于不同的实际情况，都有其自身的优劣性。我国《指导意见》中规定了我国当前的引导基金应当采取参股模式，但我国地大物博，各区域发展有其不同的特点。若都一致采用参股模式，会对各地区的发展有什么作用呢？我国各地不同区域应当按怎样的规则进行实际运作呢？前文曾提到我国目前引导基金缺乏科学合理的绩效评价体系，针对该问题，在查阅文献的基础上做了一些比较宏观的思考，但是还缺乏一些微观层面的思考，如哪些具体的指标可以作为考核引导基金作用效果的指标，这些指标的权重又占了多少比例，经济效益与社会效益之间的平衡怎么实现等等，这些都需要进一步探索。

总之，相较于其他领域，政府引导基金还是比较新的一个领域，关于它的研究还相对较少，国内外学者还没有做到细致全面，这就为后续研究者们提供了一个更广阔的研究海洋来深入探索。

参考文献

- [1] Arash Soleimani Dahaj,Brian Paul Cozzarin. Government venture capital and cross-border investment[J]. Elsevier Inc.,2019,41.
- [2] Bangjun Li,Bin Zhao,Tian Lan,Fenglian Zhou. Analysis on the Operation Mode of Government Venture Capital Guidance Fund [C]. Wuhan Zhicheng Times Cultural Development Co.,Ltd.Proceedings of 2018 International Conference on Management,Economics,Education and Social Sciences,2018:260-266.
- [3] Brander J A,Du Q,Hellmann T.The effects of government-sponsored venture capital:International evidence[J].Review of Finance,2014, doi:10. 1093/rof/rfu009.
- [4] Douglas Cumming,Dan Li. Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States[J]. Journal of Corporate Finance,2013,23.
- [5] Douglas Cumming. Public economics gone wild : Lessons from venture capital[J]. International Review of Financial Analysis,2014,36.
- [6] Filipe Sardo,Zélia Serrasqueiro,Elisabete G.S. Félix. Does Venture Capital affect capital structure rebalancing? The case of small knowledge-intensive service firms[J]. Structural Change and Economic Dynamics,2020,53.
- [7] Halley Sutton. Department of Education issues guidance on disability funds allocation[J]. John Wiley & Sons, Ltd,2019,25(5).
- [8] Luca Grilli,Samuele Murtinu. Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms[J]. Elsevier B.V.,2014,43(9).
- [9] Robyn Owen,David North,Ciaran Mac an Bhaird. The role of government venture capital funds: Recent lessons from the U.K. experience[J]. Strategic Change,2019,28(1).
- [10] Rouzhi Wang,Chaopeng Wu. Politician as venture capitalist: Politically-connected VCs and IPO activity in China[J]. Journal of Corporate Finance,2020,64.
- [11] Scott J. Wallsten. The Effects of Government-Industry R&D Programs on Private R&D: The Case of the Small Business Innovation Research Program. 2000, 31(1):82-100.
- [12] Terttu Luukkonen,Matthias Deschryvere,Fabio Bertoni. The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds[J]. Elsevier

Ltd,2013,33(4-5).

- [13]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, 46(06):155-168.
- [14]丁灵. 政府引导基金能引导企业科技创新吗——基于创业投资引导基金[J]. 北方经贸, 2020(01):40-42.
- [15]杜朝运,黄丹萍. 政府引导基金的引导效应考察[J]. 区域金融研究, 2019(07):75-79.
- [16]杜月,姚迁迁. 全球创业投资市场形势分析及展望[J]. 中国经贸导刊, 2020(07):4-7.
- [17]范媛. 从科创板看政府引导基金“择优标准”[N]. 中国经济时报, 2019-04-30(003).
- [18]房燕,鲍新中. 中国政府创业投资引导基金效用——基于随机效应模型的实证研究[J]. 技术经济, 2016, 35(02):58-62+101.
- [19]贺文龙. 政府引导基金对创业投资市场的影响研究[D]. 暨南大学, 2014.
- [20]华岳,唐雅琳,成程. 风险投资如何影响城市创新——基于政府引导基金的工具变量分析[J]. 产业经济评论, 2019(01):74-90.
- [21]黄嵩,倪宣明,张俊超,赵慧敏. 政府引导基金能促进技术创新吗? ——基于我国科技型初创企业的实证研究[J]. 管理评论, 2020, 32(03):110-121.
- [22]靳晶. 政府引导基金支持战略性新兴产业发展的运行模式研究[J]. 经济研究导刊, 2019(18):38+52.
- [23]荆彦婷,杨英雄. 政府引导基金运营困境及其优化策略探析[J]. 市场周刊, 2020(04):101-103.
- [24]李林坤. 企业创投基金运行中财务风险控制重构分析与探究[J]. 时代经贸, 2019(30):85-86.
- [25]凌波. 创投引导基金的“终极使命”: 助力先进产业发展[N]. 宁波日报, 2020-01-16(011).
- [26]刘元军. 地方政府产业引导基金的投资后监管与效果评价[J]. 现代营销(经营版), 2019(10):222-224.
- [27]罗茁. 加强创投机构投后服务 推动上市公司高质量发展[J]. 清华金融评论, 2019(09):45-46.
- [28]骆云天. 我国政府引导基金的运作问题探索——从运行流程四个阶段[J]. 金融经济, 2019(14):104-105.
- [29]马晨征,崔鹏伟,樊敏,毛茹霞,赵连磊. 山西省创业投资机构发展现状分析与建议

- [J]. 山西科技, 2020, 35(03):13-15.
- [30]倪宣明, 黄嵩, 石思睿. 政府对创业投资基金市场的引导路径探析[J]. 上海金融, 2018(01):69-74.
- [31]钱茜. 政府创投基金风险管理问题研究[J]. 甘肃农业, 2019(08):57-59.
- [32]施钰. 政府引导基金的绩效行为与实证分析[D]. 上海交通大学, 2013.
- [33]孙学敏, 张倩倩. 政府引导基金:爆发式增长后的理性回归[J]. 洛阳师范学院学报, 2019, 38(06):57-62.
- [34]王晗. 政府引导基金的引导效应研究[D]. 西安理工大学, 2016.
- [35]王文倩. 政府引导基金对股权投资基金的影响效应研究[D]. 苏州大学, 2019.
- [36]夏维. SBA对我国政府引导基金绩效评价的启示[J]. 企业科技与发展, 2019(06):7-8.
- [37]萧红. 金融生态环境与私募股权投资基金关联度研究——基于十二省(市)样本数据分析[D]. 西南财经大学, 2012.
- [38]徐家荣, 胡虹, 李文辉, 颢孙书勤, 杨文生, 谢梓苏. 河南省政府投资基金发展投资策略研究[J]. 理财, 2019(09):94-96.
- [39]杨大楷, 李丹丹. 中国引导基金政策对私募股权投资的影响研究[J]. 现代管理科学, 2012(04):24-26.
- [40]杨敏利, 丁文虎, Marcus W. Feldman. 引导基金参股方式对创投机构后续募资的影响[J]. 科研管理, 2020, 41(05):131-139.
- [41]叶进. 政府引导基金对创新产业发展的影响研究[J]. 中国管理信息化, 2019, 22(08):151-152.

后 记

三年的研究生求学时光匆匆逝去，回想学习和生活中的一点点滴，我的心中感慨万千。自 2018 年加入金融学院的大家庭，我的导师、辅导员老师、授课老师、各位同学以及我的家人都在各方面给予了我诸多的帮助、支持和鼓励，使我在学习和生活中都很充实，对此我深表感激。

感谢我的导师，让我一个异乡学子即使离家千里也能感受到如家一般的亲切关怀。能有缘成为陈老师门下弟子，我不胜荣幸。在校期间不论是学习方面还是课下生活方面，我都受到了陈老师的悉心照顾。在我论文写作中，还好有陈老师的指导和帮助，在我遇到瓶颈的时候，是他百忙之中耐心指导我前进。这三年的教导将会是我未来路上的一大笔财富。在此，我由衷地向导师表达最诚挚的感谢。

感谢所有的专家及评委老师们，感谢你们提出的宝贵意见和建议，指引我未来不断前进。

感谢金融学院的所有同学，我们一起学习，一起成长，在欢乐中一同进步，这些场景都将成为以后珍贵的回忆。

最后，感谢我的家人和朋友，他们是最坚强的后盾，是他们的支持、鼓励和无私奉献，使我在求学路上不断进步。