

政府引导基金对企业异地投资的影响研究

金玉萍 李光勤 黄浩权*

摘要: 政府引导基金为资本跨地区流动提供了明确方向和强劲动力,本文基于2004—2021年上市公司数据,考察政府引导基金对企业异地投资的影响。研究发现:政府引导基金能够显著吸引企业异地投资,其主要通过市场优化、金融赋能和产业协同效应发挥作用。进一步分析发现,政府引导基金未偏离对高技术企业和高技术产业投资方向的引导,对国有企业和大规模企业的引导效应尤为突出。此外,政府引导基金吸引企业异地投资会提升该企业的全要素生产率和创新水平,降低其债务融资成本。本文为地方政府推动全国统一大市场建设提供了经验证据。

关键词: 政府引导基金;异地投资;市场优化;金融赋能;产业协同

中图分类号: F272

一、引言

当前,贸易保护主义升级,中国经济急需注入新的活力,借助资本跨地区流动增强国内市场互联互通。事实上,资本跨地区流动的微观基础是企业跨地区投资和并购重组。但资本要素具有显著的地方属性,企业在开展跨地区投资时,普遍面临有形和无形壁垒。这些壁垒不仅阻碍企业在异地建立稳定的商业关系,更制约着全国统一大市场的整合与经济活力的释放,同时也是加剧中国区域发展不平衡的重要因素(曹春方、贾凡胜,2020)。对此,政府需要发挥“领路人”作用加以破解,而设立引导基金便是重要途径之一(杨兴全等,2023)。

政府引导基金由政府出资设立,并吸引社会资本共同参与投资,依托财政资金的杠杆作用撬动更多社会资本,以市场化运作方式优化资源配置效率,扶持重点产业和薄弱环节,促进实体经济高质量发展(陈少强等,2017;宫义飞等,2021)。2008—2015年间,相关政策的出台促使政府引导基金规模持续扩张。据清科研究中心统计,截至2024年,全国累计设立政府引导基金2178只,总目标规模约12.84万亿元,已认缴规模约7.70万亿元。如今,政府引导基金已成为支持产业发展和创新创业的重要政策工具,学术界也从多个维度对其政策效果展开了研究。

*金玉萍,上海财经大学财税投资学院,邮政编码:200433,电子信箱:1301290298@qq.com;李光勤(通讯作者),安徽财经大学国际经济贸易学院,邮政编码:233030,电子信箱:zjfclog@126.com;黄浩权,暨南大学经济学院,邮政编码:510632,电子信箱:haoquanhuang@foxmail.com。

本文获得安徽财经大学校级重大科研项目“资本双循环赋能产业链供应链韧性的效应、机理与对策研究”(ACKYA24001)、安徽省研究生学术创新项目“通向碳减排的城市数字化转型研究”(2022XSCX085)、上海财经大学研究生创新基金项目“破除资本流动障碍:创新型城市试点政策与企业异地投资”(CXJJ2024-355)的资助。感谢匿名审稿专家提出的宝贵意见,文责自负。

部分文献深入研究了政府引导基金的带动效应。一是对社会资本的引导。郝项超和李宇辰(2022)认为政府引导基金能够提高私人资本的投资概率与规模,但徐明(2021)指出,其可能因规避风险导致投资期限错配。二是对初创企业投资的引导。常丽和武小楠(2022)发现政府引导基金显著提升了初创企业的创新绩效。进一步研究表明,政府引导基金通过缓解融资约束、提升创新水平等途径(蒋亚含等,2023),促进获得该基金支持的企业扩大研发投入规模,推动核心技术创新突破(吴超鹏、严泽浩,2023),最终实现全要素生产率提升(佟岩等,2024)。然而,杨兴全等(2023)却发现政府引导基金的创投驱动降低了企业的现金股利分配意愿。

针对企业异地投资,城市层面的政策实施发挥了极大的促进作用。一是财税制度支持,财政激励(范子英、周小昶,2022)和财政收支分权(谢贞发等,2023)能够有效促进资本市场整合。二是信息资源共享,公共数据开放通过优化信息环境有效降低了企业异地投资的信息成本与制度成本(蓝发钦等,2024)。三是司法体制改革,地方法院人财物省级统管能够为构建全国统一大市场提供制度保障(吴滋润等,2024)。四是市场规制优化,放松市场准入管制通过降低信息不对称和增强市场竞争,提升了企业跨区域投资水平(白俊等,2024)。

综上,现有研究存在以下局限:一是多聚焦单一目标政策对企业异地发展的影响,而政府引导基金强调政府导向、市场运作,兼具金融属性,还以政策支持重点产业培育。二是主要考察政府引导基金对直接获得该基金支持的企业或社会资本的影响,缺乏对企业长期经营决策的研究。三是多关注获得该基金支持的企业本身,对政府引导基金的城市层面溢出效应(如对企业异地投资的吸引作用)探讨不足。鉴于此,本文以2004—2021年上市公司为研究对象,实证研究政府引导基金对企业异地投资的影响。与现有文献相比,本文的学术贡献主要体现在三个方面:第一,拓展企业异地投资影响因素的研究视角,从政府引导基金的市场化、金融化和产业化特征出发,补充现有文献。第二,揭示政府引导基金的城市溢出效应,通过将政府引导基金和企业异地投资纳入同一研究框架,丰富企业异地投资行为的研究。第三,系统阐释政府引导基金的影响机制,从基金本质特征出发,探究其中的市场优化、金融赋能以及产业协同路径。这些发现不仅能深化对政府引导基金作用机制的理解,也能为促进资本市场整合和构建新发展格局提供政策启示。

二、理论分析与研究假说

首先,企业异地投资面临制度成本制约。相较本地企业,外地企业在获取信息和资源方面存在天然劣势,其主要通过非市场和市场两种途径实现突破。非市场途径依赖个体社会关系。社会资源理论指出,个体能够通过直接或间接的社会关系获取社会资源。比如以乡籍为纽带的异地商会有助于企业获取信息和资源,推动其异地发展(曹春方、贾凡胜,2020)。市场途径受市场发达程度和资源流动限制影响。根据一般均衡和信息经济学理论,高度发达且资源自由流动的市场机制可实现资源有效配置,利于企业获取异地资源。如方军雄(2009)提出制度优化与市场化推进有助于异地并购。

基于信号传递理论,政府引导基金的设立和运作能够向异地企业传递积极信号(常丽、武小楠,2022)。一方面,政策稳定对企业投资决策至关重要(王红建等,2022)。政府引导基金通常是基于城市长期产业规划设立,其向外地企业传递出当地政府对特定产业支持的长期性和稳定性信号,有助于企业制定投资决策,降低政策变动成本。另一方面,政府引导基金聚焦新能源、生物医药等战略性新兴产业,其明确的产业导向能让异地企业快速把握当地

政府重点扶持方向,减少企业在产业选择与市场调研中的成本(郭玥,2018)。

其次,企业异地开展生产经营需要基础资金支持。融资难、融资贵是初创企业普遍面临的难题。初创企业通常规模较小,缺乏良好的盈利记录,未来经营成果存在较高的不确定性,同时也缺少银行要求的抵押品,所以很难获得银行贷款。受逐利动机驱使,风险资本更倾向于支持不确定性相对较低且有发展前景的企业,这就使得不确定性相对较高的初创企业仍然面临严重的外部融资困难(Alperovych et al.,2015)。

政府引导基金是应对风险资本市场失灵的有效金融措施。一方面,政府引导基金为企业提供资金支持,可以填补企业在经营和投资活动中的资金缺口,直接缓解企业融资约束。另一方面,政府引导基金的投资选择具有认证作用与声誉作用,既为异地企业提供贷款风险较低的无形担保,又能向市场传递该企业具备高成长潜力的积极信号(宫义飞等,2021)。基于认证作用,金融机构对企业的信任度显著提升,更愿意以较低利率放贷,进而降低企业债务融资成本。基于声誉作用,市场中的潜在投资者对企业的发展预期显著改善,更愿意通过股权投资、合作洽谈等方式参与企业发展,进而为企业拓宽股权融资渠道、积累合作资源(佟岩等,2024)。

再者,产业资源错配是异地企业面临的实质性约束。资源依赖理论表明,产业链断层与产业基础设施不足是企业在新市场拓展产业布局时遭遇的主要困境。前者表现为上下游配套缺失,产业结构多集中于上游;后者表现为专业化设施匮乏,综合交通体系尚待完善。这种系统性资源错配不仅会降低企业生产效率,更会引发阻碍异地投资的“资源诅咒”效应(Hsieh and Klenow,2009)。

政府引导基金通过系统性调控机制破解产业资源错配困境。在产业链维度,政府引导基金以产业培育优先为导向,聚焦市场关注不足但当地重点发展的领域,填补地域、行业偏好导致的投资空白(唐为等,2025)。同时,通过加强上下游合作对接,助力获得政府引导基金的企业融入产业链、开拓新市场,借技术合作形成协同效应,增强产业环境稳定性(洪娇等,2025)。在基础设施维度,政府引导基金采用 PPP 模式打造产业园区,并投资智慧物流项目(如粤港澳大湾区基金),降低企业固定资产投资成本并优化运输效率(Saussier,2018)。这种“重资产共建+轻资产运营”模式显著缩短企业投产周期,形成吸引异地企业投资的成本竞争优势。如截至 2025 年 6 月,苏州生物医药产业园已聚集 620 余家高科技研发企业。据此本文提出:

假说 1:政府引导基金能够吸引企业异地投资。

政府引导基金作为重要的政策性金融工具,核心目标是通过市场化运作化解资源配置失衡,引导社会资本流向重点领域和薄弱产业,推动区域经济协调发展。基于其运作模式、政策属性和引导功能,该基金呈现基金市场化、政策金融化和引导产业化的特点。基金市场化是指政府引导基金通过引入社会资本、委托专业机构管理等机制优化资源配置,降低企业异地投资风险。政策金融化是指政府引导基金吸引金融资源集聚和推动金融科技应用,构建多元化金融支持体系。引导产业化是指政府引导基金推动产业集聚和升级,为企业异地投资培育良好产业生态。

市场优化效应。首先,政府引导基金凭借资金杠杆,以少量财政资金撬动大量社会资本参与投资。这一模式为异地企业拓宽了资金渠道,降低其对单一资金来源的依赖,有效减少投资不确定性(陈少强等,2017)。其次,作为母基金,政府引导基金与市场化、专业化投资机构合作,借助机构专业人才、知识经验与信息网络优势,精准把握市场趋势,将资金投向高潜力领域,实现资源优化配置(方锦程等,2023),进而提升投资效率。最后,政府引导基金遵循

市场规律,在项目筛选、投资决策到企业经营管理的全流程中,充分发挥市场机制主导作用,激发市场主体创新动能,增加市场竞争活力,提高市场化程度,为异地企业提供良好的投资环境(黄嵩等,2020)。

金融赋能效应。一方面,政府引导基金的设立能够吸引银行、证券、保险等各类金融机构在当地布局。众多金融机构集聚为异地企业拓宽融资渠道,增加金融服务选择。这既能降低企业在金融交易中的信息获取及处理成本(戴美虹等,2022),还能拓宽企业直接融资路径,减少其对间接融资的依赖,有效激发企业投资意愿。另一方面,政府引导基金引领信贷资金流向科创企业(吴超鹏、严泽浩,2023),为地区金融科技发展注入稳定的长期资金。同时其通过分散信贷风险,降低金融科创企业对信贷需求波动的敏感性(Goetz et al., 2016),进而构建稳定的金融市场环境。而金融科技凭借强大的融资能力和综合服务能力,为企业创新营造良好的金融生态(刘长庚等,2022),助力异地企业创新发展。

产业协同效应。首先,政府引导基金的设立明确了地区产业发展方向,通过针对性投资推动区域产业集聚。根据马歇尔外部性,同类企业集聚形成的“共享生态”能够大幅降低企业采购与运输成本,同时通过规模化生产进一步压低单位成本,显著降低新入企业的初期生存门槛。此外,集聚区域的专业化劳动力市场可快速填补用工需求,避免因人才短缺导致的投资延期风险,显著提升劳动力供需匹配效率,从而提升企业投资意愿。其次,政府引导基金能够通过并购基金等形式,推动传统产业兼并重组与整合,吸引上下游企业集聚(陈丽娴, 2022)。根据 Jacobs 外部性,集聚产业在产品、技术等方面的关联性,能够缩短知识交流距离,降低信息和知识传播成本,促进资源共享与知识创新,进而借助知识溢出减少企业业务往来与研发成本(Ning et al., 2016)。多产业知识融合形成技术池,为企业提供多元技术选择,尤其助力初创企业成长(徐圆、邓胡艳,2020)。最后,产业链上下游资源整合能够加速技术要素在传统产业中的应用,实现资源优化配置,推动产业升级。由此,本文提出:

假说 2:政府引导基金能够通过市场优化效应、金融赋能效应、产业协同效应吸引企业异地投资。

三、模型设定与变量说明

(一) 模型设定

基于前文假说,本文构建如下模型检验政府引导基金对企业异地投资的影响:

$$IRI_{ijt} = \alpha + \beta GGF_{jt-1} + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 Y_{jt} + \nu_{ij} + u_j + \pi_t + \zeta_{ijt} \quad (1)$$

(1)式中: i, j 和 t 分别表示企业、城市 and 年份; IRI_{ijt} 为企业 i 在 t 年对城市 j 的投资金额; GGF_{jt-1} 为城市 j 在 $t-1$ 年的政府引导基金规模; X_{it} 和 Y_{jt} 分别为企业和城市层面的控制变量; ν_{ij} 、 u_j 、 π_t 分别为企业-城市、城市、年份固定效应; ζ_{ijt} 为服从标准正态分布的随机干扰项。

(二) 变量选择

1. 被解释变量

企业异地投资(IRI),即上市公司跨地区新注册企业的注册资本。本文以上市公司为研究对象,其投资数据来源于 CSMAR 数据库,缺失的企业信息通过天眼查、企查查等平台补充完整。本文以新注册子公司的注册资本(单位:亿元)取对数进行度量。具体处理过程:第一,补充完善子公司数据,剔除民办非企业单位;第二,通过证券代码匹配母公司,剔除同城子公司样本,确保异地投资,形成“母公司-子公司-年份”样本;第三,按子公司所在城市汇总注册资本,形成“母公司-子公司城市-年份”样本,剔除重复值。

2.核心解释变量

政府引导基金(*GF*),即政府引导基金规模。本文从清科私募通数据库中收集政府引导基金设立条目作为初始样本,手动整理并查阅地方人民政府网站,对基金设立的时间、规模等关键指标补充完善。本文将地级市政府当年新设立的政府引导基金规模(百万元)加 1 取对数作为代理指标,考虑到可能存在的时滞,将该变量滞后一期。

3.控制变量

参考曹春方和贾凡胜(2020)、蓝发钦等(2024),本文选取以下控制变量:企业年龄(*age*)为年份减去上市年份取对数得到;企业规模(*size*)以企业总资产取对数衡量;资产负债率(*tl*)采用总负债与总资产比值度量;资产收益率(*roa*)由净利润除以总资产表征;现金持有比例(*cash*)以企业经营净现金流入与总资产之比表示;营业收入增长率(*growth*)由本期营业收入减去上期营业收入并与上期营业收入相比得到。并对以上企业变量进行 1%分位缩尾处理。经济差距(*gdp_dis*)、道路差距(*road_dis*)、人口差距(*pop_dis*)分别由母、子公司所在城市 GDP 对数之差的绝对值、道路密度之差的绝对值和人口密度之差的绝对值表示。其中,道路密度为年末实有道路面积与行政区域土地面积之比,人口密度为年平均人口数量与行政区域土地面积之比。

(三)数据说明

第一,异地注册数据和企业层面的控制变量均由 CSMAR 数据库整理得出;第二,政府引导基金数据来源于地方人民政府网站和清科私募通数据库;第三,城市层面的控制变量数据来源于国家统计局。由于部分年份样本缺失较多,本文确定最终样本时间跨度为 2004—2021 年,得到样本量为 26251 的非平衡面板数据(见表 1)。

表 1 描述性统计表

变量	变量名	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>IRI</i>	企业异地投资	26251	0.585	0.773	0.000	6.669
<i>GF</i>	政府引导基金	26251	4.334	4.594	0.000	13.743
<i>age</i>	企业年龄	26251	2.734	0.585	0.693	3.497
<i>size</i>	企业规模	26251	22.606	2.028	19.615	27.109
<i>tl</i>	资产负债率	26251	0.530	0.201	0.092	0.939
<i>roa</i>	资产收益率	26251	0.106	0.120	-0.470	0.470
<i>cash</i>	现金持有比例	26251	0.043	0.069	-0.214	0.250
<i>growth</i>	营业收入增长率	26251	0.269	0.521	-0.532	4.297
<i>gdp_dis</i>	经济差距	26251	1.288	0.918	0.000	5.658
<i>road_dis</i>	道路差距	26251	1.414	1.785	0.000	12.008
<i>pop_dis</i>	人口差距	26251	0.068	0.064	0.000	0.438

四、实证结果分析

(一)基准回归分析

本文将时间、城市和企业-城市交互进行固定,考察政府引导基金对企业异地投资的影响。表 2 第(1)—(3)列为逐步加入控制变量的回归结果。结果显示,无论在何种情形下,核心解释变量 *GF* 均显著为正,即政府引导基金能够显著吸引企业异地投资。在第(3)列结果中,政府引导基金规模每增加 1 个标准差,企业异地注册资本会增加 4.71%($0.006\times 4.594/0.585$)。即政府引导基金通过传递政策稳定和导向信号、缓解融资约束以及破解产业资源错配,有效引领企业开展异地投资。

表 2 基准回归结果

变量	IRI		
	(1)	(2)	(3)
<i>GF</i>	0.006 *** (0.002)	0.006 ** (0.002)	0.006 *** (0.002)
<i>age</i>		0.119 *** (0.046)	0.119 *** (0.046)
<i>size</i>		-0.004 (0.010)	-0.004 (0.010)
<i>tl</i>		-0.106 (0.066)	-0.108 (0.066)
<i>roa</i>		0.158 ** (0.074)	0.159 ** (0.074)
<i>cash</i>		-0.314 ** (0.122)	-0.315 *** (0.122)
<i>growth</i>		0.022 (0.013)	0.021 (0.013)
<i>gdp_dis</i>			-0.104 ** (0.050)
<i>road_dis</i>			-0.015 (0.012)
<i>pop_dis</i>			-0.367 (0.305)
<i>_cons</i>	0.559 *** (0.011)	0.368 (0.229)	0.559 ** (0.241)
固定效应	是	是	是
N	26251	26251	26251
R ²	0.735	0.735	0.736

注:括号内数值为稳健标准误;***、**、* 分别代表 1%、5%、10%的显著性,表中固定效应为年份、企业-城市和城市固定效应。下表同。

(二) 稳健性检验

为进一步检验本文结论的可靠性,本文从替换变量、排除其他政策干扰、控制混淆因素、缓解自选择问题等多维度进行稳健性检验,结果表明,本文的基准结论是稳健的。①

(三) 内生性处理

借鉴蔡庆丰等(2024)的思想以及谷成和张家楠(2024)的方法,本文使用滞后一期的城市政府审计监督作为工具变量(IV)。具体地,选取地方政府审计机关年度审计项目数、地方政府审计发现问题金额除以审计完成项目数、地方政府审计机关审计调整金额(应上缴财政+应减少财政拨款或补贴+应归还原渠道资金+应调账处理金额)除以审计完成项目数,采用熵值法得到城市政府审计监督的度量指标。总体而言,审计监督在政府引导基金中发挥着重要作用,与政府引导基金相关,但不会直接影响企业异地投资。首先,审计监督能够对政府支出的资金来源、拨付、使用等环节进行全面审查,确保资金的使用符合法律法规和政策规定。同时,通过对政府财政的绩效审计,可以促进政府引导基金管理部门和投资机构加强项目管理,提高资金使用效益(蔡庆丰等,2024)。其次,审计监督的主体主要是国家审计机关,其职责是对政府部门、公共机构和国有资产等进行监督,即城市政府审计监督与政府引导基金之间存在显著的相关性。而企业异地投资的决策主要基于市场需求等商业因素,企业根据自身的发展战略和市场情况进行投资决策,并不会因为上一期的审计监督而受到直接影响,即城市政府审计监督不会对企业异地投资产生直接影响,满足外生性。

①稳健性检验结果参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn>)附件。

表 3 的结果显示,在第一阶段回归中,城市政府审计监督的回归系数显著为正,满足相关性要求;Wald F 统计量表明不存在弱工具变量问题。第二阶段回归结果表明,政府引导基金显著吸引企业异地投资,即本文核心结论保持不变。

表 3 内生性处理回归结果

变量	<i>GF</i>	<i>IRI</i>
	第一阶段	第二阶段
<i>GF</i>		0.042 ** (0.021)
<i>IV</i>	3.046 *** (0.383)	
控制变量	是	是
固定效应	是	是
N	25069	25069
Anderson canon. corr. LM statistic	337.071	
Cragg-Donald Wald F statistic	115.492	

五、进一步分析

(一) 机制检验

1. 市场优化效应

该效应从社会资本、市场资源配置效率和市场化程度三个方面展开分析。参考徐明(2021),本文从清科私募通数据库收集各类风险投资机构的投资数据,根据融资主体所在城市加总风险投资金额(*VCC*)和投资项目个数(*VCN*)取对数衡量社会资本。市场资源配置效率(*RAE*)由 DEA-Malmquist 指数法测算城市全要素生产率衡量。市场化程度(*MP*)参照樊纲等(2011)的方法编制地级市市场化指数衡量。

表 4 中的 *M* 表示社会资本(*VCC*、*VCN*)、市场资源配置效率(*RAE*)和市场化程度(*MP*)。结果显示,*GF* 与 *VCC*、*VCN* 的交互项系数显著为正,表明在社会资本充裕地区,企业更易获得外部融资。丰富的社会资本能够增强投资者信心,促使政府引导基金更高效地引导资金流向企业。*GF* 与 *RAE*、*MP* 的交互项系数均显著为正,即高效的市场机制和资源配置体系促进生产要素自由流动,能够降低资金错配风险,助力政府引导基金精准推动企业异地发展。

表 4 市场优化效应回归结果

变量	<i>IRI</i>			
	社会资本		市场资源配置效率	市场化程度
	<i>VCC</i>	<i>VCN</i>	<i>RAE</i>	<i>MP</i>
<i>GF</i>	-0.019 *** (0.007)	-0.013 ** (0.005)	-0.004 (0.006)	-0.028 ** (0.011)
<i>M</i>	0.001 (0.006)	0.003 (0.013)	-0.220 (0.141)	-0.019 (0.019)
<i>GF</i> × <i>M</i>	0.003 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.026 ** (0.013)	0.003 *** (0.001)
_cons	0.548 ** (0.244)	0.536 ** (0.245)	0.631 ** (0.246)	0.785 ** (0.329)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
N	26223	26223	26240	26219
<i>R</i> ²	0.736	0.736	0.736	0.736

2.金融赋能效应

该效应从金融集聚和金融科技两个方面展开分析。借鉴戴美虹等(2022),本文分别使用金融业就业人数(FPS)、年末金融机构各项贷款余额(FDS)和存款余额(FCS)与城市建成区面积之比衡量金融集聚。另一方面,借鉴李春涛等(2020),本文基于金融科技关键词,利用网络爬虫技术检索网页源代码并提取搜索结果数量,加总至城市层面取对数得到金融科技发展水平(FT),并使用北京大学数字普惠金融指数取对数(DIF)作为替代变量。

表5中的 M 表示金融集聚(FPS 、 FDS 、 FCS)以及金融科技(FT 、 DIF)。表5中, GF 与 FPS 、 FDS 、 FCS 的交互项系数均显著为正,表明在金融资源高度集聚的地区,充裕的资金供给与完善的金融网络显著降低了企业融资成本,使得政府引导基金能够更高效地推动企业异地投资。 GF 与 FT 、 DIF 的交互项系数显著为正,说明金融科技凭借技术创新降低交易成本、提升融资效率,并强化风险管理能力。政府引导基金借助这些优势,能够精准识别优质异地企业,为其投资活动提供有力支持。

表 5 金融赋能效应回归结果

变量	IRI				
	金融集聚			金融科技	
	FPS	FDS	FCS	FT	DIF
GF	-0.010** (0.005)	-0.052*** (0.018)	-0.056*** (0.018)	-0.019*** (0.006)	-0.053** (0.023)
M	0.008 (0.446)	-0.581 (0.379)	-0.576 (0.498)	0.019 (0.020)	0.004 (0.081)
$GF \times M$	0.065*** (0.019)	0.028*** (0.009)	0.030*** (0.008)	0.005*** (0.001)	0.010** (0.004)
_cons	0.547** (0.254)	1.670** (0.777)	1.678* (1.018)	0.502* (0.263)	0.622 (0.588)
控制变量	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是
N	26246	26251	26251	25336	20908
R^2	0.736	0.736	0.736	0.738	0.756

3.产业协同效应

该效应从专业化、多样化产业集聚和产业升级三个方面展开分析。参考徐圆和邓胡艳(2020),本文以各城市GDP占省份GDP比重为权重,将其与各省份的制造业各细分行业就业人数相乘,得到城市层面的制造业细分行业就业人数,再根据《中国城市统计年鉴》中各城市14个服务业就业人数,然后利用2020年投入产出表测算产业相似度矩阵进行聚类,结果得到10类较好的聚类集合(大类),最后根据 $SIA = \sum_{g=1}^G P_g H_g$ 和 $DIA = \sum_{g=1}^G P_g \ln(1/P_g)$ 测算出专业化(SIA)和多样化(DIA)产业集聚,其中, $H_g = \sum_{h \in g} (P_h/P_g) \ln(P_g/P_h)$, $P_g = \sum_{h \in g} P_h$, P_h 表示小类行业在该地区的就业占比, P_g 为大类行业的就业占比。参考侯慧芳等(2024),产业升级(IU)的测算公式为 $IU = \sum_{k=1}^3 q_k \times w_k$,其中 $k=1,2,3$ 分别表示第一产业、第二产业、第三产业, q_k 为第 k 产业产值占GDP比重, w_k 为第 k 产业的权重,第一产业、第二产业、第三产业的权重依次赋值为1、2、3。

表6中的 M 表示专业化产业集聚(SIA)、多样化产业集聚(DIA)和产业升级(IU)。结果显示, GF 与 SIA 的交互项系数显著为正,表明在专业化产业集聚程度较高的地区,完整的产业链和集群效应带来规模经济与技术溢出,政府引导基金可借此优势吸引企业异地投资。 GF 与 DIA 的交互项系数显著为正,表明多元产业协同降低经济波动风险,政府引导基金通

过促进产业资源共享与技术互补,提升企业创新意愿,驱动异地投资。此外, GF 与 IU 的交互项系数在高水平下显著为正,说明高附加值产业的增长潜力使政府引导基金更易引领企业异地布局。如苏州工业园区在 2020 年 3 月成立苏州园丰资本管理有限公司,受托管理 100 亿元的产业投资基金,重点投向生物医药、纳米技术应用等战略性新兴产业,其中超过 50% 的资金聚焦生物医药领域。^①

表 6 产业协同效应回归结果

变量	IRI		
	专业化产业集聚	多样化产业集聚	产业升级
	SIA	DIA	IU
GF	-0.008 (0.006)	-0.008 (0.006)	-0.092 *** (0.031)
M	0.013 (0.074)	0.055 (0.053)	0.406 * (0.243)
$GF \times M$	0.011 *** (0.004)	0.010 *** (0.004)	0.039 *** (0.012)
$_{-cons}$	0.469 * (0.277)	0.487 ** (0.252)	-0.454 (0.648)
控制变量	是	是	是
固定效应	是	是	是
N	23869	26044	26251
R^2	0.737	0.735	0.736

(二) 异质性分析

1. 投资方向异质性

一方面,政府引导基金在设立之初就聚焦产业发展。如 2023 年底北京设立的 4 只市级政府投资基金加速落地,截至 2024 年一季度已投资 35.6 亿元,引领社会资本加码支持高精尖产业^②,这印证了政府引导基金对高技术产业发展的支持倾向。因此,本文根据《高技术产业(服务业)分类(2018)》和《高技术产业(制造业)分类(2017)》,基于《国民经济行业分类(GB/T 4754-2017)》确定高技术产业。表 7 第(1)—(2)列分别为高技术产业和非高技术产业的回归结果。结果显示,仅在高技术产业组别中,政府引导基金的估计系数显著为正,而非高技术产业组别的系数并不显著,即政府引导基金能够带动异地企业对高技术产业投资,加快地区产业发展布局。

另一方面,中小企业、科创企业等创新型企业是政府引导基金的重要扶持对象。如杭州市人民政府出台打造“3+N”产业基金集群规划,明确“投早、投小、投科”的投资导向,旨在为人才创业、中小企业创新、专精特新企业成长及科技成果转化提供政策性投融资支持。因此,沿用前文高技术产业判定标准,本文将涉足高技术产业的企业界定为高技术企业,反之则为非高技术企业。表 7 第(3)—(4)列呈现了高技术企业 and 非高技术企业的回归结果。结果表明,政府引导基金对高技术企业异地投资的引导效应显著强于非高技术企业。即政府引导基金在优化资源配置方面发挥了精准导向作用,既能有效吸引高技术企业异地投资,

①资料来源:《打造“资本+科技”创投生态》,载于苏州工业园区管理委员会网站(<https://www.sipac.gov.cn/szgyyq/yqmtjj/202105/bd69b247306c4308a95deb61b1bb2fd3.shtml>)。

②资料来源:《当好“耐心资本”培育新动能 四只市级政府投资基金已投 35.6 亿元》,载于北京市人民政府网站(https://www.beijing.gov.cn/ywdt/gzdt/202404/t20240412_3616549.html)。

又能推动企业加大对高技术产业的投入,对促进产业结构升级和区域经济高质量发展具有重要意义。

表 7 投资异质性回归结果

变量	IRI			
	高技术产业	非高技术产业	高技术企业	非高技术企业
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GF</i>	0.004 ** (0.002)	0.001 (0.002)	0.008 ** (0.004)	0.005 (0.003)
<i>_cons</i>	-2.136 *** (0.086)	-2.362 *** (0.091)	0.872 ** (0.351)	0.320 (0.332)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
N	13776	12475	12040	14211
<i>R</i> ²	0.134	0.141	0.753	0.724
组间差异 <i>p</i> 值	0.005		0.001	

2.企业异质性

一方面,作为落实国家战略的核心载体,国有企业的投资方向天然符合引导基金的政策目标,这使其在投资决策中更易受到青睐。如截至 2021 年底,中国国有企业结构调整基金已交割项目近 140 个,投资金额超过 1100 亿元,其中 82%为央企国企相关项目。^① 即相较于非国有企业,政府引导基金对国有企业异地投资的引导作用可能更强。另一方面,不同规模企业的资源需求、投资决策逻辑及与政府引导基金的匹配度存在显著差异。大规模企业异地投资具有资金需求大、周期长且与区域产业战略契合度高的特点。政府引导基金规模越大,越能匹配其大额资金需求、释放稳定的政策信号并整合产业链资源,从而有效降低投资风险。而小规模企业异地投资资金需求较小、更依赖短期成本与市场因素,对政府引导基金的规模化资金撬动及战略资源整合需求更低。

因此,本文将样本企业按照产权性质分为国有企业与非国有企业;同时,依据企业总资产规模年度中位数将样本划分为大规模企业和中小规模企业。表 8 的结果显示,相较于非国有企业和中小规模企业,政府引导基金对国有企业和大规模企业的异地投资引导效应更为显著,验证了上述猜想。

表 8 企业性质异质性回归结果

变量	IRI			
	国有企业	非国有企业	大规模企业	中小规模企业
<i>GF</i>	0.011 ** (0.006)	0.003 (0.003)	0.007 * (0.004)	0.004 (0.003)
<i>_cons</i>	0.757 (0.971)	0.718 (0.558)	0.618 (0.648)	0.073 (0.370)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
N	8193	13835	13474	12777
<i>R</i> ²	0.769	0.705	0.734	0.798
组间差异 <i>p</i> 值	0.001		0.000	

①资料来源:《经济日报:国有企业改革深入推进》,载于国务院国有资产监督管理委员会网站(<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588139/c23913800/content.html>)。

(三)企业的经济后果

政府引导基金能够通过一系列渠道吸引企业异地投资,那么在此政策辐射下,企业自身会受到何种影响?本文参考大多数学者的做法,采用 OP 方法测算企业全要素生产率(TFP);以企业财务费用占期末总负债比重度量企业债务融资成本(DFC),同时为了更好地观测数据,将所得数据乘以 100;将企业专利申请数量取对数测度企业技术创新(TI)。

表 9 的结果显示,政府引导基金和企业异地投资的交互系数与全要素生产率和技术创新显著正相关,但与债务融资成本显著负相关。即政府引导基金通过吸引企业异地投资,促进了资源跨区域流动和优化配置,提升了企业生产效率;并且政府引导基金的参与向市场传递了积极的信号,这增强了投资者和金融机构的信心,降低了企业融资成本。除此之外,政府引导基金通过推动企业进入技术发达地区,促进了技术扩散和创新,提升了企业的技术水平和竞争力。

表 9 企业的经济后果

变量	全要素生产率	债务融资成本	技术创新
	TFP	DFC	TI
IRI	-0.025 *** (0.010)	0.082 ** (0.035)	-0.123 *** (0.024)
GF	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.007)	-0.020 *** (0.004)
$IRI \times GF$	0.003 *** (0.001)	-0.010 ** (0.005)	0.014 *** (0.003)
_cons	-3.406 *** (0.291)	1.303 (1.066)	-3.952 *** (0.678)
控制变量	是	是	是
固定效应	是	是	是
N	19968	21102	21877
R^2	0.961	0.863	0.922

六、研究结论与政策建议

(一)研究结论

政府引导基金作为重要的政策工具,具有引导资本流向特定领域和区域的作用。本文基于 2004—2021 年政府引导基金及上市公司新注册企业数据,系统探究政府引导基金对企业异地投资的影响。研究表明:第一,政府引导基金能够显著吸引企业异地投资,有效发挥政策导向功能。第二,政府引导基金通过吸引社会资本、优化市场资源配置和提高市场化程度,促进金融集聚和金融科技发展,推动专业化、多样化产业集聚和加快产业升级,多条路径协同驱动企业异地投资。第三,政府引导基金对高技术企业和高技术产业异地投资具有更强的吸引效应,且国有企业和大规模企业更易在其引导下实施异地投资。第四,政府引导基金吸引企业异地投资助力该企业提升全要素生产率和技术创新水平,降低债务融资成本。

(二)政策建议

基于上文结论,本文得出以下政策建议:

第一,优化政府引导基金的投资策略与运作机制。一方面,结合政府引导基金对企业异地投资的拉动作用及异质性,政府需构建财政资金持续投入机制,保障该基金稳定运行。此

外,明确高技术产业投资重点,通过设立人工智能、生物医药、新能源等前沿领域专项子基金,吸引优质企业落地高技术项目,推动地区产业高端化、智能化转型。另一方面,持续深化政府引导基金市场化改革,尊重市场机制主导作用以激发市场主体活力,同步构建以投资回报率、资源配置效率、产业带动效应为核心指标的评估体系,定期评估并调整投资策略与运作方式,提升基金市场化运作效能。

第二,加强金融支持体系建设。一是鼓励金融机构与政府引导基金合作,为企业异地投资提供多元化金融服务。如引导银行开发针对政府引导基金投资项目的专项贷款产品,降低贷款利率和放宽融资门槛;支持证券公司为企业提供上市指导、并购重组等服务。二是通过设立金融产业园区、实施税收优惠等政策,吸引各类金融机构集聚,促进资源共享、协同发展,提升区域金融服务能力。三是建立金融风险防控机制,加强对政府引导基金和金融市场的监管,防范金融风险。

第三,优化产业发展环境。依托政府引导基金投资建设产业园区、孵化器等集聚载体,为企业异地投资打造优质硬件设施与配套服务,比如苏州工业园区。同时,深入调研各地优势产业,结合区域经济规划,聚焦专业化的产业潜力领域,比如已形成电子信息产业集群的北京中关村。此外,政府需出台产业协同发展政策,引导异地投资企业与当地企业开展技术研发合作、产业链上下游协作。通过产业协同实现资源共享、优势互补,加快产业结构升级步伐。

参考文献:

- 1.白俊、袁勋、乔君,2024:《放松市场准入管制与企业跨地区投资——基于负面清单制度试点的准自然实验》,《财经研究》第4期。
- 2.蔡庆丰、刘昊、舒少文,2024:《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?》,《金融研究》第3期。
- 3.曹春方、贾凡胜,2020:《异地商会与企业跨地区发展》,《经济研究》第4期。
- 4.常丽、武小楠,2022:《政府投资基金对初创期企业创新绩效的影响研究——基于政府配置资源市场化改革视角》,《会计研究》第8期。
- 5.陈丽娟,2022:《生产性服务业空间关联的产业结构优化效应研究——基于社会网络分析的视角》,《经济评论》第5期。
- 6.陈少强、郭骊、郑紫卉,2017:《政府引导基金演变的逻辑》,《中央财经大学学报》第2期。
- 7.戴美虹、刘帅、沈昕祥,2022:《金融空间结构与出口贸易:“量”还是“质”?》,《统计研究》第7期。
- 8.樊纲、王小鲁、马光荣,2011:《中国市场化进程对经济增长的贡献》,《经济研究》第9期。
- 9.范子英、周小昶,2022:《财政激励、市场一体化与企业跨地区投资——基于所得税分享改革的研究》,《中国工业经济》第2期。
- 10.方锦程、刘颖、高昊宇、董纪昌、吕本富,2023:《公共数据开放能否促进区域协调发展?——来自政府数据平台上线的准自然实验》,《管理世界》第9期。
- 11.方军雄,2009:《市场分割与资源配置效率的损害——来自企业并购的证据》,《财经研究》第9期。
- 12.宫义飞、张可欣、徐荣华、夏雪花,2021:《政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗》,《会计研究》第4期。
- 13.谷成、张家楠,2024:《财政分权、审计监督与地方政府回应性——来自市级民生财政支出的经验证据》,《财贸经济》第6期。
- 14.郭玥,2018:《政府创新补助的信号传递机制与企业创新》,《中国工业经济》第9期。
- 15.郝项超、李宇辰,2022:《政府产业基金吸引私人风险资本的政策效果与机制研究》,《南开经济研究》第10期。
- 16.洪娇、牛彪、王建新,2025:《政府引导基金能促进企业聚焦主业吗?——来自创业板上市公司的经验证据》,《现代财经(天津财经大学学报)》第6期。
- 17.侯慧芳、张少军、湛瑞华,2024:《数字贸易、数字产业价值链与产业结构升级——基于发展中国家的经验检验》,《经济管理》第10期。
- 18.黄嵩、倪宣明、张俊超、赵慧敏,2020:《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》,《管理评论》第3期。
- 19.蒋亚含、李晓慧、许诺,2023:《政府引导基金投后赋能与实体企业发展——来自被投企业的经验证据》,《经济管理》第3期。

20. 蓝发钦、胡晓敏、徐卓琳, 2024:《公共数据开放能否拓展资本跨区域流动距离——基于异地并购视角》,《中国工业经济》第 9 期。
21. 李春涛、闫续文、宋敏、杨威, 2020:《金融科技与企业创新——新三板上市公司的证据》,《中国工业经济》第 1 期。
22. 刘长庚、李琪辉、张松彪、王宇航, 2022:《金融科技如何影响企业创新?——来自中国上市公司的证据》,《经济评论》第 1 期。
23. 唐为、邱旋、陈子曦, 2025:《政府引导基金与战略性新兴产业发展——产业发展中的政府与市场协同视角》,《数量经济技术经济研究》第 9 期。
24. 佟岩、李鑫、田原, 2024:《“弯道超车”:国家产业投资基金与企业全要素生产率》,《经济评论》第 1 期。
25. 王红建、熊鑫、吴鼎纹, 2022:《政府引导与实体投资稳定:基于产业政策视角》,《财政研究》第 7 期。
26. 吴超鹏、严泽浩, 2023:《政府基金引导与企业核心技术突破:机制与效应》,《经济研究》第 6 期。
27. 吴滋润、李青原、赵仁杰、王红建, 2024:《地方法院人财物省级统管促进了跨地区投资》,《经济学(季刊)》第 4 期。
28. 谢贞发、陈芳敏、陈卓恒, 2023:《激励与能动性:非对称财政收支分权与企业资本跨区域流动》,《数量经济技术经济研究》第 1 期。
29. 徐明, 2021:《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》,《经济管理》第 8 期。
30. 徐圆、邓胡艳, 2020:《多样化、创新能力与城市经济韧性》,《经济学动态》第 8 期。
31. 杨兴全、刘颖、李枫, 2023:《政府引导基金与公司现金股利:融资造血抑或创投驱动》,《经济管理》第 12 期。
32. Alperovych, Y., G. Hübner, and F. Lobet. 2015. “How Does Governmental versus Private Venture Capital Backing Affect a Firm’s Efficiency? Evidence from Belgium.” *Journal of Business Venturing* 30(4):508–525.
33. Goetz, M. R., L. Laeven, and R. Levine. 2016. “Does the Geographic Expansion of Banks Reduce Risk?” *Journal of Financial Economics* 120(2):346–362.
34. Hsieh, C. T., and P. J. Klenow. 2009. “Misallocation and Manufacturing TFP in China and India.” *The Quarterly Journal of Economics* 124(4):1403–1448.
35. Ning, L., F. Wang, and J. Li. 2016. “Urban Innovation, Regional Externalities of Foreign Direct Investment and Industrial Agglomeration: Evidence from Chinese Cities.” *Research Policy* 45(4):830–843.
36. Saussier, S. 2018. *The Economics of Public-Private Partnerships*. Springer.

The Impact of Government-Guided Funds on Enterprises’ Inter-Regional Investment

Jin Yuping¹, Li Guangqin² and Huang Haoquan³

(1: College of Public Finance and Investment, Shanghai University of Finance and Economics;

2: School of International Economics and Trade, Anhui University of Finance and Economics;

3: School of Economics, Jinan University)

Abstract: Government-guided funds provide a clear direction and strong impetus for inter-regional capital flows. Based on the data of listed companies from 2004 to 2021, this paper examines the impact of government-guided funds on enterprises’ inter-regional investment. It is found that government-guided funds can significantly attract enterprises to invest in different locations, mainly through the effects of market optimization, financial empowerment, and industrial synergy. Further analysis reveals that government-guided funds have not deviated from guiding the direction of investment in high-tech enterprises and industries, and the guiding effect on state-owned enterprises and large-scale enterprises is particularly prominent. In addition, government-guided funds to promote enterprises’ inter-regional investment will enhance the total factor productivity and innovation level of the enterprises, and reduce their debt financing cost. This paper provides empirical evidence that local governments promote the construction of a unified national market.

Keywords: Government-Guided Funds, Inter-Regional Investment, Market Optimization, Financial Empowerment, Industrial Synergy

JEL Classification: D21, R11

(责任编辑:陈永清)