doi. 10. 3724/1005-0566. 20251013

“脱虚向实”抑或“脱实向虚”：政府产业引导基金对企业金融化的影响研究

田雅群[1],范亚辰[2],何 婧[3]

(1. 中国社会科学院农村发展研究所,北京 100732;
2. 中国财政科学研究院,北京 100142;3. 中国农业大学经济管理学院,北京 100083)

摘 要:创新财政投入方式和完善财政资金支持产业发展机制是深化财税体制改革的重点。作为有为政府和有效市场有机结合的创新手段,政府产业引导基金已成为支持现代产业体系建设、加快培育发展新质生产力的重要力量。本文基于2015—2023年地市级政府产业引导基金数据和上市公司数据,实证分析政府产业引导基金能否促进实体企业“脱虚向实”回归本源。结论表明,相比于未被政府产业引导基金投资的企业,政府产业引导基金投资能显著降低企业金融化水平,即有效推动被投资企业脱虚向实,经过一系列稳健性检验,该结论依旧成立。异质性检验显示,这种推动效应在民营企业、创新能力强的地区、市场化水平低的地区更加明显。机制分析发现,政府产业引导基金有助于缓解被投企业的委托代理和融资约束问题,促进企业减持金融资产。进一步研究发现,与提供财政资金奖补的传统产业政策相比,以财政资金“拨改投”为特征的政府产业引导基金政策对企业脱虚向实的促进作用更显著。本文拓展了政府产业引导基金支持实体经济发展的相关研究,为促进“有为政府”和“有效市场”相结合,服务实体产业转型升级提供理论支撑。

关键词:政府产业引导基金;企业金融化;脱虚向实;委托代理;融资约束

中图分类号:F812.7 **文献标识码**:A **文章编号**:1005-0566(2025)10-0139-11

“From real to virtual” or “from virtual to real”: Government industrial guiding funds and enterprise financialization

TIAN Yaqun[1], FAN Yachen[2], HE Jing[3]

(1. *Rural Development Institute Chinese Academy of Social Sciences*, *Beijing* 100732, *China*;
2. *Chinese Academy of Fiscal Sciences*, *Beijing* 100142, *China*;
3. *College of Economics and Management*, *China Agriculture University*, *Beijing* 100083, *China*)

Abstract: Innovating the way of investing financial funds is the focus of deepening the reform of the fiscal and taxation system. As a systematic innovation of “allocation to investment” of financial funds, government industry guidance fund is profoundly affecting the development of China's real economy. This paper empirically analyzes the impact of government industry guidance fund on the financialization of enterprises based on the data of prefecture and municipal government industry guidance fund and the data of listed companies from 2015 to 2023. The conclusion shows that compared with the enterprises not injected by the government industry guidance fund, the government industry guidance fund injection can

收稿日期:2025-03-05 **修回日期**:2025-10-15

基金项目:国家社会科学基金项目“农村数字普惠金融赋能乡村产业韧性的作用机制与路径优化研究”(24SGC013)。

作者简介:田雅群(1990—),女,内蒙古巴彦淖尔人,中国社会科学院农村发展研究所副研究员,博士,研究方向为金融理论与政策。通信作者:范亚辰。

significantly reduce the level of enterprise financialization, that is to say, it effectively promotes the injected enterprises to move away from the virtual to the real, and after a series of robustness tests, the conclusion still holds. The heterogeneity test shows that this promotion effect is more obvious in private enterprises, regions with strong innovation capacity, and regions with low marketization level. Mechanism analysis finds that the principal-agent and financing constraints of enterprises supported by the government's industrial guidance fund are effectively alleviated, which in turn promotes enterprises to reduce their financial assets. Further research finds that, compared with the traditional industrial policy of providing financial subsidies, the government's industrial guiding fund policy, characterized by the "allocation of financial funds to investment", has a more significant effect on the promotion of enterprises to move away from the virtual to the real. This paper expands the research on government industrial guidance funds to support the development of the real economy, and provides theoretical support for the combination of "active government" and "effective market" to support the development of micro-enterprises and serve the transformation and upgrading of industries.

Key words: government industrial guiding funds; enterprise financialization; from real to virtual, principal-agen; finance constraint

实体经济是经济增长的关键动力。但受市场竞争加剧与经济下行的双重压力,实体经济投资回报率普遍承压。为寻求新的利润增长点,企业倾向于将资产从实体经济领域转向虚拟经济领域,资产金融化趋势日益凸显,即呈现脱实向虚特点。脱实向虚是指将物质和精神产品的生产、流通和消费等具体的经济活动转化为以利用金融系统对信用和预期进行资本化定价的经济活动,其本质是社会经济资源(资本、人才、注意力)从创造实际价值的实体部门,过度地、非理性地流向以钱生钱的虚拟部门,导致虚拟经济过度膨胀、自我循环,并与实体经济严重脱节的过程和现象,企业金融化是其主要表现。Wind 数据显示,2013—2022 年,中国非金融类民营上市公司的金融资产配置显著增长,其平均规模自 40.28 亿元上升至 76.79 亿元,年均增长率约 7.43%,金融资产占比也从 32.0%攀升至 38.7%。实体企业金融化在短期内可能带来利润提升,但从长期看将加剧经济结构失衡,降低资源配置效率,极易引发金融危机[1]。党的二十大报告提出"坚持把发展经济的着力点放在实体经济上"。在此背景下,如何引导经济发展从"脱实向虚"转变为"脱虚向实",具有重要意义。脱虚向实本质上是一项国家层面的宏观经济战略,其核心是引导和迫使社会经济资源从虚拟经济领域重新回流到能够创造真实价值的实体经济领域,在微观层面表现为企业更加聚焦实体经济业务,降低金融资产占比。能否获取有效和稳定的资金支持是企业回归实体经济关键因素[2]。私募股权投资市场是企业获得"耐心资本"的重要来源。与西方国家以市场化投资者为主的私募股权投资市场不同,我国各级政府深度参与到私募股权投资业务之中,并催生出具有中国特色的庞大政府引导基金体系。政府引导基金是指由财政部门出资设立,吸引金融机构、投资机构及社会资本参与,不以营利为目的,通过股权投资支持企业发展的投资基金。截至 2024 年年末,政府引导基金累计设立 1 627 只,累计认缴资金规模达 3.35 万亿元①,广泛投入到科技创新、产业升级、区域发展等多个领域,为推动我国经济社会发展注入了强劲动力。

中国政府引导基金包括产业引导基金和创业投资基金。不同于创业投资基金聚焦于初创企业,产业引导基金着眼于企业的全生命周期,因此更容易发挥政府"有形之手"和市场"无形之手"的结合优势,在实践中被广泛运用。基于此,本文以政府产业引导基金作为研究对象。学界普遍认为,治理企业金融化的关键在于营造良好的制度环境,如颁布产业政策[3]、实施增值税改革[4]或推行企业所有制改革[5]等。那么,政府产业引导基金作为财政资金"拨改投"的制度创新,能否真正

① 参见《一财社论:政府投资基金也应防止"内卷式"竞争》,https://www.yicai.com/news/102752560.html。

扭转企业脱实向虚的发展趋势？这是探究政府产业引导基金实施效果亟须回答的问题。如果政府产业引导基金能推动企业脱虚向实，那么内在作用机理是什么？此外，区别于以拨款补贴、税收优惠、国有土地要素低价出让等为主要内容的传统产业政策，政府产业引导基金能否给企业金融化带来差异性影响？

为了回答上述问题，本文基于2015—2023年地市级政府产业引导基金数据和上市公司数据，实证探究政府产业引导基金对企业金融化的影响。结论表明，相比于未被政府产业引导基金投资的企业，政府产业引导基金投资能显著降低企业金融化水平，即有效推动被投资企业脱虚向实，经过一系列稳健性检验，该结论依旧成立。这种推动效应在民营企业、创新能力强的地区、市场化水平低的地区更显著。机制分析发现，政府产业引导基金投资有助于缓解被投企业的委托代理和融资约束问题，促进企业减持金融资产。此外，与提供财政奖补的传统产业政策相比，以财政资金“拨改投”为特征的政府产业引导基金政策，对企业脱实向虚的促进作用更显著。

本文可能存在的边际贡献在以下方面。第一，已有研究立足于政府产业引导基金对投资失败的高容忍性、风险投资偏好和政策目标等角度[6-7]，研究其对企业创新、股利分配、劳动收入份额、区域发展的引导效应与挤出效应[8-10]。本文则立足于企业资产配置的角度，探讨政府产业引导基金对企业金融化的影响，从治理机制和融资约束机制两个角度厘清其作用机制，进一步丰富了政府产业引导基金的微观经济影响研究。第二，已有研究从财政补贴和税收优惠等角度，探究了传统产业政策对企业投资的影响[11-12]。本文则基于财政资金“拨改投”的制度创新，对比分析政府产业引导基金与传统产业政策的差异性效果，为“有为政府”与“有效市场”的良性互动提供理论和经验证据。

一、理论分析与研究假说

政府产业引导基金体现了政府与市场的双重属性。从政府角度看，在财政分权体制下，地方政府绩效考核更多以经济指标为主且自负盈亏。因此，将与产业政策相关的地方产值纳入考核范围是地方政府开展锦标赛竞争的关键[13]。政府产业引导基金注重发挥财政资金的引导作用和放大效应，这有利于被注资企业实现创新升级和盈利提升，进而增加地方产值，为地方官员获得政治晋升提供强大动力[14]，形成实体投资增加与官员晋升的良性互动。从市场属性看，政府产业引导基金注资意味着企业享受政府资源倾斜，促使管理者形成对未来发展的乐观预期，提高对创新研发风险容忍度，从而激发企业的实体投资热情[15]。

然而，实体投资的增加并不意味着企业减持金融资产。政府产业引导基金能否促进企业“脱虚向实”与企业金融化的动机有关。“资金储备”动机认为，金融资产的“蓄水池效应”使企业能够通过出售金融资产来缓解融资约束，改善资产负债表，实现再融资以增加实业投资[16-17]。“投资替代”动机认为，相较于实体经济收益率，金融投资的回报率明显偏高。因此，企业为了追求高收益将更倾向于持有金融资产[18]。而政府产业引导基金注资有助于削弱企业的“资金储备”动机和“投资替代”动机。一方面，政府产业引导基金的注资行为能有效发挥其示范与引领作用，通过向市场释放积极信号，广泛吸引社会资本的参与。这有助于增加企业现金流入，降低企业资金储备需求，削弱企业“资金储备”动机。另一方面，政府引导基金可以凭借其在政策、信息等方面的优势，有效整合资本、技术、人才等资源，为企业发展创造良好的生态环境。比如，在推动产业集群发展方面，政府产业引导基金可以联合产业链上下游企业、科研机构等，促进资源共享和协同创新。同时，政府产业引导基金可以通过提供风险补偿、分担投资损失等方式，降低投资风险，提高社会资本和企业的失败容忍度，进而削弱企业的“投资替代”动机。总体而言，政府产业引导基金通过支持企业发展，有效引导企业回归实体经济。基于以上分析，本文提出如下假设。

假设H1：政府产业引导基金投资能够降低企业金融化，即促进企业脱虚向实。

信息不对称导致股东和管理者存在委托代理问题。由于投资金融资产更容易获得高额报酬率,经理人基于短期业务考核要求和自利行为[19],更倾向于推动企业金融化,而忽视企业金融化对企业长期发展的不利影响。但私人风险资本并不能有效缓解委托代理问题,其根源在于私人风险资本需要应对风险资本市场竞争、管理人考评、在存续期内成功退出和回报出资者等问题[20],因此天然具有“逐利动机”的私人风险资本更加注重被投资企业短期业绩表现,从而对实体产业投资产生挤出效应[21]。相比之下,政府产业引导基金作为“长期价值发现者”和耐心资本的重要组成部分,更注重企业长期发展尤其是创新发展,这将引导企业经营观念由关注短期价值向长期价值转变,降低经理人的短视行为,进而减少对金融市场的依赖,抑制企业脱实向虚倾向。同时,政府产业引导基金通过外部监督作用,完善企业内部治理机制,防止其脱实向虚。例如,政府产业引导基金的运营方与被投资企业签订投资协议,明确被投资企业自接受政府产业引导基金注资之日起,政府产业引导基金享有可能影响公司未来运营的投资、并购、资产处置等活动的知情权、部分审批权、业绩承诺及补偿等,以监督被投资企业资金使用和业务经营,促进其更加注重实体经济业务。基于以上分析,本文提出如下假设。

假设 H2:政府产业引导基金投资能够完善公司治理机制,推动企业脱虚向实。

学界认为,企业脱实向虚与融资约束有关[22]。在债务融资层面,通过商业银行获取信贷资金是企业融资的主要渠道,但受制于商业银行条件排斥、价格排斥以及借款人自我排斥等因素,部分企业无法获得足额贷款甚至无法获得贷款。在股权融资层面,私人投资方囿于较高的搜寻成本与核实成本而投资意愿不足。相比之下,政府产业引导基金注资能够发挥认证功能,缓解企业融资困境[23]。一方面,政府产业引导基金以股权形式注资后,被投资企业直接获得了流动性[24]。另一方面,企业获得政府产业引导基金投资会向资本市场和产品市场传递出积极信号,使其在资本市场更容易获得私人风险投资[25-26],在产品市场上更容易得到上下游关联方的认可,获得更多的商业信用支持[27]。随着企业资金状况的改善,企业将减持出于预防性动机而持有的金融资产,将更多资金用于资本性投入和技术研发以促进产业升级。基于以上分析,本文提出如下假设。

假设 H3:政府产业引导基金投资能够缓解企业融资约束,推动企业脱虚向实。

二、研究设计

(一)数据来源

本文选取 A 股上市企业为研究样本,鉴于自 2015 年起政府产业引导基金进入规范发展阶段,因此本文样本时间跨度为 2015—2023 年。样本数据来源于清科私募通数据库、国泰安数据库和《中国城市统计年鉴》。数据处理步骤如下:第一步,通过清科私募通数据库获取政府产业引导基金各年度投资数据,包括被投资企业所属行业、地区、投资时间、投资金额、上市情况等;第二步,通过国泰安数据库获取被投资企业的财务数据和治理数据;第三步,清理数据,剔除 ST 和 *ST 公司、金融和保险行业公司、关键变量缺失的公司,最终确定 16 764 个“年份—个体”观测值。

(二)模型设定及变量选取

为准确估计政府产业引导基金对企业金融化的影响,本文基于政府产业引导基金在企业层面的渐近性投资过程,使用多时点 DID 模型,通过捕捉处理组与控制组在企业—年份维度上的系统性差异,以识别其因果效应。

具体模型为:

$$vtr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 did_{i,t} + \alpha_i controls_{i,t} + year + firm + ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,$vtr_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 年的金融化水平,本文参考刘柏等[28]的做法,采用金融资产占总资产的比例来衡量企业金融化水平,以表征企业脱虚向实程度。在金融资产的界定上,本文遵循如下惯例:首先,投资性房地产因其能产生即期或远期货币收入[29],故被视作一项特殊的金融资产;其次,将上市公司持有的理财及信托产品纳入金融资产范畴,对应的会计科目为“其他流动性资产”;最后,货币资

金虽为交易性与预防性动机所持有,但其本身无法带来资本增值,故不被认定为金融资产。因此,本文金融资产包括交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产和其他流动性资产之和。$treat_t$ 为政府产业引导基金分组处理变量,$treat_t = 1$ 表示处理组,即获得政府产业引导基金注资的企业;$treat_t = 0$ 表示控制组,即未获得政府产业引导基金注资的企业。$post_i$ 为时间处理变量,鉴于每个企业受到政府产业引导基金注资的时间不同,政府产业引导基金投资当年及以后年份设定为 $post_i = 1$,其余年份取值为 $post_i = 0$。交互项 $did_{i,t} = treat \times post$ 是本文关注的核心解释变量,表示企业 i 在 t 年是否获得政府产业引导基金投资。本文控制变量(*controls*)的选取借鉴贺佳等[30]的做法,在企业层面,选择控制公司基本特征、财务特征以及公司治理特征等变量,包括公司成立年限(*age*)、公司规模(*size*)、资本回报率(*roe*)、账面市值比(*mb*)、是否两职合一(*dual*)、资本保值增值率(*cpa*)、股权集中度(*share*)和现金流量比率(*ocf*);在宏观经济层面,控制被投资企业所在地的人均国民生产总值(*pergdp*)。*year*、*firm*、*ind* 分别表示控制年份、企业、行业的固定效应;$\varepsilon_{i,t}$ 表示残差项。

表 1 关键变量定义及统计性描述

变量	变量含义(或计算方法)	观测值	均值	最小值	最大值
vtr	企业金融化	16 764	0.055	0	0.809
did	是否获得政府产业引导基金注资	16 764	0.224	0	1
age	企业成立年限	16 764	2.897	0.693	4.220
size	总资产规模取对数	16 764	21.771	16.638	27.299
roe	净利润/所有者权益	16 764	0.038	-96.504	37.199
mb	账面价值/市场价值	16 764	0.336	-0.286	1.292
dual	董事长和总经理是否两职合一	16 764	0.891	0	1
cpa	资本保值增值率	16 764	0.105	-9.614	9.903
share	前十大股东占比	16 764	31.232	1.844	89.093
ocf	经营活动现金流量净额/总资产	16 764	0.118	-8.134	7.046
pergdp	人均 GDP	16 764	0.923	0.125	1.994

三、实证分析

(一)基准回归结果

表 2 为政府产业引导基金对企业金融化的回归结果。其中,第(1)列是未加入固定效应的回归结果,第(2)列是加入行业固定效应、年度固定效应和个体固定效应的回归结果,可以发现,变量 *did* 的回归系数均在 10% 的统计水平上显著为负,即与未获得政府产业引导基金注资的企业相比,受到政府产业引导基金注资的企业将更多的减持金融资产。换言之,政府产业引导基金对企业脱虚向实发挥显著的促进作用。从经济学意义上看,以第(2)列为例,样本期内政府产业引导基金投资使得企业金融资产占比下降 0.003,这相当于在金融资产占比均值 0.055 的基础上降低 5.45 个百分点,该结论验证了本文假设 H1。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	vtr	*vtr*
did	-0.005*	-0.003*
	(0.003)	(0.001)
age	-0.018***	0.023
	(0.003)	(0.020)
size	-0.007***	-0.002
	(0.001)	(0.001)
roe	0.009	0.017***
	(0.006)	(0.001)
mb	0.014**	-0.009*
	(0.006)	(0.003)
dual	-0.012***	0.037***
	(0.004)	(0.001)
cpa	-0.003	0.002**
	(0.004)	(0.001)
share	-0.004	0.005
	(0.007)	(0.014)
ocf	0.029	0.055***
	(0.054)	(0.009)
pergdp	0.023**	-0.007
	(0.010)	(0.015)
常数项	0.245***	-0.002
	(0.022)	(0.041)
行业固定效应	未控制	控制
年度固定效应	未控制	控制
个体固定效应	未控制	控制
观测值	16 764	16 764
R^2	0.014	0.466

(二)稳健性检验

1. 平行趋势检验

使用双重差分的前提是政策实施前处理组和控制组满足平行趋势检验,即在政府产业引导基金投资前,受到投资的企业与未受到投资的企业相比,两者的资产金融化没有显著差异。本文以政府产业引导基金投资当年为基期,平行趋势检验结果如图 1 所示。该结果不仅满足了平行趋势

假设,更识别出了政府产业引导基金对企业金融化的持续性影响,即其注资能够长期且显著地抑制企业金融化水平。

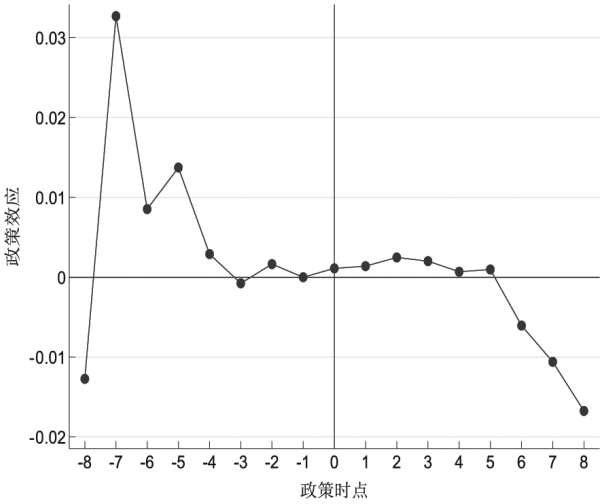

图 1　平行趋势检验

2. *PSM-DID*

本文研究的样本涵盖 209 个地级市的上市公司。由于样本分布广泛且各地域经济特征差异显著,因而在企业规模、行业分布与区域经济环境等方面均存在较大的异质性。本文采用近邻匹配方法获得满足共同支撑条件的最优控制组,匹配结果如图 2 所示。回归结果显示,变量 *did* 的回归系数显著为负,这与基准回归结论相同。

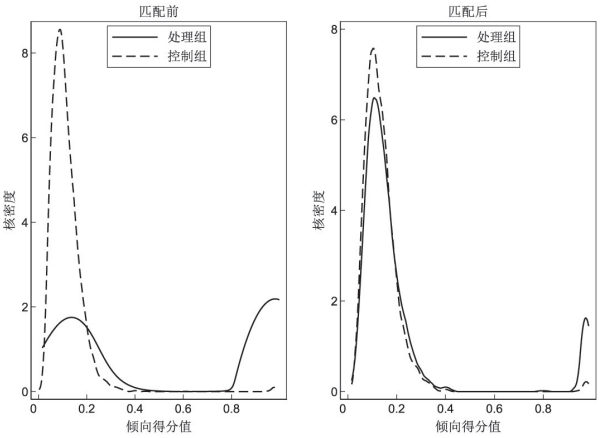

图 2　匹配前后核密度函数

3. 安慰剂检验

若企业金融化程度的降低不是由政府产业引导基金投资引起的,而是由时间变化导致的,则企业脱虚向实与政府产业引导基金没有任何关联。为了排除这种影响,本文参考徐思等[31]的做法,将政府产业引导基金投资与否的虚拟变量提前 1 年(did^{-1year})进行反事实检验。结果显示,变量 did^{-1year} 的回归系数不显著,再次验证了本文基准回归结论的稳健性。

4. Heckman 两阶段

企业金融化的投资决策包括两个阶段:是否持有金融资产以及金融资产持有占比,并且这两阶段受不同因素影响,若忽略这一差异可能导致估计结果的不一致。为了进一步解决这个问题,需要考虑两阶段选择行为的分布,第一阶段以企业是否持有金融资产作为选择变量,采用 *Heckman* 两步法对模型进行估计,以避免样本选择偏误。本文通过回归 *Probit* 模型估计选择方程,得出逆米尔斯比率 *imr* 并将其代入第二阶段。在加入逆米尔斯比率 *imr* 控制样本选择偏差后,并未改变本文基本结论(见表 3)。

表 3　稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	PSM-DID	安慰剂检验	*Heckman* 两阶段	排除其他政策
did	−0.009* (0.002)	—	−0.039*** (0.004)	−0.006* (0.002)
did^{-1year}	—	−0.003 (0.002)	—	—
imr	—	—	0.023*** (0.003)	—
didlaw	—	—	—	0.002 (0.003)
常数项	0.118 (0.017)	−0.001 (0.038)	−0.057* (0.020)	0.070* (0.023)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	4 194	11 180	9 509	13 102
R^2	0.511	0.466	0.506	0.448

注:同上。

5. 排除其他政策干扰

我国在 2018 年完成预算法案的相关修正并实施,此次修订明确了“讲求绩效和收支平衡”的预算编制原则,并从纵向上明确了中央、省、市、县、乡五级预算管理关系,横向上明确了同级人大、政府、财政及部门之间预算管理职责、管理内容、管理权限、管理范围等。鉴于政府产业引导基金的设立和发展与地方政府预算有关,本文以《中华人

民共和国预算法》实施时间为依据,设定预算法案修订的虚拟变量(*law*),具体定义为2018年及以后,*law*取值为1,反之则为0,并将其与解释变量构造交互项(*didlaw*),回归结果显示交互项系数不显著,这说明预算法案修订不会冲击政府产业引导基金对企业资产金融化的负向影响。

(三)异质性分析

1. 产权性质

民营企业和国有企业在公司治理和日常运行存在较大差别。作为中国特色社会主义重要物质基础和政治基础的国有企业,政治属性决定了其融资便利性高和融资成本低。相比之下,民营企业在以国资背景为主导的金融市场中天然地面临金融排斥,这导致民营企业对投资期限和回报率要求高、对投资失败容忍度低,因此其投资金融资产的动机更强。在此背景下,政府产业引导基金对民营企业脱虚向实的促进作用可能更为明显。本文将样本企业按照产权性质分组,民营企业(*private*)赋值为1,国有企业(*gover*)赋值为0,以检验政府产业引导基金对企业脱虚向实的影响在不同产权性质企业中的差异。回归结果显示,在民营企业样本中,政府产业引导基金(*did*)与企业金融化(*vtr*)显著负相关;在国有企业样本中,政府产业引导基金(*did*)与企业金融化(*vtr*)的回归系数不显著。这表明,政府产业引导基金在推动民营企业脱虚向实方面发挥着更为关键的作用。该结论也为中国政府当前着力支持民营经济发展的政策导向提供了有力的实证依据。

2. 基于创新地区

我国各地区创新水平差距悬殊。例如,东部沿海地区尤其是江浙地区,由于可供选择的优质项目多、地区基础设施完备、企业创新意识强,在政府产业引导基金投资的加持下,企业更倾向于加大创新支出。反之,在创新水平较低的地区,政府产业引导基金设立数量少、规模较小,且企业囿于投资环境、投资项目、投资意识等因素,不会轻易改变经营决策。本文参考杨兴全等[32]的做法,根据企业研发费用占所在地级市科学技术支出的比值进行分组检验,若企业研发费用占比在前三分之一,则划分为高创新地区(*high_inn*)并取值为1;若企业研发费用占比在后三分之一,则划分为低创新地区(*low_inn*)并取值为0。回归结果显示,在高创新地区,政府产业引导基金(*did*)与企业金融化(*vtr*)显著负相关;在低创新地区,政府产业引导基金(*did*)与企业金融化(*vtr*)的回归系数不显著,说明政府产业引导基金促进企业脱虚向实的作用在高创新地区更为明显(见表4)。

表4 异质性分析结果

变量	产权性质		创新地区		市场化程度	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	private	*gover*	*high_inn*	*low_inn*	*low_mar*	*high_mar*
did	-0.015 ***	-0.003	-0.009 **	0.008	-0.011 **	-0.002
	(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.006)	(0.003)	(0.278)
常数项	-0.012	-0.009	-0.166	-0.012	0.304	0.447
	(0.103)	(0.064)	(0.119)	(0.249)	(0.137)	(0.866)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1 878	8 457	4 313	5 008	3 664	5 661
R^2	0.535	0.502	0.616	0.588	0.589	0.519

注:产权性质不包括混合所有制企业和中外合资企业。其余同上。

3. 市场化进程

由于我国各地区市场化程度不一,企业外部融资约束和治理环境相应的也存在高度差异。对于市场化程度较低的地区,由于基础设施完备性不足和市场环境优良度不高等因素,企业难以获取金融资本和社会资本支持。而政府产业引导基金不仅能够改善区域投融资环境,其注资行为更发挥了增信作用,撬动社会资本投资企业,以强化企业创新活动,进而减少资产金融化。为印证这一猜想,本文按中国市场化指数[33]的中位数将企业所在地级市划分为高市场化地区(*high_mar*)和低市场化地区(*low_mar*),在高市场化地区,*high_mar*取值为1;低市场化地区,*low_mar*取值为0。回归结果显示,在低市场化地区,政府产业引导基金(*did*)与企业金融化(*vtr*)显著负相关;在高市场化地区,政府产业引导基金(*did*)与企业金融化(*vtr*)的回归系数不显著,说明政府产业引导基金促进企业脱虚向实的作用在低市场化地区更为明显。这一现象符合中国的实际情况,在市场化程度低的地区,企业与政府长期存在的“依附和被依附”的关系决定了企业高管具有较强的政治关联,这意味着企业投资行为更容易受到地方政府的影响[34]。

五、进一步分析

(一)作用机制分析

1. 治理机制

由于政府产业引导基金事关产业布局、产业升级和产业韧性等产业发展核心问题,因此基金在注资和运行中采取“一事一议”的管理办法,尤其强调对基金合规性的考核。例如,政府部门有权对基金投向、投资进度等进行穿透式监管,并可委派观察员。同时,制度明确要求基金建立向出资人及主管部门的定期报告机制,内容须涵盖运营、财务及重大事项。对于被注资企业而言,这些约束性条件使企业面临较强的外部监管。而外部监督压力有助于缓解企业内部的委托代理问题,从而提升决策效率,并促使企业转向以长期价值为导向的发展模式。这种转变会降低被注资企业对短期金融套利的依赖,有效抑制其脱实向虚倾向。因此,本部分以企业委托代理成本为视角构建如下回归模型进行检验。

$$oer_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 did_{i,t} + \alpha_i controls_{i,t} + year + firm + ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$vtr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 did_{i,t} + \alpha_2 oer_{i,t} + \alpha_i controls_{i,t} + year + firm + ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,本文参考陈克兢[35]的做法,采用经营费用率($oer_{i,t}$)表征股东与管理层之间的代理问题。其余变量同式(1)。回归结果如表 5 第(1)列、第(2)列所示。在第(1)列中,变量 *did* 的回归系数显著为负,说明与未受到政府产业引导基金投资的企业相比,受到政府产业引导基金投资的企业的经营费用率显著降低;在第(2)列中,变量 *did* 的回归系数显著为负且变量 *oer* 回归系数显著为正,表明相较于未获投资的企业,受政府产业引导基金支持的企业金融化水平更低,这得益于经营费用率的下降。

2. 融资约束机制

我国金融体系是典型的银行主导型金融体系,企业以间接融资模式为主,银行在将储蓄转化为投资、分配资源、控制企业经营、提供风险管理工具等方面发挥领导作用,这导致企业面临不同程度的融资约束。政府产业引导基金作为资本市场的重要力量,利用“有形之手”发挥财政资金引导和放大作用。能否改善企业融资约束、提高金融资源配置效率并推动企业高质量发展是政府产业引导基金的重要任务。从直观上看,政府产业引导基金注资发挥增信功能,向资本市场和产品市场传递出企业发展前景良好的积极信号,使得被投资企业更容易获得资金支持,以缓解其融资约束。被投资企业资金状况改善,因融资约束造成的资产金融化情况将得以扭转,且有能力进行资本性投入和技术研发以促进产业升级。因此,本部分从企业融资约束的视角构建如下回归模型进行检验。

$$SA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 did_{i,t} + \alpha_i controls_{i,t} + year + firm + ind + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$vtr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 did_{i,t} + \alpha_2 SA_{i,t} + \alpha_i controls_{i,t} + year + firm + ind + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

学界衡量企业融资约束方法主要有以下两种:一是单个财务指标测度,如利息支出、资产规模和是否获得银行授信等[36-37];二是构建相关指数,如 *CSF* 指数、*KZ* 指数、*WW* 指数和 *SA* 指数[38-39]。为了全面刻画企业融资约束程度,本文采用 *SA* 指数作为中介变量。其中,*SA* 指数的计算公式为 $SA_{i,t} = 0.737 \times size_{i,t} + 0.043 \times size_{i,t}^2 - 0.04 \times age_{i,t}$。*size* 为企业规模,*age* 为企业年龄,其余变量解释同式(1)。回归结果如表 5 第(3)列、第(4)列所示。第(3)列中变量 *did* 的回归系数显著为负,说明相较于未获投资的企业,政府产业引导基金的投资显著缓解了目标企业的融资约束。结合第(3)列的回归结果,在第(4)列中,变量 *did* 的回归系数显著为负且变量 *SA* 的回归系数显著为正,说明政府产业引导基金通过缓解企业的融资约束,降低其对金融资产配置的依赖,从而有效抑制企业金融化。

(二)政府产业引导基金与传统产业政策的比较分析

根据财政职能不同,产业政策主要分为两种形式,一种是传统产业政策,该政策是具有直接或间接的财政拨款性质,即通过提供直接的财政补贴或税收减免,以促进相关领域的发展和创新。另一种是财政资金“拨改投”,如政府产业引导基金,该政策的特点是财政资金以股权等形式注资

企业,通过发挥增信效能以引导各类社会资本支持相关产业发展。那么,这两种差异化的产业政策是否会对企业经营行为产生不同影响?厘清政府产业引导基金相较于传统产业政策的效果差异,对于优化现有产业政策具有较强的现实意义。本文以享受财政补贴但没有受到政府产业引导基金注资的企业为研究样本,以财政补贴(*subsidy*)作为解释变量,回归结果如表5第(5)列所示,变量 *subsidy* 的回归系数不显著,说明仅享受单一的传统产业政策不能对企业脱虚向实发挥明显的促进效果。因此,本文进一步以享受传统产业政策支持且获得政府产业引导基金注资的企业为处理组,以没有享受传统产业政策支持但未获得政府产业基金注资的企业为控制组,回归结果如表5第(6)列所示,享受双重产业政策更能降低企业金融化水平。对比第(5)列、第(6)列结果可发现,政府产业引导基金对企业脱虚向实发挥积极效能。两种产业政策呈现异质性政策效果的内在根源在于,相较传统产业政策,政府产业引导基金具有政策专用性和激励约束机制设计。就政策专用性而言,政府产业引导基金是一种“精准滴灌”式的结构性工具,通过直接投资特定企业实现强专用性。相比之下,传统产业政策基于行业划定支持范围,更接近“大水漫灌”式的普惠性补贴,因而专用性较弱。就政策激励约束机制而言,传统产业政策的补贴行为是对受补贴企业的重视,也是对未受补贴企业的歧视[40],加之骗补现象频发,导致企业经营决策偏离高质量发展路径。相比之下,政府产业引导基金政策具有健全的基金绩效管理体制。例如,将绩效评价结果作为刚性约束,与管理费支付及超额收益分配机制等相联动,以激励约束政府产业引导基金规范运行,确保政策实施效果与基金设立初衷的一致性。

表5 进一步分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	oer	*vtr*	*SA*	*vtr*	*vtr*	*vtr*
did	-0.043 ** (0.012)	-0.003 * (0.001)	-0.099 ** (0.018)	-0.003 * (0.001)	—	-0.004 * (0.002)
oer	—	0.002 * (0.001)	—	—	—	—
SA	—	—	—	0.007 *** (0.001)	—	—
subsidy	—	—	—	—	0.001 (0.002)	—
常数项	1.194 (0.605)	-0.004 (0.042)	-1.583 * (0.565)	0.026 (0.041)	0.055 (0.113)	0.043 (0.191)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	16 764	16 764	16 764	16 764	4 385	3 924
R^2	0.256	0.466	0.289	0.466	0.550	0.512

注:同上。

六、研究结论和政策启示

政府产业引导基金作为“拨改投”的财政制度创新,其成效如何——是否切实促进实体经济回归本源,是一个亟待深入探讨与验证的重要课题。本文采用2015—2023年各地市级政府产业引导基金数据与上市企业数据,实证探究政府产业引导基金注资对企业脱虚向实的影响。研究结论表明:第一,政府产业引导基金会注资显著降低企业金融化水平,引导企业聚焦实体经济;第二,政府产业引导基金通过双重路径有效抑制企业脱实向虚倾向,即通过改善企业的委托代理问题,规范企业投资决策,通过缓解企业面临的融资约束,促使企业降低资产金融化水平;第三,政府产业引导基金注资对企业脱虚向实的推动效应在民营企业、地区创新能力强、市场化水平低的地区更明显;第四,与“拨款式”的传统产业政策相比,“投资式”的政府产业引导基金政策对企业脱实向虚的促进作用更显著。本文不仅从理论层面完善了政府产业引导基金影响微观市场主体的逻辑体系,也从实践层面为进一步推动“有为政府”与“有效市场”结合提供了经验证据。基于此,本文有如下政策启示。

第一,客观认识企业脱实向虚对经济社会发展的影响及其与脱虚向实的辩证统一关系。审视企业脱实向虚,必须认识到其双重性。从短期看,企业提升金融投资能增加资金效率、分散经营风险,但过度金融化则会侵蚀主业、积累泡沫,对实体经济根基构成长期挑战。因此,需要企业经营逐步向脱虚向实转变。但在转变过程中,必须辩证看待脱实向虚与脱虚向实的关系。虚拟经济与实体经济是国民经济的两个重要组成部分,两者之间相辅相成,其中任何一方的超前发展或滞后发展都将为整个经济系统的健康运行带来负面影响。对企业投资脱实向虚进行治理,表面上看是对虚拟经济体系的发展进行抑制,但实质在于通过对过热发展的虚拟经济进行降温,以谋求其与

实体经济发展的协调。为此,既要克服不顾实体经济发展的虚拟经济繁荣,同时也要纠正以发展实体经济之名而过分抑制虚拟经济发展的错误导向。只有实现实体经济和虚拟经济的协同发展,才能提高资源配置效率和资源利用效率;实现产业链、供应链和价值链的整合与优化,提高生产效率和降低经济运行成本。由于实体经济与虚拟经济拥有不同的运行方式,所以无论发展实体经济,还是治理虚拟经济,都需要遵循其发展规律,在科学论证的基础上辩证施策。

第二,疏堵结合规范实体经济和虚拟经济运行。逐利性是资源流动的原动力,实体经济景气度的下降及虚拟经济的相对繁荣所形成的实体经济与虚拟经济之间投资回报率的差异是驱动企业资产配置脱实向虚的根本动因。因此,要从源头上治理企业脱实向虚,需要采取“疏”与“堵”相结合的思路,从振兴实体经济与规范虚拟经济两个方面“双管齐下”。一方面,通过振兴实体经济,有序引导企业资源脱虚向实。例如,通过扩展市场为实体企业发展提供市场空间,完善减税降费政策,降低实体企业运行成本等。另一方面,通过强化金融监管,治理金融乱象,规范虚拟经济发展,有效堵住金融资源监管套利的漏洞。例如,监管机构秉承穿透式监管策略,依据资金来源向上穿透最终投资者,依据资金投向向下穿透底层产品,实行资金全流程监控。

第三,合理扩大政府产业引导基金规模,强化财政资金对企业融资的增信功能和杠杆放大效应。建议地方政府在财力允许、基金运行良好、风险可控、项目投资收益稳定的基础上,继续合理扩大政府产业引导基金规模,充分发挥财政资金的增信功能和杠杆放大效应,拓宽企业直接融资渠道,推动企业发展实体经济。考虑到各省财力的差异,建议在评估省级财力的基础上,从中央层面给予弱势省份一定的专项资金支持,用以扩大政府产业引导基金规模。探索试点中央层级政府产业引导基金的“风险劣后”功能,引导撬动地方基金和社会资本投早、投小、投硬科技和投长期,实现央地间的上下联动、优势互补。

第四,推动政府产业引导基金健全科学规范的运作管理和投资决策机制,削弱被投企业的“资金储备”和“投资替代”动机,促进企业脱虚向实。监管部门需进一步规范基金运作管理,推动基金管理机构结合被投企业的产权性质、创新能力、市场化水平制定科学化、精细化的投资方案和风险分担机制,引入更加匹配企业经营特点的社会资本,削弱被投企业的“资金储备”动机和“投资替代”动机,促进实体产业转型升级。同时,在政府产业引导基金注资过程中,应结合企业的产权性质深入评估地区创新能力、市场化水平选择投资标的。政府产业引导基金既要对高新科技企业、专精特新企业“锦上添花”,还要对创新性中小民营企业、低市场化地区的潜力型企业“雪中送炭”。此外,需要推动建立以长周期考核为核心的多元化绩效考核体系,发挥政府投资基金的长期资本、耐心资本作用,抑制被投企业经理人的短视行为。探索建立纳入 3 年以上业绩的长周期考核机制,以及标准统一且操作可行的尽职免责机制,推进政府产业引导基金向长期资本、耐心资本转型,促进被投企业完善内部治理机制,缓解委托代理问题,引导经理层更加关注企业长期价值增长,聚焦实体业务经营、专注科技创新,扭转脱实向虚倾向。

第五,辩证认识传统产业政策与政府产业基金等投资类产业政策。财政资金使用方式从传统产业政策到政府产业基金,标志着产业治理范式的一次深刻变迁。前者主要通过直接干预与资源倾斜来塑造产业格局,后者则致力于通过市场化、资本化的方式引导资源配置,但二者并非简单的替代关系。现阶段,由于政府产业引导基金的政策效果好于传统产业政策,因此建议我国进一步深化“拨改投”的财政资金使用方式改革,提高财政资金使用效能。但仍要发挥传统产业政策的作用,需要各级政府可统筹考虑政府产业引导基金与传统产业政策的配比,通过市场化投资与财政补贴的多样化组合形式实现财政政策效果最大化,推动实体企业高质量发展。

参考文献:

[1]杜勇,谢瑾,陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济,2019(5):136-154.

[2]万良勇,查媛媛,饶静. 实体企业金融化与企业创新产出:有调节的中介效应[J]. 会计研究,2020(11):98-111.

[3]于连超,张卫国,毕茜. 产业政策与企业“脱实向虚”:

市场导向还是政策套利[J]. 南开管理评论,2021(4):128-142.
[4]徐超,庞保庆,张充. 降低实体税负能否遏制制造业企业“脱实向虚”[J]. 统计研究,2019,36(6):42-53.
[5]钱爱民,吴春天,朱大鹏. 民营企业混合所有制能促进实体经济“脱虚返实”吗?[J]. 南开管理评论,2023,26(1):134-147.
[6]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(8):23-40.
[7]吴超鹏,严泽浩. 政府基金引导与企业核心技术突破:机制与效应[J]. 经济研究,2023(6):137-154.
[8]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.
[9]陈伟,李杨. 政府引导基金、地区制度环境与新质生产力[J]. 财经论丛,2025(7):64-75.
[10]孟祥瑜,谢获宝,黄大禹. 政府引导基金与企业劳动收入份额[J]. 财经研究,2024,50(9):154-168.
[11]张同斌,高铁梅. 财税政策激励、高新技术产业发展与产业结构调整[J]. 经济研究,2012,47(5):58-70.
[12]柳光强. 税收优惠、财政补贴政策的激励效应分析:基于信息不对称理论视角的实证研究[J]. 管理世界,2016(10):62-71.
[13]王克敏,刘静,李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. 管理世界,2017(3):113-124
[14]郭飞,马睿,谢香兵. 产业政策、营商环境与企业脱虚向实:于国家五年规划的经验证据[J]. 财经研究,2022,48(2):33-46,62.
[15]周兵,钟廷勇,徐辉,等. 企业战略、管理者预期与成本粘性:基于中国上市公司经验证据[J]. 会计研究,2016(7):58-65.
[16]SMITH C W, STULZ R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. Journal of financial and quantitative analysis, 1985, 20(4):391-405.
[17]黄贤环,吴秋生,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究,2018(12):100-112.
[18]胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”:来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2017(1):181-194.
[19]BARROT N, NANDA R. The employment effects of faster payment: evidence from the federal quick pay reform[J]. Journal of finance, 2020, 75(6): 3139-3173.
[20]贾西猛,陈沉,柯迪. 风险资本对企业社会责任的影响[J]. 管理科学,2022(4):112-126.
[21]PIACENTINO G. Venture capital and capital allocation[J]. Journal of finance,2019,74(3): 1261-1314.
[22]戴静,刘贯春,许传华,等. 金融部门人力资本配置与实体企业金融资产投资[J]. 财贸经济,2020(4):35-49.
[23]项后军,张翔,王利沙. 政府引导基金对企业风险承担的影响研究[J]. 财经论丛,2024(3):16-25.
[24]宫义飞,张可欣,徐荣华,等. 政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J]. 会计研究,2021(4):89-102.
[25]GUERINI M, QUAS A. Governmental venture capital in Europe: screening and certification[J]. Journal of business venturing, 2016,31(2): 175-195.
[26]蒋亚含,李晓慧,许诺. 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[J]. 经济管理,2023,45(3):44-62.
[27]胡刘芬,周泽将. 风险投资机构持股能够缓解企业后续融资约束吗:来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济管理,2018,40(7):91-109.
[28]刘柏,郭书妍. 数字化驱动企业“脱虚向实”:基于资产结构的证据[J]. 经济管理,2023,45(5):61-77.
[29]周建军,鞠方. 房地产泡沫的虚拟经济决定论及其实证检验[J]. 财贸研究,2008(3):1-7.
[30]贺佳,郭俊汝,罗淑婧. 税收优惠与企业脱虚向实:来自委托贷款的证据[J]. 南开经济研究,2024(4):66-87.
[31]徐思,何晓怡,钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束[J]. 中国工业经济,2019(7):155-173.
[32]杨兴全,刘颖,李枫. 政府引导基金与公司现金股利:融资造血抑或创投驱动[J]. 经济管理,2023, 45(12):120-137.
[33]王小鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2019:60-211.
[34]蔡庆丰,陈熠辉. 财政纵向失衡、地方激励异化与企业投资[J]. 管理世界,2023,39(5):25-40.
[35]陈克兢. 非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗[J]. 南开管理评论,2019,22(4):161-175.
[36]张璇,刘贝贝,汪婷,等. 信贷寻租、融资约束与企业创新[J]. 经济研究,2017,52(5):161-174.
[37]彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济,2018(1):137-155.
[38]张杰,芦哲,郑文平,等. 融资约束、融资渠道与企业R&D投入[J]. 世界经济,2012,35(10):66-90.
[39]顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
[40]周燕,潘遥. 财政补贴与税收减免:交易费用视角下的新能源汽车产业政策分析[J]. 管理世界,2019,35(10):133-149.

(本文责编:润 泽)