

金融科学

2018年第1辑

对外经济贸易大学金融学院 编

对外经济贸易大学出版社

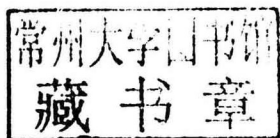


2018年第1辑(总第3辑)

FINANCIAL SCIENCE

金融科学

对外经济贸易大学金融学院 编



对外经济贸易大学出版社
中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

金融科学. 2018 年. 第 1 辑 / 对外经济贸易大学金融学院编. —北京: 对外经济贸易大学出版社, 2018.5

ISBN 978-7-5663-1917-3

I. ①金… II. ①对… III. ①金融学—文集 IV. ①F830-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 077148 号

© 2018 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

金融科学

对外经济贸易大学金融学院 编

责任编辑: 汪 洋

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装 新华书店经销

成品尺寸: 185mm×260mm 7.25 印张 137 千字

2018 年 5 月北京第 1 版 2018 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-1917-3

定价: 39.00 元

《金融科学》编辑委员会

Financial Science

名誉主任：刘鸿儒

委 员：（按姓名汉语拼音为序）

巴曙松	邓可斌	丁志杰	范小云
范 英	方 颖	甘 犁	郭 沛
韩立岩	贺力平	贺学会	赫国胜
黄文礼	孔东民	李建军	李建平
李志生	廖 理	刘 波	刘莉亚
刘 亚	路 磊	彭红枫	屈文洲
史永东	宋清华	汪昌云	汪 洋
汪勇祥	王广谦	王 能	王一鸣
吴 军	吴卫星	吴文锋	熊 熊
徐信忠	许年行	杨金强	杨之曙
杨子晖	叶永刚	易行健	殷剑峰
尹志超	应千伟	俞红海	曾海舰
张成思	张 杰	张桥云	张 维
张学勇	郑振龙	钟宁桦	周开国
周铭山	朱小能		

主 编：吴卫星

王曙光 王 哲	社会价值假说视角下国有背景风险投资实证研究：投资绩效与市场规模效应	(1)
潘 博 唐方方 郑 东	多轮次 Vickrey 拍卖能否消除商品价值中的禀赋效应？	(18)
傅 浩 董占奎 查建平	深度学习能更好地预测人民币汇率吗？	(41)
周颖刚 陈海鹏	金融支持农户家庭经济效应测度：田东实践	(63)
赵尚梅 陈胜良 侯建磊	系统性金融风险研究进展	(74)
陈湘鹏 金 涛 何碧清 贾彦东	互联网银行与信贷市场分配	(94)
曾燕 陈永辉		

社会价值假说视角下国有背景 风险投资实证研究：投资绩效与 市场规模效应

◎ 王曙光 王哲^①

内容摘要：国有背景风险投资在整个风险投资行业发展和我国产业结构调整方面扮演着特殊重要角色。本文实证分析了我国国有背景风险投资的投资绩效以及其对风险投资行业的影响，结果发现：与私有风险投资相比，国有风险投资更早进入风险企业，从而验证了社会价值假说，即国有风险投资以弥补市场失灵为目的，在追求经济收益的同时更重视投资所带来的社会效益；国有风险投资对私有风险投资起到了显著的示范效应，国有风险投资的加入有效促进了风险投资行业规模的扩大，且不存在对私有背景风险投资的挤出效应，从而修正了私人利益假说的结论。在此基础上，本文提出了发挥国有风险投资示范带动作用、改善风险投资市场环境和激发国有风险投资活力的政策建议。

关键词：国有背景风险投资 私有背景风险投资 投资绩效 社会价值假说

中图分类号：F275 **文献标识码：**A

一、国有背景风险投资的经济社会功能： 两个假说和本文主旨

近年来我国经济增长面临诸多挑战，实施创新驱动战略，从而消化过剩产能、提升产业层级、转变增长方式成为我国新常态下实现经济可持续发展的必由之路。然而创新

^① 作者简介：王曙光，北京大学经济学院，教授，研究方向：产业理论与中国发展战略。

王哲，中国人民银行，研究方向：中国金融改革。

领域存在市场失灵的问题，罗默内生增长理论认为，技术进步的知识溢出效应使得个人成本远远高于社会成本，私人资本缺乏足够的动力进行技术创新，进而使得社会层面对创新的投入小于对创新的需求，造成市场失灵（Romer, 2010）。风险投资机构的存在恰恰能够在一定程度上消除这种市场失灵（Amit, Brander 和 Zott, 1998），其作为创新创业活动的重要参与方，在资本市场中承担着发掘优秀创新创业企业，并为其提供资本以支持其发展壮大的重要功能。

政府在风险投资发展中扮演着重要角色，从世界范围来看，政府支持风险投资的方式有税收优惠、财政补贴、政府扶持以及公共资金直接参与风险投资等，而公共资金直接参与风险投资是最直接的途径，也是我国政府目前最普遍采用的模式。对政府参与风险投资所引发的经济绩效，学术界有不同的观点，一种观点认为，政府对风险投资的支持一定程度上可以缓解创新活动正外部性导致的市场失灵，对私有资本起到示范和带动作用。另一种观点认为，政府行为的政治性可能会引发政府风险投资行为的扭曲，“挤出”私人部门的投资（Lerner, 2002）。在研究国有背景风险投资机构的投资效果的过程中，学术界提出了两种假说：社会价值假说和私人利益假说。

（一）社会价值假说

与私有背景风险投资单纯追求投资绩效不同，国有背景风险投资机构的设立目的是为了解决由风险投资的正外部性所导致的“市场失灵”问题，使得资源得以有效配置，鼓励和带动更多的资本进入风险投资领域，以促进创新活动的发展。有研究表明，风险投资进入风险企业时机越早，对企业技术创新活动的激励效果越明显（李爽, 2017）。因此为了促进创新活动，国有背景风险投资机构应该比私有背景风险投资机构更早进入风险企业。

在投资绩效方面，国有背景的风险投资为了与私有背景的风险投资形成有效互补，会投资一批私有背景风险投资不愿投资的周期长、风险大，但对国计民生有重要意义的初创企业，这一定程度上会影响其整体的投资绩效。Brander 等（2010）也通过理论分析认为国有背景风险投资机构所投项目的回报率应该低于私有背景的风险投资机构。总之，国有背景风险投资机构以解决市场失灵为设立目的，在追求经济收益的同时更重视投资所带来的社会效益，我们称之为社会价值假说。

（二）私人利益假说

国有背景的风险投资机构资金来源于国有资本，承担着国有资产保值增值的压力。而国有资产保值增值的压力会使得国有背景的风险投资将投资业绩放在政策目标之上，与私有背景的风险投资难以形成互补，甚至一定程度上形成竞争关系。相比于私有背景

的风险投资机构，国有背景的风险投资机构拥有更多的政治资源。从这个角度来讲，优秀的初创企业会更期待得到国有背景风险投资的青睐。作为交换，企业往往愿意以相对较低的价格让这类风险投资入股。这一定程度上提升了国有背景风险投资的投资绩效，但这种交换违背了国有风险投资机构设立的初衷。总之，我们将国有背景风险投资为了谋取更多私人利益而偏离了原有设立目的的现象称为私人利益假说。

有研究发现，国有背景风险投资机构的投资表现与私有背景风险投资机构间存在差异。Brander 等（2010）研究了加拿大的风险投资发展情况，发现无论在成功退出比例还是鼓励创新方面，国有背景的风险投资机构都弱于私有背景的风险投资机构。国内学者则对中国风险投资机构进行了相关研究。钱苹、张玮（2007）研究发现，国有背景风险投资机构的平均投资回报率显著低于非国有背景风险投资机构。余琰等（2011）把 2005 年的股权分置改革作为一个特殊的时间节点，发现股权分置改革前，国有风险投资相对于非国有风险投资，投资收益更低，而股权分置改革后国有风险投资的投资收益变得更高。另外，风险投资机构的声誉、风险投资机构的投资经验以及风险投资的退出方式也会影响风险投资机构的投资绩效（Chemmanur, Krishnan 和 Nandy, 2008; Gompers, Kovner 和 Lerner, 2009）。

本文以 2009–2016 年间的风险投资退出事件为研究样本，探寻风险投资行业发展的新阶段下国有背景风险投资机构的发展情况与绩效。一方面，本文关注国有风险投资的投资表现，但另一方面我们更关注其是否真正带动了行业的发展和进步，是否带动了我国产业的创新和升级，是否存在对私有风险投资的明显的挤出效应，期待从实证研究的结果，实际验证或者修正社会价值假说和私人利益假说，从而凸显出国有背景风险投资所担负的特殊经济社会功能，并在此基础上提出增强国有背景风险投资整体绩效的可行政策框架。

二、国有背景风险投资的投资绩效的实证研究

（一）数据来源

本文选取 2009–2016 年间风险投资机构投资退出的公司作为研究对象，采用的数据来自投中集团 CVsource 数据库和清科集团私募通数据库。

（二）变量设定

1. 被解释变量

本研究中的被解释变量为风险投资机构的首次投资时间和投资绩效。其中在研究投

资绩效时，我们沿用钱苹、张玮（2007）及余琰等（2014）的方法将投资绩效标准化。具体公式为：

标准化的投资绩效=（风险投资机构退出时的账面回报-取得股权时的投资金额）/投资年限。

2. 解释变量

本研究中的解释变量为风险投资机构是否具有国有背景。本文根据清科私募通数据库中的数据对风险投资机构进行分类。凡是由政府控股和参股的风险投资机构，我们都将其认定为具有国有背景的风险投资机构（GVC），否则为私有背景的风险投资机构（PVC）。

3. 控制变量

本研究中的控制变量有：风险投资机构的声望、机构规模、总投资数量、成立年限、企业退出前风险机构数量、退出方式以及交易所地区（中国、中国香港、美国），具体见表 1 所示。

表 1 变量定义和描述性统计

变量名	变量含义
Return	标准化的投资绩效=（风险投资机构退出时的账面回报-取得股权时的投资金额）/投资年限
GVC	风险投资机构的背景，国有背景风险投资机构此值取 1，否则取 0
Reputation	风险投资机构的声望，根据清科集团 2016 年中国创业投资机构排名确定，前 50 名此值取 1，否则取 0
Size	风险投资机构规模（单位，百万美元）
InvNum	风险投资机构总投资事件数量
Age	风险投资机构成立时长（截至 2016 年 12 月 31 日，单位，年）
IPO	企业退出方式是否为首次公开上市，若是取值 1，否则为 0
VCs	参与投资的风险投资机构数量
USA	企业交易所位于美国，若是取值 1，否则为 0
HK	企业交易所位于中国香港，若是取值 1，否则为 0

（三）实证结果与分析

为了研究国有背景风险投资机构投资表现，我们分别以风险投资机构首次投资时间和标准化后的投资绩效作为被解释变量，利用 OLS 方法进行了回归检验，结果如表 2 所示。

表 2 首次投资时间的回归结果

变量名称	(1)	(2)
return	reg	reg_robust
GVC	-0.329**	-0.329*
	(0.149)	(0.177)
Reputation	0.552***	0.552***
	(0.162)	(0.178)
Size	6.47e-05***	6.47e-05***
	(1.26e-05)	(1.43e-05)
InvNum	-0.001 36***	-0.001 36**
	(0.000 503)	(0.000 607)
Age	-0.000 293***	-0.000 293***
	(2.62e-05)	(3.04e-05)
IPO	-1.163***	-1.163***
	(0.131)	(0.135)
VCs	-0.126***	-0.126***
	(0.006 53)	(0.005 52)
USA	-0.397	-0.397
	(0.255)	(0.244)
HK	1.168***	1.168***
	(0.350)	(0.379)
样本量	2 053	2 053
	0.31	0.31
F 值	101.91	119.05

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平下显著，括号内数值表示对应系数的 t 统计量。

表 2 中模型 (1) (2) 的结果显示了以风险投资机构首次投资的时间为被解释变量时的回归结果。其中模型 (2) 相比于模型 (1) 消除了异方差的影响。结果显示，GVC 前的系数为负值，这说明国有背景的风险投资机构相比于私有背景风险投资机构倾向于更早进入风险企业。

表 3 中模型 (1) (2) 的结果显示了以风险投资机构标准化后的投资绩效为被解释变量时的回归结果。其中模型 (2) 相比于模型 (1) 消除了异方差的影响。

表 3

投资绩效的回归结果

变量名称	(1)	(2)
return	reg	reg_robust
GVC	-0.006 77***	-0.006 77**
	(0.002 18)	(0.003 19)
Reputation	0.006 99***	0.006 99*
	(0.002 44)	(0.003 70)
Size	3.95e-07**	3.95e-07
	(1.89e-07)	(4.51e-07)
InvNum	-2.14e-05***	-2.14e-05
	(7.72e-06)	(2.13e-05)
Age	2.40e-06***	2.40e-06*
	(4.09e-07)	(1.41e-06)
IPO	0.009 61***	0.009 61***
	(0.002 02)	(0.001 40)
VCs	-9.72e-05	-9.72e-05*
	(9.09e-05)	(5.12e-05)
USA	0.030 1***	0.030 1***
	(0.003 67)	(0.008 17)
HK	0.029 1***	0.029 1*
	(0.005 07)	(0.015 2)
样本量	1 790	1 790
	0.128	0.128
F 值	29.05	14.79

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平下显著，括号内数值表示对应系数的 t 统计量。

结果显示，GVC 前的系数为负值，这说明国有背景的风险投资机构的投资绩效显著低于私有背景的风险投资机构。控制变量方面，声誉的系数为正值，说明风险投资机构声誉与其投资绩效正相关。这与前人的研究结果相一致。风险投资机构成立时间的系数为正值，这说明风险投资机构的投资绩效与成立时间有正向的关系。Hochberg, Ljungqvist 和 Yang (2010) 的研究结果显示，随着成立时间增长，风险投资机构的网络关系会不断进化。更加稳定和广泛的网络关系有利于风险投资机构找寻更多可靠的合作伙伴，从而选取更优质的项目进行投资，获取更高的投资回报。首次公开发行的退出方式的系数为

正值，说明首次公开发行的退出方式能带给风险投资机构最大的投资回报。另外，与中国的交易所相比，在美国和中国香港交易所实现退出的风险投资机构投资绩效更好，系数都为正值。

总体上，此结果验证了社会价值假说，即国有风险投资机构以解决市场失灵为设立目的，在追求经济收益的同时更重视投资所带来的社会效益。国有背景风险投资为了更好地促进创新活动，会更早进入风险企业，在风险企业发展初期给予其资金支持。并且，国有背景风险投资可能会为了配合政府相关产业政策的实施而率先进入私有背景风险投资不愿进入的行业和领域，这可能是造成国有背景风险投资投资绩效相对较差的原因。但同时还可能有其他原因造成了这一现象。比如国有背景风险投资机构对员工的激励机制往往需要遵从国有企业薪酬制度，与市场中其他私有背景风险投资机构相比有较大劣势。国有背景风险投资机构中有经验、有能力的员工可能会因为收入原因加入其他私有背景风险投资机构，这导致国有背景风险投资机构的人员流失相对严重。人才匮乏也是造成其投资绩效相对较差的可能原因。

三、国有背景风险投资市场规模效应实证研究： 是否存在对私有风险投资的挤出效应？

国有背景风险投资机构的设立目的之一就是带动私有背景资本进入风险投资领域，以促进整个风险投资行业的发展，但学术界对国有背景风险投资是否真正起到了示范和带动作用却存在争议。

Leleux 和 Surlemont（2003）研究了 1990—1996 年间欧洲地区有政府资金支持的风险投资机构，发现国有背景风险投资的进入能带动私有背景风险投资的增加。这说明国有背景的风险投资对私有背景的风险投资起到了鼓励和示范作用。

但也有学者认为，国有背景风险投资由于其背后的政治性会导致其投资行为的扭曲，从而“挤出”私有背景的投资。Cumming 和 MacIntosh（2006）对加拿大风险投资业税收激励政策（LSVCC）的实施效果进行了研究，结果显示 LSVCC 带来的资金完全挤出了私有背景的风险投资资本，没有实现政府通过 LSVCC 带动风险投资领域发展的目的。但 Brander, Egan 和 Hellmann（2010）同样以加拿大的风险投资机构为样本，发现国有背景风险投资资本对私有背景风险投资资本的挤出效应是有限的，同时国有背景风险投资的加入使得整体风险投资行业的规模得到了扩大。

国内学者主要从理论层面对该问题进行了探讨和分析。刘志阳、施祖留（2006）分

析了政府干预风险投资效率的模型，指出政府直接参与风险投资会带来双重影响。一方面，政府参与风险投资可以通过利益展现机制，放大风险投资的高收益性，从而吸引更多的私有背景资本参与进来，实现示范效应；另一方面，由于资源总量一定，国有背景资本的加入会导致资金、人才等方面竞争加剧，造成私有背景风险投资的减少，即造成挤出效应。而刘亮、刘碧波（2008）认为在风险投资行业发展的不同阶段，政府所应承担的角色不同。在风险投资行业发展的初期，设立国有背景的风险投资机构直接参与市场有其必要性，可以起到对私有资本的示范和引导作用。但是当风险投资市场规模到达一定程度，政府资本无法满足行业进一步扩张所需的资金需求时，政府应更多承担制度供给者的角色，否则会对私有资本造成挤出效应。

总体来看，不同国家和市场，不同的发展阶段，会导致国有背景风险投资的影响不同。目前国内学者对该问题的实证研究还比较有限。我们将利用 2009—2016 年国有风险投资机构参与投资并成功退出的风险企业的相关信息，对国内国有背景风险投资相对于私有背景风险投资究竟是“示范效应”还是“挤出效应”进行探究。

（一）数据来源

在研究国有背景风险投资对风险投资市场投资规模的影响时，我们选取了在 2006—2016 年间获得首轮风险投资的企业为研究对象，以分别研究企业维度和市场维度下国有背景风险投资对风险投资市场规模的影响。本章中采用的数据来自投中集团 CVsource 数据库和清科集团私募通数据库。

（二）变量设定

1. 被解释变量和解释变量

从企业维度进行研究时，被解释变量为企业获得的风险投资的资金总额和私有背景的风险投资的资金总额。为了排除攀比效应（bandwagon effects）的影响，我们特意选取企业首轮募资时的数据。解释变量为参与企业投资的风险投资机构的背景性质，共分为三类，一类为纯国有背景（GVC_pure），一类为纯私有背景（PVC_pure），一类为混合背景（GVC_mix）。

从市场维度进行研究时，被解释变量为风险投资市场总的投资额、退出企业的数量以及私有背景风险投资机构总的投资额，而解释变量为国有背景风险投资机构总的投资额，具体如表 4 所示。

2. 控制变量

控制变量为参与风险企业投资的风险投资机构的数量。

表 4

变量定义和描述性统计

变量名	变量含义
GVC_pure	若参与企业投资的所有风险投资机构均为国有背景风险投资机构，此值取 1，否则取 0
PVC_pure	若参与企业投资的所有风险投资机构均为私有背景风险投资机构，此值取 1，否则取 0
GVC_mix	若参与企业投资的所有风险投资机构中既包括国有背景风险投资机构，又包括私有资本风险投资机构，此值取 1，否则取 0
Total First round Inv	企业首轮募资时，获得的所有背景的风险投资机构的风险投资金额
PVC First round Inv	企业首轮募资时，获得的私有背景的风险投资机构的风险投资金额
Number of VCs	参与企业投资的风险投资机构的数量
GVC_Inv	国有背景风险投资机构总的投资额
Total	风险投资市场中总的投资额
Num	风险投资市场中总的退出企业数量
avInv	风险投资市场中退出企业获得的总的风险投资额的均值
PVCInv	风险投资市场中私有背景风险投资机构总的投资额

（三）实证结果与分析

本文将从企业和市场两个维度分别探究国有背景风险投资的影响。

1. 企业维度

从企业维度分析国有背景风险投资的影响时，我们重点关注国有背景风险投资机构是否参与对被投资企业总的融资规模以及获得的私有背景的风险投资总量的关系。

表 5 的模型（1）结果显示，以被投资企业首轮融资总规模为被解释变量，GVC_mix 的系数为正值，说明在被投资企业进行首轮融资时，若同时获得国有背景与私有背景风险投资机构的青睐和参与，其首轮融资的总规模要大于只有纯私有背景（PVC_pure）风险投资机构参与的情况。当我们把参与首轮融资的风险投资机构数量作为控制变量加入模型后，结果如模型（2）所示，GVC_mix 的系数依然显著。这说明混合背景的风险投资参与确实会提升被投资企业的融资规模。

表 5

GVC 对被投资企业首轮融资规模的影响

变量名称	Total first round Inv OLS	Total first round Inv OLS	PVC first round Inv OLS	PVC first round Inv OLS
GVC_Mix	9.287***	4.694**	3.930**	0.812
	(-2.02)	(-2.07)	(-1.8)	(-1.87)

续表

变量名称	Total first round Inv OLS	Total first round Inv OLS	PVC first round Inv OLS	PVC first round Inv OLS
GVC_pure	-1.494	-1.53		
	(-1.2)	(-1.17)		
Number of VCs		1.812***		1.233***
		(-0.26)		(-0.24)
Year, industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	927	927	927	927
	0.10	0.15	0.09	0.11
F 值	2.65	3.97	2.24	2.96

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平下显著，括号内数值表示对应系数的 t 统计量。

在模型（3）中，我们以被投资企业首轮融资过程中私有背景风险机构的投资为被解释变量，得到 GVC_mix 的系数为正值，说明在被投资企业进行首轮融资时，若同时获得国有背景与私有背景风险投资机构的青睐和参与，私有背景风险投资机构的投资额会显著增大。但当我们把参与首轮融资的风险投资机构数量作为控制变量加入模型后，结果如模型（4）所示，GVC_mix 的系数不再显著。

2. 市场维度

在市场维度下，我们探讨国有背景风险投资对于风险投资市场总规模的影响。内生性问题是不得不考虑的一个因素。因为更好的市场会吸引更多的国有资本和私有资本投资。我们借鉴 Brander 等（2010）的研究中对市场维度的定义，将行业和年份作为两个控制变量，考察在特定年份的特定行业的风险投资情况，尽可能消除内生性对结果的影响。

我们以总的风险投资市场投资额为解释变量，表 6 的结果显示，在控制了年份和行业的影响后，在不同的模型中，国有背景风险投资的系数均为正值，且在 1%的水平下显著，说明国有背景风险投资的进入使得风险投资总的投资额增多，即有效增大了风险投资行业总规模。

表 6 GVC 对风险投资市场总投资额的影响

变量名称	Total FE	Total RE	Total AR1_GLS	Total PSAR1_GLS	Total FE_ROB
GVC_Inv	3.152***	3.152***	2.883***	2.540***	3.152***
	(-0.21)	(-0.21)	(-0.27)	(-0.25)	(-0.11)

续表

变量名称	Total FE	Total RE	Total AR1_GLS	Total PSAR1_GLS	Total FE_ROB
Year, industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	73	73	73	73	73
	0.88	—	—	—	0.88

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平下显著，括号内数值表示对应系数的 t 统计量。

接着，我们考察国有背景风险投资对市场上退出企业数量的影响。表 7 的结果显示，在控制了年份和行业的影响后，在不同的模型中，国有背景风险投资的系数均为正值，且在 1%的水平下显著，说明国有背景风险投资的进入使得风险投资市场中退出企业的数量增多。

表 7 GVC 对风险投资市场中退出企业数量的影响

变量名称	Num FE	Num RE	Num AR1_GLS	Num PSAR1_GLS	Num FE_ROB
GVC_Inv	0.241***	0.241***	0.190***	0.202***	0.241***
	(-0.007 7)	(-0.007 7)	(-0.019)	(-0.019)	(-0.007 7)
Year, industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	220	220	220	220	220
	0.85	—	—	—	0.85

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平下显著，括号内数值表示对应系数的 t 统计量。

我们关注国有背景风险投资对私有背景风险投资的影响，以验证其是否具有示范效应或挤出效应。表 8 的结果显示，在控制了年份和行业的影响后，在不同的模型中，国有背景风险投资的系数均为正值，且在 1%的水平下显著，说明国有背景风险投资的进入使得风险投资市场中私有背景风险投资的投资额增多，即国有背景风险投资对私有背景风险投资起到了示范和带动作用。

表 8 GVC 对风险投资市场 PVC 投资总规模的影响

变量名称	PVCInv FE	PVCInv RE	PVCInv AR1_GLS	PVCInv PSAR1_GLS	PVCInv FE_ROB
GVC_Inv	2.298***	2.298***	1.588***	1.519***	2.298***
	(-0.11)	(-0.11)	(-0.26)	(-0.25)	(-0.086)
Year, industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	220	220	220	220	220
	0.74	—	—	—	0.74

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平下显著，括号内数值表示对应系数的 t 统计量。

在企业维度上,国有背景风险投资的加入能有效提升风险企业首轮募资所获风险投资的总额,但并不会影响风险企业首轮募资时所获得的私有背景风险投资的总额。这说明在企业层面上,国有背景风险投资对私有背景风险投资起到的示范效应不明显。在市场维度上,国有背景风险投资的进入使得市场中风险投资总投资额增多、退出企业数量增多,有效促进了风险投资行业规模的增大。同时,国有背景风险投资的进入使得市场中私有背景风险投资总额增多,这说明国有背景风险投资起到了明显的示范和带动作用。

四、结论和政策建议

(一) 主要结论

本文主要研究了国有背景风险投资的投资表现及其对风险投资市场的影响。主要结论如下:

1. 相比于私有背景风险投资机构,国有背景风险投资机构进入风险企业的时机更早,投资绩效稍逊,从而验证了社会价值假说的预期,即国有风险投资机构以解决市场失灵为设立目的,追求经济收益的同时更重视投资所带来的社会效益。国有背景风险投资更早进入风险企业,并配合政府产业政策的实施率先进入私有背景风险投资不愿进入的行业和领域,这是其投资绩效稍逊于私有背景风险投资的主要原因,但不排除激励机制层面的因素。

2. 无论在企业维度还是在市场维度上,国有背景风险投资并没有体现出对私有背景风险投资的挤出效应。

3. 在企业维度上,国有背景风险投资对私有背景风险投资的示范效应不显著。但在市场维度上,国有背景风险投资对私有背景风险投资起到了显著的示范效应,国有背景风险投资机构的加入有效促进了风险投资行业规模的扩大。

(二) 政策建议

1. 继续发挥国有背景风险投资对市场的示范带动作用

从本文结论来看,在我国风险投资发展的现阶段,国有背景风险投资依然起着十分重要的作用。国有背景风险投资能够起到示范与引领作用,有效带动私有背景风险投资的进入,从而增大风险投资行业的规模,引导企业的创新和经济结构的转型。我们应该继续发挥并充分利用国有背景风险投资的示范带动作用,将更多的私有资本引向需要创新发展的西部地区和国家政策重点扶持的高新技术产业。

(1) 改善区域发展不平衡现状

我国风险投资发展存在明显的区域不平衡性,主要集中在北京、上海和广东等地。