

政府干预风险投资的有效性： 经验证据及启示

左志刚

(广东外语外贸大学 财经学院, 广东 广州 510006)

摘 要:政府干预风险投资市场是国际上的一种普遍做法,然而就干预的有效性而言目前仍缺乏理论和实证上的明确回答。文章是对该问题的整体性实证研究,即考虑了常见的干预方式并以市场整体有效性为检验标准。基于经合组织国家数据的实证检验表明资金供给型政策没有显著效果,收益改善型政策有显著积极效果,这对调整我国倚重资金供给的政策格局有重要启示。

关键词:风险投资;政府干预;有效性;跨国实证检验

中图分类号:F830.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)05-0123-11

一、问题的提出

风险投资(简称 VC)是推动科技创新的关键金融力量,其“权益投资+协助管理”的运作特征与科技企业既缺资金又不善管理的情况非常耦合,因此,许多国家都希望借助 VC 解决科技创新企业融资难的问题,并为此采取了税收优惠、融资担保甚至直接出资等多项政府干预措施。美国设立了 SBIC 计划(Small Business Investment Company Program)专门为从事中小企业风险投资的机构提供融资支持,我国也为支持 VC 发展制定了专门的税收支持政策,成立了创业风险投资引导基金,并放开了保险资金涉足 VC 市场的限制。

政府干预风险投资的动机无可非议,然而政府干预是否有效则值得探讨,因为按照经济学原理,政府干预也存在“失灵”的可能,如出现挤出效应和市场失衡。Florida 等(1993)、Lerner(2002)等认为,政府采用大型科层治理结构和集中决策机制容易导致官僚主义倾向,其信息效率不可能比分散决策的市场机制效率高,而信息效率对正确识别项目投资价值、保证 VC 市场的有效运

收稿日期:2010-11-12

基金项目:广东省科技计划项目(2010A040103004)

作者简介:左志刚(1975—),男,湖南湘潭人,广东外语外贸大学财经学院副教授。

行十分关键。在我国的具体实践中,近几年政府虽努力促进 VC 市场的发展,但效果并不理想。2008 年 VC 机构管理资本增幅较 2007 年回落 23.7%,投资的“阶段前移”趋势也出现减缓,2008 年对种子期项目的投资金额和比重分别由上年的 12.7%和 26.6%降至 9.4%和 19.3%(王元等,2009)。

为了实证检验 VC 市场政府干预的效性,以回应相关理论研究提出的质疑,本文利用跨国面板数据并综合考虑多种干预政策类型对政府干预 VC 市场的效果作实证分析。

二、文献综述

国外对政府干预 VC 市场效果的讨论大都以案例分析法评价各国政策实施效果为主。Murray(1998)对欧盟旨在推动 VC 增长和区域创新均衡发展的欧洲种子基金引导计划(European Seed Capital Fund Pilot Program,1988—1995)的运行效果做了深入剖析,结果发现该计划的大部分资金消耗于运行成本中,而且它带动私人资本跟进的能力十分有限,其原因就在于所投项目的收益率难以吸引私人资本的介入。Lerner(1999)、Dahlstrom(2009)等研究了美国 SBIC 计划(1958 年至今)的实施效果,发现该计划在扩大 VC 投融资规模的同时也产生了所谓的“制度占据(Institutional Capture)”问题,如某些 VC 机构为了获得低息债务融资利益会改变项目投资的最优安排,以满足计划所规定的长期债券融资担保要求。

国外也有少量实证研究,如 Leleux 和 Surlemont(2003)基于 15 个欧洲国家 1990—1996 年的数据以 VC 行业规模为因变量进行实证分析发现,政府参与程度(以政府型 VC 机构的资金规模衡量)与 VC 行业整体规模负相关,但他们没有确定两者之间的因果关系。Cumming 和 MacIntosh(2006)、Brander 等(2008)实证分析了加拿大政府干预 VC 市场的效果,前者以加拿大最大的公共 VC 机构 LSVCC 为研究对象,基于 1977—2001 年时序数据进行分析,结果表明 LSVCC 在资金使用率、投资回报率等方面均不如私人 VC,并且 LSVCC 还在一定程度上挤出了私人 VC;后者通过对比政府 VC 和私人 VC 的投资企业收益差异反映政府干预的效果,结果表明由政府 VC 投资的企业绩效(以退出成功率和专利产出数分别反映价值创造绩效和创新绩效)差于私人 VC 投资的企业。Brander 等(2010)基于跨国数据还发现风险企业接受政府型 VC 机构投资的比重与其绩效之间存在倒 U 型非线性关系,即先有促进作用,后有抑制作用。

国内虽然关注政府干预 VC 市场的文献不少,但关注干预有效性的文献却不多,尤其缺少实证方面的研究。相关文献主要集中在两方面:一是对国外经验进行介绍和评价,如苏启林(2002)、贺亚力(2006)分别对美、德、意等国政府干预经验进行了介绍和分析;二是从机理上分析政府应当如何干预,如刘志

伟等(2007)、刘亮和刘碧波(2008)、杨军等(2009)基于委托代理理论分别对政府补贴、政府参股和政府 VC 引导基金如何运作才能有效促进 VC 发展进行了分析。

总体来看,现有文献对政府干预 VC 市场做了非常有价值的研究,但仍存在不足。首先,关于干预有效性的衡量标准,对政府干预目标的公共性考虑不够。现有研究要么使用微观指标如被投资企业的绩效或政府型 VC 机构的投资收益,要么使用 VC 行业整体发展规模来衡量干预的有效性。而实际上,政府干预 VC 市场的目标是以促进创新等公共利益为主,政府型 VC 机构受这种目标指导可能会更多地投向失败率较高的新技术领域,这样做对经济社会长远发展十分必要,但通常不会带来财务收益,短期内私人 VC 也不一定会跟进,从而未必会带动整体行业的规模增长。其次,现有研究主要分析某一具体干预手段的效果,其中对政府直接出资成立或参股 VC 机构这一手段关注较多,对干预活动整体性的考虑则明显不足。实际上,一国政府通常会采取税收优惠、直接出资和资本市场建设等多种手段进行干预,需要考虑干预体系的整体效果。

本文针对现有研究的不足,采用创业早期风险项目的投资相对规模作为干预效果衡量标准,^①综合考虑直接出资、信贷支持、税收优惠、资本市场建设和政府效率改进等多种直接或间接的干预手段,并基于跨国数据进行实证分析。

三、风险投资市场模型与干预政策作用原理

(一)理论模型:风险投资市场均衡及其决定因子

在金融市场相关模型中,本文认为借助 Holmstrom 和 Tirole(1997)的双边道德风险模型^②(简称 HT 模型)能够较好地解释风险投融资选择过程和风险投资市场均衡的概念及其决定因子,从而揭示政府干预政策作用于 VC 市场的基本机理。

1. HT 模型的假设条件。(1)经济中需要融资企业的主要区别是自有资本 A 不同, $G(A)$ 为 A 的连续分布函数,每个企业拥有一个投资项目,该项目以 p_H 的概率成功,产出为 $R(R>0)$;或失败,产出为 0。项目所需投资为 I ,需要外部融资为 $I-A$ 。模型分为两阶段,第一阶段达成融资协议,第二阶段各方决定自己的行动策略并实现产出和支付。在第二阶段,企业家存在机会主义行为以获取私人利益,该行为使项目成功的概率降为 $p_L(p_L<p_H)$,无监管时企业家私人收益为 $B(B>0)$,有监管时其私人收益为 $b(0<b<B)$ 。(2)有两类投资者,非参与投资者(uninformed investors,记为 U)和参与投资者(informed investors,记为 VC)。前者仅提供资金,不参与对企业的监管,即不进入董事会,不参与企业经营管理活动,可近似地理解为债权人或非参与优先股股东。而后者不仅提供资金,还要参与对企业的监管,可理解为风险投资者。

2. 投融资策略及其决定因子。在上述假设下,非参与投资者由于不对企业进行监管,为了解决企业的激励问题,他们会要求企业家对项目有一定数额的自有资本投入,我们将最低数额的自有资本投入要求记为 $\bar{A}$ 。只有对 $A \geq \bar{A}$ 的企业非参与投资者才会提供资金,其要求的回报记为 R_u ($R_u = R - R_e$, R_e 为企业在分配中的留存收益),其资金的机会成本为 i 。对 $A < \bar{A}$ 的企业,需要由VC的资金投入以弥补自有资本的不足,VC提供资金的同时会对企业进行监管,监管成本为 c ,监管使企业家私人收益由 B 降为 b 。由于监管成本的存在,VC的投资成本高于U的资金成本,VC为降低投资风险,只能在弥补监管成本的范围内提供出资,将VC出资额记为 I_{VC} ,剩余资金需求仍要通过成本较低的U解决。VC要求的回报率为 r ,显然 r 高于 i , r 的最低标准为 $r = i(p_H/p_L)$ 。记 $\underline{A}$ 为加入VC资本后U对企业的最低自有资本要求。综合来看,投融资双方的选择导致企业融资市场具有图1所示的结构,即自有资本实力高于 $\bar{A}$ 的企业由U提供资金,处于 $\underline{A}$ 与 $\bar{A}$ 之间的企业由VC和U共同提供资金。

上述策略受以下条件制约:

(1)要使U愿意提供资金,须满足参与条件 $R_u p_H \geq i(I - A)$,即预期回报大于其机会成本;同时,投资方为了规避企业家的道德风险,需对企业家进行激励,激励条件是 $p_H R_e \geq p_L R_e + B$ 。综合来看,实现非参与方式融资的充分必要条件为:

$$A \geq \bar{A}(i) = I - \frac{R_u p_H}{i} = I - \left(\frac{p_H}{i} \right) \left(R - \frac{B}{p_H - p_L} \right) \quad (1)$$

(2)要使VC愿意提供资金,须满足参与条件 $p_H R_{VC} - c \geq p_L R_{VC}$,否则VC不愿承担监管职责而愿成为非参与投资者,同时其预期回报 $r = p_H (R_{VC}/I_{VC})$,两者综合起来,对VC的激励条件为 $I_{VC}(r) \geq c p_H / r (p_H - p_L)$ 。另一方面,企业家的激励条件为 $p_H R_e \geq p_L R_e + b$ 。在VC融资方式下,仍需从U处融资,即此时企业进行混合融资。因此,企业实现混合融资方式的充分必要条件为:

$$A \geq \underline{A}(i, r) = I - I_{VC}(r) - \left(\frac{p_H}{i} \right) \left(R - \frac{b+c}{p_H - p_L} \right) \quad (2)$$

在式(1)和式(2)中有一系列影响因子,其中市场行为内生因子 i 和 r 起着至关重要的作用,即投资方要求的必要回报率发挥决定作用,在市场上它们分别反映不同类型资金的平均机会成本。项目成功时的产出 R 和成功的自然概率 p_H (由企业家以外的因素决定)虽不受融资行为影响,但市场上风险项目 R 和 p_H 的总体水平会作用于投资方的平均机会成本,从而起到重要的决定作用。 p_L 、 b 和 c 主要受契约设计水平的影响,在既定时期契约水平不会存

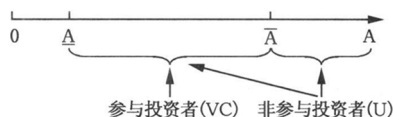


图1 融资市场基本结构

在较大波动,因而可认为不会对市场行为产生显著影响。

3. 市场均衡及其决定因子。整个经济中对 U 的资金需求为 $D_u = \int_{\underline{A}}^{\bar{A}} (I - A - I_{VC}) dG(A) + \int_{\bar{A}}^{\infty} (I - A) dG(A)$, 对 VC 的资金需求为 $D_{VC} = [G(\bar{A}) - G(\underline{A})] I_{VC}$ 。记市场 U 的资金供给为 S_U , VC 的资金供给为 S_{VC} 。在市场出清情况下市场均衡表达式为:

$$D_U + D_{VC} = \int_{\underline{A}}^{\infty} (I - A) dG(A) = S_U + S_{VC} \quad (3)$$

在资金需求上,边界 $\underline{A}$ 和 $\bar{A}$ 如式(1)和式(2)所示,主要受到 i 、 r 、 R 和 p_H 等因素的影响;在资金供给上,在无限制的情况下 U 会随着 i 的提高而增加资金供应,VC 也会随着 r 的提高而增加资金供应。

由式(3)可知,VC 市场投融资双方策略及市场均衡主要由 i 、 r 、 R 和 p_H 决定。在这四项因子中,前两项分别反映投资者的必要报酬率,即投资者资金的机会成本;后两项反映风险项目的成功概率和成功时的产出水平,即风险项目的期望收益。

(二)政府干预政策手段和作用类型

国际上各国政府干预 VC 市场的具体形式虽然不同,但归纳起来主要有政府直接出资、信贷支持和税收优惠三种直接手段以及退出渠道建设和改进有关行政服务效率两种间接手段。根据上述理论模型揭示的 VC 市场均衡因子,这些政策手段对 VC 市场的作用机理可分为两类:

1. 资金供应型政策。资金供应型政策包括政府直接出资或信贷支持等,主要是增加 VC 市场的资金来源。其中,政府出资是直接将财政资金转化为 VC 市场资金,信贷支持是通过优惠利率和担保等渠道将社会资金引入 VC 市场,随着资金供应的增加,市场上要求的平均必要报酬率会下降,投资者资金机会成本降低,从而促进投资。各国有着广泛的资金供应型政策实践,如以色列政府 1993 年出资设立了 YOZMA 基金以支持 VC 发展,市场化程度较高的美、英等国政府参股的 VC 拥有 3%—5% 的市场份额,美国还通过 SBIC 计划为小企业投资公司(SBIC)提供信贷支持。根据理论模型和政策实践,我们提出假设 1:政府通过增加 VC 市场的资金供应,会扩大社会在风险项目上的投资。

2. 收益改善型政策。收益改善型政策包括税收优惠、退出渠道建设和行政效率改进等,主要是改善 VC 所投风险项目的收益水平或改善 VC 从项目分配或项目退出中能得到实际收益水平和收益实现的便利性。对风险项目的税收优惠可直接提升项目收益水平,对 VC 企业的税收优惠可在项目收益不变情况下提升投资者的收益水平;拓宽 VC 退出渠道可使投资者的退出收益更易实现,并且 IPO 的高溢价效应还可提升投资者退出的收益水平;政府通

过改进相关行政管理效率可减少创业项目和 VC 投资活动遭受的隐性成本(如腐败导致的商业成本等),最终改善收益以吸引更多投资。收益改善型政策的实践形式多种多样。美国允许向新创业企业投资达 2.5 万美元的投资者从其一般性收入中冲销由此项投资带来的任何资本损失。在英国,对非上市企业的投资可在 5 年内按投资额的 20%但每年不超过 10 万英镑的数额抵减投资者的个人所得税。美国、英国、日本和加拿大等国纷纷发展创业板和场外市场,以便利 VC 的投资退出,并简化创业审批,以色列甚至放开了资本管制,这些都有益于创业和创业投资。由此,我们提出假设 2:政府通过收益改善型政策,会扩大社会对风险项目的投资。

四、基于跨国面板数据的政府干预政策整体有效性检验

(一)变量选择

1. 因变量的选择。政府干预风险投资市场的直接目的是促进 VC 市场发展,而其根本目的是促进对创新的投资。基于此,与现有研究选择 VC 整体规模或投资的微观收益作为政府干预效果的度量不同,本文选择 VC 对创业早期风险项目的投资相对规模指标(记为 ES)作为因变量来度量政府干预效果。创业早期风险项目指处于种子期、初创期和发展早期的项目,投资相对规模指 VC 对这些项目的投资总量占 GDP 的比重。选择该指标的原因在于:早期风险项目一般是原创性较强的新技术项目,属于真正的风险项目,其收益前景不明朗,对私人资本缺乏足够的吸引力,但此类项目事关技术、经济的长远发展,促进此类投资的增加是政府干预的根本目的。而收益指标基于投资者立场,无法反映政府干预中的公共利益诉求,也与早期风险项目收益不足的情况相冲突;整体规模指标体现的是全行业的投资规模,包括相当比重的投向成熟期项目的资金,这类项目风险不大,通常是前期风险投资计划的自然延续,在此阶段,企业实际上已有多种筹资渠道可供选择,对风险投资已无明显依赖,因此,VC 整体规模增长并不一定代表对创业早期风险项目投资的增长。

2. 解释变量的选择。为了从整体上反映政府的干预活动,我们为每类干预政策选择一些能反映政策力度或政策后果的指标作为因素变量:(1)选择 VC 机构管理资金规模作为政府加大资金供应政策力度的指标,因为政府的资金政策最终作用于 VC 的资金来源,作为替代我们还选择了 VC 资金可得性评价指标;(2)选择资本收益有效税率作为政府税收优惠力度的指标;(3)选择当地股权融资便利性评价指标(针对全部类型股票市场)和是否有创业板市场作为政府拓宽 VC 退出渠道的政策力度指标;(4)与 VC 和创业关联度较大的政府效率评价指标。另外,我们还选择了人均 GDP 作为控制变量,变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型		变量	定 义
因变量		ES	创业早期风险项目年度投资总额/GDP
解 释 变 量	资金扶持政策	VC	风险投资机构管理资本总额/GDP
		VC _a	风险资金可得性评价指标(1—7)
	税收优惠政策	CGT _r	资本收益有效税率
	退出渠道建设	EF	当地股票市场融资便利性评价指标(1—7)
		NM	是否存在创业板,当年有为 1,无为 0
	政府效率	GE _k	知识产权保护评价指标(1—7)
		GE _b	腐败与贿赂所致商业成本评价指标(1—7)
		GE _i	投资者保护评价指标(1—7)
		GE _p	创业审批环节数量
GE _f		资本管制评价指标(1—7)	
GE		政府效率评价指标加总(逆指标为减)	
控制变量		GDP	人均 GDP 取对数

(二)数据

本文数据主要来自两方面:一是 OECD Stat 数据库提供的经合组织国家统计数据,样本涵盖 27 个国家,时间跨度为 2003—2007 年,涉及变量 ES、VC 和 CGTr;二是世界经济论坛出版的全球竞争力年度报告(Global Competitiveness Report,GCR)(2003—2009),涉及变量 EF、NM、全部政府效率指标和人均 GDP 指标等。有些年份部分国家数据缺失,我们从欧洲风险投资协会(EVCA)、美国风险投资协会(NVCA)等处查询补全了部分数据,但仍存在缺失。最终,我们获得 27 个样本国家的 121 组共 1 452 项数据。描述性统计如表 2 所示。需要说明的是,由于我国相应的统计数据不完整且 VC 投资阶段划分口径不一致,实证分析中未包括我国样本。

表 2 样本描述性统计

变量	均值	中值	最大值	最小值	标准差	样本数	截面数
ES	0.040	0.026	0.202	0.000	0.045	121	27
VC	0.139	0.110	0.510	0.002	0.107	121	27
CGTr	0.264	0.300	0.500	0.081	0.091	121	27
NM	0.377	—	—	—	—	121	27
EF	5.160	5.200	6.400	2.800	0.731	121	27
GE	15.547	16.600	21.700	4.800	3.875	121	27
VCa	4.108	4.200	5.700	2.700	0.746	121	27
GDP	10.287	10.250	11.559	9.141	0.519	121	27

(三)实证结果分析

根据固定/随机效应等检验结果,^③同时考虑到样本是 27 个国家的时序数据,本文采用个体固定效应模型,待估模型为 $y_{it} = \alpha_i + X'_{it}\beta + \epsilon_{it}$ 。其中, y_{it} 为 i 国 t 年的 VC 市场发展指标, α_i 为各国的固定效应, X_{it} 为政府干预指标列向量, β 为回归系数列向量, ϵ_{it} 为随机误差项。对该模型采用广义最小二乘法(FGLS)估计,估计结果如表 3 所示。

表 3 基本回归结果

变 量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	t 统计值	系数	t 统计值	系数	t 统计值
VC	0.1230	1.4496	0.1096	1.5064	0.1464	1.7774
CGTr	-0.0410 **	-4.4182	-0.0650 ***	-4.8201	-0.0287 ***	-4.3074
EF	0.0007	1.0727	0.0031	1.4377	0.0032	1.6299
NM	0.0073 ***	5.1837	0.0083 ***	6.8673	0.0089 ***	7.2273
GE	0.0000	0.2590				
GE _p			-0.0006 **	-2.0712		
GE _f					0.0022 ***	3.1327
R ²	0.9199		0.9210		0.9444	
Adj. R ²	0.9131		0.9142		0.9396	

注：***、**和*分别代表1%、5%和10%的显著性水平，省略了截距项。下同。

从模型 1 的估计结果看，四类政策的系数符号都与经济常理相符，但其中只有资本收益有效税率和是否有创业板市场两项显著。考虑到政府效率评价指标由 5 项指标加总而成，可能存在互相冲抵，因此对这 5 个指标分别进行回归，发现其中创业审批环节数 GE_p 和资本跨境流动管制 GE_f 在统计上显著（见模型 2 和模型 3）。

根据回归结果，我们可以得到以下结论：（1）资金供应型干预政策不具有显著效果，假设 1 未得到支持。VC 的估计系数为正但统计上不显著，说明政府通过资金扶持政策加大 VC 资金来源可能有积极作用，但并不会显著增加社会对风险项目（创业早期项目）的投资规模，意味着从资金来源的改善到实际风险项目投资的形成还受其他因素的制约。（2）收益改善型干预政策具有显著效果，假设 2 得到支持。其一，资本收益有效税率 CGTr 的估计系数为负且统计上显著，表明降低资本收益的税率或给予宽松的损失抵免，有利于鼓励风险资本从事更具风险性创业项目的早期投资。其二，创业板市场指标 NM 的估计系数为正且统计上显著，表明通过建设创业板市场拓展风险投资退出渠道可激励更多风险资本投向风险领域，其内在机理是创业板的发展使风险企业 IPO 更易实现，而 IPO 退出的高溢价对风险资本则是一种巨大的诱导（Brau 等，2002）；而另一方面，股票融资便利性指标 EF 统计上不显著，表明股票市场的一般发展（主要反映主板市场的发展）并不会对风险资本通过 IPO 退出有显著帮助，原因是风险项目很难达到主板上市门槛的要求。其三，政府效率中两项指标统计显著，说明政府降低创业审批繁琐程度和放松资本管制有利于吸引更多资金投向创业风险项目，原因是这类改进降低了风险投资的隐性成本或消除了障碍。政府效率整体指标和其他三个分指标统计不显著，这可能与指标精度不高有关。^④

（四）稳健性检验

为了考察上述结论的可靠性，针对可能存在的主要问题作进一步检验。（1）对变量 VC 统计不显著，我们考虑有两个问题需要验证：一是 VC 风险资金供应量衡量指标是否恰当；二是资金供应与 ES 之间关系的设定是否有误，Gompers 和 Lerner（2000）就曾指出风险投资机构可能在上一期筹集资金而

到下一期才将资金投出。对第一个问题,使用风险资金供应量替代指标即风险资金可得性指标(VC_a)重新进行估计;对第二个问题,使用滞后一期的资金供应指标(VC_{it-1})重新进行估计,其结果如表 5 所示,但没有发现推翻上述结论的证据。(2)经济发展程度不同,风险投资环境就不同,风险投资产业的成熟度也可能不同,将不同发展程度的国家混合在一起处理可能导致估计偏误。为验证该问题,我们在模型中加入人均 GDP 的自然对数,重新进行估计(见表 4),仍未发现与上述结论相左的证据。

表 4 扩展结果

变 量	滞后一期		使用 VC 替代指标		加入 GDP 指标	
VC_{t-1}	0.0824 (0.8649)	0.0860 (3.8027)				
VC_a			0.0187 (0.9147)	0.0357 (1.3789)		
VC					0.1977 (1.6136)	0.1891 (1.5169)
CGTr	-0.0656** (-2.7800)	-0.1289*** (-5.1319)	-0.0166** (-3.5251)	-0.0086** (-2.5718)	-0.0298** (-1.0796)	-0.0408** (-2.5459)
EF	0.0035 (0.6314)	0.0010 (0.4803)	0.0064 (0.8948)	0.0063 (0.8379)	0.0053 (1.2980)	0.0052 (1.3678)
NM	0.0201*** (5.6388)	0.0200*** (5.0130)	0.0093** (2.5932)	0.0105*** (4.5969)	0.0101*** (10.1764)	0.0099*** (7.8308)
GDP					0.0024*** (3.1716)	0.0014** (2.5870)
GEp	-0.0008* (-2.6552)		-0.0013*** (-3.9939)		-0.0004** (-1.3173)	
GEf		0.0001* (1.5770)		0.0137*** (4.9501)		0.0008** (1.8300)
R^2	0.9038	0.9387	0.8313	0.9154	0.9923	0.9593
Adj. R^2	0.9006	0.9305	0.8166	0.8994	0.9914	0.9548

五、结论和启示

本文认为,资金供应型干预政策无显著效果,即政府通过直接出资或信贷支持扩大 VC 市场资金来源的干预政策不会对创业早期风险项目的投资规模产生显著影响;收益改善型干预政策有显著的积极效果,即政府通过改善 VC 收益水平及其实现的便利性来刺激风险投资增加的干预政策,对创业早期风险项目的投资规模产生了显著的积极影响。

上述结论对我国的相关政策实践有重要启示。在我国,政府干预明显倚重于资金供给型政策,而收益改善型政策的力度明显不足。2009 年《中国创业风险投资发展报告》显示,截至 2008 年末,我国 VC 机构管理资本总额达 1 455.7 亿元,其中政府和国有独资机构出资合计占 35.9%,与 2007 年相比增加了约 2 个百分点。上述比例还不包括国有控股或参股公司对 VC 机构的出资。另外,近年来各地方政府纷纷设立创业风险投资引导基金,目前已设立的

引导基金超过 30 只,注入财政资金超过 100 亿元。此外,2008 年政府还放开了对社保基金和保险资金涉足 VC 的限制。这都说明目前我国政府非常注重运用资金供给政策。而在收益改善方面,我国政府虽有所作为,但力度明显不足。报告显示收益因素仍是制约我国 VC 市场发展的主要原因。我国于 2009 年 9 月启动了创业板市场,但“缺乏多层次的资本市场”仍被认为是制约我国 VC 发展外部因素中的一个主要因素。VC 投资的收益也不理想,2004—2008 年近 2/3 的项目退出时发生亏损。另外,对 VC 的税收优惠也没有很好落实,2007 年出台的《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》明确规定不适应于合伙制和有限合伙制企业,而目前有限合伙制已被视为 VC 标准模式正在我国快速推广。

这种政策格局是导致 VC 市场发展势头与政府干预努力形成反差的根本原因。因此,我国政府应当调整干预政策格局,突出收益改善型政策的有效作用,采取切实措施改善创业企业和投资方的收益,以吸引更多的社会资金投入风险项目。具体措施可考虑:一是深化我国多层次资本市场建设,拓宽 VC 退出渠道。如在我国创业板市场推行注册制,以减少因行政审批导致的上市时间延滞,改变许多符合条件的企业长时间排队等候的状况;我国的主要场外市场——中关村代办股份报价转让系统显示,截至 2009 年底仅有 61 家公司挂牌,2009 年融资仅 4.29 亿元,规模十分有限,需要继续发展壮大,并探索多种市场形式。二是协调税法的有关规定,使对 VC 的税收优惠落到实处。三是改进政府对创业投资的服务,通过降低创业成本(尤其是隐性成本)提高创业成功率和投资方收益率。据 2010 年《全球竞争力报告》的数据,我国与创业有关的政府效率指标得分均不高,创业政府审批效率排名倒数第 10 名,知识产权保护、投资者保护和腐败导致商业成本等方面的得分也都低于世界均值。因此,我国政府亟须改进创业服务,适当放宽新企业准入条件,简化审批手续,降低相关费用,杜绝乱收费和乱摊派等,以促进创业发展。

注释:

- ① 这一指标能较好地反映政府对创新性投融资的关注且具有宏观性。
- ② 其原本讨论投资者类型、参与性监管与企业融资市场结构之间的关系。
- ③ 截面固定效应统计值为 2.28781, P 值为 0.0335, 在 5% 显著性水平下拒绝混合模型的假设; Hausman 检验中截面随机效应统计值为 9.96206, P 值为 0.0463, 在 5% 显著性水平下拒绝随机效应模型的假设。其他检验结果报告略。
- ④ 其中 1—7 级为主观评价等级。

主要参考文献:

- [1] 刘志伟, 王大鹏, 刘澄. 政府的公共补贴对风险投资的促进作用[J]. 管理学报, 2007, (6): 833—838.
- [2] 苏启林. 政府介入创业投资模式的国际比较与经验借鉴[J]. 外国经济与管理, 2002,

(11):43—48.

- [3]王元,张晓原,梁桂,等.中国创业风险投资发展报告 2009[M].北京:经济管理出版社,2009.
- [4]Brander J, Du Q, Hellmann T. The effects of government-sponsored venture capital: International evidence[R]. NBER Working Paper, No 16521, 2010.
- [5]Holmstorm B, Tirole J. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(3):663—691.
- [6]Cumming D J, MacIntosh J G. Crowding out private equity: Canadian evidence[J]. Journal of Business Venturing, 2006, 21:569—609.
- [7]Dahlstrom T R. The rise and fall of the participating securities SBIC program: Lessons in public venture capital management[J]. Perspectives in Public Affairs, 2009, 6:51—68.
- [8]Florida R, Smith D F. Keep the government out of venture capital[J]. Issues in Science and Technology, 1993, 9(4):61—68.
- [9]Lerner J. The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital[J]. Small Business Economics, 2010, 35(3):255—264.

The Effectiveness of Government Intervention in Venture Capital Market: Empirical Evidence and Its Policy Implications

ZUO Zhi-gang

(School of Finance and Economics, Guangdong University of Foreign Studies,
Guangzhou 510006, China)

Abstract: Government intervention in venture capital market is very common, but its effectiveness still lacks theoretically and empirically clear confirmation. This paper makes an integrated empirical study on the effectiveness of government intervention, which takes account of the major intervention measures and takes the overall market effectiveness as a test criterion. The findings based on the data of OPEC countries indicate that funding-provision-based policies have not significant effects, but profit-improvement-based policies have significantly positive effects, which provide important implications for the adjustment to our policy pattern laying emphasis on funding provision.

Key words: venture capital; government intervention; effectiveness; cross-country empirical test

(责任编辑 喜 雯)