

地理距离对政府引导基金绩效的影响

——基于政经互动的视角

杨 晔, 左佳弘

(上海财经大学 财税投资学院, 上海 200433)

摘 要: 提高政府引导基金的运作效率是各地政府关注的重点,在“政府+市场化”运作模式中,子基金管理机构发挥的作用不容忽视。地理距离作为重要的外生因素将影响子基金管理机构的投资行为,进一步影响引导基金的运作效率。本文采用2008—2019年成立的政府引导基金子基金作为研究样本进行回归发现,子基金管理机构与政府引导基金较远的地理距离将提高子基金的经济绩效,但也将降低其战略目标的实现程度。这一现象主要系因较远的地理距离减弱了政府的监督管理,提高了子基金管理机构获得的授权,使其更为自主地进行市场化投资决策,投资高利润项目而非政府引导基金标的。上述现象在管理机构能力较差,地区风险投资活跃度较低,投资速度较慢的子基金中更为明显。进一步分析发现,目前我国政府引导基金投资及子基金管理机构选择具有明显的本地偏好,在一定程度上保障了战略目标的实现,具有较高的逻辑理性。本文研究为正确认识和提高政府引导基金的运作效率提供了新的证据和政策建议。

关键词: 政府引导基金;子基金管理机构;经济绩效;返投比例;战略目标;政经互动

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2025)10-0134-19

一、引 言

我国经济转型升级背景下,创新成为经济增长的主要驱动力。地方政府逐步转向股权财政模式,通过风险投资促进创新增长。《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》(国发〔2014〕60号)提出完善创新投融资机制,发展股权投资并发挥政府资本的引导作用。党的二十届三中全会进一步指出构建全面创新体制,加强对科技型中小企业的支持,鼓励国有风险资本“投早、投小、投硬科技”,政府风险投资的战略地位不断被强化。作为地方政府风险投资的主要方式,政府引导基金不仅能够通过市场化风险投资促进创新和产业升级(Huang等,2022;吴超鹏和严泽浩,2023),也能通过政府干预弥补投融资缺口,提高风险资本

收稿日期:2024-04-19

基金项目:国家自然科学基金面上项目(72172077);国家社会科学基金一般项目(20BJY190)

作者简介:杨 晔(1978—),女,上海财经大学财税投资学院教授,博士生导师;

左佳弘(1999—),女,上海财经大学财税投资学院博士研究生(通信作者,zuojiahong1999@163.com)。

市场运作效率,近年来迎来快速扩张。根据清科私募通数据库显示,截至2023年底,我国政府引导基金总目标规模已超12万亿元。

随着引导基金的广泛应用,保证并提高其运作效率成为各地政府关注的重点。2022年《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》(发改投资〔2022〕1652号)指出要利用好政府引导基金,提高政府风险投资效率。从理论上,地方政府引导基金旨在吸引社会风险资本投资、促进高技术产业发展,实现创新增长,其高效运作具体体现为战略目标的实现。地方政府将通过系统性管理监督、返投比例考核等方式扶持本地初创企业发展,保障引导基金的良好运作(逢雯婷等,2021)。然从实践上看,我国政府引导基金的运作效率仍参差不齐。部分地区如合肥等地政府引导基金与社会资本良好合作,扶持初创企业并培育高技术产业集群,实现了创新增长的战略目标。部分地区引导基金却存在挤出社会资本,难以促进创新等低效率问题。

究其原因,除风险投资“募(李善民等,2020)、投(徐明,2021)、管(董建卫和郭立宏,2016)、退(萧端和熊婧,2014)”等市场层面因素的影响外,政府引导基金内部管理和授权关系的作用也不容忽视。“母+子”基金运作模式下,政府引导基金(LP)对子基金管理机构(GP)的监督与授权将影响其投资行为,进一步影响子基金经济绩效表现和战略目标实现(陈晋和宋易霏,2023),但目前学界尚未对此展开深入探讨。

事实上,政府引导基金与子基金管理机构之间并非传统的委托代理关系(周育红等,2023),而是制度逻辑下的政经互动关系(陈晋等,2021)。政府引导基金更多地关注提高返投比例以扶持本地初创企业发展,而子基金管理机构更多地关注投资收益,可能出于自利动机选择利润较高的市场化项目,减少对风险较高、短期收益率较低的政府标的项目投资,不利于引导基金战略目标的实现(Li等,2023)。为减弱子基金管理机构市场化逐利行为带来的损害,政府引导基金将对其进行系统的监督管理。一方面,政府通过资金支持、政策制定、人员委派等方式参与子基金管理机构的日常运作(杜月和应晓妮,2018;倪宣明等,2024),监督其投资行为。另一方面,政府也将通过行政审批和制度监管、返投考核等方式来约束子基金管理机构投资标的(逢雯婷等,2021),对其进行适度而有限的授权。这使得子基金管理机构更多地投资于早期阶段和高技术企业(范晓敏等,2021),在一定程度上保障了战略目标的实现。但相关投资也往往伴随较低的市场化投资效率(金婧等,2023)、较高的风险和收益不确定性(Li等,2023),降低了子基金的经济绩效(Colonnelli等,2024)。

值得注意的是,地方政府系统性管理监督(杜月和应晓妮,2018)、合理授权背景下,部分引导基金运作效率仍不及预期,难以实现投资落地和创新增长。本文理论分析认为,这可能系因监督和授权空间变动对子基金管理机构投资行为的影响。类似于集团内部管控,政府引导基金对子基金管理机构的监督和授权将受到地理距离(李彬和郑雯,2018)、信任程度(Bloom等,2012)、制度环境(Fisman和Wang,2010)等多重因素的影响。我国子基金管理机构地理位置分布较为广泛,其可能借助较远的地理距离进行逐利。具体地,地理距离将阻碍政府对子基金管理机构的监督管理,提高子基金管理机构获得的授权(李彬,2015),使其能够进行更为自主的投资决策,倾向于规避投资风险选择利润更高的市场化项目(Dimov和Gedajlovic,2010),减少对距离较远的引导基金标的项目投资(Robinson和Sensoy,2013)。最终提高了子基金的经济绩效并降低其战略目标实现程度。

本文对上述分析进行实证检验,基于政经互动的视角,探讨子基金管理机构与引导基金的地理距离对子基金经济绩效表现和战略目标实现的影响。选取2008—2019年政府引导基金出资设立的子基金作为研究样本,匹配截止2022年的投资事件以保留三年时间窗观察其表现。通

过实证分析发现,政府引导基金与子基金管理机构较远的地理距离将提高子基金的经济绩效而降低返投比例,损害引导基金的战略目标,该结论经过一系列稳健性检验后仍然成立。机制分析表明,较远的地理距离将减弱政府对子基金管理机构的监督,提高子基金管理机构获得的授权,使其更自主地进行市场化投资决策,为寻求利润减少早期阶段投资及与政府引导基金所在地机构的联合投资,最终影响基金的绩效表现和战略目标实现。异质性分析表明,管理机构能力较差,城市风险投资活跃度较低,子基金投资速度较慢时,地理距离的作用更明显。进一步分析发现,我国政府引导基金子基金管理机构选择和投资具有明显的本地偏好,有助于实现其战略目标,具有较高的逻辑理性。

本文的主要研究贡献在于:第一,丰富了对政府引导基金运作效率的探讨。现有研究大多数基于单一的战略层面,有学者指出我国政府风险投资促进创新、带动产业升级、引导社会资本投资的效率参差不齐(杨敏利等,2014);还有学者们基于财务收益层面指出了政府风险投资相对较低的利润表现(Li等,2023;Colomelli等,2024)。与之相比,本文对基金的投资收益和实际返投比例投资进行双重定量分析,更全面地剖析了引导基金的运作效率,从战略目标和经济绩效平衡的视角为引导基金长期发展提供了建议。

第二,基于政经互动视角,将政府引导基金效率的影响机制细化到了子基金管理机构层面。现有研究大多数基于“募投管退”的市场化层面(萧端和熊婧,2014;董建卫和郭立宏,2016;李善民等,2020;徐明,2021),或政府层面剖析其影响因素(萧端和熊婧,2014),但缺乏对引导基金内部运作模式的探讨,忽视了子基金管理机构与引导基金之间政经互动关系的影响。本文研究发现,子基金管理机构在政经互动过程中更多地表现为市场化逐利,为提高经济利润损害战略目标。不仅丰富了对引导基金“母+子”运作模式的研究与讨论,更证实了政府对子基金管理机构监督管理的重要性和必要性。

第三,拓展了对政府引导基金内部授权关系的探讨。现有研究表明,政府将对子基金管理机构的授权控制在有限范围内(Zhang和Mayes,2018),使其难以进行市场化逐利而更多地投资于引导基金所在地早期阶段和高技术企业,从而实现其战略目标(杜月和应晓妮,2018;范晓敏等,2021;金婧等,2023)。然而相关文献难以充分解释引导基金参差不齐的运作现状,忽略了内部授权异质性的影响。本文将地理距离这一重要的风险投资影响因素纳入研究框架,探讨了“地理距离—子基金管理机构授权—投资行为—基金绩效”这一具体的作用路径,为解释引导基金的运作现状提供了新的视角,也对风险投资管理机构授权空间和投资行为的相关文献进行了有益补充。

二、文献综述与研究假设

(一)文献回顾

关于引导基金的探讨日益丰富,涉及政府引导基金运作效率、影响因素等多方面的研究。目前我国政府引导基金运作效率参差不齐,部分地区引导基金能够促进风险资本市场繁荣(杨敏利等,2015)、促进企业创新、扶持高技术企业发展(吴超鹏和严泽浩,2023)。也有部分地区引导基金无法吸引甚至挤出社会资金(徐明,2021)。学者基于“募投管退”视角指出政府引导基金运作将受到投资时机(徐明,2022)、投资策略选择(蒋亚含等,2023),管理机构声誉、背景(董建卫和郭立宏,2016),退出机制等多重因素的影响(萧端和熊婧,2014)。除上述因素外,学者也关注了引导基金“母+子”的运作模式,主基于委托代理理论指出政府引导基金与子基金管理机构间的信息不对称问题及潜在博弈(倪宣明等,2024),或基于政经互动关系指出二者间战略目标与财务目标的不一致(金婧等,2023;蒙宝思等,2023),证实了管理机构的市场化逐利行为及与

引导基金之间的信任合作程度将影响基金的绩效表现(Colonnelli等,2024)。

与本文研究密切相关的另一部分文献是基于公司治理的视角对内部授权关系的研究,政府引导基金遵循“母+子”运作模式,授权子基金管理机构进行投资。二者间关系类似于集团内部管控。在集团内部,子公司受母公司控制并听其指挥,而母公司将对子公司进行一定的授权。授权大小将受到母公司管理能力(Castellani等,2013)、资源和信息水平及双方信任程度等内部因素的影响(Bloom等,2012;Vahlne等,2012)。同时,制度环境(Fisman和Wang,2010)、地理距离等外部因素影响也不容忽视(李彬和郑雯,2018)。较远的地理距离将降低母公司监督管理质量(李彬,2015)、减弱母公司对子公司的业务了解程度(Mykhaylenko等,2017),同时提高子公司的博弈能力(Vahlne等,2012),使其获得更高的授权(Bloom等,2014)。

上述文献虽检验了引导基金的运作效率并指出了子基金管理机构和政府投资目标的不一致。但对引导基金效率的衡量局限于单一的政治或财务视角,尚未进行全面剖析;同时对政府引导基金“母+子”运作模式的认知尚不充分,忽略了内部授权变动对子基金管理机构投资行为和基金绩效的影响。本文基于政经互动的视角,探讨了地理距离这一重要外生因素对政府引导基金子基金经济绩效表现和战略目标实现的影响,并检验了政府监督、子基金管理机构授权对基金绩效的具体作用机制。

(二)理论分析

1.政府引导基金监督、授权与子基金绩效

政府引导基金遵循“政府引导+市场化运作”模式,与子基金管理机构间表现为制度逻辑主导下的政经互动关系(陈晋和宋易霏,2023)。受限于激励条款的不完善、信息不对称和沟通摩擦(Dimov和Gedajlovic,2010),双方的价值可能呈现此消彼长状态。一方面,政府旨在实现促进创新和产业升级的战略目标(陈晋等,2021),将重点扶持本地、早期阶段、高技术创新型企业。而上述投资标的往往伴随较高的风险和不确定性(Li等,2023;Colonnelli等,2024),短期经济绩效表现较差。另一方面,子基金管理机构为提高投资收益,倾向于将更多的资金配置于短期利润较高的市场化项目,而减少对引导基金标的项目的投资(徐明,2021),损害引导基金的战略目标(Munari和Toschi,2015)。特别地,当子基金管理机构拥有较高的自主决策权时,其将更多地采取短期逐利行为,对引导基金战略目标产生更大的消极影响(Dimov和Gedajlovic,2010)。因此,政府将对子基金管理机构进行监督管理和适度授权,以减弱其市场化逐利行为带来的损害。

关于政府引导基金对子基金管理机构的监督管理,除作为LP出资进行资金管理外,政府也将通过紧密联系监管机构(蒋亚含等,2023)、非正式沟通等方式对其进行监督治理(Cheng等,2019),或委派政府部门人员密切参与项目决策(杜月和应晓妮,2018),以减少市场化逐利行为。此外,政府引导基金也将对子基金管理机构进行合理的授权,引导并监督其投资决策。类似于集团内部管控,子基金管理机构自主权较为有限,投资决策受到母基金的领导(Zhang和Mayes,2018)。政府将引导基金投资纳入财政考核标准,监督子基金管理机构的资金使用。有限授权下,子基金管理机构难以进行市场化逐利而更多地投资于早期阶段和高科技创新企业(范晓敏等,2021),促进了引导基金战略目标的实现。

然而,上述政府行为也将对子基金经济绩效产生消极影响。政府监督和有限授权将降低子基金管理机构投资决策独立性,使其资源获取能力、投资专业化优势难以发挥(金婧等,2023),更多表现为“轻财务”的战略性扶持而对高利润项目的投资较少。较低的市场化投资效率、较高的风险和收益不确定性降低了基金的经济绩效(Li等,2023;Zhang和Gu,2024)。

2.地理距离与子基金管理机构授权

政府对子基金管理机构的监督和授权并非一成不变,而将受到地理距离的影响。一方面,地理距离将减弱政府对子基金管理机构的监督治理。考虑子基金管理机构绝大多数为国有企业,与政府的地理距离越近,其面临的政府监督和联系越强。较远的距离将阻碍政府对企业的观察和信息获取,增加信息交流和沟通成本(Turner,2014),从而减少了政府对企业的监督和管理(Teng等,2017)。另一方面,地理距离将提高子基金管理机构获得的授权。类似于集团内部管控,上级公司对下级公司的管理能力受到参与程度、知识认知和社会嵌入的影响(Mykhaylenko等,2017),而较远的地理距离将降低信息沟通效率和内部控制质量(李彬,2015),此时对远距离子公司较少的授权将使其难以灵活适应环境变动进行有效决策(李彬和郑雯,2018),损害公司总体价值。而较高的授权将激励子公司积极获取信息和竞争优势,促进公司价值增值(武立东和黄海昕,2010)。因此,当地理距离较远、沟通成本较高时,上级公司倾向于将权力下放,减弱对下级公司的干预以提升运作效率(Bloom等,2014),下级公司也将借助本地资源嵌入和信息优势进行博弈(Vahlne等,2012),获取更高的授权和自主决策空间(Bloom等,2012)。类似地,政府引导基金将对子基金进行战略引导,监督并约束其投资标的,参与子基金治理。而地理距离较远时,母基金监督管理的成本更高且效率更低(Lerner,1995),倾向于让渡投资决策权,使得子基金管理机构获得更高的授权,更为自主地进行市场化投资决策。

综上所述,与政府引导基金较远的地理距离将减少子基金管理机构受到的政府监督并提高其获得的授权。此时,子基金管理机构将更多地采取市场化逐利行为,投资于收益较高的短期项目,提高子基金的经济绩效;同时减少对收益较低、吸引力较差的引导基金标的项目的投资(Munari和Toschi,2015),最终降低子基金返投比例,损害引导基金的战略目标(Robinson和Sensoy,2013;陈晋等,2021)。基于以上分析,本文提出如下假设:

H1a:子基金管理机构与政府引导母基金较远的地理距离将提高子基金的经济绩效。

H1b:子基金管理机构与政府引导母基金较远的地理距离将降低子基金的战略目标实现程度。

具体来看,较远的地理距离减弱了政府对子基金管理机构的管理和监督。地理距离较近时,政府监督和管理能够有效减少子基金管理机构的逐利行为(周育红等,2023),但也伴随投资专业性不足、经验匮乏等问题,降低了市场化投资效率(Munari和Toschi,2015)。

而当与政府引导基金距离较远时,政府的监督管理减弱(Teng等,2017)。这使得子基金管理机构能够发挥专业技能和经验优势;有更强的激励创造经济价值并提高投资效率(Dass等,2013),加速项目成功退出(Jia和Wang,2017),从而提高了子基金的经济绩效表现。同时,子基金管理机构也将出于自利动机更多地投资于利润较高的市场化项目,降低其在引导基金所在地的返投比例,损害了引导基金的战略目标。基于以上分析,本文提出如下假设:

H2:子基金管理机构与政府引导基金较远的地理距离将通过减弱政府的监督管理影响子基金经济绩效表现与战略目标实现。

地理距离也将提高政府引导基金对子基金管理机构的授权,使其更自主地进行市场化投资决策。一方面,子基金管理机构将减少对早期阶段项目的投资。理论和实践表明,早期阶段、创新性项目周期较长,短期内难以获得可观收益且具有较高的风险(金婧等,2023;Zhang和Gu,2024),较远的地理距离将进一步放大风险,带来信息不对称(Tian,2011)、投资不确定性和较差的预期收益(Kolympiris等,2018)。因此,子基金管理机构对引导基金所在地早期阶段项目的投资意愿较低(金婧等,2023),在获得较高授权后倾向于自主选择低风险、偏后期的成

熟企业以提高投资收益(周育红等,2023),减少对早期阶段企业的投资(Du等,2024),这也将缩减引导基金所在地标的项目获得的投资(陈晋和宋易霏,2023),损害了引导基金的战略目标。

另一方面,联合投资是风险投资的常见手段(Cumming等,2017),当地理距离较远时,子基金管理机构将减少与政府引导基金所在地风险投资机构的联合。研究表明,政府引导基金会积极促进子基金管理机构在本地的联合投资(温军和冯根福,2018),引导其更多地选择引导基金所在地同质化、信息优势明显的联合投资伙伴(Zheng等,2022),使其与当地风险投资机构产生紧密的关系联结。此时,受限於联合投资伙伴的本地投资偏好和政府监督(Tian,2011),子基金将更多地投资于引导基金所在地的标的企业,具有较高的返投比例。但与当地机构的紧密联合也将带来市场化投资效益损失(张学勇和廖理,2011),伴随较高的投资成本、较差的经济绩效表现(胡刘芬和沈维涛,2014)。因此,当子基金管理机构与引导基金距离较远时,其将获得更高的授权并出于自利动机寻求异质性、市场化、多元化的联合投资伙伴,减少对引导基金所在地联合投资伙伴的选择(Zheng等,2022;Colonnelli等,2024),从而降低了子基金管理机构与当地机构联结的紧密程度,使其能够更为自主地进行市场化投资决策,减少对政府标的项目投资,最终提高了子基金的经济绩效而降低了战略目标的实现程度。基于以上分析,本文提出假设3,并构建图1的理论框架。

H3:子基金管理机构与政府引导基金所在地较远的地理距离通过提高子基金管理机构授权影响子基金经济绩效表现与战略目标实现。

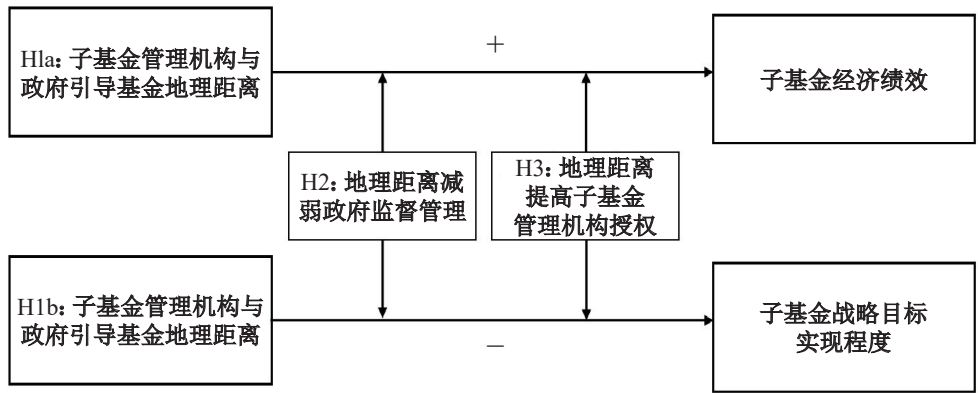


图1 本文理论框架

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文数据主要来自清科私募通、企查查及百度地图。其中,清科私募通数据库收录了政府引导基金、子基金、风险投资机构和投资事件的相关信息。本文选取2008—2019年间设立由政府引导基金子基金作为研究样本,进行如下处理:首先,将子基金与子基金管理机构数据信息进行匹配;其次,通过企查查手工查询子基金的股东信息及持股比例,将子基金与政府引导基金数据库进行匹配;最后,从投资事件库中导出截止2022年底对应子基金的投资和退出事件,以保留三年的时间窗观察其绩效表现(罗吉等,2016)。由于本文重点关注政府引导基金的间接投资,因此剔除了未设立子基金的直接投资事件,进一步剔除成立时间、总部所在地等关键信息缺失严重的数据,构建政府引导基金—子基金—子基金管理机构组合,匹配后共获得由481家风险投资机构管理的676只政府引导基金子基金。

(二)变量定义与描述性统计

1. 解释变量。子基金管理机构与政府引导基金之间的地理距离 $Distance$ 。参考Jia和Wang(2017)的做法,本文选用百度地图手工查询政府引导基金和子基金管理机构总部城市经纬度数据,计算获得二者之间的地理距离,若二者处于同一城市,则赋值为0。

2. 被解释变量。经济绩效:采用基金成功退出率 $Fund_IPORatio$ 进行测度,具体为风险投资基金投资事件中成功IPO数占总投资次数的比重(Jia和Wang,2017)。风险投资大部分利润主要来自上市公司,且IPO是中国风险投资主要的退出方式,IPO成功率能良好地反映风险投资的经济绩效。

战略目标实现程度:采用子基金返投比例 $Fund_ReinvestRatio$ 进行测度,具体为返投回政府引导基金所在地次数占实际投资总次数的比重。背后的逻辑在于:第一,政府引导基金具有促进创新增长和高技术产业升级的战略目标。而对本地初创企业的风险投资是实现技术进步、迸发创新增长活力的关键(黄福广等,2014;Liu等,2024)。返投比例较高的地区,风险资本将更多地流入本地,为当地早期阶段、高技术企业提供较多的资金支持,有利于促进创新并实现引导基金的战略目标。第二,目前我国地方政府较多通过返投考核测度引导基金的运作效率,返投比例能够较好地代表引导基金的战略目标实现程度(陈晋等,2021)。

3. 控制变量。借鉴现有关于基金绩效的研究(Cressy等,2014)。本文从以下三个维度选取控制变量。首先,控制子基金层面的相关特征,包括:子基金联合投资总数($Fund_Synd$)、子基金规模($Fund_Scale$)、子基金投资平均天数($Fund_Speed$)、子基金年龄($Fund_Age$)、子基金投资行业集中度($HHI_Industry$)、子基金投资地理集中度($HHI_Location$)和子基金有限合伙人数(LP_Num)。其次,控制子基金管理机构相关特征,包括:子基金管理机构是否国有(GP_State)、子基金管理机构年龄(GP_Age)、子基金管理机构投资经验(GP_Exper)、子基金管理机构认缴比例(GP_Hold)。最后,控制政府引导基金层面的特征变量,包括:政府引导基金规模(GGF_Scale)、政府引导基金在子基金中持股比例(GGF_Hold)。主要变量说明如表1所示。

(三)模型设计

为检验子基金管理机构与政府引导基金的地理距离对子基金经济绩效和战略目标实现程度的影响,本文设定如下模型进行回归:

$$Fund_IPORatio_i = \beta_0 + \beta_1 Distance_i + \gamma C_i + \theta_i + \varepsilon_j + \mu_i \quad (1)$$

$$Fund_ReinvestRatio_i = \alpha_0 + \alpha_1 Distance_i + \delta C_i + \theta_i + \varepsilon_j + \mu_i \quad (2)$$

其中, $Fund_IPORatio$ 为子基金经济绩效, $Fund_ReinvestRatio$ 为子基金战略目标实现程度。核心解释变量 $Distance$ 为子基金管理机构与政府引导基金的地理距离。 C_i 为控制变量, θ_i 为子基金成立时间固定效应, ε_j 为子基金总部所在地城市固定效应, μ_i 为误差项,进一步在政府引导基金城市层面进行聚类。我们关注的是地理距离 $Distance$ 对子基金经济绩效及战略目标实现程度的影响。根据理论预期, β_1 应显著为正, α_1 显著为负。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

本文变量描述性统计报告在表2中,子基金风险投资成功退出率均值为0.0469,说明子基金总体经济绩效表现较差,符合政府引导基金“重政治而轻财务”的特征。子基金的平均返投比例为0.2618,标准差为0.3629,说明实际返投情况存在一定异质性,部分地区引导基金战略目标

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
子基金成功退出率	<i>Fund_IPORatio</i>	子基金成功IPO次数 _[t+1,t+3] /投资总数 _[t+1,t+3]
子基金返投比例	<i>Fund_ReinvestRatio</i>	子基金在政府引导基金所在地的返投次数 _[t+1,t+3] /投资总次数 _[t+1,t+3]
政府引导基金与子基金管理机构地理距离(百公里)	<i>Distance</i>	子基金管理机构总部和政府引导基金总部的地理距离= $3\,963 \times \arccos[\sin(\text{Lat}1) \times \sin(\text{Lat}2) + \cos(\text{Lat}1) \times \cos(\text{Lat}2) \times \cos(\text{Long}2 - \text{Long}1)]/100$, <i>Lat</i> 1和 <i>Long</i> 1为子基金管理机构所在城市的经纬度, <i>Lat</i> 2和 <i>Long</i> 2为政府引导基金总部城市的经纬度
子基金联合投资总数(次)	<i>Fund_Synd</i>	子基金联合投资次数 _[t+1,t+3]
子基金投资总数(次)	<i>Fund_Invest</i>	子基金累计投资总次数 _[t+1,t+3]
子基金规模(万元)	<i>Fund_Scale</i>	子基金目标规模的自然对数
子基金投资平均天数(天)	<i>Fund_Speed</i>	子基金每笔投资日期与基金成立日期之间的平均天数
子基金年龄(年)	<i>Fund_Age</i>	子基金年龄=2022-子基金成立年份 <i>t</i>
子投资行业集中度	<i>HHI_Industry</i>	子基金各行业投资次数占总投资次数之比的平方和 _[t+1,t+3]
子投资地理集中度	<i>HHI_Location</i>	子基金各城市投资次数占总投资次数之比的平方和 _[t+1,t+3]
子基金有限合伙人是否超过中位数	<i>LP_Num</i>	子基金 <i>LP</i> 数量超过样本中位数取值为1, 否则为0
子基金管理机构是否国有	<i>GP_State</i>	国有企业或政府相关部门持股比例超过50%为国有机构, 取值为1, 否则为0
子基金管理机构年龄(年)	<i>GP_Age</i>	子基金成立时间-子基金管理机构成立时间
子基金管理机构投资经验(次)	<i>GP_Exper</i>	子基金管理机构截止至子基金成立日的累计投资总次数
子基金管理机构认缴比例(%)	<i>GP_Hold</i>	子基金管理机构在子基金中的认缴出资额/子基金目标规模 $\times 100$
政府引导基金规模(万元)	<i>GGF_Scale</i>	政府引导基金目标规模的自然对数
政府引导基金持股比例(%)	<i>GGF_Hold</i>	政府引导基金在子基金中的持股比例(数据来源: 系企查查手工搜索子基金股东信息)

实现程度较低。子基金管理机构与政府引导基金的地理距离均值为329.87千米, 标准差为5.7516。且约有38.76%的子基金管理机构与政府引导基金处于不同城市, 说明子基金管理机构地理位置分布较为广泛。

(二) 基准回归结果

本文对模型(1)和(2)进行回归, 以检验地理距离对子基金经济绩效和战略目标实现程度的影响。基准回归结果列示在表3中, 第(1)列中 β_1 的估计系数为0.0043, 且在1%的显著水平下显著, 说明与政府引导基金较远的地理距离将显著提高子基金的经济绩效表现。第(2)列中 α_1 的估计系数为-0.013, 且在1%的显著水平下显著, 子基金管理机构与政府引导基金地理距离每增加100千米, 返投回政府引导基金所在地的比例将下降1.3%, 说明较远的地理距离将降低子基金战略目标实现程度。H1a和假设H1b得以验证。

(三) 作用机制分析

1. 地理距离减弱政府监督管理

前文指出, 地理距离减弱了政府的监督管理, 使子基金管理机构更自主地进行市场化投资

表 2 主要变量描述性统计

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Fund_IPORatio</i>	676	0.0469	0.1435	0.0000	1.0000
<i>Fund_ReinvestRatio</i>	676	0.2618	0.3629	0.0000	1.0000
<i>Distance</i>	676	3.2987	5.7516	0.0000	19.5969
<i>Fund_Synd</i>	676	4.1627	7.7759	0.0000	79.0000
<i>Fund_Invest</i>	676	5.6006	11.2042	0.0000	111.0000
<i>Fund_Scale</i>	676	10.9422	1.5074	6.4003	15.6073
<i>Fund_Speed</i>	676	447.2403	460.5650	0.0000	1766.0000
<i>Fund_Age</i>	676	5.0991	1.8763	3.0000	13.0000
<i>HHI_Industry</i>	676	0.3568	0.3634	0.0000	1.0000
<i>HHI_Location</i>	676	0.3820	0.3879	0.0000	1.0000
<i>LP_Num</i>	676	0.3595	0.4802	0.0000	1.0000
<i>GP_State</i>	676	0.9911	0.0939	0.0000	1.0000
<i>GP_Age</i>	676	3.4911	3.7801	0.0000	22.0000
<i>GP_Exper</i>	676	19.9053	62.0634	0.0000	711.0000
<i>GP_Hold</i>	676	2.2808	5.5466	0.0010	33.3333
<i>GGF_Scale</i>	676	13.5253	2.0134	8.5174	17.3709
<i>GGF_Hold</i>	676	32.5875	23.8184	0.0644	99.9990

表 3 地理距离对子基金经济绩效和战略目标实现程度的影响

变量	<i>Fund_IPORatio</i> (1)	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (2)
<i>Distance</i>	0.004*** (0.001)	-0.013*** (0.002)
<i>Fund_Synd</i>	0.004* (0.002)	-0.0002 (0.004)
<i>Fund_Invest</i>	-0.002* (0.001)	0.003 (0.002)
<i>Fund_Scale</i>	0.005 (0.004)	0.0003 (0.008)
<i>Fund_Speed</i>	0.00002 (0.00003)	0.0001 (0.0001)
<i>Fund_Age</i>	0.010 (0.007)	0.015 (0.012)
<i>HHI_Industry</i>	0.066** (0.028)	-0.215** (0.089)
<i>HHI_Location</i>	-0.007 (0.014)	0.710*** (0.074)
<i>LP_Num</i>	0.012 (0.016)	-0.026 (0.033)
<i>GP_State</i>	0.030* (0.017)	0.097 (0.076)
<i>GP_Age</i>	0.0002 (0.002)	0.002 (0.003)
<i>GP_Exper</i>	-0.00003 (0.0001)	-0.0001 (0.0002)
<i>GP_Hold</i>	-0.001 (0.001)	0.004 (0.003)
<i>GGF_Scale</i>	-0.001 (0.005)	-0.007 (0.011)
<i>GGF_Hold</i>	0.0002 (0.0003)	-0.001 (0.001)

表3 (续)

变量	<i>Fund_IPO</i> Ratio (1)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (2)
<i>Constant</i>	-0.122 (0.077)	0.004 (0.172)
<i>Year/City FE</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	676	676
<i>R</i> ²	0.147	0.516

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%的显著水平显著,下同。

决策,进一步影响子基金经济绩效表现和战略目标实现。若该机制存在,则原本政府监督管理更强的样本中,地理距离的作用效果应当更显著。考虑集团内部第一大股东普遍拥有更高的控制权,对企业的控制和联系更为紧密(张洪辉和王宗军,2010)。当政府引导基金为第一大股东时,子基金管理机构对政府有较高的资源依赖(Ahlstrom等,2007),将面临更强的政府监督管理,市场化投资独立性更低,有更强的动机利用地理距离寻求经济利润。基于此,本文手工搜集企查查网站,获得子基金股东信息和持股比例,按照“政府引导基金是否为第一大股东”对子基金进行分组,沿用基准模型进行回归,结果列示在表4中。第(1)(2)列中估计系数的绝对值更大且在1%的显著水平下显著,说明在政府引导基金做第一大股东的子基金中,地理距离的作用效果更明显。证实了地理距离将减弱政府监督管理,影响基金经济绩效表现和战略目标实现,假设H2成立。

表4 地理距离减弱政府监督管理机制检验

变量	政府引导基金为第一大股东		政府引导基金非第一大股东	
	<i>Fund_IPO</i> Ratio (1)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (2)	<i>Fund_IPO</i> Ratio (3)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (4)
<i>Distance</i>	0.007*** (0.002)	-0.012*** (0.003)	0.002 (0.002)	-0.011*** (0.003)
控制变量	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year/City FE</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	239	239	437	437
<i>R</i> ²	0.279	0.582	0.201	0.561

2.地理距离提高子基金管理机构获得的授权

前文理论分析指出,地理距离将提高子基金管理机构获得的授权,减少其早期阶段投资。借鉴范晓敏等(2021)的做法,将种子轮、天使轮、A轮的风险投资划分为早期阶段,计算子基金管理机构早期阶段投资数占总投资数的比重*Early_Rate*,沿用基准模型进行分步回归。结果列示在表5中,第(1)列估计系数显著为正,说明子基金管理机构与政府引导基金较远的地理距离将降低其早期阶段的投资比例。第(2)(3)列系数分别为-0.068和0.181,且均在1%的显著水平下显著。说明早期阶段投资的减少将提高子基金的经济绩效表现,同时会降低子基金战略目标的实现程度。

进一步,地理距离将提高子基金管理机构获得的授权,降低子基金管理机构与政府引导基金所在地风险投资机构的联合。参考刘志阳和江晓东(2010)的做法,本文计算子基金管理机构与政府引导基金所在地联合投资超过一次的机构数量占其总联合投资机构数量的比重*Insert_Rate*,衡量其与引导基金所在地机构关系联结的紧密程度,对基准模型进行分步回归。回归结果列示在表6中,第(1)列估计系数显著为负,第(2)(3)列系数分别为-0.036和0.132,且

均在1%的显著水平下显著。说明较远的地理距离将降低子基金管理机构与政府引导基金所在地机构的联合,提高子基金的经济绩效并降低返投比例。上述结果证实了地理距离将通过提高子基金管理机构授权,影响其投资行为,进一步影响子基金绩效表现和战略目标实现,假设H4成立。

表 5 地理距离提高授权机制检验:减少早期阶段投资

变量	<i>Early_Rate</i> (1)	<i>Fund_IPORatio</i> (2)	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (3)
<i>Distance</i>	-0.008*** (0.003)		
<i>Early_Rate</i>		-0.068** (0.027)	0.181*** (0.051)
控制变量	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year/City FE</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	676	676	676
<i>R</i> ²	0.218	0.143	0.507

表 6 地理距离提高授权机制检验:减少与政府引导基金所在地机构联合

变量	<i>Insert_Rate</i> (1)	<i>Fund_IPORatio</i> (2)	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (3)
<i>Distance</i>	-0.014*** (0.003)		
<i>Insert_Rate</i>		-0.036** (0.017)	0.132** (0.056)
控制变量	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year/City FE</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	676	676	676
<i>R</i> ²	0.354	0.133	0.502

(四)稳健性检验

1. 更换变量测度

首先,借鉴董静等(2017)的做法,选用政府引导基金与子基金管理机构城市之间最短高铁通行时间替代地理距离进行稳健性检验。距离更远的城市之间最短高铁通行时间更长。最短交通网络时间将在一定程度上代表地理距离的约束,影响授权关系和投资决策(Giroud, 2013)。本文通过百度地图对子基金管理机构城市—政府引导基金城市对进行手工搜索,计算城市之间的最短高铁用时 $Time$,代入基准模型进行回归。回归结果列示在表7第(1)—(2)列。同时选用子基金管理机构与政府引导基金是否异地虚拟变量 GGF_GP_DIF 替换地理距离 $Distance$ 进行回归,结果展现在表7第(3)—(4)列。表7第(1)(3)列系数显著为正,(2)(4)列系数显著为负,说明子基金管理机构与引导基金城市之间高铁用时较长、处于不同城市时,子基金经济绩效表现更好而战略目标实现程度更低,与基准回归结果保持一致。

2. 倾向得分匹配

为进一步控制政府引导基金管理机构样本自选择偏差,本文采用倾向得分匹配法(PSM)进行检验并缓解样本选择问题。具体做法是:首先选择基准回归中的控制变量作为匹配变量,将管理机构与政府引导基金异地的子基金作为处理组,其余为对照组,然后采用Logistic回归计算出每支基金的倾向得分,按照最近邻匹配1:1的比例为处理组选择合适的对照组,最终得到673个匹配样本。PSM匹配后标准化误差均低于10%且P值均高于0.1。表8列示了倾向得分匹

表 7 稳健性检验: 更换变量测度

变量	<i>Fund_IPO</i> Ratio (1)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (2)	<i>Fund_IPO</i> Ratio (3)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (4)
<i>Time</i>	0.0001*** (0.0001)	-0.0003*** (0.0001)		
<i>GGF_GP_DIF</i>			0.028* (0.016)	-0.198*** (0.032)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	676	676	676	676
<i>R</i> ²	0.162	0.514	0.132	0.532

配后的回归结果,第(1)—(2)列结果显示,子基金管理机构和政府引导基金的地理距离将显著提高子基金的经济绩效,降低战略目标实现程度,基准回归结果稳健。

3. 考虑城市特征变量的影响、更换时间窗

本文虽尽可能地控制了子基金及政府引导基金层面的特征因素,但仍可能存在

城市层面的遗漏变量。考虑地方财政水平及风险投资市场发展情况可能影响基金的投资决策,本文进一步引入政府引导基金所在地地区生产总值增长率、财政压力、国有风险投资机构密度作为遗漏变量进行控制。其中国有风险投资机构密度*Density*为国有机构占机构总数的比重(金婧等,2023),财政压力*Pressure*为地方财政盈余占财政收入的比重(向辉和俞乔,2020)。沿用基准模型进行回归,结果列示在表9中第(1)—(2)列。此外,为排除测度时间窗测度的影响,本文进一步选取2008—2017年成立的子基金并保留5年时间窗观察其投资绩效,回归结果列示在表9中第(3)—(4)列。表9中 α_1 估计系数均显著为正,而 β_1 估计系数显著为负。这表明在考虑了城市特征变量,更换时间窗测度后,本文表3基准回归所得结论仍然稳健。

表 8 稳健性检验: 倾向得分匹配回归

变量	<i>Fund_IPO</i> Ratio (1)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (2)
<i>Distance</i>	0.004** (0.002)	-0.011*** (0.002)
控制变量	Yes	Yes
<i>Year/City FE</i>	Yes	Yes
<i>Observations</i>	673	673
<i>R</i> ²	0.176	0.401

表 9 稳健性检验: 考虑城市特征变量、更换时间窗测度

变量	遗漏变量		2008—2017	
	<i>Fund_IPO</i> Ratio (1)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (2)	<i>Fund_IPO</i> Ratio (3)	<i>Fund_Reinvest</i> Ratio (4)
<i>Distance</i>	0.004*** (0.002)	-0.013*** (0.002)	0.006*** (0.002)	-0.011*** (0.003)
<i>Pressure</i>	0.036 (0.068)	-0.081 (0.153)		
<i>Destiny</i>	0.038 (0.111)	0.081 (0.194)		
<i>Gdp_Rate</i>	0.005 (0.006)	0.027** (0.013)		
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	676	676	379	379
<i>R</i> ²	0.151	0.521	0.174	0.592

五、异质性分析和进一步讨论

(一)异质性分析

1.管理机构能力异质性

子基金经济绩效和战略目标实现程度还可能受到子基金管理机构能力的影响。相比之下,低能力管理机构往往更缺乏耐心,倾向于推动项目快速退出以获取投资收益(Sethuram等,2021),但对政府资源的依赖也使其更多地投资于政府标的项目,投资绩效表现较差(Ahlstrom等,2007),利用地理距离进行市场化逐利的动机较强。而高能力管理机构具有更高的信心和资源配置能力(金婧等,2023),能够借助自身能力提高对政府引导基金标的项目的投资利润(范琳琳和周铭山,2023;倪宣明等,2024),市场化逐利动机相对较弱。基于此,本文采用子基金管理机构在子基金成立前累计IPO和并购的数量占总退出数量的比重Exit衡量其投资能力(金婧等,2023),将子基金按照Exit中位数划分进行分组回归。表10(1)—(4)列结果展示,在管理机构能力较低的组别,地理距离的系数显著且绝对值更大。说明能力更低的管理机构更倾向于利用较远的地理距离寻求经济利润,损害战略目标。

表 10 子基金管理机构能力异质性

变量	<i>Fund_IPORatio</i> (1)	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (2)	<i>Fund_IPORatio</i> (3)	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (4)
	低能力管理机构	低能力管理机构	高能力管理机构	高能力管理机构
<i>Distance</i>	0.005** (0.002)	-0.013*** (0.002)	-0.0001 (0.0002)	-0.012** (0.005)
控制变量	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year/City FE</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	409	409	267	267
<i>R</i> ²	0.202	0.541	0.170	0.566

2.城市风险投资市场活跃度异质性

风险投资市场的活跃度也将影响子基金管理机构的投资行为,影响基金经济绩效及战略目标。相比之下,活跃的风险资本市场有较好的社会网络,有利于提高资源配置效率并传递投资收益的积极信号(黄福广等,2014;Kolympiris等,2018)。引导基金所在地较高的风险投资活跃度越高,子基金管理机构对政府标的项目的投资意愿越强(金婧等,2023),其利用地理距离进行逐利的动机越弱。基于此,本文参考金婧等(2023),采用政府引导基金所在地IPO总数衡量其风投市场活跃度,按照中位数划分为“高活跃度”和“低活跃度”进行分组回归。结果列示在表11中,第(1)(2)列系数分别为0.005和-0.014,且均在1%的显著水平下显著,而(3)(4)列的系数不显著。由此可见,地理距离对子基金经济绩效的积极影响及战略目标实现程度的消极影响,更明显地存在于风险投资活跃度较低的城市。

表 11 政府引导基金所在地风险投资市场活跃度异质性

变量	<i>Fund_IPORatio</i> (1)	<i>Fund_IPORatio</i> (2)	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (3)	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (4)
	低活跃度	低活跃度	高活跃度	高活跃度
<i>Distance</i>	0.005*** (0.001)	-0.014*** (0.005)	0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)
控制变量	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year/City FE</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	338	338	338	338
<i>R</i> ²	0.198	0.575	0.213	0.586

3.子基金投资速度异质性

子基金经济绩效表现和战略目标实现也可能受到投资速度的影响。风险投资面临较强的竞争和信息不对称,较快的投资速度将帮助管理机构获得竞争优势(Jia和Wang,2017),适应环境波动并及时把握机会(Priem等,1995),从而提高基金的经济绩效表现(Adomako等,2021)。具体地,较快的投资速度能够减弱高风险、远距离投资对子基金经济绩效的消极影响;提高子基金管理机构对引导基金标的项目的投资意愿,减少其市场化逐利动机,削弱地理距离的作用效果。

基于此,本文参考Jia和Wang(2017),采用基金每笔投资日期与成立日期之间的平均天数代表基金的投资速度,按照中位数将其划分为投资快速基金和投资慢速基金,沿用基准模型进行回归,结果列示在表12中。第(1)(2)列系数分别为0.005和-0.020,且均在1%的显著水平下显著,而(3)(4)列的系数不显著。这说明,子基金投资速度越慢,地理距离对其经济绩效表现和战略目标实现程度的影响越明显。

表 12 子基金投资速度异质性

变量	<i>Fund_IPORatio</i> (1) 慢速投资基金	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (2) 慢速投资基金	<i>Fund_IPORatio</i> (3) 快速投资基金	<i>Fund_ReinvestRatio</i> (4) 快速投资基金
<i>Distance</i>	0.005*** (0.002)	-0.020*** (0.003)	0.002 (0.002)	0.002 (0.003)
控制变量	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year/City FE</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	402	402	274	274
<i>R</i> ²	0.193	0.455	0.274	0.588

(二)进一步讨论

由前文结果可知,当子基金管理机构与政府引导基金距离较远时,子基金的经济绩效表现较好而战略目标实现程度较低。相比之下,本地子基金管理机构将更多地投资政府标的项目,有助于实现引导基金的战略目标。那么,目前政府对子基金管理机构的选择不存在明显的地域偏好?对子基金的投资情况如何?本文拟进一步探讨引导基金投资的逻辑理性。

考虑政府引导基金在子基金中的投资规模将在一定程度上反映其投资和管理意愿(Gilje等,2020)。投资规模越大,投资资金占比越高,意味着引导基金对该子基金更为青睐。本文参考Nguyen等(2023)的做法,将各地成立的子基金视作政府引导基金潜在的投资对象,创建了具有129116个元素的投资分配矩阵,对应191行和676列。每个矩阵元素代表给定政府引导基金分配给潜在子基金的资金百分比,标识为“*GFFInvestment*”,用以衡量政府引导基金的投资偏好。如果政府引导基金没有投资该子基金,则取值为0。本文设定模型(3)进行回归,以检验地理距离对引导基金投资偏好的影响:

$$GFFInvestment_i = \varphi_0 + \varphi_1 Distance_i + \rho X_i + \vartheta_i + \tau_j + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,*Distance*为核心解释变量,代表政府引导基金与子基金管理机构间的地理距离。*X*为控制变量,包括政府引导基金规模*GGF_Scale*,子基金规模*Fund_Scale*,管理机构是否国有虚拟变量*GP_State*,管理机构年龄*GP_Age*和投资经验*GP_Exper*。 τ_j 和 ϑ_i 为子基金城市和时间固定效应, ε_{it} 为误差项。

表13给出了191支政府引导基金和676个子基金投资组合之间129116对伪匹配对的样本回归结果。(1)——(3)列结果均为负且在1%的显著水平下显著,证实了较远的地理距离将显著

降低政府引导基金在子基金中的出资比例,即政府引导基金将为本地机构管理的子基金配置更多的资金。本文统计了与政府引导基金同地及异地的子基金管理机构数量,发现同地机构占比高达61.24%。可见引导基金投资和管理机构选择有明显的本地偏好,有利于实现其战略目标。本地偏好证实了目前我国政府引导基金对子基金的投资及其管理机构选择与其政策初衷相统一,具有较高的逻辑理性。

表 13 政府引导基金出资比例

变量	<i>GFFInvestment</i> (1)	<i>GFFInvestment</i> (2)	<i>GFFInvestment</i> (3)
<i>Distance</i>	-0.0004*** (0.00005)	-0.0003*** (0.00003)	-0.0004*** (0.00005)
控制变量	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>City/Year FE</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>	129 116	129 116	129 116
<i>R</i> ²	0.0039	0.0035	0.0040

六、结论与建议

(一)研究结论

本文基于政经互动的视角,通过研究地理距离、子基金管理机构授权、子基金经济绩效及战略目标实现程度之间的关系,试图探讨地理距离对引导基金内部授权关系的影响,及其对子基金绩效的具体作用机制。选取2008—2019年成立的政府引导基金子基金作为研究样本,匹配其截止2022年的投资事件进行实证分析发现。子基金管理机构与政府引导基金的地理距离越远,子基金的经济绩效表现越好,而战略目标实现程度越低。具体地,与政府引导基金较远的地理距离将减弱政府的管理监督并提高子基金管理机构获得的授权;使其更为自主地进行市场化投资,寻求经济利润而损害战略目标,减少早期阶段投资及与引导基金所在地机构的联合,最终提高子基金的经济绩效而降低返投比例。上述现象在管理机构能力较差,城市风险投资活跃度较低,投资速度较慢的子基金中更为明显。进一步分析发现,政引导基金投资和管理机构选择有明显的本地偏好,有助于实现其战略目标,具有较高的逻辑理性。

(二)政策启示

基于上述结论,本文提出以下政策建议。

首先,完善引导基金内部运作机制。本文研究发现,政府引导基金与子基金管理机构较远的地理距离将降低其战略目标实现程度。究其原因,是子基金管理机构的市场化逐利行为对战略目标的违背。我们认为可以从以下几个方面优化引导基金运作:第一,完善收益分配机制。政府应合理让利于子基金管理机构并进行收益补偿,提高其对政府引导基金标的项目的期望收益和投资意愿。第二,设定合理的激励与考核机制,加强对长期绩效和战略目标实现程度的考核,并配套政府优惠和奖励措施,激励子基金管理机构“投早、投小、投硬科技”。第三,联动国有和社会资本,发挥国有资本长期耐心资本的作用扶持创新企业,引导并带动社会资本投资,通过二者间良好合作提高社会资本的风险承担能力。

其次,对子基金管理机构进行差异化管理。本文研究表明,较远的地理距离将提高子基金管理机构获得的授权并减弱政府监督,从而损害引导基金的战略目标。鉴于此,政府可从以下几个方面提高管理效率:第一,加强对子基金管理机构的筛选,选取沟通更为便捷、投资目标更一致的机构,以减少内部摩擦,保障战略目标的实现。第二,适度降低对异地机构的授权,以减少其市场化逐利行为。可通过设定互惠条款、共同投资等方式与异地政府展开合作,提高管理

效率,实现互利共赢。第三,对本地机构进行合理监督与放权,以实现政府引导与市场投资的优势互补,提高子基金管理机构的投资能力和投资速度,以灵活适应市场环境,进一步提高投资效率与投资收益。

最后,加快培育创新和风险资本市场。第一,加快推进创新创业政策,加强对科技创新、科学研究的资金支持,提高地区创新活跃度。第二,因地制宜发挥特色资源和产业优势,提供更多的潜在投资机会和优质项目,吸引社会资本投资;同时加快培育高技术产业集群,实现产业链价值增值和规模效益,以提高引导基金标的项目的投资收益率。第三,完善风险投资“募、投、管、退”全流程,提高监管透明度缓解信息不对称、拓展退出渠道增加投资灵活性,培育更高效、更活跃的风险资本市场。

(三)研究局限与展望

本研究还存在不足之处,由于数据局限性,本文对政府引导基金与子基金管理机构地理距离的影响进行了初探,但对政府引导基金选择子基金管理机构的动机讨论尚不充分。未来可以通过访谈调研,案例分析等方式剖析不同地域政府引导基金的现状并提出针对性建议,更深层次探讨战略目标与经济绩效的平衡点,提高“政府+市场”二元机制的运作效率。

主要参考文献

- [1]陈晋,李卢真,郝斌,等.企业创新信号与政府风险投资——基于制度逻辑视角[J].管理季刊,2021,6(1):72-103.
- [2]陈晋,宋易霏.中国企业制度逻辑本土化研究展望:以中国风险投资行业公私互动为例[J].管理季刊,2023,8(2):1-12,104-105.
- [3]董建卫,郭立宏.参股对象选择对引导基金参股投资杠杆效应的影响研究[J].投资研究,2016,35(5):60-75.
- [4]董静,汪立,吴友.地理距离与风险投资策略选择——兼论市场环境 with 机构特质的调节作用[J].南开管理评论,2017,20(2):4-16.
- [5]杜月,应晓妮.政府创投引导基金:爆发式增长后的理性回归[J].宏观经济管理,2018,(5):35-39.
- [6]范琳琳,周铭山.风险投资经验、投资行为与初创科技企业存活——基于风险投资税收优惠的准自然试验[J].管理科学学报,2023,26(12):135-154.
- [7]范晓敏,陈伟宏,游家兴.国有风险投资的投资偏好及其政策效果[J].经济管理,2021,43(1):35-53.
- [8]胡刘芬,沈维涛.联合投资策略对风险投资绩效的影响研究[J].证券市场导报,2014,(11):8-20.
- [9]黄福广,彭涛,邵艳.地理距离如何影响风险资本对新企业的投资[J].南开管理评论,2014,17(6):83-95.
- [10]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.
- [11]金婧,郝斌,郭卓玘.政府风险投资与企业下轮融资:制度逻辑效应和资源效应的权变因素探究[J].管理季刊,2023,8(4):84-108,167.
- [12]李彬.母子公司距离、内部控制质量与公司价值[J].经济管理,2015,37(4):95-105.
- [13]李彬,郑雯.母子公司距离、风险承担与公司效率[J].经济管理,2018,40(4):50-68.
- [14]李善民,梁星韵,王大中.中国政府引导基金的引导效果及作用机理[J].南方经济,2020,(8):1-16.
- [15]刘志阳,江晓东.我国创业投资网络绩效研究[J].财经研究,2010,36(6):58-68.
- [16]罗吉,党兴华,王育晓.网络位置、网络能力与风险投资机构投资绩效:一个交互效应模型[J].管理评论,2016,28(9):83-97.
- [17]蒙宝思,吴逊,姚金辛.政府干预与市场机制的协同作用——以集成电路大基金为视角的实证研究[J].科学学研究,2024,42(9):1877-1885.
- [18]倪宣明,邱语宁,赵慧敏.人力资本、激励与有限合伙制[J].管理科学学报,2024,27(6):112-126.
- [19]逢雯婷,王振宇,陈奕诺.政府引导基金、地方财政差异和区域创新水平的作用机制研究[J].地方财政研究,2021,(8):

75-85.

- [20]温军, 冯根福. 风险投资与企业创新: “增值”与“攫取”的权衡视角[J]. 经济研究, 2018, 53(2): 185-199.
- [21]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, 58(6): 137-154.
- [22]武立东, 黄海昕. 企业集团子公司主导行为及其网络嵌入研究: 以海信集团为例[J]. 南开管理评论, 2010, 13(6): 125-137.
- [23]向辉, 俞乔. 债务限额、土地财政与地方政府隐性债务[J]. 财政研究, 2020, (3): 55-70.
- [24]萧端, 熊婧. 政府创业引导基金运作模式借鉴——以以色列YOZMA基金为例[J]. 南方经济, 2014, (7): 106-115.
- [25]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, 43(8): 23-40.
- [26]徐明. 政府风险投资、代理问题与企业创新——来自政府引导基金介入的证据[J]. 南开经济研究, 2022, (2): 51-67.
- [27]杨敏利, 李昕芳, 作永恒. 政府创业投资引导基金的引导效应研究[J]. 科研管理, 2014, 35(11): 8-16.
- [28]杨敏利, 王晗, 董建卫. 政府引导基金能引导社会资金进入创投市场吗?[J]. 中国科技论坛, 2015, (11): 107-111.
- [29]张洪辉, 王宗军. 政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资[J]. 南开管理评论, 2010, 13(3): 101-108.
- [30]张学勇, 廖理. 风险投资背景与公司IPO: 市场表现与内在机理[J]. 经济研究, 2011, 46(6): 118-132.
- [31]周育红, 王鹏宇, 梁小敏. 政府引导基金、创业投资与企业创新——基于演化博弈视角[J]. 证券市场导报, 2023, (6): 41-53.
- [32]Adomako S, Frimpong K, Amankwah-Amoah J, et al. Strategic decision speed and international performance: The roles of competitive intensity, resource flexibility, and structural organicity[J]. *Management International Review*, 2021, 61(1): 27-55.
- [33]Ahlstrom D, Bruton G D, Yeh K S. Venture capital in China: Past, present, and future[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2007, 24(3): 247-268.
- [34]Bloom N, Garicano L, Sadun R, et al. The distinct effects of information technology and communication technology on firm organization[J]. *Management Science*, 2014, 60(12): 2859-2885.
- [35]Bloom N, Sadun R, Van Reenen J. The organization of firms across countries[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2012, 127(4): 1663-1705.
- [36]Castellani D, Jimenez A, Zanfei A. How remote are R&D labs? Distance factors and international innovative activities[J]. *Journal of International Business Studies*, 2013, 44(7): 649-675.
- [37]Cheng C, Hua Y, Tan D D. Spatial dynamics and determinants of sustainable finance: Evidence from venture capital investment in China[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2019, 232: 1148-1157.
- [38]Colonnelli E, Li B, Liu E. Investing with the government: A field experiment in China[J]. *Journal of Political Economy*, 2024, 132(1): 248-294.
- [39]Cressy R, Malipiero A, Munari F. Does VC fund diversification pay off? An empirical investigation of the effects of VC portfolio diversification on fund performance[J]. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 2014, 10(1): 139-163.
- [40]Cumming D J, Grilli L, Murtinu S. Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42: 439-459.
- [41]Dass N, Nanda V, Wang Q H. Allocation of decision rights and the investment strategy of mutual funds[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(1): 254-277.
- [42]Dimov D, Gedajlovic E. A property rights perspective on venture capital investment decisions[J]. *Journal of Management Studies*, 2010, 47(7): 1248-1271.
- [43]Du Q Y, Li Z Y, Du M, et al. Government venture capital and innovation performance in alternative energy production: The moderating role of environmental regulation and capital market activity[J]. *Energy Economics*, 2024, 129: 107196.
- [44]Fisman R, Wang Y X. Trading favors within Chinese business groups[J]. *American Economic Review*, 2010, 100(2): 429-433.

- [45]Gilje E P, Gormley T A, Levit D. Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives[J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 137(1): 152-178.
- [46]Giroud X. Proximity and investment: Evidence from plant-level data[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2013, 128(2): 861-915.
- [47]Huang G Y, He D W, Meng C Y, et al. Cultural Proximity, Venture Capital and Firm Performance[J]. *Borsa Istanbul Review*, 2022, 22(5): 975-984.
- [48]Jia N, Wang D. Skin in the game: General partner capital commitment, investment behavior and venture capital fund performance[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 47: 110-130.
- [49]Kolympiris C, Hoenen S, Kalaitzandonakes N. Geographic distance between venture capitalists and target firms and the value of quality signals[J]. *Industrial and Corporate Change*, 2018, 27(1): 189-220.
- [50]Lerner J. Venture capitalists and the oversight of private firms[J]. *The Journal of Finance*, 1995, 50(1): 301-318.
- [51]Li T, Luo J D, Zheng E Y. Revolving around political connections: The negative effect of government venture capital backing on ipo valuation[J]. *Socio-Economic Review*, 2023, 22(1): 395-440.
- [52]Liu J H, Liu J J, Tang Z Y, et al. Provincial economic growth and firm excess investment: Evidence from China[J]. *Economic Modelling*, 2024, 137: 106764.
- [53]Munari F, Toschi L. Assessing the impact of public venture capital programmes in the united kingdom: Do Regional characteristics matter?[J]. *Journal of Business Venturing*, 2015, 30(2): 205-226.
- [54]Mykhaylenko A, Waehrens B V, Slepnirov D. The impact of distance on headquarters' network management capabilities[J]. *Journal of Manufacturing Technology Management*, 2017, 28(3): 371-393.
- [55]Nguyen G, Nguyen M, Pham A V, et al. Navigating investment decisions with social connectedness: Implications for venture capital[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2023, 155: 106979.
- [56]Priem R L, Rasheed A M A, Kotulic A G. Rationality in strategic decision processes, environmental dynamism and firm performance[J]. *Journal of Management*, 1995, 21(5): 913-929.
- [57]Robinson D T, Sensoy B A. Do private equity fund managers earn their fees? Compensation, ownership, and cash flow performance[J]. *Review of Financial Studies*, 2013, 26(11): 2760-2797.
- [58]Sethuram S, Taussig M, Gaur A. A multiple agency view of venture capital investment duration: The roles of institutions, foreignness, and alliances[J]. *Global Strategy Journal*, 2021, 11(4): 578-619.
- [59]Teng L F, Huang D, Pan Y G. The performance of mne subsidiaries in China: Does it matter to be close to the political or business hub?[J]. *Journal of International Management*, 2017, 23(3): 292-305.
- [60]Tian X. The causes and consequences of venture capital stage financing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(1): 132-159.
- [61]Turner S C. Public sector agglomeration in developed countries: The role of oversight[J]. *Growth and Change*, 2014, 45(2): 191-210.
- [62]Vahlne J E, Schweizer R, Johanson J. Overcoming the liability of outsidership-the challenge of HQ of the global firm[J]. *Journal of International Management*, 2012, 18(3): 224-232.
- [63]Zhang J M, Gu Q C. Unraveling the puzzling risk-return relationship: Distinctive roles of government involvement in venture capital investment[J]. *Strategic Management Journal*, 2024, 45(11): 2307-2339.
- [64]Zhang Y J, Mayes D G. The performance of governmental venture capital firms: a life cycle perspective and evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018, 48: 162-185.
- [65]Zheng L, Cao L K, Ren J, et al. How venture capital firms choose syndication partners: The moderating effects of institutional uncertainty and investment preference[J]. *Management and Organization Review*, 2022, 18(3): 463-490.

The Impact of Geographical Distance on the Performance of Government-guided Funds: From the Perspective of Political-Economic Interaction

Yang Ye, Zuo Jiahong

(College of Public Finance and Investment, Shanghai University of Finance and Economics,
Shanghai 200433, China)

Abstract: In recent years, the scale of China's government-guided funds has expanded rapidly, but their operational efficiency is still uneven. Existing research has mainly focused on market-level influencing factors, but has not yet paid attention to the impact of the internal management and authorization relationship within government-guided funds. From the perspective of political-economic interaction, this paper explores the impact and path of geographical distance on the performance of government-guided funds. Taking the sub-funds of government-guided funds established in 2008-2019 as the research sample, this paper finds that geographical distance will improve the economic performance of sub-funds, but also reduce the achievement degree of its strategic targets. This is mainly due to the fact that geographical distance weakens the government's supervision and increases the authorization obtained by sub-fund management institutions, so they can make more market-oriented investment decisions and invest in high-profit projects rather than the subjects of government-guided funds. In addition, China's government-guided funds and sub-fund management institutions have obvious local preferences, which is positive to their strategic goals. This paper has the following contributions: First, it confirms the political-economic interaction between the government and sub-fund management institutions, and also provides a new perspective for analyzing government-guided funds. Second, it measures the performance of government-guided funds more comprehensively, and conducts a dual quantitative analysis of investment returns and strategic targets. Third, it enriches the understanding of the fluctuation and heterogeneity of the internal authorization of government-guided funds, confirms the path of "geographical distance – sub-fund management institution authorization – investment behavior – fund performance", and provides suggestions for improving government venture capital efficiency.

Key words: government-guided funds; sub-fund management institutions; economic performance; reinvestment ratio; strategic targets; political-economic interaction

(责任编辑:王雅丽)