

政策性股权投资与企业风险承担

——基于专项建设基金的自然实验

熊海芳 闫 晴 王志强

(东北财经大学,大连 116025)

内容提要:本文以专项建设基金对企业的政策性股权投资作为政策冲击,采用倾向得分匹配-双重差分模型,分析这种创新工具对企业风险承担的影响。研究发现,专项建设基金的股权投资在总体层面并没有对企业的风险承担水平产生显著影响;在中等股权投资强度下,企业的风险承担水平会显著提升。企业贷款能力在股权投资和企业风险承担水平之间发挥了部分中介作用。相较于政府补贴和税收优惠,股权投资对企业贷款能力的提升更强。总之,本文证实了政策性股权投资对企业风险承担水平的异质性影响和企业贷款的重要作用,为资金流向实体经济提供了新的证据。

关键词:政策性股权投资 风险承担 企业贷款 双重差分

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2022)03-066-10

一、引言

为了让资金流入到实体经济中,2015年8月,国家开发银行和农业发展银行分别设立国开发展基金和农发重点建设基金,通过长期股权的方式对重点领域的项目建设进行投资,“点对点”为企业提供稳定的现金流。2020年《政府工作报告》提出,要创新货币政策工具,让资金直达实体经济。专项建设基金作为直达实体经济的一种新型资金支持方式,评估其股权投资的经济后果,对于优化资金直达实体经济的实现方式有重要意义,有助于实现金融支持实体经济发展。为此,本

文将从风险承担的视角对专项建设基金的投资效果展开研究。

与本文研究主题密切相关的文献主要有两类:一是评估政策性扶持资金的经济后果。二是分析企业风险承担的影响因素。在评估政策性资金支持经济后果的文献中,一些学者探究了政策性资金支持对企业生产率的影响,例如,Gine和Kanz(2018)研究了金融危机背景下出台的“农业债务减免计划”,发现通过信贷市场实施的刺激计划对企业生产率带来了积极影响。任曙明和吕镗(2014)通过实证分析也证实政府补贴显著提高了企业的全要素生产率。另外一些学者分析了政策

[收稿日期]2021-10-20

[作者简介]熊海芳,金融学院副教授,研究方向为金融市场;闫晴,金融学院博士研究生,研究方向为公司金融;王志强,金融学院教授,研究方向为金融工程。

[基金项目]国家自然科学基金“股市极端波动中流动性螺旋的微观机制与治理研究”(71873023);辽宁省社会科学规划基金重点项目“融资冲击、风险叠加下辽宁金融支持实体经济的创新路径研究”(L19AJY004)。

扶持资金与企业融资之间的关系,结果发现政策支持资金显著缓解了企业的融资约束(Bach, 2014; 卢盛峰等, 2017), 针对性的政策支持资金能通过降低企业风险评估等级从而引导信贷资源优化配置(申香华, 2014)。

在企业风险承担影响因素的文献中, 已有研究多从所有权结构、管理者特质、公司内外部治理视角进行探究(Faccio 等, 2011; 余明桂等, 2013; Kini 和 Williams, 2012)。部分研究探讨政策性资金支持对企业风险承担的影响。毛其淋和许家云(2016)通过实证分析发现不同政府补贴强度会对企业风险承担产生异质性影响。吴倩等(2019)实证检验发现产业政策支持对企业风险承担的影响在企业发展的不同阶段存在差异。邱洋冬和陶锋(2020)证实了高企资质认定政策显著提高了企业的税收优惠力度、政府补贴以及信贷可得性, 进而对企业的风险承担产生了显著的积极影响。

与已有文献探讨信贷市场、政府补贴的经济后果和企业风险承担不同, 本文研究政策性股权投资作为一种创新型的财政资金投入方式, 其对企业风险承担的影响会如何。本文的贡献体现在: 第一, 研究政策性股权投资的效果, 为探究资金直达实体经济提供了新的研究视角; 第二, 对比分析不同政策对风险承担影响的差异, 拓展了企业风险承担的相关研究。本文首先运用倾向得分匹配-双重差分(PSM-DID)方法, 对股权投资与企业风险承担之间的关系进行分析; 然后, 构建中介效应模型, 探讨股权投资政策对企业风险承担的影响渠道; 最后, 将股权投资政策与税收优惠、政府补贴进行政策效果对比。

二、制度背景与研究假设

(一) 专项建设基金政策

专项建设基金募集到的资金作为股权投资到

企业或项目中, 以资本金形式支持重点项目建设, 旨在扩大有效投资, 缓解经济下行压力。

专项建设基金开创了“点对点”股权投资的滴灌模式: 企业通过发改委提出基金支持申请, 项目投资申请一经通过, 即可通过股权投资方式向所选企业项目进行投资。股权投资政策还具有以下特点: 首先, 投资流程快。专项基金资金投放速度快, 2015年-2016年间共投放七批次, 总投放规模超两万亿元。其次, 成本低且带杠杆。在中央财政给予90%贴息基础上, 专项建设基金投资年化收益率远低于市场水平。最后, 投资期限长。专项建设基金为重点领域建设提供普遍8年以上长期支持。

(二) 研究假设

政策性股权投资直接提高企业资金持有量, 因此, 会使企业有能力选择高风险高收益投资项目。同时, 获得股权投资代表了政府对企业的支持态度, 有助于提升企业家信心, 提高企业风险承担水平。此外, 专项建设基金以项目资本金形式注入到股权中, 可以撬动市场投资, 拉动企业债权融资。基于“资产替代”假说, 当企业负债水平上升时, 股东将负债资金投向风险性投资项目只需支付较低的债务成本。若投资成功, 股东获取绝大部分回报; 若投资失败, 大部分损失则由债权人承担。因此, 股东-债权人利益冲突促使股东有动机提高企业风险承担(Jensen 和 Meckling, 1976)。郭瑾等(2017)发现企业持有贷款越多, 风险承担水平越高, 因此, 股权投资还能通过影响企业借款进而对企业风险承担产生影响。鉴于此, 本文提出以下研究假设:

假设1: 政策性股权投资能提升企业风险承担水平。

假设2: 政策性股权投资会提升企业借款能力, 进而提升风险承担水平, 即企业贷款是股权投资影响企业风险承担水平的中介渠道。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取了 2013 年-2018 年中国 A 股公司数据。其中,2015 年-2016 年政策期共 97 家上市公司受到政策性股权投资。数据来自 CSMAR 数据库,并进行如下处理:第一,剔除金融类和 ST 类上市公司;第二,剔除财务指标缺失样本。第三,对连续变量进行上下 1% 缩尾处理。

(二) 研究方法

为缓解内生性以及行业和企业异质性问题,本文对样本进行了倾向得分匹配:将样本分为实验组和对照组,实验组为获得股权投资的企业,否则为对照组。将实验组企业获得股权投资的年份定义为 t ,根据滞后一期的企业特征将两组样本按照一对一最近邻匹配方式进行匹配。最后,基于匹配后样本,利用双重差分模型对股权投资效果进行评估。模型见式(1):

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Aided_{it} + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 Aided_{it} \times Post_{it} + \beta_4 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 代表公司个体, t 代表年份; $Aided$ 表示企业是否获得股权投资,若获得, $Aided$ 为 1, 否则为 0; $Post$ 为时期变量,若企业获得股权投资则取值为 1, 否则为 0; X 为控制变量。

(三) 变量定义

1. 被解释变量

借鉴 John 等(2008),本文采用经行业均值调整后的企业盈利指标(ROA^{adj})波动衡量风险承担,计算方法为:

$$ROA_{it}^{adj} = ROA_{it} - \frac{1}{N_{jt}} \sum_{i \in \theta_j} ROA_{it} \quad (2)$$

其中, t 表示年份, θ_j 表示行业 j 的企业集合, N_{jt} 表示在 t 期行业 j 的企业数量。因此, $\frac{1}{N_{jt}} \sum_{i \in \theta_j} ROA_{it}$ 代表行业平均利润率, ROA_{it}^{adj} 即为经行业均值调整后的企业利润率。在此基础上,每三年(t 年至 $t+2$

年)滚动计算 ROA_{it}^{adj} 的标准差,即得到企业风险承担水平变量 $Risk_{it}$,计算方法为:

$$Risk_{it} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (ROA_{it}^{adj} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T ROA_{it}^{adj})^2} \quad (3)$$

2. 控制变量

考虑到还有其他影响企业风险承担的因素,本文参考已有研究,引入一系列控制变量。具体变量定义见表 1。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

表 2 报告了匹配前主要变量描述性统计结果。可以看出,受资企业平均风险承担水平为 0.030, 低于未受资企业的 0.041。受资企业平均规模略高于未受资企业,企业的上市时间也更早。此外,受资企业 ROA 均值低于未受资企业,而其资产负债率均值高于未受资企业。表明接受股权投资的企业多为高财务杠杆,低盈利能力企业。

(二) 倾向得分匹配

为控制企业特征影响,本文采用 PSM 进行匹配。匹配变量包括企业规模、资产负债率、企业年龄、企业性质以及总资产收益率,并参照毛其淋和许家云(2016)的做法,加入滞后一期的企业风险承担水平(Risk)。考虑到企业能否获得股权投资还受到政策倾向、政企关系等多重因素影响,本文在匹配变量中加入政府补贴和税收优惠指标以缓解样本选择偏误问题。

表 3 为匹配结果的变量差异检验,可以看出,匹配后所有匹配变量的差异性检验结果均不显著,满足平衡性假设。

(三) 平行趋势检验

DID 模型要求实验组和对照组在政策干预之前存在共同趋势。设置股权投资政策干预前后各时点虚拟变量并引入回归,检查其显著性水平。从图 1 可以看出政策前年份虚拟变量均不显著,证实实验

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
风险承担	Risk	盈利(ROA)波动性,ROA 为息税前利润 / 总资产
企业规模	Size	总资产自然对数
资产负债率	Lev	总负债 / 总资产
财务杠杆率	Levadj	(总负债 - 短期借款 - 长期借款 - 一年内到期长期负债) / 总资产
企业年龄	Age	数据所在年份 - 企业上市年份
企业绩效	Profit	期初息税前利润 / 总资产
企业成长性	Growth	营业收入增长率
投资机会	TQ	市值 / (总资产 - 无形资产净额 - 商誉净额)
股权集中度	Ownership	第一大股东持股比例
企业性质	State	国有企业为 1,非国有企业为 0
企业贷款	Loan	(短期借款 + 长期借款 + 一年内到期长期负债) / 总资产
政府补贴	Sasset	企业扣除税收返还、即征即退、税收减免等税收优惠后得到的实际政府补助 / 总资产
税收优惠	Taxp	收到的各项税费返还 / (收到的各项税费返还 + 支付的各项税费)

表 2 主要变量描述性统计

变量	投资企业样本				非投资企业样本			
	观测值	均值	标准差	中位数	观测值	均值	标准差	中位数
Size	563	22.964	1.143	22.850	15770	22.107	1.294	21.930
Lev	563	0.538	0.177	0.552	15770	0.415	0.207	0.400
Age	563	12.670	6.296	13.000	15770	9.542	7.406	7.000
ROA	563	0.036	0.052	0.030	15770	0.049	0.068	0.047
Growth	558	0.154	0.267	0.134	14680	0.126	0.309	0.105
TQ	543	2.204	1.601	1.701	15059	3.139	2.505	2.360
Ownership	563	32.780	14.847	30.470	15756	34.957	14.861	33.145
State	563	0.425	0.495	0.000	15770	0.354	0.478	0.000
Risk	563	0.030	0.045	0.018	15770	0.041	0.058	0.021
Sasset	540	0.005	0.006	0.003	14922	0.005	0.006	0.003
Taxp	563	0.184	0.223	0.080	15770	0.130	0.190	0.030

表 3 倾向得分匹配结果

变量名称	匹配前			匹配后		
	实验组	对照组	T 值	实验组	对照组	T 值
Size	22.646	22.033	3.24***	22.646	22.842	-0.71
Lev	0.507	0.430	2.42***	0.507	0.468	0.92
Age	12.556	9.227	3.30***	12.556	12.000	0.44
Roa	0.040	0.049	-1.02	0.040	0.047	-0.75
Risk	0.020	0.031	-1.80*	0.020	0.018	0.36
Sasset	0.005	0.005	0.06	0.005	0.006	-0.50
Taxp	0.175	0.127	1.67*	0.175	0.169	0.14
State	0.356	0.391	-0.48	0.356	0.378	-0.22

注：*、**、*** 分别表示统计检验在 10%、5%和 1%水平上显著。

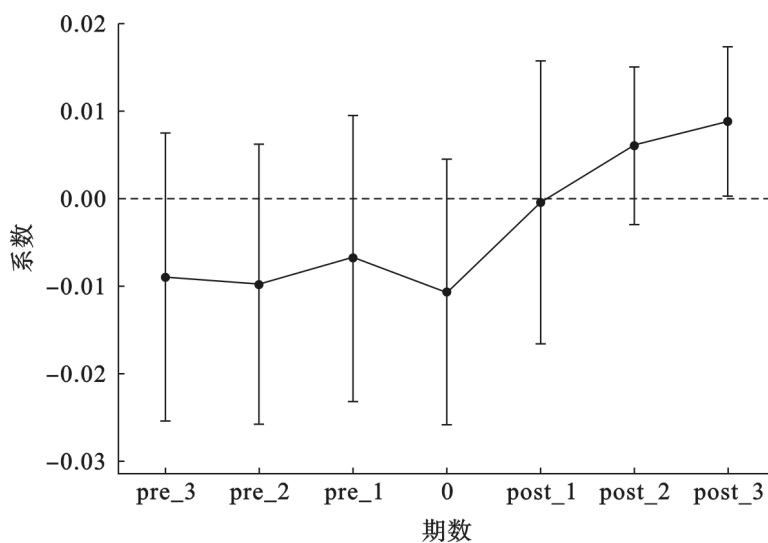


图 1 平行趋势检验(图中垂直线为相应的 95%置信区间)

组与对照组满足平行趋势。

(四)基本估计结果与分析

基于匹配后样本对(1)式进行了估计。从表 4 第(3)列可以看出,反映政策净效应的交乘项 Aided×Post 估计系数为正但不显著,表明总体而言股权投资政策对企业风险承担影响并不显著。对此可能的解释是股权投资对企业风险承担的影响与投资强度有关,不同投资强度的影响相互抵消,导

致股权投资政策总体影响不显著。

为进一步分析股权投资对企业风险承担的影响,本文在模型(1)基础上引入投资强度异质性。用股权投资金额与企业营业收入比值衡量投资强度,并将投资强度按由小到大排序分为三组(Aided_{it}^{inten-k}, k=1, 2, 3)。因此,检验模型拓展为:

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Aided_{it} + \beta_2 Post_{it} + \sum \beta_k Aided_{it}^{inten-k} \times Pos_{it} + \beta_4 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

表 4 股权投资与企业风险承担

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Aided	0.0025 (0.76)	0.0010 (0.32)	-0.0105*** (-3.08)	0.0025 (0.76)	0.0010 (0.31)	-0.0105*** (-3.03)
Post	0.0037 (1.14)	0.0015 (0.45)	0.0054* (1.82)	0.0037 (1.14)	0.0014 (0.42)	0.0053* (1.81)
Aided × Post	0.0069 (1.22)	0.0089 (1.60)	0.0060 (1.32)			
Aided ^{inten-1} × Post				0.0000 (0.00)	0.0047 (0.70)	0.0028 (0.55)
Aided ^{inten-2} × Post				0.0252** (2.20)	0.0256** (2.32)	0.0190** (2.26)
Aided ^{inten-3} × Post				-0.0013 (-0.25)	-0.0010 (-0.19)	-0.0017 (-0.31)
Constant	0.0222*** (10.11)	0.0729** (2.42)	0.1100*** (4.04)	0.0222*** (10.09)	0.0712** (2.32)	0.1108*** (4.01)
Control	NO	YES	YES	NO	YES	YES
地区效应	NO	NO	YES	NO	NO	YES
行业效应	NO	NO	YES	NO	NO	YES
R ²	0.015	0.08	0.457	0.036	0.099	0.466
N	808	808	808	808	808	808

注:括号中为 t 值; *、**、*** 分别表示 10%、5%和 1%显著性水平(下同)。

通过比较系数 $\beta_k(k=1,2,3)$ 分析投资强度对企业风险承担的异质性影响。模型(4)的结果报告在表 4 后三列。从第(6)列可以看出,交乘项 $Aided_i^{inten-1} \times Post$ 与 $Aided_i^{inten-3} \times Post$ 的估计系数均不显著,表明低强度和高强度股权投资并未显著影响企业风险承担。原因可能是低强度股权投资仍无法使企业的资金持有满足其投资需求,而高强度股权投资则可能弱化企业风险偏好,即两种投资强度均不利于提升企业参与净现值为正的投资机会的积极性。此外,回归结果中交乘项 $Aided_i^{inten-2} \times Post$ 估计系数显著为正,说明中等强度股权投资有助于降低企业在投资决策中的保守

程度,显著提高企业的风险承担。这是因为一方面充足的资金支持缓解了企业资金约束,资金持有量提升使企业更积极地参与到风险性投资项目中。另一方面股权投资有助于激励企业债权融资,依据“资产替代”理论,当企业债务水平上升时,股东有动机从事高风险项目投资并从中获利,实现财富由债权人向股东的转移。以上实证结果表明,不同额度政策性股权投资对企业风险承担的影响存在异质性,只有适度股权投资显著提升了企业风险承担。

(五)稳健性分析

采用以下方法进行稳健性分析:第一,更换被

解释变量衡量方式,分别采用经行业均值调整后的营业收入比率波动以及企业在观测时段内 ROA 的极差来构建企业风险承担指标。第二,以股权投资金额绝对值衡量股权投资强度,对样本重新分组检验。第三,以制造业企业为样本进行回归。第四,考虑到 PSM 方法的选择可能对结果产生影响,重新对样本进行一对四最近邻匹配。第五,假设股权投资政策实施时间提前两年或三年,对实证结果进行安慰剂检验。结果显示,本文的主要结论通过了稳健性检验。^①

(六)影响机制检验

根据研究假设中的理论分析,本文引入“企业

贷款”作为中介变量构造如下中介效应模型,考察可能的传导机制。研究政策性股权投资对企业风险承担水平的影响机制,不仅有助于加深对二者关系的认识,还可以为我国当前股权投资政策的优化调整提供微观基础。

$$Risk_{it} = f(Aided_{it}, Post_{it}, \sum \beta_k Aided_{it}^{inten-k} \times Post_{it}, X_{it}) \quad (5)$$

$$Loan_{it} = f(Aided_{it}, Post_{it}, \sum \beta_k Aided_{it}^{inten-k} \times Post_{it}, X_{it}) \quad (6)$$

$$Risk_{it} = f(Aided_{it}, Post_{it}, \sum \beta_k Aided_{it}^{inten-k} \times Post_{it}, Loan_{it}, X_{it}) \quad (7)$$

表 5 的第(1)(2)(3)列分别展示了模型(5)(6)

表 5 影响机制检验

	(1)	(2)	(3)
Aided	-0.0105*** (-3.03)	0.0200 (1.32)	-0.0109*** (-3.13)
Post	0.0053* (1.81)	-0.0346*** (-3.43)	0.0063** (2.19)
Aidedinten_1 × Post	0.0000 (0.55)	0.0302* (1.92)	0.0000 (0.38)
Aidedinten_2 × Post	0.0190** (2.26)	0.0438** (2.53)	0.0177** (2.11)
Aidedinten_3 × Post	-0.0000 (-0.31)	0.0100 (0.37)	-0.0000 (-0.34)
Loan			0.0286** (2.32)
Constant	0.1108*** (4.01)	-0.8624*** (-9.28)	0.1355*** (4.77)
Control	YES	YES	YES
地区效应	YES	YES	YES
行业效应	YES	YES	YES
R ²	0.466	0.635	0.47
N	808	808	808

^①由于篇幅所限,稳健性检验结果并未在文中汇报。

(7)的结果。从表 5 第(2)列可以看出,股权投资显著提升了受资企业的贷款能力,并且政策效果随着股权投资强度适度增加更为显著。

从表 5 第(3)列可以看出,中介变量 Loan 估计系数显著为正,表明贷款的增加显著提升了企业风险承担。此外,与表 5 第(1)列的基础回归结果相比,加入中介变量 Loan 后,交乘项 $Aided_{it}^{inten-2} \times Post$ 估计系数依旧显著为正,但系数值由 0.0190 下降到 0.0177。表明银行贷款在政策性股权投资与企业风险承担的关系中具有部分中介效应,即银行贷款的提高是适度政策性股权投资提高企业风险承担水平的部分影响渠道。因此,中介效应模型的估计结果支持假设 2。

(七)资金扶持政策效果对比

已有研究发现产业政策、政府补贴等同样会影响企业风险承担。那么政策性股权投资与政府补助、税收优惠等其他政策性扶持是否存在差异?税收优惠和政府补贴通常为直接“让渡”经济利益给企业。但其政策效果可能受信息不对称影响:一方面,受有限信息影响,政府在制定政策过程中倾向于“一刀切”,导致政策效果存在较大不确定性。另一方面,政策目标与企业目标可能存在不一致性,由于道德风险的存在,企业很可能将获取的政策资源服务于自身利益而非政策目标的实现。而政策性股权投资可以一定程度弥补已有政策性扶持的缺陷:首先,专项建设基金通过“点对点”方式为企业提供资金,避免了“一刀切”的政策形式,提高了政策效率。另外,专项建设基金与所选企业事先约定定期回购股份,有助于规范并监督资金使用情况。因此,这一政策能更好地缓解传统政策性扶持的信息不对称问题,也表明政策性股权投资、税收优惠以及政府补贴三种资金扶持政策的政策效果存在差异。

政策性扶持为企业直接提供资金支持,能有效促进企业投融资,已有研究也发现政府补贴有助于

发挥信号传递作用,吸引社会资金。因此,本文从企业融资角度探究政策性股权投资与税收优惠和政府补贴之间的政策效果差异。企业融资用企业贷款指标衡量,税收优惠和政府补贴的衡量方式参照柳光强(2016)。模型设定如下:

$$Loan_{it} = \beta_0 + \beta_1 Aided_{it} + \beta_2 Sasset_{it} + \beta_3 Taxp_{it} + \beta_4 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

表 6 第(1)列探究股权投资政策实施以及政策后四年,受资企业融资情况与在此期间接受政府补贴和税收优惠企业的企业贷款情况对比。结果显示,股权投资显著提升了受资企业贷款,而税收优惠和政府补贴对企业贷款的积极影响较小甚至几乎无影响。本文还将样本期逐步缩短为股权投资政策后三年、后两年以及后一年,并将相应回归结果显示在表 6 第(2)-(4)列。可以看出,缩短样本期后,股权投资对企业贷款的正向影响依旧显著,并且显著性随着时间推移逐渐提升。税收优惠及政府补贴估计系数均不显著,说明在样本期内,税收优惠和政府补贴对企业贷款的影响微乎其微。此外,出于稳健性考虑,本文还将样本限定为制造业企业,从第(5)列可看出,缩小样本量后回归结果基本一致。

近年来,我国经济下行压力较大,政府补贴等政策的积极信号并不能有效缓解信息不对称问题,发挥吸引社会资本的作用,因此对企业融资的影响日渐微弱。“点对点”的股权投资政策由于政策目标明确,接受股权投资的企业项目有政策资金支撑,导致这一政策对社会资本吸纳能力更强。因此,在经济面临下行压力的宏观背景下,政策性股权投资对企业融资的积极影响相较于税收优惠以及政府补贴更为显著。

五、结论与启示

本文以专项建设基金股权投资为自然实验,采用 PSM-DID 方法,探究政策性股权投资对企业风

表 6 政策性股权投资、税收优惠和政府补贴对企业贷款的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	政策后四年	政策后三年	政策后两年	政策后一年	制造业企业
Aided	0.0269*** (5.25)	0.0271*** (4.77)	0.0249*** (3.97)	0.0209*** (2.83)	0.0297*** (4.69)
Taxp	0.0119* (1.81)	0.0100 (1.00)	0.0000 (0.54)	0.0000 (0.23)	0.0100 (1.10)
Sasset	-0.0400 (-0.16)	0.0600 (0.24)	0.2000 (0.69)	0.2900 (0.83)	-0.3700 (-1.23)
Constant	-0.3205*** (-9.97)	-0.3667*** (-9.99)	-0.4215*** (-10.22)	-0.4663*** (-9.56)	-0.3374*** (-8.16)
Control	YES	YES	YES	YES	YES
年份效应	YES	YES	YES	YES	YES
地区效应	YES	YES	YES	YES	YES
行业效应	YES	YES	YES	YES	YES
R ²	0.33	0.34	0.36	0.37	0.27
N	9022	7349	5781	4395	5019

险承担水平的影响。研究发现只有中等股权投资强度会提升企业风险承担水平,企业贷款能力的提升是适度股权投资提高企业风险承担的重要渠道。本文比较了不同类型政策支持资金对企业融资的作用,发现经济面临下行压力时,政策性股权投资对企业融资能力的提升相较于政府补贴和税收优惠更为显著。本文创新性地证实了政策性股权投资对企业风险承担水平的异质性影响,为资金流向实体经济提供了经验证据。

本文研究发现适度的资金扶持政策能够有效提升企业风险承担水平,企业贷款起到了中介作用。这对提升资金扶持政策的实施效果、更好地服务于经济发展有以下启示:第一,提高资金支持的精准性,但是要考虑企业营业收入的规模,

股权投资强度要适度,进而优化资金的使用。第二,政策性的股权投资可以有效提升企业融资能力,缓解企业融资困境,因此应该继续发挥政策性资金的融资撬动作用。第三,相较于政策补贴和税收优惠,股权投资对企业融资的支持作用更为显著。因此,应进一步规范和发展更多形式的股权投资基金,扩大投资面,让更多企业获益。政府补贴和税收优惠等政策应避免“一刀切”,积极借鉴股权投资“点对点”的形式,加强政策针对性,提高政策资金使用效率。

参考文献:

- [1] 郭瑾,刘志远,彭涛.银行贷款对企业风险承担的影响:推动还是抑制? [J].会计研究,2017(2).
- [2] 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.
- [3] 卢盛峰, 陈思霞. 政府偏袒缓解了企业融资约束吗? ——来自中国的准自然实验[J]. 管理世界, 2017(5):51-65.
- [4] 毛其淋, 许家云. 政府补贴、异质性与企业风险承担[J]. 经济学(季刊), 2016, 15(4).
- [5] 邱洋冬, 陶锋. 选择性产业政策提升了企业风险承担水平吗? ——基于高新技术企业资质认定的证据[J]. 经济科学, 2020(1):46-58.
- [6] 任曙明, 吕镗. 融资约束、政府补贴与全要素生产率——来自中国装备制造企业的实证研究[J]. 管理世界, 2014(11):10-23.
- [7] 申香华. 银行风险识别, 政府财政补贴与企业债务融资成本——基于沪深两市 2007-2012 年公司数据的实证检验[J]. 财贸经济, 2014(9):62-71.
- [8] 吴倩, 潘爱玲, 刘昕. 产业政策支持、企业生命周期与风险承担[J]. 商业经济与管理, 2019(1):74-87.
- [9] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013(1):149-163.
- [10] Bach L. Are Small Businesses Worthy of Financial Aid? Evidence from a French Targeted Credit Program [J]. Review of Finance, 2014, 18(3):877-919.
- [11] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking [J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24(11):3601-3641.
- [12] Gine X, Kancz M. The Economic Effects of a Borrower Bailout: Evidence from an Emerging Market [J]. Review of Financial Studies, 2018, 31(5):1752-1783.
- [13] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4):305-360.
- [14] John K, Litov L, Yeung B. Corporate Governance and Risk-Taking [J]. Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.
- [15] Kini O, Williams R. Tournament Incentives, Firm risk, and Corporate Policies [J]. Social Science Electronic Publishing, 2012, 103(2):350-376.

【责任编辑 张经纬】

(上接第 34 页)

- [16] 马海涛, 肖鹏. 国家治理能力提升背景下财政监督体系构建研究[J]. 行政管理改革, 2020(12):30-35.
- [17] 於鼎丞, 廖家勤. 财政监督与监督财政——关于财政监督基础性问题的理论分析[J]. 暨南学报(哲学社会科学版). 2003(6).
- [18] 张乐. 财会监督在国家治理体系中的定位及思考[J]. 人民论坛·学术前沿, 2021(9):128-131.
- [19] 李齐. 数字时代的权力生产与政府责任[J]. 中国行政管理, 2019(11):75-81.
- [20] 肖炯恩. 跨源多维政务数据共享与服务创新研究[D]. 华南理工大学, 2019.
- [21] 董响. 支付经济学: 起源、发展脉络与前沿动态[J]. 金融评论, 2016, 8(4):110-123+126.
- [22] Broadbent. Central Banks and Digital Currencies [J]. Speech Given at London School of Economics, 2016.
- [23] 邹菡. 规训的权力与全景敞视主义——论福柯的《规训与惩罚》[J]. 涪陵师范学院学报, 2002(5):7-10.
- [24] 金道政, 袁国良. 论公共选择理论的缘起和研究方法[J]. 浙江社会科学, 1998(5):42-45.
- [25] 刘俸奇, 储德银, 姜春娜. 财政透明、公共支出结构与地方政府治理能力[J]. 经济学动态, 2021(4):107-123.
- [26] 姚前. 法定数字货币的经济效应分析: 理论与实证[J]. 国际金融研究, 2019(1):16-27.
- [27] 张乐, 王淑敏. 法定数字货币: 重构跨境支付体系及中国因应[J]. 财经问题研究, 2021(7):66-73.
- [28] 周子衡. 数字经济发展三阶段: 数字支付、数字法币与数字财政[J]. 清华金融评论, 2018(4):63-64.
- [29] 陈桂生, 田利. 财政转移支付监督体系: 理论、经验与重构[J]. 中共青岛市委党校、青岛行政学院学报, 2011(5):18-21.
- [30] 寇明风. 财政资金直达: 技术治理愿景与制度困境[J]. 地方财政研究, 2021(11):1.
- [31] 韩致宁. 国家治理现代化视域下的财政转型[J]. 理论视野, 2021(5):49-53.
- [32] 李蕊. 实施特殊转移支付重在聚焦精准[J]. 人民论坛, 2020(25):73-75.

【责任编辑 寇明风】