

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20230426.401

政府创业投资: 内涵特征、影响效应与未来展望

邵悦, 陈侠飞

(中国科学技术大学管理学院, 安徽合肥 230026)

摘要: 政府创业投资是中央或地方各级政府管理或支持的风险投资基金对创业企业进行的股权投资, 旨在推动创新创业活动、服务地方经济发展。广义上, 政府为推动创业投资发展而颁布的支持性政策也纳入政府创投的范畴。随着“补改投”政策的实施, 政府创业投资实践快速发展, 并成为创业投资生态系统中的重要角色。本文在阐述政府创投内涵及特征的基础上, 按照“作用机制→影响效应←边界条件”的整合性分析框架, 围绕政府创投的影响效应、作用机制和边界条件三个部分进行述评, 提炼出政府创投发挥效应的一般规律。未来的研究拓展需要关注政府创投的跨层次影响效应、政府创投与其他类型创投的联合投资效应、影响效应的边界条件以及中国情境下的政府创投等。通过梳理政府创投效应的理论机制和实践效应, 为推动政府创投的实践发展提供经验证据。

关键词: 政府创业投资; 影响效应; 理论基础; 作用机制; 边界条件

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2024)01-0108-15

一、引言

政府创业投资(government venture capital, GVC, 下文简称“政府创投”)起源于美国。1958年, 美国小企业局设立第一个政府引导基金项目“小企业投资公司计划(SBIC)”。中国政府创投起步相对较晚, 中关村管委会于2002年成立中关村创业投资引导基金, 是中国第一支引导基金。自2014年“补改投”政策实施后^①, 政府创业投资成为财政资金扶持产业发展的重要模式。以合肥市为例, 近年来, 合肥市政府通过直接投资或组建参与各类投资基金, 服务于地方经济、形成产业培育合力。截至2020年, 合肥成为过去10年里国内生产总值增长最快的城市, “合肥模式”也成为了政府创投的典范^②。

收稿日期: 2022-10-30

基金项目: 国家自然科学基金重大项目(72091312); 国家自然科学基金青年项目(71902174); 中国科学技术大学青年创新基金(WK2040000049)

作者简介: 邵悦(1999—), 女, 中国科学技术大学管理学院硕士研究生;

陈侠飞(1991—), 女, 中国科学技术大学管理学院副研究员, 硕士生导师(通讯作者, chen1991@ustc.edu.cn)。

^①在国家实施“补改投”政策以前, 财政补贴是政府支持企业发展更常见的方式, 但由于补贴效果难以衡量, 补贴政策的效率受到质疑, 需要有新的政府支持手段出现。

^②凤凰网安徽. 过去10年 合肥成为全国进步最大的城市! [EB/OL]. <https://ah.ifeng.com/c/8Dt3zsr7kC>.

政府创投的效果如何,能否推动企业创新和地区发展?这一问题引发了学者们的关注,然而文献中关于政府创投的影响效应尚不清晰,因此有必要进行深入分析。此外,Bruton等(2017)强调,政府在中国创业投资生态系统中发挥重要作用。如何基于中国情境的独特性,开展政府创投研究,为政府创投的实践提供有效的指导,是一个重要议题(蔡莉和单标安,2013)。为把握政府创投影响效应的研究情况,本文分三个步骤进行文献范围的确定。第一,针对英文期刊,以Web of Science核心合集为检索数据库,限定文章类别为期刊(article)和综述(review)。以“governmental venture capital”“government venture capital”“public venture capital”“government-sponsored venture capital”“state-owned venture capital”“GVC”等为关键词,以题目、摘要和关键词为依据检索相关文章;针对中文期刊,以中国知网(CNKI)为检索依据,以“政府创业投资”“政府风险投资”“政府引导基金”为主题词进行检索,限定文章类别为学术期刊上的论文。第二,文献来源上,国际期刊方面,本文着重参考UTD24和FT50的期刊列表,国内期刊方面,重点关注国家自然科学基金委认定的30本重点管理学期刊作为检索范围,其他刊物相关文献作为辅助参考。第三,通过阅读文章的标题和摘要,删除与研究主题不符的文献,增加被遗漏的参考文献,精读筛选后获得英文切题文献56篇,中文切题文献37篇作为样本文献。

通过文献梳理,我们发现政府创投效应的相关研究存在以下几个问题:第一,定义尚未统一。由于不同国家的实践和情境差异,政府创投的组织形式和战略意图有所不同,政府创投的定义和测量方式不一致(Brander等,2015)。有的学者将由政府机构管理的创业投资机构定义为政府创投(Guerini和Quas,2016),如Zhang和Mayes(2018)明确提出政府创投是由政府建立、拥有并且运营的创业投资机构;而有的学者将包含政府机构出资的创业投资机构定义为政府创投(Brander等,2015;Munari和Toschi,2015),如Alperovych等(2018)将政府作为有限合伙人的创业投资机构判定为政府创投。第二,理论视角较为分散。学者主要从资源基础观(Zhang,2018;Murtinu,2021)、信号理论(Guerini和Quas,2016;Islam等,2018)、代理理论(Cumming和MacIntosh,2006;Cumming等,2010)、制度逻辑理论(Pahnke等,2015)、人力资本理论(Bottazzi等,2008;Munari和Toschi,2015)、互补资产理论(Brander等,2015)、角色理论(Malmström等,2017,2018)以及社会网络理论(Luo等,2019)等视角切入,但同一话题的研究在不同理论视角下可能会有彼此矛盾的发现。如Pahnke等(2015)基于制度逻辑视角认为,政府创投的制度逻辑会阻碍被投资企业获取政府创投的资源,进而影响企业的技术创新和产业创新;而Bertoni和TykvoVá(2015)基于互补资产理论发现,政府创投可以促进私有创投对企业创新的积极作用。因此,对政府创投的相关理论视角进行系统梳理,有助于深入了解政府创投的作用机理。第三,研究结论不一致。针对同一问题,学者们得出的结论有所不同。如,关于政府创投对被投资企业退出绩效的影响效应,Cumming和Johan(2010)发现政府创投支持的创业企业通常有较差的退出表现,而Suchard等(2021)则发现政府创投会提高被投资企业成功退出的可能性。此外,不同制度情境下的政府创投的影响效果可能不同,如澳大利亚(Colombo等,2016)、以色列(Lerner,2000)等国家的政府创投吸引了更多社会资本的加入,扩大了本国创投的资本规模,而加拿大的政府创投却并未发挥积极的引导效应,反而挤出社会资本(Cumming和MacIntosh,2006)。因此,针对政府创投的影响效应,有必要从研究发现、作用机制、边界条件等方面进行系统梳理,为中国情境下的政府创投研究提供参考。

基于此,本文按照“作用机制→影响效应←边界条件”的整合性分析框架,对政府创投的影响效应进行了深入研究,提炼出了政府创投发挥效应的一般规律。在创新创业政策领域,已有学者开始尝试探讨政府创投的影响效应,比如,程聪慧和郭俊华(2019)基于“输入—过程—输出”的框架,阐述了政府干预创业投资的动机,进一步梳理了政府引导基金的概念、运作模式及

影响效应,并呼吁要结合中国的制度背景进行系统分析。但是,她们并未对上述文献中存在的问题做出回应。本文主要从以下三个方面进行扩展和深化。第一,在阐述概念内涵的同时,对比论证了政府创投的独特性。第二,在阐述政府创投影响效应的同时,进一步深化分析相关的理论基础、作用机制及边界条件,进行研究述评,以期引起更多学者关注。此外,考虑到政府创投对区域发展的战略意义,本文补充了政府创投在区域层面的影响效应。第三,基于中国情境的独特性和政府创投影响效应研究,提出未来研究方向。

二、政府创投的内涵与特征

(一)政府创投的内涵

自政府创投出现,学术界和产业界对其赋予不同的名称,如中国的“政府引导基金”、国际上的“政府管理创业资本”(government-managed venture capital)、“政府支持创业资本”(government-sponsored venture capital)、“国有创业资本”(state-owned venture capital)和“公共创业资本”(public venture capital)。由于政府创投在不同国家的运作模式不同,其内涵也有所不同(如表1所示)。按照政府的支持措施,如股权投资或颁布支持性政策,狭义上,政府创投为“投资或经营主体隶属于政府的风险投资”(Colombo等,2016);广义上,一些学者将政府促进创业投资行业的举措,如为投资者提供良好的法律和财政环境,对私人投资者税收优惠等政策也纳入政府创投的范围(Leleux和Surlemont,2003)。

表1 政府创业投资的概念解析

研究者	内涵	关键要素
Cumming等(2017) Colombo等(2016) Lerner(2002)	由政府机构管理的创业投资基金进行股权投资	政府机构负责管理基金
Brander等(2015) Buzzacchi等(2013) Jaaskelainen等(2007)	公共资本和私人资本共同参与的风险投资基金	政府是基金来源之一
Grilli和Murtinu(2014)	由国有公司管理的创业投资基金进行股权投资	国有公司负责管理基金
Leleux和Surlemont(2003) Pyo和Park(2020)	政府出台的关于吸引私人资本参与投资活动的政策措施,如税收优惠等	支持性政策

资料来源:作者根据相关文献整理。

政府创投的投资模式分为直接投资和间接投资:(1)直接投资指政府作为普通合伙人(general partner, GP),单独投资或与私有创投机构(private venture capital, PVC)以联合投资形式投资创业企业(Brander等,2015;Colombo等,2016;燕志雄等,2016;Alperovych等,2018)。如加拿大的劳工赞助风险投资公司(labour sponsored venture capital corporation, LSVCC),工会作为基金的发起人,在多个省或联邦设立公司,集结私人投资者的资金投向中小型私人企业(Cumming和MacIntosh,2006)。(2)间接投资指政府或国有企业作为有限合伙人(limited partner, LP)间接投资创业企业,或者对私有创投进行政策支持(施国平等,2020)。如美国的小企业投资公司计划(small business investment corporation, SBIC)、澳大利亚的创新投资基金(Innovation Investment Fund, IIF)、预种子基金(Pre-Seed Fund, PSF)。

在中国,政府创投指由中央或地方各级政府通过预算安排,以单独出资或与社会资本共同出资设立的、采用股权投资等市场化方式运作的风险投资(陈晋等,2021)。根据政府在创业投资生态系统中扮演的角色,学者对政府创投的定义侧重有所不同。为了与一般的支持性政策相区分,本文从狭义上对政府创投进行定义,即政府创业投资是中央或地方各级政府管理或支持

的风险投资基金对创业企业进行的股权投资,旨在推动创新创业活动、服务地方经济发展。

(二)政府创投的特征

创业投资主要包括独立创业投资(independent venture capital, IVC)、公司创业投资(corporate venture capital, CVC)和政府创业投资(government venture capital, GVC)三种形式^①(Pahnke等, 2015; Bertoni等, 2019)。独立创投是由专业投资机构管理,以财务回报为主要目的,是最普遍的创业投资形式,如红杉资本、经纬创投。公司创投是具有明确主营业务的非金融企业对新创企业进行的少量股权投资,其特点是强调战略目的(Dushnitsky和Lenox, 2005),如Intel、腾讯、百度。政府创投则承担了“政治使命”,具有较强的政策导向,如深圳高新投、张江集团。在讨论政府创投的特征之前,本文首先对不同形式的创业投资之间的异同点进行分析,主要从资金来源、制度逻辑、投资目标、投资策略、投资效应5个维度,将三者的差异总结如下(如表2所示)。

表2 政府创投、公司创投和独立创投的区别

维度		政府创投	公司创投	独立创投
投资主体		政府	大型企业	专业投资机构
资金属性		公共财政资金、市场资金	企业自有资金	市场资金
制度逻辑	权威来源	国外:项目官员授权、 专家小组执行 中国:政府机构授权、 政策导向	企业高管授权、 项目小组执行	合伙人授权、 项目小组执行
	合法性来源	国外:科学声望 中国:执政者形象	大型企业声誉	投资业绩、声誉
	认同来源	国外:国资使用监督者 中国:国家政策执行者	创业者合作伙伴、 大型企业投资部门	创业者合作伙伴
	规范基础	国外:客观择优评选 中国:国资使用合规、 满足保值增值	符合企业的战略需求	程序合法合规
	注意力基础	国外:创业者品质 中国:上级官员关注	企业高管关注	业内地位
	战略基础	公共品最大化	企业价值最大化	声誉最大化
投资目标		推动区域发展 促进创新创业	支持公司战略	回报最大化 声誉最大化
投资偏好		倾向投资早期的企业、 倾向当地投资	倾向投资较成熟的企业	倾向投资较成熟的企业
资源支持	企业价值增加	资金支持、政治资源	资金支持、互补性资产	资金支持、专业化指导

资料来源:作者主要根据Luukkonen等(2013)、Pahnke等(2015)、Alvarez-Garrido和Dushnitsky(2016)、Bertoni等(2019)、陈晋等(2021)整理。

基于上述对比,本文认为政府创投与其他创投类型的主要区别如下。(1)资金属性。政府创投的资金具有“二元性”,本质属于公共财政资金,但同时也是市场资金。(2)投资运作的制度逻辑。政府创投的运作受国家制度逻辑的影响,主要由政府官员领导,不仅关注资金收益,也注重资金安全。(3)投资目标。除了财务回报的诉求,政府创投还肩负政治责任,如优化资源配置,缓解市场失灵,引导私人资本进入(Lerner, 2002; Colombo等, 2016; Cumming和Johan, 2016; 徐

^①相对于政府创业投资(government venture capital, 政府创投),独立创业投资和公司创业投资都属于私有创业投资(private venture capital, 私有创投)。

明,2021),推动产业发展(Leleux和Surlémont,2003;李善民等,2020),促进就业,实现国家战略发展和公共利益最大化(陈晋等,2021)。(4)投资偏好。政府创投偏好投资处于种子期、起步期等初创期的创业企业,重点关注高科技创新企业(Alperovych等,2020),具有强烈的区域倾向。(5)资源支持。政府创投不仅为创业企业提供资金等有形资源,还可以提供政治资本如政策信息等无形资源(Alperovych等,2020;Murtinu,2021)。

三、政府创投的影响效应

本文重点从创业企业、创业投资行业、区域发展三个层次,结合相关理论视角,综述政府创投效果的文献。表3对各层次影响效应研究中采用的主要理论进行归纳。

表3 政府创投影响效应研究中的理论视角

研究层面	影响效应	主要理论视角	相关文献
创业企业 层面	融资效应	信号理论、代理理论	Colombo等(2016),Guerini和Quas(2016),左志刚等(2017)
	成长效应	资源基础理论	Lerner(2000),Murtinu(2021)
	创新效应	制度逻辑理论、互补资产理论	Pahnke等(2015),陈晋等(2021),Luukkonen等(2013),Bertoni和Tykvová(2015)
	成功退出效应	代理理论、资源基础理论	Munari和Toschi(2015),Wang和Wu(2020),Zhang(2018)
创投行业 层面	挤入效应	信号理论、组织生态理论	Lerner(1996),Bertoni等(2019)
	挤出效应	代理理论	Brander等(2010)
区域发展 层面	就业、经济增长	信号理论、资源基础理论	Standaert和Manigart(2018),Cumming和Johan(2016)

资料来源:作者根据相关文献整理。

(一)对创业企业的影响

政府创投对创业企业的影响具有多维性,包括融资效应、成长效应、创新效应和成功退出效应。信号理论和资源基础理论提供了主要理论支撑,另有代理理论、制度逻辑理论和互补资产理论作为补充。

1. 对创业企业的融资效应

政府创投的一个重要任务就是填补资金缺口(bridging the equity gap),帮助创业企业融资。一方面,政府创投作为管理机构直接向创业企业投资(Grilli和Murtinu,2014),或者作为有限合伙人间接对创业企业进行股权投资(Brander等,2015)。另一方面,政府创投吸引私有资本进入创投市场,有助于创业企业拓宽资本来源渠道(Colombo等,2016;Guerini和Quas,2016)。

政府作为风险投资家对私有资本起到认证作用,具有积极的融资效应,具体体现在政府创投对创业企业后续投资(subsequent VC funding)或者额外投资(additional VC funding)的影响。信号理论假定,创投市场信息不对称,当缺乏传达企业真实价值的有效途径时,政府创投作为被投企业的认证,被投资者视为企业具有良好发展前景的信号(Islam等,2018)。首先,基于政府创投的筛选、认证和信号传递作用,首轮融资中接受政府创投投资的企业,在后续融资中获得私有创投的概率更高(Lerner,1996;Guerini和Quas,2016;Islam等,2018)。此外,政府创投会引起私有创投对原本因信息不透明而被忽视的创业企业的注意,帮助创业企业获得额外融资(Bertoni等,2019)。

但是,一些研究表明,政府创投的融资效应难以有效发挥,主要原因有二:一是代理人的道德风险问题。委托人(政府)和代理人(管理机构)之间的目标冲突,使得代理人在追求自身利益

最大化、面临保值增值等考核压力时,竞争低风险项目(如即将上市的项目)而回避高风险项目(如早期项目),这就违背了政府创投发挥引导作用的初衷(左志刚等,2017)。二是政府创投的筛选能力不足。由于政府创投的运作在很大程度上依赖于政府决策,专业性不足,这时政府创投的支持反而向私有创投传递出负向信号(黄鹏翔等,2021)。

2. 对创业企业的成长效应

基于资源基础理论,政府创投是一种重要的资源。一方面,政府创投通过股权投资直接为企业提供资金,一定程度上决定了企业发展初期是否能在竞争中获得先发优势(Berger和Udell,1998);另一方面,政府创投的政治资源帮助企业及时获取未来政策转变的信息,帮助企业更好地应对政策的不确定性(Murtinu,2021)。企业增长方面,Grilli和Murtinu(2014)以欧洲的创业企业为例,发现政府创投单独投资时对销售增长没有影响,但当政府创投与独立创投联合投资时具有正向效应。Lerner(2000)发现获得美国小企业创新研究项目支持的企业,表现出更高的销售增长和就业增长。企业效率方面,Alperovych等(2015)基于比利时的数据分析,认为政府创投承受的声誉压力及财务压力较小,加之基金管理者的风险规避,导致政府创投支持的企业生产率显著下降。Murtinu(2021)以欧洲七个国家为样本,发现有政府创投支持的企业具有更高的全要素生产率。综合来看,政府创投对创业企业成长效应的影响方向并不一致,受制度环境的影响较大。

3. 对创业企业的创新效应

制度逻辑理论主张,政府创投的制度逻辑会限制被投资企业获取资源的有效性,进而影响企业的技术创新和产业创新(Pahnke等,2015;陈晋等,2021)。然而,一些学者发现,政府创投可以通过促进私有创投对企业的投资,间接推动创新。互补资产理论指出,政府创投和独立创投的联合投资不仅可以弥补自身财务资本和人力资本等不足,二者独立的网络和人脉,不同的资源、技能和经验,还能为创业企业提供不同的培育和监督服务(Luukkonen等,2013)。例如,政府创投单独投资时,对创业企业的发明(专利数量)和创新(专利被引量)都没有显著影响,但是,政府创投会促进独立创投对发明和创新的影响,说明政府创投是独立创投的有效补充(Bertoni和Tykvová,2015)。综合来看,政府创投对创业企业创新效应的影响方向并不一致,政府创投单独投资对企业创新的促进作用难以有效发挥,但是,通过与私有创投联合投资,二者在弥补融资缺口的同时,实现资源互补,进而推动企业创新。

4. 对创业企业的成功退出效应

一般情况下,政府创投单独投资时对创业企业退出绩效的影响通常是不显著或负面的。基于代理理论,政府创投与被投资企业之间存在信息不对称,容易导致代理冲突和潜在的机会主义行为,对企业的培育效果降低,使得企业不易成功退出(Munari和Toschi,2015)。然而,当政府创投与私有创投联合投资时,二者协同推动创业企业的成功退出。有学者研究发现,政府创投和私有创投联合投资的企业成功退出的概率最大,私有创投单独投资的次之,政府创投单独投资的最小(Brander等,2015;Cumming等,2017)。

在中国,政府创投特有的政治资源为创业企业带来诸如政策优惠、信息获取等便利,有助于创业企业获得合法性,实现成功退出(Zhang,2018;Wang和Wu,2020)。例如,政府创投支持的企业更容易通过中国证监会的审查,获得上市审批特权,成功IPO(Wang和Wu,2020)。从政府所有权和区域层次的角度,Suchard等(2021)发现由政府部分控制的政府创投支持的企业比完全由政府控制的政府创投支持的企业更容易成功退出;省级政府创投支持的企业比中央政府创投支持的企业成功退出概率更高。综合来看,政府创投对创业企业的退出效应主要依赖于

两个方面:一是与私有创投联合投资带来的协同效应;二是政府创投特有的政治资源。

(二)对创业投资行业的影响效应

市场失灵理论、信号理论和组织生态理论是政府创投对创业投资市场影响的主导理论。创业投资市场存在资源配置不合理、市场失灵现象,这为政府干预创投市场提供了理论依据(Colombo等,2016)。而关于政府创投到底是吸引了私有创投还是与之竞争挤出私有创投,研究结论并不一致。

政府创投的挤入效应最早由Lerner(1996)引入,他认为政府创投具有筛选良好发展前景企业的动机和能力,这对新创企业来说具有认证作用。Leleux和Surlumont(2003)和Brander等(2015)发现,政府创投能够吸引私人资本,扩大创投市场的资金池。当创业投资基金的期望收益不足以吸引私人资本时,公共资本需要对私人资本采取适当的补偿措施(孟卫东等,2010;熊维勤,2013)。政府创投和私有创投互惠共生,帮助创投生态系统可持续健康发展(Bertoni等,2019)。挤出效应的学者则从代理理论的角度讨论,认为联合投资关系之间的委托人—委托人冲突(principle-principle conflict)会造成政府创投对私有创投的挤出效应(Cumming等,2017)。由于政府创投的政治目标和私有创投的财务目标存在冲突,私有创投倾向于避开政府创投支持的企业,这样政府创投可能会复制甚至增加新的市场失灵,甚至将专业的私有创投挤出市场(Brander等,2010)。

(三)对区域发展的影响效应

现有研究针对政府创投和区域发展之间的直接关系的实证研究较少,大部分研究集中于政府创投与企业经营业绩、社会资本投入以及创造就业的关系,以及由此引发的政府创投与区域经济增长的关系,因此文献也未系统总结政府创投对区域发展层面的影响(程聪慧和郭俊华,2019)。结合政府创投驱动区域发展的战略目标,考虑到本文对推进政府创投研究的借鉴意义及政府部门制定政策的参考作用,本文试图从区域面对政府创投的影响效应进行补充。政府创投在起初架构上,就明确提出促进创业、技术创新、企业成长、就业和区域发展的目标(Standaert和Manigart,2018)。一方面,政府创投具有独特的政治和区域信号。《2019年中国母基金全景报告》指出,政府引导基金通过投资行业领先企业,引进地方亟须的战略性新兴产业,带动地区发展。政府创投代表国家意志,其投资方向和领域反映了国家重点扶持方向和产业发展重点。另一方面,相较于其他创投类型,政府创投更强调社会福利(Johansson等,2021);政府创投的资源支持在促进地区经济增长(Cumming和Johan,2016)及提高就业率(Standaert和Manigart,2018;Croce等,2019;Pyo和Park,2020)方面有着重要的战略意义。

四、政府创投效应的作用机制

基于对现有研究的梳理,本文将政府创投的作用机制总结为筛选(selection)、信号传递(signaling)、认证(certification)、培育(nurture)、监管(monitor)、协同(mutualism)、委托代理(principal-agent)和补偿(compensation)角色。一般来说,作用机制间存在逻辑上的先后性,政府创投的影响效应是多种机制共同作用的结果。政府创投筛选出有潜力的企业,通过信号传递对企业起到认证效应,投资过程中对企业培育监管。当与私有创投联合投资时,产生协同效应或代理冲突,影响效应相悖。为了解决公私合作存在的目标冲突,政府创投可以对私有创投进行一定的投资补偿以产生激励效果。其中,政府创投对创业企业融资的影响主要通过筛选、信号传递和认证机制,对成长和创新效应的影响主要通过培育和监管机制,对创投行业和区域发展的影响则是通过信号、协同、代理和补偿机制。

(一)筛选、信号传递、认证机制

一般来说,政府创投具备筛选出有发展潜力企业的能。首先,政府创投的团队配置里包含具备专业投资技能的专家,能够做好项目的遴选工作(Lerner, 1999);其次,政府创投能够更好地降低投资者与被投资企业间的信息不对称,推进投资评估过程(Colombo等, 2012);最后,政府创投可能比私有创投更有动力来评估提案和选择投资目标(Luukkonen等, 2011)。通过政府创投筛选的企业间接地获得政府的背书,给予外部投资者企业安全发展的信心,提高了企业融资的概率,同时,政府创投对新创企业投资所发出的信号,可以向第三方(如客户、联盟伙伴、技术工人和其他金融中介机构)表明被投企业的质量,降低信息不对称,促进外部投资者和企业之间建立联系(Islam等, 2018;李善民等, 2020)。政府创投促进私有创投投资创业企业的积极作用可以归因于认证效应。具体来说,成熟企业可能通过其他方式(如专利申请和新产品开发)向不知情的第三方传达有关其质量的信息;相比之下,创业企业刚进入市场,缺乏业绩记录。在高度信息不对称和关于创业企业质量的信号很少的背景下,政府创投对创业企业的认证尤为重要(Guerini和Quas, 2016)。同时,政府资金进入创投市场释放了对创投行业支持承诺的信号,表明政府对私有创投价值的认可,从而吸引更多私人资本,改善市场资金的供应(Leleux和Surlemont, 2003)。但是,当政府创投更注重政治职能而忽视专业性时,政府创投可能传递出负向信号效应(徐明, 2021)。

(二)培育、监管机制

政府创投通过“培育”“辅导”的方式为新创企业提供财务、行政、营销、战略和管理方面的支持(Luukkonen等, 2013),政府创投与私有创投联合投资带来的互补性资源,对创业企业的培育效果更好(Bertoni和Tykvová, 2015)。特别地,政府创投独特的政治资源为企业带来诸如信息获取、政策优惠等便利,有助于企业制定发展战略(Wang和Wu, 2020)。投资过程中,为降低投资风险、确保投资收益率,政府创投也会对企业进行管理、咨询和监控,比如进入被投企业的董事会并担任重要职务,从而影响、引导和控制董事会的重大决策,或要求企业提供财务报表,政府创投据此作出分析来预测风险和收益分配,从而调整投资策略(Bottazzi等, 2018)。

(三)协同、代理、补偿机制

政府创投与私有创投联合投资的过程中,一方面,二者资源互补,协同推动企业发展,存在“互惠共生”关系(a mutualistic relationship)(Bertoni等, 2019);另一方面,二者目标的不一致性(私人资本追求利润最大化,公共资本追求政府目标的实现)导致政府创投与私有创投之间存在代理冲突,同时还要面临与创业企业之间的代理问题(左志刚等, 2017)。为保证政府创投的成功运作,降低代理成本,政府创投会对私人资本进行补偿。不同的补偿方式对创业投资的效率影响不同,如亏损补偿会削弱创业投资家努力投入的激励从而不利于提高创业投资的效率,收益补偿则可以在促进创业投资合作关系形成的同时提高创投效率(熊维勤, 2013)。因此,政府创投通过补偿机制产生的影响效应方向可能并不一致。

五、政府创投效应的边界条件

针对同一效应,政府创投的影响有所不同。这些不一致背后的原因是什么?政府创投的主体和客体为投资者和创业企业,同时受到环境因素的影响。通过梳理现有研究,可以将政府创投效应的边界条件总结为投资者、创业企业和环境三个层次(如表4所示),其中,制度逻辑理论(Pahnke等, 2015)、人力资本理论(Bottazzi等, 2008)、代理理论(燕志雄等, 2016)和角色理论(Malmström等, 2017)可以帮助识别出部分边界条件。

表4 政府创投效应的边界条件

研究层面	边界条件		代表文献
投资者层面	自身特点	政府创投类型	Brander等(2015), Suchard等(2021)
		政府创投管理人员	Colombo等(2016), Pahnke等(2015)
	投资策略	政府出资比例	燕志雄等(2016), Buzzacchi等(2013)
		投资进入时间	余琰等(2014), 左志刚等(2017)
		联合投资	Grilli和Murtinu(2014), Zhang(2018)
创业企业层面		年龄、规模	Pyo和Park(2020)
		行业	Alperovych等(2020)
		人力资本	Malmström等(2017)
		地理位置	Tian等(2020)
环境因素层面		制度环境	Brander等(2015)
		市场环境	Lerner(2010), 施国平等(2020)
		经济环境	Croce等(2019), 董建卫等(2014)

资料来源:作者根据相关文献整理。

(一)投资者层面

1. 投资者的自身特点

(1)政府创投类型。不同类型的创投机构与创业企业互动过程中存在不同的制度逻辑,这会影 响创业企业获取资源的方式和效果(Pahnke等,2015)。Brander等(2015)根据政府创投扮演的角色,将政府创投分为政府管理的政府创投和政府支持的政府创投,并发现政府管理的政府创投表现较差。Suchard等(2021)按照政府所有权程度,将政府创投分为政府完全控制的政府创投和政府部分控制的政府创投;按照区域层次,将政府创投分为中央政府创投和省级政府创投,并发现政府部分控制的政府创投能够更好地应对市场不确定性,省级政府创投则更有利于推动创业企业的成功退出。燕志雄等(2016)按照所有制性质,将政府创投分为政府主导型基金和政府引导型基金,并发现政府引导型基金比政府主导型基金的挤出效应低。

(2)政府创投管理人员。人力资本理论指出,政府创投在拥有技能和能力的程度上是不同的,这意味着它们为被投企业提供增值服务的能力也是不同的(Bottazzi等,2008)。如政府创投管理团队的投资经验和中心地位(Colombo等,2016)、团队的成员配置、人力资本专业化程度、权力结构、组织结构、团队成员的自我认同、投资团队的活跃程度以及对项目的关注监控程度会影响投资效果进而影响企业的退出和创新绩效(Bottazzi等,2008;Pahnke等,2015)。

2. 投资者的投资策略

(1)政府出资比例。燕志雄等(2016)从代理理论的角度分析,政府引导型基金中政府出资比例越高,挤出其他投资者的可能性越大。Buzzacchi等(2013)也发现,混合基金模式下公有制水平的比例也会影响投资的持续时间和退出时点,公有制水平越高,核销的可能性越低,投资的持续时间越长。

(2)投资进入时间。政府创投在企业发展后期进入能以更低的投资成本获得更高的投资收益(余琰等,2014),但当政府创投在后期且以主角角色进入时,不能有效发挥其引导作用(左志刚等,2017;徐明,2021)。投资进入时间对创业企业技术创新的影响却相反,政府创投进入企业的时间越早,正向效应越强(苟燕楠和董静,2013)。

(3)联合投资。一般来说,政府创投与其他创投类型联合投资的投资绩效要优于其独立投资的绩效(Brander等,2015;Cumming等,2017)。联合投资的主导方会影响作用效果:Grilli和Murtinu(2014)发现,政府创投和独立创投的联合投资只有在独立创投主导时才对被投企业的销售增长产生积极影响。Zhang(2018)则认为,当私有创投主导公私联合投资时,由于私有创

投对创业企业的筛选标准较低,导致政府创投和私有创投联合投资的退出绩效差;如果政府创投以领投方的身份与其他创投类型机构联合投资,作为有效的私人资本的补充,能够更好地支持科技型创业企业进行技术研发与创新(Bertoni和Tykvová,2015;黄嵩等,2020)。

(二)创业企业层面

企业的年龄、规模、行业、人力资本,如管理者的性别以及地理位置,如区位条件、与投资者之间的地理距离都会影响政府创投的作用效果。Pyo和Park(2020)发现,政府对创新型企业的支持政策可以帮助新创企业提高销售、就业和劳动生产率,这种影响对于规模小于20个员工以及创立年限小于5年的企业更大。Alperovych等(2020)发现,只有当政府创投聚焦投资于高科技企业时,被投资企业才可能获得额外的私有创投资助。Malmström等(2017)从角色理论角度出发,以瑞典为背景,发现政府创投管理人员对女性企业家的性别刻板印象会使得其所在企业在获取创业投资时相较于男性企业家所在的企业处于劣势。Tian等(2020)以中国创业板上市企业为研究对象,发现政府创投与被投资企业之间的地理距离过大,会给政府创投的管理带来困难,从而影响企业的技术绩效,这与Jääskeläinen和Maula(2014)以及Bertoni和Tykvová(2015)的研究结果一致。

(三)环境因素层面

1. 制度环境。政府创投对创业企业成长效应的影响受制度环境的限制比较明显(Lerner,2000;Grilli和Murtinu,2014)。除此之外,创投市场的规模也受制度环境的影响,例如,美国的SBIR项目有效地扩大了风投市场的资本规模(Lerner,2000),而加拿大的LSVCC项目则显著降低了地方风投市场规模(Cumming等,2017)。不同法系之间也有差别,大陆法系国家的政府创投投资绩效优于英美法系国家(Brander等,2015)。

2. 市场环境。在市场化程度较高的地区,政府创投对企业创新目标实现的促进作用并不显著,而在市场化程度较低的地区,政府创投对提升创业企业的专利和发明申请数有积极影响(施国平等,2020),这与Lerner(2010)的观点相一致,即政府创投的正外部性在不完善的市场中更为有效。企业增长方面,只有在创业投资活跃的区域,获得政府创投支持的企业,才有更高的销售增长和就业人数增长(Lerner,2000)。

3. 经济环境。宏观经济波动如股票市场的表现、实际利率和国内生产总值的变化等都会引起投资者投资偏好产生变化,进而影响政府创投对其他资本的引导进入效果(Cumming和MacIntosh,2006;董建卫等,2014),然而政府创投也很难扭转衰败的经济大环境形势,在危机期间进行的投资也不能显著改善就业情况(Croce等,2019)。

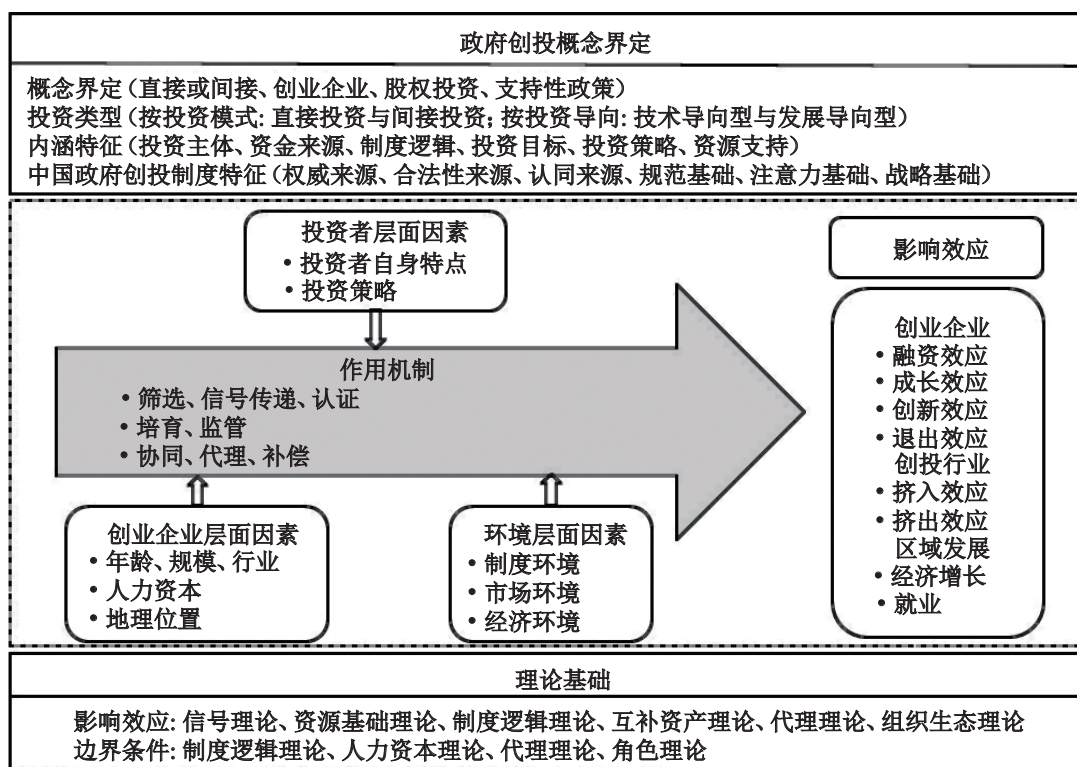
政府创投的影响效应依赖于样本选择、研究设计、构念测量,也受投资者、创业企业以及环境等各层次因素的影响。与现有研究相呼应,本部分深化了对政府创投影响效应的权变因素的理解,强调了情境的重要性。

六、结论与展望

(一)研究结论

随着政府创投实践的发展,政府创投研究受到国内外学者的关注,但是目前研究文献仍较为分散。特别地,政府创投的影响效应及作用机制尚不清晰。本文围绕政府创投的影响效应,按照“作用机制→影响效应←边界条件”的整合性分析框架(如图1),对现有文献进行述评。通过对政府创投影响效应的研究发现、理论基础和边界条件的系统梳理,找出其中的一致性和分歧。通过文献综述,本文提出政府创投发挥效应的一般规律:基于政治使命和财务诉求,政府创投筛选出符合要求的创业企业并进行投资;政府创投的支持会向外界传递出正向或负向信号,

反映了“国家意志”，能够影响创业企业的融资活动、私有创投的投资活动、区域的发展方向；政府创投的资金和政治资源，有助于其培育效应的发挥，进而影响创业企业的成长、创新及成功退出；政府创投和私有创投的联合投资，依据不同的理论基础，效应不一，从互补资产理论的角度出发，资源的互补性有利于双方之间的合作，发挥协同作用；从代理理论的角度出发，目标的不一致易导致双方之间的冲突，引起竞争。此外，由于投资者、创业企业以及环境因素等层面的异质性，政府创投在发挥效应时也存在显著差异(Brander等, 2015; Pahnke等, 2015; Alperovych等, 2020)，因此要特别关注具体的情境特征。最后，在研究方法上(见表5)，以定量研究为主，辅以访谈，通过企业层面的大样本数据分析得出结论。



资料来源:作者根据相关文献绘制。

图1 政府创投效应的整合框架

表5 政府创投的研究方法、数据来源与分析方法

研究方法	数据来源		数据分析方法
定量研究	数据库	中国	描述性统计、回归分析(Logit回归、Probit回归、OLS回归、负二项回归、Logistic回归)、倾向得分匹配法(PSM)、双重差分法(DID)、DEA模型、Cox比例风险模型
		欧洲	
		美国	
定性研究	访谈法		归纳分析、内容分析

资料来源:作者根据相关文献整理。

(二)研究展望

在把握政府创投影响效应与关键作用机制的基础上,结合研究现状,本文接下来将重点从政府创投的跨层次影响效应、政府创投与其他类型创投的联合投资效应、影响效应的边界条件

等方面,提出未来研究方向。考虑到本文的初衷是引起更多学者对中国情境下政府创投的关注,本文特别讨论了与中国情境相关的潜在研究方向。

1. 政府创投影响效应的未来研究

第一,开展政府创投影响效应的跨层次研究。现有文献对政府创投影响效应的研究主要聚焦在创业企业、创投行业、区域发展的某一层级,却少有文献考虑到各个层次之间的互动作用。创业企业、创投行业、区域发展之间相互影响,难以分割。例如,创业企业的发展与其所处区域的发展息息相关。企业的良好发展可以提高地区的经济发展水平,地区经济活动繁荣帮助企业获取更多资源。因此,未来研究可以通过构建跨层次模型,进一步分析政府创投在多层次之间的互动效应。

第二,关注政府创投与其他类型创投机构联合投资的影响。

(1)联合投资成员异质性的影响。本文通过比较政府创投、公司创投和独立创投,发现政府创投与另外二者无论从制度逻辑、投资目标、投资偏好来看都有着较大的差别。现有研究发现,通过分散风险(Karsai, 2018)、改进筛选(Guerini和Quas, 2016)、资源互补(Standaert和Manigart, 2018)等机制,政府创投与私有创投的联合投资绩效更好。基于不同类型创投机构的异质性,如何利用联合投资的合作优势提高投资绩效,以对企业产生最高程度的增值效应,是一个重要话题。例如,不同类型创投机构的投资导向和资源禀赋有所不同,探讨不同投资组合产生的影响效应有何区别。另外,随着创业企业的发展,对资源的需求也会随之变化,联合投资中各创投机构所发挥的作用会变化。结合企业生命周期理论,探讨创业企业的最佳投资网络是否会随着企业的发展阶段而发生变化,有助于各创投机构找准角色定位,发挥联合投资的最大效用。例如,对于政府创投和独立创投的投资组合,在企业发展前期,独立创投作为领投者对企业的增值效果较好,企业发展后期,政府创投作为领投者对企业获得上市审批特权更有优势。

(2)基于投资者背景,探讨联合投资的影响效应。创投机构的运作在很大程度上依赖于投资者特质(Bertoni等, 2019)。投资者之间的互动会影响联合成员之间的互动,进而影响联合投资的绩效。例如,有的政府创投机构的管理者,可能拥有在私有创投机构工作的经验。因此,有必要进一步深入分析创投机构的投资者对联合投资的影响。比如,分析创投机构投资者的网络关系如何影响联合投资绩效,如基于教育背景的校友网络关系、基于工作经历的职业网络关系,或基于联合投资的投资网络关系,这些个体层面的网络关系如何影响信息分享和合作行为,进而影响创投机构的投资行为和绩效,有待探究。

第三,挖掘政府创投潜在的影响效应。政府创投的运作涉及政府与其他经济主体的经济关系。为追求自身利益,政府的政策或制度在一定程度上会倾向保护或增进政府的经济利益,而导致其他经济主体的利益受损。这种政府所拥有的制定政策和管理创投市场的权力使其处于优势地位,以致出现政府制度性寻租。除此之外,政府在干预创投行业活动时,其效果受政府官员自身素质影响,可能会出现决策失误而导致经济活动水平波动,使经济蒙受损失。未来需要结合政府创投的实践特点,扩大影响效应的研究范围。

第四,基于定性比较分析方法(qualitative comparative analysis, QCA)分析政府创投影响效应。创业投资生态系统本身具有高度复杂性,受诸多相互依赖的条件多重并发的影响(杜运周和马鸿佳, 2022)。现有研究表明,政府创投发挥影响效应的边界条件可能不是唯一的。例如,左志刚等(2017)发现,政府创投的引导作用受投资进入时间及领投方的双重影响,这表明影响政府创投效应的多种因素往往会复杂地组合在一起。例如,对于不同行业的创业企业,不同类型的领投者是否影响不同?对于医疗健康领域的企业,政府创投作为领投者会产生积极影响;对于金融领域的企业,私有创投作为领投者效果更优。有必要通过QCA分析,探讨不同情境下,

政府创投作用有效发挥的组态效应。

第五,拓展政府创投影响效应的边界条件。尽管政府创投承担着特殊的“政治使命”,但在作用机制上和其他创投类型存在一定的相似性。未来可以借鉴公司创投、独立创投的研究文献,探究在政府创投中,相同的边界条件的作用是否一致。进而实证分析政府创投的独特性。例如,根据信号理论,创投机构的地位和声誉是公众对创投机构评价的重要信号,会影响企业收取溢价、获取资源的能力(Barron和Rolfe,2012),那么政府创投机构的地位和声誉是否会影响其投资效果?地位和声誉的作用机制是否存在差异?未来可以从社会评价的角度补充政府创投作用的边界条件。

2. 中国情境下政府创投研究

如前所述,政府创投的运作逻辑受国家制度逻辑的影响较大(Thornton等,2012)。在中国,政府创投的政策性导向更强,其投资决策受政府管控力度较大。为此,本部分着重结合中国的具体情境特征,提出未来研究展望。

第一,从代理理论的视角,探讨政府创投的作用机制和效果。

(1)政府创投和私有创投之间的委托人—委托人冲突。委托人—委托人冲突是新兴经济体公司治理的一个重要问题(Young等,2008),在中国政府创投联合投资实践中也较为突出。一方面,政府创投和私有创投之间的目标不一致引起代理冲突(Cumming等,2017);另一方面,制度环境会影响代理冲突的性质和程度(Bruton等,2010)。根据国内外政府创投的制度逻辑对比,在中国,政府创投和私有创投之间的制度逻辑差异更大,冲突也更严重。在此背景下,依据代理理论针对中国的政府创投和私有创投的联合投资开展研究,具有重要的理论和实践意义。例如,探索联合投资中,政府创投应与具备何种特质的私有创投进行合作,以有效发挥各创投机构的协同作用,规避机会行为。

(2)政府创投和管理机构之间的委托人—代理人冲突。中国政府创投以政府引导基金为主,根据投中研究院《2019中国政府引导基金专题报告》,引导基金常见的运作模式有三种:第一种是委托地方国有资产经营公司或政府投资平台公司、地方国有创投企业负责管理运作。第二种是成立独立的事业法人主体或公司制引导基金自行管理。第三种是委托外部专业化管理机构负责管理运作。根据所有权性质,上述三种模式下的引导基金管理机构可以分为国有机构和非国有机构两类。国有管理机构大多兼具政府职能,或者具有较强的政治关联,这类机构管理下的引导基金在投向选择上较类似于传统计划性、政策导向型的分配方式(如重点关注新兴产业、为创新企业提供补贴),面临国有资产保值增值的考核体系,容易诱发短期投资效应;非国有机构管理下的引导基金则更多地采用市场化的运营分配模式,由于国有资本出资人和管理者很难保持利益上的一致,更可能使政府创投成为代理人谋取私人利益的工具(余琰等,2014;燕志雄等,2016)。那么,政府创投与国有管理机构和非国有管理机构之间的委托代理冲突所带来的影响效应有何区别?是值得关注的研究方向。

(3)政府创投和创业企业家之间的委托人—代理人冲突。在政府创投和创业企业家的委托代理关系中,二者追求的目标也不是一致的,政府创投追求社会福利,希望能够在董事会占有一席之地以影响企业决策,而创业企业家则以企业发展为核心目标,并希望保持企业的自主性。考虑到在中国情境下,政府干预程度较高。如何解决政府创投和创业企业家之间的委托代理问题,寻找二者之间的互动平衡点?其次,从企业性质考虑,国有企业在中国资本市场占据重要地位,政府创投与国有企业和非国有企业产生的代理冲突有何区别?产生的影响效应有何区别?

第二,根植于中国的制度背景,探究政府创投实践的设计。中国政府创投是一种典型的带有“二元”特征效应的资本,这要求政府创投一方面要实现其政策性目标,另一方面还要实现其商业性目标。更重要的是,政府创投的公共财政资金属性,需要满足“保值”“增值”的要求,更加注重资金安全,这导致政府官员在资金运作中过于关注项目的短期回报而忽视长远效益,具有强烈的风险规避倾向(左志刚等,2017)。同时,由政府出资、创投机构代为管理的中国政府创投投资模式,很可能导致投资机构的国有背景被代理人利用,因此要完善补偿激励机制,平衡好激励和约束效应,设计科学合理和具有可操作性的机制组合。例如,Zhang(2018)指出,中国政府创投的薪酬体系脱离国家或地区政府的独立性,激励机制低,无法吸引和留住专业投资人士。因此,如何挑选管理人员,构建管理团队,设计薪酬体系、激励机制,是中国创投实践设计中的一个重要问题。

主要参考文献

- [1]蔡莉,单标安.中国情境下的创业研究:回顾与展望[J].管理世界,2013,29(12):160-169.
- [2]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].管理学季刊,2021,6(1):72-103,166-167.
- [3]燕志雄,张敬卫,费方域.代理问题、风险基金性质与中小高科技企业融资[J].经济研究,2016,51(9):132-146.
- [4]余琰,罗炜,李怡宗,等.国有风险投资的投资行为和投资成效[J].经济研究,2014,49(2):32-46.
- [5]左志刚,石方志,谭观钦.国有创投发挥了引导作用吗?——基于鉴证机理的实证检验[J].财经研究,2017,43(12):17-29.
- [6]Alperovych Y, Hübner G, Lobet F. How does governmental versus private venture capital backing affect a firm's efficiency? Evidence from Belgium[J]. *Journal of Business Venturing*, 2015, 30(4): 508-525.
- [7]Bertoni F, Colombo M G, Quas A. The role of governmental venture capital in the venture capital ecosystem: An organizational ecology perspective[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2019, 43(3): 611-628.
- [8]Bertoni F, Tykiová T. Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies[J]. *Research Policy*, 2015, 44(4): 925-935.
- [9]Brander J A, Du Q Q, Hellmann T. The effects of government-sponsored venture capital: International evidence[J]. *Review of Finance*, 2015, 19(2): 571-618.
- [10]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.
- [11]Grilli L, Murtinu S. Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms[J]. *Research Policy*, 2014, 43(9): 1523-1543.
- [12]Guerini M, Quas A. Governmental venture capital in Europe: Screening and certification[J]. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(2): 175-195.
- [13]Islam M, Fremeth A, Marcus A. Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding[J]. *Journal of Business Venturing*, 2018, 33(1): 35-51.
- [14]Luukkonen T, Deschryvere M, Bertoni F. The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds[J]. *Technovation*, 2013, 33(4-5): 154-162.
- [15]Murtinu S. The government whispering to entrepreneurs: Public venture capital, policy shifts, and firm productivity[J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2021, 15(2): 279-308.
- [16]Pahnke E C, Katila R, Eisenhardt K M. Who takes you to the dance? How partners' institutional logics influence innovation in young firms[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2015, 60(4): 596-633.
- [17]Zhang Y J. Gain or pain? New evidence on mixed syndication between governmental and private venture capital firms in China[J]. *Small Business Economics*, 2018, 51(4): 995-1031.

Government Venture Capital: Connotation Characteristics, Impacts, and Future Prospects

Shao Yue, Chen Xiafei

(School of Management, University of Science and Technology of China, Hefei 230026, China)

Summary: With the booming practice of government venture capital (GVC), the research on GVC has attracted the attention of scholars at home and abroad. However, the current research is still relatively scattered, especially, the impacts and mechanisms of GVC are still unclear. The systematic analysis of the impacts of GVC is helpful to clarify the theoretical basis and mechanisms, and thus promote the practical development of venture capital. Based on mainstream English databases (e.g., Web of Science) and CNKI, the research scope of 93 literatures is determined. According to the integrated analysis framework of “mechanisms → impacts ← boundary conditions”, this paper sorts out and integrates the knowledge of the impacts of GVC field. This paper proposes the general rule of GVC functions: Based on political missions and financial demands, GVC screens out and invests in ventures. GVC’s support reflects the “national will” and affects the financing activities of ventures, investment activities of private venture capital (PVC), and regional development directions. The capital and political resources of GVC help to exert the nurturing effect, thus affecting the ventures’ growth, innovation, and successful exit. The syndication of GVC and PVC has different effects based on different theoretical bases. According to the complementary assets theory, the complementarity of resources is conducive to the cooperation between the two sides and plays a synergistic role; according to the agency theory, the inconsistency of goals easily leads to conflicts and competition between the two sides. Due to the heterogeneity of investors, ventures, and environmental factors, GVC has significant differences in exerting its effect. The expansion directions of future impacts include that: To conduct cross-level research; to pay attention to the impacts of syndication; to explore the potential impacts; to analyze the impacts based on the qualitative comparative analysis method; and to expand the boundary conditions. The expansion directions related to the Chinese context are that: To explore the mechanisms and impacts of GVC from the perspective of agency theory; and to explore the design of GVC practice rooted in the institutional background of China. The main contributions of this paper are as follows: First, it demonstrates the uniqueness of GVC. Second, it deepens the analysis of relevant theoretical basis, mechanisms, and boundary conditions. In addition, considering the strategic significance of GVC to regional development, it supplements the impacts of GVC on the regional level. Third, based on the uniqueness of the Chinese context and the GVC impact research, it proposes future research directions.

Key words: government venture capital; impacts; theoretical basis; mechanisms; boundary conditions

(责任编辑:王雅丽)