

政府引导基金缓解企业投融资期限错配了吗？

杨志豪¹ 支晓强² 王 储³

(1.中国政法大学商学院,北京100088;2.中国人民大学商学院,北京100872;

3.首都经济贸易大学会计学院,北京100026)

摘要:企业投融资期限错配问题隐含着财务和经营风险,已成为宏观金融风险的重要诱因,亟需探明可行治理途径。本文基于政府引导基金这一市场化财政资金运用工具,以2007—2022年A股上市公司为样本,研究政府引导基金能否以及如何缓解被投企业的投融资期限错配。研究发现:政府引导基金显著缓解了被投企业的投融资期限错配,该结论在一系列稳健性检验后均成立;机制检验表明,政府引导基金通过提升企业长期债务比例与提高权益融资占比,显著缓解了被投企业的投融资期限错配;异质性分析表明,该效应在市场化程度高、国有企业和内部控制程度高的企业中更明显;进一步检验显示,在政府引导基金缓解投融资期限错配的情境下,被投企业的经营风险和财务风险显著下降。

关键词:政府引导基金;投融资期限错配;长期债务比例;权益融资

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2026)01-0017-15

一、引言

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》指出,要“发挥政府投资撬动作用,激发民间投资活力”。如何有效发挥政府投资的杠杆作用和示范效应,激发民间资本的活力并提高其配置效率?政府可通过有限资金,引导社会资本共同投入重点产业与薄弱领域,实现“四两拨千斤”的效果。这不仅有助于缓解创新创业中的市场失灵,也能够推动产业结构转型与优化升级。该议题已引起学界与产业界的广泛关注。现有研究通常立足于政府引导基金作为市场化运用财政资金的资源特性与设立导向,对其投资企业的投资、融资及治理行为等方面展开探讨。然而,政府引导基金如何影响企业投融资间的关系,以及治理机制在其中所发挥的作用,尚未获得足够关注。Choudhary和Limodio认为,企业投资应与融资期限相匹配,以避免长期资产无法得到相应期限债务的支持,从而引发流动性风险和违约风险。但在现实中,中国企业普遍存

收稿日期:2025-02-12

基金项目:国家自然科学基金资助项目“公司社交媒体策略性信息披露及其经济后果检验”(72272146);教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“校办企业国有资产监管及审计研究”(23JZD013)

作者简介:杨志豪(1995—),男,河南周口人,中国政法大学商学院讲师;

支晓强(1974—),男,山西平遥人,中国人民大学商学院教授;

王 储(1989—),男,河北唐山人,首都经济贸易大学会计学院讲师,本文通讯作者。

在明显的投融资期限错配问题^[1]。Fan 等的跨国研究也显示,1991—2006 年中国企业的长期债务占比在 39 个样本国家中最低,中国企业短期负债占比高达 90%^[2]。刘海明和李明明统计发现,2003—2014 年中国上市公司短期借款占总借款的比重平均为 71.38%^[3]。投融资期限错配不仅会导致企业经营风险上升、经营业绩下滑,还可能引发流动性风险甚至使企业陷入财务困境,进而对中国金融安全和系统性风险防控构成严重威胁。因此,探寻有效治理企业投融资期限错配的路径,具有现实紧迫性与重要意义^[4]。

政府引导基金所具有的资源特性和设立导向使其具有耐心资本特征,很可能成为破解企业投融资期限错配难题的一种可行途径。Brander 等认为,政府引导基金通过直接投资及作为有限合伙人间接进入两种方式,为被投资企业注入权益资本,拓宽其融资渠道^[5],从而为企业提供与长期投资相匹配的融资来源,有助于缓解其投融资期限错配。然而,值得注意的是,政府引导基金同样激发了被投资企业创新与资本投资动机^[6],带来长周期投资需求与实际支出的增加^[7],反而进一步加剧了投融资期限错配。投融资期限错配由融资与投资两类财务行为共同决定,政府引导基金从两方面影响企业行为:一方面,其资源效应和认证功能可以改善被投资企业的融资环境与资本可得性;另一方面,其设立导向与发展目标通过营造产业升级环境,影响企业投资行为^[8]。因此,政府引导基金通过融资与投资两条路径共同影响企业投融资期限错配,但两类机制可能带来相反效果,导致其净效应在理论上复杂且不明确。具体地,从长期资金来源的角度看,政府引导基金通过发挥认证效应,可以缓解银企间信息摩擦,优化信贷契约中的条款设计^[9]。同时,其在设立与融资过程中双重放大了权益资金杠杆,除了直接注入资本金和流动性以外,还能够吸收社会权益资本。在长期信贷融资和权益资本的双重助力下,被投资企业可获得更长期的资金来源^[10]。此外,政府引导基金以培育新兴产业与构建现代化产业体系为目标^[11],这将使得被投资企业面临更多投资机会和更为激烈的市场竞争^[5],驱动被投资企业加大旨在提升核心竞争力的资本投资和研发创新力度。该类投资往往周期长,需要稳定且长期的财务与非财务资源不断注入与支持,因而可能增加长期资金需求,进而加剧投融资期限错配^[12]。综上,政府引导基金对企业投融资期限错配同时存在缓解与加剧两种影响,其最终影响需依具体情境而定。

基于以上分析,在投融资期限匹配层面,政府引导基金带来的影响具有双面性,难以事前精确界定。为明确政府引导基金对企业投融资期限匹配的实际效应、作用机制及适用情境,本文进行一系列理论与经验分析,为上述问题提供明确证据。本文可能的边际贡献和价值体现在两个方面。第一,从嵌入政府意志的财政金融工具视角出发,为缓解企业投融资期限错配提供了新的治理思路与经验证据。已有研究多从金融供给侧结构性改革入手,如适度货币政策、利率市场化改革及产融结合等角度探讨企业投融资期限错配问题,本文则从财政金融工具角度拓展了相关文献的研究维度。第二,从债务风险防控层面丰富了对财政金融融合工具微观效应的理解。政府引导基金具有财政工具和风险投资的融合特征,现有文献多关注其对企业成长性、会计业绩及融资约束的影响,本文则着眼于风险防控视角,从缓解投融资期限错配层面解释了其在企业治理与资源配置方面的影响。本文的结论对政策制定与企业实践均具有启示:在政策层面,为厘清政府与市场边界提供了依据,支持借助政府引导基金等现代金融政策工具构建现代化金融体系;在企业层面,为决策者优化投融资期限结构、防范债务风险提供了管理参考。据此,本文为推动有为政府与有效市场更好结合、赋能企业和经济高质量发展,提供了可靠的经验证据与决策支持。

二、文献综述、理论分析与假设提出

(一)文献综述

1.政府引导基金经济后果的相关研究。已有文献以企业为研究对象,主要从会计信息、公司治理以及不同绩效维度等方面对政府引导基金的微观效应进行了较为详尽的考察。与本文研究主题相关的是融资与投资两方面的文献。融资层面,现有研究基于鉴证理论和信号传递理论,从整体融资可得

性和融资约束层面探讨了政府引导基金对受资企业融资能力产生的影响,而对资金来源和期限结构的探讨尚不充分。例如,Guerini 和 Quas 认为政府引导基金具备声誉和资源优势,能够产生鉴证效应,缓解被投企业的融资约束^[8]。Islam 等基于信号理论,证实政府引导基金的投资行为本身具有信号价值,有助于投资者准确评估市场风险及受资企业内在价值,缓解被投企业的融资约束^[9]。投资层面,现有研究整体上呈现出以识别现象和分析原因为主的文献进路。例如,Grilli 和 Murtinu 以欧洲新创科技企业为样本,发现政府引导基金能够提升受资企业的成长能力^[10]。蒋亚含等从风险资本视角、蔡庆丰等从财政工具视角分别发现,政府引导基金能够显著提高被投企业的全要素生产率和创新能力^{[13][14]}。杨兴全等探讨了上述成长性和效益提高的原因,认为政府引导基金是积极投资者,能够对受资企业的投资行为产生实质性影响,推动被投企业开展创新和固定资产投资^[6]。孟祥瑜等进一步将这种投资效益的提升总结为创投驱动效应,发现受资企业以提升竞争力为目标的创新类投资行为能够推动生产要素结构变化^[7]。

2.企业投融资期限错配影响因素的相关研究。早期文献认为短贷长投是在制度环境结构和银行业行为有待健全的大背景下企业需要被动接受的一种投融资选择^[4]。近期文献将视角转向微观企业战略经营层面,如叶志伟等企业短贷长投的深层次原因进行分析,认为企业在战略层面的激进,会经由信息不对称、代理问题和经营风险提升三个渠道影响银行等债权人的专业判断,进而使得债权人为了降低信用风险而提供期限较短的债务融资^[15]。学者们发现数字化转型、非控股大股东退出等方式是缓解企业投融资期限错配的有效措施^{[16][17]}。此外,商业银行的数字化也有助于缓解企业投融资期限错配^[18]。

通过梳理现有文献可以发现,现有研究主要从融资约束、代理问题及宏观制度环境等视角探讨企业投融资期限错配的成因及治理机制,而针对政府引导基金这一新型政策工具如何影响企业投融资期限错配的研究尚显不足。政府引导基金作为兼具财政属性与市场机制的重要政策工具,其通过资源注入与政策导向对企业的投资行为与融资结构均会产生深刻影响,是理解企业投融资期限错配问题不可忽视的因素。本文尝试从政府引导基金这一市场化政策工具出发,探讨其对企业投融资期限错配的影响与作用机制,为理解财政金融协同治理企业投融资期限错配问题提供新的经验证据。

(二)理论分析与假设提出

企业采用短期债务为长期投资融资这一决策受多重因素影响,主要包括企业对长短期债务期限溢价的成本考量或非理性的过度自信、银行对授信企业信息的搜集掌握程度和风险的感知以及外部经营环境和投资机会变化等。本文将结合政府引导基金的资源特性与设立导向、被投企业的投融资行为选择以及银行对企业风险的感知与信贷决策制定,从投资和融资两个方面阐释政府引导基金影响企业投融资期限错配的理论机制。

在投资方面,政府引导基金能够通过治理效应减少无效与过度投资。具体地,政府引导基金可以通过治理效应减少无谓浪费与私利掏空,以及通过战略指导提升投资决策科学性。由于所有权和经营权的分离,现代企业普遍存在一定程度的代理问题,缺乏监督的经理人通常会存在自利行为,通过超额在职消费和构建个人帝国等方式影响企业资源投入方向^[19]。以“短贷长投”为代表的投融资期限错配本质上是一种激进的投资策略^{[15][20]},通常伴随着较高的债务风险^[21],此时企业与债权人之间的收益与风险并非完全对等;当投资成功时,企业可以获得较高的回报,而债权人只能获得固定的利息回报;而一旦发生投资失败的情况,绝大多数损失将由债权人承担。因此,当存在较为严重的代理问题时,企业具有通过“短贷长投”将自身风险转嫁给债权人的倾向,其极有可能在缺乏严谨的项目论证和成熟的技术支撑等必要前提下选择高风险的长期资产配置策略,如高溢价并购等行为。此时,引入政府引导基金的监督作用显得格外关键。政府引导基金以国家战略与公共利益为导向,凭借国家监督权威以及信息获取解读能力,能够更有效地参与被投企业的内部治理,通过派驻董事、行使投票权等方式监督和引导被投企业,确保其投资行为符合国家在产业发展领域的政策导向,避免其将风险

转移至社会资本和财政领域,进而缓解被投企业的代理问题,降低被投资企业主动选择投融资期限错配的可能性^{[22][23]}。基于以上分析,政府引导基金通过治理渠道压缩企业内部人私利空间,同时利用战略引领引导受资企业投向顺应政策趋势与行业演进方向的领域。由此,受资企业将减少无效投资,提高资金利用效率,减少由过度投资所导致的短贷长投。政府引导基金对企业投资行为的优化效应具有一定的持续性。

在融资方面,政府引导基金的作用效果并未呈现一致规律,究竟会推动企业长期融资规模扩大还是加剧短贷风险,需结合具体情境进一步分析。

1. 积极影响。从资源持续性角度看,政府引导基金有望提高被投企业的长期融资规模,缓解其投融资期限错配。具体地,可以从影响银行债务契约条款、拓宽直接融资渠道两个层面进行分析。

第一,政府引导基金有助于促进企业长期债务融资比例上升。在银企信息不对称的情境下,企业的代理问题以及银行在企业信息搜集与掌握方面的困难,会加剧银行对授信企业资产替代行为与违约风险的担忧,强化银行对短期信贷的偏好^{[24][25]}。在信息不对称的条件下,银行对企业的信用信息搜集和处理存在挑战,不仅难以精准识别企业的违约风险,也无法有效评估其可能存在的资产替代行为。而企业的机会主义代理问题,会进一步激化银行对风险的担忧,促使银行提供短期信贷契约以防范违约风险。银行部门信息甄别评估能力的增强,以及企业治理机制改善对代理问题的约束,都可能缓解银行对风险的担忧,弱化其提供短期债务的倾向,提高对授信企业的长期债务比例^[26]。政府引导基金能够在信息不对称条件下,改善银企信息环境并约束企业行为,进而改变银行风险感知与暴露程度,使信贷契约条款中长期信贷占比提升。其一,政府引导基金能够发挥鉴证效应^[8]。政府引导基金以自身声誉向市场发送了被投资企业质地优良的信号,嵌入国家信用的声誉鉴证体现了国家公信力,对外发送的信号包含了国家声誉成本,如若错误认证会传递误导信号,国家信用背书失效的成本巨大^{[27][28]}。于银行而言,政府引导基金认证过程所释放的信号具有可信性,原因在于不诚信的认证会对政府声誉造成严重损害,从而提高了政府引导基金发送正确信号的动力^{[29][30]}。政府引导基金的鉴证与信息揭示缓解了银企之间的信息不对称。其二,政府引导基金通过治理机制降低被投企业的代理成本^[19]。经理人存在自利行为,大股东同样存在第二类代理问题,其对企业资金的占用会引发银行对代理风险的担忧并减少长期信贷支持^[31]。政府引导基金以国家战略与公共利益为导向,为了维护政府资金安全,政府引导基金有意愿通过治理避免由受资企业内部人掏空所引致的国家利益受损。与此同时,政府部门具有总量信息优势,政府引导基金在参与治理过程中,能够协同多职能部门的资源保障治理效力充分发挥,进而政府引导基金以派驻董事、行使投票权等方式对被投资企业进行监督治理,有效缓解被投企业的代理问题^[7]。因此,政府引导基金能够改善受资企业的信息质量、遏制其代理问题,这使得受资企业与银行间的信息不对称和代理冲突减少。银行因信息不充分和防范道德风险而产生的安全性偏好也随之缓解,更愿意延长贷款期限,以帮助企业获取更高收益。

第二,政府引导基金有助于促进企业权益融资比例上升。政府引导基金通过直接的资本金注入,能够增加被投企业的长期资金来源,改善其融资期限结构^[14]。政府引导基金对被投资企业权益融资的影响可以分为三个层面。其一,政府引导基金以股权投资的形式获取被投资企业一定比例股份,为被投资企业直接带来资本金和流动性^[32]。其二,政府引导基金在设立和投资时产生了双重杠杆,从而增加了权益资本来源^[22]。相较于公司制形式的政府投资公司,政府引导基金中的各级财政资金通常以参股方式参与。其通过政策让利和风险分担的形式选聘专业的基金管理机构,并吸引其他社会资本作为有限合伙人,多方共同组建政府引导基金。因此,政府引导基金在设立阶段就发挥了杠杆放大效应,有限的政府资金得以撬动规模更大的社会资本,共同参与基金的设立与运作^{[6][7]}。其三,政府引导基金选择投资标的的行为本身发挥了信息归集和信号传递作用,一定程度上减少了诸如社保基金、养老基金等社会资本对被投企业的担忧,为被投资企业吸引了更为广泛多元的权益资本^[13]。权益资本是直接融资的重要形式,投资周期较长,其承担的风险与长期资本

增值回报匹配程度更高。与信贷资金关注企业下行风险不同,权益资本更为关注企业成长性和长期竞争优势的构建,为长周期投资提供了直接融资供给^[14]。

综上所述,政府引导基金在融资端通过优化银行信贷期限结构、拓宽直接和间接权益融资渠道的方式,为被投资企业带来了长周期资金,从而有效缓解企业的投融资期限错配问题。

基于以上分析,本文提出假设 1:政府引导基金能够缓解被投资企业的投融资期限错配。

2.消极影响。从企业实际谋求发展的视角来看,政府引导基金因其资源特性和设立导向改变了被投资企业在融资过程中所面临的环境和条件,也可能会加剧被投资企业的投融资期限错配。Goyal 和 Wang 认为企业是否选择短贷长投,关键在于企业对短期贷款流动性风险的承担能力,具有管理流动性风险能力的企业会倾向于通过增加短期债务来获得融资成本降低等好处^[33]。上述观点得到了一系列后续文献的支持,当影响流动性风险的环境因素变化时,企业会主动调整短贷长投的水平。这些环境因素包括养老金缴纳数额预期变动、劳动力成本变动、税收征管强度改变以及通货膨胀预期调整等^{[25][34]}。根据上述研究证据可知,当企业可以预见到未来有持续的可用资金流入并降低流动性风险时,其有可能会通过增加短贷长投的方式降低融资成本。而政府引导基金具有较强的可持续收益特征,一方面为被投资企业带来了直接资金注入,另一方面则通过鉴证属性为被投资企业带来了良好的信号,可以有效吸引社会资本流入被投资企业^[7],这将显著增强被投资企业的融资可得性并降低其流动性风险管理压力,使得企业具备通过获取短期借款进行长期投资从而降低长短期利差所致的融资成本的能力。此外,通过增加短期借款,企业可以向外部利益相关者释放流动性风险管理能力强的信号^[24],从而进一步获得更多的合作资源。综合上述分析,在风险可控的前提下,企业有动机在最大程度上利用政府引导基金投资所带来的资源优势,以更低的成本去争取更多的社会资源,产生更加严重的投融资期限错配问题。

基于此,本文提出假设 2:政府引导基金加剧了被投资企业的投融资期限错配。

三、研究设计

(一)变量选取与设计

1.被解释变量。本文的被解释变量为投融资期限错配程度,即短贷长投水平(*SFLI*),参考钟凯等的评估方法来计算^[4]。具体地,短贷长投=购建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+本期权益增加额+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入)。其中,长期借款本期增加额=本期长期借款+一年内到期非流动负债-前期长期借款。

2.核心解释变量。本文解释变量为政府引导基金对企业投资情况的相关变量。首先,参考吴超鹏和严泽浩的研究,设定虚拟变量表示企业受资状态(*GGF*)。清科私募通数据库公布了政府引导基金的直接或间接投资情况,若上市公司在当年及以后年度受到政府引导基金直接或间接投资,则赋值为 1,否则为 0^[22]。其次,参考程聪慧和王斯亮的研究,设定第二种核心解释变量,用企业截至统计年度累计受政府引导基金投资的次数(*SGGF*)来表示。该变量可反映多次注资(如多个基金投资同一企业或单个基金多次注资)所带来的资本叠加效应^[35]。最后,参考吴斌等的研究,采用政府引导基金投资的股东持股比例(*PGGF*)作为第三种核心解释变量。该数据基于 CSMAR 数据库季度十大股东明细识别政府引导基金入股情况,经季度平均后生成年度观测值,用以衡量政策资本对被投资企业的控制力度^[36]。

3.控制变量。参考现有文献,本文从企业财务表现、股权结构和治理结构等方面选取可能对企业短贷长投行为产生影响的控制变量,具体包括企业总资产(*Size*)、企业年龄(*Age*)、资产负债率(*Lev*)、营业收入增长率(*Growth*)、总资产回报率(*ROA*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、董事长与总经理是否为同一人(*Dual*)以及审计意见类型(*Opinion*)等指标^[37]。

所有变量的详细定义如表 1 所示。

变量名称	变量符号	变量定义
政府引导基金变量	<i>GGF</i>	上市公司截至当年未接受过政府引导基金投资的标记为 0,已接受过政府引导基金投资的标记为 1。
	<i>SGGF</i>	上市公司截至当年累计受政府引导基金投资次数
	<i>PGGF</i>	上市公司当年前十大股东中政府引导基金所占股权比例
短贷长投变量	<i>SFLI</i>	购建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+本期权益增加额+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入),其中,长期借款本期增加额=本期长期借款+一年内到期非流动负债-前期长期借款
	<i>Size</i>	上市公司年末总资产的自然对数
	<i>Age</i>	上市公司年龄加 1 的自然对数
	<i>Lev</i>	上市公司年末总负债与总资产之比
	<i>Growth</i>	营业收入的年增长率=(当年营业收入-上一年营业收入)/上一年营业收入
控制变量	<i>ROA</i>	上市公司年末净利润与总资产之比
	<i>Top1</i>	上市公司第一大股东持股比例
	<i>Dual</i>	上市公司董事会主席(COB)是否兼任总经理 CEO,是为 1,否为 0
	<i>Opinion</i>	上市公司审计意见类型是否为“标准无保留意见”,是为 1,否为 0

(二)模型设定

本文依据假设设定如下回归模型:

$$SFLI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GGF/SGGF/PGGF_{i,t} + \sum \alpha_n Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在公式(1)中,*SFLI* 为被解释变量短贷长投程度,核心解释变量为企业接受的政府引导基金投资变量组(*GGF/SGGF/PGGF*),*Controls* 为上文所述的控制变量集合。为最大限度减弱不可观测因素可能对回归结果产生的干扰,本文进一步在时间和行业两个维度设置了固定效应,并对标准误进行修正。

(三)样本选择和数据来源

本文选取 2007—2022 年沪深两市 A 股上市公司为研究对象。政府引导基金数据来源于清科私募通数据库,具体处理步骤如下:首先,从“政府引导基金投资事件”子库中收集样本期内所有政府引导基金参与的投资事件,共计 20144 条;其次,通过“融资主体”和“上市交易所”选项与上市公司名称进行交叉匹配;最后,在年度层面进行汇总,得到 3186 个投资事件。其他财务数据来源于 CSMAR 数据库。同时,为确保研究结论的准确性,对原始数据进行预处理:(1)剔除金融类上市企业样本;(2)删除样本期内 ST 和 PT 的异常样本;(3)剔除核心变量存在缺失值的样本;(4)连续型变量实施首尾各 1%的 winsor 处理,消除极端值干扰。最终获得 36338 个上市企业一年度观测值,其中包含政府引导基金投资事件 2329 个。

(四)描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。被解释变量短贷长投 *SFLI* 的均值为-0.114,标准差为 0.230,最小值为-1.260,最大值为 0.267,不同公司间差异较大。核心解释变量政府引导基金 *GGF* 的均值为 0.043,标准差为 0.203,说明整个市场范围内有 4.3%的公司一年度样本获得了政府引导基金的支持。变量 *SGGF* 的均值为 0.064,标准差为 0.364;*PGGF* 的均值为 0.315,标准差为 2.091。控制变量的描述性统计结果与以往研究基本保持一致,不再赘述。

四、实证结果分析

(一)基准回归

模型(1)的回归结果如表 3 所示。第(1)~(3)列是单变量回归结果,政府引导基金 *GGF*、*SGGF* 和 *PGGF* 的回归系数分别为-0.055、-0.028 和-0.002,且均通过显著性检验。第(4)~(6)列是加入控制变量后的回归结果,三种解释变量的估计系数分别为-0.036、-0.017 和-0.001,均通过显著性检验。系数绝对值下降可归因于控制变量的吸收效应,表明纳入控制变量后估计结果更为稳健。进一

步结合描述性统计计算经济显著性：以第(5)列为例，政府引导基金 *SGGF* 每增加一个单位标准差，企业短贷长投水平平均下降 5.42% ($-0.017 \times 0.364 / -0.114$)。上述结果表明，政府引导基金显著抑制了被投企业的投融资期限错配。对该结果可能的解释在于，一是政府引导基金通过鉴证效应缓解了银企信息不对称，凭借政府信用向银行传递企业优质信号，增强银行对企业还款能力的信心；同时通过参与治理代理问题，降低银行对违约风险的担忧，从而增加长期信贷供给，优化企业债务期限结构。二是政府引导基金不仅直接注入权益资本，还通过财政杠杆吸引社会资本，发挥双重放大作用。政府引导基金通过上述机制有效缓解了企业投融资期限错配，为假设 1 提供了实证支持，假设 2 未得到验证。

表 2 描述性统计

	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>SFLI</i>	36338	-0.114	0.230	-1.260	0.267
<i>GGF</i>	36338	0.043	0.203	0.000	1.000
<i>SGGF</i>	36338	0.064	0.364	0.000	11.000
<i>PGGF</i>	36338	0.315	2.091	0.000	73.030
<i>Size</i>	36338	22.148	1.297	19.170	26.109
<i>Age</i>	36338	2.135	0.797	0.000	3.332
<i>Lev</i>	36338	0.434	0.204	0.054	0.894
<i>Growth</i>	36338	0.389	1.046	-0.725	7.191
<i>ROA</i>	36338	0.041	0.064	-0.235	0.233
<i>Top1</i>	36338	34.440	14.930	8.800	75.400
<i>Dual</i>	36338	0.268	0.443	0.000	1.000
<i>Opinion</i>	36338	0.970	0.172	0.000	1.000

表 3 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>GGF</i>	-0.055*** (-6.894)			-0.036*** (-5.321)		
<i>SGGF</i>		-0.028*** (-5.942)			-0.017*** (-4.313)	
<i>PGGF</i>			-0.002** (-2.553)			-0.001* (-1.691)
常数项	-0.112*** (-78.519)	-0.113*** (-79.156)	-0.114*** (-80.152)	0.352*** (13.148)	0.352*** (13.152)	0.359*** (13.373)
<i>Controls</i>	No	No	No	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	No	No	No	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	No	No	No	Yes	Yes	Yes
N	36338	36338	36338	36338	36338	36338
adj. R ²	0.002	0.002	0.000	0.223	0.223	0.222

注：***、**和*分别表示显著性水平为1%、5%和10%，下表同。

(二) 稳健性检验

1. 替换变量。为确保研究结论的可靠性，本文通过替换被解释变量进行稳健性检验。第一，参考李增福等的研究，采用企业资产负债率(*SDLA*)作为企业杠杆率的衡量指标，以反映企业债务与资产的匹配情况^[24]。第二，借鉴赵晓鸽的方法，采用企业资本成本偏离行业平均资本成本的程度作为企业金融错配的代理变量(*Fd*)，偏离度越大，说明企业面临的信贷错配越严重^[38]。具体的回归结果如表 4 所示，政府引导基金 *GGF*、*SGGF* 和 *PGGF* 的回归系数均显著为负，其结果与假设 1 一致，核心结论稳健。

2. 替换固定效应。为缓解反向因果等内生性问题的干扰，本文通过替换固定效应以排除潜在干

扰因素的影响,确保基准回归结果的可靠性。具体地,模型分别控制省份、企业个体固定效应来捕捉不随时间变化的特征差异。表 5 的回归结果显示,在控制上述固定效应后,政府引导基金对企业短贷长投行为仍具有显著的抑制作用,表明核心结论稳健。

表 4 替换变量的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SDLA</i>	<i>SDLA</i>	<i>SDLA</i>	<i>Fd</i>	<i>Fd</i>	<i>Fd</i>
<i>GGF</i>	-0.011** (-2.089)			-0.008* (-1.721)		
<i>SGGF</i>		-0.013*** (-4.476)			-0.016* (-1.692)	
<i>PGGF</i>			-0.002*** (-3.134)			-0.004* (-1.916)
常数项	0.354*** (12.123)	0.351*** (12.021)	0.355*** (12.183)	-0.520*** (-5.420)	-0.529*** (-5.512)	-0.525*** (-5.481)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	36338	36338	36338	36333	36333	36333
adj. R ²	0.298	0.299	0.298	0.112	0.112	0.112

表 5 替换固定效应的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>GGF</i>	-0.037*** (-5.500)			-0.046*** (-3.910)		
<i>SGGF</i>		-0.018*** (-4.412)			-0.027*** (-3.829)	
<i>PGGF</i>			-0.001* (-1.683)			-0.001* (-1.855)
常数项	0.339*** (14.408)	0.339*** (14.404)	0.345*** (14.597)	1.558*** (20.549)	1.561*** (20.621)	1.587*** (21.003)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Prov FE</i>	Yes	Yes	Yes	No	No	No
<i>Firm FE</i>	No	No	No	Yes	Yes	Yes
N	36327	36327	36327	36338	36338	36338
adj. R ²	0.222	0.222	0.221	0.267	0.267	0.267

3.采用倾向得分匹配(PSM)方法。为缓解可能存在的自选择偏差,本文采用倾向得分匹配法(PSM)进行检验。具体地,首先,根据企业是否获得政府引导基金投资,将样本划分为处理组和对照组;其次,选取主回归中的控制变量作为协变量计算倾向得分,并采用最近邻匹配法进行样本匹配,匹配后处理组和控制组差异较小;最后,使用匹配后的样本进行回归分析,结果如表 6 所示,政府引导基金显著抑制了企业的短贷长投行为,且核心解释变量系数均在统计上显著,该结果支持了假设 1,表明核心结论稳健。

4.Heckman 两阶段检验。为缓解样本自选择所造成的内生性问题,本文采用 Heckman 两阶段法进行检验。将企业依据短贷长投变量的中位数划分成短贷长投高和低的两组,高的组取值为 1,否则为 0。基于分组定义的短贷长投变量(*SFLI_dummy*)进行 Probit 回归,并计算逆米尔斯比率(*IMR*);随后,将 *IMR* 作为控制变量纳入主回归方程,其检验结果见表 7。结果显示,在控制选择偏差后,政府引导基金对上市公司短贷长投行为依然存在显著的负向影响,且 *IMR* 通过显著性检验。修正后的估计结果与基准回归结果一致,核心结论稳健。

表 6 基于 PSM 匹配样本的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>GGF</i>	-0.028*** (-3.847)		
<i>SGGF</i>		-0.012*** (-2.849)	
<i>PGGF</i>			-0.001* (-1.714)
常数项	0.418*** (9.080)	0.417*** (9.050)	0.426*** (9.209)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes
N	13688	13688	13688
adj. R ²	0.231	0.230	0.230

表 7 Heckman 两阶段检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SFLI_dummy</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>GGF</i>	-0.514*** (-4.880)	-0.142*** (-7.041)		
<i>SGGF</i>			-0.029*** (-4.269)	
<i>PGGF</i>				-0.002* (-1.781)
<i>IMR</i>		0.266*** (6.945)	0.079*** (3.964)	0.006** (2.003)
常数项		0.087*** (2.993)	0.144*** (5.311)	0.169*** (6.353)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	35797	19383	19383	19383
adj. R ²		0.711	0.710	0.710
pseudo R ²	0.149			

5. 工具变量检验。为缓解基准回归可能存在的内生性偏误,本文采用工具变量法再次进行检验。地方政府设立引导基金的首要目标是促进本地产业升级、科技创新和经济发展,基金的投资决策与省份的经济状况高度相关。本文所选工具变量为政府引导基金的投资密度(*IV*),其定义为省份政府引导基金投资总金额/省份当年的GDP。该工具变量满足相关性要求,省份的引导基金投资密度越大,其通过子基金渠道投向本地企业的资金总量也就越大,因此省级层面与企业的政府引导基金投资密切相关;同时该工具变量也符合外生性条件,因其属于宏观层面变量,与企业自身投融资行为无直接关联。两阶段回归结果如表 8 所示,在第一阶段回归中,工具变量与政府引导基金变量组之间存在显著相关性;在第二阶段回归中,在控制内生性后,政府引导基金对上市公司短贷长投行为仍呈现显著的负向影响,进一步支持了基准结论的稳健性。

表 8 工具变量检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>GGF</i>	<i>SFLI</i>	<i>SGGF</i>	<i>SFLI</i>	<i>PGGF</i>	<i>SFLI</i>
<i>IV</i>	0.098*** (3.044)		0.047*** (2.988)		0.129*** (5.112)	
<i>GGF</i>		-1.212** (2.312)				
<i>SGGF</i>				-0.853** (1.996)		
<i>PGGF</i>						-0.624 (1.318)
常数项	-0.656*** (-15.494)	0.128*** (5.237)	-0.975*** (-14.200)	0.076*** (4.775)	-1.009*** (-14.250)	0.043*** (4.001)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Kleibergen-Paap Wald rk F 统计量	12.030		10.210		14.424	
N	35620	35083	35620	35083	35620	35083
adj. R ²	0.694	0.346	0.599	0.307	0.697	0.128

(三) 机制检验

上述回归结果均表明,政府引导基金能够显著缓解企业投融资期限错配,以下进一步对其作用机制进行检验,结果如表 9 所示。第一,参考何青等的研究,以“长期负债合计/资产总计”衡量长期信贷比例(*Ld*)^[37]。第(1)~(3)列的回归结果显示,政府引导基金的回归系数均显著为正,说明其通过提

供稳定现金流,增加了长期信贷的比例,进而缓解了企业短贷长投行为。第二,从股权融资渠道进行机制检验,使用“吸收投资收到的现金/资产总计”度量股权融资额(*Equity*)。第(4)~(6)列的回归结果显示,政府引导基金三个代理变量 *GGF*、*SGGF* 和 *PGGF* 的系数均显著为正,表明政府引导基金提升了企业股权融资水平。这表明政府引导基金通过增强企业股权融资能力,改善了企业长期资金供给,减少了被动期限错配,从而抑制了短贷长投。

表 9 机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ld</i>	<i>Ld</i>	<i>Ld</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>
<i>GGF</i>	0.004 ** (2.084)			0.022 *** (6.094)		
<i>SGGF</i>		0.002 * (1.652)			0.011 *** (4.567)	
<i>PGGF</i>			0.001 *** (4.505)			0.001 ** (2.556)
常数项	-0.401 *** (-37.680)	-0.401 *** (-37.680)	-0.401 *** (-37.836)	-0.080 *** (-7.694)	-0.080 *** (-7.669)	-0.082 *** (-7.917)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	31925	31925	31925	27594	27594	27594
adj. R ²	0.445	0.445	0.445	0.100	0.099	0.098

(四)异质性检验

1.市场化程度。市场化程度是影响企业投融资行为的重要外部环境因素,从理论上讲,政府引导基金在不同市场化水平地区对长期资金供给与企业投资行为的影响可能存在差异,具体表现为替代效应或互补效应,其净效应在理论上并不明确。一方面,在市场化程度较低的地区,法治环境与金融中介发育尚不完善,行业经营性信息释放程度不够,资金供给者在做出投资决策时缺少信息支撑,不能在获取足够且有效信息的基础上判断资金需求者的经营状况、治理水平、财务状况及管理层特征等,这使得其出于风险控制动机更倾向于提供短期资金,导致企业长期资金来源受限、期限错配等问题更为严重。此时政府引导基金以股权形式介入,可改善企业的长期资金可得性,发挥替代效应。另一方面,在市场化程度较高的地区,信用与法治体系健全,信息透明度高,资金供给者更为信任并使用企业提供的信息。而企业为维护自身声誉、规避失信引致的机会损失,具有更强的动机提供精准可靠的决策信息。随着信息搜寻和验证成本的降低,政府引导基金能够更有效地引导长期资金匹配企业的投资需求,从而缓解企业投融资期限错配问题,形成互补效应。基于此,政府引导基金对企业投融资期限错配的改善作用会受到市场化程度的影响。

为检验市场化程度的影响,本文采用地级市层面的市场化指数作为地区市场化水平的代理变量^[39]。按其中位数将样本分为高市场化组与低市场化组,进行分组检验,其回归结果如表 10 所示。结果表明, *GGF*、*SGGF* 和 *PGGF* 在高市场化组中对企业短贷长投行为的抑制作用显著更强。这表明在市场化程度较高的环境中,政府引导基金能够更有效地发挥资源整合与信号传递作用,从而更显著地缓解企业投融资期限错配。

2.产权性质。不同产权性质的企业具有不同资源禀赋和经营目标。从理论上讲,相比非国有企业,政府引导基金对国有企业的影响可能更为显著。一方面,国有企业与政府引导基金均具有“政府背景”,双方在目标协调、信息沟通与信任建立上更具优势,政府引导基金的资金注入与认证效能更顺畅地转化为企业融资条件的改善。另一方面,国有企业原有的公司治理与投资决策机制可能因政府引导基金带来的市场化监督与专业管理经验而得到优化,从而更有效地约束短贷长投的投机倾向。对于非国有企业,政府引导基金虽也能缓解其融资困境,但后者本就处于高度市场竞争环境中,其投融资行为已相对更遵循市场信号,因而政府引导基金的边际治理作用可能相对较小。

表 10

市场化程度异质性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	程度高	程度低	程度高	程度低	程度高	程度低
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>GGF</i>	-0.048*** (-4.951)	-0.030*** (-3.803)				
<i>SGGF</i>			-0.027*** (-3.671)	-0.019*** (-3.397)		
<i>PGGF</i>					-0.001* (-1.795)	-0.000 (-0.627)
常数项	0.312*** (7.501)	0.387*** (11.914)	0.312*** (7.503)	0.385*** (11.890)	0.310*** (7.498)	0.377*** (11.604)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
组间系数差异		0.040		0.052		0.081
N	18362	17976	18362	17976	18362	17976
adj. <i>R</i> ²	0.250	0.204	0.250	0.204	0.252	0.206

注:组间系数差异 p 值采用费舍尔组合检验抽样 500 次计算得到,下表同。

以下根据产权性质将样本划分为国有企业与非国有企业两组,进行分组检验,其回归结果如表 11 所示。结果表明,政府引导基金(*GGF*、*SGGF*)在国有企业组中对企业短贷长投行为的抑制作用均显著更强。该结果表明,政府引导基金的市场化治理与国企现有体系结合形成监督合力,从而可以更为显著地缓解投融资期限错配问题。

表 11

产权性质异质性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>GGF</i>	-0.052*** (-4.026)	-0.031*** (-4.008)				
<i>SGGF</i>			-0.035*** (-4.200)	-0.012*** (-2.744)		
<i>PGGF</i>					-0.000 (-0.189)	-0.003** (-2.383)
常数项	0.285*** (9.424)	0.498*** (12.924)	0.285*** (9.419)	0.501*** (12.960)	0.291*** (9.601)	0.507*** (13.150)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
组间系数差异		0.076		0.001		0.060
N	13784	21924	13784	21924	13784	21924
adj. <i>R</i> ²	0.212	0.237	0.212	0.236	0.210	0.236

3. 内部控制。内部控制质量是影响企业信息环境与代理效率的重要内部治理因素,健全高效的内部控制体系有助于提升会计信息质量、提高经营效率、畅通企业内外部沟通交流,从而缓解企业与外部资金提供者之间的信息不对称。在内部控制良好的企业中,不同部门之间的信息流动和协同运转更为有效,提供给外部利益相关者的信息更为真实可靠,这降低了资金方的信息甄别成本与风险,使其更愿意提供长期资金支持。与此同时,良好的内部控制也有助于抑制管理层的代理问题,确保资金被有效用于具备长期价值的投资项目,增强政府引导基金政策意图的落实效果。基于上述分析,本文提出推断:政府引导基金对企业投融资期限错配的缓解作用,在内部控制质量较高的企业中更为显著。

为验证该推断,本文采用迪博内部控制指数作为企业内部治理水平的代理变量,按其中位数将样

本分为高内部控制组和低内部控制组,进行分组检验,其回归结果如表 12 所示。结果表明,政府引导基金在高内部控制组中对短贷长投的抑制作用显著更强,这意味着政府引导基金缓解企业投融资期限错配的效果在更大程度上依赖于良好的内部控制环境,高效的内控机制增强了企业资源使用与政府导向的一致性,从而提升了政府引导基金的政策效能。

表 12 内部控制异质性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	控制高	控制低	控制高	控制低	控制高	控制低
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>GGF</i>	-0.049*** (-4.804)	-0.022*** (-3.108)				
<i>SGGF</i>			-0.027*** (-4.563)	-0.009** (-1.974)		
<i>PGGF</i>					-0.002** (-2.232)	0.000 (0.164)
常数项	0.312*** (7.474)	0.446*** (13.759)	0.312*** (7.466)	0.447*** (13.800)	0.321*** (6.892)	0.451*** (13.904)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
组间系数差异		0.020		0.014		0.078
N	18526	17812	18526	17812	18526	17812
adj. R ²	0.188	0.243	0.188	0.243	0.186	0.243

(五)进一步研究:基于政府引导基金的风险控制视角

本文已验证,政府引导基金可通过资源与治理效应显著缓解企业投融资期限错配,并降低债务风险。在此基础上,本文进一步考察其是否能有效控制企业整体风险。为检验政府引导基金是否显著削弱短贷长投所带来的风险,本文采用调节效应模型,分别从财务风险(*O-Score*)和经营风险(*Risk*)两个维度展开分析。具体地,本文引入交乘项检验政府引导基金是否调节“短贷长投—企业风险”之间的关系,从而识别其风险治理功能。

企业财务风险(*O-Score*)采用 Ohlson(1980)提出的 *O-Score* 破产风险指数进行衡量,其数值越大代表财务困境风险越大^[40]。表 13 第(1)~(3)列回归结果显示,政府引导基金(*GGF*、*SGGF* 和 *PGGF*)与短贷长投(*SFLI*)的交乘项系数显著为负,表明政府引导基金引入显著弱化了短贷长投对财务风险的正向影响。可能的解释是,政府引导基金的注入改变了企业融资结构,鼓励企业进行更为合理的资金管理和长期稳健的投资,进而有效降低了企业资金流动性风险。此外,政府引导基金还可以通过加强内部治理,促进企业优化资本结构、提高资金使用效率,从而提升财务稳健性,降低因资本运作不当所带来的财务风险。

本文参考李增福等的研究,经营风险(*Risk*)以企业 3 年内盈利(息税前利润/总资产)的波动性衡量^[24]。表 13 第(4)~(6)列的回归结果显示,政府引导基金(*GGF*、*SGGF* 和 *PGGF*)与短贷长投(*SFLI*)的交乘项系数同样显著为负,说明政府引导基金有效抑制了短贷长投引发的经营风险。其可能的原因在于,政府引导基金的导向性和治理作用可以有效避免企业在进行长期投资时缺乏必要论证以及急功近利的倾向,将现有的资源集中至发展前景好、投资回报相对稳健的项目中去,进而降低了经营成果的波动性。上述结果表明,政府引导基金在微观层面具有良好的风险控制效果,不仅缓解了企业投融资期限错配,还有效抑制了其风险扩散,增强了整体经济系统的稳定性。

五、结论和启示

企业投融资期限错配不仅会加剧微观层面的违约风险,还可能沿着供应链和银行体系扩散,对金融稳定与经济安全构成潜在威胁,因而探寻有效的防范与化解途径具有重要意义。政府引导基金在

表 13

基于风险控制视角的检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>O-Score</i>	<i>O-Score</i>	<i>O-Score</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
<i>SFLI</i>	0.001 (0.383)	0.001 (0.180)	-0.001 (-0.517)	-0.031 *** (-21.097)	-0.031 *** (-21.683)	-0.031 *** (-22.004)
<i>GGF</i>	-0.003 *** (-5.318)			-0.004 *** (-2.930)		
<i>GGF</i> × <i>SFLI</i>	-0.014 *** (-6.889)			-0.013 ** (-2.105)		
<i>SGGF</i>		-0.001 *** (-4.615)			-0.002 *** (-3.386)	
<i>SFLI</i> × <i>SGGF</i>		-0.007 *** (-5.499)			-0.005 ** (-2.068)	
<i>PGGF</i>			0.000 (0.267)			-0.000 (-0.950)
<i>SFLI</i> × <i>PGGF</i>			0.000 (0.002)			-0.001 ** (-2.077)
常数项	0.048 *** (7.491)	0.048 *** (7.508)	0.048 *** (7.021)	0.220 *** (34.629)	0.220 *** (34.587)	0.220 *** (34.705)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	32605	32605	32605	36231	36231	36231
adj. R ²	0.066	0.066	0.066	0.200	0.199	0.199

为企业提供直接融资支持的同时,也影响着银企之间的信贷期限结构。基于此,本文考察了政府引导基金是否以及如何缓解企业投融资期限错配问题。研究发现:第一,政府引导基金显著缓解了被投企业的投融资期限错配,该结论在一系列稳健性检验后均成立;第二,其作用机制主要体现在提升企业长期债务比例与提高权益融资占比两个方面;第三,政府引导基金对企业投融资期限错配的缓解效应在市场化程度较高、国有企业与内部控制质量较高的企业中更为显著;第四,进一步研究发现,在政府引导基金缓解企业投融资期限错配的情境下,被投企业的经营风险和财务风险显著下降。本文的研究成果揭示了政府引导基金在防范化解重大金融风险、增强金融体系稳定性方面所起的积极作用,为我国健全经济治理体系提供了理论参考与政策启示。

基于本文的研究结论,提出三个方面的政策启示。

第一,应重视政府引导基金作为耐心资本的重要形态,在提供直接融资、优化间接融资方面发挥的积极作用。本文发现,政府引导基金能够有效缓解企业投融资期限错配,从源头上抑制违约与偿付风险的形成。其效应实现既依托于直接的资金注入,也得益于对银企信息环境和企业不规范行为的双重改善。这表明政府引导基金在融资支持与公司治理方面均具有积极作用。在当前创新驱动发展的背景下,企业依赖资本支出与研发投入构建核心竞争力,往往面临投资周期长、技术专用性强及代理问题突出等挑战,更容易出现投融资期限错配。政府引导基金能够针对性地提供与创新活动周期相匹配的长期资金,并通过改善治理抑制代理行为,从而在支持企业开展长期投资的同时,防范潜在的期限错配风险。

第二,实施差异化引导策略,强化政府引导基金对企业投融资行为的治理效能。政府引导基金对国有企业、内部控制质量较高的企业投融资期限错配的缓解作用更为显著。因此,政策实施应依据企业产权属性与内部治理水平进行精准引导。针对国有企业,建议在坚持市场化运作的前提下,可适当提高政府引导基金的出资比例或合作深度,发挥其体制内的信任传导与治理协同优势,重点推动国有企业优化投资决策流程、强化财务纪律,从而更有效地抑制短贷长投倾向。针对非国有企业,则应侧重于增强政府引导基金的认证与增信功能,通过合作提升企业信息披露质量与内部控制有效性,帮助

其拓宽长期融资渠道、稳定融资预期。同时,政府引导基金自身应始终坚持市场化、专业化运作,将投资后的治理与监督作为关键环节,引导各类企业完善治理结构、系统性提升资本配置效率。

第三,强化政府引导基金风险防范职能,构建协同治理机制。政府引导基金在缓解企业投融资期限错配的同时显著降低了经营风险和财务风险。政府引导基金可与金融监管部门加强信息共享与政策联动。对于获得政府引导基金投资并显著改善风险状况的企业,可建议商业银行在授信时给予更优惠的条件,形成股权投资稳根基、债权融资助发展的政策合力。

参考文献:

- [1] Choudhary, M. A., Limodio, N. Liquidity Risk and Long-term Finance: Evidence from a Natural Experiment [J]. *The Review of Economic Studies*, 2022, 89(3): 1278—1313.
- [2] Fan, J. P. H., Titman, S., Twite, G. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2012, 47(1): 23—56.
- [3] 刘海明, 李明明. 货币政策对微观企业的经济效应再检验——基于贷款期限结构视角的研究 [J]. *经济研究*, 2020(2): 117—132.
- [4] 钟凯, 程小可, 张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜 [J]. *管理世界*, 2016(3): 87—98.
- [5] Brander, J. A., Du, Q., Hellmann, T. The Effects of Government-sponsored Venture Capital: International Evidence [J]. *Review of Finance*, 2015, 19(2): 571—618.
- [6] 杨兴全, 刘颖, 李枫. 政府引导基金与公司现金股利: 融资造血抑或创投驱动 [J]. *经济管理*, 2023(12): 120—137.
- [7] 孟祥瑜, 谢获宝, 黄大禹. 政府引导基金与企业劳动收入份额 [J]. *财经研究*, 2024(9): 154—168.
- [8] Guerini, M., Quas, A. Governmental Venture Capital in Europe: Screening and Certification [J]. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(2): 175—195.
- [9] 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.
- [10] Grilli, L., Murtinu, S. Government, Venture Capital and the Growth of European High-tech Entrepreneurial Firms [J]. *Research Policy*, 2014, 43(9): 1523—1543.
- [11] 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.
- [12] Block, J., Fisch, C., Vismara, S., et al. Private Equity Investment Criteria: An Experimental Conjoint Analysis of Venture Capital, Business Angels, and Family Offices [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58: 329—352.
- [13] 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(3): 44—62.
- [14] 蔡庆丰, 刘昊, 舒少文. 政府产业引导基金与域内企业创新: 引导效应还是挤出效应? [J]. *金融研究*, 2024(3): 75—93.
- [15] 叶志伟, 张新民, 胡聪慧. 企业为何短贷长投——基于企业战略视角的解释 [J]. *南开管理评论*, 2023(1): 29—44.
- [16] 申志轩, 祝树金, 汤超, 等. 数字化转型如何影响企业投融资期限错配问题? ——基于资产端和负债端的双重视角 [J]. *财经研究*, 2024(5): 139—153.
- [17] 苏琪琪, 蔡好东, 彭睿, 等. 非控股大股东退出威胁与企业短贷长投 [J]. *会计研究*, 2024(2): 138—153.
- [18] 张海洋, 赵磊. 商业银行数字化能否改善企业投融资期限错配? [J]. *中南财经政法大学学报*, 2024(5): 70—83.
- [19] 陈德球, 孙颖, 王丹. 关系网络嵌入、联合创业投资与企业创新效率 [J]. *经济研究*, 2021(11): 67—83.
- [20] 张少辉, 陈建. 社会失信与企业“短贷长投”: 兼论失信信息公开制度的治理效应 [J]. *经济理论与经济管理*, 2024(9): 69—86.
- [21] 刘晓光, 刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现 [J]. *经济研究*, 2019(7): 127—141.
- [22] 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(6): 137—154.
- [23] Standaert, T., Manigart, S. Government as Fund-of-fund and VC Fund Sponsors: Effect on Employment in Portfolio Companies [J]. *Small Business Economics*, 2018, 50(2): 357—373.
- [24] 李增福, 陈俊杰, 连玉君, 等. 经济政策不确定性与企业短债长用 [J]. *管理世界*, 2022(1): 77—89.
- [25] 叶永卫, 李佳轩, 陶云清. 经济政策不确定性与企业债务期限结构 [J]. *经济学报*, 2022(3): 32—59.
- [26] 李逸飞, 李茂林, 李静. 银行金融科技、信贷配置与企业短债长用 [J]. *中国工业经济*, 2022(10): 137—154.

- [27] 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.
- [28] Croce, A., Marti, J., Reverte, C. The Role of Private Versus Governmental Venture Capital in Fostering Job Creation During the Crisis[J]. *Small Business Economics*, 2019, 53(4): 879—900.
- [29] Ma, S. The Life Cycle of Corporate Venture Capital[J]. *The Review of Financial Studies*, 2020, 33(1): 358—394.
- [30] 胡刘芬, 周泽将. 风险投资机构持股能够缓解企业后续融资约束吗? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. *经济管理*, 2018(7): 91—109.
- [31] 宫义飞, 张可欣, 徐荣华, 等. 政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J]. *会计研究*, 2021(4): 89—102.
- [32] 李晓伟, 李传明, 管彩峰, 等. 政府引导基金政策的创新驱动效应——基于双重差分模型的实证检验[J]. *管理评论*, 2024(2): 54—65.
- [33] Goyal, V.K., Wang, W. Debt Maturity and Asymmetric Information: Evidence from Default Risk Changes [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, 48(3): 789—817.
- [34] 李四海, 江新峰. 通货膨胀预期与企业投融资期限错配[J]. *经济管理*, 2021(3): 129—144.
- [35] 程聪慧, 王斯亮. 创业投资政府引导基金能引导创业企业创新吗? [J]. *科学学研究*, 2018(8): 1466—1473.
- [36] 吴斌, 沃鹏飞, 楼雯倩. 风险投资参与是否影响企业“脱实向虚”? ——基于中国资本市场的经验证据[J]. *管理评论*, 2023(6): 15—32.
- [37] 何青, 琚望静, 庄朋涛. 如何缓解企业投融资期限错配? 基于数字化转型视角[J]. *数量经济技术经济研究*, 2024(5): 113—133.
- [38] 赵晓鸽, 钟世虎, 郭晓欣. 数字普惠金融发展、金融错配缓解与企业创新[J]. *科研管理*, 2021(4): 158—169.
- [39] 赵建梅, 祝雨翔. 市场化进程与地区经济不均衡——基于夜间灯光数据的分析[J]. *中央财经大学学报*, 2023(4): 105—117.
- [40] Ohlson, J. A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy[J]. *Journal of Accounting Research*, 1980, 18(1): 109—131.

Does Government Guidance Fund Alleviate the Maturity Mismatch of Investment and Financing in Enterprises?

YANG Zhihao¹ ZHI Xiaoqiang² WANG Chu³

(1. School of Business, China University of Political Science and Law, Peking 100088, China;

2. School of Business, Renmin University of China, Peking 100872, China;

3. School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Peking 100026, China)

Abstract: The maturity mismatch of corporate investment and financing implies financial and operational risks, which has become an important cause of macro financial risks. Based on the government guidance fund (GGF), A market-oriented financial fund application tool, this paper studies whether and how GGF can alleviate the investment and financing maturity mismatch of the invested enterprises by taking the A-share listed companies from 2007 to 2022 as samples. The results show that: GGF can significantly alleviate the maturity mismatch of investment and financing of invested enterprises, this conclusion remains valid after a series of robustness tests. The mechanism test shows that by increasing the proportion of long-term debt and equity financing, GGF can significantly alleviate the maturity mismatch of investment and financing of invested enterprises. Heterogeneity analysis shows that the effect is more obvious in enterprises with high marketization degree, state-owned enterprises and high degree of internal control. Further tests show that the operating risk and financial risk of the invested enterprises are significantly reduced when the government-guided fund alleviates the maturity mismatch of investment and financing.

Key words: Government Guidance Fund; Maturity Mismatch of Investment and Financing; Long-term Debt Ratio; Equity Financing

(责任编辑: 易会文)