

政府投资基金对企业就业规模的影响研究

徐 晟 李耀雄

(中南财经政法大学 金融学院, 湖北 武汉 430073)

摘要:政府投资基金是国家统筹经济发展和社会治理的重要政策工具,在服务国家战略、推动产业升级、促进创新创业等方面发挥了积极作用。基于2010—2021年上市公司与政府投资基金数据,本文检验了政府投资基金对企业就业规模的影响效果和作用机制。研究发现,政府投资基金显著扩大了企业的就业规模,缓解企业融资约束、鼓励企业加大研发投入、提高商业信用获取是主要作用机制。异质性分析发现,在市场地位较高、科创属性较为突出以及非劳动密集型企业中,政府投资基金对企业就业规模的提升效应更强。进一步分析发现,政府投资基金能显著扩大非劳动密集型企业内高技能和中技能劳动力的雇佣规模,同时扩大劳动密集型企业内低技能劳动力的雇佣规模。本研究为政府投资基金引导和促进高质量充分就业提供了事实依据和政策启示。

关键词:政府投资基金;企业就业规模;人力资本结构;高质量充分就业

中图分类号:F832.5;F241.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2026)02-0085-12

一、引言

就业是民生之本,关系人民群众切身利益、经济社会发展全局与国家长治久安。党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》提出,健全高质量充分就业促进机制,完善就业公共服务体系,着力解决结构性就业矛盾。党的二十届四中全会在谋划“十五五”时期经济社会发展时,进一步将就业优先战略置于突出位置,要求把就业优先理念融入宏观调控与治理体系,推动财政、投资、产业等政策与就业政策协同联动。促进高质量充分就业,不仅是保障和改善民生的核心议题,更是推进中国式现代化的内在要求。然而,当前稳就业、扩就业仍面临深层挑战。从宏观层面看,经济转型升级与周期性因素交织,对劳动力市场的吸纳能力形成压力;从微观机制看,市场主导的投资往往具有短期逐利倾向,资本快进快出带来的不确定性,使得部分具备长期就业潜力的领域难以获得持续的资源支持。如何缓解短期资本波动对就业市场的冲击,通过制度性安排引导资本流向符合战略导向并能创造稳定岗位的领域,成为当前必须破解的关键难题。

收稿日期:2025-06-30

基金项目:财政部部省共建联合研究课题“政府投资基金绩效评价研究”(2022006)

作者简介:徐 晟(1976—),男,湖北武穴人,中南财经政法大学金融学院教授,博士生导师;

李耀雄(1993—),男,湖北随州人,中南财经政法大学金融学院博士生,本文通讯作者。

在这一背景下，政府投资基金作为财政资金与市场化运作相结合的制度创新，扮演着独特的角色。相较于一般社会资本追求短期经济回报的特性，政府投资基金更注重企业发展的社会属性，强调在投资决策中纳入就业带动、产业链协同和区域平衡等综合效益的考量。同时，政府投资基金往往采用“政府引导、市场运作”的模式，通过参股子基金、直接投资和投贷联动等方式，为处于初创期或成长期的企业提供穿越经济周期的长期资本支持，避免因资本快进快出导致的“项目烂尾”“岗位流失”等问题。这种兼具耐心资本定力与公共服务导向的特殊机制，使其成为弥补市场失灵、培育高质量就业载体的关键抓手。2015年财政部发布《政府投资基金暂行管理办法》(财预〔2015〕210号)，进一步规范了政府投资基金的运作和管理，政府投资基金迎来爆发式增长。根据清科数据库的统计数据，截至2024年底，我国累计设立政府投资基金2178只，目标规模约12.84万亿元人民币，已认缴规模约7.70万亿元人民币(见图1)。

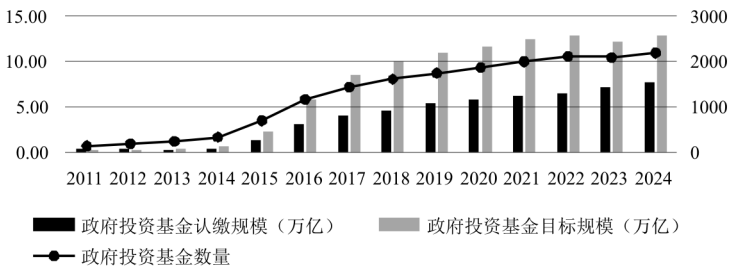


图1 2011—2024年中国政府投资基金发展情况

注：图中政府投资基金认缴/目标规模以左侧纵坐标轴刻度为参考，政府投资基金数量以右侧纵坐标轴刻度为参考。
资料来源：清科数据库。

随着政府投资基金规模持续扩大、运作日益规范，其作为财政金融协同发力的重要工具，是否在稳就业方面发挥了实质性效应，成为当前亟待探究的重要议题。基于此，本文利用手工整理的政府投资基金投资事件数据，匹配2010—2021年上市公司数据，聚焦政府投资基金发挥的政策效应和社会效益，考察政府投资基金对企业就业规模的影响效果。研究发现，政府投资基金能通过缓解融资约束、促进研发投入、提高商业信用，扩大企业就业规模，这种就业促进效应在市场地位较高、科创属性较强以及非劳动密集型企业中更显著。同时，政府投资基金能显著促进非劳动密集型企业内高技能和中技能劳动力的雇佣规模，同时促进劳动密集型企业内低技能劳动力的雇佣规模。

本文的边际贡献主要体现在三个方面。第一，拓展了关于政府投资基金及其经济效应的研究。现有研究视角主要集中在政府投资基金引导社会资本、支持企业发展等方面的作用^{[1][2]}，较少关注和评价政府投资基金作为政策工具的促就业效应。本文将关注点转向其作为政策工具所承载的社会效益，从企业就业规模视角系统评估政府投资基金的经济效应，填补了该领域在劳动要素配置方面的研究空缺，为评估政府投资基金服务就业优先战略的作用提供了直接参考。第二，本文从融资约束、研发投入和产业链支持的视角，多维度分析了政府投资基金促进就业的机制，揭示了政府投资基金对企业生产经营的影响不仅体现在融资层面，还推动了企业扩大研发投入、革新发展模式，也带动了产业链资源，为深入理解政府投资基金的特性提供了经验证据。第三，从人力资本结构的视角，识别了政府投资基金的就业促进效果在不同类型企业中的差异性。不同于以往聚焦就业总量的分析，本文发现政府投资基金在非劳动密集型企业中显著促进了对高技能与中技能劳动力的雇佣，体现了其推动技术创新的“技能偏向”；而在劳动密集型企业中则显著增加了低技能劳动力的就业，彰显了其扩大生产规模的“普惠属性”。这一发现揭示了政府投资基金通过“技术创新”与“规模扩张”双重路径促进就业的微观机制，为政府引导基金兼顾产业升级与就业保障提供了经验证据。

二、文献回顾与理论分析

(一)文献回顾

关于企业就业规模的影响因素,现有文献主要从两个方面展开研究。一是从政策和制度的外部视角探讨企业就业规模的影响因素。有研究发现,宏观政策调控是影响企业劳动力需求的关键外部因素。例如,税收政策能激励企业扩大就业规模^[3];《中华人民共和国中小企业促进法》通过加强政府信用体系建设,对企业稳岗扩岗产生了积极作用^[4]。此外,无论是倾斜性的重点产业政策,还是地方治理层面的“强镇扩权”试点,乃至知识产权领域的专利质押融资试点,都能显著提升受支持企业的就业规模^[5]。二是从生产经营革新的内在视角探讨企业就业规模的影响因素。企业凭借自身的 ESG 优势,能够有效扩大企业生产规模、缓解融资约束以及增强对劳动力的吸引力,形成促进就业的良性循环^[6]。在技术进步方面,尽管技术进步常常引发“机器替代人”的担忧,但现有研究也揭示了其就业创造效应:金融科技、信息技术和人工智能等技术的发展,在刺激企业扩大生产规模的同时,也催生了对劳动力的新需求,总体上呈现出就业促进的态势^[7]。

作为一项重要的政策工具,政府投资基金的经济效应近年来引发了学界的广泛关注与讨论,但目前仍存在较大争议。一部分研究肯定了其积极作用,认为政府投资基金能够引导社会资本投向特定产业领域,有效促进被投企业的科技创新^{[1][2]}、提升会计稳健性^[8]、提高劳动收入份额和劳动生产率^[9],并对全要素生产率产生正向影响^[10]。然而,另一部分研究提出了更为审慎的看法,他们通过对比研究发现,相较于私人风险资本,具有政府背景的资本在推动企业的就业增长^[11]、提升销售额与生产效率^{[12][13]}、改善财务表现^[14]以及助力 IPO 和并购等方面^[15]的效果往往较弱。

综上所述,现有研究成果探讨了政府投资基金对经济发展和企业行为的影响,为本文研究奠定了坚实的基础。然而,既有研究的焦点多集中于经济效率方面,对政府投资基金在支持社会公益和民生领域的作用探讨相对较少。尤其是在就业促进这一兼具经济与社会双重属性的关键议题上,政府投资基金的具体效果、作用机制及其异质性尚待深入挖掘。此外,在推动实现共同富裕与社会稳定的宏观背景下,政府投资基金如何通过支持特定行业或群体,发挥其促进社会和谐和潜在的潜在功能,亦是相关研究值得关注的重要方向。

(二)理论分析与研究假说

企业生产经营常面临劳动报酬支付与销售收入回笼之间的“期限错配”:劳动力创造的现金流往往滞后于工资支付节点,若企业外部融资能力不足,则可能被迫缩减用工规模^{[4][16]}。换言之,融资约束是制约企业扩大用工规模的核心障碍之一。与此同时,企业的长期雇佣能力还受制于技术创新投入、生产规模扩张以及产业链协同效应等因素,这些均需外部资本与战略资源的持续注入。

政府投资基金作为一种兼具政策属性与市场功能的复合型资本,其对企业就业规模的影响与一般私募股权基金存在明显区别。政府投资基金承载着引导产业发展、弥补市场失灵以及实现就业增长等多重政策目标,有助于弥补私人风险资本不愿意进入的长周期、高投入、高风险领域的投资缺口^[17],这能够为企业扩大就业规模提供有利条件。政府投资基金影响企业就业规模的逻辑可从三个理论维度加以阐释:一是基于信号理论,政府投资基金的“政府背景”能够作为权威认证信号,有效缓解企业与外部市场间的信息不对称,拓宽其融资渠道;二是基于资源基础视角,政府投资基金不仅注入资本,而且导入管理经验与技术资源,能够有效促进企业增加研发投入,提升生产效率与产品竞争力,从而衍生出对高技能劳动力的新增需求;三是基于政策工具理论,政府投资基金可通过杠杆效应引导社会资本进入重点领域,提高企业的商业信用,支持企业扩大生产规模,进而创造更多多元化的就业岗位。基于此,本文提出假说 1:政府投资基金能扩大企业就业规模。

由于信息不对称,企业在寻求外部融资的过程中,可能面临融资约束问题,制约企业获得外部资金,导致企业难以获得足够的流动资金用于承担劳动力成本,从而做出减少劳动雇佣的决

策^[18]。从企业生命周期的视角来看,对于在获得政府投资基金时尚处于非上市阶段的企业来说,基金进入时点恰好是其亟需信用认证的关键成长期,基金进入为企业后续上市及雇佣扩张提供了重要的融资支持。即使部分企业在上市后才获得政府投资基金投资,也不能否认基金对企业融资的支持作用。有研究表明,中国资本市场并非完全有效,信息不对称和信贷歧视没有完全消除^[19],民营、中小规模的上市公司,以及处于战略性新兴产业、研发密集但盈利不确定性大的公司,仍面临显著的融资约束。因此,政府投资基金不仅有助于解决企业资金“从无到有”的生存性问题,也能够帮助企业突破发展瓶颈,实现“从有到优”的跃升,从而为企业高质量就业提供资金保障。政府投资基金通过发挥引导和增信效应,为被投企业打上“政府支持、政府参与”的标签,向市场传递积极信号,降低投资机构的甄别成本,吸引和撬动社会资金投入目标企业^[20],为被投企业提供充足的发展资金^[21]。这有助于缓解企业劳动报酬支付和销售收入的期限错配,提高吸纳就业的能力,进而扩大就业规模。基于此,本文提出假说 2:政府投资基金通过缓解企业融资约束,扩大企业就业规模。

研发投入是驱动企业长期增长与就业创造的核心能力。在现实经营中,企业常面临研发动力不足的困境。一方面,技术创新具有投入大、周期长、不确定性大的特点,导致许多企业特别是中小企业在生存压力下倾向于削减长期研发支出,以换取短期现金流稳定;另一方面,资本市场对高风险研发活动存在规避心理,使得企业在缺乏外部支持时难以持续开展创新活动。研发投入不足直接制约企业的内生增长动力,当企业缺乏技术创新支撑时,其产品同质化严重、市场竞争力下降,难以开拓新市场或实现产业升级,进而陷入增长停滞甚至萎缩的困局。而企业增长乏力意味着生产规模无法扩张,新产品开发与配套服务岗位无从衍生,最终导致就业增长缺乏源头活水,甚至可能因经营收缩而被迫裁员。

政府投资基金促进企业研发投入的深层逻辑,超越了单纯的资金供给,体现了资源基础观下的战略资源赋能。首先,政府投资基金通过撬动社会资本形成杠杆效应,有效缓解研发投入不足对企业发展的制约,进而激发企业科技创新的意愿和能力,直接创造对高技能劳动力的雇佣需求^[22]。此外,政府投资基金不仅注入资本,更通过导入政策网络、联结产业资源、提供管理赋能等方式,帮助企业建立可持续的创新机制。从长期来看,当企业持续加大研发投入并实现创新突破后,将会迎来新产品开发、市场扩张、生产效率提升以及上下游产业链协同等一系列新发展。技术创新带来的竞争优势将转化为企业就业规模的扩大,比如新产品量产需要增加生产制造人员,市场拓展催生销售与售后服务团队需求,供应链整合则衍生出采购、物流、质量管理等配套岗位。基于此,本文提出假说 3:政府投资基金通过鼓励企业增加研发投入,扩大企业就业规模。

商业信用作为企业从供应商处获得的一种重要短期资源,其规模大小显著受制于企业的谈判地位与信用水平,政府投资基金的背书能极大提升企业在供应链中的信用地位与谈判能力。一方面,政府投资基金的股权投资行为向市场传递了企业质量优良、发展前景可期的积极信号^[23],这有助于缓解供应链上下游之间的信息不对称,增强供应商对企业履约能力的信心,从而愿意提供延长账期、增加额度等更宽松的付款条件。另一方面,政府投资基金的注资直接改善了企业的资产负债表与现金流状况,增强了其偿付能力,进一步巩固了企业在采购环节的谈判优势,使其能够获取有助于自身发展的产业链支持。

商业信用的提升为扩大就业规模提供了关键支撑。增加的应付账款实质上是企业获得的一笔无息或低成本的营运资本,这通过两种路径促进雇佣:一是营运资金补充效应,即延迟支付的货款释放了企业内部的现金流,使其有更充足的资金用于支付新增员工的薪酬、社保等即时人力成本^[24];二是生产扩张效应,即通过商业信用获得的原材料支持了企业扩大生产规模,而生产活动的扩张必然引致对劳动力需求的增加,包括生产、管理及销售等环节的人员补充^[25]。因此,企业获得商业信用的能力提升能够有效转化为支持就业扩张的营运资本。基于此,本文提出假说 4:政府投资基金通过提升企业获得的商业信用,扩大企业就业规模。

三、研究设计

(一)研究数据

本文选择 2010—2021 年中国 A 股上市公司为研究样本,并对原始数据进行以下处理:(1)剔除 ST 和 *ST 公司;(2)剔除金融行业的公司;(3)剔除数据严重缺失的公司,最终获得 22684 个样本。为减少极端值对研究的影响,对所有连续变量进行 1%和 99%分位数的缩尾处理。企业层面数据来源于希施玛(CSMAR)数据库,宏观层面数据来源于中国研究数据服务平台(CNRDS)数据库,政府投资基金的投资事件数据来自投中网 CVSource 数据库,并经过手工整理。

此外,本研究的数据构建并非仅考察企业上市后获得政府投资基金的情况,研究样本体现了政府投资基金在企业上市前进行投资、企业随后成功上市的完整过程。这意味着,政府投资基金的作用覆盖了企业生命周期中从非公开市场到公开市场过渡的关键阶段,这一样本特征使得研究能够捕捉到基金在缓解企业最迫切的融资需求、奠定其信用基础方面的原始作用,进而全面分析政府投资基金对企业就业的影响。

(二)模型构建与变量说明

为检验政府投资基金的就业效应,本文构建以下模型:

$$L_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GIF_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中, i 代表企业, t 代表年份。 $L_{i,t}$ 为企业就业规模,用企业就业人数的自然对数衡量。 $GIF_{i,t}$ 为企业是否获得政府投资基金投资的虚拟变量,定义为企业获得政府投资基金投资的当年及以后时取 1,否则取 0。本文采用此种度量方式,主要是基于两个方面的考虑:第一,本文的研究初衷在于识别政府投资基金这一“政策介入”行为的基准平均效应,即从“无”到“有”的转变是否会系统性影响企业就业规模,这是理解政策效果的逻辑起点;第二,政府投资基金的价值不仅在于资本投入,更在于其带来的“认证效应”和“治理效应”,这些无形价值在投资发生时即已产生,与投资金额的高低并非简单的线性关系。 $Controls_{i,t}$ 为一系列控制变量,参考已有研究,加入企业和地区两个层面的控制变量,企业层面的控制变量包括企业规模、盈利能力、股权结构、资产负债率、股权性质、企业所得税率、高管平均薪酬、固定资产比率和企业年龄,地区层面的控制变量包括地区生产总值、地区财政收入、地区在校学生人数和地区金融机构存款余额。控制变量的度量方式见表 1。此外,为了控制未观测特征因素对回归结果的影响,模型中加入个体(μ_i)和时间(λ_t)固定效应。 $\epsilon_{i,t}$ 为随机扰动项,本文所有回归均采用聚类在个体层面的稳健标准误^[26]。

为检验政府投资基金对企业就业规模的影响机制,本文构建以下模型:

$$M_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GIF_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

式(2)中, $M_{i,t}$ 为政府投资基金对企业就业影响的机制变量,包括企业融资约束(WW)、企业研发投入(RD)和企业获得商业信用(AP)。借鉴 Whited 和 Wu 的研究,使用 WW 指数衡量企业的融资约束,当 WW 值越大时,说明企业面临的融资约束越强^[27];使用企业研发费用支出与营业收入的比值衡量企业研发投入(RD);借鉴石晓军和张顺明的做法,使用企业应付账款的自然对数衡量企业获得的商业信用(AP)^[28]。其他变量定义同式(1)。

(三)描述性统计

表 1 报告了主要变量的描述性统计,企业就业规模的平均值、标准差、最小值和最大值分别为 7.625、1.266、4.489 和 11.140,不同企业就业人数之间存在明显差异。政府投资基金的平均值为 0.094,约有 9.4%的样本为企业获得政府投资基金支持之后的样本。考虑到我国政府投资基金的爆发式增长始于 2015 年前后,而样本区间覆盖了政策发展早期的多个年度,这一分布特征符合政府投资基金逐步推广的现实背景。9.4%的占比意味着样本中受支持企业观测值数量充足,为识别政府投资基金的经济效应提供了可靠的样本基础,同时也保留了大量的对照组,有助于保证分析的可靠性。

表 1

主要变量的定义和描述性统计

变量名	变量的度量说明	符号	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
企业就业规模	企业就业人数的自然对数	<i>L</i>	22684	7.625	1.266	4.489	7.544	11.140
政府投资基金	企业获得政府投资基金取 1, 否则取 0	<i>GIF</i>	22684	0.094	0.292	0	0	1
企业规模	企业总资产(十亿元)	<i>Size</i>	22684	12.053	31.392	0.317	3.241	225.514
盈利能力	企业净利润/总资产	<i>ROA</i>	22684	0.041	0.064	-0.275	0.041	0.212
股权结构	企业前 10 大股东持股比例×100	<i>top10</i>	22684	59.935	15.781	23.340	61.090	99.190
资产负债率	企业总负债/总资产	<i>Lev</i>	22684	0.417	0.211	0.049	0.405	0.939
股权性质	国有企业为 1, 否则为 0	<i>Soe</i>	22684	0.356	0.479	0	0	1
企业所得税率	企业所得税费用/总利润	<i>Tax</i>	22684	0.154	0.157	-0.508	0.147	0.779
高管平均薪酬	企业管理层薪酬(万元)/高管人数	<i>Pay</i>	22684	87.987	69.217	12.600	69.544	447.900
固定资产比率	企业固定资产/总资产	<i>PPE</i>	22684	0.211	0.159	0.002	0.178	0.697
企业年龄	当前年份-企业上市年份	<i>Age</i>	22684	10.094	7.326	0	9	27
地区生产总值	地区生产总值的自然对数	<i>GDP</i>	22684	16.651	0.888	14.458	16.532	18.906
财政收入	地区公共财政收入/地区生产总值	<i>Com</i>	22684	0.109	0.075	0.005	0.087	0.420
在校学生人数	地区普通高等学校在校学生人数的自然对数	<i>Stu</i>	22684	14.970	20.404	0.232	6.528	72.673
金融机构存款	地区金融机构存款余额/地区生产总值	<i>Deposit</i>	22684	1.582	0.700	0.397	1.442	4.278

表 2 从时间与行业维度展示了政府投资基金(GIF)的分布特征。从时间趋势看,2015 年《政府投资基金暂行管理办法》出台后,年均覆盖率由不足 5% 提升至约 12%, 体现了政策驱动下的阶段性增长。一方面,在经济增速放缓、传统信贷渠道对创新型企业支持不足的背景下,政府投资基金作为财政资金“拨改投”的创新工具,能够有效弥补市场失灵导致的资本供给缺口;另一方面,2015 年后中国经济正处于新旧动能转换的关键期,企业对长期稳定资本的渴求与政府引导产业升级的政策目标相契合,共同推动了 GIF 的快速增长。

在行业分布层面,战略性新兴产业^①中 GIF 渗透率达 11.18%, 高于全市场均值,这表明 GIF 的投向并非均匀分布,而是倾向于科技创新与产业升级等政策重点支持的领域。从资源配置效率的角度看,高新技术产业具有高投入、高风险、长周期、强外溢性的经济特征,单纯依赖市场机制容易导致资本供给不足。政府投资基金的介入能够以耐心资本形态支撑关键技术突破,并通过产业链传导效应带动就业增长。与此同时,政府投资基金也没有忽视对非战略性新兴产业的支持,表现出一定的普惠属性,这有助于缓解本文研究面临的样本选择偏差问题。

表 2

政府投资基金的分布特征

维度	分类	GIF 覆盖率	说明
时间趋势	2010—2014 年	3.30%	政策探索期,覆盖率低
	2015—2021 年	12.47%	政策推动期,覆盖率显著提升
行业分布	战略性新兴产业	11.18%	核心投向领域
	非战略性新兴产业	8.22%	非重点投向领域

此外,为了识别主要变量之间是否存在严重的共线性问题,本文对主要变量进行相关性检验,发现主要解释变量之间不存在严重的共线性问题。

四、实证结果及分析

(一)基准回归结果

表 3 报告了政府投资基金对企业就业规模的回归结果。第(1)列为仅控制个体和时间固定效应的单变量检验结果,核心解释变量政府投资基金的回归系数为 0.2314,在 1% 的显著性水平上显著;第(2)列为加入一系列企业特征与宏观经济控制变量后的估计结果,核心解释变量政府投资基金的回归系数为 0.1520,依然在 1% 的显著性水平上显著,假说 1 得到验证。研究结果表明,相比未获得过政府投资基金支持的企业,政府投资基金介入后,被投资企业就业规模扩大的幅度约等于其样本标准差的 12.0063%。这一效应可能源于政府投资基金通过直接注资缓解了企业融资约束,推动企业扩大经营规模、增加研发或拓展新项目,从而创造更多就业岗位;同时也可能反映了基金所带来的政策信号

与资源网络效应,帮助企业稳定预期、增强长期雇佣意愿,进而实现就业规模的实质性增长。

(二)稳健性检验

为了保证估计结果的稳健有效,本文分别采用安慰剂检验、处理效应模型、倾向得分匹配、系统 GMM 模型、加入年份×省份固定效应等方法进行检验。

1.安慰剂检验

为了检验企业就业规模的提升是否由政府投资基金以外的其他遗漏因素导致,本文采用安慰剂检验验证稳健性^[29]。在保持样本数据结构不变的前提下,将核心解释变量政府投资基金在企业个体层面进行随机分配并进行回归分析,将上述过程重复 500 次,生成一个伪回归系数的经验分布。结果显示,随机抽样回归系数结果的 t 值集中于 0 附近,呈正态分布的特征,且估计结果的 t 值大部分小于基准回归系数的 t 值(2.6742),基准回归系数的结果在分布中属于小概率事件。可见,遗漏变量问题对基准回归结果的影响有限,验证了企业就业规模的扩大主要是由政府投资基金介入带来的,而非其他未观测因素。因篇幅所限,安慰剂检验结果图未展示,留存备案。

2.样本选择偏误问题检验

由于本文的研究样本为上市公司,这类企业通常规模较大、信息披露规范,且往往具备更强的资源获取能力,从样本观测的角度来说,这使得企业是否获得政府投资基金支持并非完全随机,而是可能受到企业自身特征及外部政策导向的影响。另外,部分获得政府投资基金支持的初创企业由于数据获取问题没有被纳入样本,使得本文研究存在潜在的样本选择偏误问题。

为此,本文选取模型(1)中的控制变量,以是否获得政府投资基金为因变量,构建模型,采用 Probit 估计逆米尔斯比率(IMR)。在此基础上,本文将计算出的逆米尔斯比率(IMR)加入式(1)进行回归分析,以缓解样本选择偏误带来的影响,结果如表 4 第(1)列所示,在控制样本选择偏误问题后,本文结果表现出较强的稳健性。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	企业就业规模	企业就业规模
政府投资基金	0.2314*** (3.7570)	0.1520*** (2.6742)
企业规模		0.0076*** (7.0372)
盈利能力		0.4493*** (3.7348)
股权结构		0.0020* (1.7129)
资产负债率		0.8495*** (9.3018)
股权性质		0.2116*** (2.5795)
企业所得税率		0.1225*** (3.9575)
高管平均薪酬		0.0015*** (7.4508)
固定资产比率		0.4377*** (3.975)
企业年龄		0.0236 (0.3693)
地区生产总值		0.0778 (1.0015)
财政收入		-0.0943 (-0.2099)
在校学生人数		0.0037 (1.1382)
金融机构存款		0.0344 (0.8247)
常数项	7.1699*** (387.4845)	4.9775*** (3.8315)
个体固定效应	控制	控制
时间固定效应	控制	控制
观测值	22684	22684
R ²	0.1330	0.2381

注:本文所有表格括号内为聚类稳健标准误下对应的 t 值,***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 4 稳健性检验

变量	样本选择偏误检验		PSM	系统 GMM 模型	加入时间×省份固定效应
	(1)	(2)			
	企业就业规模	企业就业规模	企业就业规模	企业就业规模	
政府投资基金	0.1374** (2.3982)	0.1382** (2.4415)	0.0775*** (3.8471)	0.1435** (2.4896)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	
时间×省份固定效应	不控制	不控制	不控制	控制	
观测值	22684	16157	19274	22684	
R ²	0.2516	0.2580		0.2687	

3.倾向得分匹配方法

政府投资基金的投资倾向可能导致内生性问题,本文使用倾向得分匹配法(PSM)进行检验。本

文使用 logit 模型估计倾向得分,并采用滞后一期的控制变量作为匹配变量,进行 1 : 3 最近邻匹配。匹配后的样本通过了平衡性检验,基于匹配后样本的回归结果如表 4 第(2)列所示,政府投资基金对企业就业规模的回归系数依然显著为正,与上文结论一致。

4.系统 GMM 模型

考虑到企业就业规模变化可能存在滞后,即企业当年的就业规模水平可能受到前几期企业就业规模的影响,本文使用系统 GMM 模型缓解动态面板偏差,结果如表 4 第(3)列所示,政府投资基金依然显著提升了企业就业规模,与基准结果一致。

5.控制高维固定效应

我国经济发展呈现地区不平衡的特点,经济发展水平较高的省份,投融资活动更活跃,更容易实现资本的集聚效应,在政府投资基金的设立、募资等方面更具优势。为了控制省份层面随年份变化的因素,进而缓解宏观环境等共同因素变化对回归结果的影响,参考陶锋等的做法,在基准回归模型的基础上加入时间与省份的交互固定效应^[30]。表 4 第(4)列的结果显示,政府投资基金的回归系数依然显著为正,具有较强的稳健性。

(三)机制分析

1.融资约束

表 5 第(1)列的结果显示,政府投资基金对企业融资约束的回归系数为-0.0172,在 1%的水平上显著,说明政府投资基金可以显著缓解企业面临的融资约束。假说 2 得到验证。

表 5 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	融资约束	研发投入	商业信用
政府投资基金	-0.0172 *** (-4.2964)	0.0084 ** (2.5342)	0.1507 ** (2.1875)
控制变量	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
观测值	19097	22674	22641
R ²	0.3435	0.5029	0.4730

2.研发投入

研发投入机制的检验结果如表 5 第(2)列所示,政府投资基金对企业研发投入的回归系数为 0.0084,在 5%的水平上显著,说明政府投资基金能提高企业研发投入力度。假设 3 得到验证。

3.商业信用

商业信用机制的检验结果如表 5 第(3)列所示。政府投资基金对企业商业信用获取的回归系数为 0.1507,在 5%的水平上显著,说明政府投资基金可以显著提升企业的商业信用获取。假说 4 得到验证。

(四)异质性分析

1.市场地位异质性

不同市场地位的企业在资源获取、抗风险能力和政策响应上存在差异。为了考察政府投资基金投入对不同市场地位企业就业规模的影响差异,参考钱爱民和吴春天的做法^[31],根据企业营业收入占行业总营业收入的比重,将样本企业分为市场地位低和市场地位高两组,并对两组样本企业分别进行回归分析,估计结果如表 6 第(1)列和第(2)列所示。政府投资基金对市场地位低的样本企业就业规模影响的回归系数不显著,对市场地位高的样本企业就业规模影响的回归系数为 0.1433,在 5%的水平上显著,说明政府投资基金能显著扩大市场地位高的企业就业规模,对市场地位低的企业就业规模影响不明显。

市场地位高的企业因其雄厚的资源与强大的运营能力,能更有效地利用政府投资基金进行生产扩张与研发投入,直接创造就业。基金的政策信号还能为企业吸引更多社会资本,形成资金杠杆,支持长期雇佣。同时,市场地位高的企业抗风险能力强,更敢于进行战略性扩岗。反观市场地位低的企

业,往往面临生存压力,所获资金多用于维持运营或缓解短期经营约束,难以将其有效转化为规模扩张与就业增长,其雇佣决策也更为谨慎。

表 6

异质性分析

变量	市场地位较低	市场地位较高	科创属性较强	科创属性较弱	劳动密集型	非劳动密集型
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	企业就业规模		企业就业规模		企业就业规模	
政府投资基金	-0.0461 (-0.4141)	0.1433** (2.4260)	0.1705** (2.2773)	0.1437 (1.6086)	0.1530 (1.6192)	0.1465** (2.2627)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	10901	11771	4532	8147	11516	11168
R ²	0.2326	0.2306	0.4644	0.2080	0.3155	0.3031

2. 科创属性异质性

考虑到不同企业在技术密度、研发强度及人力资本结构等方面存在差异,政府投资基金对其就业规模的影响可能呈现异质性。为此,本文依据企业的科创属性进行分组检验,将样本划分为科创属性相对较强的企业(科创板与创业板上市公司)和科创属性相对较弱的企业(剔除科创板与创业板后的沪深主板上市公司)两组。这一划分主要基于以下逻辑:科创板与创业板企业通常具有更高的研发投入强度、更突出的技术密集型特征,以及对高技能劳动力的更强依赖,其成长路径更符合政府投资基金支持科技创新与产业升级的政策导向;主板企业则涵盖更多传统行业,其经营模式相对成熟稳定。表 6 第(3)列和第(4)列的结果显示,政府投资基金对科创属性较强的样本企业就业规模影响的回归系数为 0.1705,在 5%的水平上显著,对科创属性较弱的企业就业规模的回归系数不显著,说明政府投资基金的就业促进效应集中于科创属性较强的企业中。

从融资约束的角度看,科创属性强的企业普遍具有轻资产、高投入特征,在传统信贷市场中面临更大融资约束。政府投资基金的介入能有效缓解其资金压力,进而转化为更明显的就业增长。从研发投入的角度看,科创企业以技术创新为核心,研发活动本身创造高技能岗位需求,且研发成功后往往伴随市场扩张,衍生更多配套就业机会。相比之下,主板企业融资渠道多元,研发强度相对较低,政府投资基金更多发挥优化资本结构的作用,对就业的直接拉动效应相对有限。

3. 劳动密集度异质性

由于不同要素密集型企业的发展特性、劳动雇佣决策、行业分布以及生产方式等方面存在差异,政府投资基金对不同用工模式下企业就业规模的影响可能存在差异。为此,本文采用企业就业人数除以企业总资产来衡量企业劳动密集度,该比值越大,说明企业的劳动密集度越高。根据企业劳动密集度的中位数,将样本企业分为劳动密集型企业和非劳动密集型企业两组,并对两组样本分别进行回归分析,估计结果如表 6 第(5)列和第(6)列所示。可以发现,政府投资基金对劳动密集型企业就业规模影响的回归系数不显著,对非劳动密集型企业就业规模影响的回归系数为 0.1465,在 5%的水平上显著,说明政府投资基金在促进非劳动密集型企业就业规模方面发挥了积极作用,而对劳动密集型企业的影 响不够明显。

上述结果产生的原因在于,非劳动密集型企业更依赖技术与资本深化,政府投资基金能助力其引入先进设备与研发技术,从而创造更多高技能岗位;劳动密集型企业虽以劳动力为主,但技术升级可能替代部分人力,导致政府投资基金的促就业效应被弱化,加之市场与结构调整的难度较大,其就业规模不易因政府投资基金投入而立即扩大。

(五) 进一步分析

企业的劳动力就业结构不仅反映了企业的生产效率、技术应用和管理水平,还揭示了企业劳动雇佣的市场适应能力。为了进一步考察政府投资基金对企业劳动力就业结构的影响,按员工受教育程度,将企业员工分为高技能劳动力、中技能劳动力和低技能劳动力三类,其中高技能劳动力用企业博

士和硕士学历员工人数的对数衡量,中技能劳动力用企业本科和专科学历员工人数的对数衡量,低技能劳动力用企业高中及以下学历员工人数的对数衡量。分别检验政府投资基金对劳动密集型企业 and 非劳动密集型企业这三类劳动力就业的影响。

表 7 的结果显示,在不同劳动密集度的企业类型中,政府投资基金对劳动力技能结构的影响呈现出显著的分化特征。在非劳动密集型企业中,政府投资基金对高技能劳动力和中技能劳动力就业的回归系数分别为 0.3173 和 0.1357,且分别在 1% 和 5% 的水平上显著,对低技能劳动力就业的影响不显著;在劳动密集型企业中,政府投资基金对低技能劳动力就业的回归系数为 0.2830,在 1% 的水平上显著,对高技能劳动力和中技能劳动力就业的影响不显著。

上述结果揭示了政府投资基金在不同类型企业中发挥的结构性就业促进效应。具体而言,政府投资基金能显著促进非劳动密集型企业内高技能和中技能劳动力的就业规模增加,同时促进劳动密集型企业内低技能劳动力的就业规模增加。一方面,政府投资基金重点支持科技创新与产业升级,其资金往往倾向于支持非劳动密集型企业,这类企业获得基金支持后,通常会加大研发投入,即将资金用于研发与设备升级。在此过程中,高技能劳动力负责技术创新,中技能劳动力则负责技术应用和生产管理,使得技术升级与高技能劳动力形成互补关系,而与低技能劳动力则形成替代关系,从而显著增加了非劳动密集型企业对高技能和中技能劳动力的需求。另一方面,劳动密集型企业主要依赖大量低技能劳动力进行生产,政府投资基金通过杠杆效应,引导带动社会资本投入劳动密集型项目,特别是支持基础设施建设等劳动密集型项目,扩大生产规模。在这一过程中,由于生产技术路径未发生根本性变化,劳动力需求的增长仍主要体现在一线操作岗位上,从而创造了大量低技能劳动力的就业机会。此外,从劳动力市场分割理论来看,低技能劳动力往往集中于次级劳动力市场,其就业机会受外部资本注入的边际影响更大,因此政府投资基金介入对其就业的拉动效应尤为显著。因此,政府投资基金通过促进技术创新与规模扩张的双重路径,差异化地带动了不同技能层次劳动力的就业增长。

表 7 政府投资基金对企业劳动力就业结构的影响

变量	非劳动密集型企业			劳动密集型企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	高技能劳动力	中技能劳动力	低技能劳动力	高技能劳动力	中技能劳动力	低技能劳动力
政府投资基金	0.3173*** (3.3349)	0.1357** (2.4212)	0.1390 (1.3510)	0.1068 (0.9371)	0.1536 (1.5176)	0.2830*** (3.1606)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	7984	10040	7795	7301	10062	8199
R ²	0.3811	0.3630	0.1439	0.4242	0.3241	0.2000

五、研究结论与政策建议

本文基于 2010—2021 年 A 股上市公司数据,从社会效益的角度,实证检验政府投资基金对企业就业规模的影响效果和作用机制。研究发现如下:第一,政府投资基金能显著扩大企业就业规模,这一结论在进行一系列稳健性检验后仍然成立;第二,在影响机制方面,政府投资基金通过缓解企业融资约束、鼓励企业研发投入以及提高企业商业信用水平的方式来扩大企业就业规模;第三,在市场地位较高、科创属性较强以及非劳动密集型企业中,政府投资基金能更有效地扩大企业的就业规模;第四,政府投资基金能显著扩大非劳动密集型企业内高技能和中技能劳动力的雇佣规模,同时扩大劳动密集型企业内低技能劳动力的雇佣规模。

根据研究结果,本文提出三点政策建议。

第一,建议设立“市场地位校准型”子基金,专项扶持市场地位后 50% 但具有潜力的科技型企业,降低投资规模门槛、简化投决流程,破除资源获取壁垒,并配套“雇佣能力包”结合管理赋能、市场对接、融资增信等支持,确保资金切实转化为就业岗位。同时,可引入“链主协同”机制,鼓励市场地位较

高的受投企业通过供应链分包、技术共享协作等方式带动中小企业成长。在激励机制上设置市场地位进步奖励,对营收占比显著提升的企业给予额外支持。通过分层靶向干预、生态位补强与激励重构,将政策重心从强化既有优势转向激活市场地位较低的中小企业就业池功能,避免因政策固化导致的市场分层,扭转“强者恒强”的就业创造困局,实现包容性增长,最终激励企业提升自身能力与就业贡献。

第二,加强对科创企业的定向支持,特别是在研发投入和高技能劳动力雇用方面提供更多政策倾斜。政府投资基金可设立专项子基金,重点支持企业的科技创新与高技能人才引进、培养,同时简化基金申请流程,提高资金使用效率。此外,可以通过税收优惠、贷款贴息等政策降低科创企业运营成本,推动其扩大生产规模并增加劳动力需求。同时,还要加强对这类企业的监管和评估,确保政府投资基金的使用效率,避免资金被浪费或滥用。

第三,推动劳动密集型企业的转型升级,优化劳动力技能结构。设立专项技改基金,用于支持企业引进先进设备和技术,提高生产效率和产品质量,从而增强市场竞争力。同时,设立专项培训基金,支持企业对低技能劳动力进行技能提升培训,逐步优化劳动力技能结构,实现企业与劳动力的共同发展。此外,政府还应加强对劳动密集型企业的政策引导,鼓励其向绿色制造、智能制造等高附加值领域转型,以适应经济高质量发展的要求。

注释:

①依据证监会行业分类(2012版)及《战略性新兴产业分类》,发现GIF高度集中于计算机、通信和其他电子设备制造业(C39)、软件和信息技术服务业(I65)、医药制造业(C27)及专用设备制造业(C35)等行业,这些行业合计占全部GIF投资事件数的65%以上。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 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.
- [3] 崔小勇,蔡昀珊,卢国军.增值税留抵退税能否促进企业吸纳就业? ——来自2019年试行留抵退税制度的证据[J].管理世界,2023(9):15-38.
- [4] 陈胜蓝,王鹏程,马慧,等.《中小企业促进法》的稳就业效应——基于政府信用体系建设视角[J].管理世界,2023(9):52-68.
- [5] 王贤彬,陈春秀.重点产业政策与制造业就业[J].经济研究,2023(10):34-54.
- [6] 毛其淋,王玥清.ESG的就业效应研究:来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2023(7):86-103.
- [7] 李磊,王小霞,包群.机器人的就业效应:机制与中国经验[J].管理世界,2021(9):104-119.
- [8] 罗劲博,陆文韬.政府引导基金持股能否提高民企会计稳健性——来自A股上市公司的证据[J].南开管理评论,2025(10):173-184.
- [9] 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.
- [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(3):44-62.
- [11] Croce, A., Martí, 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.
- [12] Grilli, L., Murtinu, S. Government, Venture Capital and the Growth of European High-tech Entrepreneurial Firms[J]. Research Policy, 2014, 43(9): 1523-1543.
- [13] 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, 2014, 30(4): 508-525.
- [14] Ge, G.Q., Xue, J., Zhang, Q. Industrial Policy and Governmental Venture Capital: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2024, 84: 102532.
- [15] 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.
- [16] Barrot, J.N., Nanda, R. The Employment Effects of Faster Payment: Evidence from the Federal Quickpay Reform[J]. The Journal of Finance, 2020, 75: 3139-3173.
- [17] Alperovych, Y., Groh, A., Quas, A. Bridging the Equity Gap for Young Innovative Companies: The Design

of Effective Government Venture Capital Fund Programs[J]. *Research Policy*, 2020, 49(10):104051.

[18] 余明桂,王空.地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J].*经济研究*,2022(2):58—72.

[19] 饶品贵,岳衡,姜国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].*世界经济*,2017(2):27—51.

[20] Lerner, J. The Government as Venture Capitalist: The Long-run Impact of the SBIR Program[J]. *Journal of Business*, 1999, 72(3): 285—318.

[21] 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.

[22] Acemoglu, D., Restrepo, P. Automation and New Tasks: How Technology Displaces and Reinstates Labor[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2019, 33(2): 3—30.

[23] 杨志豪,支晓强,王储.政府引导基金缓解企业投融资期限错配了吗? [J].*中南财经政法大学学报*,2026(1): 17—31.

[24] 于连超,耿弘基,杨浩祥,等.就业促进还是就业抑制:对接国际环境标准与企业劳动雇佣[J].*中国人口·资源与环境*,2024(9):102—112.

[25] 董浩,闫晴.供应链稳定性能否实现稳就业? [J].*财经研究*,2025(2):123—137.

[26] Bertrand, M., Duflo, E., Mullainathan, S. How Much should We Trust Differences-in-differences Estimates? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2004, 119(1): 249—275.

[27] Whited, T. M., Wu, G. Financial Constraints Risk[J]. *The Review of Financial Studies*, 2006, 19(2): 531—559.

[28] 石晓军,张顺明.商业信用、融资约束及效率影响[J].*经济研究*,2010(1):102—114.

[29] Cai, G. W., Zhang, X. J., Yang, H. Fiscal Stress and the Formation of Zombie Firms: Evidence from China[J]. *China Economic Review*, 2022, 71: 1—16.

[30] 陶锋,朱盼,邱楚芝,等.数字技术创新对企业市场价值的影响研究[J].*数量经济技术经济研究*,2023(5): 68—91.

[31] 钱爱民,吴春天.市场地位与企业核心盈利的现金获取质量:进攻还是防御? ——基于企业战略类型选择的分析视角[J].*会计研究*,2024(8):60—72.

Research on the Impact of Government Investment Funds on the Employment Scale of Enterprises

XU Sheng LI Yaoxiong

(School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: Government investment funds are important policy tools for the state to coordinate economic development and social governance. They have played a positive role in serving national strategies, promoting industrial upgrading, and encouraging innovation and entrepreneurship. Based on the data of listed companies and government investment funds from 2010 to 2021, this paper examines the impact of government investment funds on the employment scale of enterprises and the underlying mechanisms. The research finds that government investment funds significantly expand the employment scale of enterprises, and the main mechanisms are alleviating the financing constraints of enterprises, encouraging enterprises to increase R&D investment, and improving the access to commercial credit. Heterogeneity analysis reveals that the effect of government investment funds on the employment scale of enterprises is stronger in those with higher market positions, more prominent scientific and technological innovation attributes, and non-labor-intensive industries. Further analysis shows that government investment funds can significantly promote the employment scale of high-skilled and medium-skilled labor in non-labor-intensive enterprises, as well as the employment scale of low-skilled labor in labor-intensive enterprises. This study provides factual evidence and policy implications for government investment funds to guide and promote high-quality and full employment.

Key words: Government Investment Funds; Enterprise Employment Scale; Human Capital Structure; High-Quality and Full Employment

(责任编辑:郭 策)