

# 风险投资异质性、公司治理机制与 企业 IPO 前盈余管理

徐 虹, 林钟高, 朱雅萍

(安徽工业大学商学院, 安徽 马鞍山 243002)

**摘 要:** 本文以 2008~2014 年在深圳中小板上市的 202 家有风险投资参与的 IPO 公司为研究样本, 考察风险投资参与公司治理及其背景异质性的被投资企业 IPO 前盈余管理的影响。实证检验表明, 风险投资机构持股比例及向企业派出董事比例对风险企业 IPO 前盈余管理无显著影响, 但是向风险企业派出专业董事比例与 IPO 前盈余管理显著负相关。进一步区分不同背景风险投资的研究发现, 政府背景风险投资向企业派出董事、专业董事及其持股比例有助于减轻企业 IPO 前盈余管理程度, 但是上述研究结果并未出现在独立背景风险投资和企业背景风险投资中。尽管风险投资普遍成为一种外部治理机制, 但是其治理能力和效果却受到不同制度环境的制约与影响, 这为进一步完善风险投资环境提供了经验证据。

**关键词:** 风险投资; 公司治理机制; 背景异质性; IPO 前盈余管理

**中图分类号:** F239.65      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1004-4892(2017)12-0069-10

## 一、引 言

近年来, 随着我国资本市场的不断发展, 风险投资对于推动中小企业的成长扮演了重要的角色。由于高科技的中小私有企业是风险投资的主要流向, 这类企业所具有的大量高度专业性的无形资产、公司经营时间短且前景不明朗等特征, 是形成不完全风险投资合约的关键因素, 从而导致风险投资中由信息不对称所导致的道德风险问题更加突出。风险投资通过进入企业董事会等方式参与被投资企业公司治理, 监督和约束管理层的行为, 降低代理成本、提升决策质量, 实现融资支持、增值服务和监督控制的完美结合, 在帮助被投资企业克服成长不确定性同时规避投资风险、保证投资增值。由此, 国外学者围绕风险投资参与被投资公司治理的后果展开讨论, 但是研究结论却存在明显的分歧。以 Lerner(1995)<sup>[1]</sup> 和 Gompers(1995)<sup>[2]</sup> 为代表的学者认为, 风险投资的介入能够提高被投资公司的治理水平(比如更换 CEO 的可能性更高, 董事会的监督性更强等), 进而增加经营绩效和企业价值; 而也有学者则认为, 风险投资不仅无法改善被投资公司的治理环境, 相反, 出于其追求自身投资利益最大化(或者投资损失最小化)的营利目标和“赚钱就逃离市场”的机会主义动机, 可能还会与管理层“合谋”, 共同侵害中小投资者的利益<sup>[3]</sup>。

基于不同的制度背景, 如何看待我国风险投资机构的治理作用, 我们选择其中最为敏感的盈余管理话题。国内外大量实证研究表明, 为了获得更高的发行价格以募集更多的资金, 上市公司普遍存在

收稿日期: 2017-02-23

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71372204; 71572002)

作者简介: 徐虹(1972-), 女, 安徽桐城人, 安徽工业大学商学院教授, 博士; 林钟高(1960-), 男, 福建泉州人, 安徽工业大学商学院教授, 博士生导师; 朱雅萍(1994-), 女, 安徽马鞍山人, 安徽工业大学商学院硕士生。

IPO 前的盈余管理行为,且更倾向于进行正向盈余管理。那么,作为专业的投资机构,在向风险企业提供资金的同时,风险投资参与公司治理的程度是否影响风险企业 IPO 前的盈余管理行为?即:风险投资机构是借助其专业能力,以派出董事或专业董事的方式强化风险企业的公司治理,监督被投资企业,降低其会计操纵程度、抑制盈余管理、提升会计信息质量?还是利用自身的投资、经营和管理等方面专业优势与被投资企业管理层“合谋”,加剧会计操纵,通过盈余管理的方式调节被投资公司的经营绩效,以便自己在退出时能获得最大的投资收益?这是本文研究的首要问题。

值得进一步思考的是,尽管国内外已有不少文献基于风险投资的投资动机、资金来源以及市场声誉等角度研究其对 IPO 企业的影响(Rindermann, 2005; Brander 等, 2008; 张学勇和廖理, 2011; 陈伟和杨大楷, 2013)<sup>[4][5][6][7]</sup>。同时也有一些文献研究风险投资介入对风险企业公司治理结构安排及治理效率的影响(Timmons, 1986; Manigart 等, 2002; Baker 和 Gompers, 2003; Hochberg, 2005; 谈毅、叶岑, 2001)<sup>[8][9][10][11][12]</sup>。但缺少基于风险投资参与企业公司治理的视角考察不同背景风险投资对企业 IPO 前盈余管理的影响。不同背景风险投资的投资动机差异可能导致参与公司治理程度的差异,进而对风险企业 IPO 过程产生的作用可能不同。

基于以上考虑,本文以 2008~2014 年在深圳中小板上市的 202 家有风险投资参与的 IPO 公司为研究样本,尝试基于“风险投资机构背景不同——投资动机不同——参与公司治理差异——盈余管理行为差异”的角度,考察风险投资参与公司治理对企业 IPO 前盈余管理的影响,找寻现有研究结论对立冲突的原因。本文的可能贡献在于:(1)提供风险投资治理价值的新证据。通过分析不同背景风险投资机构对风险企业 IPO 前盈余管理的影响,表明风险投资机构的背景异质性可能对风险投资参与公司治理的效果产生重要影响,提供了风险投资机构背景差异导致参与风险企业公司治理差异进而影响到 IPO 企业的机理与路径,部分解释了风险投资参与公司治理效果的悖论问题;(2)为监管政策的制定提供参考。本文的结论表明,政府背景风险投资机构更有助于抑制公司 IPO 前的盈余管理行为,发挥监督效应。因此,在 IPO 过程中可能需要对非政府类风投参与企业的会计操纵问题予以更多关注;(3)为企业投资实践提供管控意见。本文的研究表明,通过派出专业董事参与风险企业董事会治理,是提升风险投资机构治理的重要手段,这对于风投机构如何加强投后管理、提升风投机构价值增值服务能力也具有重要的参考价值。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 风险投资治理机制与 IPO 前盈余管理

相对于国外风险投资发展,我国风险投资起步较晚,管理相对滞后。清科集团研究中心发布的 2012 年创投市场展望报告认为,相对于目前中国市场风险投资数量及投资额的膨胀度,风险投资机构的投后管理还很落后。随着创投市场的发展,创投市场上的优质项目变得越来越稀缺,风险投资机构必须更加重视为企业增值提供服务,建立更为良性的投资链,从“广开源”到“深培养”,深入发掘已投项目潜力。因此,投后管理可能是影响未来我国风险投资机构竞争力的重要因素。董事会是公司治理的核心,据投中集团 CVSource 数据库统计显示,2014 年风险投资案例中有 80% 都伴随着风险投资管理进入被投资公司董事会。由此可见,我国风险投资机构越来越多地利用“用手投票”的董事会治理机制,以派出董事方式进入被投资公司,实现其对被投资公司的监督、支持和培育。

风险投资是一类“积极股东”,追求高收益以及实现最大化投资收益的目的使得风险投资机构既有动机也有能力参与到被投资企业的管理决策中去。如 Guo 和 Jiang(2013)<sup>[13]</sup>研究发现风险投资家可以通过影响研发决策以促进企业创新以及商业模式创新等多种途径,参与企业的决策或者经营管理,从而在价值创造层面为企业带来更大的长远利益。Marco 和 Marfa(2007)<sup>[14]</sup>认为风险投资拥

有大量的产业知识和丰富的管理经验,与风险企业的管理者相比,风险投资对市场的需求和企业未来的发展方向更加了解。因此,风险投资作为资源嵌入型的资本,可以通过股权行使股东权力或者通过董事会行使董事权力两个路径,利用强大的资本运营能力、广泛的信息渠道和社会资源,给风险企业带来机制上的革新和治理上的提高;凭借其自身的社会网络资源和丰富的行业投资管理经验,给予被投资企业建立健全公司治理机制方面的建议;通过派驻高管、专业董事等积极参与被投资企业的公司治理,规范和约束公司管理层的行为,减少代理冲突,抑制被投资企业 IPO 前的盈余管理行为。

风险投资机构通过向风险企业注入资金,委托风险企业家对其资金进行管理。又由于环境的不确定性,风险企业家可能不会向风险投资家传递充分的信息,而投资后由于双方的行为难以约束或是对未来不确定情况难以依赖于第三方公正裁决的原因,信息不对称和不确定性引发的逆向选择和道德风险问题伴随着风险投资机构参与投资的全过程。风险投资机构希望尽量减少这种由信息不对称以及契约的不完备性带来的问题,就会通过“用手投票”的董事会和“用脚投票”的股东会参与被投资企业的公司治理,抑制盈余管理。第一,持股比例的确定。风险投资的持股比例一方面反映了风险投资对被投资企业的资金投入水平,另一方面也间接反映了风险投资参与公司治理的程度(许昊等,2015)<sup>[15]</sup>。Bottazzi 等(2008)<sup>[16]</sup>研究结果表明,风险投资机构对被投资企业的影响与其持股比例显著正相关,持股比例越高,干预和控制被投资企业经营管理活动的能力越强,提供后续融资、专业管理等增值服务价值越高。因此,可以合理预期风险投资持股比例越高,对风险企业的监督管理力度越大,越有助于抑制风险企业 IPO 前的盈余管理行为。第二,董事会席位的拥有。董事会在公司运行机制中起到至关重要的作用:决定公司的经营决策、制定公司的发展战略。因此,风险投资机构希望凭借其持有的风险企业股份进而可以向风险企业派出董事,在风险企业董事会中拥有一定的席位,增加在风险企业中的话语权,从而影响到风险企业的经营策略和战略方针(Kaplan, 2003)<sup>[17]</sup>,甚至风险投资机构直接向风险企业派出专业人士在风险企业的高管层中任职,直接参与到公司的日常经营管理中,并通过定期检查的方式监督管理层。Kim 和 Lim(2010)<sup>[18]</sup>研究发现董事的法律、经济、商业背景对企业来说都是有用的资源。具有法律、经济、商业等专业背景的董事,可以充分发挥自身的专业知识甚至专有资源优势监督企业,有效发挥监督效应(Monks 和 Minow, 2015)<sup>[19]</sup>,从而可能更有效地监督企业 IPO 的整个过程。如 Abbot(2000)<sup>[20]</sup>研究发现,具备财务背景独立董事越多,越有助于减少公司财务舞弊发生的可能性。在国内,吴清华、王平心(2008)<sup>[21]</sup>研究发现,聘请具备广泛专业背景独立董事对于上市公司全面提高会计信息质量具有重要意义。因此,可以合理预期风险投资机构的派出董事及专业董事比例越高,越有助于全面监督风险企业的经营管理,从而减少逆向选择以及投资后的道德风险问题,有效发挥监督认证效应,降低企业 IPO 前盈余管理程度。综上分析,提出本文假设 1:

H1: 风险投资机构积极参与风险企业公司治理有助于抑制风险企业 IPO 前的盈余管理行为,风险投资机构持股比例越高、派出董事及专业董事比例越大,这种抑制效应越大。

## (二) 风险投资背景异质性、风险投资治理机制与企业 IPO 前盈余管理

由于资金来源、投资偏好及策略、行业专长、投后管理方式、投资经验与信誉等方面的明显差异,不同背景风险投资识别风险企业价值、提供增值服务能力以及对风险企业的监督控制机制等方面存在显著差异,进而导致不同类型风险投资参与风险企业公司治理的效果也可能存在明显差异。结合国内外现有研究和我国风险投资的特点,本文参照陈伟和杨大楷(2013)<sup>[7]</sup>研究,依据风险投资机构出资人背景的差异,将风险投资机构区分为政府背景、企业背景和独立背景三类。

风险投资作为风险企业成长的重要参与者,不但可以为风险企业提供早期资金来源,而且,通过支持风险企业的技术创新有利于实现国家经济可持续发展(Kortum 和 Lerner, 2000)<sup>[22]</sup>。因此,



各国政府出于促进本国经济发展及科技创新的目的，会大力支持风险投资的发展。我国风险投资行业自 20 世纪 80 年代开始起步，伴随着股票市场的发展、《合伙企业法》以及深圳中小板和创业板的推行，风险投资行业发展速度相当可观。近些年来，外资风险投资机构在中国市场不断开疆辟土，迫使我国政府为改变风险投资市场格局，陆续成立了以中科招商和深创投等为代表的大型 PE/VC，成为本土风险投资的领航者。政府背景风险投资可以缓解信息不对称造成的市场资源配置失灵问题，其进入风险企业的初衷不是为了通过 IPO 获取短期收益实现退出，而是为了积极响应国家方针政策，促进创业风险投资的发展。因此，这类风险投资出于企业可持续发展、稳定市场和促进科技进步的考虑，可能会通过向企业投资，持有企业的股份进而可以向企业派出董事，在企业中寻求更多的董事会席位，以便更好地监督企业，有效发挥监督效应。

独立背景风险投资的出现就是为了获取投资收益，是典型的以退出为导向的活跃、长期的专业财务资本投资者 (Tykova, 2003)<sup>[23]</sup>。独立背景风险投资的管理者大多是由具备丰富金融知识以及充分了解市场、具有行业背景的技术管理专家组成，敏锐的洞察力和对企业价值的甄别能力以及长远的战略眼光使得其能够在制定发展战略、进一步获取融资等方面体现核心价值 (Maula, 2001; Maula 等, 2005)<sup>[24][25]</sup>。但是，不同于政府背景风险投资的是，独立背景风险投资希望尽快实现回报，可能通过投入资金持有企业的股份，派出董事参与企业公司治理，更可能通过帮助企业进行 IPO 前正向盈余管理实现其顺利上市并取得较高股票发行价格的目的，从而迅速实现超额投资回报，通过 IPO 顺利退出。同时，优越的金融及行业管理团队，使得其向企业派出的董事具备专业背景的可能性大大增加，凭借自身的资源禀赋帮助被投资企业进行 IPO 前正向盈余管理。

企业背景风险投资投资于风险企业最早是受巨大投资收益的诱惑 (Siegel 等, 1988)<sup>[26]</sup>。随着经济的不断发展，其投资于风险企业的目的不再像初始时单一，他们还注意到通过参与风险投资，可以实现公司在市场、技术、以及未来发展等方面的发展战略 (Yost 和 Devlin, 1993; Ernst 和 Young, 2002)<sup>[27][28]</sup>，并且可以充分发挥自身的行业经验、潜在客户/供应商资源以及研发能力等专业优势，产生“1+1>2”的协同效应 (Aernoudt 和 Jose, 2003; Maula 等, 2005)<sup>[29][25]</sup>。企业背景风险投资机构投资的关注焦点可能并不仅仅在于投资收益，而且还会关注能否通过投资实现风险企业的发展战略以及与自身的协同发展程度。因此，从投资动机方面看，企业背景风险投资的群体特征不如另外两种背景那么突出，参与企业公司治理的动机不明显，因此，IPO 前盈余管理动机不明显。综上分析，提出本文假设 2：

H2：政府背景风险投资参与公司治理的程度与企业 IPO 前盈余管理程度负相关，独立背景风险投资参与公司治理的程度与企业 IPO 前盈余管理程度正相关，而企业背景风险投资参与公司治理的程度与企业 IPO 前盈余管理程度无显著影响。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取和数据来源

本文以 2008 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日在深交所中小企业板上市的 IPO 公司为研究样本，初始样本为 530 家 IPO 公司。根据本文研究问题的需要，剔除无风险投资机构参与的 IPO 公司，剩下有风险投资参与的 IPO 公司共 216 家，其中缺失样本 14 个<sup>①</sup>，最终得到有风险投资参与的有效样本 202 个。我们通过查阅 IPO 公司的招股说明书，根据招股说明书中所载的企业股东名称和

<sup>①</sup> 分年份、分行业回归估计盈余管理系数时缺失样本 13 个，IPO 公司招股说明书中风投持股比例未清晰界定以至于难以判断特定类型风投机构持股比例导致缺失样本 1 个，合计缺失样本 14 个。

主营业务中是否含有“风险投资”“创业投资”“创业资本投资”等字样,判断是否有 VC 参与。同时为了保证数据的可靠性,我们还将手工搜集的数据和 Wind 数据库中 PE/VC 数据库所收录的数据进行核实比对,最终确定是否有 VC 参与。对于风险投资参与背景类型的认定,本文则借鉴陈伟和杨大楷(2013)<sup>[7]</sup>的研究做出进一步判断。为了避免极端值对研究结果的影响,本文对主要连续变量的上下 5% 进行了 Winsorize 处理。本文所需数据均来自巨潮咨询官网、CSMAR 数据库、Wind 数据库。数据处理软件为 Excel,统计软件为 Stata。

## (二) 模型构建

参考现有文献,构建本文研究模型如下:

$$DA = \beta_0 + \beta_1 GV + \beta_2 V\text{Ctime} + \beta_3 V\text{Clock} + \beta_4 \text{Tenadu} + \beta_5 \text{Tenspon} + \beta_6 \text{Ato} + \beta_7 \text{Roa} + \beta_8 \text{Lev} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{Ocf} + \beta_{11} \text{Comp} + \beta_{12} \text{Duit} + \beta_{13} \text{Size} + \beta_{14} \text{Shr1} + \beta_{15} \text{State} + \beta_{16} \text{GDP} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

$$DA = \beta_0 + \beta_1 GV + \beta_2 BC * GV + \beta_3 V\text{Ctime} + \beta_4 V\text{Clock} + \beta_5 \text{Tenadu} + \beta_6 \text{Tenspon} + \beta_7 \text{Ato} + \beta_8 \text{Roa} + \beta_9 \text{Lev} + \beta_{10} \text{Age} + \beta_{11} \text{Ocf} + \beta_{12} \text{Comp} + \beta_{13} \text{Duit} + \beta_{14} \text{Size} + \beta_{15} \text{Shr1} + \beta_{16} \text{State} + \beta_{17} \text{GDP} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

其中: BC: Gov/Inde/Enterp; GV: Vedu/Produ/Allvchold; BC \* GV: 表示不同背景风险投资参与公司治理的程度<sup>①</sup>。模型中被解释变量 DA 是操控性应计利润,本文参照国内外研究采用修正的 Jones 模型来度量 IPO 前一年的盈余管理程度,具体模型及数据计算过程不再赘述。模型中涉及如下解释变量:风投董事比例(VCdu)、专业董事比例(Produ)、风险投资持股比例(Allvchold)以及 IPO 前特定背景下风险投资的持股比例(VChold)等等。控制变量除了表中列示的之外,还包括公司规模(IPO 前一年总资产的自然对数)、公司年龄(Ln(公司从成立到 IPO 时的月份数))、资产负债率(IPO 前一年负债总额/IPO 前一年资产总额)、总资产周转率(IPO 前一年销售收入/IPO 前一年资产总额)、总资产收益率(IPO 前一年净利润/IPO 前一年资产总额)以及行业与年度等通常因素。具体变量定义见表 1。

表 1 主要变量定义表

| 名称            | 代码              | 定义  |
|---------------|-----------------|---|
| 盈余管理          | DA              | 根据修正的琼斯模型获得                                   |
| 风投董事比例        | Vedu            | 风投机构向企业派出董事人数/(企业董事总人数 - 独董人数)                |
| 专业董事比例        | Produ           | 风投机构向企业派出专业董事人数/(企业董事总人数 - 独董人数)              |
| 风险投资持股比例      | Allvchold       | IPO 前风险投资总的持股比例                               |
| IPO 前特定背景下    | VChold          | 如判定某被投资企业为政府背景风险投资参与的企业,                      |
| 风险投资的持股比例     |                 | 则为单个或多个政府背景风险投资持股比例累计结果                       |
| 是否是政府/独立/企业背景 | Gov/Inde/Enterp | 是取值为 1, 否则为 0。如, 是政府背景, 则 Gov = 1, 否则 Gov = 0 |
| 风险投资持股时间      | Vtime           | Ln( 风险投资从进入到 IPO 时的天数/30)                     |
| 风险投资锁定股份      | VClock          | IPO 后风险投资的锁定股份                                |
| 审计事务所誉        | Tenadu          | IPO 前一年是否前十大会计事务所实施审计, 是取值为 1, 否则取 0          |
| 证券承销商誉        | Tenspon         | 保荐机构是否是前十大, 是取值为 1, 否则取 0                     |
| 经营性现金流量       | Ocf             | IPO 前一年的经营性现金流量净额/IPO 前一年期末总资产                |
| 高管薪酬          | Comp            | Ln( IPO 前一年前三名高管薪酬之和)                         |
| 独立董事比例        | Duit            | IPO 前一年独立董事人数/IPO 前一年董事会总人数                   |
| 第一大股东持股比例     | Shr1            | IPO 前一年公司第一大股东持股比例                            |
| 产权性质          | State           | 风险企业是国有控股则取值为 1, 否则为 0                        |
| 国内生产总值        | GDP             | IPO 前一年国内生产总值的自然对数                            |

① 对于不同背景风险投资在被投资公司的持股比例,我们采用特定背景风险投资机构的持股比例(VChold)刻画,取代原有的风险投资机构总持股比例(Allvchold)。

## 四、实证检验

### (一) 描述性统计和相关性分析<sup>①</sup>

主要变量的描述性统计发现, DA 的最大值和最小值差距较大(分别为 0.6504 和 -0.3017), 说明企业 IPO 前的盈余管理差异显著。风投董事比例(VCdu)和专业董事比例分别为 12.69% 和 5.85%, 说明我国风险投资参与上市公司的程度还较低; IPO 前风险投资总的持股比例(Allvchold)均值为 12.90%, 且变量 Vcdu、Produ 和 Allvchold 的最大值和最小值差距都较大, 说明风险投资机构参与风险企业治理的程度存在显著差异。进一步观察风险投资背景可以看出, 在我国中小板上市公司中, 独立背景风投机构占比接近一半, 而政府背景和企业背景的参与程度较低且相差无几, 各占比 27.72% 和 28.21%, 说明目前我国的风险投资行业仍然以独立背景风险投资机构为主。

各主要变量相关系数结果表明, 虽然 DA 和 Vcdu、Produ 以及 Gov 呈负相关但是只有应计盈余管理和专业董事比例显著负相关, 并通过了 10% 的显著性检验。说明风险投资机构向风险企业派出的董事及专业董事比例越高, 企业 IPO 前盈余管理程度可能越小; 而从风投背景看, 仅政府背景风险投资能够在一定程度上抑制企业 IPO 前的盈余管理行为(通过了 5% 的显著性检验)。上述结果初步验证了本文的部分假设, 但是仍需控制相关变量进行多元回归分析。

### (二) OLS 多元回归分析

表 2 是 OLS 多元回归结果, (1)、(2)、(3)列示了风险投资参与公司治理程度对企业 IPO 前盈余管理的影响。可以看出, Vcdu、Produ 和 Allvchold 的回归系数均为负, 但是只有专业董事持股比例(Produ)通过了 10% 的显著性检验, 表明风险投资机构持股比例、派出专业董事比例和派出董事比例等参与公司治理方式的不同, 对企业 IPO 前的盈余管理行为的影响存在差异。风险投资机构派出专业董事比例越大, 越有助于抑制风险企业 IPO 前盈余管理行为, 但是风险投资机构持股比例和派出董事比例的高低对抑制风险企业 IPO 前的盈余管理行为无明显影响。假设 1 的结果仅获得部分验证。风险投资持股比例和董事比例对 IPO 前盈余管理影响不明显, 其原因可以通过比较研究样本的公司 IPO 前风险投资持股比例(Allvchold)、第一大股东的持股比例(Shr1)、扣除风投持股后前十大股东持股比例之和(Shr10)后窥见一斑<sup>②</sup>。全样本风险投资持股比例(Allvchold)的均值、中位数分别为 12.9% 和 10.1%, 而第一大持股比例(Shr1)的均值、中位数分别为 48.33% 和 48.03%, 扣除风险投资持股后的公司前十大持股比例之和(Shr10)的均值、中位数则分别为 80.89% 和 83.94%, 总体而言, 风险投资持股比例远远低于公司的控股股东, 其虽然参与公司治理, 但是在董事会的投票机制下, 风险投资机构的力量并不足以与大股东相抗衡; 但是具有法律、经济、商业等专业背景的董事, 可以充分发挥自身的专业知识甚至专有资源优势监督企业, 有效发挥监督效应, 尤其是可能更有效地监督企业 IPO 过程中的财务报告信息的生产和提供, 提升会计信息质量。

表 2 的(4)~(12)列示的是引入风险投资背景异质性后的实证检验结果。(4)~(6)列示结果显示, Gov \* Vcdu、Gov \* Produ、Gov \* Vchold 的回归系数均为负, 且分别在 10%、1%、10% 的水平上显著。说明政府背景风险投资参与公司治理的程度越深, 企业 IPO 前盈余管理程度越小, 对企业 IPO 前盈余管理行为越能起到抑制作用。此结果验证了前文的假设, 即: 政府背景风险投资更多地承载了一些社会职能, 促成企业上市、通过 IPO 实现投资退出并不是其主要目标。因此, 在企业 IPO 前的盈余管理中更好地发挥了监督认证作用, 有效抑制了 IPO 前的盈余管理行为; (7)~(9)

① 限于篇幅, 描述性统计和相关性检验不再列示表格, 有兴趣的读者资料备索。

② 限于篇幅, 本文不再列示 IPO 前风投持股比例/第一大股东持股比例/前十大股东持股比例的描述性统计相关表格。有兴趣的读者资料备索。

列示结果表明,  $Inde * Vcdu$ 、 $Inde * Produ$ 、 $Inde * VChold$  的回归系数均为正且只有  $Inde * VChold$  通过了 10% 的显著性检验, 说明独立背景风险投资向企业派出董事和专业董事对企业 IPO 前盈余管理无显著影响, 但是随着风投持股比例的提高会加剧被投资企业 IPO 前的盈余管理程度; (10) ~ (12) 列示结果显示,  $Enterp * Vcdu$ 、 $Enterp * Produ$  以及  $Enterp * VChold$  的回归系数为正(或负), 且都没有通过显著性检验, 说明企业背景风险投资参与风险企业公司治理对企业 IPO 前盈余管理影响不明显。

表 2 OLS 多元回归分析结果

| 变量                   | 模型一                |                     |                    | 模型二                 |                       |                     |                    |                       |                    |                    |                       |                    |
|----------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|--------------------|
|                      | (1)                | (2)                 | (3)                | (4)                 | (5)                   | (6)                 | (7)                | (8)                   | (9)                | (10)               | (11)                  | (12)               |
| VCdu                 | -0.0337<br>(-0.60) |                     |                    | 0.0291<br>(0.47)    |                       |                     | -0.0654<br>(-1.03) |                       |                    | -0.0621<br>(-1.03) |                       |                    |
| Produ                |                    | -0.1479*<br>(-2.25) |                    |                     | -0.1149<br>(-0.18)    |                     |                    | -0.2055***<br>(-2.70) |                    |                    | -0.1891***<br>(-2.68) |                    |
| Allvchold            |                    |                     | -0.2154<br>(-1.19) |                     |                       |                     |                    |                       |                    |                    |                       |                    |
| VChold               |                    |                     |                    |                     |                       | -0.1004<br>(-0.60)  |                    |                       | -0.2536<br>(-1.30) |                    |                       | -0.0854<br>(-0.51) |
| Gov * vcdu           |                    |                     |                    | -0.1731*<br>(-2.14) |                       |                     |                    |                       |                    |                    |                       |                    |
| Gov * produ          |                    |                     |                    |                     | -0.2825***<br>(-2.64) |                     |                    |                       |                    |                    |                       |                    |
| Gov * vchold         |                    |                     |                    |                     |                       | -0.1813*<br>(-1.76) |                    |                       |                    |                    |                       |                    |
| Inde * vcdu          |                    |                     |                    |                     |                       |                     | 0.0840<br>(1.09)   |                       |                    |                    |                       |                    |
| Inde * produ         |                    |                     |                    |                     |                       |                     |                    | 0.1755<br>(1.49)      |                    |                    |                       |                    |
| Inde * vchold        |                    |                     |                    |                     |                       |                     |                    |                       | 0.1589*<br>(1.66)  |                    |                       |                    |
| Enterp * vcdu        |                    |                     |                    |                     |                       |                     |                    |                       |                    | 0.1094<br>(1.30)   |                       |                    |
| Enterp * produ       |                    |                     |                    |                     |                       |                     |                    |                       |                    |                    | 0.2073<br>(1.64)      |                    |
| Enterp * vchold      |                    |                     |                    |                     |                       |                     |                    |                       |                    |                    |                       | -0.0049<br>(-0.04) |
| Cons                 | -0.1768<br>(-1.00) | -0.1776<br>(-1.02)  | -0.2070<br>(-1.15) | -0.2153<br>(-1.22)  | -0.2267<br>(-1.31)    | -0.2232<br>(-1.23)  | -0.2069<br>(-1.15) | -0.2029<br>(-1.16)    | -0.2402<br>(-1.31) | -0.1621<br>(-0.91) | -0.1837<br>(-1.05)    | -0.1879<br>(-1.03) |
| Control              | 控制                 | 控制                  | 控制                 | 控制                  | 控制                    | 控制                  | 控制                 | 控制                    | 控制                 | 控制                 | 控制                    | 控制                 |
| F                    | 2.95               | 3.19                | 3.00               | 3.09                | 3.42                  | 2.98                | 2.89               | 3.18                  | 2.96               | 2.92               | 3.17                  | 2.83               |
| Adj - R <sup>2</sup> | 0.2192             | 0.2401              | 0.2240             | 0.2380              | 0.2656                | 0.2282              | 0.2201             | 0.2454                | 0.2267             | 0.2224             | 0.2507                | 0.2142             |
| observations         | 202                | 202                 | 202                | 202                 | 202                   | 202                 | 202                | 202                   | 202                | 202                | 202                   | 202                |

注: 表中\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平。下同。

进一步对不同背景 VC 在 IPO 前风投持股比例、第一大股东持股比例以及前十大股东持股比例的差异检验可以发现(表 3), 相比独立背景和企业背景, 政府背景的风险投资机构持股比例(Allvchold)均值和中位数分别为 15.14% 和 13.12%, 高于另两类背景的风险投资持股比例(分别是 13.19% 和 10.65%、10.25% 和 6.87%); 而对比三类不同背景风险投资持股比例(Allvchold)、第一大股东持股比例(Shr1)和扣除风险投资持股后的公司前十大持股比例之和(Shr10)的均值检验和中位数检验, 结果显示研究样本中政府背景参与的第一大股东持股比例(Shr1)和扣除风险投资持股后的公司前十大持股比例之和(Shr10)的均值和中位数(41.71% 和 39.54%、77.42% 和 79.78%)



显著低于独立背景 (50.56% 和 51.12%、81.83% 和 85.11%) 和企业背景 (51.19% 和 51.72% 和 83.51% 和 85.93%)，但是独立背景和企业背景风险投资机构之间差异并不明显。这一结果表明政府背景风险投资参与企业的股权结构与独立/企业背景参与存在显著差异，所以也更加说明了风险投资背景异质性是影响风险投资参与公司治理动机和效果的重要因素。综上，本文的假设 2 基本得到了验证。至于独立背景风险投资向企业派出董事和专业董事对 IPO 前盈余管理影响未获得验证，其原因可能是由于我国风险投资市场发展尚未成熟，独立背景风险投资虽然具有较强的逐名动机，但是由于 IPO 后锁定股份因素的影响<sup>①</sup>，独立背景风险投资也会在一定程度上关注企业的长远发展，以便寻求更好的机会退出，获取超额的投资收益，因此其参与风险企业治理并未体现出明显加剧 IPO 前盈余管理的迹象。

表 3 IPO 前风投持股比例/第一大股东持股比例/前十大股东持股比例的差异检验

|               | Allvchold   |        | Shr1       |        | Shr10      |        |
|---------------|-------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|               | Mean        | Median | Mean       | Median | Mean       | Median |
| 政府背景 (N = 56) | 0.1514      | 0.1312 | 0.4171     | 0.3954 | 0.7742     | 0.7978 |
| 独立背景 (N = 89) | 0.1319      | 0.1065 | 0.5065     | 0.5112 | 0.8138     | 0.8511 |
| 均值 t 检验       | -0.0195     |        | 0.0349 *** |        | 0.0396 *   |        |
|               | ( -1.132 )  |        | ( 3.042 )  |        | ( 1.543 )  |        |
| Wilcoxon 秩和检验 | -0.0247     |        | 0.1158 *** |        | 0.0533 **  |        |
|               | ( -1.247 )  |        | ( 3.218 )  |        | ( 2.258 )  |        |
| 政府背景 (N = 56) | 0.1514      | 0.1312 | 0.4171     | 0.3954 | 0.7742     | 0.7978 |
| 企业背景 (N = 57) | 0.1025      | 0.0687 | 0.5119     | 0.5172 | 0.8351     | 0.8593 |
| 均值 t 检验       | -0.0489     |        | 0.0948 *** |        | 0.0609 *** |        |
|               | ( -2.683 )  |        | ( 2.969 )  |        | ( 2.435 )  |        |
| Wilcoxon 秩和检验 | -0.0433 *** |        | 0.1218 *** |        | 0.0615 **  |        |
|               | ( -3.141 )  |        | ( 3.181 )  |        | ( 2.466 )  |        |
| 独立背景 (N = 89) | 0.1319      | 0.1065 | 0.5065     | 0.5112 | 0.8138     | 0.8511 |
| 企业背景 (N = 57) | 0.1025      | 0.0687 | 0.5119     | 0.5172 | 0.8351     | 0.8593 |
| 均值 t 检验       | -0.0294     |        | 0.0054     |        | 0.0213     |        |
|               | ( -1.766 )  |        | ( 0.180 )  |        | ( 0.884 )  |        |
| Wilcoxon 秩和检验 | -0.0378 *** |        | 0.0006     |        | 0.0082     |        |
|               | ( -2.734 )  |        | ( 0.162 )  |        | ( 0.780 )  |        |

注：括弧内均值 T 检验对应为 t 值，Wilcoxon 秩和检验对应为 z 值。

### (三) 稳健性检验

出于结果稳健性的考虑，本文进行了如下稳健性检验：(1) 根据修正 Jones 模型得到的应计盈余管理 DA，取虚拟变量 Dum\_DA，当 DA > 0 时，Dum\_DA 取值为 1，否则为 0，对模型(1)和模型(2)进行 Logit 回归，与 OLS 多元回归结果基本一致；(2) 根据风险投资机构是否向风险企业派出董事、监事或高管，引入虚拟变量风险投资机构是否参与公司治理 (Govern)，风险投资机构向企业派出董事、监事或高管时时取值为 1，否则为 0，替代原有的解释变量风投董事比例 (VCdu) 以及风投专业董事比例 (Produ)，对模型一和模型二进行 OLS 多元回归，回归结果基本一致，验证了本文的假设。

## 五、研究结论及启示

本文以 2008 ~ 2014 年深圳中小板风险投资参与的 IPO 公司为研究样本，实证检验了风险投资

<sup>①</sup> 整理本文的研究发现，独立背景风险投资 IPO 后锁定股份的比例均值为 9.042%，中位数为 7.27%，最大值达到 55.87%，方差为 0.0731。其 IPO 后锁定期均值为 1.6404，中位数为 1，最大值为 3，方差为 0.9293。说明独立背景风险投资 IPO 后仍然持有被投资企业一定的股份。



参与公司治理及其背景异质性对企业 IPO 前盈余管理的影响,具有重要的理论与现实意义。研究结果表明:风险投资向企业派出专业董事比例越高,越能抑制企业 IPO 前盈余管理行为,而风险投资持股比例以及向企业派出董事比例对企业 IPO 前盈余管理无显著影响。进一步引入风投背景考察其背景异质性导致参与公司治理的差异进而对企业 IPO 前盈余管理的影响是否存在差异。研究发现:政府背景风险投资参与公司治理有助于抑制企业 IPO 前盈余管理行为;独立背景风险投资和企业背景风险投资参与公司治理对风险企业 IPO 前盈余管理无显著影响。

尽管近年来我国的风险投资市场发展较快,但和西方发达国家相比,仍然存在较大的差距,风险投资机构良莠不齐,风险投资市场的发展仍然有待关注。因此,如何规范和引导我国风险投资行业的健康有序发展是一个亟待关注的问题。风险投资的资金来源、投资偏好、行业专长、投后管理方式、投资经验与信誉等方面的差异,使得风险投资的异质性愈发突出,且对风险投资的投资策略、增值服务能力与监督控制机制等产生明显的影响,因此,未来研究应重点关注由于风险投资背景方面的差异对风险投资机构监督认证作用的影响机理与路径。风险投资的快速发展为中小企业提供资金来源,但是由于风险投资机构对投资项目的监督管理不够,也为后来的投资失败埋下了隐患。本文的研究不仅有助于帮助风险投资机构设计合理的监管与激励机制,规避风险企业家的道德风险问题,充分发挥对风险企业的监督效应,为自身获取更好的投资收益,而且有助于优化风险企业内部的公司治理结构,提升治理效率。从而共同促进我国风险投资市场的健康有序发展。

#### 参考文献:

- [1] Lerner, J. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms [J]. *Journal of Finance*, 1995, 50(1): 301-318.
- [2] Gompers P. A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital [J]. *The Journal of Finance*, 1995, 50(5): 1461-1489.
- [3] 冯慧群. 风险投资对公司治理的影响效应——文献述评与研究展望 [J]. *现代管理科学*, 2016, (7): 67-69.
- [4] Rindermann G. The Performance of Venture-backed IPOs on Europe's New Stock Markets: Evidence from France, Germany and the UK [M]. London: Emerald Group Publishing Limited, 2005.
- [5] Brander J. A., Egan E. J., Hellmann T. F. Government Sponsored Versus Private Venture Capital: Canadian Evidence [Z]. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 2008.
- [6] 张学勇, 廖理. 风险投资背景与公司 IPO: 市场表现与内在机理 [J]. *经济研究*, 2011, (6): 118-132.
- [7] 陈伟, 杨大楷. 风险投资的异质性与 IPO 的影响研究——基于中小企业板的实证分析 [J]. *山西财经大学学报*, 2013, (3): 33-43.
- [8] Timmons J. A., Bygrave W. D. Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth [J]. *Journal of Business Venturing*, 1986, 1(2): 161-176.
- [9] Manigart S., Baeyens K., Van Hylte. The Survival of Venture Capital Backed Companies [J]. *Venture Capital*, 2002, 4(2): 103-124.
- [10] Baker M., Gompers P. A. The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering [J]. *The Journal of Law and Economics*, 2003, 46(2): 569-98.
- [11] Hochberg Y. V., Lu Y. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2005, 62(1): 251-301.
- [12] 谈毅, 叶岑. 风险投资在公司治理结构中的效率分析 [J]. *中国软科学*, 2001, (4): 46-51.
- [13] Guo D., Jiang K. Venture Capital Investment and the Performance of Entrepreneurial Firms: Evidence from China [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 22(3): 375-395.
- [14] Marco, D. R., Marfa, F. P. The Effect of Venture Capital Oninnovation Strategies [Z]. *SSRN Working Paper*, 2007.
- [15] 许昊, 万迪昉, 徐晋. 风险投资辛迪加成员背景、组织结构与 IPO 抑价——基于中国创业板上市公司的经验研究 [J]. *系统工程理论与实践*, 2015, (9): 2177-2185.
- [16] Bottazzi L., Rin M. D., Hellmann T. Who are the Active Investors? Evidence from Venture Capital [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(3): 488-512.
- [17] Kaplan, Steven K. and Per Stimbers. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Con-

- tracts [J]. Review of Economic Studies, Vol. 2003, 70, No. 2: 281 – 315.
- [18] Kim H. , Lim C. Diversity, Outside Directors and Firm Valuation: Korean Evidence [J]. Journal of Business Research, 2010, 63(3): 284 – 291.
- [19] Monks R. A. G. , Minow N. Corporate Governance, Fifth Edition [M]. New York: John Wiley & Sons, 2011.
- [20] Abbott, L. J. , Y. Park, S. Parker. The Effects of Audit Committee Activity and Independence on Corporate Fraud [J]. Managerial Finance, 2000, 26(11): 55 – 67.
- [21] 吴清华, 王平心. 审计委员会治理: 防范校企合作创新中逆向选择风险的作用 [J]. 管理工程学报, 2008, (1): 137 – 139.
- [22] Kortum S. Lerner J. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation [J]. Rand Journal of Economics, 2000, 31(4): 674 – 692.
- [23] Tereza Tykvova. Venture – backed IPOs: Investment Duration and Lock – up by Venture Capitalists [J]. Social Science Electronic Publishing, 2003.
- [24] Markku J. Maula, Gordon Murray. Corporate Venture Capital and The Creation of U. S. Public Companies: The Impact of Sources of Venture Capital on the Performance of Portfolio Companies [M]. London: Blackwell Publishers, 2001.
- [25] Maula M. , Autio E. , Murray G. Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What do They Know, Who do They Know, and Should Entrepreneurs Care? [J]. Venture Capital, 2005, 7(1): 3 – 21.
- [26] Siegel R. , Siegel E. , Macmillan I. C. Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles, and Performance [J]. Journal of Business Venturing, 1988, 3(3): 233 – 247.
- [27] Yost, M. , Devlin, K. , The State of Corporate Venturing [J]. Venture Capital Journal, 1993, 9: 37 – 40.
- [28] Ernst and Young. Corporate Venture Capital Report [R]. 2002.
- [29] Rudy Aernoudt, Amparo San Jose. Executive forum: Early Stage Finance and Corporate Venture——Two Worlds Apart? [J]. Venture Capital An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2003, 5(4): 277 – 286.

## VC's Heterogeneities, Corporate Governance Mechanisms and Earnings Management Pre-IPO

XU Hong, LIN Zhonggao, ZHU Yaping

(School of Buisness, Anhui University of technology, Ma'an Shan 243002, China)

**Abstract:** Based on the empirical data of 202 SME companies backed by venture capital from 2008 to 2014, this paper studies how the VC's participation in corporate governance affects the companies' earnings management pre-IPO. It shows that the ratio of VC's ownership and the proportion of directors appointed by VC institutions have no obvious effect on the earnings management pre-IPO, but the ratio of professional directors appointed by VC institutions has a significantly negative correlation with the earnings management pre-IPO. This paper further distinguishes the different backgrounds of venture capital and finds that VC backed by government could restrain companies' earnings management pre-IPO by participating in corporate governance, but the independent and corporate backed VCs have no obvious impact on the earnings management pre-IPO. Based on the analysis above, this paper concludes that although VC has become an ordinary mechanism of external governance, its governance capability and effect is restricted by different institutional environment. The conclusion of the study provides empirical evidence for the further improvement of VC's environment.

**Key words:** Venture Capital; Corporate Governance Mechanisms; Heterogeneities of VCs' background; Earnings Management Pre-IPO

(责任编辑: 赵 婧)