



风险投资声誉、政治关联与被投资企业绩效

——来自中国上市公司的证据

吴 骏¹ 李 娅² 林润辉^{1,3} 谢在阳¹ 李红玉⁴

(1. 南开大学 商学院, 天津 300071; 2. 天津工业大学 经济与管理学院, 天津 300387;
3. 南开大学 中国公司治理研究院, 天津 300071; 4. 天津市创业投资发展中心 天津 300384)

摘要:基于委托代理理论和资源依赖理论,探讨了风险投资的声誉对被投资企业绩效的影响,并关注了风险投资的政治关联对二者关系的调节效应。以2009—2013年519家IPO上市公司为研究样本,结果表明:基于认证功效和监督功效,风险投资声誉对被投资企业绩效具有显著的正向影响;风险投资的政治关联降低了被投资企业绩效,并且在风险投资声誉与被投资企业绩效之间关系中起负向调节作用。

关键词:风险投资;声誉机制;政治关联;企业绩效;被投资企业

中图分类号:F273.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-0241(2018)10-0041-10

0 引 言

风险投资机构(简称风投)在西方发达的资本市场由来已久,作为初创企业的重要融资来源,风险投资在促进一国科技创新与经济增长中发挥重要作用^[1]。风投为具有高增长潜力的未上市企业进行股权投资并提供创业管理服务,以期取得高资本增值收益^[2]。

从20世纪90年代开始,风险投资对于被投资企业绩效成为学者研究的重要领域,出现了较多的研究成果。基于委托代理理论,风投从出资人手中募集资金,然后通过专业经验和社会关系网络筛选被投资企业并完成投资,在被投资企业实现增值后完成退出,将收益回馈出资人。这种运作模式形成了出资人和风险投资机构、风险投资机构和被投资企业的双重委托代理关系^[3]。认证模型认为股票市场存在信息不对称,风险投资持股将作为企业的认

证,高声誉的风险投资机构能够向投资者传递企业良好发展的积极信号^[4];不仅如此,Sahlman认为声誉机制可以控制风险投资的错误认证^[5],风险投资采取有限合伙制和有限存续期,为了顺利募集下一期基金,风险投资机构具有很强的“逐名动机”。风险投资往往愿意花更多的时间监督被投资公司,使其更快地通过IPO进入资本市场^[6]。并且,资源依赖理论认为,高声誉的风险投资能够促进新创企业获得外界关键资源,能够帮助新创企业建立并扩大社会网络关系^[7]。这意味着,在欧美等国,声誉机制成为缓解出资人与风险投资机构的重要机制。但是,已有研究对中国风投的声誉机制形成一致的研究结论。

与此同时,与欧美等民营风险投资机构不同,中国风险投资机构多数与政府存在千丝万缕的联系。根据吴超鹏等2002—2009年的统计,60.5%的风险

收稿日期:2018-02-26

基金项目:国家自然科学基金青年基金项目(71702128);教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(16JJD630002);天津市科技发展计划(16ZLZXZF00470)

第一作者简介:吴骏(1969—),男,湖北武汉人,南开大学商学院,高级经济师,博士研究生,研究方向:管理科学与工程。

通信作者:李娅,liya@tjpu.edu.cn

投资机构的有限合伙人或股东具有来自中央或地方国资委、地方政府、发改委、科技部等国有背景^[8]。

已有研究开始关注风险投资领域中政府扮演着“掠夺之手”还是“扶持之手”的角色。余琰等研究表明,国有风险投资在投资行为上并没有体现出政策初衷,并且在扶持创新上也没有表现出显著的价值增值作用^[9]。张学勇等研究表明相对于政府背景的风险投资机构,外资和混合型背景的风投IPO抑价率更低,股票市场累计异常回报率较高^[10]。这意味着政府通过控股风险投资机构更多地担任了“掠夺之手”的角色。另一方面,为了引导和带动当地的创业投资氛围,我国各省市纷纷建立了政府创业投资引导基金(简称政府引导基金)^[11]。政府引导基金凸显了政府在参与风险投资过程中的“扶持之手”。与政府直接出资相比,引导基金通过将政府资金参股形式参与创业投资,并委托专业化团队进行管理。在这种运作模式下,政府与机构之间更多的是合作联系,同时,风投机构也具备了一定的政治关联属性。

为整合已有理论,并深化我国风险投资机构对被投资企业影响问题的理解。本文以2009—2013年519家上市公司为研究样本,拟重点探讨以下3个问题:(1)国内风投的声誉对被投资企业绩效产生怎样的影响?(2)与非政治关联的风投相比,具有政治关联的风投是否能为被投资企业绩效带来更积极(或消极)的影响?(3)国内风险投资与被投资企业绩效的关系,是否会因为风投的政治关联而存在显著差异?这些问题的回答,不仅有助于进一步拓展风投与被投资企业关系的理论研究,对企业的管理实践也具有重要的启示意义。

1 理论分析与研究假设

1.1 声誉与被投资企业绩效

声誉是风险投资机构在与市场长期交易和重复博弈中形成的结果,是一种当市场参与者之间存在信息不对称时可以带来经济效用的一种重要的

无形资产^[12]。风投声誉由其过去的投资经验及良好的市场表现长期积累而成,在高度竞争的风险投资行业中,高声誉风险投资不仅可以获取更多高品质创业企业的青睐,同时还能吸引到更多知名的承销商、会计师事务所、律师等,是风险投资获取竞争优势的关键^[13]。高声誉风险投资对于被投资企业具有很强的认证功效和监督功效。对于二级市场投资者而言,高声誉风险投资持股往往能释放出被投资企业具有良好发展前景的信号,降低投资决策过程中的信息不对称及对企业价值评估的不确定性。支持认证功效假说的学者认为高声誉风险投资更有利于传递有关企业真实价值和品质的可靠信息^[14]。风险投资的监督功效表现在通过自身实力和专业水平筛选出具有发展潜力的创业企业,并参与完善公司治理和监督财务绩效,提升被投资企业价值与IPO的可能性。已有研究认为,高声誉风险投资能利用既有关系网络,为被投资公司提供更多元、更高附加值的服务,如提升被投资企业董事会的独立性和治理效率^[15]、优化高管薪酬设计^[16]、有效抑制自由现金流的过度投资等^[7]。

在风险资本投资的不同阶段,声誉对被投资企业绩效的影响主要表现在:在投资初期,高声誉风投公司通常拥有雄厚的资金和丰富的投资经验,相比其他投资者更有能力挑选优质的创业企业或创业项目^[6],且对于市场上其他利益相关者,风险投资的声誉有助于向他们传递被投资企业价值和潜在信息,降低不信赖感。此外,经由高声誉风投认证的被投资企业,通常更容易获得与知名商业伙伴进行合作、交易的机会。在投资中期,风险投资为了维护自身的声誉,会更好地为被投资企业提供增值服务,积极地参与完善公司治理和制定公司发展战略,提升被投资企业竞争力和绩效水平,从而更快速地帮助被投资企业IPO或新一轮融资^[17]。Sahlman指出,高声誉风投在投资中会通过阶段性注入资金的方式,监督被投资企业做出更谨慎的经营决

策^[5]。在投资后期,作为创业资本最具盈利性的退出方式^[18],被投资企业IPO通常被视为衡量风险投资声誉的重要因素之一。研究发现,风险投资的声誉越高,IPO企业的折价幅度越小^[6],且由于高声誉风投往往会督促IPO企业提高质量以维持自身的声誉,因此拥有高声誉风投支持的企业上市后长期绩效也更好^[19-20]。综上,本文认为,高声誉风投对被投资企业绩效具有正向影响。因此,本文提出以下假设:

假设H1:与低声誉风投相比,高声誉风投的被投资企业的绩效更高。

1.2 政治关联与被投资企业价值

资源依赖理论认为,风险投资在新创企业与环境起着“界限扳手”的作用,风险投资本身具有很强的“结构洞”属性,能够促进新创企业获得外界关键资源,能够帮助新创企业建立并扩大社会网络关系^[7]。如果风险投资本身具有政治关联,那么被投资企业也会进入具有政治关联特征的社会网络关系中。

然而,置于政治关联的社会网络中的被投资企业到底会受到何种影响,这一问题也体现了“扶持之手”与“掠夺之手”的争论。学者认为政治关联有助于被投资企业突破融资约束^[21],获得更多的税收优惠和财政补贴^[22],但同时企业也会承担更多的社会性负担,例如扩大就业,增加慈善捐款等^[23-24]。

在风险投资领域中,已有研究主要支持了“掠夺之手”的观点。余琰等认为国有风险投资在投资行为上并没有体现出其政策初衷,并且在扶持创新上也没有表现出显著的价值增加作用^[9]。张学勇等认为相对于国有背景的风险投资,外资背景风险投资倾向更加谨慎的投资策略,投资之后对公司治理结构安排会更加合理,并且公司具有较好的盈利能力,这些投资行为最终为被投资企业带来更低的股票IPO抑价率和更高的回报率^[10]。吴斌等证实,风险投资企业家的政府背景对被投资企业成长能力产生负向影响^[25]。

随着政府引导基金的兴起,政府直接出资建立风险投资的情况越来越少,政府背景风险投资逐渐退出主流舞台,但是本文认为政府对被投资企业的影响不会消失。从地方政府引导基金的具体要求来看,地方政府设立引导基金的目的往往是服务于招商引资和扶持本地企业的发展,因此往往明文规定地域投资限制和被投资企业规模限制。基于委托代理理论,这些限制很可能引起逆向选择,接受引导基金的风险投资会受到地方引导基金投资偏好和管理规定的影响,削弱了部分决策主导权,可能进一步影响被投资项目筛选的独立性、投资中期的公司治理参与程度和资本退出决策的选择。综上,本文认为,风投的政治关联显著降低了被投资企业绩效。因此,本文提出以下假设:

假设H2:与非政治关联风投的被投资企业相比,具有政治关联风投的被投资企业绩效更低。

1.3 政治关联对声誉与被投资企业绩效关系的调节作用

前文分析指出,声誉作为衡量风险投资以往市场表现和未来投资能力的重要无形资产,具有降低市场投资者信息不对称、吸引更多知名合作商、筛选优质创业企业等诸多优势。同时,作为专业的投资机构,高声誉风投还能凭借丰富的投资经验和专业实力为被投资企业提供更加完善、高品质的增值服务。然而,在转型经济下的中国,市场机制发展尚不成熟,政府干预经济现象普遍情况下,对于具有政治关联背景的风投资本,可能会弱化声誉对被投资企业带来的积极影响。

在投资前期,具有政治关联背景的高声誉风投受到投资行为偏好的影响,也会依赖政治关系去寻找项目,项目的筛选和质量会受到一定程度的削弱,而相对于没有政治关联背景的高声誉风投,由于较少受到“关系”的牵绊,更倾向于依靠声誉机制和市场化手段对创业企业进行投资。

在投资中期,风投为了维护自身声誉,会积极

为被投资企业提供专业的增值服务,提高企业价值。但由于政治关联作为一项非正式制度,为被投资企业获取资源提供了诸多便利,往往会降低风险投资对被投资企业实施监督与管理的动机和积极性。因此,具有政治关联的风投通常不倾向于采用专业化的管理方式^[26],进而阻碍了被投资企业治理效率的提升。也有文献指出,企业家为了获得资源垄断和维系政治资源,会不惜付出高昂的“寻租”成本^[27],这也使得具有政治关联的风投花费更少的时间和精力对被投资企业进行有效监督。

在投资退出期,中国企业所面临的资本市场和IPO过程仍存在诸多不透明因素,如初审意见不公开、未过会的原因不公布等^[28]。被投资企业上市过程信息不对称问题严重。而对于具有政治关联的风投而言,其更熟悉政府的管制规则和政策导向,更有可能通过政治资源干预,推动被投资企业的盈余管理行为以获取企业IPO的资格^[29]。在被投资企业IPO环节,具有政治关联的风投更容易获得更多的信息。非正式制度安排更具有有效性,从而削弱了声誉这类正式制度对被投资企业绩效所带来的影响。

虽然,具有政府背景的风险投资同样具有声誉作用,能向市场上的投资参与者传递被投资企业获得政府支持及企业实力的信号,但在中国风投市场发展尚不完善的初级阶段,政治关联带来的负面作用会弱化声誉对被投资企业的影响。综上,本文认为,政治关联对风投声誉与被投资企业绩效具有调节效应。因此,本文提出以下假设:

假设H3:政治关联负向调节了声誉与被投资企业绩效间的关系。

2 研究设计

2.1 样本选择

本文选取2009—2013年在境内和境外上市的中国519家IPO企业作为样本研究汇总了中国香港上市和全球股票2类证券市场IPO信息。样本

筛选遵循以下原则:剔除了金融类上市公司;剔除被ST和PT的上市公司以及截止2014年已经退市的公司;剔除基础信息缺失的数据。经筛选,共获得519家企业观测值,境内上市383家,境外上市136家。

样本选取了从2009年以来的上市公司数据,目的在于避免2008年金融危机影响所造成的资本市场异常波动。样本中被投资企业的财务经营数据主要来自Wind数据库,VC企业声誉及其他属性信息主要来自清科数据库。

本研究进行了两阶段的数据搜集整理工作。第一阶段从Wind数据库搜集了1039家IPO企业作为观测值,获得IPO企业董事会构成、十大股东及财务绩效等信息。通过招股说明书,可以获得股东概况信息,并识别前十大股东是否包含风险投资企业(股东名称包括资本、投资、基金等字样),整理为风险投资企业名录。第二阶段,从清科数据库筛选确认风险投资企业名录中的企业是否具有VC或私募资质、声誉及VC董事长或总经理的简历等信息。根据VC董事长或总经理简历确认该VC是否具有政治关联。根据股东概况信息,将两阶段搜集的数据进行匹配,最终获得了519家VC支持的IPO企业作为样本数据。

2.2 研究模型与变量选取

为了验证前文假设,本文设计了以下研究模型。其中,模型(1)与模型(2)检验了风险投资声誉及政治关联变量对被投资企业绩效的影响,模型(3)引入声誉与政治关联的交互项作为调节变量,考察政治关联对风险投资声誉的调节作用,如果交互项的系数显著为负,说明政治关联对风险投资声誉与被投资企业绩效的关系具有抑制作用;反之,则有促进作用。

$$Tobins'Q = \beta_0 + \beta_1 REP + \beta_2 VC_Bak + \beta_3 VC_AGE + \beta_4 SYN + \beta_5 URE + \beta_6 Top1 + \beta_7 Ass + \beta_8 LEV + \beta_9 Sales + \beta_{10} AGE + \sum \alpha_i Ind + \sum b_i Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Tobins'Q = & \beta_0 + \beta_1 REP + \beta_2 VC_PC + \\ & \beta_3 REP \times VC_PC + \beta_4 VC_Bak + \\ & \beta_5 VC_AGE + \beta_6 SYN + \beta_7 URE + \beta_8 Top1 + \\ & \beta_9 Ass + \beta_{10} LEV + \beta_{11} Sales + \beta_{12} AGE + \\ & \sum \alpha_i Ind + \sum b_i Year \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} Tobins'Q = & \beta_0 + \beta_1 REP + \beta_2 VC_PC + \beta_3 VC_Bak + \\ & \beta_4 VC_AGE + \beta_5 SYN + \beta_6 URE + \beta_7 Top1 + \\ & \beta_8 Ass + \beta_9 LEV + \beta_{10} Sales + \beta_{11} AGE + \\ & \sum \alpha_i Ind + \sum b_i Year + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

2.2.1 被解释变量

模型中,本文采取托宾 Q 值($Tobins'Q$)作为被解释变量。托宾 Q 是企业市场价值与总资产账面价值的比值,由于托宾 Q 值具有不易被操控,且能反映企业长期绩效和未来现金流收益的优点,常在研究中用以衡量企业的经营绩效。本文选取上市后被投资企业当年的托宾 Q 值作为反映当期企业绩效的变量。

2.2.2 自变量

声誉(VC_REP)。本文采纳陈见丽的做法^[30],使用清科集团每年发布的《中国股权投资年度排名》为依据衡量国内风投声誉。本文参照陈见丽的做法,取前十名高声誉,赋值为1,其他为低声誉,赋值为0。对于中国香港和美国证券市场,本文使用亚太(投融资)华人经济年会上公布的《国际投资机构100强排行榜》为依据判断境外VC的声誉。该排名具有很高的权威性,排名综合了VC的经验、年龄、资本规模、盈利及专业技能的评分来衡量VC在中国香港和美国市场上的声誉,也分别以美国和中国香港排名前十名高声誉。

政治关联(VC_PC)。本文根据Fan等和杜兴强的定义^[26,31],如果风险投资的董事长、总经理曾经或现任政府部门(或军队)官员、人大代表或政协委员,参与国有银行任职、商业性行业协会担任会长、劳动模范的称号或者受到政府嘉奖,则认为该政治关联属性记为1,否则为0。

2.2.3 控制变量

本文控制了VC和被投资企业2方面的特征,包括风投背景、风投经验、主承销商的声誉、第一大股东持股、企业规模、资产负债率、销售收入及成立年限。风投背景(VC_Bak)控制了国外VC和本土VC在知识结构上的差异^[32]。风投经验(VC_AGE)控制了VC随着成立时间增长所掌握隐性投资知识和能力的不同^[33]。联合投资(SYN)考虑了辛迪加投资模式带来更高投资成功率的现象^[33]。第一大股东持股比例是公司治理的主要度量指标,是投资者评价股权集中度和高管尽责程度的信号^[34]。主承销商声誉是对IPO市场价值的背书,声誉高的承销商的股票折价率低于声誉低的承销商^[35]。在此基础上,本文还考虑了上市公司经营能力的主要特征,设置了企业规模(Ass)、资产负债率(LEV)、销售收入($Sales$)、年龄(AGE)、行业(Ind)和上市年限($Year$)等变量(见表1)。

3 实证结果

3.1 描述性统计

表2报告了各变量描述性统计结果。从表中可以看出,反映企业绩效的托宾 Q 值平均数为2.87(其中,国内样本为3.07,海外样本为2.27),标准差为1.64,说明被投资企业绩效整体水平较好且差异不大。从声誉变量来看,样本整体声誉的平均值为0.39(其中,国内样本为0.11,海外样本为0.21),相比之下,投资海外上市企业的风投声誉水平比投资于国内的风投声誉水平要高。进一步地,对于风投政治关联变量,总体平均值较低,为0.14,但从分类样本来看,国内资本市场的政治关联水平达到0.5,说明在有风投支持的国内IPO企业中,有一半的风投具有政治关联背景,初步证实了国内风投市场中政治关联现象普遍存在,而对于海外样本,风投的政治关联现象并不明显。

3.2 相关分析

在对模型进行回归前,本研究进行了变量之间

Pearson 相关系数检验,表3报告了模型相关性分析结果。表中数据显示,各变量之间的相关系数均小于0.5,说明不存在严重的多重共线性问题。进一步地,从表中可以看出,风投声誉与被投资企业绩效具有正相关关系,而风投政治关联变量与被投资企业绩效负相关,初步验证了假设H1和假设H2。说明风投声誉基于认证功效和监督功效对被投资企业的成长具有正效用,相反,政治关联作为弥补市场机制缺失的一种非正式制度,对被投资企业的绩效产生负面影响。

3.3 回归分析

本文首先对样本总体中声誉与被投资企业绩效关系进行回归检验;其次,检验风投政治关联与被投资企业绩效之间的关系;最后,本文引入政治关联与声誉的交互项,分析政治关联在其中所起的调节作用。

表4报告了全样本回归结果。其中,模型1对假设H1进行了检验,回归结果表明风投声誉对企业价值托宾 Q 在5%的水平下成显著的正向作用 ($\beta = 0.088, p < 0.05$)。模型1的 R^2 为0.186,假设H1

表1 变量说明

变量	符号	测量指标
因变量	托宾 Q 值	$Tobins'Q$
自变量	风投声誉	VC_REP
	风投政治关联	VC_PC
控制变量	风投背景	VC_Bak
	风投经验	VC_AGE
	联合投资	SYN
	主承销商的声誉	URE
	第一大股东持股比例	$Top1$
	企业规模	Ass
	资产负债率	LEV
	销售收入	$Sales$
	年龄	AGE
	行业	Ind
	上市年限	$Year$

表2 描述性统计

变量	样本总体		国内上市		海外上市	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
$Tobins'Q$	2.87	1.64	3.07	1.35	2.27	2.16
VC_REP	0.39	0.49	0.11	0.31	0.21	0.41
VC_PC	0.14	0.34	0.50	0.50	0.07	0.26
VC_Bak	0.26	0.44	0.08	0.28	0.75	0.43
VC_AGE	13.76	14.23	12.39	9.56	17.59	22.32
SYN	2.16	1.72	2.26	1.75	1.86	1.60
URE	0.51	0.50	0.50	0.50	0.52	0.50
$Top1$	35.10	16.48	34.19	13.68	37.63	22.44
Ass	11 042.38	124 381.32	1 738.49	2 234.28	37 243.80	241 682.42
LEV	0.47	0.21	0.44	0.16	0.56	0.28
$Sales$	20.49	2.32	20.64	1.04	20.08	4.16
AGE	7.83	0.88	8.18	0.42	6.85	1.08
Ind	4.75	2.31	4.70	2.36	4.88	2.17
$Year$	2.75	1.08	2.63	0.91	3.08	1.42
N	519		383		136	

得到验证。实证结果表明,与低声誉的风投企业相比,高声誉风投的被投资企业的当年市场表现更高,即风险投资的声誉对被投资企业绩效具有显著的正向影响,该结果对已有研究进行了支持性验证。模型2报告了假设H2的回归结果,风投的政治关联对被投资企业价值托宾 Q 在10%的水平下成显著的负向作用($\beta = -0.084, p < 0.1$)。模型2的 R^2 为0.191,验证了假设H2。实证结果表明,与无政治关联的风投企业相比,政治关联风投的被投资企业的当年市场表现更低。模型3检验了政治关联对声誉与被投资企业绩效关系的调节效应,实证结果表明,风投政治关联在5%的显著水平上对其声誉机制的影响起到了负向调节作用($\beta = -0.136, p < 0.05$),假设H3得到验证。

此外,在控制变量上,风投经验与IPO企业价值成显著的正向关系($\beta = 0.087, p < 0.1$),表明风投企业的经验越丰富,被投资企业的IPO市场表现越高。另外,被投资企业的资产负债率与企业价值成负向关系($\beta = -0.186, p < 0.01$),表明高杠杆的被投资企业会给投资者带来高风险的信息,IPO价值越低。

4 研究结论与启示

本文基于中国风险投资者视角,利用2009—

2013年间519家IPO上市公司的研究样本,分别探讨风险投资声誉与政治关联对被投资企业绩效影响的内在机理,以及政治关联在声誉与被投资企业绩效关系中所起的调节作用。

4.1 理论贡献

本文关注了风险投资研究领域中所存在的不足:(1)风投的声誉机制在西方发达市场得到充分的验证^[18,33],但在中国市场未得到有效检验;(2)有研究关注了政府背景的风险投资机构对被投资企业的影响^[25],但是引导基金模式兴起下风投的政治关联如何影响被投资企业绩效未被充分探讨;(3)新兴市场情境下,政治关联是否改变了高声誉风投的决策行为模式,从而会弱化了风投的声誉机制?这一问题尚未得到系统解释。

本文的主要研究贡献是:第一,本文整合了委托代理理论和资源依赖理论,强调了风投声誉具有较强的认证功效和监督功能,减少了信息不对称和提供外部资源,显著促进被投资企业绩效。该结论证明我国风险投资机构的声誉机制业已形成,并对被投资企业绩效产生积极影响,与西方发达资本市场的主流观点一致^[18,33]。

第二,本文将引导基金模式下的风投政治关联

表3 相关分析

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1.Tobins'Q	1													
2.VC_REP	0.074	1												
3.VC_PC	-0.012	0.093*	1											
4.VC_Bak	-0.077	0.167**	-0.460**	1										
5.VC_AGE	0.033	0.263**	-0.074	0.313**	1									
6.SYN	-0.022	0.185**	0.075	-0.082	0.030	1								
7.URE	0.021	-0.007	0.084	0.034	0.016	0.116**	1							
8.Top1	-0.099*	0.004	-0.008	-0.042	-0.112*	-0.065	0.033	1						
9.Ass	-0.083	0.103*	-0.004	0.064	0.173**	0.074	-0.005	-0.006	1					
10.LEV	-0.213**	0.063	-0.128**	0.164**	0.169**	-0.038	0.031	0.028	0.163**	1				
11.Sales	0.055	-0.031	0.046	-0.049	-0.039	-0.032	0.086*	0.035	-0.345**	0.130**	1			
12.AGE	0.095*	-0.025	0.270**	-0.393**	0.016	0.123**	0.045	-0.201**	0.069	-0.084	0.014	1		
13.Ind	0.069	0.048	-0.019	0.042	0.064	0.084	-0.003	-0.082	0.065	-0.189**	-0.189**	0.024	1	
14.Year	-0.348**	0.040	-0.045	0.101*	0.088*	0.190**	0.099*	0.152**	0.070	0.056	-0.230**	-0.081	0.049	1

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%显著性水平,下同

属性作为研究对象,由于政府干预和企业盈余管理行为,政治关联显著降低了被投资企业的绩效水平。本研究进一步刻画了我国风险投资所处的制度环境,在以往文献关注声誉的正式制度的基础上,引入了政治关联的非正式制度安排,并丰富了政治关联的内涵。

第三,研究结论检验了政治关联在风投声誉机制和被投资企业绩效之间的负向调节关系,弥补了以往研究大多缺乏情境机制分析的不足。这

有利于深入了解具有政治关联的高声誉风险投资机构可能存在的行为模式差异,从而深刻地揭示了声誉影响被投资企业绩效的作用机制与情境条件。

4.2 实践启示

本文的实践启示体现在:第一,风险投资机构应重视并积极建立自身的行业声誉。由于认证功效和监督功效,高声誉的风险投资机构可以有效促进被投资企业绩效提升。与此同时,高声誉的风险投资机构也要审慎地面对与政府机构的链接和政府资本的吸纳。因为风险投资机构可能会造成自身投资决策和行为模式的变化,进而影响声誉机制的发挥和形成,削弱促进被投资企业绩效提升的能力。第二,创业企业应积极寻求与高声誉风险投资机构的合作,并谨慎应对具有政府背景的风险投资,吸纳具有政治背景风投机构的资本不利于创业企业的绩效提升。与商业化高声誉风投相比,具有政治背景的高声誉风投合作所带来的上市绩效增长的水平更低,不一定能带来积极的市场预期。第三,对于政府而言,地方政府在出台引导基金政策时要考虑风险投资机构充分的决策自由度,减少政治干预。在政府引导基金模式替代政府直接出资设立风险投资后,政府背景对于风险投资和被投资企业仍然存在一定影响。

4.3 研究局限与未来展望

本研究采用了基于行业排名的声誉度量方法。这一方法被大量文献所采用^[18, 33, 36],但是声誉这一变量仍然可以使用多种方式进行刻画。未来研究可以进一步丰富度量VC声誉的多种维度,并用于检验对IPO企业绩效的不同影响。其次,本研究样本只限定于中国的VC投资企业,研究结果局限于中国VC支持企业的制度情境,没有涉及其他国家。未来可以尝试增加更多国家的企业样本,特别是其他新兴市场,可以深入开展新兴市场与欧美发达市场的比较式研究。

表4 全样本回归结果

变量	模型1	模型2	模型3
<i>VC_REP</i>	0.088**	0.102**	0.199***
	2.069	2.340	3.21
<i>VC_PC</i>		-0.084*	-0.057
		-1.795	-1.192
<i>VC_REP*VC_PC</i>			-0.136**
			-2.196
<i>VC_Bak</i>	-0.044	0.083	-0.106**
	-0.915	-1.594	-1.99
<i>VC_AGE</i>	0.087*	0.089**	0.080*
	1.947	1.977	1.790
<i>SYN</i>	0.002	0.005	0.008
	0.058	0.111	0.176
<i>URE</i>	0.062	0.071*	0.067
	1.521	1.730	1.633
<i>Top1</i>	-0.026	-0.025	-0.028
	-0.614	-0.599	-0.667
<i>Ass</i>	-0.060	-0.059	-0.066
	-1.341	-1.314	-1.478
<i>LEV</i>	-0.186***	-0.188***	-0.195***
	-4.290	-4.316	-4.479
<i>Sales</i>	-0.014	-0.011	-0.008
	-0.302	-0.237	-0.173
<i>AGE</i>	0.030	0.035	0.030
	0.650	0.764	0.657
<i>Ind</i>	0.042	0.044	0.045
	0.995	1.047	1.074
<i>Year</i>	-0.346***	-0.347***	-0.350***
	-7.956	-7.969	-8.069
<i>R</i> ²	0.186	0.191	0.199
调整后的 <i>R</i> ²	0.167	0.17	0.176
ΔR^2	—	0.005	0.008
<i>N</i>	519	519	519

参考文献

- [1] 刘健钧. 风险投资制度创新论:“风险投资”范式的检讨[M]. 北京:济科学出版社,2004.
- [2] Kortum S, Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation[J]. *Rand Journal of Economics*, 2000,31(4):674-692.
- [3] 贾宁,李丹. 创业投资管理对企业绩效表现的影响[J]. *南开管理评论*,2011,14(1):96-106.
- [4] Megginson W L, Weiss K A. Venture capitalist certification in initial public offerings[J]. *Journal of Finance*, 1991,46(3):879-903.
- [5] Sahlman W A. The structure and governance of venture-capital organizations[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990,27(2):473-521.
- [6] Arthurs J D, Busenitz L W. Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists[J]. *Journal of Business Venturing*, 2006,21(2):195-215.
- [7] David G, Sirmon, Michael A, et al. Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003,27(4):339-358.
- [8] 吴超鹏,吴世农,程静雅,等. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究[J]. *经济研究*,2012(1):105-119.
- [9] 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(2):32-46.
- [10] 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.
- [11] 杨敏利,李昕芳,仵永恒. 政府创业投资引导基金的引导效应研究[J]. *科研管理*,2014,35(11):8-16.
- [12] Hsu D H. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation?[J]. *Journal of Finance*, 2004,59(4):1805-1844.
- [13] Gompers P A. Grandstanding in the venture capital industry[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996,42(1):133-156.
- [14] William L, Megginson, Kathleen A, et al. Venture capitalist certification in initial public offerings[J]. *Journal of Finance*, 1998,46(3):879-903.
- [15] Suchard J A. The impact of venture capital backing on the corporate governance of Australian initial public offerings[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009,33(4):765-774.
- [16] Hellmann T, Puri M. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence[J]. *Journal of Finance*, 2002,57(1):169-197.
- [17] Bradley D, Kim I, Krigman L. Top VC IPO underpricing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015(31):186-202.
- [18] Krishnan C, Ivanov V, Masulis R, et al. Venture capital reputation, Post-IPO performance, and corporate governance[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009,46(5):1295-1333.
- [19] Jelic R, Brahim S, Mike W. Performance of private to public MBOs[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2005,32(3/4):643-681.
- [20] 文守逊,张泰松,黄文明. 创业投资声誉、创业板IPOs初始收益和长期业绩[J]. *审计与经济研究*,2012,27(4):102-112.
- [21] 于蔚,汪森军,金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. *经济研究*,2012(9):125-139.
- [22] 余明桂,回雅甫,潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. *经济研究*,2010(3):65-77.
- [23] 梁敏歆,冯延超. 民营企业政治关联、雇员规模与薪酬成本[J]. *中国工业经济*,2010(10):127-137.
- [24] 贾明,张喆. 高管的政治关联影响公司慈善行为吗?[J]. *管理世界*,2010(4):99-113.
- [25] 吴斌,刘灿辉,史建梁. 政府背景、高管人力资本特征与风险投资企业成长能力:基于典型相关方法的中小板市场经验证据[J]. *会计研究*,2011(7):78-84.
- [26] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically-connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007,84(2):330-357.
- [27] Choi C J, Lee S H, Kim J B. A note on countertrade: Contractual uncertainty and transaction governance emerging economics[J]. *Journal of International*

- Business Studies, 1999,30(1):189-201.
- [28] 李敏才,刘峰. 社会资本、产权性质与上市资格[J]. 管理世界,2012(11):110-123.
- [29] 逮东,万丽梅,杨丹. 创业板公司上市后为何业绩变脸?[J]. 经济研究,2015(2):132-144.
- [30] 陈见丽. 风投介入,风投声誉与创业板公司的成长性[J]. 财贸经济,2012(6):57-64.
- [31] 杜兴强,郭剑花,雷宇. 政治联系方式与民营上市公司业绩:“政府干预”抑或“关系”[J]. 金融研究,2009(11):158-173.
- [32] Zajac E J, Lungeanu R. Venture capital ownership as a contingent resource: How owner-firm fit influences IPO outcomes[J]. Academy of Management Journal, 2016,59(3):930-955.
- [33] Nahata R. Venture capital reputation and investment performance[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 90(2):127-151.
- [34] 罗党论,唐清泉. 中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究[J]. 经济研究,2009(2):106-118.
- [35] 刘晓明,胡文伟,李湛. 中国股票市场IPO折价实证研究[J]. 管理科学,2009,22(4):87-96.
- [36] Gu Q, Lu X. Unraveling the mechanisms of reputation and alliance formation: A study of venture capital syndication in China[J]. Strategic Management Journal, 2014,35(5):739-750.

Reputation of Venture Capital, Political Connection and Performance of Portfolio Firm: Evidence from Chinese Listed Company

WU Jun¹, LI Ya², LIN Runhui^{1,3}, XIE Zaiyang¹, LI Hongyu⁴

(1. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. School of Economics and Management, Tianjin Polytechnic University, Tianjin 300387, China; 3. China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China; 4. Tianjin Venture Capital Development Center, Tianjin 300384, China)

Abstract: Based on the agency theory and resource dependence theory, this study focuses on the relationship of venture capital(VC)'s reputation and the performance of the portfolio firm as well as the moderating role of political connection of VC. We test the hypotheses on the sample of 519 Chinese IPO firms in the period of 2003 to 2013. The results show that VC reputation positively influences the performance of the portfolio firm, and the political connection of VC has the negative impact on the performance of the portfolio firm. The political connection negatively moderates the relationship between VC reputation and the performance of portfolio firm.

Key words: venture capital; reputation mechanism; political connection; firm performance; portfolio firm