

风险投资机构参与对公司 IPO 前盈余管理的影响

——基于创业板上市公司的数据

陆宇建, 马琳

(南开大学 商学院, 天津 300071)

[摘要] 基于创业板上市公司数据, 对风险投资机构参与及其特征对我国上市公司 IPO 前的盈余管理影响进行实证检验, 结果显示: 风险投资机构参与对上市公司 IPO 前的盈余管理起到了积极的认证和监督作用。在我国, 政府性资本占主要地位的风险投资机构更多地发挥了正面认证和监督作用。风险投资机构的声誉和数量对上市公司 IPO 前的盈余管理发挥了较大作用, 风险投资机构的声誉越高、数量越多, 上市公司 IPO 前一年的盈余管理程度越低。风险投资机构总持股比例与盈余管理程度无显著关系。

[关键词] 风险投资机构; 首次公开发行; IPO 前盈余管理; 会计信息; 资本市场; 资产报酬率; 创业板市场

[中图分类号] F234.4 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2014)05-0086-08

近年来, 风险投资行业表现极为活跃, 而被投资企业公开发行上市正成为风险投资机构退出被投资企业的重要方式。由于选择在创业板上市的企业期待获得发展所需资金, 因此他们可能会利用盈余管理达到创业板的上市要求或抬高股票发行价格, 而风险投资机构会通过价值认证效应和道德风险效应对公司 IPO 前的盈余质量产生影响。

Barry 等和 Sahlman 最早提出了价值认证模型, 该模型表明, 作为被投资企业的股东, 为了减少代理成本和获取较高收益, 风险投资机构会对被投资企业的会计信息进行认证^[1-2]。Morsfield 等和 Hochberg 研究发现, 若公司在 IPO 前及当年有风险投资者参与, 则公司的盈余管理程度更小; 若公司在 IPO 后有风险投资者参与, 则公司的盈余管理程度更低^[3-4]。Ball 和 Shivakumar 研究发现, 在英国, 一些有风险投资机构支持的公司的会计信息更加稳健, 其损失披露得更及时^[5]。Sharon 研究发现, 有风险投资机构参与的 IPO 公司会有更高的盈余质量, 在 IPO 后也会取得更出色的长期市场业绩^[6]。国内一些学者研究发现, 风险投资参与者在国内市场中起到了一定的认证监督作用。陈祥有对我国中小板上市公司研究发现, 与没有风险投资背景的公司相比, 有风险投资者参与的公司 IPO 前一年的盈余管理程度更低^[7]。

当然, 风险投资机构参与也可能引发道德风险问题, 这一观点最早由 Gompers 提出^[8]。风险投资机构的有限寿命决定了其可能存在道德风险, 而道德风险的最终后果之一就是降低公司的盈余质量。Darrough 和 Rangan 研究发现, 为了提高发行价格, 有风险投资机构参与的 IPO 公司会采用减少研发支出的方法来提高盈余^[9]。Cohen 和 Langberg 研究发现, 风险投资者通常作为大股东参与到公司经营中来, 他们可以直接获取所需信息, 因此他们会缺乏动力去监督公司的会计信息质量^[10]。

Wong 研究表明, 只有高质量的风险投资机构才会对上市公司 IPO 时的盈余管理起到抑制作

[收稿日期] 2014-04-28

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71372096); 天津市哲学社会科学研究规划项目(TJGL11-089)

[作者简介] 陆宇建(1971—), 男, 江苏南通人, 南开大学商学院副教授, 博士, 主要研究方向为资本市场财务与会计; 马琳(1989—), 女, 天津人, 南开大学商学院硕士生, 主要研究方向为财务理论与会计。

用^[11]。我国的风险投资机构与国外有较大不同。在我国,政府资本占据着资本来源的稳定位置,且中国的风险投资机构从一开始就是依靠政府资本起家的,政策性风险资本依然是国内风险投资的主要推动力量。政府资本的高公信力可能会促使风险投资机构积极贯彻政策制度,要求风险投资机构的行爲具有长期可持续,这种稳定的主流力量可能促使风险投资机构偏向发挥价值认证的作用。

一、理论分析与研究假设

(一) 风险投资机构参与对公司 IPO 前盈余管理的影响

风险投资机构和公司的一般股东在与公司管理层的委托代理关系方面存在一定的区别,风险投资机构投资于高风险企业的目的在于期待获得高回报、高收益。这一目标能否实现取决于两个方面:一是被投资企业自身的经营和发展状况,风险投资机构应非常关注被投资企业的财务信息,以确保得到真实的盈余数据。二是在提供资金的同时,风险投资机构应利用自身资源和经验为被投资企业提供增值服务,以使得被投资企业可以合理高效地利用资金来提高收益。为了长远的发展和追求更好的声誉,风险投资机构也会尽可能地为企业提供帮助和服务,这有利于减少管理层进行盈余管理的动机^[12]。当然,为了保持资金来源,被投资企业也会尽可能地满足风险投资机构的要求,以保证盈余质量。随着我国资本市场的不断完善以及风险投资行业竞争的日益加剧,风险投资机构更加注重自身声誉,以增强对被投资企业的价值认证作用和市场竞争力。此外,虽然政府资本占据着我国风险投资机构资本来源的稳定位置,但国有资本并非以盈利为唯一目标,它还承担着诸多社会责任,国有性质的风险投资机构有利于改善公司治理,约束公司的盈余管理行爲^[13]。基于以上分析,本文提出假设 1。

假设 1:风险投资机构的参与会降低公司 IPO 前的盈余管理程度。

(二) 风险投资机构特征对公司 IPO 前盈余管理的影响

1. 风险投资机构声誉对公司 IPO 前盈余管理的影响

声誉理论认为,声誉是企业重要的无形资产,拥有良好声誉的企业可以更好地维护客户群,并通过现有顾客吸引更多的新客户加入,也可在长期重复交易中降低交易成本。声誉理论从企业声誉的角度为风险投资机构的价值认证作用提供了理论基础。Vergin 和 Qoronfleh 认为,如果企业丧失良好的声誉,其就会失去客户的信任,失去未来业务^[12]。为了提高声誉,风险投资机构不仅会努力提高被投资企业的真实经营业绩,而且会注重盈余信息的真实性,降低管理层进行盈余管理的程度,充分发挥价值认证作用。也就是说,风险投资机构的声誉可能成为影响风险投资机构发挥认证作用的重要因素。基于以上分析,本文提出假设 2。

假设 2:风险投资机构的声誉越高,公司 IPO 前的盈余管理程度越小。

2. 风险投资机构数量对公司 IPO 前盈余管理的影响

如果一家公司只有一家风险投资机构支持,那么该公司会因资金需求而尽可能地迎合风险投资机构对其业绩的要求。如果一家公司有多家风险投资机构支持,那么多家风险投资机构就有可能相互制约,被投资企业则可以受到较少的牵制,并利用风险投资机构提供的资金和服务获得较好的发展。当然,多家风险投资机构的共同参与也说明被投资公司具有较强的发展潜力和能力,其不会单纯对某一家风险投资机构产生资金或其他方面的依赖性,因而公司上市前的盈余管理程度会更低。根据以上分析,本文提出假设 3。

假设 3:风险投资机构的数量与公司 IPO 前的盈余管理程度负相关。

3. 风险投资机构持股比例对公司 IPO 前盈余管理的影响

如果风险投资机构持股比例较高,那它就更可能对被投资企业的重要决策拥有更直接的参与权和决定权。随着国家政策导向的更加完善和严格,风险投资机构会更加遵循相关法律法规,重视被投资企业的业绩质量,促使被投资企业减少 IPO 前的盈余管理程度。根据以上分析,本文提出假设 4。

假设4:风险投资机构的总持股比例越高,公司IPO前的盈余管理程度越低。

二、研究设计

(一) 样本选择

本文选取2009年至2011年在深市创业板上市的282家公司作为研究样本,在对数据不全的样本公司进行剔除后,最终得到223个有效样本。表1描述了样本公司选取与风险投资机构支持情况。从表1中可以看出,2009年有36家公司成功登陆创业板,2010年和2011年这两年有200多家企业成功上市。在创业板上市企业中约一半有风险投资的背景,2009年有风险投资背景的IPO企业占比高达近64%,2010年和2011年有风险投资机构支持的企业也占到当年IPO公司的近50%。

(二) 变量选取与模型设定

表1 样本公司选取与风险投资机构支持情况

| 年份 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 合计 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| IPO公司数(家) | 36 | 117 | 129 | 282 |
| 数据不全的公司数(家) | 0 | 22 | 37 | 59 |
| 最终有效样本数(家) | 36 | 95 | 92 | 223 |
| 有风险投资机构支持的样本数(家) | 23 | 46 | 43 | 112 |
| 无风险投资机构支持的样本数(家) | 13 | 49 | 49 | 111 |
| 有风险投资机构支持的样本数占比(%) | 63.89 | 48.42 | 47.83 | 50.67 |

1. 变量选择

被解释变量为盈余管理(DROA)。本文在使用琼斯模型^[14]对样本公司IPO前2年的操控性应计利润进行估计时发现,回归模型整体上没有统计意义,原因可能是我国上市

公司进行盈余管理的手段往往不是通过应计项目,而是基于实际活动来实施的^[15-16]。Peasnell等指出,琼斯模型的截距为1/总资产,这不仅缺乏理论依据,而且使得模型的拟合度不可靠^[17]。由于无法运用琼斯模型分年度、分行业来估计操控性应计利润,本文参考黄福广等的研究^[18],采用上市公司IPO前各年的资产报酬率(ROA)与IPO当年资产报酬率之差作为盈余管理程度的估计值,差值越高,说明公司IPO前的盈余管理程度越高,原因在于:第一,资产报酬率是衡量公司盈利能力的一个综合指标;第二,如果公司IPO前的资产报酬率高,而IPO当年的资产报酬率开始下降,则我们可以初步推断公司在IPO前几年存在盈余管理。所有变量的具体定义见下页表2。

2. 模型设定

为检验假设1,本文设计如下多元回归模型:

$$DROA_t = \alpha_0 + \alpha_1 VC_t + \alpha_2 Size_t + \alpha_3 Age_t + \alpha_4 Leverage_t + \alpha_5 QuickRatio_t + \alpha_6 Growth_t + \alpha_7 Audit_t + \alpha_8 Underwriter_t + \sum_{c=1}^{16} \beta_{c,t} Industry_{c,t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中,t=-2,t=-1,t=0分别表示公司IPO前2年、IPO前1年和IPO当年。另外,为了检验假设2、假设3和假设4,本文分别用变量风险投资机构的声誉(VC_rate)、风险投资机构的数量(VC_number)和风险投资机构的总持股比例(VC_share)替代模型(1)中的IPO公司是否有风险投资机构支持这一变量(VC),被解释变量和控制变量与模型(1)中的设置相同。

三、实证分析

(一) 描述性统计

上市公司IPO前3年至IPO当年ROA变化趋势图如图1所示。由图1可见,在IPO前3年,样本公司资产报酬率一直呈平稳的上升趋势,在IPO前一年达到最高点,然而到IPO当年却显著下降,说明上市公司为了抬高IPO发行价格,很可能选择在IPO前进行盈余管理。相对于有风险投资机构支持的公司而言,没有风险投资机构支持的上市公司在IPO当年的ROA下降更多,说明风险投资机构在一定程度上发挥了监督盈余质量的作用,抑制了上市公司IPO前的盈余管理程度。

表 2 变量定义表

| 变量类型 | 变量名称 | 变量代码 | 变量定义及说明 |
|-------|-----------------|--|--|
| 被解释变量 | 盈余管理程度 | <i>DROA</i> | 公司 <i>t</i> 年与 IPO 当年资产报酬率差值, 即 $DROA_t = ROA_t - ROA$ |
| 解释变量 | 是否有风险投资机构参与 | <i>VC</i> | 虚拟变量, 公司 IPO 时前十大股东中存在风险投资机构, 则认为该公司有风险投资支持, 取值为 1, 否则取值为 0 |
| | 风险投资机构的声誉 | <i>VC_rate</i> | 虚拟变量, 采用清科集团的中国创业投资及私募股权投资年度排名来衡量风险投资机构的声誉, 以 IPO 当年的风险投资机构排名作为标准, 风险投资机构排名前十的取值为 1, 否则取值为 0; 如果有多家风险投资机构支持, 那么只要有其中一家风险投资机构排名前十, 即取值为 1 |
| | 风险投资机构的数量 | <i>VC_number</i> | 前十大股东中风险投资机构的数量 |
| | 风险投资机构的总持股比例 | <i>VC_share</i> | 前十大股东中风险投资机构的总持股比例 |
| 控制变量 | 公司规模 | <i>Size</i> | 公司规模 = LN(期末总资产), 公司规模越大, 交易量越大、越复杂, 说明公司有更大的盈余管理空间 |
| | 公司年龄 | <i>Age</i> | <i>t</i> 年公司年龄 = <i>t</i> - 公司成立年份, 反映企业所处的发展阶段 |
| | 资产负债率 | <i>Leverage</i> | 资产负债率 = 总负债/总资产。一方面, 为了获得债务融资资金或优惠的融资条件, 公司可能会进行盈余管理; 另一方面, 债务的治理效应会约束公司的盈余管理空间 |
| | 速动比率 | <i>Quick Ratio</i> | 速动比率 = 速动资产/流动负债, 反映企业的短期偿债能力速动比率在正常范围内越高, 说明企业的短期偿债能力越强, 管理者进行盈余管理的可能性越小 |
| | 公司成长性 | <i>Growth</i> | <i>t</i> 年成长性 = (<i>t</i> 年主营业务收入 - <i>t</i> - 1 年主营业务收入) / <i>t</i> - 1 年主营业务收入 |
| | 会计师事务所声誉 | <i>Audit</i> | 虚拟变量, 定义为 IPO 时选择的会计师事务所在当年的声誉, 进入当年中国注册会计师协会排名前十的取值为 1, 否则取值为 0。一般来讲, 声誉高的会计师事务所对 IPO 审计要求更加严格, 公司进行盈余管理的空间小 |
| | 主承销商声誉 | <i>Underwrite</i> | 虚拟变量, 定义为 IPO 时选择的主承销商在研究当年的声誉, 进入当年中国证券业协会排名前十, 取值为 1, 否则取值为 0。一般来讲, 主承销商的声誉越高, 公司进行盈余管理的空间越小 |
| 行业 | <i>Industry</i> | 根据 CSRC 行业分类, 按一级代码共划分为 17 个行业, 设定 16 个行业为虚拟变量 | |

变量的描述性统计如表 3 所示。从表 3 中可以看出: (1) 无论是全样本, 还是有风险投资机构参与和无风险投资机构参与这两个子样本, *DROA* 在临近 IPO 当年时更大, 这与图 1 所示结果相一致。比较两个子样本的差值, 有风险投资机构参与的上市公司的 *DROA* 更小, 这在一定程度上说明有风险投资机构参与的上市公司的盈余管理程度更小。(2) 创业板上市公司的规模差异不大, 有风险投资机构支持的上市公司规模略高于无风险投资机构支持的上市公司。(3) 有风险投资机构支持的上市公司的资产负债率也同样略高于无风险投资支持的上市公司, 但在 IPO 当年, 两类子样本公司的资产负债率均有较大幅度的下降。(4) 样本公司的速动比率在 IPO 当年有较大幅度的升高, 有风险投资机构支持的上市公司的速动比率低于无风险投资机构支持的上市公司。原因可能是风险投资资金的支持使得被投资企业可以较快地发展, 将高科技转化为产品和收益, 进而有能力负债和扩大生产。(5) 风险投资机构明显倾向于对成长性较高的公司进行投资。(6) 在选择会计师事务所和主承销商时, 有风险投资机构支持的上市公司对会计师事务所和主承销商的声誉要求更高。(7) 有风险投资机构支持的上市公司具有规模较大、成长性较高的优势。

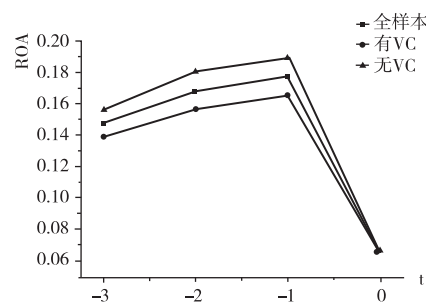


图 1 IPO 前 3 年至 IPO 当年 ROA 变化趋势图

(二) 相关性检验

变量的皮尔逊相关性检验结果见表4,其中对角线右上部分为 $t = -1$ 年变量的相关性检验结果,对角线左下部分为 $t = -2$ 年变量的相关性检验结果。从表4中可以看出,资产负债率和速动比率之间的相关系数最高,资产负债率和公司规模之间的相关系数次之,其他变量之间的相关系数均在0.4之下,据此我们可以初步推断变量之间不存在多重共线性问题。

(三) 风险投资机构参与对公司IPO前盈余管理影响的回归分析

表5为风险投资机构参与对上市公司IPO前盈余管理影响的多元回归模型的检验结果。VIF值均在1到2之间,说明解释变量之间不存在多重共线性。调整的 R^2 都在40%以上,并通过了F检验,说明模型的整体解释能力较强。

表3 描述性统计结果

| 变量 | 时间 t | 全样本 | | 有风险投资支持 | | 无风险投资支持 | |
|-------------|------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | | 均值 | 标准差 | 均值 | 标准差 | 均值 | 标准差 |
| DROA | -2 | 0.103 | 0.081 | 0.093 | 0.070 | 0.114 | 0.090 |
| | -1 | 0.112 | 0.068 | 0.101 | 0.062 | 0.123 | 0.072 |
| Size | -2 | 19.146 | 0.622 | 19.262 | 0.593 | 19.028 | 0.631 |
| | -1 | 19.467 | 0.583 | 19.609 | 0.536 | 19.321 | 0.596 |
| | 0 | 20.620 | 0.533 | 20.745 | 0.525 | 20.491 | 0.513 |
| Age | -2 | 6.850 | 4.420 | 6.628 | 4.614 | 7.082 | 4.219 |
| | -1 | 7.790 | 4.515 | 7.558 | 4.723 | 8.036 | 4.301 |
| | 0 | 8.790 | 4.515 | 8.558 | 4.723 | 9.036 | 4.301 |
| Leverage | -2 | 0.449 | 0.170 | 0.457 | 0.162 | 0.441 | 0.179 |
| | -1 | 0.402 | 0.144 | 0.407 | 0.138 | 0.397 | 0.149 |
| | 0 | 0.147 | 0.101 | 0.152 | 0.097 | 0.141 | 0.106 |
| Quick Ratio | -2 | 1.770 | 1.751 | 1.736 | 1.872 | 1.805 | 1.626 |
| | -1 | 2.016 | 2.190 | 1.908 | 1.776 | 2.128 | 2.550 |
| | 0 | 11.371 | 13.481 | 9.915 | 10.550 | 12.867 | 15.853 |
| Growth | -2 | 0.667 | 1.452 | 0.725 | 1.570 | 0.609 | 1.323 |
| | -1 | 0.374 | 0.298 | 0.422 | 0.346 | 0.325 | 0.232 |
| | 0 | 0.327 | 0.318 | 0.367 | 0.347 | 0.286 | 0.282 |
| Audit | -2 | 0.290 | 0.455 | 0.310 | 0.464 | 0.270 | 0.447 |
| | -1 | 0.310 | 0.463 | 0.350 | 0.480 | 0.260 | 0.443 |
| | 0 | 0.350 | 0.477 | 0.350 | 0.478 | 0.350 | 0.478 |
| Underwrite | -2 | 0.290 | 0.453 | 0.350 | 0.480 | 0.220 | 0.415 |
| | -1 | 0.350 | 0.479 | 0.480 | 0.502 | 0.230 | 0.421 |
| | 0 | 0.380 | 0.486 | 0.440 | 0.499 | 0.310 | 0.464 |

由表5可知,无论是上市公司IPO前2年还是IPO前1年,风险投资机构的存在均与盈余管理程度呈负相关关系,并且在 $t = -1$ 年时显著负相关,说明风险投资机构对公司的盈余管理起到了抑制作用,尤其在临近公司IPO的前1年对盈余管理具有显著的抑制作用。这与描述性统计分析中所得结论一致,假设1得到了验证,即我国风险投资机构对被投资公司IPO前的盈余管理起到了一定的正面监督作用。

表4 皮尔逊相关性检验

| 变量 | VC | Size | Age | Leverage | Quick Ratio | Growth | Audit | Underwrite |
|-------------|---------|----------|--------|----------|-------------|--------|--------|------------|
| VC | 1 | 0.247** | -0.053 | 0.037 | -0.05 | 0.162* | 0.098 | 0.262** |
| Size | 0.189** | 1 | 0.033 | 0.591** | -0.312** | -0.015 | 0.089 | 0.057 |
| Age | -0.051 | 0.066 | 1 | 0.055 | 0 | -0.094 | -0.116 | -0.031 |
| Leverage | 0.045 | 0.461** | 0.068 | 1 | -0.625** | 0.092 | 0.024 | 0.002 |
| Quick Ratio | -0.02 | -0.326** | -0.011 | -0.641** | 1 | -0.097 | 0.001 | -0.039 |
| Growth | 0.04 | 0.008 | -0.069 | 0.115 | -0.02 | 1 | 0.063 | -0.027 |
| Audit | 0.041 | 0.056 | -0.111 | 0.036 | 0.018 | 0.121 | 1 | 0.072 |
| Underwrite | 0.017 | 0.165* | 0.06 | -0.011 | 0.04 | -0.048 | 0.095 | 1 |

注:**、*分别表示在1%、5%水平上显著。

在控制变量中,公司规模、公司年龄、资产负债率都与盈余管理程度负相关。但实际上,一方面公

司规模扩大、业务扩张意味着会计信息处理的复杂化和盈余管理空间的变大;另一方面公司规模扩大意味着公司发展能力良好,管理层进行盈余管理的动机减弱。资产负债率与盈余管理程度之间呈负相关关系说明债务具有治理效应,债务率高的公司进行盈余管理的空间变小。年龄越长的公司更有可能进入到成长期并过渡到成熟期,由此公司可以有稳定的利润来源和较少的投入,从而进行盈余管理的动机降低。速动比率和公司成长性与盈余管理程度正相关,尤其是公司成长性对盈余管理程度具有显著影响,原因在于:虽然处于成长期的公司的利润会有一个较快的提升,但其也正处于需要资金投入发展的时期,因此可能更需要通过盈余管理来获得融资。公司在 IPO 年度对会计师事务所和主承销商的选择并未对盈余管理程度产生显著的影响,这与预期不同。以对会计师事务所的选择为例,在 223 个样本公司中,只有 2 家上市公司选择了著名的四大国际会计师事务所作为审计机构,而排名前十的国内会计师事务所没有很好地发挥监督作用,这抑制了 IPO 公司的盈余管理。

总之,风险投资参与对创业板上市公司 IPO 前的盈余管理起到了一定的认证、监督的作用,这与我国风险投资行业相关政策的不断完善和创业板的推出是密不可分的。另外,我国风险投资资金的政府主导以及逐渐增加的海外资本更倾向于发挥正面监督的作用,这有利于为被投资企业提供良好的投资和增值服务,维持企业的良好声誉和促进企业的长远发展。

(四) 风险投资机构特征对公司 IPO 前盈余管理的影响分析

风险投资机构的参与对被投资企业上市前的盈余质量产生了积极的认证、监督作用,除了前文所述的我国关于风险投资行业的政策不断完善以及资本市场的不断健全对风险投资机构的发展有着良好的引导作用之外,风险投资机构的特征也可能对认证作用起到不同的影响。根据前文所得结果,风险投资机构只在上市公司 IPO 前 1 年对盈余管理程度起到了显著的抑制作用,因此本文就风险投资特征对盈余管理影响的检验只用公司 IPO 前 1 年($t = -1$)且有风险投资背景的上市公司数据,有效样本公司共 112 家。

表 6 是风险投资特征变量的描述性统计结果。从表 6 可以看出:(1) 风险投资机构的排名普遍不高,均值只有 0.15,112 家样本公司中共有 24 家上市公司获得排名前十的风险投资机构的投资,并且其中有几家风险投资机构属于比较活跃的,同时投资了很多家上市公司。(2) 从风险投资机构数量来看,参与到上市公司的风险投资机构平均有 1.63 家。高达 46% 的上市公司有 2 家及以上的风险投资机构参与,最多有 5 家风险投资机构共同投资一家上市公司。(3) 从持股比例来看,风险投资机构持股比例均较低,最高仅有 33%,最低不到 1%,平均持股比例只有 9.5%。

表 7 为风险投资特征对公司 IPO 前盈余管理影响的回归结果。从回归结果来看,模型的整体效果显著,解释能力在 40% 左右。模型 2 的回归结果表明,风险投资机构声誉与上市公司 IPO 前一年

表 5 风险投资机构参与对公司 IPO 前盈余管理影响的回归结果

| 变量 | 时间 | | |
|--------------------|------------|------------|------------|
| | $t = -2$ | $t = -1$ | 全部样本 |
| Constant | 0.939 * | 0.414 *** | 0.651 *** |
| VC | -0.009 | -0.026 *** | -0.017 *** |
| Size | -0.041 *** | -0.011 | -0.024 *** |
| Age | -0.002 ** | -0.002 ** | -0.002 *** |
| Leverage | -0.136 *** | -0.223 *** | -0.180 *** |
| Quick Ratio | 0.004 | 0.006 *** | 0.005 *** |
| Growth | 0.010 *** | 0.036 *** | 0.010 *** |
| Audit | 0.019 | 0.008 | 0.014 |
| Underwrite | 0.013 | 0.002 | 0.006 |
| F 值 | 7.165 *** | 9.389 *** | 15.371 *** |
| 调整的 R ² | 0.402 | 0.479 | 0.439 |
| D - W 值 | 2.146 | 1.979 | 2.084 |

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

表 6 风险投资机构特征变量的描述性统计

| 变量 | 全样本 | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 最大值 | 最小值 | 均值 | 标准差 |
| 风险投资机构排名 | 1 | 0 | 0.15 | 0.360 |
| 风险投资机构数量 | 5 | 1 | 1.63 | 0.807 |
| 风险投资机构总持股比例 | 0.3301 | 0.0094 | 0.0944 | 0.0650 |

盈余管理程度显著负相关,说明风险投资机构声誉越好,其越需要尽力维持良好声誉和业内排名,注重投资项目质量,对被投资企业的盈余质量起到监督认证作用。我国风险投资机构的政府性资本占有稳定来源,并且带有政府投资性质的各地风险投资机构也较广泛地出现在创业板上市公司前十大股东中,说明政府资本主导的风险投资机构可以对被投资企业发挥显著的监督和认证作用。模型3的回归结果表明,风险投资机构的数量越多,公司的盈余管理程度越低,原因在于参与同一家上市公司的多家风险投资机构相互之间存在竞争和制衡关系,每家风险投资机构都会基于自身的未来发展而要求被投资企业保持良好的会计信息质量,防止公司通过盈余管理造成会计信息失真。模型4的回归结果表明,风险投资机构总持股比例虽与盈余管理程度呈负相关,但不显著,其原因可能在于风险投资机构总持股比例较低。

综上所述,风险投资机构的声誉和数量会对上市公司IPO前一年的盈余管理程度起到抑制作用,风险投资机构总持股比例与盈余管理程度无显著关系。

四、结论和建议

(一) 结论

本文通过对创业板上市公司中风险投资机构参与及其特征是否会对上市公司IPO前的盈余管理产生影响进行了理论分析和实证检验,结果显示:与无风险投资机构参与的上市公司相比,有风险投资机构参与的上市公司IPO前的盈余管理程度显著更低;在我国,政府性资本占主要地位的风险投资机构更多地发挥了正面认证和监督作用;风险投资机构的声誉和数量对上市公司IPO前的盈余管理发挥了较大作用,风险投资机构的声誉越高,数量越多,上市公司IPO前一年的盈余管理程度越低。

(二) 政策建议

根据所得结论,本文提出如下政策建议:(1)风险投资机构应严格筛选投资企业,并为被投资企业提供良好的资金和增值服务。(2)从政府以及行业监管的角度来说,应完善风险投资的管理制度,鼓励风险投资机构投资于一些高风险、有发展潜力的公司。(3)优化我国风险投资机构的组织结构和资金来源,给高成长性、高科技企业提供良好的发展环境,同时鼓励多家风险投资机构为同一家企业提供资金和增值服务。

参考文献:

- [1] Barry C, Muscarella C, Peavy J, et al. The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going-public process[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 447 - 472.
- [2] Sahlman W A. The structure and governance of venture-capital organizations[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 473 - 521.
- [3] Morsfield S G, Tan C E L. Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? [J]. The Accounting Review, 2006, 81: 1119 - 1150.

表7 风险投资机构特征对公司IPO前盈余管理影响的回归结果

| 变量 | 模型2 | 模型3 | 模型4 | 模型5 |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| Constant | 0.308 | 0.319 | 0.313 | 0.302 |
| VC_rate | -0.028** | | | -0.029** |
| VC_number | | -0.012* | | -0.012* |
| VC_share | | | -0.082 | -0.021 |
| Size | -0.01 | -0.009 | -0.010 | -0.09 |
| Age | -0.001 | -0.001 | -0.001 | -0.001 |
| Leverage | -0.106* | -0.121** | -0.111* | -0.114** |
| Quick Ratio | 0.016*** | 0.016*** | 0.016*** | 0.017*** |
| Growth | 0.015 | 0.015 | 0.015 | 0.013 |
| Audit | 0.015 | 0.014 | 0.014 | 0.016 |
| Underwrite | -0.011 | -0.007 | -0.007 | -0.009 |
| F值 | 4.280*** | 4.228*** | 4.027*** | 4.200*** |
| 调整的R ² | 0.409 | 0.405 | 0.390 | 0.423 |
| D-W值 | 2.210 | 2.000 | 2.137 | 2.065 |

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

- [4]Hochberg Y V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm[J]. *Review of Finance*,2012,16:429-480.
- [5]Ball R,Shivakuma L. Earnings quality at initial public offerings[J]. *Journal of Accounting and Economics*,2008,45:324-349.
- [6]Sharon P K. Earnings quality and ownership structure: the role of private equity sponsors[J]. *The Accounting Review*,2009,3:623-658.
- [7]陈祥有. 风险投资与 IPO 公司盈余管理行为的实证研究[J]. *财经问题研究*,2010(1):64-69.
- [8]Gompers P. Grandstanding in the venture capital industry[J]. *Journal of Financial Economics*,1996,42:133-156.
- [9]Darrrough M,Rangan S P. Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering? [J]. *Journal of Accounting Research*,2005,43:1-33.
- [10]Cohen D A,Langberg N S. Venture capital financing and the informativeness of earnings[J]. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*,2009,16:171-190.
- [11]Wong S W. The Effect of external monitoring on accrual-based and real earnings management: evidence from venture-backed initial public offerings[J]. *Contemporary Accounting Research*,2013,1:296-324.
- [12]Vergin R C,Qoronfleh M W. Corporate reputation and the stock market[J]. *Business Horizons*,1998,41:19-26.
- [13]薄仙慧,吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角[J]. *经济研究*,2009(2):81-91.
- [14]Jones J J. Earnings management during import relief investigations[J]. *Journal of Accounting Research*,1991,29:193-228.
- [15]李彬,张俊瑞. 实际活动盈余管理的经济后果研究:来自销售操控的证据[J]. *管理评论*,2010(9):84-91.
- [16]张敏,朱小平. 基于实际活动操控的盈余管理研究——国外文献述评及启示[J]. *经济与管理研究*,2012(2):106-118.
- [17]Peasnell K V,Pope P F,Young S. Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models[J]. *Accounting & Business Research*,2000,30:313-326.
- [18]黄福广,李西文,张开军. 风险资本持股对中小板上市公司 IPO 盈余管理的影响[J]. *管理评论*,2012(8):29-39.

[责任编辑:王丽爱,黄燕]

The Effect of the Participation of Venture Capital Institutions on Earnings Management of Companies before IPO: Based on the Data of GEM Listed Companies

LU Yujian, MA Lin

Abstract: Based on the data of GEM listed companies, this paper makes an empirical study on the effect of participation of venture capital institutions and its characteristics on earnings management before IPO. The study finds that the participation of venture capital institutions can positively certify and supervise earnings management before IPO. In China, venture capital dominated by government capital plays a more positive role in certification and supervision. Likewise, the reputation and quantity of venture capital institutions play a greater role on earnings management before IPO. Higher reputation and more venture capital institutions lead to lower earnings management before IPO. There is no significant relationship between the institutional ownership and earnings management.

Key Words: venture capital institutions; IPO; earnings management before IPO; accounting information; capital market; return on assets; growth enterprise market