

引文格式: 徐虹, 丁茹锦. 风险投资减持、信任与企业盈余管理 [J]. 常州大学学报(社会科学版), 2023, 24 (3): 37-47.

风险投资减持、信任与企业盈余管理

徐虹, 丁茹锦

摘要: 以2009—2019年中小板和创业板首次公开募股企业为样本, 研究风险投资减持及减持规模对企业盈余管理行为的影响以及风险投资机构与创业企业之间的信任对上述影响的调节作用。研究发现: 风险投资减持会显著加剧企业的盈余管理行为, 且减持规模越大, 企业盈余管理行为越严重; 风险投资机构与创业企业之间的信任能有效缓解减持过程中的盈余管理行为, 即信任对两者之间的关系有负向调节作用。进一步的作用机制检验表明, 创业企业和风险投资机构之间的信任是通过聘请优质审计师、实施有效内部控制、提高风险投资行业专长以及委派董事监事参与治理等途径, 缓解风险投资减持对企业盈余管理的影响。研究提供了信任机制有助于抑制风险投资减持诱发的企业盈余管理的经验证据, 为治理风险投资减持的负面影响提供了可行的解决途径。

关键词: 风险投资减持; 减持规模; 盈余管理; 信任

作者简介: 徐虹, 安徽工业大学商学院教授、博士研究生导师; 丁茹锦, 安徽工业大学商学院硕士研究生。

基金项目: 国家社会科学基金重点项目“信任嵌入视角下风险投资与企业创新的互动耦合机制研究”(19AJY006)。

中图分类号: F275.1 **文献标志码:** A **Doi:** 10.3969/j.issn.2095-042X.2023.03.004

作为助力中小企业成长的“助推器”, 风险资本既是风险资本投资公司通过“募投管退”四个阶段获取财务资本回报的有效手段, 又是实现风险投资行业良性健康发展的核心要件。作为专业投资机构, 风险投资机构一方面凭借特定行业的专业知识和丰富的投资经验, 在进入创业企业后监督其运营管理^[1], 为其提供优质增值服务, 协助其长期有序发展; 另一方面, 有限存续期和特殊组织结构等特性特质又决定了风险投资机构非常关注如何快速回笼资金并获取高额收益。这必然导致风险投资机构与创业企业其他利益相关者产生利益冲突, 即, 产生风险投资后的道德风险问题^[2]。而风险投资减持时的股价直接决定风险投资收益, 可见, 道德风险问题不可避免。

作为一种非正式制度, 信任对经济发展和金融市场均至关重要, 在经济交易中起“润滑”作用, 必然对风险投资行为具有重要影响。当市场存在信息不对称、合约不完备、机会主义引致的道德风险时, 信任便成为投资者是否参与金融市场交易的关键因素^[3]。已有研究多支持信任的积极作用, 认为信任在降低信息不对称、减少交易费用, 提高企业绩效^[4]、促进风险投资与企业间合作关系^[5]等方面均能发挥重要作用。徐虹等^[6]研究发现, 信任提升会推迟风险投资减持时间。总体而言, 现阶段有关信任与风险投资的关系, 尤其是有关风险投资减持情境下信任如何影响企业盈余管理行为的研究, 较为匮乏。

基于此, 以2009—2019年创业板和中小板首次公开募股企业为研究样本, 研究限售期结束

后风险投资减持是否影响企业盈余管理行为;并进一步引入信任机制,考察创业企业与风险投资机构之间的信任是否影响风险投资时的企业盈余管理行为,如果有影响,影响路径又是什么。

一、理论分析与研究假设

(一) 风险投资减持及减持规模对企业盈余管理的影响

处置效应理论认为,股票相对亏损时,风险投资减持意愿下降^[7];股票盈利时,风险投资减持意愿明显加强,即风险投资减持具有一定机会主义,但是否减持取决于机会主义增量收益和增量成本的对比。增量收益是指风险投资机构通过抬高减持前股票价格获取的减持收益;增量成本则主要包括减持产生的诉讼成本和风投声誉损失成本^[8]。

我国资本市场监管不完善,风险投资行业不成熟,以提高增量收益、降低增量成本为目的进行风险投资减持的机会主义行为更有可能发生。第一,从风险投资机构操控会计盈余的动机看。相较于西方成熟市场,我国资本市场的市场机制有效性和配套制度有待进一步完善。当市场有效性较低时,内部人更容易通过机会主义行为实现获利。为了获取控制权私利,大股东利用内部人信息优势(如:关联方交易、择机减持、违规担保、资金占用)侵害其他利益相关者利益。当监管机构加强了对首次公开募股企业资金占用和违规担保等行为的监管与约束后,原非流通股股东在获得流通权后则开始偏好以股票减持方式兑现收益,内幕交易成为大股东谋取私利的主要手段^[9]。作为首次公开募股发起人股东之一的“特定大股东”,通过风险投资减持实现投资回报是其原始禀赋。而会计盈余信息是投资者评估公司股价的重要依据^[10],股价波动可能诱发股东以影响市场预期为首要目的进行盈余操纵。因此,为配合投资减持,风险投资机构有动力通过操控会计盈余来影响公司的股价。第二,从风险投资机构操控会计盈余的能力看。公司管理层具备较大的会计政策选择自由裁量权,这使得企业“内部人”利用盈余管理进行内部交易成为可能。在风险投资减持环节,大股东可对管理层施加影响,利用盈余手段抬高股价,获得高额收益,尤其是在股市下跌的环境下,减持规模更大,利用盈余管理获得高额收益的可能性也更大^[11]。风险投资机构倾注大量精力进行“投后管理”,譬如,为企业经营管理提供指导与监督、派遣专业人员进入企业董事会以提升公司治理水平等。积极的“投后管理”使得风险投资机构能够直接介入企业财务信息的加工和披露,参与企业决策过程,影响企业会计政策选择。Luo^[8]研究发现,风险投资退出与首次公开募股当年盈余管理水平显著正相关,且在风险投资退出之后企业发生财务重述的可能性增加,可见,风险投资机构确实存在通过影响财务信息披露以创造有利退出时机的行为。胡志颖等^[12]的研究也表明,在风险投资减持前,企业存在盈余管理行为,且减持规模越大盈余操纵程度越强。

可见,作为“特定大股东”的风险投资机构既有动机又有能力影响企业管理层会计政策选择自由裁量权并干涉企业盈余,抬高股价以获取预期减持收益。又因为减持规模直接影响减持收益,故推测减持规模越大,风险投资对盈余管理的影响程度越明显。故提出研究假设1:

H1: 在风险投资减持前,企业存在明显的盈余管理,且减持规模越大,盈余管理程度越明显。

(二) 在风险投资减持过程中信任对企业盈余管理行为的影响

信任是建立在一方对另一方意图及行为确信的期望基础上,而愿意处于受损位置的意图所构成的心理状态^[13]。信任能促使交易双方基于整体利益而避免不利事项发生,然而信任是双向的。一方面,风险投资机构信任创业企业所提供财务报告的真实性与客观性,认为创业企业不会过度夸大财务业绩或是弱化不利信息,并据此做出投资决策;另一方面,创业企业也信任风险投资机

构, 认为风险投资机构不会为了追求私利而侵害创业企业利益, 相信风险投资机构愿意为其提供持续增值服务、积极发挥监督控制职能, 进而推动创业企业成长。信任形成的重要基础是声誉^[14]。作为一种非正式治理机制, 声誉是公众对某一主体过去行为的总体评价^[15], 具有易于自我实施、成本低、威慑力强等优势, 被认为是治理道德风险的重要手段之一^[16], 市场交易中的行为主体会根据声誉决定是否给予信任并与之合作。

一方面, 契约各方存在严重的信息不对称, 处于信息劣势的外部契约方可以根据企业内部管理层提供的会计信息了解企业经营情况, 并据此做出签订或终止契约的决策^[17]。风险投资机构借助企业声誉对企业财务信息可靠性做出判断, 选择是否相信管理层提供的会计信息, 进而决定继续或终止合作。如果企业信息披露机制良好且无违法违规行, 则更容易获得风险投资机构的信任, 使其看好企业发展前景并愿意为企业持续提供服务以实现价值增值^[6]。如果企业或管理者人为干涉企业盈余, 则可能使企业努力积攒的声誉毁于一旦^[18], 增加毁损企业及其声誉的机会成本。为了避免声誉资本流失, 企业所有者通过强化企业内部控制^[19]、聘请高质量审计师等内外两种治理机制来加强对管理层的监督, 以控制盈余管理行为。

另一方面, 风险投资机构的“短视”与创业企业的“长期打算”不可避免地会发生冲突^[20], 进而导致“道德风险”行为, 譬如: 风险投资机构为谋取私利而不作为, 或因“逐名动机”或后续融资压力^[2]而支持企业利用盈余管理手段以追求自身的短期绩效。因此, 创业企业对风险投资机构的信任也成为双方合作的必要条件。有研究发现, 声誉越好的风险投资机构对创业企业总体监督水平越高, 在风险投资退出后对创业企业的影响仍然存在^[21]。不仅如此, 声誉越好的风险投资机构越有能力为创业企业提供增值服务, 譬如: 凭借行业专长在人员管理、技术支持和关系缔结等方面帮助创业企业开发社会网络资源, 提升企业持续盈利能力^[22]。声誉是风险投资机构在长期的市场交易和重复博弈过程中逐渐积累的, 声誉丧失所带来的机会成本高昂。为了维护自身的声誉价值, 风险投资机构积极参与到企业治理之中, 监督企业财务业绩, 有效防范风险投资减持过程中的企业盈余管理行为。基于上述分析, 提出研究假设 2:

H2: 提升风险投资机构与创业企业之间的信任, 能够抑制风险投资减持过程中的盈余管理行为。

二、研究设计

(一) 样本选取

以深圳证券交易所中小板和创业板 2009—2019 年首发上市, 有风险投资支持, 能获取减持时间和减持规模的企业为初始样本, 并按如下标准进行筛选: 剔除金融、银行类企业样本, 剔除统计期内 ST 或 *ST 的企业样本, 剔除统计期内财务数据缺失的样本。由于前十大股东以外的其他股东对公司经营及战略决策的影响较小, 故只关注创业企业前十大股东中的风险投资机构。尽管企业可能同时接受多家风险投资机构的投资, 但领投资风险投资持股比例最高, 对创业企业影响力最大, 故本研究关注领投资风险投资限售期结束之后实际发生减持的企业。经过上述筛选, 最终研究样本为来自 534 家企业的 921 条观测值。研究所需财务数据和市场交易数据来自 CSMAR、CCERDATA 和 CVsource 数据库。前期数据处理采用 Excel 2010, 后期统计分析采用 Stata 15。

(二) 模型设计与变量定义

为验证假设 1 和假设 2, 借鉴蔡宁^[23]、徐虹等^[6]的研究构建以下模型:

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 VC_selling(VC_transaction) + \alpha_2 Bel_punish/Bel_rank \cdot \\ VC_selling/VC_transaction + \alpha_3 Size + \alpha_4 Lev + \alpha_5 Roa + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Age + \\ \alpha_8 Top1 + \alpha_9 PA_turn + \alpha_{10} Cfo + \alpha_{11} Mar_index + \alpha_{12} Location + \alpha_{13} Dual + \\ \alpha_{14} Mana_pay + \alpha_{15} Mana_share + \alpha_{16} Board_share + \alpha_{17} HighTec + \sum Year + \epsilon \quad (1)$$

式中：被解释变量为企业盈余管理（DA），用风险投资减持前一年的应计盈余管理作为企业盈余管理的替代变量。本研究重点关注风险投资机构是否为追求高额收益，在减持前参与创业企业的正向盈余管理，故此处企业盈余管理未取绝对值。

解释变量为风险投资减持（VC_selling）及减持规模（VC_transaction）。如果风险投资机构减持持股比例，则 VC_selling 取 1，反之取 0。预测 VC_selling 系数为正，即当风险投资减持时，减持前一年度的企业盈余管理程度正向增强。

$$VC_transaction = (Holding_{i,t} - Holding_{i,t-1}) / Holding_{i,t-1} \quad (2)$$

式中：Holding_{i,t} 是风险投资当年持有 i 公司的股权比例，Holding_{i,t-1} 为风险投资前一年度持有公司 i 的股权比例。

调节变量包括风险投资机构对创业企业的信任（Bel_punish）和创业企业对风险投资机构的信任（Bel_rank）。借鉴肖海莲等^[24]的研究，以“企业的违法违规行为”作为风险投资机构对创业企业信任的替代变量。若 2009—2019 年创业企业未因违法违规被深交所处罚，则取值 1，代表高声誉创业企业；相反，则取值 0，代表低声誉创业企业。此处违法违规包括虚列资产、违规购买股票、虚构利润、推迟披露、重大遗漏、虚假记载等。风险投资声誉主要是基于风险投资从业时间、专业技能、所控制资金规模和以往投资业绩而形成的^[25]。借鉴陈见丽^[26]的研究，将创业企业对风险投资机构的信任（Bel_rank）分为高声誉和低声誉，风险投资机构如果进入清科数据库中国创业投资机构 50 强或中国私募股权投资机构 50 强名单，即视为高声誉风险投资机构，Bel_rank=1；否则视为低声誉风险投资机构，Bel_rank=0。

参考徐虹等^[27]的研究，控制了公司规模（Size）、财务杠杆（Lev）、减持前一年度的现金流量（Cfo）、公司年龄（Age）、公司成长性（Growth）、股权集中度（Top1）、固定资产周转率（PA_turn）、地区（Location）、市场化指数（Mar_index）等变量。

三、实证结果分析

（一）描述性统计

主要变量的描述性统计结果（限于篇幅，描述性统计、单变量分析及相关性分析结果均未列示，资料备索）显示：风险投资减持前一年企业盈余管理（DA）均值为 0.011，最大值为 0.240，最小值为 -0.271，说明企业确实存在为配合风险投资减持需要而进行的企业正向盈余管理。风险投资减持均值高达 87.10%，减值规模为 62.70%，表明在限售期结束后，大部分风险投资机构会抛售股票，回笼资金，这一结果进一步验证了我国风险投资机构的主要投资目标是获取财务回报。风险投资机构对创业企业的信任度较高，均值高达 0.624；而创业企业对风险投资机构的信任度较低，均值仅为 0.175。

（二）单变量分析与相关性分析

风险投资减持与企业盈余管理的单变量检验结果表明，无论是均值还是中位数，风险投资减

持组的企业盈余管理显著高于未减持组的企业盈余管理，表明风险投资减持会诱发企业盈余管理行为。变量相关性检验结果显示，风险投资减持、减持规模与企业盈余管理相关性系数均为正，且风险投资减持与企业盈余管理的相关性系数通过了 5% 的显著性检验，表明风险投资减持会诱发企业盈余管理行为，假设 1 得到初步验证。风险投资机构对创业企业的信任、创业企业对风险投资机构的信任与企业盈余管理均负相关，表明信任提升有助于抑制企业盈余管理行为。主要控制变量与其他变量之间的相关系数均小于 0.5，说明模型不存在严重的多重共线性问题。

(三) 回归结果分析

1. 风险投资减持、减持规模对企业盈余管理的影响

表 1 提供了风险投资减持、减持规模对企业盈余管理的实证检验结果。从年度检验结果来看，风险投资减持 ($VC_selling$) 系数为 0.017，且在 1% 水平显著，表明风险投资减持加剧了企业盈余管理行为；减持规模 ($VC_transaction$) 系数为 0.011，且在 1% 水平显著，说明减持规模越大，对企业盈余管理的影响越明显。

表 1 风险投资减持、减持规模与企业盈余管理

变量	年度检验		季度检验	
	DA 与风险投资减持	DA 与减持规模	DA 与风险投资减持	DA 与减持规模
$VC_selling$	0.017*** (3.26)		0.006*** (3.69)	
$VC_transaction$		0.011*** (2.63)		0.013*** (4.28)
Constant	-0.327*** (-4.87)	-0.322*** (-4.79)	-0.169*** (-3.59)	-0.174*** (-3.65)
Controls	控制	控制	控制	控制
N	921	921	2656	2656
年份/行业	控制	控制	控制	控制
R ²	0.574	0.572	0.488	0.489

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平显著，表 2~4 同。

考虑风险投资机构操纵盈余现象较为普遍，且企业盈余管理又较易受季度报告的影响，仅采用时间跨度较长的年度检验考察操控盈余管理行为可能不够精细。季度报告包含丰富的信息，会引起市场的关注，带来股价的相应变动。故进行年度检验的同时进行季度检验。季度检验结果（见表 1）与年度检验结果基本一致，假设 1 得到验证。

2. 风险投资减持过程中信任对企业盈余管理行为的影响

风险投资机构对创业企业的信任、创业企业对风险投资机构的信任的调节作用实证检验结果显示：双向信任与风险投资减持的交互项 ($VC_sel \cdot belp/VC_sel \cdot belr$) 为负，且分别通过 1% 和 5% 的显著性检验；双向信任与减持规模的交互项 ($VC_trans \cdot belp/VC_trans \cdot belr$) 为负，亦分别通过了 1% 和 5% 的显著性检验。这表明风险投资机构与创业企业间的相互信任对风险投资减持与企业盈余管理之间的关系有负向调节作用，一定程度上抑制了减持过程中风险投资机构对企业盈余管理行为。季度检验结果也与年度检验结果基本一致，假设 2 得到验证。

四、进一步分析：风险投资减持过程中信任影响企业盈余管理的路径

风险投资减持会加剧企业盈余管理行为，且减持规模越大，企业盈余管理行为越严重。但风险投资机构与创业企业之间的相互信任，在一定程度上缓解了风险投资减持过程中的盈余管理问题。因此，要进一步探究的问题是：风险投资机构与创业企业之间的信任究竟通过何种途径来抑制风险投资减持过程中的盈余管理行为？

表 2 风险投资减持过程中信任对企业盈余管理的影响

变量	年度检验				季度检验			
	VC_sel • belp 对 DA 的影响	VC_sel • belr 对 DA 的影响	VC_trans • belp 对 DA 的影响	VC_trans • belr 对 DA 的影响	VC_sel • belp 对 DA 的影响	VC_sel • belr 对 DA 的影响	VC_trans • belp 对 DA 的影响	VC_trans • belr 对 DA 的影响
VC_selling	0.024 ** (2.43)	0.015 * (1.73)			0.012 *** (4.55)	0.003 * (1.79)		
VC_sel • belp	−0.021 *** (−3.25)				−0.016 *** (−5.41)			
VC_sel • belr		−0.018 ** (−2.43)				−0.008 ** (−2.48)		
VC_transaction			0.020 *** (2.58)	0.008 (1.26)			0.016 *** (3.15)	0.003 (0.82)
VC_trans • belp			−0.025 *** (−3.52)				−0.026 *** (−4.20)	
VC_trans • belr				−0.021 ** (−2.32)				−0.019 ** (−2.32)
Constant	−0.012 (−0.12)	−0.028 (−0.28)	−0.020 (−0.20)	−0.032 (−0.33)	0.093 *** (3.27)	0.080 *** (2.81)	0.070 ** (2.20)	0.066 ** (2.08)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	921	921	921	921	2656	2656	2656	2656
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.105	0.098	0.103	0.096	0.050	0.041	0.046	0.042

（一）风险投资机构对创业企业信任的作用路径

企业内部控制和外部独立审计是财务报告生成过程中的两个重要参与及监督主体，是影响企业财务报告质量的内外部治理机制。独立审计作为一种外部治理机制，在评估企业是否恰当地遵循通用会计规则和合理地使用剩余会计规则时发表独立意见，是有效防范企业盈余操纵、提升财务报告质量的一种外部保障机制^[28]。企业内部控制对盈余管理行为的作用主要体现在两方面：第一，在现代公司的委托代理关系中，内部控制是实现权力制衡的基本途径，可以减少企业内部无意错报和有意操纵的可能性；第二，为了确保企业经营管理的规范性、财务报告及相关信息的完整真实性，内部控制可以有效遏制企业会计政策滥用^[29]，从而抑制盈余管理等短期行为。良好的内部控制通过多方制衡和约束机制实现对财务报告过程的有效控制，为高质量财务报告提供重要保障。而企业声誉作为一项具有特殊价值的无形资产，是企业对自身高质量会计信息的一种担保和抵押^[30]。为了维护企业良好声誉，获取风险资本的信任，创业企业倾向于聘请高质量审计师，实施有效内部控制，以及时发现和制止创业企业内部的盈余管理行为^[23]。据此，提出预期 1：创业企业聘请高质量审计师和实施有效内部控制，是风险投资对创业企业的信任在风险投资减持过程中缓解盈余管理问题的两条路径。

（二）创业企业对风险投资机构信任的作用路径分析

提供优质增值服务，加强对创业企业的监督约束是风险投资机构助力企业成长、提升企业价值的两条重要途径。首先，拥有行业专长的风险投资机构不仅能凭借专业投资能力为公司扩展融资渠道，而且可以利用其丰富的行业投资经验，通过其拥有的社会网络资源为创业企业引荐优质承销商和审计机构，并根据创业企业自身能力提供更具建设性的发展意见，为创业企业

搭建合理的制度体系,从而最大程度地发挥管理监督作用^[31],为创业企业高质量会计信息提供制度保障。其次,风险投资机构通过董事会对创业企业的经营管理活动进行监督控制,以缓解信息不对称以及由此产生的道德风险问题^[4]。已有研究表明,风险投资机构通过派驻董事的方式介入被投资企业的公司治理,即便创业企业公开募股结束后,风险投资机构也会在一段时期内继续保留董事监事职位,对创业企业进行监督约束^[32],从而有效抑制风险投资过程中的机会主义行为。高声誉风险投资机构借助其专业能力和行业经验为创业企业提供优质的外部审计服务,解决信息不对称问题^[33],同时会出于维护自身声誉以赢得创业企业的青睐,更大程度地发挥认证监督作用,监督创业企业运营管理,抑制机会主义行为。据此,提出预期 2: 风险投资机构委派董事监事和提高自身行业专长,是创业企业对风险投资的信任在风险投资减持过程中缓解盈余管理问题的两条路径。

基于上述分析,借鉴温忠麟等^[34]的研究,构建模型(2)–(4)进行有中介的调节效应检验。

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 VC_selling + \alpha_2 Bel_punish / Bel_rank \cdot VC_selling + \alpha_3 Controls + \epsilon \quad (3)$$

$$MSA/IC/EXP_ind/SC = \beta_0 + \beta_1 VC_selling + \beta_2 Bel_punish / Bel_rank \cdot VC_selling + \beta_3 Controls + \epsilon \quad (4)$$

$$DA = \gamma_0 + \gamma_1 VC_selling + \gamma_2 Bel_punish / Bel_rank \cdot VC_selling + \gamma_3 MSA/IC/SC/EXP_ind + \gamma_4 Controls + \epsilon \quad (5)$$

参考徐虹等^[35]、范经华等^[28]的做法,分别以审计师行业专长(MSA)和迪博内部控制指数(IC)衡量审计师质量和企业内部控制质量,检验风险投资机构对创业企业的信任在风险投资减持过程中缓解企业盈余管理行为的作用路径;以风险投资行业专长(EXP_ind)和风险投资机构是否委派董事监事(SC)分别衡量风险投资机构的投资经验和监督力度,检验创业企业对风险投资机构的信任在风险投资减持过程中缓解企业盈余管理行为的作用路径。如果风险投资机构具有行业专长,EXP_ind=1,否则EXP_ind=0;如果风险投资机构在董事会、监事会占有席位SC=1,否则SC=0。

风险投资机构对创业企业的信任的作用路径检验结果(见表3)显示:第1栏交乘项(VC_sel · belp)系数显著为负,说明风险投资机构对创业企业的信任对风险投资减持与企业盈余管理程度的调节效应显著。第2栏和第4栏交乘项(VC_sel · belp)、第3栏审计师行业专长(MSA)、第5栏内部控制指数(IC)的系数均显著,说明调节效应中有一部分是由创业企业通过聘请高质量审计师和实施有效内部控制实现的。第3栏和第5栏交乘项(VC_sel · belp)系数相对于第1栏交乘项(VC_sel · belp)系数,数值与显著性均降低,表明调节效应通过聘请高质量审计师和实施有效内部控制对风险投资减持与企业盈余管理关系产生了部分中介效应,支持了预期1。

创业企业对风险投资机构的信任的作用路径检验结果(见表3)显示:第1栏中交乘项(VC_sel · belr)系数显著为负,说明创业企业对风险投资机构的信任对风险投资减持与企业盈余管理程度的调节效应显著。第2栏和第4栏交乘项(VC_sel · belr)、第3栏风险投资机构委派董事监事(SC)、第5栏风险投资行业专长(EXP_ind)的系数均显著,说明调节效应至少有一部分是风险投资机构通过委派董事监事和提高行业专长实现的。第3栏和第5栏交乘项(VC_sel · belr)系数相对于第1栏中交乘项(VC_sel · belr)系数,数值和显著性均降低,表明调节效应通过委派董事监事和提高风险投资行业专长对风险投资减持与企业盈余管理关系产生了部分中介效应,支持了预期2。

表 3 风险投资减持过程中企业盈余管理行为的路径检验

变量	风险投资对创业企业的信任的作用路径				
	DA	MSA	DA	IC	DA
VC_selling	0.024 ** (2.43)	−0.001 (−0.21)	0.017 * (1.79)	−0.004 (−0.04)	0.025 *** (2.95)
VC_sel • belp	−0.021 *** (−3.25)	0.013 *** (2.97)	−0.013 ** (−2.03)	0.216 *** (2.92)	−0.013 ** (−2.32)
MSA/IC			−0.101 ** (−2.40)		−0.009 *** (−3.11)
Constant	−0.012 (−0.12)	0.070 (0.90)	−0.006 (−0.06)	2.251 * (1.74)	−0.046 (−0.45)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
N	921	919	919	825	825
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.105	0.080	0.085	0.131	0.094

变量	创业企业对风险投资的信任的作用路径				
	DA	SC	DA	EXP_ind	DA
VC_selling	0.015 * (1.73)	0.014 (0.29)	0.015 * (1.79)	−0.054 (−1.18)	0.014 (1.54)
VC_sel • belr	−0.018 ** (−2.43)	0.335 *** (7.30)	−0.013 * (−1.76)	0.289 *** (6.48)	−0.016 ** (−2.13)
SC/EXP_ind			−0.011 ** (−2.10)		−0.010 * (−1.89)
Constant	−0.028 (−0.28)	−0.097 (−0.16)	−0.027 (−0.28)	−0.883 (−1.48)	−0.036 (−0.35)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
N	921	921	921	921	921
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.098	0.131	0.101	0.169	0.103

五、内生性和稳健性检验

（一）内生性检验

研究风险投资减持过程中的企业盈余管理，内生性是一个不容忽视的问题。风险投资减持与企业盈余管理行为互为因果，不仅风险投资减持会影响企业盈余管理，而且前期企业盈余管理带来的股价变化也会影响减持行为^[36]。为了克服内生性带来的偏差，采用工具变量法对模型（1）进行两阶段回归。参考蔡宁等^[36]的做法，选取市场行情作为减持的工具变量。一般来说，市场行情对企业盈余管理并没有直接影响，但风险投资减持在一定程度上受市场行情的影响。市场行情以减持当年中小板或创业板市场收益率计量。二阶段回归结果（见表 4）显示，变量 VC_selling 和 VC_transaction 系数依然为正，且均在 1%水平显著，表明在控制了内生性问题后，研究结论依然成立。

表 4 内生性检验

变量	第一阶段		第二阶段	
	VC_selling	VC_transaction	DA	DA
VC_selling			0.017 *** (3.47)	
VC_transaction				0.013 *** (2.98)
Ret	0.950 *** (3.06)	0.056 * (1.91)		
Constant	−10.764 ** (−2.21)	−0.167 (−0.29)	−0.341 *** (−5.11)	−0.336 *** (−5.03)
Controls	控制	控制	控制	控制
N	890	890	890	890
年份/行业	控制	控制	控制	控制
R ²	0.122	0.138	0.590	0.588

（二）稳健性检验

为了检验结果的稳健性,对变量做如下处理再进行验证:第一,剔除其他行业的样本,仅保留受风险投资机构青睐的制造业(C)和信息技术行业(I)的企业数据;第二,我国创业板于2009年上市,前期市场监管制度不完善,故剔除创业板上市头两年的数据;第三,用减持规模的中位数替换解释变量 $VC_transaction$;第四,不仅领投资风险投资减持会影响企业盈余管理,其他风险投资减持也会影响企业盈余管理,故考虑多家风险投资减持的情况。稳健性检验结果(限于篇幅未列稳健性检验结果,资料备索)未受到影响,均通过了稳健性检验。

六、结论与启示

以2009—2019年中小板和创业板首次公开募股企业为研究对象,考察了风险投资减持及减持规模对企业盈余管理的影响以及风险投资机构与创业企业之间的信任对上述影响的调节作用。研究表明:风险投资减持对企业盈余管理具有显著正向影响,且减持规模越大,对企业盈余管理的影响越明显;风险投资机构与创业企业的相互信任能够有效抑制风险投资减持过程中的盈余管理行为。进一步研究发现,风险投资机构对创业企业的信任,通过企业提高内部控制质量、聘请高质量审计师这两条路径,抑制风险投资减持过程中的盈余管理行为;创业企业对风险投资机构的信任,通过发挥风险投资机构行业专长、委派董事监事参与治理这两条路径,抑制风险投资减持过程中的盈余管理行为。基于以上结论,得出如下启示:

第一,为了实现减持利益最大化,风险投资机构普遍存在以配合减持为目的的企业盈余管理行为。但是,这种“杀鸡取卵”式的行为不利于创业企业发展,甚至可能会带来严重的负面后果,如股价崩盘、中小投资者利益受到侵害、投资者信心受损等。这一结论对于规范上市公司财务决策行为具有一定的参考价值。同时,研究结论也揭示了当前市场监管部门对由风险投资减持诱发的企业盈余管理,尤其是减持期间的企业盈余管理的监管不足。风险投资机构利用其特定股东身份对管理层施加影响,干预企业会计盈余,择时减持以实现高额收益,这种内部人交易是以损害中小股东利益为代价的,不利于维护中小股东利益。因此,要引导风险投资规范、理性、有序减持,强化首次公开募股之前股东减持的制度规范和信息披露要求,加强市场监管部门对风险投资减持交易及其信息披露的持续监管,督促公司及时披露减持计划及进程,强化事后的监管问询,并辅之以严格的反馈与惩罚制度。引导风险投资积极发挥正向的“增值服务”和“监督认证”功能,减少其负面的“短视”行为,将成为推动我国资本市场与风险投资市场联动、实现良性发展的重要研究课题。

第二,实证结果表明,风险投资减持对企业盈余管理确实存在显著负面影响,而风险投资与创业企业之间基于声誉机制的信任能够在一定程度上缓解减持过程中的机会主义行为。信任作为一种非正式治理机制,不仅是人们理性选择的结果,也是一种可以代替监督和管理的手段。尤其是在当前信息严重不对称的环境下,即使风险投资机构有能力介入创业企业的公司治理以实现对投资项目的有效监督,但是一些道德风险问题仍然会在双方“自身利益最大化”动机的驱动下进一步被放大。因此,如何通过非正式控制机制与正式控制机制相配合,使得信任这类低成本监管替代机制充分发挥作用,抑制不确定性交易中的机会主义行为,抑制道德风险进而促进风险投资机构与创业企业之间更好的合作,是值得进一步研究的问题。在具有高风险、高不确定性的风险投资行业中,通过提升风险资本与创业企业之间的信任程度,构建互惠互信的合作关系,减少双

方机会主义倾向,提高投资管理效率,实现互利共赢,无论是对于风险投资行业的健康发展,还是对于创业企业上市后的可持续成长,均具有重要的现实意义。

参考文献:

- [1] BARRY C B, MUSCARELLA C J, PEAVY J W III, et al. The role of venture capital in the creation of public companies [J]. Journal of financial economics, 1990, 27 (2): 447-471.
- [2] GOMPERS P A. Grandstanding in the venture capital industry [J]. Journal of financial economics, 1996, 42 (1): 133-156.
- [3] 计小青,曹啸.信任、投资者行为与股票市场的发展:一个概念性分析框架[J].西安交通大学学报(社会科学版),2018,38(4):31-39.
- [4] DUFFNER S, SCHMID M M, ZIMMERMANN H. Trust and success in venture capital financing: an empirical analysis with German survey data [J]. Kyklos, 2009, 62 (1): 15-43.
- [5] 林剑. 社会网络作用于创业融资的机制研究 [J]. 南开管理评论, 2006, 9 (4): 70-75.
- [6] 徐虹,余枫枫. 风险投资背景异质性与退出时机选择:基于信任视角的实证研究 [J]. 南京审计大学学报, 2020, 17 (6): 58-68.
- [7] 罗炜,余琰,周晓松. 处置效应与风险投资机构:来自IPO公司的证据 [J]. 经济研究, 2017, 52 (4): 181-194.
- [8] LUO W. The exit of venture capital and financial disclosure in newly-public firms [D]. Pittsburgh, PA, USA: University of Pittsburgh, 2005.
- [9] 吴育辉,吴世农. 股票减持过程中的大股东掏空行为研究 [J]. 中国工业经济, 2010 (5): 121-130.
- [10] SCOTT W R. Financial accounting theory [M]. Toronto: Prentice Hall, 2003.
- [11] 朱朝晖,张亚妮. 控股股东减持与盈余管理选择时机分析 [J]. 商业研究, 2014 (7): 166-173.
- [12] 胡志颖,蔡卫星,丁园园,等. 风险投资减持过程中的机会主义:基于盈余管理视角的研究 [J]. 中国会计评论, 2013, 11 (3): 317-342.
- [13] MAYER R C, DAVIS J H, SCHOORMAN F D. An integrative model of organizational trust [J]. Academy of management review, 1995, 20 (3): 709-734.
- [14] 郑也夫. 信任论 [M]. 2版. 北京:中国广播电视出版社,2006.
- [15] 雷宇. 声誉机制的信任基础:危机与重建 [J]. 管理评论, 2016, 28 (8): 225-237.
- [16] 张维迎. 信息、信任与法律 [M]. 北京:生活·读书·新知三联书店,2003.
- [17] 王卫星,陆晖. 会计信息质量与企业创新投入:基于深市A股民营企业的实证研究 [J]. 常州大学学报(社会科学版), 2021, 22 (4): 49-57.
- [18] 管考磊,张蕊. 企业声誉与盈余管理:有效契约观还是寻租观 [J]. 会计研究, 2019 (1): 59-64.
- [19] 林钟高,丁茂桓,常青. 内部控制有效性、关系型交易与企业声誉 [J]. 财务研究, 2018 (2): 25-37.
- [20] 刘冰,罗超亮,符正平. 风险投资和创业企业总是完美一对吗 [J]. 南开管理评论, 2016, 19 (1): 179-192.
- [21] CAMPBELL T L, FRYE M B. Venture capitalist monitoring: evidence from governance structures [J]. The quarterly review of economics and finance, 2009, 49 (2): 265-282.
- [22] 董静,汪江平,翟海燕,等. 服务还是监控:风险投资机构对创业企业的管理:行业专长与不确定性的视角 [J]. 管理世界, 2017 (6): 3-11.
- [23] 蔡宁. 风险投资“逐名”动机与上市公司盈余管理 [J]. 会计研究, 2015 (5): 20-27.
- [24] 肖海莲,胡挺. 大股东侵占、公司声誉与公司绩效:基于中国上市公司的经验证据 [J]. 财贸研究, 2007, 18 (6): 108-114.
- [25] 刘晓明,胡文伟,李湛. 风险投资声誉、IPO折价和长期业绩:一个研究综述 [J]. 管理评论, 2010, 22 (11): 9-20.
- [26] 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.
- [27] 徐虹,林钟高,彭圆圆. 上市公司并购、定向增发与盈余管理 [J]. 财会通讯, 2016 (24): 3-10.
- [28] 范经华,张雅曼,刘启亮. 内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理 [J]. 会计研究, 2013 (4): 81-88.
- [29] 曾祥飞,魏明鉴,林钟高. 风险提示信息与资本成本:基于信息披露制度变迁与内部控制的联合调节效应 [J]. 常州大学学报(社会科学版), 2021, 22 (5): 39-50.

- [30] TADELIS S. What's in a name? reputation as a tradeable asset [J]. American economic review, 1999, 89 (3): 548-563.
- [31] 徐虹, 邓李华, 刘家树. 风险投资行业专长影响企业 IPO 审核吗?: 来自中小板和创业板的经验证据 [J]. 会计与经济研究, 2020, 34 (2): 77-93.
- [32] GORMAN M, SAHLMAN W A. What do venture capitalists do? [J]. Journal of business venturing, 1989, 4 (4): 231-248.
- [33] 徐虹, 潘素梅. 公司风险投资、声誉信任与企业二元创新 [J]. 安徽工业大学学报 (自然科学版), 2022, 39 (1): 100-109.
- [34] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展 [J]. 心理科学进展, 2014, 22 (5): 731-745.
- [35] 徐虹, 章欣然. 风险投资影响企业创新吗?: 基于风险投资介入与退出双重视角的检验 [J]. 安徽师范大学学报 (人文社会科学版), 2022, 50 (2): 114-130.
- [36] 蔡宁, 魏明海. “大小非”减持中的盈余管理 [J]. 审计研究, 2009 (2): 40-49.

Venture Capital Reduction, Trust and Corporate Earnings Management

Xu Hong, Ding Rujin

Abstract: Taking the IPO companies in SME and GEM from 2009 to 2019 as samples to explore the impact of venture capital reduction and the scale of reduction on corporate earnings management and the moderating effect of trust between venture capital and start-ups on the above effects. It is found that the venture capital reduction will significantly intensify the corporate earnings management behavior, and the larger the scale of reduction, the more serious the corporate earnings management behavior; the trust between venture capital and start-ups can effectively alleviate the corporate earnings management behavior during the reduction, that is, trust has a negative moderating effect on the relationship between them. Further action mechanism tests show that trust between start-ups and venture capital is to mitigate the impact of venture capital reduction on corporate earnings management behavior by hiring high-quality auditors, implementing effective internal control, improving the industrial expertise of the venture capital, and appointing directors and supervisors to participate in governance. The research provides empirical evidence that trust mechanism can help to restrain the corporate earnings management behavior induced by venture capital reduction and provide a feasible solution to address the negative impact of venture capital reduction.

Keywords: venture capital reduction; reduction scale; earnings management; trust

(收稿日期: 2022-07-26; 责任编辑: 沈秀)