

特约论文



徐虹 南京大学会计学博士,安徽工业大学商学院教授、博士生导师、会计学硕士学位点主任,中国商业会计学会理事,国家自然科学基金项目同行评审专家,《南开管理评论》《会计与经济研究》《财务研究》等期刊审稿人。长期从事内部控制与公司会计、风险投资理论、公司兼并重组等领域研究,发表学术论文50余篇,出版学术专著4部。主持国家级基金与省部级基金项目7项,其中国家社科基金重点项目1项、国家社科基金面上项目1项、国家自然科学基金面上项目1项、教育部人文社科青年基金项目1项,参与国家自然科学基金项目面上项目2项。先后入选安徽省第九批学术和技术带头人后备人选、财务管理安徽省一流专业建设点负责人、安徽省高等学校省级质量工程会计学专业虚拟教研室负责人、公司治理与会计安徽工业大学高水平导师团队成员、“六卓越一拔尖”财务管理专业拔尖学生创新人才培养项目负责人,研究成果获2019年度安徽省社科奖二等奖、2022年度安徽省教学成果奖一等奖。

风险投资背景与退出时机选择

徐虹, 征凡凡

(安徽工业大学 商学院, 安徽 马鞍山 243032)

摘要:以2009—2020年深市中小板和创业板IPO企业为研究样本,通过手工收集的风险投资退出数据,实证分析国有与非国有风险投资背景对退出时机选择的影响,并探讨减持新规实施与注册制改革的调节作用。此外,进一步从风险投资机构持股比例以及创业企业股权集中度层面对调节效应进行异质性分析。结果表明:与非国有风险投资相比,国有风险投资在IPO后退出创业企业的时间更晚;减持新规与注册制改革进一步强化了国有风险投资的延迟退出效应,且这种效应在高持股比的风险投资机构以及低股权集中度的创业企业中更为突出;国有风险投资机构在维护创业资本市场稳定发展中发挥重要作用,以完善资本市场为目标的政府监管政策若能实现优化升级,将有助于更好地发挥国有风险投资机构的政策导向功能,从而增强市场活力。为此,监管部门需要精准施策,通过建立健全差异化的退出机制和信息披露制度,既可防范上市后资本无序退出对企业经营的冲击,又可有效遏制短期套利行为,切实维护市场公平秩序,提升资本配置效率。

关键词: 风险投资; 减持新规; 注册制; 创业企业; 国有资本; 非国有资本

中图分类号: F 275 **文献标志码:** A **doi:** 10.12415/j.issn.1671-7872.24179



Venture Capital Background and the Choice of Exit Timing

XU Hong, ZHENG Fanfan

(School of Business, Anhui University of Technology, Maanshan 243032, China)

Abstract: Taking IPO companies on SEM board and GEM board in Shenzhen from 2009 to 2020 as research samples, hand-collected venture capital exit data was used to empirically analyze the impact of state-owned and non-state-owned venture capital background on the exit timing, and the regulatory role of the implementation of new

收稿日期: 2024-10-17

基金项目: 国家社会科学基金重点项目(19AJY006)

作者简介: 徐虹(1972—),女,安徽桐城人,博士,教授,博士生导师,主要研究方向为企业并购重组理论、风险投资理论。

引文格式: 徐虹, 征凡凡. 风险投资背景与退出时机选择[J]. 安徽工业大学学报(自然科学版), 2025, 42(3):332-343.

shareholding reduction rule and the reform of registration system. The heterogeneity of the regulatory effect from the perspective of the shareholding proportion of venture capital institutions and the equity concentration degree of entrepreneurial enterprises was analyzed. The results show that compared with non-state-owned venture capital, state-owned venture capital exits portfolio companies later after IPO; the implementation of the new shareholding reduction rule and the registration-based IPO reform further strengthen this delayed exit effect of state-owned venture capital, with this effect being more pronounced among venture capital institutions with higher shareholding ratios and portfolio companies with lower ownership concentration. State-owned venture capital institutions play a crucial role in maintaining the stable development of the venture capital market, and the optimization of government regulatory policies aimed at improving the capital market can better leverage the policy-oriented function of state-owned venture capital institutions, thereby enhancing market vitality. Therefore, regulatory authorities need to implement targeted measures by establishing and improving differentiated exit mechanisms and information disclosure systems, which not only prevent the adverse impact of disorderly post-IPO capital exits on corporate operations but also effectively curb short-term arbitrage behaviors, thereby safeguarding market fairness and order while improving capital allocation efficiency.

Keywords: venture investment; new shareholding reduction rule; registration system; start-up enterprise; government capital; non-state capital

风险投资是初创型企业发展的助推力量,当前首次公开发行(initial public offering, IPO)和企业并购已成为风险投资最主要的两种退出方式^[1-2]。风险投资机构的顺利退出在某些情况下意味着创业企业的成长,但其快速退出伴随的增值服务和监督效应的逐渐减弱,会给企业带来诸如股价崩盘风险加大^[3]、创新投入减少^[4]等负面影响。因此,风险投资的退出时机选择尤为重要。党的二十大报告强调,要深化国资国企改革,加快国有经济布局优化和结构调整,推动国有资本和国有企业做强做优做大,提升企业核心竞争力。在此背景下,探讨国有与非国有风险投资的退出决策及其影响因素,对于优化国有资本配置结构、增强国有企业市场竞争力、推动国有与社会资本优势互补、健全风险投资市场运行机制以及落实服务国家创新驱动发展战略和促进实体经济转型升级都具有重要意义。

风险投资退出创业企业时机的选择受多方面因素的影响,这些因素包括外部市场环境^[5]与竞争水平^[6]、法律制度^[6]、创业企业经营状况^[7]、风险投资机构的信誉^[8]、风险资本家的风险承受能力^[7]、持股比例^[9-10]、是否联合投资^[9]以及风险投资背景^[11]等。风险投资背景按照产权性质的差异可划分为国有与非国有两类,两者在组织形式、企业结构特征和投资偏好等方面存在显著差异。具有政府背景风险投资机构的投资决策通常会受到政府政策导向以及自身社会责任的双重影响。例如,国有风险投资机构一方面为响应政策导向而倾向投资高风险的新兴行

业^[12],另一方面因专业能力限制往往采取相对保守的投资策略^[13]。相比之下,非国有风险投资机构具有更高的市场化程度,其投资决策主要基于回报率考量且较少受行政干预。这种投资偏好与专业能力的差异导致两类机构产生了显著不同的投资绩效。虽然已有文献探讨了国有风险投资对市场^[12]、公司治理^[14]、被投企业上市及上市后的影响^[15-16],但关于国有和非国有风险投资机构在退出创业企业时机的选择上是否存在差异,以及退出时机的选择受何种外界因素的影响,仍有待进一步研究。

为促进市场有序发展、激发企业创新活力、推动企业可持续成长,政府出台多项资本市场监管政策。2017年5月中国证监会发布的《上市公司股东、董监高减持的若干规定》^[17]降低了大股东和市场投资者所持股票的流动性,进而提升了投资效率^[18]、抑制了企业股价波动^[19-20],同时增强了大宗交易市场筛选股票的能力^[21]、促使定增市场趋于理性,更好地保护了中小投资者利益^[22-23]。2019年1月中国证监会发布的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》^[24]推动了注册制在上海科创板的实施;2020年8月,注册制改革在创业板正式落地;2023年3月,我国股票发行注册制全面实施。注册制的实施提升了企业信息披露水平^[25-26]、上市审核效率^[27-28]及创新投入等^[29],整体上提高了创业资本市场运行效率,也在无形中提升了市场竞争水平和企业上市门槛。风险投资机构作为企业资金来源的重要组成部分,其投资决策会受到创业企

业面临市场环境的影响。鉴于此,选取2009—2020年深圳中小板和创业板IPO企业为研究样本,重点考察国有和非国有风险投资机构在IPO后退出时机选择的差异特征。结合减持新规实施和注册制改革两大制度变革背景,从制度变革角度探讨监管政策调整与发行制度改革对风险投资退出决策的影响机制。通过实证研究,以为政府背景风险投资机构退出策略选择提供新的经验证据,同时为评估我国资本市场制度改革成效提供有益参考。

1 理论分析与研究假设

国有风险投资机构因其独特的政府背景和政策优势,在我国风险投资市场发展进程中扮演着不可替代的关键角色。我国风险投资市场是在政府主导下形成与发展的^[30],国有风险投资设立的初衷是解决初创企业融资缺口问题。研究表明,国有风险投资参与能显著改善被投资企业融资状况、发挥市场信号功能^[31-32]并提升上市效率^[33],但同时也存在投资决策保守、专业能力相对欠缺的局限性^[13]。一方面,随着民营经济不断发展壮大,国有企业在承担社会履行和维护市场稳定等方面仍具独特优势。国有风险投资机构因其特殊的政策属性和社会职能定位,较非国有机构展现出更强烈的社会责任导向^[34-35],在投资决策中更注重企业的长期战略发展而非短期财务回报。这种特质使其能够通过持续持股发挥重要的市场认证功能^[36-37],有效引导社会资本跟进投资^[5],不仅为被投资企业构建多元化的融资渠道以支持可持续发展,还能通过培育市场信心来缓冲未来退出时的市场冲击^[9]。基于这一机制,国有风投机构在创业企业上市后往往采取更为审慎的退出策略,通过延长持股期为企业的平稳过渡和持续成长提供有力支撑。另一方面,虽然风险投资机构普遍采用外部募资模式导致其资金具有短期性特征,往往倾向于在企业上市后快速退出以实现资本循环,但国有风险投资机构在这方面具有显著差异。凭借其特殊的政策背景,国有机构能够获得更优惠的政府资源支持^[38]和更宽松的信贷条件,同时具备更高的投资风险容忍度。这种独特的资金优势使国有风险投资具备延迟退出的资本实力,更肩负着支持企业长期发展的政策使命。从创业企业角度看,上市后面临的市场波动和经营不确定性使其更需要具有持续支持能力的投资伙伴。国有风险投资机构凭借其突出的增值服务能力和市场认证效应,往往能够成为创业企业理想的战略投资者选择,这种双向选择机

制进一步强化了国有风险投资延迟退出的行为特征。图1为国有风险投资的双重作用路径:一方面源于政策使命的社会责任导向,另一方面依托政府背景的资源优势。这两大特质协同作用,促使国有风险投资采取延迟退出策略,既提供长期资本支持,又通过管理赋能助力企业可持续发展。

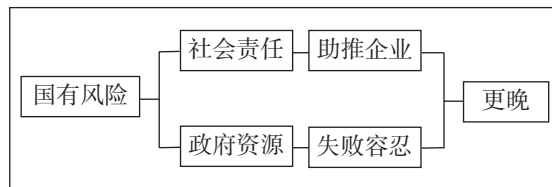


图1 机制路径分析

Fig. 1 Mechanism path analysis

基于上述分析,提出研究假设 H1:相较于非国有风险投资机构,国有风险投资机构在创业企业IPO后表现出更晚的退出时机选择。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

以2009—2020年深市中小板和创业板IPO企业为样本,通过下载企业上市时的十大股东文件,并综合运用CVsource、企查查、天眼查、CSMAR等数据库筛选出前十大股东中包含风险投资参与的企业。同时剔除金融类、ST类、财务数据缺失及2021年末仍处锁定期企业。以前十大股东名单中风险投资机构消失时间为退出时点,未退出者截至2021年末。为控制极端值的影响,对主要连续变量进行上下各1%的缩尾处理,使用Stata 17进行分析。

2.2 变量定义与模型构建

将被解释变量设定为风险投资退出(E)。借鉴徐虹等^[11]的研究方法,以风险投资机构首次从上市企业年报前十大股东名单中消失的时间,减去该企业上市的时间点,所得时间差值作为衡量风险投资机构退出时机的关键指标。

将解释变量设定为风险投资背景(G)。借鉴黄福广等^[39]的研究方法,根据招股说明书披露信息,若风险投资机构被标识为国有股股东(state-own shareholder, SS)或国有法人股股东(state-own legal-person shareholder, SLS),则定义为国有风险投资(标记为1);否则为非国有风险投资(标记为0)。

借鉴吴超鹏等^[40]的研究方法,从风险投资机构特征、创业企业特征和市场特征三方面选取控制变量。控制变量主要包括风险投资持股、风险投资机构数量、风险投资机构声誉、企业声誉、企业成熟

度、独立董事比例、是否两职合一、第一大股东持股比、企业规模、资产负债率、资产收益率、风险投资与创业企业的地理距离、市场环境、行业、年份。

具体变量定义见表1。

表1 变量定义

Tab.1 Variable definition

名称	符号	定义与说明
风险投资退出	<i>E</i>	风险投资机构从企业上市至完全退出的时长
风险投资背景	<i>G</i>	将招股说明书中注明为SS或SLS的风险投资机构认定为国有风险投资
风险投资持股	<i>H</i>	领头风投的持股比例
风险投资数量	<i>Z</i>	投资企业的风险投资机构数
风险投资声誉	<i>A</i>	ln(1+风险投资机构自成立至退出的年限), 并按照均值分组, 大于均值取1, 否则取0
企业声誉	<i>P</i>	若企业未遭深交所违规处罚, 声誉值记为1; 若有违规存在, 则声誉值记为0
企业成熟度	<i>K</i>	ln(1+企业自成立至上市的年限)
独立董事比例	<i>D</i>	独立董事占董事会成员比例
是否两职合一	<i>B</i>	若董事长和总经理两职合一则取值1, 否则为0
第一大股东持股比	<i>T</i>	退出年份的第一大股东持股比例
企业规模	<i>S</i>	退出年份总资产的自然对数
资产负债率	<i>L</i>	退出年份的资产负债率
资产收益率	<i>X</i>	退出年份的资产报酬率
风险投资与创业企业的地理距离	<i>O</i>	若风险投资机构与创业企业在同一省份, 则取值为1, 否则为0
市场环境	<i>Q</i>	若风险投资退出阶段处于牛市, 则取值1; 若退出阶段处于熊市, 则取值0
行业	<i>I</i>	若企业为高新技术企业, 则取值为1, 否则为0
年份	<i>Y</i>	用于控制年份的影响

为验证风险投资背景特征对其退出时机选择的影响, 本文构建如下基准:

$$E = \alpha + \beta_1 G + \beta_2 \text{Controls} + \sum I / \sum Y + \varepsilon \quad (1)$$

式中: α 为截距项; β_1, β_2 分别为解释变量和控制变量的回归系数; ε 为模型残差。

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计与相关性分析

变量的描述性统计结果如表2。由表2可见: 风险投资在企业IPO后退出时间的平均值为3.237、

最大值为11.468、最小值为1.008, 表明风险投资机构在企业IPO后退出的时间差异显著, 有的风险投资机构在解锁后迅速退出以获得短期高额回报, 有的风险投资机构在企业IPO后缓慢退出, 甚至长达11年。然而, 从整体趋势看, 多数风险投资机构倾向企业上市不久后退出。风险投资背景(*G*)的均值为0.111, 反映出我国国有风险投资占比在11%左右, 非国有风险投资在创业资本市场占主体地位。从风险投资数量(*Z*)变量的观测数据可见, 联合投资在样本中占据较高比例, 表明多数风险投资机构在该研究范围内更倾向于采用联合投资策略。

表2 描述性统计

Tab.2 Descriptive statistics

变量	观测数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>E</i>	898	3.237	2.162	1.008	11.468	2.694
<i>G</i>	898	0.111	0.315	0	1	0
<i>H</i>	898	0.069	0.046	0.012	0.241	0.056
<i>Z</i>	898	2.548	1.517	1	7	2
<i>A</i>	898	0.468	0.499	0	1	0
<i>P</i>	898	0.497	0.500	0	1	0
<i>K</i>	898	2.536	0.447	1.099	3.296	2.565
<i>D</i>	898	0.378	0.048	0.333	0.500	0
<i>B</i>	898	0.473	0.500	0	1	0
<i>T</i>	898	0.317	0.123	0.09	0.671	0.301
<i>S</i>	898	21.449	0.802	19.990	24.063	21.357
<i>L</i>	898	0.334	0.175	0.047	0.801	0.312
<i>X</i>	898	0.048	0.062	-0.252	0.206	0.050
<i>O</i>	898	0.380	0.486	0	1	0
<i>Q</i>	898	0.200	0.401	0	1	0

变量相关性分析如表3。由于本文涉及的变量较多, 选取部分变量进行相关性分析。由表3可知: 风险投资背景(*G*)与风险投资退出(*E*)在1%的显著性水平上呈正相关, 表明相较于非国有风险投资机构, 国有风险投资机构在创业企业IPO后退出时间更晚, 初步验证了假设; 风险投资持股(*H*)与风险投资退出(*E*)在1%的显著性水平上呈正相关, 表明风险投资机构持股比例越高, 在企业IPO后倾向延迟退出; 企业是否两职合一(*B*)与风险投资退出(*E*)在1%的显著性水平上呈负相关, 意味着两职合一可能会导致风险投资机构更早地退出创业企业。

表3 相关性分析

Tab. 3 Correlation analysis

变量	E	G	H	Z	A	P	K	D	B	T
E	1									
G	0.226***	1								
H	0.421***	0.134***	1							
Z	-0.054	0.015	0.058*	1						
A	0.422***	0.207***	0.316***	0.091***	1					
P	-0.142***	-0.083**	0.031	0.092***	0.064*	1				
K	-0.070**	-0.097***	-0.040	0.084**	0.051	0.200***	1			
D	0.000	-0.100***	-0.039	-0.076**	0.001	-0.015	0.040	1		
B	-0.100***	-0.024	-0.028	0.019	-0.021	0.035	-0.060*	0.093***	1	
T	-0.221***	-0.152***	-0.252***	0.006	-0.140***	0.031	-0.023	0.065*	0.138***	1

注: ***, **, *分别表示1%, 5%, 10%的显著性水平。下同。

3.2 基准回归分析

风险投资背景与退出时机选择的基准回归结果如表4,其中第二列为未添加控制变量的回归结果,第三列则为加上所有控制变量并控制行业和时间后的回归结果。由表4可知:风险投资背景(G)与风险投资退出(E)在1%的显著性水平上呈正相关,意味着相较于非国有风险投资,国有风险投资在IPO后退出创业企业时间更晚,此结果支持假设。

表4 风险投资背景与退出时机选择的基准回归结果

Tab. 4 Benchmark regression results of venture capital background and the choice of exit timing

变量	E	
	不加控制变量	加控制变量
G	1.552***(0.305)	0.677***(0.206)
H		10.254***(1.652)
Z		-0.216***(0.033)
A		0.830***(0.108)
P		-0.867***(0.124)
K		-0.692***(0.130)
D		-0.359(1.116)
B		-0.168(0.104)
T		-0.564(0.447)
S		0.670***(0.089)
L		-0.822***(0.391)
X		-5.168***(1.052)
O		0.750***(0.106)
Q		-0.217(0.184)
行业效应	控制	控制
时间效应	控制	控制
常量	3.064***(0.070)	-11.173***(1.963)
F	25.93***	26.14***
N	898	898
R ²	0.051	0.522
adj R ²	0.050	0.508

注: 括号内为标准误。下同。

3.3 内生性与稳健性检验

在探究风险投资的国有与非国有背景对其退出时机选择的影响时,可能存在样本选择偏差的问题。为降低偏差对回归结果的干扰,采用倾向得分匹配进行内生性检验。同时,为确保验证结果的稳健性,通过替换被解释变量、替换解释变量以及改变研究样本等方式对回归结果进行稳健性检验。检验结果显示,各项结果均与基准回归结果一致。

3.3.1 PSM倾向得分匹配

风险投资退出企业时,其决策会受到被投资企业财务状况、企业规模以及风险投资机构声誉等因素的影响。因此,为有效处理样本选择性偏差问题,在倾向得分匹配方法中选用半径匹配技术。先对风险投资机构是否国有进行Logistic回归分析,基于回归结果计算倾向得分,以此为依据进行半径匹配,半径匹配前后处理组与控制组的结果如表5。

表5 倾向得分匹配平衡性假设检验

Tab. 5 Propensity score matching balance hypothesis test

变量	匹配状态	均值		标准差	标准差减少幅度/%	T统计量	T检验 P> t
		处理组	控制组				
S	U	21.577	21.432	17.000	95.10	1.700	0.090
	M	21.562	21.555	0.800			
X	U	0.044	0.048	-7.000	97.20	-0.640	0.524
	M	0.043	0.043	0.500			
L	U	0.366	0.330	20.500	98.90	1.990	0.047
	M	0.363	0.364	0.200			
K	U	2.413	2.550	-29.200	96.50	-2.920	0.004
	M	2.462	2.431	-1.000			
A	U	0.760	0.431	71.000	91.00	6.350	0.000
	M	0.758	0.728	6.400			
P	U	0.380	0.511	-26.600	84.20	-2.480	0.013
	M	0.384	0.405	-4.200			

注: U表示匹配前; M表示匹配后。

从表5可看出:匹配后的标准差均小于10,说明样本匹配效果较好。最后将处理后的样本重新进行回归,结果如表6第二列所示:风险投资背景(G)

与风险投资退出(E)依然在1%的显著性水平上呈正相关,该结果与前文结果基本一致,进一步验证了国有风险投资机构延迟退出的稳健性特征。

表6 内生性与稳健性检验结果

Tab. 6 Results of endogeneity tests and robustness checks

变量	E			
	PSM	替换解释变量	替换被解释变量	改变样本
G	0.680*** (0.207)		0.701*** (0.198)	0.835*** (0.217)
G_2		0.357* (0.198)		
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制
常量	-10.881*** (1.972)	-11.162*** (1.958)	-10.800*** (1.939)	-12.182*** (2.206)
F	25.49***	25.67***	21.58***	23.25***
N	878	898	898	766
R^2	0.520	0.516	0.479	0.526
adj R^2	0.505	0.502	0.464	0.510

3.3.2 替换解释变量

参考吴超鹏等^[40]的研究思路,将中央和地方国有资产监督管理机构和其他部门监管的企业本级及其逐级投资形成的风险投资机构界定为国有风险投资机构(G_2),在此定义下, G_2 涵盖的国有风险投资机构比主检验的 G 更为广泛。这一数据是通过综合分析天眼查、企查查等平台上风险投资机构的控股股东信息后得出的。在回归分析中,用 G_2 替换 G 后的结果如表6第三列所示:风险投资背景(G_2)与风险投资退出(E)在1%的显著性水平上呈正相关,此结果与前文研究结果基本一致。

3.3.3 替换被解释变量

将风险投资退出(E)替换为风险投资机构自解锁期到退出的时间作为被解释变量重新进行回归,结果如表6第四列所示:风险投资背景(G)与风险投资退出(E)在1%的显著性水平上呈正相关,此结果与前文研究结果基本一致。

3.3.4 改变研究样本

风险投资主要集中于制造业和信息技术行业,本研究剔除其他行业,仅保留制造业和信息技术行业样本,最终筛选出766个有效样本。对保留后的数据进行重新回归,结果如表6第五列所示,风险投资背景(G)与风险投资退出(E)之间依然在1%的水平上显著呈正相关,与前文保持一致,表明回归结果稳健。

4 调节效应分析

减持新规实施和注册制改革,作为监管政策层面的变化和发行制度的变革,会对国有风险投资在

退出时机选择上产生影响。因此,探讨减持新规实施与注册制改革对国有风险投资退出时机选择的外生政策冲击。

4.1 减持新规实施的影响

相对于中小股东,企业内部大股东在决策制定及信息获取方面处于更核心的位置,通常掌握着更多企业内部真实运营情况的信息。因此,大股东利用信息优势、择机退出创业企业的现象时有发生,甚至通过侵占中小股东利益的方式攫取超额收益^[41]。企业IPO后,大股东的大幅度减持会给企业、中小股东以及市场带来诸多负面影响。例如,大股东的大幅度减持会向市场传递企业经营不佳信号,导致企业超额累积收益率由正转为负^[42]、加大股价崩盘风险^[3],从而加剧企业内部经营压力、减少研发投入等^[4]。此外,大股东集中减持会引发股价异常波动和交易量变化,加剧市场下行压力^[43]。减持新规有效抑制了这种冲击,推动企业从短期业绩转向长期效率提升^[18],实证显示该政策显著降低了股价波动^[19],并产生积极市场效应^[20]。

一方面,减持新规实施有效抑制了包括风险投资等特定股东在内的大股东在企业上市后快速退出的现象,使投资者可充分了解企业未来成长潜力,不急于快速套现获利,从而引导投资者以更长远的视角来等待企业实现长期价值增长。作为风险投资市场的重要支柱,国有风险投资机构应当主动响应监管政策导向^[44],通过延长持股周期支持企业平稳度过上市后的关键发展阶段。另一方面,通过限制大股东集中减持行为,显著降低了企业上市后关键成

长期(1~3年)的股票流动性压力。同时,新规通过加大违规减持处罚力度,显著提高了短期套利行为的交易成本^[18],一方面有效抑制了短期投资者的频繁买卖行为,另一方面缓解了企业面临的股价波动压力,从而遏制了管理层的短视倾向,为企业长期价值创造提供了稳定的市场环境。国有风险投资机构凭借其政府背景优势,能为被投企业提供包括政府补助、税收减免、融资支持等在内的政策性资源^[45-46],这种独特的价值创造能力使得创业企业更倾向于保留国有股东并期待其延长持股期限。综上分析,国有风险投资机构凭借其政策属性,通过延长持股周期积极响应减持新规,既为创业企业提供持续支持,又促进资本市场规范发展,实现了政策与市场的良性互动。因此预期:相较于非国有风险投资,减持新规实施对国有风险投资在IPO后更晚退出创业企业具有正向促进作用。

设定减持新规实施(W)变量:若风投机构退出时间在2017年5月及之后取值为1,否则为0。通过构建风险投资背景(G)与减持新规实施(W)的交互项($G \times W$),实证检验减持新规对国有风险投资退出时机选择的影响。结果如表7第二列所示:风险投资背景与减持新规实施的交互项($G \times W$)在1%的显著性水平上呈正相关,即减持新规实施对国有风险投资在IPO后更晚退出创业企业具有正向促进作用,该结论支持理论预期。

表7 减持新规实施和注册制改革对风险投资退出时机选择的影响

Tab. 7 The effect of the new shareholding reduction rule and the registration system on the the choice of exit timing of venture capital

变量	E	
	减持新规实施	注册制改革
G	0.730*** (0.215)	0.697*** (0.207)
$G \times W$	1.013*** (0.386)	
$G \times V$		1.312*** (0.451)
控制变量	控制	控制
行业效应	控制	控制
时间效应	控制	控制
常量	-11.065*** (1.972)	-10.924*** (1.979)
F	26.09***	26.88***
N	898	898
R^2	0.527	0.530
adj R^2	0.512	0.516

4.2 注册制改革的影响

政府监管政策作为资本市场的核心调控工具,

对风险投资决策具有重要引导作用。2018年11月启动的科创板注册制改革具有里程碑意义:在上市标准方面突破传统盈利门槛,突出科创属性与创新能力的核心地位;同时通过优化审核流程、强化信息披露、加大监管力度等制度创新^[47],构建了更加市场化的上市机制,这一改革举措深刻影响了风险投资机构的投资策略与退出决策。2020年4月27日中央深改委审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》^[48],标志着创业板注册制改革正式启动。该改革在吸收科创板改革经验的基础上,针对创业板特点进行了差异化制度设计。从资本市场运行机制来看,注册制改革旨在通过市场化机制促进创业企业良性竞争,重点激发企业的科技创新内生动力,从而优化资本市场运行效率、增强市场活力。

在核准制环境下,企业为满足IPO准入条件并提高发行定价,普遍存在通过盈余管理操纵财务报表的短期行为倾向^[49],如减少企业研发投入、以牺牲企业长远利益来操纵短期财务业绩^[50],导致企业上市后业绩下滑的常态^[51]。注册制对上市企业质量实施进行严格把控,注重上市企业科创属性与成长性的综合评估,使得质量不佳的项目发行难度加大,IPO终止数量增加明显,同时提高了优质企业的上市审核效率^[52]、提升了企业信息披露质量^[25-26],且优化了创业资本市场环境,更增强了创业企业在行业中的核心竞争力。

国有风险投资机构具有独特的双重属性:既承担着扶持创新创业的国家使命^[44],又在践行社会责任方面发挥着示范引领作用^[53-54]。这种特殊性使其投资行为呈现出显著的社会效益导向特征,表现为更高的投资风险容忍度^[55]和更长期的价值投资理念^[56]。注册制改革后,当企业面临行业竞争压力时,国有风险投资具备持续投入资本助力企业稳定发展的能力与责任。另一方面,注册制的推行是为了促进创业资本市场的有效运转、提升活力,作为政府政策落实的主要推动力量,国有风险投资机构理应比非国有风险投资更关注企业创新发展,更有责任迎合政策要求,发挥引领作用,更晚退出以助力创业企业可持续发展^[44]。从创业企业角度看,注册制改革带来了更激烈的市场竞争压力与更完善的股票市场退市淘汰机制,企业上市不再是“终点”而是“起点”,更需要有力支撑。企业会寻求国有股权带来的政策和资源优势以获得更多资金支持,缓解融资约束^[57-59],进而增加企业创新投入,提高竞争优势。除此之外,国有风险资本的投资特点与创新

创业高失败率、长周期等特点契合,更有利于企业开展创新创业活动^[60]。因此,创业企业希望国有风险投资机构在企业上市后更晚退出以助力企业稳定经营,发挥“减震器”功效。综上预期:相比于非国有风险投资,注册制改革对国有风险投资在IPO后更晚退出创业企业具有正向促进作用。

定义注册制改革(V)为:以风险投资机构退出时间是否处于创业板注册制实施期间(自2020年8月起)为标准。研究样本未包含科创板,仅包含创业板,故以创业板实行注册制的时间为准,若风险投资在2020年8月前完全退出企业,则取0;若还未完全退出,则取1。通过将风险投资背景(G)与注册制改革(V)相乘得到交乘项($G \times V$),分析注册制改革对国有风险投资退出时机选择的影响,结果如表7第三列所示:风险投资背景与注册制改革的交乘项($G \times V$)在1%的显著性水平上呈正相关,即注册制改革对国有风险投资在IPO后更晚退出创业企业具有正向促进作用,该结果支持理论预期。

5 进一步分析

减持新规实施和注册制改革的调节效应会因条件差异而产生不同的效果。文中进一步从风险投资机构以及创业企业自身特征的角度,对减持新规实施与注册制改革如何影响国有风险投资退出时机选

择进行异质性分析,重点考察风险投资机构的持股比例及创业企业所处地区的经济状况。

5.1 风险投资机构持股比例影响的异质性检验

股东持股比例的高低会直接影响到股东的决策。当风险投资机构持股比例较高时,其决策的影响力更大,此时若风险投资一旦在企业IPO后快速退出,将对企业股权整体结构的影响会更大。同时,基于信号理论,持股比例较高的股东一旦减持,会向外界传递企业前景不佳的负面信号^[61],导致企业未来发展的不确定性增加。研究^[62]表明,持股比例越高,风险投资机构对企业越重视,越关注企业长远发展,退出可能性越小。作为国有风险投资机构,当持股比例较高时,其责任感会更强,更会呼应政策要求,进而会在企业IPO后更晚退出以助力企业稳定发展。基于此,预期在持股比例较高的风险投资机构中,减持新规实施和注册制改革对国有风险投资在IPO后更晚退出创业企业的促进作用更显著。

将风险投资机构按持股比例划分为高、低两组,基于风险投资机构持股比例的异质性检验结果如表8。表8表明:减持新规实施和注册制改革对国有风险投资在IPO后延迟退出创业企业具有正向促进作用,且这一作用在持股比例较高的风险投资机构中表现得更为显著,该结果支持理论预期。

表8 风险投资机构持股比例影响的异质性检验结果

Tab. 8 Heterogeneity test results of venture capital ownership percentage effects

变量	减持新规实施		注册制改革	
	低持股比	高持股比	低持股比	高持股比
G	0.108(0.197)	0.852*** (0.301)	0.090(0.194)	0.759** (0.305)
$G \times W$	-0.125(0.358)	1.063*(0.621)		
$G \times V$			-0.275(0.414)	1.348** (0.566)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制
常量	-4.716*** (1.815)	-11.576*** (3.312)	-4.752*** (1.815)	-11.379*** (3.297)
F	9.881***	19.74***	9.899***	20.02***
N	554	344	554	344
R^2	0.328	0.608	0.328	0.611
adj R^2	0.295	0.577	0.295	0.581

5.2 创业企业股权集中度影响的异质性检验

股权集中度的高低会对企业产生不同的影响。当创业企业股权集中度较低时,股权分散,会对企业的财务绩效及研发投入产生负面影响^[63]。此时,风险投资机构需承担更多责任。研究^[64]表明,在股权

集中度较低的企业,风险投资的参与能够促进企业创新。因此,若被投资企业股权集中度较低,风险资本的持续参与将对企业的稳定发展起到积极作用。政府相关政策的出台,会引导且推动国有风险投资更加关注低股权集中度的创业企业,以更好地落实

政府政策,促进资本市场有序运作。基于此,预期在低股权集中度的创业企业中,减持新规实施和注册制改革对国有风险投资在IPO后更晚退出创业企业

的正向促进作用更为显著。将创业企业按股权集中度高低划分为两组,基于创业企业股权集中度的异质性检验结果如表9。

表9 创业企业股权集中度影响的异质性检验结果

Tab. 9 Heterogeneity analysis results of ownership concentration effects in entrepreneurial firms

变量	减持新规实施		注册制改革	
	低股权集中度	高股权集中度	低股权集中度	高股权集中度
G	1.048***(0.213)	-0.201(0.302)	0.994***(0.214)	-0.124(0.298)
$G \times W$	1.339***(0.426)	-0.349(0.552)		
$G \times V$			1.360***(0.413)	0.190(0.613)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制
常量	-12.014***(2.714)	-8.757***(2.509)	-12.141***(2.711)	-8.698***(2.515)
F	28.17***	9.838***	28.26***	9.818***
N	491	407	491	407
R^2	0.612	0.402	0.613	0.402
adj R^2	0.590	0.361	0.591	0.361

表9表明:减持新规实施和注册制改革对国有风险投资机构在IPO后更晚退出创业企业具有正向促进作用,且这一作用在低股权集中度的创业企业中更为显著,该结果支持了理论预期。

6 结论与启示

以2009—2020年深市中小板及创业板IPO且存在风险投资参与的企业为样本,探讨风险投资国有背景对其IPO后退出时机选择的影响,并考察减持新规和注册制改革的调节作用。结果表明:与非国有风险投资相比,国有风险投资在IPO后退出创业企业的时间更晚;减持新规实施与注册制改革进一步强化了这一延迟退出效应,且该效应在高持股比例的风险投资机构及低股权集中度的创业企业中更为突出。鉴于本文研究结论,为激发创业资本市场活力并促进经济高质量发展,得到如下主要启示:

1) 风险投资退出不可避免地会对创业企业发展产生影响,尤其是上市后资本的快速退出可能冲击企业经营稳定性。由于国有风险投资具有政府背景和政策导向性,其更倾向于长期持股以配合国家产业政策,创业企业在选择风险投资机构时应充分评估自身战略目标,优先选择投资理念相匹配的国有风险投资机构,以获取更稳定的长期资本支持并实现协同发展。与此同时,创业企业应着力提升自身核心竞争力,通过持续技术创新和商业模式优化降低对外部融资的依赖,增强内生增长能力,从而在

资本市场的波动中保持稳健发展,实现企业与投资方的互利共赢。

2) 减持新规实施和注册制改革标志着我国资本市场制度建设的持续深化,在规范市场主体行为的同时,也为风险投资行业带来了新的发展契机。面对新的监管环境,风险投资机构应主动优化投资策略,从短期套利转向长期价值投资;完善投后管理体系,通过深度参与被投资企业治理提升投资价值;着力加强专业团队建设,提高行业研究和价值判断能力;密切跟踪政策导向和市场趋势,重点布局符合国家战略的新兴产业领域。

3) 在资本市场制度变革中,政府适度干预能有效激发市场活力。建议采取以下措施:一是制定差异化政策,发挥国有风投的政策引导和非国有风投的市场敏锐优势;二是建立全流程监管体系,保障市场公平透明;三是对长期持股投资者给予税收优惠;四是重点扶持绿色创新项目,通过专项基金等政策推动产业升级。这些举措将形成政府引导、市场主导的创新格局。

参考文献:

- [1] 陆师禹. 我国风险投资退出方式比较[J]. *全国流通经济*, 2021(26):73-75.
LU S Y. Comparison of exit modes of venture capital in China[J]. *China Circulation Economy*, 2021(26):73-75.
- [2] BAYAR O, CHEMMANUR T J. IPOs versus acquisitions and the valuation premium puzzle: a theory of exit choice by entrepreneurs and venture capitalists[J]. *Journal of Financial*

- and Quantitative Analysis, 2011, 46(6):1755-1793.
- [3] 徐虹,朱文婷. 风险投资持股、经济政策不确定性与股价崩盘风险[J]. 安徽师范大学学报(人文社会科学版), 2019, 47(4):122-134.
XU H, ZHU W T. Venture capital investment, economic policy uncertainty and stock price crash risk[J]. Journal of Anhui Normal University (Hum & Soc Sci), 2019, 47(4): 122-134.
- [4] 徐虹,谢莉莉. 风险投资退出与企业创新:基于超额委派董事的调节效应[J]. 财务研究, 2022(4):67-80.
XU H, XIE L L. Venture capital exit and corporate innovation: based on moderating effect of the over-appointment of directors[J]. Finance Research, 2022(4): 67-80.
- [5] LERNER J. The syndication of venture capital investments[J]. *Financial Management*, 1994, 23(3):16.
- [6] CUMMING D, FLEMING G, SCHWIENBACHER A. Legality and venture capital exits[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(2):214-245.
- [7] BIENZ C, HIRSCH J. The dynamics of venture capital contracts[J]. *Review of Finance*, 2012, 16(1):157-195.
- [8] BYGRAVE W D, TIMMONS J A. Venture capital at the crossroads[M]. Boston: Harvard Business School Press, 1992:432.
- [9] 徐欣,夏芸. 风险投资特征、风险投资 IPO 退出与企业绩效:基于中国创业板上市公司的实证研究[J]. 经济管理, 2015, 37(5):97-107.
XU X, XIA Y. Characteristics of venture capital, venture capital exit through IPO and firm performance: an empirical research on listed companies of ChiNext market[J]. *Economic Management Journal*, 2015, 37(5):97-107.
- [10] 张根明,郑娣. 基于创新资源配置的风险投资退出行为研究[J]. 商业研究, 2018(1):36-45,160.
ZHANG G M, ZHENG D. Research on venture capital exit behavior based on the allocation of innovative resources[J]. *Commercial Research*, 2018(1):36-45,160.
- [11] 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.
XU H, YU F F. The heterogeneity of venture capital background and the timing of exit: an empirical study based on the perspective of trust[J]. *Journal of Nanjing Audit University*, 2020, 17(6):58-68.
- [12] LERNER J. When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes[J]. *The Economic Journal*, 2002, 112(477):F73-F84.
- [13] 范晓敏,陈伟宏,游家兴. 国有风险投资的投资偏好及其政策效果[J]. 经济管理, 2021, 43(1):35-53.
FAN X M, CHEN W H, YOU J X. Investment preference and its policy effectiveness of state-owned venture capitals in China[J]. *Business and Management Journal*, 2021, 43(1):35-53.
- [14] 姜玲琼. 风险投资产权性质对新三板企业公司治理影响研究:以九鼎投资和深创投为例[D]. 上海:上海国家会计学院, 2018:65.
JIANG L Q. The Impact of Venture Capital Ownership Nature on Corporate Governance in NEEQ Enterprises: A Case Study of Jiuding Investment and Shenzhen Capital Group [D]. Shanghai: Shanghai National Accounting Institute, 2018:65.
- [15] 徐虹,彭圆圆,朱雅萍. 风险投资背景异质性与创业板上市公司 IPO 业绩变脸[J]. 安徽工业大学学报(自然科学版), 2017, 34(4):386-394.
XU H, PENG Y Y, ZHU Y P. VC's heterogeneity and GEM company's IPO performance deterioration[J]. *Journal of Anhui University of Technology (Natural Science)*, 2017, 34(4):386-394.
- [16] 王丹,张慕松,高皓. 风险投资基金管理者背景特征对基金表现的影响研究[J]. 管理评论, 2023, 35(3):17-29.
WANG D, ZHANG M S, GAO H. The influence of working background of funds' executive partners on the return performance of venture capital funds[J]. *Management Review*, 2023, 35(3):17-29.
- [17] 中国证券监督管理委员会. 上市公司股东、董监高减持股份的若干规定 [EB/OL]. (2017-05-26). <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101833/c1021890/content.shtml>.
- [18] 林志伟,黄霞. 减持新规影响上市公司投资效率吗?:基于股票流动性视角的实证分析[J]. 证券市场导报, 2021(5):13-25.
LIN Z W, HUANG X. Will the new shareholding reduction rule affect the investment efficiency of listed companies?: empirical analysis from the stock liquidity perspective[J]. *Securities Market Herald*, 2021(5):13-25.
- [19] 章晟,景辛辛,苏姣. 规范大股东减持能有效抑制股价波动吗?:基于《减持新规》[9号文]的自然实验[J]. 证券市场导报, 2019(3):13-23.
ZHANG S, JING X X, SU J. Can regulating the reduction of major shareholders effectively restrain the volatility of stock prices?: a natural experiment based on China's New Share Reduction Rules [Document No. 9][J]. *Securities Market Herald*, 2019(3):13-23.
- [20] DYCK A, ZINGALES L. Private benefits of control: an international comparison[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(2):537-600.
- [21] 唐齐鸣,赵传玺,赵袁军. 减持新规对大宗交易市场筛选股票能力的影响:基于双重差分模型的实证检验[J]. 证券市场导报, 2018(12):41-47.
TANG Q M, ZHAO C X, ZHAO Y J. Research on the impact of reducing the new deal on the ability to filter stocks in bulk trading market, an empirical study based on double difference model[J]. *Securities Market Herald*, 2018(12): 41-47.
- [22] 张卫东,李莉. 监管新规优化了定向增发市场环境吗?[J]. *武汉金融*, 2018(7):9-14.
ZHANG W D, LI L. Does the new regulation optimize the market environment of private placement?[J]. *Wuhan Finance*, 2018(7):9-14.
- [23] 潘京臣,蔡曦,顾露露. 减持新规能提升股票定价效率吗?:基于交易预披露视角的分析[J]. 大连理工大学学报(社会科学版), 2023, 44(4):63-72.
PAN J C, CAI X, GU L L. Can the new regulation on the reduction of holdings improve the efficiency of stock

- pricing?: an analysis from the perspective of transaction pre-disclosure[J]. *Journal of Dalian University of Technology (Social Sciences)*, 2023, 44(4):63-72.
- [24] 中国证券监督管理委员会. 关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见 [EB/OL](2019-01-28). <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101950/c1048046/content.shtml>.
- [25] WU X H, SHEN Y Z, SUN Y N. Can the registration system reform improve the disclosure quality?: Evidence from the ChiNext board[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2024, 20(2):100426.
- [26] HU S Y, WANG Y F. Quality of financial information disclosure and efficiency of resource allocation under dual-track system: empirical evidence of registration system reform in China[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2023, 59(11):3438-3467.
- [27] 岳世臣. 注册制改革背景下关于企业融资效率探讨 [J]. *中外企业文化*, 2023(2):59-61.
YUE S C. A Study on corporate financing efficiency under the registration-based system reform[J]. *Chinese & Foreign Corporate Culture*, 2023(2):59-61.
- [28] LEUZ C, WYSOCKI P D. The economics of disclosure and financial reporting regulation: evidence and suggestions for future research[J]. *Journal of Accounting Research*, 2016, 54(2):525-622.
- [29] CHENG F, KANG Y Y, HUANG J Y. Registration system reform and enterprise innovation: evidence from a quasi-natural experiment of the registration-based IPO system reform pilot in China[J]. *Sustainability*, 2024, 16(17):7761.
- [30] 吴超鹏, 张媛. 风险投资对上市公司股利政策影响的实证研究 [J]. *金融研究*, 2017(9):178-191.
WU C P, ZHANG Y. The impact of venture capital on the dividend policy of listed companies: evidence from China[J]. *Journal of Financial Research*, 2017(9):178-191.
- [31] GOLDMAN E, ROCHOLL J, SO J. Do politically connected boards affect firm value?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(6):2331-2360.
- [32] 崔钟月, 严复雷, 张语桐. 政治关联、数字金融与融资约束: 来自科技型中小企业的证据 [J]. *科技和产业*, 2022, 22(1):162-168.
CUI Z Y, YAN F L, ZHANG Y T. Political connections, digital finance and financing constraints: the evidence from technology-based SMEs[J]. *Science Technology and Industry*, 2022, 22(1):162-168.
- [33] 苗萌, 左正禹, 颜晓. 风险投资的政府背景与公司 IPO 效率 [J]. *系统工程理论与实践*, 2023, 43(4):1002-1021.
MIAO M, ZUO Z Y, YAN X. Government-backed venture capitals and IPO efficiency[J]. *Systems Engineering-Theory & Practice*, 2023, 43(4):1002-1021.
- [34] ZHANG T, GU L S, WANG J J. State-owned capital and corporate social responsibility of private-holding companies: evidence from China[J]. *Accounting & Finance*, 2022, 63:1101-1120.
- [35] 肖红军, 张哲. “共同富裕”目标下的国有企业社会责任战略 [J]. *清华管理评论*, 2022(S1):96-102.
XIAO H J, ZHANG Z. Corporate social responsibility strategy of state-owned enterprises under the common prosperity goal[J]. *Tsinghua Business Review*, 2022(S1):96-102.
- [36] GUERINI M, QUAS A. Governmental venture capital in Europe: screening and certification[J]. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(2):175-195.
- [37] 彭涛, 黄福广, 李娅. 国有风险投资的有效性: 认证与增值作用的比较研究 [J]. *管理评论*, 2022, 34(1):26-36.
PENG T, HUANG F G, LI Y. The effectiveness of government-sponsored venture capital investors: a comparative study on certification and value-adding[J]. *Management Review*, 2022, 34(1):26-36.
- [38] ZHANG C, ZHOU B, TIAN X. Political connections and green innovation: the role of a corporate entrepreneurship strategy in state-owned enterprises[J]. *Journal of Business Research*, 2022, 146:375-384.
- [39] 黄福广, 张慧雪, 彭涛, 等. 国有资本如何有效参与风险投资?: 基于引导与直投的比较证据 [J]. *研究与发展管理*, 2021, 33(3):30-42.
HUANG F G, ZHANG H X, PENG T, et al. How could government capital effectively participate in venture capital?: based on government limited partnership and GovernmentVenture capital[J]. *R&D Management*, 2021, 33(3):30-42.
- [40] 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, 47(1):105-119,160.
WU C P, WU S N, CHENG J Y, et al. The role of venture capital in the investment and financing behavior of listed companies: evidence from China[J]. *Economic Research Journal*, 2012, 47(1):105-119,160.
- [41] MORCK R, WOLFENZON D, YEUNG B. Corporate governance, economic entrenchment, and growth[J]. *Journal of Economic Literature*, 2005, 43(3):655-720.
- [42] 刘卓然, 鞠荣华. 大股东减持、股权质押对股票收益率的影响研究 [J]. *中国证券期货*, 2024(4):45-52.
LIU Z R, JU R H. Large shareholders' reduction, equity pledge and stock return[J]. *Securities & Futures of China*, 2024(4):45-52.
- [43] 何昕桐, 乐菲菲, 李雅敏. 大股东减持对股价崩盘风险的影响研究: 来自创业板上市公司的证据 [J]. *河南科技大学学报(社会科学版)*, 2023, 41(2):47-55.
HE X T, YUE F F, LI Y M. Research on the impact of major shareholders' reduction on the stock price crash risk: evidence from GEM listed companies[J]. *Journal of Henan University of Science & Technology (Social Science Edition)*, 2023, 41(2):47-55.
- [44] 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, 49(2):32-46.
YU Y, LUO W, LI Yizong, et al. Investment behaviors and performance of government-sponsored venture capitals[J]. *Economic Research Journal*, 2014, 49(2):32-46.
- [45] 罗党论, 刘晓龙. 政治关系、进入壁垒与企业绩效: 来自中国民营上市公司的经验证据 [J]. *管理世界*, 2009, 25(5):97-106.
LUO D L, LIU X L. Political connections, entry barriers,

- and firm performance: empirical evidence from China's privately owned listed companies[J]. *Management World*, 2009, 25(5):97-106.
- [46] LIAO F M, SUN Y H, XU S L. Do the policy burdens of state-owned enterprises affect the efficiency of resource allocation of tax incentives?[J]. *Environmental Science and Pollution Research International*, 2023, 30(30):75957-75972.
- [47] 彭涛,朱冠平,王俊,等. 股票发行制度与初创科技型企业估值:基于准自然实验的证据[J]. *南开管理评论*, 2024, 27(4):141-152.
- PENG T, ZHU G P, WANG J, et al. Stock issue system and valuation of high-tech start-ups: evidence from a natural experiment[J]. *Nankai Business Review*, 2024, 27(4): 141-152.
- [48] 中国证券监督管理委员会. 创业板改革并试点注册制总体实施方案[EB/OL]. (2020-04-27). <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000793/content.shtml>.
- [49] 郑国坚,刘澈,蔡贵龙. 上市标准与IPO财务操纵策略:基于科创板的经验证据[J/OL]. *南开管理评论*, (2024-06-08). <https://link.cnki.net/urlid/12.1288.F.20240618.1033.004>.
- ZHENG G J, LIU L, CAI G L. Listing standards and IPO financial manipulation strategies: empirical evidence from the STAR market[J/OL]. *Nankai Business Review*, (2024-06-08). <https://link.cnki.net/urlid/12.1288.F.20240618.1033.004>.
- [50] DARROUGH M, RANGAN S. Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(1):1-33.
- [51] 张晶. 业绩变脸是信息不对称的产物吗?:一个文献综述[J]. *金融评论*, 2019, 11(3):110-122,126.
- ZHANG J. Is the decline in post-issue operating performance a result of information asymmetry?: a literature review[J]. *Chinese Review of Financial Studies*, 2019, 11(3):110-122,126.
- [52] 黄悦昕,罗党论,张思宇. 全面注册制下的IPO发行更易或者更难:来自资本市场的经验证据[J]. *财会月刊*, 2023(10):132-139.
- HUANG Y X, LUO D L, ZHANG S Y. IPO issuance under the full registration-based system: easier or more difficult? empirical evidence from the capital market[J]. *Finance and Accounting Monthly*, 2023(10):132-139.
- [53] ERVITS I. CSR reporting in China's private and state-owned enterprises: a mixed methods comparative analysis [J]. *Asian Business & Management*, 2023, 22(1):55-83.
- [54] 陈艳,黄诗华,陈邑早,等. 国企高管超额薪酬与自愿披露社会责任:“为公利”还是“解私忧”?[J]. *财经理论与实践*, 2023, 44(1):42-50.
- CHEN Y, HUANG S H, CHEN Y Z, et al. SOE executive excess compensation and voluntary disclosure of the corporate social responsibility: “for public interests” or “to relieve private concern”?[J]. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2023, 44(1):42-50.
- [55] 王晗,刘慧侠,董建卫. 政府引导基金参股创投基金能促进企业创新吗?:基于零膨胀负二项分布模型的实证研究[J]. *研究与发展管理*, 2018, 30(2):93-102.
- WANG H, LIU H X, DONG J W. Could the equity participation of GVCGFs in VC funds promote enterprises' innovation?: an empirical study on the zero-inflated negative binomial model[J]. *R& D Management*, 2018, 30(2): 93-102.
- [56] BUZZACCHI L, SCELLATO G, UGHETTO E. The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(3): 707-716.
- [57] AGUILERA R, DURAN P, HEUGENS P P M A R, et al. State ownership, political ideology, and firm performance around the world[J]. *Journal of World Business*, 2021, 56(1):101113.
- [58] GUO K, KE B, TANG S. Private firm' financial constraints and share pledging by controlling shareholders of publicly listed firms: evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2023, 80:102393.
- [59] 杨鹏华. 民营企业社会责任、信息不对称与融资约束[J]. *财会通讯*, 2024(14):75-79.
- YANG P H. Corporate social responsibility, information asymmetry, and financing constraints in private enterprises[J]. *Communication of Finance and Accounting*, 2024(14):75-79.
- [60] 陈衍泰,夏敏,李欠强,等. 创新生态系统研究:定性评价、中国情境与理论方向[J]. *研究与发展管理*, 2018, 30(4): 37-53.
- CHEN Y T, XIA M, LI Q Q, et al. Research on innovation ecosystem: qualitative evaluation, Chinese context and theoretical direction[J]. *R& D Management*, 2018, 30(4):37-53.
- [61] 陈彦亮,任海霞,高闯. 大股东减持影响战略激进程度吗?[J]. *经济与管理研究*, 2024, 45(3):125-144.
- CHEN Y L, REN H X, GAO C. Does major shareholders' holding reduction affect strategic radicalization?[J]. *Research on Economics and Management*, 2024, 45(3): 125-144.
- [62] BENGTTSSON O, SENSOY B A. Investor abilities and financial contracting: evidence from venture capital[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2011, 20(4):477-502.
- [63] 师慧. 股权集中度、融资约束与企业财务绩效研究[J]. *全国流通经济*, 2024(13):126-129.
- SHI H. Research on ownership concentration, financing constraints and corporate financial performance[J]. *National Circulation Economy*, 2024(13):126-129.
- [64] TIAN X, WANG T Y. Tolerance for failure and corporate innovation[J]. *The Review of Financial Studies*, 2014, 27(1):211-255.

责任编辑:何莉