

政治关系、风险投资与IPO机会 ——基于创业板申请上市公司的经验分析

蔡卫星,胡志颖,何 枫

(北京科技大学 东凌经济管理学院,北京 100083)

摘 要:文章以2009—2011年公布招股说明书(申报稿)的创业板申请上市公司为研究对象,从股权融资角度考察了政治关系对企业获得风险投资和IPO机会的影响。研究发现:(1)政治关系对企业获得风险投资和IPO机会具有显著的正向影响,与没有政治关系的企业相比,有政治关系的企业获得风险投资和IPO机会的可能性更大;(2)政治关系对企业获得IPO机会的正向影响在有风险投资的企业样本中更加显著。文章研究结论对创业企业、风险投资机构、有关决策部门均具有重要的启发意义。

关键词:政治关系;风险投资;IPO机会;创业企业

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)05-0051-11

一、引 言

企业政治关系是最近10多年来国内外学者研究的一个热点问题。现有研究发现,政治关系在全球范围内广泛存在,如马来西亚(Johnson和Mitton, 2003)、泰国(Charumilind等, 2006)、巴西(Claessens等, 2008)、美国(Houston等, 2011)等。作为一个处于转型中的国家,中国政府在资源配置方面发挥着很大作用,政治关系对于企业获取资源具有极其重要的影响。因此,处理与政府的关系就成为企业战略决策和经营行为的重要方面(张建君和张志学, 2005)。在此背景下,中国民营企业的政治关系引起了学者的广泛关注(Fan等, 2007;吴文锋等, 2008;余明桂等, 2008;罗党论和唐清泉, 2009;蔡卫星等, 2011;于蔚等, 2012)。

不少学者从融资约束角度来解释民营企业建立政治关系的积极性。融资

收稿日期:2013-02-26

基金项目:国家自然科学基金项目(70802007、71272160);中央高校基本科研业务费项目(FRF-TP-12-118A、FRF-TP-12-122A、FRF-TP-09-022A)

作者简介:蔡卫星(1981—),男,湖南常德人,北京科技大学东凌经济管理学院讲师;

胡志颖(1977—),女,福建莆田人,北京科技大学东凌经济管理学院副教授;

何 枫(1975—),男,湖南浏阳人,北京科技大学东凌经济管理学院教授。

困难一直是民营经济发展中面临的一个主要约束(Demirguc-Kunt 和 Maksimovic, 1998),我国民营企业长期遭遇融资困境,这对企业发展相当不利(林毅夫和李永军, 2001)。有研究表明,政治关系在获得融资便利方面可以起到积极作用(胡旭明, 2006; 罗党论和甄丽明, 2008; 于蔚等, 2012)。现有研究大多关注政治关系对企业获得银行贷款的影响,发现有政治关系的企业更容易获得银行贷款,具体表现为贷款金额增大、贷款成本降低和债务期限延长(Fan 等, 2008; 余明桂和潘红波, 2008; 张敏等, 2010; 张敦力和李四海, 2012)。而除了银行贷款外,政治关系对于缓解企业融资约束是否还存在其他渠道,现有研究则较少涉及。

与一般企业相比,由于面临较大的不确定性、缺乏抵押物以及信用水平不高等原因,创业企业获得银行贷款的难度更大(迟建新, 2009)。从国内外经验看,创业企业的融资需求一般通过“天使”资金、风险投资、创业投资等渠道来满足。那么,对于创业企业而言,政治关系能否通过吸引风险投资^①来满足企业的资金需求呢?从现有文献看,目前几乎没有研究提供这方面的证据。2009年10月,深圳证券交易所正式推出创业板,这为我国创业企业解决融资难问题提供了难得的机会。根据创业板上市规则,申请IPO公司要将其招股说明书(申报稿)在发审委审核前预先披露并接受社会监督,这为我们研究创业企业提供了有利的数据支持。

本文以2009—2011年公布招股说明书(申报稿)的创业板申请上市公司为研究对象,从股权融资角度考察了政治关系对企业获得风险投资和IPO机会的影响。本文从以下两个方面丰富和拓展了相关文献:第一,拓展和深化了政治关系缓解企业融资约束的相关研究。对于政治关系给企业带来的融资便利,现有研究大多从银行贷款等债务融资渠道进行检验(Charumilind 等, 2006; Boubakri 等, 2010; 余明桂和潘红波, 2008; 张敏等, 2010),而没有探究其他可能的渠道。本文从风险投资这一股权融资渠道来考察政治关系对企业资金需求的影响,深化了我们对政治关系缓解企业融资约束这一问题的认识。第二,丰富了风险投资机构投资决策的相关研究。投资决策是风险投资活动的重要环节,鉴于风险投资在推动技术创新、促进创业企业成长等方面发挥的重要作用,风险投资机构的投资决策问题在风险投资相关文献中得到了广泛关注(Shepherd 等, 2003; Zacharakis 等, 2007)。本文的研究结果显示,政治关系也是影响风险投资机构投资决策的重要因素。

二、理论分析与研究假设

风险投资是对具有较大成长潜力的未上市企业的一种权益性投资。我国政府早在20世纪80年代就认识到风险投资对于推进科技创新、促进宏观经济增长的重要性,并积极引导推进。近年来,随着经济的快速发展和资本市场

的逐步完善,我国风险投资行业发展迅速,投资规模与数量均有大幅提升,年度新增投资额从 2006 年的 36.39 亿元增至 2010 年的 235.37 亿元,年度新增投资案例从 2006 年的 443 个增至 2010 年的 1 507 个。^② 风险投资已经逐渐成为我国金融体系的重要组成部分。

作为一种新型的金融中介,风险投资在解决我国创业企业融资难问题方面发挥了积极的作用。创业企业融资困难的一个重要原因在于资金供求双方的信息不对称(白重恩等,2005;于蔚等,2012)。由于面临较大的不确定性、缺乏抵押物以及信用水平不高等原因(迟建新,2009),创业企业很难获得足够的银行贷款。与银行相比,风险投资机构拥有更加专业的知识背景,能够对创业企业的价值做出更加准确的判断,进而可以更好地解决投资者与创业者之间的信息不对称问题(Sahlman,1990)。那么,风险投资机构如何选择投资对象呢? 现有研究表明,风险投资机构通常会选择若干指标来判断投资对象的质量,最终做出相应的投资决策(Fried 和 Hisrich,1994;Pintado 等,2007)。

那么,在中国的制度背景下,风险投资机构是否会将政治关系作为一种反映企业质量的信号呢? 现有研究已经发现,政治关系对公司价值具有正向影响(Fisman,2001;Johnson 和 Mitton,2003;吴文锋等,2008),有政治关系的企业劳动生产率和资产利润率都更高(罗党论和唐清泉,2009)。目前,民营企业^③的政治关系主要通过两条途径建立(于蔚等,2012):一是出于经济和政治考虑,各级政府树立优秀企业和企业家典型,给予企业经营者政治荣誉和地位;二是民营企业聘请有政治关系的人士担任企业高管(王杏芬等,2008)。无论哪种渠道,优质企业更可能建立政治关系,这是因为:经营效率更高的优质企业更可能获得政府青睐,从而获得政治地位;此外,出于自身利益考虑,有政治关系的人士更愿意选择去优质企业任职。上述分析表明,无论是从经验证据还是建立途径看,政治关系均可以被视为反映企业未来经营表现的一种重要声誉机制,资金供给方认为有政治关系的优质企业更有可能在未来取得良好的经营业绩(于蔚等,2012)。基于上述分析,我们提出如下研究假设:

假设 1:有政治关系的企业更有可能获得风险投资。

作为一个新兴的资本市场,中国证券市场受到了监管部门的诸多管制,其中新股发行制度就是一个重要方面。总体来看,我国新股发行制度大体可以划分为两个阶段:1990—2000 年是第一个阶段,主要采用行政审批制;2001 年至今是第二个阶段,主要采用核准制,即公司上市由券商进行辅导,由证监会发审委进行审核。无论哪一个阶段,证监会一直拥有公司上市的遴选权,因此,很多学者认为目前我国新股发行制度本质上还是行政审批制。在这一制度背景下,政治关系能否帮助企业通过审核获得 IPO 资格呢?

从理论上讲,政治关系可以从以下两个方面帮助企业获得 IPO 资格:第一,政治关系可以看作反映企业质量的一种有效信号(于蔚等,2012),从而有

助于企业通过证监会审核而获得 IPO 资格。确保资本市场稳定发展是证监会的基本职责,而高质量的上市公司则是资本市场稳定发展的基础。如果上市公司出现问题,有碍资本市场发展,那么证监会可能会受到来自中央政府和社会公众的双重压力。因此,作为证券市场的监管机构,证监会在审核申请上市公司时会尽可能遴选出高质量的申请 IPO 公司。在信息不对称的情况下,证监会难以准确判断申请上市公司的质量,此时,它有理由相信有政治关系的企业质量较高的可能性较大,从而更有可能核准企业获得 IPO 资格。

第二,有政治关系的企业能够利用与政府的良好关系来帮助其通过证监会审核而获得 IPO 资格。目前,我国的新股发行制度本质上还是行政审批制,监管机构的自由裁量权相当大。在这一背景下,政治关系可以从两个方面发挥作用:一方面,企业可以利用政治关系加强与监管部门的沟通,及时了解和把握监管部门的政策动向,在准备申请材料方面更具有针对性,从而更容易通过监管部门审核;另一方面,出于政治目标或私人利益考虑,监管部门及有关官员在各个审核环节可能对有政治关系的企业给予适当的倾斜,从而通过审核的可能性增大。基于上述分析,我们提出如下研究假设:

假设 2:有政治关系的企业更有可能获得 IPO 机会。

风险投资对创业企业的发展具有特殊意义。风险投资不仅可以为企业提供资金、改善公司治理、优化财务决策等(张学勇和廖理,2011;Hu 等,2012),还可以帮助企业在 IPO 时更容易获得市场认可,具体表现在更低的 IPO 抑价率、更高的股票市场回报率等方面(Barry 等,1990;Brav 和 Gompers,1997)。

风险投资机构可以从以下两个方面影响企业获得 IPO 机会:第一,风险投资机构会在投资前对企业进行大量细致的尽职调查,只有当确认其有投资价值、有较强的未来盈利能力时,才会把资金投入到这家公司(贾宁和李丹,2011)。因此,监管部门有理由相信,风险投资支持的企业未来业绩可能比其他企业要好,从而更容易通过审核而获得 IPO 机会。第二,由于能够带来巨大收益,IPO 成为在中国运作的风险投资机构常用的一种退出渠道(陈工孟等,2011)。因此,为了通过这一渠道退出,风险投资机构有很强的动力去推动创业企业的 IPO 工作,这同样有助于风险投资支持的企业通过审核而获得 IPO 机会(张子炜和李曜,2012)。基于上述分析,我们提出如下研究假设:

假设 3:有风险投资支持的企业更有可能获得 IPO 机会。

三、研究设计

(一)样本选取

本文选取 2009—2011 年披露首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书(申报稿)的拟申请上市公司为研究样本。在剔除了财务数据缺失以及主要连续变量大于 99%分位点和小于 1%分位点的观测值之后,我们最终得到

316 个观测值。现有研究大多集中关注高管的政治关系,本文与其基本一致(Faccio,2006;蔡卫星等,2011),并结合实际中不同职位高管作用的大小,将范围扩大到副董事长、副总经理、董事、财务负责人、董事会秘书等(王杏芬等,2008)。本文使用的主承销商声誉数据来自中国证券业协会网站,审计机构声誉数据来自 Hu 等(2012),其他数据来自招股说明书(申报稿)。

(二)模型设定与变量定义

为了检验假设 1,我们构建了如下计量模型:

$$VC=\beta_0+\beta_1PC+X\beta_c+\epsilon_1$$
 (1)

其中,VC 为虚拟变量,表示企业在上市前是否获得了风险投资,如果企业在上市前获得了风险投资,则 VC 取 1,否则取 0,原始数据来自中投集团(China Venture)的 CVSource 投资数据库。PC 也为虚拟变量,表示企业是否有政治关系,如果企业高管具有政治背景(目前或者曾经在中央或地方各级政府任职,以及目前或者曾经担任中央或地方各级人大代表或者政协委员),则 PC 取 1,否则取 0。我们还控制了其他可能影响企业获得风险投资的因素,包括企业规模、成长能力、盈利能力、财务杠杆、股权结构、研发能力以及行业和年度因素。为了减少潜在内生性问题的影响,我们对除行业和年度之外的所有控制变量取滞后一期值。

为了检验假设 2,我们构建了如下计量模型:

$$IPO=\gamma_0+\gamma_1PC+X\gamma_c+\epsilon_2$$
 (2)

其中,IPO 为虚拟变量,表示企业是否通过了发审委审核获得上市资格,如果企业获得了上市资格,则 IPO 取 1,否则取 0。我们还控制了其他可能影响企业获得 IPO 机会的因素,包括企业规模、成长能力、盈利能力、财务杠杆、股权结构、保荐人声誉、审计机构声誉以及行业和年度因素。在估计式(2)时,我们对控制变量取最新一期值。

为了检验假设 3,我们在式(2)的基础上加入了风险投资变量(VC),以考察风险投资支持对企业获得 IPO 机会的影响。

本文主要变量的定义见表 1。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
风险投资	VC	若企业在上市前获得了风险投资,则 VC 取 1,否则取 0
IPO 机会	IPO	若企业获得了上市资格,则 IPO 取 1,否则取 0
政治关系	PC	若企业高管具有政府、人大、政协工作背景,则 PC 取 1,否则取 0
公司规模	Size	企业总资产的自然对数
成长能力	Growth	企业营业收入增长率
盈利能力	ROE	企业净资产收益率
财务杠杆	Lev	企业总负债/总资产
股权结构	TOP1	企业第一大股东持股比例

续表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
研发能力	R&D	企业研发技术人员占员工总数的比例
保荐人声誉	Underwriter	若企业保荐人上年在全国排名前 10 位,则 Underwriter 取 1,否则取 0
审计机构声誉	Audit	若企业 IPO 时审计机构上年在全国排名前 10 位,则 Audit 取 1,否则取 0
行业和年度虚拟变量	Year 和 Industry	行业和年度虚拟变量,其中行业分类采用证监会行业分类标准

本文计量模型式(1)和式(2)中的被解释变量 VC 和 IPO 都是虚拟变量,OLS 估计结果有偏且不一致,为此我们采用 probit 回归方法进行估计。^④

四、实证结果与分析

(一)描述性统计与组间比较分析

我们首先对本文主要变量进行了描述性统计。从整体上看,有政治关系的企业占总样本的 54.6%,表明政治关系在我国民营上市公司中具有一定的普遍性。此外,创业板申请上市公司中有风险投资的比重约为 50.2%,即半数以上的企业获得了风险投资。从获得 IPO 机会的比例看,约 80%的申请上市公司通过了发审委审核。^⑤

Pearson 简单相关系数分析表明,政治关系变量(PC)与风险投资变量(VC)在 1%的水平上显著正相关,与 IPO 机会变量(IPO)在 5%的水平上也显著正相关。此外,主要变量之间的相关系数均小于 0.4,显著低于 Lind (2002)提出的共线性门槛值,从而缓解了对变量间多重共线性问题的担心。我们还依据是否有政治关系和是否有风险投资对样本进行分组,采用组间比率的 Z 检验进行了组间比较分析,结果初步支持了本文的研究假设。

(二)多元回归分析

我们首先使用式(1)检验了政治关系对风险投资的影响,回归结果见表 2。列(1)和列(2)分别给出了加入控制变量前后的估计结果。从中可以看到,政治关系变量(PC)的估计系数显著为正,表明与没有政治关系的企业相比,有政治关系的企业更有可能获得风险投资,从而假设 1 得到了经验证据的支持。同时,考虑到对于国有企业而言,很难区分国有股权和政治关系的影响(蔡卫星等,2011),我们剔除了样本中的国有控股企业重新进行回归,估计结果见列(3)。从中可以看到,在剔除了国有企业样本之后,政治关系变量(PC)的估计系数仍显著为正,进一步验证了假设 1。综上分析,表 2 的回归结果表明,与没有政治关系的企业相比,有政治关系的企业获得风险投资的可能性更大,表明风险投资机构在选择投资对象时确实更加青睐有政治关系的企业。

我们还发现,成长能力(Growth)、盈利能力(ROE)、研发能力(R&D)的估计系数显著为正,第一大股东持股比例(TOP1)的估计系数显著为负,其他变量则不显著。

表 2 政治关系与风险投资的回归结果

	(1)	(2)	(3)
PC	0.497*** (3.51)	0.529*** (3.41)	0.587*** (3.66)
Size		0.098 (0.76)	0.116 (0.86)
Growth		0.290* (1.81)	0.284* (1.72)
LEV		-0.003 (-0.54)	-0.002 (-0.45)
ROE		0.006 (1.48)	0.007* (1.72)
TOP1		-0.010** (-2.18)	-0.011** (-2.45)
R&D		0.798* (1.70)	0.768 (1.60)
Year 和 Industry		控制	控制
Pesudo R ²	0.03	0.12	0.13
对数似然值	-217.66	-193.05	-179.31
Prob>chi2	0.184	0.005	0.001
观测值	316	316	297

注：截距项略，括号内为稳健 Z 统计值，*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平，下表同。

接下来我们使用式(2)考察了政治关系对 IPO 机会的影响，回归结果见表 3。列(1)和列(2)分别给出了加入控制变量前后的估计结果。从中可以看到，政治关系变量(PC)的估计系数显著为正，表明与没有政治关系的企业相比，有政治关系的企业更有可能通过发审委审核而获得 IPO 机会，从而假设 2 得到了经验证据的支持。我们同样剔除了样本中的国有企业重新进行回归，估计结果见列(3)。从中可以看到，在剔除了国有企业样本之后，政治关系变量(PC)的估计系数仍显著为正，进一步验证了假设 2。综上分析，表 3 的回归结果表明，与没有政治关系的企业相比，有政治关系的企业获得 IPO 机会的可能性更大。

表 3 政治关系与 IPO 机会的回归结果

	(1)	(2)	(3)
PC	0.331** (2.05)	0.393** (2.21)	0.371* (1.95)
Size		0.118 (0.64)	0.095 (0.50)
Growth		-0.037 (-0.32)	-0.014 (-0.10)
LEV		-0.002 (-0.35)	-0.003 (-0.44)
ROE		0.027** (2.44)	0.022** (1.96)
TOP1		0.002 (0.39)	0.003 (0.68)
Underwriter		-0.016 (-0.09)	-0.081 (-0.43)
Audit		-0.258 (-1.40)	-0.242 (-1.24)
Year 和 Industry		控制	控制
Pesudo R ²	0.01	0.11	0.11
对数似然值	-157.25	-135.98	-137.93
Prob>chi2	0.039	0.024	0.060
观测值	316	304	297

我们还发现,只有盈利能力(ROE)的估计系数在统计意义上显著,其他变量则均不显著。这表明,盈利能力更强的企业更容易通过发审委审核而获得 IPO 机会,这与我们的直觉一致。

我们进一步考察了风险投资支持对 IPO 机会的影响,回归结果见表 4。表 4 的列(1)结果与表 3 的列(2)相同。在此基础上,我们加入了风险投资变量(VC),估计结果见表 4 的列(2)。从中可以看到,政治关系变量(PC)的估计系数仍显著为正,表明政治关系对企业获得 IPO 机会的促进作用是比较稳健的;风险投资变量(VC)的估计系数在 5%的水平上也显著为正,表明风险投资有助于企业通过发审委审核而获得 IPO 机会。此外,我们比较列(1)和列(2)中政治关系变量(PC)的估计系数及显著性后发现,在加入风险投资变量(VC)之后,政治关系变量(PC)的估计系数及显著性有一定程度的下降,表明政治关系对 IPO 机会的影响部分通过风险投资发挥作用。在此基础上,我们考察了风险投资对政治关系与 IPO 机会之间关系的调节作用。政治关系变量(PC)和风险投资变量(VC)均为虚拟变量,因而采用交互项进行回归容易产生严重的共线性问题。基于此,我们将样本划分为 VC=1 和 VC=0 两个子样本,分别检验不同样本中政治关系对 IPO 机会的影响是否存在差异,估计结果见列(3)和列(4)。从中可以看到,政治关系对 IPO 机会的影响在不同子样本中存在显著差异。具体来说,在有风险投资的样本中(VC=1),政治关系变量的估计系数显著为正;而在没有风险投资的样本中(VC=0),政治关系变量的估计系数为正但不显著。同时,从估计系数看,有风险投资的样本中政

表 4 政治关系、风险投资与 IPO 机会的回归结果

	(1)	(2)	(3) VC=1	(4) VC=0
PC	0.393 ^{**} (2.21)	0.333 [*] (1.82)	0.531 [*] (1.84)	0.120 (0.49)
VC		0.489 ^{**} (2.48)		
Size	0.118 (0.64)	0.117 (0.64)	0.372 (1.29)	0.225 (0.86)
Growth	-0.037 (-0.32)	-0.040 (-0.34)	0.096 (0.27)	-0.049 (-0.37)
LEV	-0.002 (-0.35)	-0.004 (-0.46)	-0.023 (-1.56)	0.004 (0.36)
ROE	0.027 ^{**} (2.44)	0.029 ^{**} (2.49)	0.014 (0.93)	0.043 ^{***} (2.56)
TOP1	0.002 (0.39)	0.003 (0.74)	0.018 [*] (1.82)	0.004 (0.53)
Underwriter	-0.016 (-0.09)	-0.105 (-0.58)	0.384 (1.23)	-0.344 (-1.32)
Audit	-0.258 (-1.40)	-0.319 [*] (-1.71)	-0.424 (-1.47)	-0.309 (-1.19)
Year and Industry	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.11	0.13	0.26	0.14
对数似然值	-135.98	-132.60	-44.39	-72.30
Prob>chi2	0.024	0.005	0.002	0.0000
观测值	304	304	148	147

注:列(3)和列(4)的观测值之和小于列(2)的原因在于,控制行业变量后部分观测值被舍弃。我们也尝试了不控制行业因素,主要结论没有发生本质变化。

治关系变量(PC)的估计系数明显较大。这意味着风险投资支持在一定程度上能够强化政治关系对 IPO 机会的影响。综合分析,风险投资在企业获得 IPO 机会方面发挥了积极作用,这扩展了风险投资影响企业 IPO 行为的相关研究。

(三)稳健性检验

为了保证检验结果的可靠性,我们进行了以下稳健性检验:^⑥

第一,本文使用的政治关系变量存在潜在的内生性问题。现有研究表明,政治关系的建立可能不是随机的,而是受到一系列因素的影响。为了控制这种选择性偏误,我们采用两阶段处理效应模型重新进行了分析。具体来说,第一阶段的处理方程以企业政治关系变量(PC)作为因变量,参考罗党论和唐清泉(2009)、杜兴强等(2009)的做法,以企业特征作为自变量进行 probit 回归;第二阶段的结果方程是在式(1)和式(2)的基础上,加入了第一阶段处理方程得到的 Hazard 项,以控制处理变量选择性偏误的影响。考虑到国有企业在建立政治关系方面与民营企业存在差异,我们只使用了民营企业样本。在控制了样本选择性偏误之后,本文结论没有发生本质变化。

第二,我们对式(1)和式(2)中的连续型变量采用三年平均值进行替换并重新进行估计,本文结论也没有发生本质变化。

第三,我们对计量模型中的控制变量如公司规模、成长能力等采用替代指标重新进行估计,本文主要结论同样没有发生本质变化。

五、结 论

在有关企业政治关系的现有研究中,政治关系对企业融资的影响是一个非常重要的主题。现有研究大多基于债务融资视角,通过考察政治关系对企业获得银行贷款的影响来讨论其在企业获得融资便利方面发挥的作用,而对于政治关系缓解融资约束的其他可能渠道则知之甚少。由于面临较大的不确定性、缺乏抵押物以及信用水平不高等原因,创业企业与其他企业相比获得银行贷款的难度更大,从而更依赖于风险投资等股权融资渠道。2009 年,深交所正式推出创业板并快速发展,这为我们研究创业企业提供了难得的机会。本文以 2009—2011 年公布招股说明书(申报稿)的创业板申请上市公司为研究对象,从股权融资角度考察了政治关系对企业获得风险投资和 IPO 机会的影响。

本文研究发现:(1)政治关系对企业获得风险投资和 IPO 机会具有显著的正向影响,与没有政治关系的企业相比,有政治关系的企业获得风险投资和 IPO 机会的可能性更大;(2)政治关系对企业获得 IPO 机会的正向影响在有风险投资的企业样本中更加显著。上述结果表明,对于创业企业而言,政治关系是一种重要资源,在吸引风险投资和获得 IPO 机会方面发挥了重要的作用。

本文从一个新的研究视角支持了政治关系能够缓解企业面临的融资约束这一观点。但我们也注意到,利用政治关系来缓解融资约束只是现有制度不健

全情况下的一种替代机制。正如 Cull 和 Xu(2005)所指出的,替代机制有其局限性,随着经济社会转型,建立完善的正式机制对于企业发展越来越重要。

注释:

- ①我们将天使资金、风险投资、创业投资等资本均称为风险投资。由于它们之间的区别并不清晰、明确,大多数研究将上述资本都称为风险投资(张学勇和廖理,2011;Hu等,2012)。
- ②资料来源:《中国创业投资行业发展报告(2011)》。
- ③本文样本中,创业板申请上市公司绝大多数都是民营企业,国有控股企业占比不到5%。
- ④我们也使用 logit 回归方法进行估计,本文结论没有发生本质变化。
- ⑤由于篇幅限制,我们没有报告描述性统计分析、相关系数分析和组间比较分析的结果,如有需要可向作者索取。
- ⑥由于篇幅限制,我们没有报告稳健性检验结果,如有需要可向作者索取。

主要参考文献:

- [1]蔡卫星,赵峰,曾诚.政治关系、地区经济增长与企业投资行为[J].金融研究,2011,(4):100—112.
- [2]迟建新.创业企业贷款组合风险管理研究——基于不同生命阶段的视角[J].中国工业经济,2009,(12):107—116.
- [3]杜兴强,雷宇,郭剑花.政治联系、政治联系方式与民营上市公司的会计稳健性[J].中国工业经济,2009,(7):87—97.
- [4]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.
- [5]吴文锋,吴冲锋,刘晓薇.中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J].经济研究,2008,(7):130—141.
- [6]张建君,张志学.中国民营企业家的政治战略[J].管理世界,2005,(7):94—105.
- [7]Boubakri N, Guedhami O, Mishra D, et al. Political connections and the cost of equity capital[R]. SSRN Working Paper, 2010.
- [8]Claessens S, Feijen E, Laeven L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(3):554—580.
- [9]Demirguc-Kunt A, Maksimov V. Law, finance, and firm growth[J]. Journal of Finance, 1998, 53(6):2107—2137.
- [10]Faccio M. Politically connected firms[J]. American Economic Review, 2006, 96(1):369—386.
- [11]Fan J, 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.
- [12]Fisman R. Estimating the value of political connections[J]. American Economic Review, 2001, 91(4):1095—1102.

- [13]Houston J, Jiang L, Lin C, et al. Political connections and the cost of bank loans[R]. SSRN Working Paper, 2011.
- [14]Hu Z, Cai W, Han J, et al. An empirical study of the effect of venture capital participation on the accounting information quality of IPO firms[J]. China Journal of Accounting Research, 2012,5(3): 251—268.
- [15]Johnson S, Mitton T. Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 67(2): 351—382.
- [16]Shepherd D, Zacharakis A, Baron R. VS's decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better[J]. Journal of Business Venturing, 2003,18(3):381—401.
- [17]Zacharakis A, McMullen J, Shepherd D. Venture capitalists' decision policies across three countries: An institutional theory perspective[J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(5): 691—708.

Political Connections, Venture Capital Investments and IPO Opportunities: Evidence from Start-ups in China

CAI Wei-xing, HU Zhi-ying, HE Feng

*(Dongling School of Economics and Management, University of
Science and Technology Beijing, Beijing 100083, China)*

Abstract: Taking start-ups which published the prospectus between 2009 and 2011 as an example, this paper analyzes the effects of political connections on venture capital investments and IPO opportunities from the perspective of equity financing. It arrives at the following conclusions: firstly, political connections have significantly positive effects on venture capital investments and IPO opportunities; compared to enterprises without political connections, enterprises with political connections are more likely to obtain venture capital investments and IPO opportunities; secondly, the positive effect of political connections on IPO opportunities is more significant in the sample of enterprises with venture capital investments. The conclusions provide start-ups, venture capital institutions and related decision-making authorities with important enlightenment.

Key words: political connection; venture capital investment; IPO opportunity; start-up

(责任编辑 康 健)