

主风险投资机构声誉与联合投资辛迪加规模研究

董建卫,党兴华,梁丽莎

(西安理工大学 经济与管理学院,陕西 西安 710054)

摘要:虽然主风险投资机构在联合投资辛迪加中处于核心地位,但已有研究并未关注主风险投资机构声誉对联合投资辛迪加规模的影响。依据已有研究成果,从理论层面分析了主风险投资机构声誉对联合投资辛迪加规模的影响,并提出两个相互对立的研究假设;运用清科数据库2000年1月1日—2010年12月31日的数据进行统计分析,发现:①主风险投资机构的一般声誉对联合投资辛迪加规模没有显著的影响;②主风险投资机构的行业声誉对联合投资辛迪加规模有显著的负向影响;③主风险投资机构在作为主投资机构方面的声誉对联合投资辛迪加规模有显著的正向影响。

关键词:主风险投资机构;声誉;联合投资辛迪加规模

DOI:10.6049/kjbydc.2011090519

中图分类号:F830.59

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2012)24-0009-07

0 引言

在金融市场上,声誉是金融中介具有的重要特征之一。在证券发行中,投资银行的声誉会影响其承销证券的市场表现^[1-5];在并购活动中,投资银行的声誉会产生财富效应^[6];在贷款活动中,商业银行的声誉会对贷款条款产生影响^[7]。此外,会计师事务所的声誉会影响其审计对象的市场价值^[8,9]。

在风险资本市场,风险投资机构的声誉对其投资行为与投资结果有重要影响。Hsu^[10]研究发现,声誉高的风险投资机构报价更容易被风险企业家接受,而且其往往能以一定折扣购买到风险企业股权。Gompers等^[11]研究发现,高声誉的风险投资机构会对公开资本市场的有利信号作出理性调整。Cumming和Dai^[12]研究发现,风险投资机构的声誉越高,投资时的本地偏向程度越低。Dimov和Milanov^[13]研究发现,风险投资机构的声誉会对其联合投资倾向产生显著影响。Nahata^[14]的研究表明,风险投资机构的声誉会对其投资绩效产生显著的积极影响——高声誉的风险投资机构不仅可以选择到高质量的风险项目,而且可以为风险项目提供高质量的增值服务。Meuleman等^[15]研究发现,高声誉的主风险投资机构可以降低联合风险投资

辛迪加的运行成本。

在国内外风险投资实践中,风险投资机构通过联合投资组成投资辛迪加,共同投资于风险项目的现象非常普遍。在联合投资辛迪加中,往往由一个风险投资机构充当主投资机构的角色^[16]。主风险投资机构是联合投资辛迪加中最活跃的投资机构,负责邀请其它投资机构组成投资辛迪加^[17],并且在绝大多数情况下拥有最大的投资份额^[16]。相对其它联合投资辛迪加成员,主风险投资机构需耗费更多的时间来管理与监督所投资的风险项目^[18],并负责联合投资辛迪加成员之间的协调与沟通^[15,16]。

虽有研究已注意到主风险投资机构在联合投资辛迪加中的重要作用,并对风险投资机构声誉的影响作用进行了分析。但纵观已有研究,尚存在如下不足:①研究联合风险投资辛迪加规模方面的文献较少;②研究主风险投资机构声誉对联合投资辛迪加规模影响的文献几乎没有;③针对我国风险资本市场的经验研究颇为缺乏。本文认为有必要研究主风险投资机构声誉对联合投资辛迪加规模的影响,主要基于以下几方面:首先,主风险投资机构在联合投资辛迪加中处于核心地位。其次,风险投资机构的声誉对其投资行为与投资结果有重要影响。再次,联合投资辛迪加的规模对

收稿日期:2011-12-16

基金项目:国家自然科学基金项目(71172201);教育部博士点基金项目(20106118110012);陕西省软科学重点资助项目(2011KRZ08)

作者简介:董建卫(1978—),男,陕西延安人,西安理工大学经济与管理学院博士研究生,研究方向为风险投资;党兴华(1952—),男,陕西蒲城人,西安理工大学经济与管理学院教授,博士生导师,研究方向为技术创新、风险投资;梁丽莎(1986—),女,山西太原人,西安理工大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向为风险投资。

其运行效率和运行成本有重要影响。最后,由于存在经济、文化、法律等多方面的差异,北美的研究结论并非必然可以“复制”到其它地区^[19],美国或其它地区的经验也未必适用于中国^[20,21]。

基于此,本文首先从理论层面分析主风险投资机构声誉对联合投资辛迪加规模的影响,并提出两个相互对立的研究假设。在理论分析基础上,本文以清科数据库2000年1月1日—2010年12月31日的数据为样本,对研究假设进行经验检验。

1 理论分析与研究假设

1.1 主风险投资机构声誉对联合辛迪加规模的正向影响

联合投资辛迪加规模的扩大既会给主风险投资机构带来收益,也会带来成本。收益方面表现为:首先,风险投资机构间的联合投资表现出很强的相互性(reciprocity)。这说明通过邀请其它投资机构共同投资于有前景的风险项目,主风险投资机构可以期待在未来得到相应的回报;当其它投资机构有好的投资项目时,也会邀请其参与联合投资^[22-24]。通过扩大联合投资辛迪加规模,邀请更多风险投资机构加入联合投资辛迪加,主风险投资机构可以在未来获得更多的投资机会。其次,风险投资项目的可行性与潜在收益往往具有高度的不确定性,这种不确定性会给风险投资机构带来很大的风险。通过邀请更多风险投资机构加入联合投资辛迪加,主风险投资机构可以检验其它投资机构对潜在项目的投资意愿,提高项目选择决策效率^[17,25]。最后,通过扩大联合投资辛迪加规模、邀请更多风险投资机构加入联合投资辛迪加,主风险投资机构可以为风险项目提供更好的增值服务,比如拓宽产品上市时的用户范围,增加可供选择的战略合作伙伴,提高投资项目获得下一轮融资的可能性,扩大投资银行、会计师事务所、律师事务所等服务机构的选择集合等^[18]。从成本方面来看,联合投资辛迪加规模的扩大给主风险投资机构至少带来两方面的成本:首先,在联合风险投资中,主风险投资机构之外的其它联合投资机构可能会出于集体行动的逻辑而存在“搭便车”的行为。联合投资辛迪加的规模越大,其它联合投资机构出现“搭便车”行为的可能性越大。其次,在联合投资辛迪加的实际运行过程中,所有联合投资机构之间的协调沟通以及决策的制定执行都要付出相应的交易成本。联合投资辛迪加的规模越大,相应的交易成本越高^[16]。

高声誉的主风险投资机构有能力吸引到更多投资机构,以充分利用联合投资辛迪加规模扩大带来的好处。基于以下几方面的原因,由高声誉主风险投资机构发出的联合投资邀请更有可能被其它投资机构所接受:首先,高声誉的主风险投资机构可以选择到高质量的风险项目,并能为风险项目提供高质量的增值服

务^[10,14]。其次,当收到主风险投资机构联合投资邀请时,其它投资机构往往会担心主风险投资机构过高评估风险项目质量来提高项目估值^[24]。高声誉的主风险投资机构为了维护自身在风险资本市场上的声誉,过高评估项目的可能性较小。最后,在联合投资中主风险投资机构相比其它联合投资机构,可以及时掌握更多有关项目进展信息,从而具有信息优势,因而也可能会为了自身利益而伤害其它联合投资机构的利益,存在所谓的道德风险^[16]。而高声誉的主风险投资机构为了维护自身的声誉,采取机会主义行为的可能性较小。

同时,高声誉的主风险投资机构有能力降低联合投资辛迪加规模扩大所带来的成本:首先,为与高声誉的主风险投资机构建立长期合作关系,其它联合投资机构会努力为风险项目提供各种类型的增值服务,“搭便车”行为的可能性减小。其次,高声誉的主风险投资机构往往具有很强的协调沟通能力,有能力降低联合投资辛迪加运行的各种交易成本^[15]。

基于以上理论分析,本文提出如下研究假设:

H₁ 主风险投资机构声誉对联合投资辛迪加规模有正向影响。

1.2 主风险投资机构声誉对联合辛迪加规模的负向影响

虽然上述理论分析表明,高声誉的主风险投资机构有能力扩大联合投资辛迪加规模,并可以降低联合投资辛迪加规模扩大所带来的各种成本。但高声誉的主风险投资机构可能并不会扩大联合投资辛迪加规模,而是有意降低联合投资辛迪加规模。首先,从上述分析可知,联合投资辛迪加规模的扩大主要为主风险投资机构带来三方面的好处:扩大未来的项目选择集合;提高项目选择决策效率;为风险项目提供更多的增值服务。然而由于高声誉的风险投资机构本身就有许多投资机会^[10],有很强的项目评估能力,有能力为风险项目提供高质量的增值服务^[14]。因此,高声誉的主风险投资机构不必依赖于联合投资辛迪加规模的扩大来实现上述三方面的功能。其次,由于高声誉的风险投资机构可以挑选到高质量的风险项目^[14],而且往往能以一定折扣购买到风险企业的股权^[10]。因此,随着联合投资辛迪加规模的扩大,将有更多的投资机构与主风险投资机构一起分享高质量的风险项目所带来的潜在收益和折扣等现实收益,而这降低了主风险投资机构的潜在收益和现实收益。最后,联合投资辛迪加规模的扩大必然伴随着各种成本的增加,虽然高声誉的主风险投资机构有能力适度降低联合投资辛迪加规模扩大所带来的成本,但不能完全减免。因此,出于降低成本的考虑,高声誉的主风险投资机构会有意缩小联合投资辛迪加规模。

基于以上理论分析,本文提出如下研究假设:

H₂ 主风险投资机构的声誉对联合投资辛迪加规模

有负面影响。

2 研究设计

2.1 数据来源

本文使用清科数据库 2000 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日范围内的数据, 弃用 2000 年以前的数据。依据资本来源的不同, 清科数据库把投资机构分为本土投资机构、外资投资机构和中外合资投资机构。考虑到这三类投资机构在许多方面存在巨大差异, 因此本文把研究样本限定于由本土投资机构充当主风险投资机构的联合投资轮次。联合投资的概念有广义与狭义之分: 狭义的联合投资是指两个(含)以上的投资机构共同投资于某一特定轮次; 而广义的联合投资是指两个(含)以上的投资机构共同投资于某一特定项目, 投资的时间可以不同^[21]。在已有相关研究中, 广义和狭义的定义方式都被广泛采用。本文采用狭义概念。联合投资辛迪加中的主风险投资机构是按照如下步骤确定的: ①若投资金额相关数据不存在缺失, 以投资金额为标准来确定主风险投资机构——定义所有联合投资辛迪加成员中投资金额最多的投资机构为主风险投资机构; ②若投资金额相关数据缺失, 以股权比例为标准来确定主风险投资机构——定义所有联合投资辛迪加成员中拥有风险项目最大股权比例的投资机构为主风险投资机构; ③若投资金额和股权比例的相关数据均缺失, 则以投资机构所管理的投资基金量为标准来确定主风险投资机构——定义所有联合投资辛迪加成员中管理投资基金数量最大的投资机构为主风险投资机构。

2.2 变量界定

(1) 主风险投资机构声誉。虽然研究风险投资机构声誉的文献不少, 但不同文献中度量声誉的方法并不完全一致。借鉴 Hsu^[10], Cumming 和 Dai^[12], Dimov 和 Milanov^[13] 以及 Nahata^[14] 等学者的研究思路, 并结合研究的实际需要, 本文从 3 个角度来度量主风险投资机构声誉: 一般声誉(general reputation)、行业声誉(industry-specific reputation)、作为主投资机构的声誉(reputation as lead investor)。

依据已有相关文献, 一般声誉使用年龄、累计投资轮次、累计 IPO 和 M&A 数 3 个指标来度量; 年龄定义为主风险投资机构从成立至特定轮次投资时的总年数; 累计投资轮次定义为主风险投资机构特定轮次投资之前的总投资轮次数; 累计 IPO 和 M&A 数定义为主风险投资机构特定轮次投资之前的总 IPO 和 M&A 数。行业声誉使用行业累计投资轮次、行业累计 IPO 和 M&A 数两个指标来度量; 行业累计投资轮次定义为主风险投资机构投资特定行业项目之前在该行业的总投资轮次数; 行业累计 IPO 和 M&A 数定义为主风险投资机构投资特定行业项目之前在该行业的总 IPO 和 M&A 数。主投资机构方面的声誉使用累计主投资机构次数来度量, 累计主投资机构次数定义为主风险投资机构特定轮次投资之前在联合投资辛迪加中充当主投资机构的总次数。

(2) 联合投资辛迪加规模。借鉴 Hochberg, Ljungqvist 和 Lu^[27], 以及 Deli^[28] 的研究思路, 本文把联合投资辛迪加规模定义为参与联合投资的总投资机构数。

(3) 控制变量。为控制其它因素对联合投资辛迪加规模的影响, 本文引入一系列控制变量。变量的内容及定义方式参阅表 1。

表 1 变量定义

	变量	定义
被解释变量	联合投资辛迪加规模	参与联合投资的所有风险投资机构数
解释变量	主风险投资机构声誉的一般声誉	使用 3 个指标来度量一般声誉: 年龄、累计投资轮次、累计 IPO 和 M&A 数
	行业声誉	使用 2 个指标来度量行业声誉: 行业累计投资轮次、行业累计 IPO 和 M&A 数
控制变量	作为主投资机构方面的声誉	累计主投资机构次数
	广义 IT	若风险项目所处的行业为广义 IT, 取值为 1, 其它情况取值为 0
	生技/健康	若风险项目所处的行业为生技/健康, 取值为 1, 其它情况取值为 0
	清洁技术	若风险项目所处的行业为清洁技术, 取值为 1, 其它情况取值为 0
	服务业	若风险项目所处的行业为服务业, 取值为 1, 其它情况取值为 0
	初创期	若风险项目处于初创期, 取值为 1, 其它情况取值为 0
	扩张期	若风险项目处于扩张期, 取值为 1, 其它情况取值为 0
	投资轮次	首轮投资取值为 1, 其它情况取值为 0
	珠三角地区	若风险项目处于珠三角地区, 取值为 1, 其它情况取值为 0
	长三角地区	若风险项目处于长三角地区, 取值为 1, 其它情况取值为 0
京津地区	若风险项目处于京津地区, 取值为 1, 其它情况取值为 0	
投资金额	所有联合投资辛迪加成员的投资总额	

2.3 模型构建

本文使用的经验检验模型如下:

$$SS_i | x = \beta_0 + \beta_1 R_i + \beta_2 DI_{1i} + \beta_3 DI_{2i} + \beta_4 DI_{3i} + \beta_5 DI_{4i} + \beta_6 DS_{1i} + \beta_7 DS_{2i} + \beta_8 IR_i + \beta_9 DD_{1i} + \beta_{10} DD_{2i} + \beta_{11} DD_{3i} + \beta_{12} \log(IA_i)$$

式中,SS表示联合投资辛迪加规模;R表示主风险投资机构声誉;DI₁表示广义IT;DI₂表示生技/健康;DI₃表示清洁技术;DI₄表示服务业;DS₁表示初创期;DS₂表示扩张期;IR表示投资轮次;DD₁表示珠三角地区;DD₂表示长三角地区;DD₃表示京津地区;log(IA)表示投资金额的自然对数。

3 经验检验与分析

在本文中,样本的描述性统计使用软件包 Spss 17.0,多元回归使用软件包 Eviews 6.0。

3.1 样本的描述性统计

表2给出了样本的描述性统计结果与相关矩阵。从样本的行业分布来看,投资于传统行业的轮次占34.3%,投资于广义IT的轮次占29.4%,投资于服务业的轮次占21.6%,投资于生技/健康和清洁技术的轮次要少很多,样本的行业分布在总体上符合我国风险投资业的行业分布特征。从风险项目所处发展阶段的分布来看,处于初创期的风险项目占42.7%,处于扩张期的风险项目占51.0%。从投资轮次的分布来看,首轮投资占全部样本的71.1%。从风险项目所处地理区域的分布来看,珠三角地区、长三角地区和京津地区的风险项目数占样本总数的53.4%。

从Pearson相关矩阵中可以看到,度量主风险投资机构声誉的6个指标两两显著正相关,这说明本文所选取的度量指标具有高度一致性。然而,这6个指标与联合投资辛迪加规模之间的相关性却存在很大差异:度量一般声誉的年龄、累计投资轮次、累计IPO和M&A数都与联合投资辛迪加规模负相关,但相关性不显著;度量行业声誉的行业累计投资轮次、行业累计IPO和M&A数都与联合投资辛迪加规模显著负相关;而累计主投资机构次数与联合投资辛迪加规模显著正相关。这似乎可以说明主风险投资机构的一般声誉、行业声誉以及作为主投资机构的声誉对联合投资辛迪加规模的影响是不同的。使用相关系数来描述变量之间的关系具有简明易行的特点,但有一个明显缺陷是没有考虑其它变量的影响,所以需要多元回归作进一步检验。

3.2 多元回归分析

表3反映了多元回归分析的结果。在控制多个变量的影响并剔除投资年份的固定效应后,本文在回归模型中引入声誉指标来观察主风险投资机构的声誉对联合投资

辛迪加规模的影响。为避免多重共线性问题,从模型1到模型6分别引入年龄、累计投资轮次、累计IPO和M&A数、行业累计投资轮次、行业累计IPO和M&A数以及累计主投资机构次数。

在模型1、模型2和模型3中分别引入年龄、累计投资轮次、累计IPO和M&A数来观察主风险投资机构的一般声誉对联合投资辛迪加规模的影响。从表3中可以看到,年龄对联合投资辛迪加规模有负向影响,但影响不显著;累计投资轮次对联合投资辛迪加规模基本上没有影响;累计IPO和M&A数对联合投资辛迪加规模有正向影响,但影响不显著。这说明主风险投资机构的一般声誉对联合投资辛迪加规模并没有显著影响。从控制变量上来看,投资于清洁技术的联合投资辛迪加在规模上显著大于投资于传统行业的;投资金额对联合投资辛迪加规模有显著正向影响。

在模型4和模型5中分别引入行业累计投资轮次、行业累计IPO和M&A数来观察主风险投资机构的行业声誉对联合投资辛迪加规模的影响。从表3中可以看到,行业累计投资轮次在0.05的显著性水平下对联合投资辛迪加规模有显著的负向影响;行业累计IPO和M&A数在0.01的显著性水平下对联合投资辛迪加规模有显著的负向影响。这说明主风险投资机构的行业声誉对联合投资辛迪加规模有显著的负向影响,主风险投资机构的行业声誉越高,联合投资辛迪加规模越小。从控制变量来看,投资于清洁技术的联合投资辛迪加在规模上显著大于投资于传统行业的;投资金额对联合投资辛迪加规模有显著的正向影响。

在模型6中引入累计主投资机构次数来观察主风险投资机构在作为主投资机构方面的声誉对联合投资辛迪加规模的影响。从表3中可以看到,累计主投资机构次数在0.05的显著性水平下对联合投资辛迪加规模有显著的正向影响,这说明主风险投资机构在作为主投资机构方面的声誉越高,联合投资辛迪加规模越大。在控制变量的影响作用方面,和前面5个模型一样,投资于清洁技术的联合投资辛迪加在规模上显著大于投资于传统行业的联合投资辛迪加规模;投资金额对联合投资辛迪加规模有显著正向影响。

综合模型1到模型6,可以得出以下几个结论:①主风险投资机构的一般声誉对联合投资辛迪加规模并没有显著的影响;②主风险投资机构的行业声誉对联合投资辛迪加规模有显著的负向影响;③主风险投资机构在作为主投资机构方面的声誉对联合投资辛迪加规模有显著的正向影响;④投资于清洁技术的联合投资辛迪加在规模上显著大于投资于传统行业的规模;⑤投资金额对联合投资辛迪加规模有显著的正向影响,这从一个侧面证明了财务动机(financial motive)的确是联合投资的重要动机之一^[28-31]。

表 2 描述性统计与 Pearson 相关矩阵

变量	均值	方差	Pearson 相关矩阵																	
联合投资辛迪加规模	2.441	0.843	1.000																	
年龄	5.500	4.064	-0.047	1.000																
累计投资轮次	32.132	41.094	-0.032	0.421**	1.000															
累计 IPO 和 M&A 数	4.716	8.375	-0.011	0.424**	0.915**	1.000														
行业累计投资轮次	8.980	10.835	-0.164*	0.358**	0.742**	0.678**	1.000													
行业累计 IPO 和 M&A 数	1.476	2.771	-0.202**	0.222**	0.452**	0.499**	0.648**	1.000												
累计主投资机构次数	3.907	4.387	0.108*	0.305**	0.793**	0.656**	0.540**	0.290**	1.000											
广义 IT	0.294	0.457	0.122	0.074	-0.058	-0.066	0.189**	0.228**	-0.003	1.000										
生技/健康	0.059	0.236	-0.106	0.082	0.102	0.118	-0.065	-0.005	0.110	-0.161*	1.000									
清洁技术	0.088	0.284	0.227**	0.000	0.088	0.085	-0.140*	-0.129	0.074	-0.201**	-0.078	1.000								
服务业	0.216	0.412	-0.077	0.029	0.134	0.059	0.080	-0.099	0.134	-0.339**	-0.080	-0.163*	1.000							
初创期	0.427	0.496	-0.111	0.040	0.101	0.087	0.189**	0.156*	-0.011	0.139*	-0.047	-0.094	0.126	1.000						
扩张期	0.510	0.501	0.130	-0.022	-0.079	-0.057	-0.138*	-0.101	0.015	-0.099	-0.005	0.063	-0.082	-0.879**	1.000					
投资轮次	0.711	0.455	-0.115	-0.076	-0.039	0.002	-0.115	-0.105	-0.100	-0.087	-0.070	-0.107	0.019	0.157*	-0.128	1.000				
珠三角地区	0.181	0.386	0.010	0.064	0.056	0.048	-0.067	0.085	0.007	0.031	0.045	0.078	0.001	0.057	-0.073	0.020	1.000			
长三角地区	0.142	0.350	-0.080	-0.074	-0.081	-0.114	0.003	0.001	-0.030	0.169*	-0.042	-0.028	-0.009	0.018	0.006	-0.143*	-0.192**	1.000		
京津地区	0.211	0.409	0.129	0.230**	0.082	0.071	0.248**	0.059	0.143*	0.326**	-0.129	-0.161*	0.021	0.089	-0.046	-0.121	-0.243**	-0.210**	1.000	
投资金额(万元)	7 297	8 846	0.398**	0.092	0.060	0.009	0.018	-0.013	0.087	0.029	-0.008	0.114	0.027	-0.105	0.099	-0.169*	-0.105	-0.120	0.140*	1.000
样本量	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204

注：**、* 分别表示在显著性水平为 0.01、0.05 的水平下显著

表3 多元回归结果

变量	模型1		模型2		模型3		模型4		模型5		模型6	
	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误
年龄	-0.004	0.015										
累计投资轮次			0.000	0.002								
累计IPO和M&A数					0.004	0.007						
行业累计投资轮次							-0.012**	0.006				
行业累计IPO和M&A数									-0.056***	0.021		
累计主投资机构次数											0.028**	0.014
广义IT	0.198	0.153	0.197	0.153	0.200	0.153	0.234	0.152	0.255*	0.152	0.181	0.151
生技/健康	-0.109	0.246	-0.127	0.246	-0.141	0.246	-0.138	0.241	-0.123	0.239	-0.205	0.244
清洁技术	0.698***	0.209	0.690***	0.210	0.680***	0.210	0.656	0.207***	0.618***	0.206	0.644***	0.207
服务业	0.015	0.154	0.013	0.154	0.015	0.154	0.033	0.152	-0.021	0.151	-0.029	0.153
初创期	0.032	0.239	0.030	0.239	0.022	0.239	0.081	0.237	0.121	0.236	0.045	0.236
扩张期	0.287	0.230	0.287	0.231	0.283	0.230	0.290	0.228	0.323	0.227	0.298	0.228
首轮投资	-0.112	0.132	-0.115	0.132	-0.119	0.132	-0.135	0.131	-0.148	0.130	-0.122	0.130
珠三角地区	0.078	0.157	0.069	0.156	0.068	0.156	0.058	0.154	0.097	0.153	0.060	0.154
长三角地区	-0.161	0.181	-0.164	0.181	-0.161	0.181	-0.155	0.179	-0.173	0.177	-0.183	0.179
京津地区	0.200	0.165	0.185	0.162	0.181	0.161	0.224	0.160	0.163	0.158	0.144	0.161
投资金额(自然对数)	0.219***	0.069	0.218***	0.069	0.219***	0.069	0.218***	0.068	0.217***	0.068	0.207***	0.069
年份固定效应		控制		控制		控制		控制		控制		控制
R ²		0.271		0.270		0.272		0.287		0.297		0.287
样本量		204		204		204		204		204		204

注：***、**、* 分别表示在显著性水平为 0.01、0.05、0.1 的水平下显著

4 结论与讨论

在国内外风险投资实践中,风险投资机构通过联合投资组成投资辛迪加、共同投资于风险项目的现象非常普遍。在联合投资辛迪加中,主风险投资机构处于核心地位。本文研究了主风险投资机构声誉对联合投资辛迪加规模的影响。在控制了投资行业、投资轮次、投资阶段、投资金额等因素的影响,并剔除了投资年份的固定效应后,本文研究发现:①主风险投资机构的一般声誉对联合投资辛迪加规模并没有显著的影响;②主风险投资机构的行业声誉对联合投资辛迪加规模有显著的负向影响;③主风险投资机构作为主投资机构的声誉对联合投资辛迪加规模有显著的正向影响。

从一定意义上来说,本文的研究结论相当让人困惑:度量主风险投资机构声誉的6个指标之间都是显著正相关的,但它们对联合投资辛迪加规模的影响却相去甚远。主风险投资机构的一般声誉对联合投资辛迪加规模并没有显著影响,这似乎说明在联合风险投资中主风险投资机构的一般声誉并不是一个值得关注的变量。然而已有研究却表明,主风险投资机构的一般声誉会同时影响其在联合投资中的收益和成本,因此本文的这一研究结论相当让人费解。主风险投资机构的行业声誉对联合投资辛迪加规模有显著的负向影响,这说明行业声誉高的主风险投资机构力图缩小联合投资辛迪加规模,以便在获取联合投资收益的同时控制规模扩大带来的成本,同时似乎还可以说明在联合投资活动中,相关主体更关注主风险投资机构在投

资行业内的声誉,而不是与行业无关的一般声誉。主风险投资机构在作为主投资机构方面的声誉对联合投资辛迪加规模有显著正向影响,这似乎说明声誉高的主风险投资机构有能力降低联合投资辛迪加规模扩大所带来的成本。

在联合风险投资的相关理论研究中,大部分研究关注由联合投资所带来的各种收益,而关注联合投资成本方面的研究要少很多。本研究表明联合投资产生的成本是主风险投资机构考虑的一个重要因素,因为若联合投资带来的仅仅是收益,那么主风险投资机构的一般声誉和行业声誉都应该对联合投资辛迪加规模有显著的正向影响,然而经验检验的结果却并非如此。从风险投资实践来看,本研究表明风险投资机构在决定是否参与联合投资时应该充分考虑联合投资所产生的成本,主风险投资机构在确定联合投资辛迪加规模时也要充分考虑辛迪加规模扩大所带来的各种成本。

参考文献:

- [1] CARTER R B, DARK F H, SAPP T. Underwriter reputation and IPO issuer alignment 1981-2005[J]. Quarterly Review of Economics and Finance, 2010, 50(4): 443-455.
- [2] CHANG S C, CHUNG T Y, LIN W C. Underwriter reputation, earnings management and the long-run performance of initial public offerings[J]. Accounting and Finance, 2010, 50(1): 53-78.
- [3] CARTER R B, DARK F H, SINGH A K. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks[J]. Journal of Finance, 1998, 53(1): 285-311.
- [4] CARTER R B, MANASTER S. Initial public offerings and

- underwriter reputation[J]. *Journal of Finance*, 1990, 45(4): 1045-1068.
- [5] MCLAUGHLIN R, SAEDDINE A, VASUDEVAN G K. Investment banker reputation and the performance of seasoned equity issuers[J]. *Financial Management*, 2000, 29(1): 96-110.
- [6] SCHIERECK D, SIGL-GRÜB C, UNVERHAU J. Investment bank reputation and shareholder wealth effects in mergers and acquisitions[J]. *Research in International Business and Finance*, 2009, 23(3): 257-273.
- [7] MCCAHERY J, SCHWIENBACHER A. Bank reputation in the private debt market[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(4): 498-515.
- [8] AUTORE D M, BILLINGSLEY R S, SCHNELLER M I. Information uncertainty and auditor reputation[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(2): 183-192.
- [9] KANAGARETNAM K, KRISHNAN G V, LOBO G J. Is the market valuation of banks' loan loss provision conditional on auditor reputation[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(6): 1039-1047.
- [10] HSU D H. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1805-1844.
- [11] GOMPERS P A, KOVNER A, LERNER J, et al. Venture capital investment cycles: the impact of public markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(1): 1-23.
- [12] CUMMING D J, DAI N. Local bias in venture capital investments[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2010, 17(3): 362-380.
- [13] DIMOV D, MILANOV H. The interplay of need and opportunity in venture capital investment syndication[J]. *Journal of Business Venturing*, 2010, 25(4): 331-348.
- [14] NAHATA R. Venture capital reputation and investment performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 90(2): 127-151.
- [15] MEULEMAN M, WRIGHT M, MANIGART S, et al. Private equity syndication: agency costs, reputation and collaboration[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2009, 36(5-6): 616-644.
- [16] WRIGHT M, LOCKETT A. The structure and management of alliances: syndication in the venture capital industry[J]. *Journal of Management Studies*, 2003, 40(8): 2073-2102.
- [17] LERNER J. The syndication of venture capital investments[J]. *Financial Management*, 1994, 23(3): 16-27.
- [18] GORMAN M, SAHLMAN W A. What do venture capitalists do[J]. *Journal of Business Venturing*, 1989, 4(4): 231-248.
- [19] MANIGART S, DEWAELE K, WRIGHT M, et al. Determinants of required returns in venture capital investments: a five country study[J]. *Journal of Business Venturing*, 2002, 17(4): 291-312.
- [20] PUKTHUANHONG K, WALKER T. Venture Capital in China: a culture shock for western investors[J]. *Management Decision*, 2007, 45(4): 708-731.
- [21] AHLSTROM D, BRUTON G D. Venture capital in China: past, present, and future[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2007, 24(3): 247-268.
- [22] KEIL T, MAULA M V J, WILSON C. Unique resources of corporate venture capitalists as a key to entry into rigid venture capital syndication networks[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2010, 34(1): 83-103.
- [23] SORENSON O, STUART T E. Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments[J]. *American Journal of Sociology*, 2001, 106(6): 1546-1588.
- [24] SORENSON O, STUART T E. Bringing the context back in: settings and the search for syndicate partners in venture capital investment networks[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2008, 53(2): 266-294.
- [25] SAH R K, STIGLITZ J. The architecture of economic systems: hierarchies and polyarchies[J]. *American Economic Review*, 1986, 76(4): 716-727.
- [26] BRANDER J A, AMIT R, ANTWEILER W. Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis[J]. *Journal of Economics and Management Strategy*, 2002, 11(3): 423-452.
- [27] HOCHBERG Y V, LJUNGQVIST A, LU Y. Whom you know matters? venture capital networks and investment performance[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(1): 251-301.
- [28] DELI D N, SANTHANAKRISHNAN M. Syndication in venture capital financing[J]. *Financial Review*, 2010, 45(3): 557-578.
- [29] LOCKETT A, WRIGHT M. The syndication of venture capital investments[J]. *International Journal of Management Science*, 2001, 29(5): 375-390.
- [30] MANIGART S, LOCKETT A, MEULEMAN M, et al. Venture capitalists' decision to syndicate[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2006, 30(2): 131-153.
- [31] VERWAAL E, BRUINING H, WRIGHT M, et al. Resources access needs and capabilities as mediators of the relationship between VC firm size and syndication[J]. *Small Business Economics*, 2010, 34(3): 277-291.

(责任编辑: 胡俊健)