

风险投资介入创业企业偏好及其方式研究

——基于中国创业板上市公司的经验数据*

○ 吴翠凤 吴世农 刘威

摘要 本文以2009年10月30日至2013年12月31日在创业板上市的355家公司为研究对象,研究了风险投资介入中国创业企业的偏好及其方式问题,研究结论如下:(1)在投资偏好上,当风险投资距离创业企业很近,或创业企业有财务性竞争优势时,即拥有负债不付息与负债赚息的盈利模式时,风险投资介入创业企业的可能性更大;(2)在联盟介入方式上,当风险投资距离创业企业较近,或当风险投资距离创业企业较近又同时拥有创业板IPO的经验时,或当风险投资与承销商是母子公司或财务顾问等利益关系时,风险投资单独投资的可能性更大;(3)在同一风险投资重复介入方式上,当风险投资介入后创业企业上市所需时间越长,或当风险投资距离创业企业较远,或当风险投资越成熟,同一风险投资再次介入的可能性越大;(4)在不同风险投资分批介入方式上,后期介入的风险投资更年轻,但介入价格更高、投资额更大、持股比例更低,说明年轻的风险投资通常不轻易做“第一个吃螃蟹的人”,而更多地搭载成熟风险投资的“顺风车”来分享投资收益,但同时付出的代价也比前期介入风险投资的要高。

关键词 风险投资;投资偏好;介入方式;创业板
*本文受国家自然科学基金面上项目(71272082)、厦门理工学院高层次人才项目(YSK14007R)资助

引言

近年来,学术界涌现了大量关于风险投资与创业企业之间关系的研究成果。^[1-10]但是,仍然有诸多关于风险投资的问题没有得到很好解决,比如关于风险投资喜欢资助哪一种类型的创业企业问题。^[11]众所周知,投资是风险投资基金在募资、投资、管理与退出运作流程中至关重要的一个环节,因为风险投资能否慧眼识珠,从众多

投资项目中剔除垃圾项目,挖掘潜力项目,将决定着整个投资的成功与否,最终决定是否投资及以什么方式投资。这是每一个风险投资家必须慎重考虑的问题。国外研究指出,如同一流的大学优先录取成绩优异的学生,同时成绩优异的学生也会优先报考排名靠前的知名大学一样,风险投资与创业企业之间也存在着互相选择的过程,即风险投资在选择创业企业的同时也反过来被创业企业选择,^[12]因此风险投资最后能投资哪个企业是两种力量综合作用的结果。Hellmann等^[10]则提出拥有创新策略的企业更容易得到风险投资的青睐。Puri等^[11]认为风险投资青睐高科技行业和增长速度快的企业。虽然上述文献提及了风险投资的投资偏好问题,但这个问题的答案始终没有被一致认可,部分由于研究方法的问题,如结构方程贝叶斯估计中先验信息的可靠性问题,^[12]部分由于研究数据的缺失问题,使得深入研究难以展开。

纵观国内的研究成果,目前尚无文献对风险投资的投资偏好与投资方式进行实证研究。因此,本文拟用中国创业板上市公司的样本数据,致力于回答如下两个问题:第一,对于创业板上市公司而言,它们基本上都符合高成长性、高科技含量、新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式的“两高六新”特征,但为什么风险投资仅投资于某些企业?第二,进一步地,如果风险投资决定投资,将以什么样的方式投资?即风险投资是偏好单独投资,还是跟其他风险投资联盟投资?风险投资是一次性投资,还是分阶段分批次投资?

本文的主要贡献在于利用中国创业板市场数据,首次系统地研究了风险投资在介入创业企业时的偏好问题,并进一步多角度、多层次地分析了风险投资在介入创业企业时的介入方式问题。一方面,该研究力图从学理上揭示我国风险投资偏好和投资方式,从而丰富我国

财务管理

风险投资的基础理论；另一方面，该研究有助于风险投资者更有效地选择创业企业进行投资，也有助于创业企业的管理者完善经营管理，提高竞争力，吸引风险投资。

一、理论分析与研究假设

风险投资是创业企业的一个重要融资来源，它们帮助企业迅速发展，并使这些企业最终成为经济的主要力量。^[11,13]然而，并非想要融资的创业企业都能得到风险投资的资助，风险投资在投资创业企业时是有条件的。

首要考虑的条件是风险投资与创业企业之间的信息不对称成本。Cumming等^[14]认为创业企业信息的不公开性，使得风险投资在投资时面临着较大的信息不对称。风险投资与创业企业之间严重的信息不对称导致了投资项目存在着巨大的投资风险。^[15]如何在投资前和投资后有效地减少信息不对称，是风险投资在投资时必须考虑的重要问题。现有的诸多研究表明，近距离可以减少信息不对称。如Coval等^[16]认为投资者更容易获取邻近公司的信息。Parwada^[17]的研究表明由于新基金经理在解决信息不对称问题方面的能力有限，导致了他们在权益持仓中表现出了强烈的地方性偏好。Lerner^[18]的研究发现，为了降低信息不对称成本，通常由邻近创业企业的风险投资派驻董事到创业企业中。可见，在投资前，相比远距离的创业企业，风险投资更容易从附近的、当地的创业企业中获取投资机会信息。而在投资后，由于风险投资并非时刻参与创业企业的日常经营，为了减少创业企业可能为谋取私利引起的道德风险，风险投资需要定期或不定期地到企业考察，通过与企业家交谈、开董事会等方式监督企业的生产经营。同时，在创业企业的经营管理遇到困难时，也会为企业提供各种必要的增值服务。这样，在风险投资对企业的监管过程中，大量的频繁访问企业的交通成本和广泛参与公司治理的成本随之产生。因此，对比远距离的投资，近距离的投资可以使风险投资与创业企业之间的信息更加透明化，降低投资风险，同时大幅减少监管成本。^[15,18-20]因此，为了在投资后能够有效地监督管理企业以减少管理层的道德风险，风险投资喜欢投资近距离的、熟悉的企业。^[14]

其次考虑的条件是创业企业的竞争优势。Kaplan等^[21]指出风险投资通常希望能够投资到商业模式和管理团队都很强的企业。Kaplan等^[22]则表示优秀的风险投资往往更注重一个企业的技术竞争力，即是否比其他竞争对手更有优势。吴世农等^[23]认为归根结底，一个企业的竞争力在财务上可以表现为三大竞争优势，即经营性竞争优势、财务性竞争优势和税赋优势。进一步地，

经营性竞争优势又包括销售的息税前利润率和资产周转速度，它们分别代表了销售的创利能力和资产使用效率，而财务性竞争优势又包括财务费用支付程度和权益乘数，它们分别代表了无本经营、无本赚息的能力和债务的杠杆效应。息税前利润率越高，或者资产周转速度越快，说明企业的经营性竞争优势越大，无本经营、无本赚息的能力越强，或者债务的杠杆效应越大，说明企业的财务性竞争优势越大，企业的税赋越小，说明税赋优势越大，因此这三大竞争优势驱动力越强，企业的盈利能力也越强，风险投资介入的可能性越大。

综上所述，提出如下研究假设：

假设1a：风险投资离创业企业越近，其介入创业企业的概率越大

假设1b：创业企业的经营性竞争优势越大，风险投资介入创业企业的概率越大

假设1c：创业企业的财务性竞争优势越大，风险投资介入创业企业的概率越大

假设1d：创业企业的税赋优势越大，风险投资介入创业企业的概率越大

众所周知，风险投资在投资时承受着较大的投资风险，这一方面来自投资项目的高风险和企业家的道德风险等；另一方面则来自风险投资自身有限的化解投资风险、提高项目收益的能力，由于风险投资公司通常募集多个风险投资基金，而每个风险投资基金又投资了不止一个的企业项目，因此对于风险投资来说，花在管理单个投资项目上的时间和精力极其有限，能减少的风险更是有限。^[12,21,24]因此，如何最大程度地减少投资风险成为风险投资在决定投资后需要进一步考虑的问题。现有文献表明，这可以通过对外寻求外援——“抱团取暖”和对内谨慎投资——“投石问路”两种方式降低投资风险。

“抱团取暖”，即采用与其他风险投资联盟投资的方式来降低投资风险。其理由：首先，通过观察其他风险投资对潜在项目的偏好，风险投资可以汇总相关的信息，从而在对潜在项目的可行性和收益极端不确定的情况下选到更好的项目；^[25,26]其次，单一的风险投资往往是在某个行业和某个地区拥有投资经验，因此联盟投资可以帮助扩大跨行业的信息量和增产地域交易，使得风险投资可以多样化其投资，^[26,27]进而降低投资组合风险；最后，联盟投资可以降低项目失败的概率，因为联盟投资便于风险投资之间信息和资源的共享，^[28]从而为增加投资项目价值、提高盈利提供了更大的保障。

“投石问路”，即风险投资采用分阶段投资的方式

来降低投资风险。这一方面是由于资本的分阶段注入允许风险投资家有充足的时间来搜集企业的相关信息和监管企业的发展,这样企业前景可以被有效地重估。而对于任何重估结果,风险投资都享有放弃或者继续持有项目的权利,因此可以大幅减少投资的风险;另一方面则是由于风险投资在试投资后,会根据企业的发展状况做出是否追加投资的决策。为了企业长远的发展,企业家会更加努力地经营,以达到风险投资的要求,获得进一步的发展资金。因此分阶段投资是降低委托代理成本、减少投资风险的重要方式。^[15,29]

更进一步地,在投资方式上,风险投资还需要考虑如下两个问题:一是什么情况下选择联盟投资而非单独投资?二是什么情况下选择分阶段投资而非一次性投资?如前所述,具体采取的投资方式将取决于风险投资面临的信息不对称成本高低,以及风险投资自身的经验能力大小。

如果风险投资距离创业企业越远,那么他们之间的信息不对称程度将越高,^[16]风险投资频繁访问企业的交通成本和监督管理公司的成本也越高。尽管当前的通讯手段发达,交通也很便利,但这并没有使风险投资更容易地从一定距离之外的创业企业那里获取软信息,即难以书面记载、电子存储或者传达给他人的信息,而这些软信息对于这些较大投资风险项目的成功又具有非常重要的作用。通过现场监督管理和面对面与企业家交流来收集软信息,是风险投资减少信息不对称、监督企业家和改善项目存活率必不可少的有效方式。因此,风险投资与创业企业之间的距离直接决定着风险投资的监管成本,^[15]从而影响着风险投资的投资方式。

此外,风险投资的经验多少与能力高低对其降低投资风险有着重要的影响作用。Barry等^[30]指出,经验丰富的风险投资可以有效地监督创业企业经营和引导企业走向正轨,因此将消除更多的不确定性。Cumming等^[14]发现较有经验的风险投资展现出较少的地方偏差,同时还发现当风险投资单独投资时,风险投资展现出较强的地方偏差。可见,有经验的风险投资监管创业企业的地方项目来降低信息不对称成本。可想而知,如果缺乏经验,风险投资将更愿意采用联盟投资或者分阶段投资的方式来降低风险。综上,本文构建如下研究假设:

假设 2a: 风险投资离创业企业越远,其联盟介入创业企业的概率越大

假设 2b: 风险投资的经验越少,其联盟介入创业

企业的概率越大

假设 2c: 风险投资离创业企业越远,其分阶段介入创业企业的概率越大

假设 2d: 风险投资的经验越少,其分阶段介入创业企业的概率越大

二、样本选择、变量定义与研究模型

1. 样本选择

本文的样本期间为 2009 年 10 月 30 日至 2013 年 12 月 31 日,在此期间,创业板共有 355 家上市公司。上市公司的风险投资名单主要来自清科 Zdatabase 数据库与《上市公司招股说明书》的手工整理,^[31]有关上市公司成立时间,风险投资地址、成立时间、介入价格、投资额、投资比例、投资次数,风险投资与券商的利益关系、存在一致行动关系的风险投资个数等风险投资相关数据主要通过《上市公司招股说明书》、《2010 中国风险投资年鉴》^[32]和 China Venture 网站等手工收集整理获得,股票的市场交易数据和上市公司业绩数据来自 CSMAR 和 RESSET 数据库,风险投资城市与上市公司城市之间的驱车距离主要来自 Google 地图,个别在 Google 地图找不到驱车距离的则来自 Baidu 地图。

2. 变量定义

(1) 被解释变量

为了研究风险投资介入创业板上市公司的投资偏好及其介入方式问题,本文共设计了如下三个因变量。在研究风险投资的投资偏好时,本文以是否风险投资为因变量,通过 Logit 模型来判断风险投资的投资偏好,该变量的取值是当上市公司有风险投资介入时为 1,否则为 0。类似地,本文也通过 Logit 模型来研究风险投资的投资方式问题,在联盟投资方式上设置了是否联盟投资的虚拟变量为因变量:在有风险投资介入上市公司的首轮融资中,如果有两个或者两个以上的风险投资联盟介入上市公司时取 1,否则取 0。在分批投资方式上则设置了是否分批投资的虚拟变量为因变量:在有风险投资介入的上市公司中,同一风险投资分批介入创业企业时取 1,否则当创业企业只有一轮融资,即风险投资只在首轮介入时取 0。

(2) 解释变量

根据吴世农等^[23]的研究,本文采用的盈利竞争力指标包括两个经营性竞争优势指标、两个财务性竞争优势指标和一个税赋优势指标。营业利润率:风险投资介入前一年度的息税前利润除以风险投资介入前一年度的销售收入。总资产周转速度:风险投资介入前一年度

财务管理

的销售收入除以风险投资介入前一年度的总资产。无本经营无本赚息能力：风险投资介入前一年度的税前利润除以风险投资介入前一年度的息税前利润。权益乘数：风险投资介入前一年度的总资产除以风险投资介入前一年度的股东权益。税赋优势：风险投资介入前一年度的税后利润除以风险投资介入前一年度的税前利润。

与现有文献用根据两地的经度和纬度计算出来的地球表面距离来代表城市之间的距离不同，^[15] 本文创新使用不同城市之间的驱车公里数来代表两个城市之间的实际距离，以此更准确地反映交通成本背后的风险投资监管成本的大小。根据 Uysal 等^[33] 的研究，本文设置虚拟变量来反映近距离，即上市公司所在城市与风险投资所在城市之间的驱车距离在 100 公里之内时取 1，否则取 0。

Barry 等^[30] 认为风险投资的成立时间越早，其监督创业企业经营和引导企业走向正轨的商业经验将更多，同样地，在其他创业企业的 IPO 经历也可以在一定程度上反映风险投资成功的经验和监管能力。因此，本文采用以下两个经验指标：一为风险投资介入创业企业时有 IPO 经历的虚拟变量，即当风险投资在介入创业企业时有过 IPO 经历取 1，否则取 0；二为风险投资在介入创业企业时的成立月数。

(3) 控制变量

在研究风险投资的介入偏好时，本文借鉴 Barry 等、^[30] Megginson 等、^[34] Tian、^[15] 吴世农^[35] 的研究成果，控制了上市公司的总资产获现率、销售的增长率、上市公司年龄和行业对风险投资介入的影响。在研究风险投资的介入方式时，由于风险投资在介入创业企业之前都会对企业的整体状况进行估值，因此本文采用手工收集的风险投资每轮介入的价格，作为反映企业综合业绩的指标。此外，根据 Puri 等、^[11] Tian、^[15] Arikawa 等^[36] 和 Chahine 等^[37] 的研究和实践经验，本文控制了风险投资的介入时间长短及其平方项、风险投资与券商的利益关系、存在一致行动关系的风险投资个数、风险投资介入创业企业后的持股比例和行业指标。

文中所用变量的详细定义及其计算如表 1 所示。

3. 研究模型

本文用来进行实证研究的主要模型如下：

$$\text{Logit}(DV) = \beta_0 + \beta_1 \sum_{i=1}^n \text{IDV}_i + \beta_j \sum_{j=n+1}^m \text{CV}_j + \varepsilon$$

其中：DV 为因变量的简写，在假设 1 的系列研究中为是否风险投资，在假设 2a 和 2b 的研究中为是否

联盟投资，在假设 2c 和 2d 的研究中为是否分批投资；IDV 为相应自变量的简写，在假设 1 的系列研究中为距离、营业利润率、总资产周转速度、无本经营无本赚息能力、权益乘数和税赋优势，在假设 2 的系列研究中为距离和经验变量；CV 为相应控制变量的简写。

表1 变量定义和计算表

变量类型	变量名称	变量符号	计算方法
因变量	是否风险投资	Type	创业企业有风险投资介入时取1，否则取0
	是否联盟投资	Group	风险投资与其他风险投资联盟介入创业企业时取1，否则取0
	是否分批投资	Rounds	风险投资分批介入创业企业时取1，否则取0
自变量	经营性竞争优势1: 营业利润率	Rotr	息税前利润/销售收入
	经营性竞争优势2: 总资产周转速度	Turnover	销售收入/总资产
	财务性竞争优势1: 无本经营无本赚息能力	Opm	税前利润/息税前利润
	财务性竞争优势2: 权益乘数	Cs	总资产/股东权益
	税赋优势	Taxratio	税后利润/税前利润
	风险投资与创业企业之间驱车距离的自然对数	Ldistance	Ln(1+风险投资与创业企业之间的驱车距离)
	创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	创业企业所在城市与风险投资所在城市之间的驱车距离在100公里之内取1，否则取0
	风险投资在介入时的IPO经验	Jrvciponum	风险投资在介入时的创业板IPO经验个数
	风险投资在介入时是否有IPO经验	Avcipo	风险投资在介入时已有创业板的IPO经验取1，否则取0
	风险投资年龄	Lvcage	Ln(1+风险投资在介入创业企业时的成立月数)
其他变量	风险投资第一次介入至上市公司IPO期间月数的对数	LTimefrominvest	Ln(1+风险投资第一次介入至上市公司IPO期间月数)
	创业企业年龄对数	Lfirmage	Ln(1+风险投资介入时创业企业的成立月数)
	总资产获现率	Cashratio	经营性净现金/总资产
	成长性	Gofrevenue	销售收入增长率
	风险投资是否为券商的利益同盟	Affiliation	风险投资与券商之间存在母子公司或财务顾问等利益关系时取1，否则取0
	存在一致行动关系的风险投资个数	Snum	存在一致行动关系的风险投资个数
	风险投资在介入时的投资额(万元)	Touzi	风险投资在介入时的投资额
	风险投资介入创业企业后的持股比例	Apercent	风险投资介入创业企业后的持股比例
	风险投资介入创业企业时的价格对数	Lpricevalue	Ln(1+风险投资介入创业企业时的每股价格)
	是否属于制造业	IndustryC	上市公司在证监会行业分类里属于制造业时取1，否则取0

三、实证结果分析

1. 研究变量描述性统计

截至 2013 年 12 月 31 日，创业板共有 355 家上市公司，有风险投资资助的上市公司则有 205 家。其中有 129 家上市公司集中在制造业，占风险投资支持公司总数的 63%；其他 76 家，占风险投资支持公司总数的 37%，分布在信息技术、社会服务和传播文化等行业，可见风险投资投资的创业企业有明显的行业集中性。^[11]

表2 主要研究变量的描述性统计

变量名称	变量符号	样本数	均值	标准偏差
Panel a1 风险投资介入创业企业偏好的实证样本统计 (有风险投资介入公司)				
创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	81	0.38	0.49
营业利润率	Rotr	81	0.24	0.13
总资产周转速度	Turnover	81	1.00	0.41
无本经营无本赚息能力	Opm	81	0.96	0.05
权益乘数	Cs	81	2.32	1.32
税赋优势	Taxratio	81	0.88	0.06
总资产获现率	Cashratio	81	0.14	0.13
成长性	Gofrevenue	81	0.70	1.02
创业企业年龄对数	Lfirmage	81	4.58	0.45
Panel a2 风险投资介入创业企业偏好的实证样本统计 (无风险投资介入公司)				
创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	81	0.04	0.19
营业利润率	Rotr	81	0.24	0.13
总资产周转速度	Turnover	81	0.99	0.45
无本经营无本赚息能力	Opm	81	0.94	0.10
权益乘数	Cs	81	1.90	0.68
税赋优势	Taxratio	81	0.88	0.06
总资产获现率	Cashratio	81	0.15	0.13
成长性	Gofrevenue	81	0.68	1.62
创业企业年龄对数	Lfirmage	81	4.53	0.36
Panel b 风险投资联盟介入的实证样本统计				
是否联盟投资	Group	317	0.58	0.49
风险投资在介入时是否有IPO经验	Avcipo	317	0.10	0.30
创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	317	0.31	0.46
风险投资介入创业时价格的对数	Lpricevalue	317	1.65	0.57
风险投资介入创业企业后的持股比例	Apercent	317	7.52	7.88
创业企业年龄对数	Lfirmage	317	4.47	0.60
风险投资是否为承销商的利益同盟	Affiliation	317	0.08	0.27
Panel c 风险投资分批介入的实证样本统计				
是否分批投资	Rounds	226	0.25	0.44
创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	226	0.30	0.46
风险投资年龄对数	Lvcage	226	2.80	1.32
风险投资第一次介入至上市公司IPO期间月数的对数	LTimefrominvest	226	3.07	0.52
存在一致行动关系的风险投资个数	Snum	226	1.05	0.22

本文三个实证样本所涉及变量的描述性统计详见表2。为了研究风险投资的投资偏好问题, 本文对有风险投资介入的上市公司匹配了相应的没有风险投资介入的上市公司, 其中 Panel a1 统计了配对样本中有风险投资介入公司样本的变量特征, Panel a2 则统计了配对样本中没有风险投资介入公司样本的变量特征, Panel b 为

研究风险投资联盟介入问题所涉及实证变量的描述性统计, Panel c 则为研究风险投资分批介入问题所涉及实证变量的描述性统计。

2. 风险投资介入创业企业偏好的实证结果分析

为了更好地反映风险投资在选择创业企业时的投资偏好, 同时避免风险投资与创业企业之间的自选择问题,^[12] 本文将用匹配的方法设置两组在特定指标上相对同质的样本公司, 从而根据两组样本公司的财务特征来判断在面对相对同质特征的创业企业时风险投资的投资偏好。具体匹配方法如下: 首先, 在总的上市公司样本里挑选出有风险投资支持的上市公司样本, 这些上市公司在其对风险投资的首轮融资的前一年需有相应的财务业绩数据; 其次, 根据有风险投资支持上市公司的行业和首轮融资前一年的财务业绩数据年份, 挑选与其相同的无风险投资支持上市公司, 同时限制两者的公司代码差异最小。这样便于分析风险投资在面对相同行业, 相同年份的业绩, 同时上市时间也相近的两家相对同质的创业企业时, 为什么风险投资选择了前者而不是后者; 再次, 根据匹配成功的有风险投资样本公司, 进一步从其中为每家上市公司挑选一个主风险投资, 并计算该主风险投资所在城市到两家配对成功的创业企业的驱车距离及两家创业企业在主风险投资首次介入时的年龄。

实证结果如表3所示, 在模型1至5中, 创业企业与风险投资之间是否近距离的回归系数都显著为正, 即创业企业离风险投资越远, 风险投资介入该创业企业的概率越小, 反之, 创业企业离风险投资越近, 则风险投资介入该创业企业的概率越大。说明风险投资在选择被投资企业时, 距离是其考虑的重要因素。这是因为当创业企业距离风险投资较近时, 一方面风险投资便于为创业企业提供其所需的增值服务, 扶持企业发展壮大, 另一方面也减少了风险投资监督创业企业的时间和交通成本。换言之, 减少了风险投资与创业企业之间的信息不对称, 这样可以提高投资成功的概率, 因此当其他因素相同时, 风险投资喜欢就近投资, 该结果验证了假设1a。进一步地, 不管是考虑单方面的竞争优势, 还是综合考虑三方面的竞争优势, 营业利润率与总资产周转速度这两个经营性竞争优势指标的系数均为正但都不显著, 税赋优势的回归系数也不显著, 但OPM与权益乘数两个财务性竞争优势指标的系数都显著为正, 说明风险投资喜欢有财务性竞争优势的企业, 即创业企业无本经营、无本赚息的能力越强, 债务杠杆效应越大, 则风险投资介入创业企业的概率越大。由于负债不付息与负债赚息的盈利模式属于比较有竞争力的企业, 所以这种

财务管理

类型的企业更能吸引风险投资的加入。因此，假设 1b 和 1d 没有得到支持，而假设 1c 得到支持。

表3 风险投资介入创业企业偏好的实证研究结果

解释变量	因变量: 创业企业是否有风险投资介入 (Type)	模型				
		模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
常数项	Intercept	-3.34 (2.07)	-12.93*** (8.91)	-1.10 (0.08)	-15.75*** (6.72)	-15.96** (6.33)
创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	2.92*** (20.53)	2.97*** (20.73)	2.96*** (20.82)	2.94*** (20.01)	2.94*** (19.92)
经营性竞争优势1: 营业利润率	Rotr	0.37 (0.05)			2.01 (1.03)	2.02 (1.04)
经营性竞争优势2: 总资产周转速度	Turnover	0.01 (0.00)			0.50 (0.77)	0.50 (0.78)
财务性竞争优势1: 无本经营无本赚息能力	Opm		7.96** (6.20)		7.47** (5.34)	7.59** (5.01)
财务性竞争优势2: 权益乘数	Cs		0.97*** (10.04)		1.15*** (10.77)	1.15*** (10.79)
税赋优势	Taxratio			-1.96 (0.41)	1.76 (0.26)	1.81 (0.27)
总资产获现率	Cashratio	-1.51 (0.91)	-0.60 (0.13)	-1.31 (0.84)	-1.11 (0.41)	-1.10 (0.41)
成长性	Gofrevenue	0.10 (0.58)	-0.05 (0.14)	0.09 (0.44)	-0.10 (0.36)	-0.09 (0.34)
创业企业年龄对数	Lfirmage	0.64 (1.90)	0.66 (1.74)	0.54 (1.30)	0.77 (2.17)	0.77 (2.18)
是否属于制造业	IndustryC					0.05 (0.01)
Likelihood Ratio	Likelihood Ratio	36.21	51.84	36.56	53.19	53.21
R-Square	R-square	0.20	0.27	0.20	0.28	0.28
N	N	162	162	162	162	162

注: 括号内为 WaldChiSq 检验值, ***、** 和 * 分别表示相关系数在 1%、5% 和 10% 水平下显著

3. 风险投资介入创业企业方式的实证结果分析

上文的研究结果说明了风险投资喜欢近距离且有财务性竞争优势的创业企业，为了进一步研究风险投资介入创业企业的方式问题，下文将从风险投资联盟介入、同一风险投资重复介入和不同风险投资分批介入三种情况来分析风险投资介入创业企业的方式问题。

(1) 风险投资联盟介入的影响因素分析

风险投资联盟介入的实证结果如表 4 所示。在模型 1 至 3 中，首先，风险投资与上市公司之间近距离的哑变量与风险投资联盟的概率显著负相关，即如果风险投资城市与上市公司城市相邻的话，则风险投资联盟的概率较小。这意味着当风险投资离上市公司较近，风险投资便于为创业企业提供增值服务，这样两者之间的信息透明度较高，风险投资监督上市公司的成本较小时，其更容易选择单独投资。反之，当风险投资离上市公司较远，风险投资监督上市公司的成本较大时，其更容易选择与

其他风险投资联盟投资，以降低投资风险，该结果验证了假设 2a；其次，风险投资是否有过 IPO 经验哑变量的系数不显著，说明假设 2b 不成立，但是否近距离与风险投资是否有过 IPO 经验哑变量的交乘项与风险投资联盟的概率显著负相关，说明当风险投资离上市公司较近，同时已经有 IPO 经验时，其更可能选择单独投资。这进一步说明了风险投资在对创业企业的投资把握较大时，会倾向于单独投资来独享投资收益，而在缺乏经验、对创业企业的投资把握较小时，则会与其他风险投资联盟投资来降低投资风险；再次，风险投资介入价格与创业企业年龄的回归系数都显著为正，即创业企业的成立时间越长，估值越高，则风险投资联盟的概率越大。风险投资的介入价格是风险投资与创始人对创业企业的估值，它包含了企业有形和无形价值的总和。该指标能全面反映一个创业企业的经营业绩水平，因此该结果说明了创业企业的管理越稳定，经营业绩越好，越能得到风险投资的青睐；最后，风险投资介入后的持股比例与风险投资是否为承销商利益同盟的哑变量的回归系数都显著为负，即风险投资的持股比例越大或者当风险投资与承销商存在利益关联时，风险投资联盟的概率越小。说明如果介入的股权比例可以很高，或者当承销商与风险投资是母子公司、财务顾问等利益关系时，风险投资更偏向于单独投资。显然，好的可上市投资项目是风险投资竞相追逐的稀缺资源，因此若有可能，风险投资将尽量独享投资收益。

(2) 风险投资分阶段介入的影响因素分析

① 同一风险投资再次介入创业企业的影响因素分析

同一风险投资再次介入创业企业的实证结果如表 5 所示。从模型 1 至模型 3 中，首先，风险投资城市与上市公司城市之间近距离的哑变量与风险投资再次投资创业企业的概率显著负相关，这说明当风险投资欲投资的创业企业离自己较远时，那么风险投资较有可能采取分批投资的方式，这样就可以根据首轮投资的结果来决定是否要进行第二轮的投资，从而在首轮投资结果不好时放弃再投资而达到降低投资风险的目的，该结果验证了假设 2c；其次，风险投资年龄与风险投资再次投资创业企业的概率显著正相关。说明成熟的、有经验的风险投资偏向采用分阶段投资的方式来降低投资风险，该结论与假设 2d 相反；最后，风险投资第一次介入至上市公司 IPO 期间月数对数的平方项与风险投资再次介入创业企业的概率正相关。这说明在前期，如果风险投资在投资后创业企业能很快达到上市要求，那么风险投资再投资的概率将显著下降。而到投资后期，如果创业企业仍未

能达到上市要求，那么风险投资将有可能对创业企业进行新一轮的投资资助，以帮助其达到上市要求，因此该指标很好地刻画了风险投资是否再次介入的动态过程。

表4 风险投资联盟介入的影响因素的实证结果

解释变量		因变量：风险投资是否联盟介入 (Group)		
		模型1	模型2	模型3
常数项	Intercept	0.46 (0.73)	-1.84 (2.05)	-1.87 (2.08)
风险投资在介入时是否有IPO经验	Avcipo	0.47 (0.80)	0.39 (0.56)	0.57 (1.09)
创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	-0.53* (3.65)	-0.53* (3.58)	-0.54* (3.66)
经验与距离的交乘项	Avcipo x Closecity	-2.24* (3.11)	-2.35* (3.36)	-2.72** (4.36)
风险投资介入创业企业时价格的对数	Lpricevalue	0.52** (4.11)	0.48* (3.48)	0.56** (4.48)
风险投资介入创业企业后的持股比例	Apercent	-0.11*** (19.50)	-0.11*** (17.51)	-0.11*** (19.46)
创业企业年龄对数	Lfirmage		0.52** (3.91)	0.47* (3.20)
风险投资是否为承销商的利益同盟	Affiliation			-1.19*** (6.82)
是否属于制造业	IndustryC		0.42 (2.47)	
Likelihood ratio	Likelihood Ratio	58.17	62.26	71.25
R-square	R-square	0.17	0.18	0.20
N	N	317	317	317

注：括号内为WaldChiSq检验值，***、**和*分别表示相关系数在1%、5%和10%水平下显著

② 不同批次介入的新风险投资的差异分析

不同批次介入的新风险投资的对比分析结果如表6所示。为使研究拥有足够的样本，本文以第一轮与第二轮为例来分析不同批次介入的新风险投资的差异。从表6中可见，首先，第一轮介入的风险投资年龄均值约为52个月，显著大于第二轮介入的新风险投资年龄，这与以往的研究认为更有经验的风险投资倾向于在企业的后期融资时介入不同，^[25]说明相比后续的风险投资介入者，首批投资创业企业的风险投资成立时间更长、更成熟、更有经验，这也意味着年轻的风险投资通常不轻易做“第一个吃螃蟹的人”，而更多的是搭载成熟风险投资的“顺风车”；其次，虽然可以搭便车，但年轻风险投资也因此要付出一定的代价，其平均介入价格的自然对数与平均投资额分别为1.65和2234万元，显著高于第一轮风险投资的平均介入价格的自然对数和平均投资额。同时其平均持股比例6.46%也显著小于第一轮风险投资的平均持股比例8.42%。这说明对于第一轮介入的风险投资来说，其已经为创业企业提供了一定的增值服务，因此带来的企业增值必须反映在企业下一轮的估值上，所以新风险投资可以参与分享投资项目，但其持股比例必须少于原有的风险投资，而介入价格和相同股权的投资额却必须更多；^[38]最后，风险投资介入创业企业时的IPO

经验数量和风险投资与创业企业距离这两个指标对于第一轮和第二轮的风险投资来说没有显著差异。

表5 风险投资重复介入的影响因素的实证结果

解释变量		因变量：同一风险投资是否重复介入 (Rounds)		
		模型1	模型2	模型3
常数项	Intercept	0.61 (0.02)	-0.02 (0.00)	0.04 (0.00)
创业企业与风险投资之间距离是否很近	Closecity	-0.67* (2.75)	-0.72* (3.10)	-0.73* (3.13)
风险投资年龄对数	Lvcage	0.24* (3.40)	0.23* (3.09)	0.23* (3.20)
风险投资第一次介入至上市公司IPO期间月数的对数	Ltimefrominvest	-3.08 (1.28)	-3.10 (1.31)	-3.09 (1.32)
风险投资第一次介入至上市公司IPO期间月数对数的平方项	Ltimefrominvest ²	0.74* (2.85)	0.74* (2.88)	0.74* (2.90)
存在一致行动关系的风险投资个数	Snum		0.72 (1.13)	0.75 (1.24)
是否属于制造业	IndustryC			-0.19 (0.29)
Likelihood Ratio	Likelihood Ratio	34.61	35.70	35.98
R-square	R-square	0.14	0.15	0.15
N ^①	N	226	226	226

注：括号内为WaldChiSq检验值，***、**和*分别表示相关系数在1%、5%和10%水平下显著

表6 第一轮与第二轮新介入风险投资的对比分析结果

研究变量	变量符号	变量均值		T检验值
		第一轮	第二轮	
VC年龄(月)	Vcage	52.21	32.99	2.25**
VC介入创业企业时的创业板IPO经验数	Jrvciponum	0.23	0.47	-1.02
VC介入价格的自然对数	Lpricevalue	1.42	1.65	-2.71***
VC的投资额(万元)	Touzi	1704.04	2234.18	-1.67*
VC介入后的持股比例(%)	Apercent	8.42	6.46	2.03**
VC与创业企业之间驱车距离的自然对数	Ldistance	5.66	6.01	-1.35
样本数	N	78	75	

注：***、**和*分别表示相关系数在1%、5%和10%水平下显著

4. 稳健性检验

为了提高实证研究结果的可靠性，本文同时也进行了以下几个稳健性检验：

第一，在研究风险投资的投资偏好时，Closecity重新定义为90公里之内为近距离，或者110公里之内为近距离，又或者改用创业企业与风险投资之间驱车距离的自然对数，重新回归的结果显示实证结论保持不变。

第二，为了使研究结果不受样本选择的影响，使论证过程更加科学严谨，本文进一步采用倾向性评分匹配方法(Propensity Score Matching, PSM)，对有风险投资支持企业重新匹配其对照组样本。具体方法是首先根据上市发行额、上市公司年龄、知名承销商、制造业的行业哑变量对上市公司是否有风险投资的哑变量进行logit回归，由此得到每个公司的是否有风险投资的预测

财务管理

值。其次针对有风险投资支持公司的是否有风险投资的预测值,为其匹配一个没有风险投资支持公司,条件是使两家公司的预测值差距最小,由此便可为每一家有风险投资支持公司匹配到合适的没有风险投资支持公司。根据PSM方法匹配的样本,重新进行假设1的实证检验,研究结果发现结论保持不变。

第三,在研究风险投资的联盟介入方式时,改用风险投资年龄来替代风险投资在介入时是否有IPO经验的虚拟变量时,回归系数不再显著。说明在联盟介入方式的影响因素上,真正起作用的是风险投资在介入前是否有过IPO经验,而不是风险投资的成立时间长短,这可能是因为风险投资在IPO上的经验对于其资助创业企业的上市有很大的帮助,能够显著提高项目的成功率。较大的成功率使得这类有IPO经验的风险投资通常更喜欢单独投资,独享项目收益,因此这个指标在研究风险投资是否联盟时有显著的影响;而风险投资年龄所代表的经验其含义更广,除了可能在IPO上有经验之外,在其他领域如并购等也可能存在一些经验,那么有这类经验的风险投资对于后期企业的上市可能没有比IPO经验有更有效的作用,其影响也因此不显著。

第四,在研究风险投资的分阶段介入方式时,如果改用风险投资的IPO经历来代表经验,则其回归系数不显著。说明在分阶段介入方式上,真正起作用的是风险投资的成立时间长短。这可能的原因是,如前所述,本文样本中的大部分风险投资在介入时没有拥有IPO经验,因此他们多数采用联盟投资的方式来降低风险。是否还会再次介入创业企业,则受到其他风险投资的影响,因此其IPO经验对于是否重复介入的决定将减弱,甚至不显著;而风险投资年龄不是影响是否联盟的经验变量,因此可想而知,在不受联盟牵制的情况下,风险投资的决定更加自由。进一步地,从减少投资风险的角度来看,年龄大的风险投资采用重复介入的方式投资也是稳健投资的良策,因此风险投资年龄对是否重复介入的影响显著。

四、结论与启示

本文以2009年10月30日至2013年12月31日在创业板上市的355家公司为研究对象,研究了风险投资介入创业板上市公司的投资偏好及其方式问题,研究结论如下:第一,在投资偏好上,当风险投资距离创业企业很近,或创业企业有财务性竞争优势时,即拥有负债不付息与负债赚息的盈利模式时,风险投资介入创业企业的可能性更大;第二,在联盟介入方式上,当风险投资距离创业企业较近,或当风险投资距离创业企业较近

又同时拥有创业板IPO的经验时,或当风险投资与承销商是母子公司或财务顾问等利益关系时,风险投资单独投资的可能性更大;第三,在同一风险投资重复介入方式上,当风险投资介入后创业企业上市所需时间越长,或当风险投资距离创业企业较远,或当风险投资越成熟,同一风险投资再次介入的可能性越大;第四,在不同风险投资分批介入方式上,后期介入的风险投资更年轻,但介入价格更高、投资额更大、持股比例更低,说明年轻的风险投资通常不轻易做“第一个吃螃蟹的人”,而更多的是搭载成熟风险投资的“顺风车”来分享投资收益,但同时付出的代价也比前期介入风险投资的要高。

一直以来,风险投资喜欢投资什么类型的企业以及如何进行投资等问题,是学术界和实务界热议的难题。本文通过创业板上市公司样本,实证研究了风险投资的投资偏好及其投资方式问题,发现风险投资在投资时以其“火眼金睛”功能挑选有竞争力的企业,同时在投资方式上,还采取联盟投资、分批投资等方式来进一步规避后续的投资风险。从学术的角度来看,国内学术界尚缺乏对风险投资投资偏好和投资方式问题的研究,因此本文采用了创业板的数据,率先研究了该问题。从实践的角度来看,本文的实证结论对创业企业、投资者和监管部门均有一定的借鉴意义。对创业企业而言,本文可以帮助创业企业更好地认识自身的经营不足和找到未来完善的方向,以引进志同道合的风险投资,从而共同推动公司价值的提高;对于投资者而言,风险投资的鉴别筛选能力可以在一定程度上帮助投资者筛选出业绩优良的企业;对于监管部门而言,通过对风险投资投资行为的进一步认识,监管部门可以制定相应的政策,引导风险投资基金到具有发展潜力的产业中,从而帮助中小企业的成长。

参考文献

- [1] Lee, P. M., Wahal, S.. Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(2): 375-407.
- [2] Atanasov, V., Ivanov, V., Litvak, K.. Does Reputation Limit Opportunistic Behavior in the VC Industry? Evidence from Litigation against VCs. *The Journal of Finance*, 2012, 67(6): 2215-2246.
- [3] Chemmanur, T. J., Krishnan, K., Nandy, D. K.. How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look beneath the Surface. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(12): 4037-4090.
- [4] Kortum, S., Lerner, J.. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The Rand Journal of Economics*, 2000,

- 31(4): 674-692.
- [5] Dushnitsky, G., Lenox, M. J.. When Does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value? *Journal of Business Venturing*, 2006, 21(6): 753-772.
- [6] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 王璐. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究. *经济研究*, 2012, (01): 105-119.
- [7] 贾宁, 李丹. 创业投资管理对企业绩效表现的影响. *南开管理评论*, 2011, (1): 96-106.
- [8] 陈工孟, 俞欣, 寇祥河. 风险投资参与对中资企业首次公开发行折价的影响——不同证券市场的比较. *经济研究*, 2011, (5): 74-85.
- [9] Broughman, B., Fried, J.. Renegotiation of Cash Flow Rights in the Sale of VC-backed Firms. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 384-399.
- [10] Hellmann, T., Puri, M.. The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 2000, 13(4): 959-984.
- [11] Puri, M., Zarutskie, R.. On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. *The Journal of Finance*, 2012, 67(6): 2247-2293.
- [12] SØRensen, M.. How Smart Is Smart Money? A Two-sided Matching Model of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 2007, 62(6): 2725-2762.
- [13] Hellmann, T., Puri, M.. Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 2002, 57(1): 169-197.
- [14] Cumming, D., Dai, N.. Local Bias in Venture Capital Investments. *Journal of Empirical Finance*, 2010, 17(3): 362-380.
- [15] Tian, X.. The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(1): 132-159.
- [16] Coval, J. D., Moskowitz, T. J.. Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *The Journal of Finance*, 1999, 54(6): 2045-2073.
- [17] Parwada, J. T.. The Genesis of Home Bias? The Location and Portfolio Choices of Investment Company Start-ups. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, (43): 245-266.
- [18] Lerner, J.. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *The Journal of Finance*, 1995, 50(1): 301-318.
- [19] Bengtsson, O., Ravid, S. A.. The Geography of Venture Capital Contracts, SSRN Working Paper, 2009.
- [20] Chen, H., Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J.. Buy Local? The Geography of Venture Capital. *Journal of Urban Economics*, 2010, 67(1): 90-102.
- [21] Kaplan, S. N., Strömberg, P. E. R.. Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *The Journal of Finance*, 2004, 59(5): 2177-2210.
- [22] Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., Strömberg, P. E. R.. Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. *The Journal of Finance*, 2009, 64(1): 75-115.
- [23] 吴世农, 吴育辉. 中国高级工商管理丛书——CEO 财务分析与决策. 北京: 北京大学出版社, 2008.
- [24] Gorman, M., Sahlman, W. A.. What Do Venture Capitalists Do? *Journal of Business Venturing*, 1989, 4(4): 231-248.
- [25] Lerner, J.. The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management*, 1994, 23(3): 16-27.
- [26] Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., Lu, Y.. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. *The Journal of Finance*, 2007, 62(1): 251-301.
- [27] Sorenson, O., Stuart, T. E.. Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments. *American Journal of Sociology*, 2001, 106(6): 1546-1588.
- [28] Bygrave, W. D.. The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms. *Journal of Business Venturing*, 1988, 3(2): 137-157.
- [29] Kaplan, S. N., Strömberg, P.. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *The Review of Economic Studies*, 2003, 70(2): 281-315.
- [30] Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy Iii, J. W., Vetsuypens, M. R.. The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-public Process. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 447-471.
- [31] 吴翠凤, 吴世农, 刘威. 我国创业板上市公司中风险投资的介入与退出动机研究. *经济管理*, 2012, (10): 128-138.
- [32] 中国风险投资研究院. 2010 中国风险投资年鉴. 北京: 民主与建设出版社, 2010.
- [33] Uysal, V. B., Kedia, S., Panchapagesan, V.. Geography and Acquirer Returns. *Journal of Financial Intermediation*, 2008, 17(2): 256-275.
- [34] Megginson, W. L., Weiss, K. A.. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1991, 46(3): 879-903.
- [35] 吴世农. 财务报表、财务政策和财务战略分析, 工作论文, 2013.
- [36] Arikawa, Y., Imad'eddine, G.. Venture Capital Affiliation with Underwriters and the Underpricing of Initial Public Offerings in Japan. *Journal of Economics and Business*, 2010, 62(6): 502-516.
- [37] Chahine, S., Filatotchev, I.. The Effects of Venture Capitalist Affiliation to Underwriters on Short- and Long-term Performance in French IPOs. *Global Finance Journal*, 2008, 18(3): 351-372.
- [38] Hsu, D. H.. What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? *The Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1805-1844.

注释

① 在本文的总样本中, 由于风险投资在个别行业的上市公司中都为一次性投资, 这部分样本显然不适合

财务管理

用来研究相同行业下风险投资是否分阶段介入的问题，因此这部分样本不在本文实证样本的考虑范围之内。

作者简介 吴翠凤，厦门理工学院商学院讲师、博士，研究方向为公司财务与资本市场；吴世农，厦门大学管理学院教授、博士生导师、博士，研究方向为公司财务与资本市场；刘威，厦门大学管理学院博士研究生，研究方向为企业管理与消费者行为

A Study on the Investment Preference and Pattern of Venture Capital: Evidence from Chinese Listed Companies on the GEM

Wu Cui Feng¹, Wu Shinong², Liu Wei²

1. School of Business, Xiamen University of Technology; 2. School of Management, Xiamen University

Abstract This article examines the investment preference and pattern of venture capital firms, using a sample of 355 companies listed on the Growth Enterprise Market (GEM) in China between October 30th, 2009 and December 31st, 2013. The empirical results are as follows: first, from the perspective of the investment preference, when the geographic distance between the venture capital firm and the entrepreneurial firm is shorter, or when the entrepreneurial firm has financial strength, which means that it has the earnings model of OPM, then the probability of the venture capital firm's investment will be higher; second, from the perspective of the investment pattern of syndication, when the geographic distance between the venture capital firm and the entrepreneurial firm is shorter, or when the venture capital firm that is proximate to the entrepreneurial firm has the experience of IPO at the same time, or when the underwriter is the venture capital firm's parent company or financial consultant, then the probability of the venture capital firm's investing on its own is higher; third, from the perspective of the multiple investment by the venture capital firm, the longer it takes a entrepreneurial firm to go public, or the longer geographic distance between the entrepreneurial firm and the venture capital firm, or the older the venture capital firm is, then the higher probability of the venture capital firm's repetitive investment; fourth, compared to the venture capital firms in the first financing round, new venture capital firms in the second financing round are much younger, but the offer price are higher, the investment amount are larger, and the equity percent is lower, which means that young venture capital firms generally will not be the investors in the first financing round, rather, they often seek to take a free ride of the experienced venture capital firms to share the investment earnings, however, they should pay more than the venture capital firms in the prior financing round.

Key Words Venture Capital; Investment Preference; Investment Pattern; Growth Enterprise Market (GEM)

(上接第 125 页)

The Debate of International Strategy and Firm Performance Relationship: A Review of Global Research

Chen Limin

Economics & Management School, Wuhan University

Abstract Does internationalization help firms improve their performance? This is an important debate in the global strategic management research. First of all this paper reviews various answers to this question: Internationalization and firm performance are positively correlative, negatively correlative, inverted U shape relation, U shape relation, S shape relation, N shape relation, or non-correlative, along with their theoretical and empirical supporting reasons, and the covering studies in China. This paper presents that the differences of above results come from three aspects, and these are three key aspects for constructing an eclectic theoretical framework for this research: The first one is the ascertaining of the model form, that is to say, the main effect of internationalization and performance relation is linear (including positively correlative or negatively correlative), squared / quadratic (including inverted U shape or U shape), or cubic / sigmoidal (horizontal S shape or N shape relation). The second is the constructing of appropriated indicators system. That means the correct indicators' choosing and measuring of independent variable "internationalization" and dependent variable "firm performance". Generally speaking, the indicators of internationalization include sales-based measures for international depth, subsidiary-based measures for international breadth, and synthetic measures by multiple indices; the indicators of firm performance include accounting-based indicators, market-based indicators, and composite-measure indicators. The third is the moderators' bringing into. Besides international phase and measurement, the relation of internationalization and performance is influenced by macro factors such as investment area, investment industry, home country, host country institutional arrangement, and firm factors such as entry mode, international rhythm, R&D investment, product diversification. Hence, choosing appropriate moderators and entering them into the main relation model will probably form an important breakthrough of this study. This paper constructs an eclectic theoretic framework for discovering the internationalization and performance relation mechanism. It will provide important basis and reference for subsequent research.

Key Words International Strategy; Firms Performance; Moderators; Indicators System; Eclectic Theoretical Framework