

# 信息披露制度、利益相关者治理 与公司风险投资 (CVC) 信息披露\*

○ 康永博 王苏生 彭珂

**摘要** 本文以 2010-2015 年独特的“PE+上市公司”CVC 模式为研究对象,考察了信息披露制度的出台对 CVC 信息披露水平的影响。研究表明,从利益相关者治理理论视角发现,企业和风险投资在 CVC 项目层面形成了独特的利益相关者治理机制——CVC 项目治理,CVC 项目治理会对 CVC 信息披露产生显著影响。结合 Frooman 资源依赖矩阵进一步研究发现,内部公司治理对信息披露制度作用的发挥要考虑所处具体的信息披露情境。本文研究对于更好地理解利益相关者治理与内部公司治理的关系具有重要的理论和实践意义。

**关键词** 信息披露制度;公司风险投资(CVC);信息披露;公司治理;利益相关者治理

\*本文受国家自然科学基金青年基金项目(71103050)、深圳市软科学项目(RKX201503240950316)资助

## 引言

公司风险投资(Corporate Venture Capital, CVC)是指非金融企业出于财务和战略动机,对创业企业的股权投资。<sup>[1,2]</sup>目前,CVC 已经成为欧美大企业维持竞争优势、获取新技术的重要战略手段。<sup>[3,4]</sup>根据美国风险投资协会的统计,CVC 投资企业在 1995-2012 年投资了超过 11000 家创业企业,总规模超过 524 亿美元。<sup>[5]</sup>包括思科、英特尔在内的 150 多家世界 500 强企业都设立了各自的 CVC 项目。<sup>[5]</sup>近年来,国内资本市场也兴起了一波公司风险投资浪潮。上市公司开始与风险投资合作,在特定产业领域设立并购基金来执行投资战略。这就是资本市场和监管部门广泛关注的“PE+上市公司”CVC 模式。截至 2015 年已经有超过 400 家上市公司投资设立了并购基金,公告规模超过 1000 亿元。学术界一般将这类并购基金称为公司风险投资项目(CVC

Programs)。<sup>[1,6]</sup>

CVC 信息具有较高的信息含量,会提高投资者对企业未来发展战略、并购重组的预期,<sup>[3]</sup>显著地影响投资者对公司价值的判断。但是根据专有成本假说,<sup>[7,8]</sup>为了避免竞争对手的模仿学习,<sup>[3]</sup>管理者并不愿意过多地公开企业信息。<sup>[9]</sup>这就导致了 CVC 信息披露普遍存在着“信息披露的形式、标准与内容不尽统一,利益链条披露不充分,市场预期不明确,且未来前景伴有重大不确定性和风险”等外部性问题。<sup>①</sup>这些问题不仅在短期内导致投资者间严重的信息不对称,长期来看也不利于中国资本市场的健康发展。在此背景下,监管部门相继出台了信息披露制度,<sup>②</sup>旨在完善企业的 CVC 信息披露行为。由于欧美资本市场的监管机制较为完善,国外学者主要关注自愿性 CVC 信息披露,<sup>[3]</sup>没有对强制性 CVC 信息披露加以研究。CVC 信息披露制度的出台,为强制性 CVC 信息披露的研究提供了难得的契机。

利益相关者理论认为,企业本质上是由各类利益相关者与企业的契约关系构成。<sup>[10]</sup>发展基础除了股东投入的股权资本外,还包括利益相关者付出的各类资源。<sup>[11]</sup>在“PE+上市公司”CVC 模式中,风险投资作为企业利益相关者,通过投入资金、团队和关系网络等资源与企业形成了互补共生的利益关系。<sup>[12]</sup>由于承担了 CVC 项目的部分剩余风险,风险投资会要求企业让渡一部分与 CVC 活动有关的公司治理权利,并分享 CVC 活动有关的剩余索取权。<sup>[13,14]</sup>这就产生了企业和风险投资共同参与公司治理的情形。它的表现形式是在 CVC 项目层面上形成了一种独特的利益相关者治理机制——CVC 项目治理。二者利用这一机制协调管理 CVC 项目,并影响企业与 CVC 活动相关的决策行为。在受到信息披露制度所构成的合法性压力后,企业和风险投资也需要通过

CVC项目治理机制加以响应。那么，CVC项目治理是否会影响信息披露制度作用的发挥？在CVC项目信息披露情境下，内部公司治理是否仍然发挥预期的治理作用？

本文以沪深交易所419家在2010-2015年投资设立CVC项目的上市公司为研究对象，研究发现：第一，从利益相关者治理理论视角，企业和风险投资会在CVC项目层面上利用CVC项目治理机制对CVC信息披露做出决策。而且在CVC项目治理中，上市公司占投资决策委员会<sup>③</sup>的比例越高，上市公司拥有优先收购权和投资否决权越会促进信息披露制度作用的发挥。第二，以环境信息披露和CVC信息披露为例，采用Frooman资源依赖矩阵<sup>[14]</sup>发现，在不同信息披露情境下，企业和利益相关者之间资源依赖关系的差异会影响利益相关者参与企业信息披露决策的介入程度，并进一步对内部公司治理产生抑制效应。第三，在CVC信息披露情境下，内部公司治理并没有影响信息披露制度作用的发挥，与前人的研究结论有所不同。<sup>[15]</sup>

本文有如下研究贡献：第一，丰富和拓展了利益相关者治理的研究。发现在国内新兴的“PE+上市公司”CVC模式中，企业和风险投资在CVC项目层面形成了独特的利益相关者治理机制——CVC项目治理，并进一步结合利益相关者治理理论<sup>[16,17]</sup>检验了其对信息披露制度作用发挥的影响机理；第二，从资源依赖理论角度应用Frooman资源依赖矩阵<sup>[14]</sup>在环境信息披露和CVC信息披露情境下，分析和比较了利益相关者治理和内部公司治理对信息披露制度作用发挥产生的影响。本文研究对于更好地理解利益相关者治理与内部公司治理之间的关系具有重要的理论意义。

## 一、理论分析与研究假设

### 1. CVC项目治理影响信息披露制度作用的理论分析与研究假设

传统公司治理理论认为，股东是公司的最终所有者，是唯一的公司治理主体。<sup>[13]</sup>经营者作为企业经营的受托人，以追求股东价值最大化为目标，认为企业行为都要服从于这个目标。<sup>[11,13]</sup>但是，由于在现实中不存在万能的市场和企业的风险全部由股东承担等前提条件，片面地追求股东价值最大化会损害利益相关者的利益。<sup>[11]</sup>利益相关者理论则认为，企业本质上是由各类利益相关者与企业的契约关系构成。<sup>[10]</sup>企业发展的基础除了股东投入的股权资本，还包括利益相关者付出的各类资源。<sup>[11]</sup>Blair<sup>[18]</sup>认为，在现代企业中股东只承担有限的责任，企业的一部分剩余风险已经转移给了其他利益相关者。如果分享

剩余收益并承担剩余风险的利益相关者被赋予监督权，企业可以实现社会财富的最大化。在认识到传统公司治理理论的不足后，学者提出了利益相关者治理概念。<sup>[10]</sup>李维安等<sup>[13]</sup>将利益相关者治理定义为，根据利益相关者的特性和利益来调整企业和利益相关者之间的关系。王辉<sup>[19]</sup>进一步指出，只有提供了对企业生存发展至关重要的关键性资源的利益相关者，才应该参与企业控制权的配置。

在国内近年新兴的“PE+上市公司”CVC模式中，CVC项目主要包括企业和风险投资两类参与者。风险投资投入资金、团队和关系网络等资源与企业建立契约关系，合作设立CVC项目来执行企业的投资战略。从资源依赖理论<sup>[14]</sup>的角度，风险投资依赖于企业的退出渠道和声誉保证，企业则依赖于风险投资的网络关系和投融资能力。二者对彼此的资源高度依赖，而且对于企业建立竞争优势至关重要。因此，风险投资作为企业的关键利益相关者，形成了互补共生的利益格局。<sup>[12]</sup>

由于承担了CVC项目投资的部分剩余风险，风险投资会要求企业让渡一部分与CVC活动有关的公司治理权力，并分享一定程度和范围的公司控制权和剩余索取权。<sup>[13,14]</sup>由此产生了企业和风险投资共同参与公司治理的情形，其外在表现形式是企业与风险投资在CVC项目层面上形成了一种独特的利益相关者治理机制——CVC项目治理。二者利用CVC项目治理机制共同管理CVC项目，并影响涉及CVC活动的企业决策行为。

在受到监管部门提高CVC信息披露的合法性压力后，企业由于高度依赖于风险投资的资源、且CVC信息涉及风险投资重要的商业机密，无法绕过风险投资仅依靠内部公司治理做出CVC信息披露决策。风险投资会通过CVC项目治理机制参与企业的CVC信息披露决策，直接影响信息披露制度作用的发挥。但是，信息披露制度主要是对企业管理者施加合法性压力，以提高CVC信息披露水平，并没有要求风险投资也强制披露更多的CVC信息。因此在CVC项目治理中，企业为了满足监管部门的合法性要求，会倾向于向市场提供更多CVC信息。但是风险投资出于保护商业机密的目的，会阻碍企业过多地披露CVC信息。另一方面，企业管理者在披露CVC信息前，需要风险投资的配合提供CVC项目资料。这就导致了二者在CVC项目治理中对于CVC信息披露的决策形成了彼此牵制、相互制约的博弈格局。因此，有必要从CVC项目治理的角度考察CVC项目治理的不同因素对信息披露制度作用的发挥产生的影响。本文选取四个维度的CVC项目治理指标，分别是上市

公司占投委会比例、优先收购权、投资否决权、上市公司是否担任普通合伙人。

(1) 上市公司占投委会的比例。投委会是 CVC 项目投资的最高决策机构,负责制定 CVC 的投资计划、投资策略和资产配置,也需要针对具体的创业企业投资项目做出最终投资决策。一般来说,投委会由风险投资和企业指派的人员组成。<sup>[20]</sup>类似于企业董事会的运作模式,企业在投委会中所占的比例越高,意味着企业在 CVC 项目治理中所拥有的投票权和话语权越大,对 CVC 信息披露决策的影响力也越大,风险投资对于 CVC 信息披露的抵制相应也越小。在受到外部信息披露制度的合法性压力后,<sup>[16,17]</sup> 企业管理者更容易说服风险投资提供更多的 CVC 信息,满足监管部门的监管要求,促进信息披露制度作用的发挥。因此,本文提出如下假设:

H1a: 上市公司占投委会比例的增加有利于信息披露制度作用的发挥

(2) 上市公司优先收购权。与独立风险投资不同的是,CVC 项目均有上市公司的参与。<sup>[21]</sup> 在 CVC 项目中,为了保证上市公司优先选择合适的创业企业,部分风险投资会授予上市公司优先收购已投资创业企业的权利。上市公司被授予优先收购权,说明 CVC 项目将上市公司收购创业企业视为重要的投资退出渠道。也就是说,企业在 CVC 项目治理中拥有更大的影响力和话语权。信息披露制度出台后,拥有优先收购权的企业可以借此减轻来自风险投资等利益相关方的信息披露阻力。为了未来借助上市公司的退出通道,风险投资也更愿意配合企业管理者的要求,向企业提供更充分的 CVC 项目信息。这满足了监管部门的合法性压力要求,<sup>[16,17]</sup> 有利于信息披露制度作用的发挥。因此,本文提出如下假设:

H1b: 上市公司被授予优先收购权有利于信息披露制度作用的发挥

(3) 上市公司投资否决权。投资否决权是指在 CVC 项目投资创业企业的决策过程中,部分风险投资会授予上市公司否决 CVC 项目拟投资创业企业的权利。与不拥有投资否决权相比,拥有投资否决权的企业在 CVC 项目治理中获得更大的影响力和话语权,减轻了风险投资降低 CVC 信息披露水平的压力。在受到外部信息披露制度的合法性压力后,<sup>[16,17]</sup> 企业管理者更容易说服风险投资提供更多的 CVC 信息,提高 CVC 信息披露水平,越有利于信息披露制度作用的发挥。因此,本文提出如下假设:

H1c: 上市公司被授予投资否决权有利于信息披露制度作用的发挥

(4) 上市公司是否担任普通合伙人。目前,“PE+上市公司”模式的 CVC 项目主要采用有限合伙的组织形式。如果上市公司或其子公司担任 CVC 项目的普通合伙人,在 CVC 项目治理中企业需要承担更多的管理责任和投资风险。<sup>[22,23]</sup> 在受到监管部门的合法性压力后,<sup>[16,17]</sup> 由于存在着更大的管理责任和投资风险,企业管理者出于勤勉尽责的需要,希望更清楚地向投资者说明 CVC 项目的运营和投资情况。另一方面,企业作为 CVC 项目的普通合伙人,在 CVC 项目治理中拥有更大的管理权限和影响力。相对于仅担任有限合伙人相比,企业管理者可以更容易获得 CVC 项目信息。这都有利于信息披露制度作用的发挥。因此,本文提出如下假设:

H1d: 上市公司担任普通合伙人有利于信息披露制度作用的发挥

### 2. 内部公司治理影响信息披露制度作用的理论分析与研究假设

传统观点认为,公司治理能够对管理者实现有效的激励和约束,降低其对信息披露操纵的可能性。<sup>[8]</sup> 毕茜等<sup>[15]</sup> 以环境信息披露为研究对象,发现公司治理会促进信息披露制度作用的发挥。但现有研究没有考虑利益相关者治理机制对内部公司治理的抑制效应。不同类型信息披露所涉及的利益相关者不尽相同。以环境信息披露和 CVC 信息披露为例,在监管部门作为利益相关者出台信息披露制度后,环境信息披露涉及的利益相关者主要是媒体和环保组织等,而 CVC 信息披露涉及的利益相关者主要是风险投资。

基于资源依赖理论,不同的信息披露情境下,利益相关者与企业之间的资源依赖关系存在明显的差异。在环境信息披露的情境下,企业并不直接依赖于环保组织的资源,企业所受到的更多是非正式的、间接的外部压力。环保组织更多依赖于企业对于环境保护的支持和配合。而在 CVC 信息披露的情境下,风险投资依赖于投资企业的退出渠道和声誉保证,投资企业则依赖于风险投资的网络关系和投资估值能力。所投入的资源对于 CVC 项目运营的成功都起着至关重要的作用。二者对彼此的资源相互依赖,风险投资作为企业的利益相关者,形成了互补共生的利益格局。<sup>[12]</sup>

根据 Frooman 的资源依赖类型矩阵,<sup>[14]</sup> 在环境信息披露的情境下,企业和利益相关者之间资源依赖关系是利益相关者依赖企业(Firm Power)。这种资源依赖关系会弱化利益相关者对企业的影响。企业更多透过公司内部治理机制实现影响信息披露制度作用。而在 CVC 信息披露的情境下,企业和利益相关者之间资源依赖关



系是高度相互依赖 (High Interdependence)。由于二者资源高度相互依赖, 企业会让渡一部分与 CVC 活动有关的公司治理权利, 在 CVC 项目层面上形成了利益相关者治理机制——CVC 项目治理。CVC 项目治理在对 CVC 信息披露的治理上会显现出抑制效应, 内部公司治理可能不能发挥预期作用。因此, 本文选取上市公司独董占比、两职合一、国有控股特征和监事会规模四个内部公司治理指标, 在 CVC 信息披露的情境下, 考察内部公司治理对信息披露制度作用发挥的影响。因此, 本文提出如下假设:

H2: 内部公司治理不会对信息披露制度作用的发挥产生影响

H2a: 上市公司的两职合一不会对信息披露制度作用的发挥产生影响

H2b: 上市公司的国有控股特征不会对信息披露制度作用的发挥产生影响

H2c: 上市公司监事会规模不会对信息披露制度作用的发挥产生影响

H2d: 上市公司独立董事占比不会对信息披露制度作用的发挥产生影响

## 二、研究设计

### 1. 样本选择与数据来源

本文以 2010-2015 年在上海和深圳证券交易所发布 CVC 信息披露的 A 股上市公司为研究样本, 构建了混合截面数据共计 419 个样本。本文在选取样本时剔除了以下样本: (1) 银行、证券等金融类上市公司; (2) 缺少财务数据的上市公司; (3) 在研究期间公布重大资产重组、非公开发行、年度报告等事项的上市公司。本文通过建立 CVC 信息披露指标体系, 手工打分计算出 CVC 信息披露水平。CVC 信息披露公告通过收集上海和深圳证券交易所投资设立 CVC 项目的上市公司公告获得。本文的其他数据来自 Wind 和 Choice 金融数据库。

### 2. 研究变量

#### (1) 公司风险投资信息披露水平

本文采用内容分析法<sup>[15,24,25]</sup>计算 CVC 信息披露指数 (BFID)。该方法是对公司已公开的各类报告进行分析来确定每一个特定项目的分值, 而后得出总的评价。指数的具体计算方法如下: 在研究非财务信息披露的过程中, 很多学者在监管部门或权威机构发布的信息披露文件中所包含的指标基础上, 构建相应的信息披露水平指数。<sup>[24,26,27]</sup>2015 年, 上海和深圳证券交易所分别发布了《信息披露业务备忘录——上市公司与专业投资机构

表1 公司风险投资信息披露指标表

序号	指标大类	细分指标	指标说明
1	专业投资机构基本情况	机构名称	深交所指标
		成立时间	上交所和深交所共有的指标
		注册地址	深交所指标
		公司主要人员	上交所指标, 主要包括法人代表、控股股东、实际控制人、管理人员
		主要投资领域	上交所和深交所共有的指标
		近一年经营情况	上交所指标
2	关联关系或其他利益关系说明	协会备案登记	上交所指标, 是否在基金业协会备案登记
		与上市公司存在关联关系	上交所和深交所共有的指标, 专业投资机构是否与上市公司存在关联关系或利益安排
		与上市公司关联方存在关联关系	深交所指标, 上市公司关联方包括控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等
		与投资人存在一致行动关系	上交所和深交所共有的指标, 是否与其他参与设立投资基金的投资人存在一致行动关系
3	投资基金的基本情况	持有上市公司股份	上交所和深交所共有的指标, 是否以直接或间接形式持有上市公司股份 (如有, 应当披露股份数量、持股比例、持股目的、未来12个月内是否有增持或减持计划)
		基金名称	深交所指标
		基金规模	上交所和深交所共有的指标
		组织形式	深交所指标
		出资进度	上交所和深交所共有的指标
		存续期限	深交所指标
		投资人及投资比例	上交所和深交所共有的指标
4	投资基金的管理模式	资金来源	上交所指标
		会计核算方式	深交所指标
		管理和决策机制	上交所和深交所共有的指标
		投资人的权利和义务	上交所和深交所共有的指标, 各投资人的合作地位和主要权利义务
5	投资基金的投资模式	管理费	上交所指标
		收益分配机制	上交所和深交所共有的指标
		一票否决权	深交所指标, 上市公司对基金拟投资标的的是一票否决权
		投资基金的投资领域	上交所和深交所共有的指标
		投资项目和计划	上交所指标
6	风险揭示	盈利模式	上交所指标
		投资后的退出机制	上交所和深交所共有的指标
		上市公司关联方是否参与投资基金	深交所指标, 上市公司控股股东、实际控制人、持股5%以上的股东、董事、监事、高级管理人员是否参与投资基金份额认购、是否在投资基金中任职、是否存在, 如有, 应当说明认购份额、认购比例、任职情况、主要权利义务安排等
		与主营业务是否存在协调关系	上交所和深交所共有的指标, 投资领域与上市公司主营业务是否存在协调关系
		上市公司承担的投资风险敞口规模	上交所和深交所共有的指标
		实施投资项目存在的不确定性因素	上交所和深交所共有的指标
		优先购买权	深交所指标, 合作投资事项是否可能导致同业竞争或关联交易。如是, 应当说明是否已做出相应安排 (如投资基金在收购与上市公司主营业务相同或相近的资产之后, 上市公司具有优先购买权等)

合作投资》和《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引》, 提供了难得和可靠的信息披露水平计算指标。本文根据文件中的要求, 基于“合并相似指标、兼容差异指标”的原则, 得到 6 个大类指标、共计 33 个细分指标。CVC 信息披露指标定义如表 1 所示, 分数采用模糊综合评价法, 计算如下: 对于可以定量披露的指标, 如果企业定量披露该细分指标, 计 3 分; 如果企业定性披露该细分指标, 计 1 分; 未披露该细分指标, 计 0 分; 对于只能定性披露的指标, 如果企业详细披露

该细分指标，计3分；如果企业简要披露该细分指标，计1分；未披露该细分指标，计0分。

(2) 信息披露制度 (TIMEZC)。为虚拟变量，在信息披露制度<sup>②</sup>出台后上市公司披露了设立CVC项目的公告，变量取值为1；在信息披露制度出台前上市公司披露了设立CVC项目的公告，变量取值为0。

(3) 内部公司治理层面的解释变量。借鉴毕茜等<sup>[15]</sup>对于公司治理变量的设计，本文引入了两职合一 (LZHY)、控股股东性质 (CSP)、监事会规模 (JSH) 和独立董事占比 (IDP) 四个解释变量。两职合一 (LZHY)，为虚拟变量，若董事长和总经理两职合一为1，两职分离为0。控股股东性质 (CSP)，为虚拟变量，若国有控股为1，非国有控股为0。监事会规模 (JSH)，即监事会总人数。独立董事占比 (IDP)，即独立董事人数占董事会人数的比例。

(4) CVC项目治理层面的解释变量。CVC项目治理层面本文引入了上市公司占投委会比例 (TWH)、优先收购权 (YXQDUM)、投资否决权 (FJQDUM)、上市公司是否为普通合伙人 (GPDUM)。上市公司占投委会比例 (TWH)，上市公司指派的人员占CVC项目投资决策委员会总人数的比例。优先收购权 (YXQDUM)，虚拟变量，并购基金授予上市公司优先收购投资标的权利。投资否决权 (FJQDUM)，虚拟变量，并购基金授予上市公司否决拟投资创业企业的权利。上市公司是否为普通合伙人 (GPDUM)，为虚拟变量，上市公司为普通合伙人为1，否则为0。

(5) 控制变量。借鉴 Dushnitsky 等<sup>[28]</sup>的变量设计，本文控制了公司规模 (ASSET)、盈利能力 (ROA)、财务杠杆 (LEV)、运营能力 (SALES)、资本支出 (CAPITAL) 和研发支出 (RD)。公司规模 (ASSET) 采用公司总资产的对数来衡量，公司总资产数据选取在公司风险投资信息披露公告日所在年份前一年年报所对应的公司总资产的对数来衡量。盈利能力 (ROA) 采用总资产收益率来测度，总资产收益率的时间节点为公告日所在年份前一年年报所对应的总资产收益率。财务杠杆 (LEV) 根据公司信息披露公告日所在年份前一年的资产负债率来衡量。运营能力 (SALES) 根据公司信息披露公告日所在年份前一年的营业收入增长率来衡量。资本支出 (CAPITAL) 根据公司信息披露公告日所在年份前一年的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金的对数来衡量。研发支出 (RD) 根据公司信息披露公告日所在年份前一年的研发支出的对数来衡量。

### 3. 回归模型

为了检验CVC项目治理和内部公司治理对信息披露制度作用的影响，借鉴毕茜等<sup>[15]</sup>的做法，模型设定如下：

$$BFID = c + \beta_1 TIMEZC + \beta_2 TIMEZC \times X + \gamma CONTROL + \varepsilon \quad (1)$$

其中，BFID代表CVC信息披露水平指数，CONTROL表示前文所述的控制变量。因变量BFID是计数的非负变量，不满足普通最小二乘法估计所假定的“同方差、标准残差”条件，因此本文未采用普通最小二乘法进行计量估计，考虑采用泊松回归或负二项回归。但由于本文因变量的均值小于方差，存在过度离散问题，负二项回归是更合适的回归模型。类似的研究<sup>[29-31]</sup>也采用该种研究方法，因此本文基于负二项回归模型进行计量估计。X分别为内部公司治理层面的控股股东性质 (CSP)、独立董事占比 (IDP)、两职合一 (LZHY)、监事会规模 (JSH) 变量和CVC项目治理层面的上市公司占投委会比例 (TWH)、优先收购权 (YXQDUM)、投资否决权 (FJQDUM)、上市公司是否为普通合伙人 (GPDUM) 变量。

## 三、实证检验与结果分析

### 1. 描述性统计

表2为研究变量的描述性统计。企业CVC信息披露的平均水平为53.776，最高水平为88.000，最低水平为13.000。与满分99分相比，CVC信息披露总体水平一般且表现出一定的差异性。变量TOBIN的均值为5.179，标准差为4.205，最大值为29.449，最小值为0.895。内部公司治理、CVC项目治理和公司特征等变量也均表现出一定的差异性。

表2 描述性统计

	均值	最小值	最大值	标准差	样本数
BFID	53.776	13.000	88.000	13.653	419
TOBIN	5.179	0.895	29.449	4.205	419
TIMEZC	0.391	0.000	1.000	0.489	419
LZHY	0.384	0.000	1.000	0.487	419
CSP	0.126	0.000	1.000	0.333	419
JSH	3.050	1.000	7.000	0.839	419
IDP	0.379	0.222	0.667	0.060	419
TWH	0.165	0.000	0.750	0.205	419
YXQDUM	0.461	0.000	1.000	0.499	419
FJQDUM	0.339	0.000	1.000	0.474	419
GPDUM	0.253	0.000	1.000	0.435	419
ROA	3.668	-45.733	24.186	5.021	419
ASSET	20.109	-1.812	25.555	5.748	419
SALES	26.168	-49.808	619.496	60.443	419
LEV	37.410	0.930	90.830	19.451	419
CAPITAL	9.613	0.000	11.946	1.036	419
RD	7.453	4.991	9.487	0.507	419

表3为研究变量的相关性分析。从表3可以看出，被解释变量BFID和TOBIN与主要解释变量之间存在

较为显著的相关关系。各解释变量之间的相关系数则均小于 0.3, 说明各解释变量之间相关关系较弱, 不存在严重的多重共线性问题。

表3 模型中变量的 Pearson 相关性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
BFID	1.000										
TOBIN	0.089*	1.000									
JSH	0.005	-0.021	1.000								
IDP	-0.057	0.035	0.003	1.000							
TWH	0.283***	0.045	-0.063	-0.004	1.000						
ROA	0.070	0.081*	-0.079	-0.062	-0.022	1.000					
ASSET	0.244***	0.058	0.075	-0.011	0.013	-0.001	1.000				
SALES	0.020	0.059	-0.002	-0.141***	0.095*	0.109**	0.026	1.000			
LEV	-0.029	-0.065	0.204***	-0.046	0.052	-0.188***	0.062	0.109**	1.000		
CAPITAL	-0.041	0.026	0.014	0.025	-0.085*	-0.022	0.076	-0.077	0.223***	1.000	
RD	-0.003	0.027	0.053	0.092*	-0.070	0.067	-0.020	0.042	0.158***	0.288***	1.000

注: \*\*\*表示显著性水平为 1%, \*\*表示显著性水平为 5%, \*表示显著性水平为 10%

## 2. CVC 项目治理对信息披露制度作用的发挥的影响

表 4 中模型 A1-A4 考察了 CVC 项目治理对信息披露制度作用的发挥的影响, 是针对假设 H1 的回归分析结果。其中, 模型 A1 考察了上市公司在 CVC 项目中投委会所占比例对信息披露制度作用的发挥的影响。TIMEZC 和 TIMEZC×TWH 均在 1% 的水平上显著为正, 假设 H1a 得到检验, 表明企业在投委会的影响力越大, 越有助于信息披露制度作用的发挥。也就是说企业在 CVC 项目治理中的影响力有助于其在 CVC 项目治理中争取更多地披露 CVC 信息。模型 A2 考察了企业在 CVC 项目治理中拥有优先收购权对信息披露制度作用发挥的影响。TIMEZC 和 TIMEZC×YXQDUM 均在 1% 的水平上显著为正, 假设 H1b 得到检验。这表明与不拥有优先收购权的企业相比, 拥有优先收购权的企业在 CVC 项目治理中具有更强的影响力, 能促进信息披露制度作用的发挥。模型 A3 考察了企业在 CVC 项目治理中拥有投资否决权对信息披露制度作用发挥的影响。TIMEZC 和 TIMEZC×YXQDUM 均在 1% 的水平上显著为正, 假设 H1c 得到检验。这表明与不拥有投资否决权的企业相比, 拥有投资否决权的企业对信息披露制度发挥的作用更大。具有投资否决权的企业在 CVC 项目治理中具有更强的影响力, 会促进信息披露制度作用的发挥。模型 A4 考察了上市公司担任 CVC 项目的普通合伙人对信息披露制度作用发挥的影响。TIMEZC 在 1% 的水平上显著为正, TIMEZC×GPDUM 不显著, 假设 H1d 未通过检验。这说明上市公司担任普通合伙人对信息披露制度作用的发挥没有显著差异, 可能是由于尽管上市公司担任普通合伙人, 但并不从事 CVC 项目的运营管理, 不能减轻风险投资降低 CVC 信息披露的压力。因此, 上市公司担任普通合伙人对信息披露制度作用的发挥影响不显著。综上所述, 上市公司占投委会的比例、是否具有

优先收购权和是否具有投资否决权都对信息披露制度作用的发挥具有显著影响。

企业与风险投资在 CVC 项目层面上形成了一种独特的利益相关者治理机制——CVC 项目治理。二者利用 CVC 项目治理机制共同管理 CVC 项目。在信息披露制度出台前, 企业仅需要以最低限度的信息披露基本要求披露相关的 CVC 信息。而且风险投资出于保持信息优势地位的动机, 也没有意愿过多地披露 CVC 信息。在 CVC 项目治理中, 风险投资和企业都没有动机过多地披露 CVC 信息, 这就造成了投资者间存在一定程度的 CVC 信息不对称。在受到信息披露制度所构成的合法性压力后, 企业和风险投资也需要通过 CVC 项目治理机制加以响应。为了满足监管部门的合法性要求, 企业会倾向于向市场提供更多 CVC 信息。但是风险投资出于保护商业机密的目的, 会阻碍企业过多地披露 CVC 信息。

表4 CVC项目治理对信息披露制度作用发挥的影响

变量	模型A1 BFID	模型A2 BFID	模型A3 BFID	模型A4 BFID
C	3.763*** (0.388)	3.668*** (0.388)	3.773*** (0.386)	3.785*** (0.396)
TIMEZC	0.108*** (0.033)	0.104*** (0.033)	0.097*** (0.033)	0.149*** (0.032)
TIMEZC×TWH	0.277*** (0.082)			
TIMEZC×YXQDUM		0.107*** (0.030)		
TIMEZC×FJQDUM			0.150*** (0.036)	
TIMEZC×GPDUM				0.021 (0.041)
ROA	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)
ASSET	-0.003 (0.013)	0.001 (0.013)	-0.003 (0.013)	-0.005 (0.014)
SALES	0.002 (0.019)	0.007 (0.019)	0.099 (1.908)	0.006 (0.020)
LEV	-0.050 (0.075)	-0.038 (0.074)	-0.025 (0.074)	-0.038 (0.076)
CAPITAL	0.021 (0.024)	0.023 (0.024)	0.017 (0.024)	0.019 (0.024)
RD	-0.044* (0.015)	-0.047* (0.015)	-0.045* (0.015)	-0.044* (0.016)
YEAR	控制	控制	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
LR检验	678.948***	680.576***	684.463***	668.004***
Log Likelihood	-1629.786	-1628.972	-1627.028	-1635.258
观测值	419	419	419	419
数据类型	混合截面	混合截面	混合截面	混合截面
研究方法	负二项回归	负二项回归	负二项回归	负二项回归

注: 括号内数值为回归系数的标准差; \*\*\*表示显著性水平为 1%, \*\*表示显著性水平为 5%, \*表示显著性水平为 10%

上市公司在投委会所占的比例越大, 在 CVC 项目治理中所拥有的话语权和影响力越大, 受到风险投资降低 CVC 信息披露的压力越小。企业管理者越容易说服风险投资提供更多的 CVC 信息, 满足监管部门的 CVC 信息披露要求, 越有利于信息披露制度作用的发挥。上市



公司拥有优先收购权，能够制约风险投资对于 CVC 信息披露的阻碍压力。为了借助上市公司的退出通道，在 CVC 项目治理中风险投资更愿意配合企业管理者的要求，向企业提供更充分的 CVC 项目信息，有利于信息披露制度作用的发挥。上市公司拥有投资否决权，CVC 项目所有拟投资的创业企业都需要征得企业的同意。这会降低风险投资在 CVC 项目中对企业 CVC 信息披露的影响力。企业管理者越容易说服风险投资提供更多的 CVC 信息，满足监管部门的信息披露要求，越有利于信息披露制度作用的发挥。

### 3. 内部公司治理对信息披露制度作用发挥的影响

表 5 中模型 B1-B4 考察了内部公司治理对信息披露制度作用发挥的影响，是针对假设 H2 的回归分析结果。其中，模型 B1 考察了董事长和总经理两职合一对信息披露制度作用发挥的影响。在模型 B4 中，TIMEZC 均在 1% 的水平上显著为正，TIMEZC×LZHY 在 10% 的水平上显著为负。这表明上市公司董事长和总经理两职合一不利于信息披露制度作用的发挥，假设 H2a 没有得到检验。模型 B2 考察了控股股东性质对信息披露制度作用发挥的影响。TIMEZC 在 1% 的水平上显著为正，但是 TIMEZC×CSP 对信息披露水平的影响不显著，假设 H2b 通过检验。这说明控股股东性质不会影响信息披露制度作用的发挥。模型 B3 考察了监事会规模对信息披露制度作用发挥的影响。TIMEZC 在 5% 的水平上显著为正，但是 TIMEZC×JSH 对信息披露水平的影响不显著，假设 H2c 通过检验。这说明监事会规模不会影响信息披露制度作用的发挥。模型 B4 考察了独立董事的比例对信息披露制度作用发挥的影响。TIMEZC 在 1% 的水平上显著为正，但是 TIMEZC×DDZB 对信息披露水平的影响不显著，假设 H2d 通过检验。这说明独立董事的比例不会对信息披露制度作用发挥造成影响。综上所述，在假设 H2 中，除了假设 H2a 外其余假设均通过检验，假设 H2a 也仅在 10% 的水平上显著，因此企业的公司内部治理没有对 CVC 信息披露制度作用的发挥产生影响。这与在环境信息披露情境下，内部公司治理有利于促进信息披露制度作用发挥的传统观点相悖。<sup>[8,15]</sup>

由于不同的信息披露情境下，利益相关者与企业之间的资源依赖关系存在明显的差异。根据 Frooman 的资源依赖类型矩阵，<sup>[14]</sup> 在环境信息披露的情境下，企业和利益相关者之间资源依赖关系是利益相关者依赖企业 (Firm Power)。这种资源依赖关系会弱化利益相关者对企业的影响，企业更多通过公司内部治理机制实现对信息披露制度作用发挥的影响。而在 CVC 信息披露的

情境下，企业和利益相关者之间资源依赖关系是高度相互依赖 (High Interdependence)。由于二者资源高度相互依赖，企业会让渡一部分与 CVC 活动有关的公司治理权利，在 CVC 项目层面上形成了利益相关者治理机制——CVC 项目治理。CVC 项目治理在对 CVC 信息披露的治理上会显现出抑制效应，内部公司治理可能不能够发挥预期作用。

表5 内部公司治理对信息披露制度作用发挥的影响

变量	模型B1 BFID	模型B2 BFID	模型B3 BFID	模型B4 BFID
C	3.908*** (0.375)	3.870*** (0.379)	3.899*** (0.376)	3.904*** (0.380)
TIMEZC	0.213*** (0.046)	0.158*** (0.031)	0.178** (0.071)	0.154*** (0.031)
TIMEZC×LZHY	-0.087* (0.050)			
TIMEZC×CSP		-0.034 (0.053)		
TIMEZC×JSH			-0.008 (0.022)	
TIMEZC×IDP				-0.016 (0.195)
ROA	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)
ASSET	-0.009 (0.013)	-0.008 (0.013)	-0.009 (0.013)	-0.008 (0.013)
SALES	0.006 (0.020)	0.006 (0.020)	0.006 (0.020)	0.005 (0.020)
LEV	-0.030 (0.075)	-0.032 (0.076)	-0.033 (0.076)	-0.034 (0.076)
CAPITAL	0.021 (0.024)	0.022 (0.025)	0.021 (0.025)	0.021 (0.025)
RD	-0.046* (0.016)	-0.044* (0.016)	-0.045* (0.016)	-0.045* (0.016)
YEAR	控制	控制	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
LR检验	665.076***	662.420***	662.161***	662.024***
Log Likelihood	-1636.722	-1638.050	-1638.180	-1638.248
观测值	419	419	419	419
数据类型	混合截面	混合截面	混合截面	混合截面
研究方法	负二项回归	负二项回归	负二项回归	负二项回归

注：括号内数值为回归系数的标准差；\*\*\*表示显著性水平为 1%，\*\*表示显著性水平为 5%，\*表示显著性水平为 10%

## 四、稳健性检验

为了检验本文研究结果的稳健性，做了如下工作：(1) 本文采用上文 A 组平衡面板数据检验了内部公司治理和 CVC 项目治理，发现在内部公司治理层面，两职合一在 5% 的水平上显著，显著性有所提升，其他变量仍然不显著。在 CVC 项目治理层面，投委会占比在 5% 的水平上显著，显著性有所下降。是否担任普通合伙人在 5% 的水平上显著，显著性提升，其他变量显著性不变；(2) 在研究内部公司治理和 CVC 项目治理模型中，本文分别加入内部公司治理变量和 CVC 项目治理变量 (即 X) 的主效应。在加入变量的主效应后，两职合一的影响不显著，投委会占比和优先收购权的显著性下降为 5%，其他调节变量的显著性不变；(3) 在研究

内部公司治理和 CVC 项目治理模型中, 本文采用泊松回归进一步检验回归结果的稳健性。发现在内部公司治理层面两职合一不显著, 显著性有所下降。在 CVC 项目治理层面, 变量显著性不变; (4) 在所有模型中对公司层面进行 Cluster 聚类控制异方差后, 信息披露制度对 CVC 信息披露水平在 1% 的水平上显著。投委会占比的显著性下降为 5%, 其他调节变量的显著性不变。

## 五、研究结论与讨论

本文首次以强制 CVC 信息披露为研究对象, 讨论信息披露制度的出台对 CVC 信息披露水平的影响, 这弥补了国内外在此领域的研究空白, 为监管部门信息披露制度的出台提供宝贵的经验证据。根据研究结论, 本文提出如下建议: 一是不断完善 CVC 信息披露制度。目前针对 CVC 项目设立阶段的信息披露指引较为完善且取得了良好的效果。但是随着 CVC 项目投资创业企业的增多, 针对后续 CVC 项目投资创业企业的信息披露指引还有待进一步完善。由于目前越来越多的企业设立 CVC 项目, 有必要进一步引导企业完善 CVC 项目治理。二是加强信息披露制度的持续监管力度。虽然信息披露制度的出台提高了 CVC 信息披露水平。但是市场总体的信息披露水平仍然不高, 下一步需要加强信息披露的持续监管力度, 采用问询函等沟通方式督促信息披露水平较低的企业提高信息披露水平, 减少与投资者间的信息不对称; 采取分类披露的方式, 划分强制性披露和自愿性披露的内容; 针对影响企业股价较大的信息内容, 加强监管和督导提高强制性信息披露的水平。三是进一步完善 CVC 项目治理和信息披露。鉴于针对 CVC 信息披露制度作用的发挥, 外部治理机制 CVC 项目治理强于内部治理机制公司治理。未来在监管 CVC 项目及后续投资并购过程中, 需要考虑将风险投资等利益相关者纳入政策监管框架, 进一步减少信息不对称, 保护中小投资者利益。

## 参考文献

- [1] Narayanan, V. K., Yang, Y., Zahra, S. A.. Corporate Venturing and Value Creation: A Review and Proposed Framework. *Research Policy*, 2009, 38(1): 58-76.
- [2] Allen, S. A., Hevert, K. T.. Venture Capital Investing by Information Technology Companies: Did it Pay? *Journal of Business Venturing*, 2007, 22(2): 262-282.
- [3] Mohamed, A., Schwienbacher, A.. Voluntary Disclosure of Corporate Venture Capital Investments. *Journal of Banking & Finance*, 2016, 68(7): 69-83.
- [4] Gaba, V., Dokko, G.. Learning to Let Go: Social Influence, Learning, and the Abandonment of Corporate Venture Capital Practices. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(8): 1558-1577.
- [5] Yang, Y., Narayanan, V. K., De Carolis, D. M.. The Relationship between Portfolio Diversification and Firm Value: The Evidence from Corporate Venture Capital Activity. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(13): 1993-2011.
- [6] Asel, P., Park, H. D., Velamuri, S. R.. Creating Values through Corporate Venture Capital Programs: The Choice between Internal and External Fund Structures. *Journal of Private Equity*, 2015, 19(1): 63-72.
- [7] Ellis, J. A., Fee, C. E., Thomas, S. E.. Proprietary Costs and the Disclosure of Information about Customers. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(3): 685-727.
- [8] 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量. *管理世界*, 2010(1):133-141.
- [9] Tucker, J. W., Zhang, X.. Corporate Disclosure and Research Opportunities in China. *China Journal of Accounting Studies*, 2016, 4(1): 1-14.
- [10] Freeman, R. E., Evan, W. M.. Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation. *Journal of Behavioral Economics*, 1990, 19(4): 337-359.
- [11] 张兆国, 梁志钢, 尹开国. 利益相关者视角下企业社会责任问题研究. *中国软科学*, 2012, (2): 139-146.
- [12] 李维安, 邱艾超, 牛建波. 公司治理研究的新进展: 国际趋势与中国模式. *南开管理评论*, 2010, 13(6): 13-24.
- [13] 李维安, 王世权. 利益相关者治理理论研究脉络及其进展探析. *外国经济与管理*, 2007, (4): 10-17.
- [14] Frooman, J.. Stakeholder Influence Strategies. *Academy of Management Review*, 1999, 24(2): 191-205.
- [15] 毕茜, 彭珏, 左永彦. 环境信息披露制度、公司治理和环境信息披露. *会计研究*, 2012, (7): 39-47.
- [16] Meng, X. H., Zeng, S. X., Tam, C. M.. From Voluntarism to Regulation: A Study on Ownership, Economic Performance and Corporate Environmental Information Disclosure in China. *Journal of Business Ethics*, 2013, 116(1): 217-232.
- [17] Suchman, M. C.. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 1995, 20(3): 571-610.
- [18] Blair, M. M.. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century. Washington DC: Brookings Institution Press, 1995.
- [19] 王辉. 企业利益相关者治理研究——从资本结构到资源结构. 北京: 高等教育出版社, 2005.
- [20] Sahlman, W. A.. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 473-521.
- [21] Fulghieri, P., Sevilir, M.. Organization and Financing of Innovation, and the Choice between Corporate and Independent Venture Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(6): 1291-1321.
- [22] Gompers, P. A.. Grandstanding in the Venture Capital Industry.



- Journal of Financial Economics, 1996, 42(1): 133-156.
- [23] Sahlman, W.. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 473-521.
- [24] 郑军. 上市公司价值信息披露的经济后果研究. *中国软科学*, 2012, (11): 100-110.
- [25] Cho, C. H., Patten, D. M.. The Role of Environmental Disclosures as Tools of Legitimacy A Research Note. *Accounting, Organizations and Society*, 2007, 32(7-8): 639-647.
- [26] 余海宗, 丁璐. 内部控制信息披露、市场评价与盈余信息含量. *审计研究*, 2013, (5): 87-95.
- [27] 何玉, 唐清亮, 王开田. 碳信息披露、碳业绩与资本成本. *会计研究*, 2014, (1): 79-86.
- [28] Dushnitsky, G., Lenox, M. J.. When Does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value? *Journal of Business Venturing*, 2006, 21(6): 753-772.
- [29] Wadhwa, A., Kotha, S.. Knowledge Creation through External Venturing: Evidence from the Telecommunications Equipment, Manufacturing Industry. *Academy of Management Journal*, 2006, 49(4): 819-835.
- [30] Dushnitsky, G., Lenox, M. J.. When Do Incumbents Learn from Entrepreneurial Ventures? *Corporate Venture Capital and Investing Firm Innovation Rates*. *Research Policy*, 2005, 34(5): 615-639.
- [31] 万坤扬, 陆文聪. 创业企业知识异质性与公司投资者知识创造. *科研管理*, 2016, 37(2): 9-19.

## 注释

- ① 中国证监会 2015 年 3 月 6 日答记者问。
- ② 上海证券交易所 2015 年 9 月 11 日出台了《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引》。深圳证券交易所在 2015 年 9 月 14 日出台了《主板信息披露业务备忘录第 8 号——上市公司与专业投资机构合作投资》、《中小企业板信息披露业务备忘录第 12 号：上市公司与专业投资机构合作投资》和《创业板信息披露业务备忘录第 21 号：上市公司与专业投资机构合作投资》。
- ③ 投资决策委员会，以下简称“投委会”。

**作者简介** 康永博，哈尔滨工业大学深圳研究生院博士研究生，研究方向为公司风险投资；王苏生，哈尔滨工业大学深圳研究生院教授、博士生导师、博士，研究方向为投资管理；彭珂，哈尔滨工业大学深圳研究生院副教授、硕士生导师、博士，研究方向为投资管理

## Information Disclosure System, Stakeholder Governance and Corporate Venture Capital Information

Kang Yongbo<sup>1</sup>, Wang Susheng<sup>1</sup>, Peng Ke<sup>1</sup>

Shenzhen Graduate School, Harbin Institute of Technology

**Abstract** In recent years, a wave of corporate venture capital has emerged in China's capital market. Listed companies begin to cooperate with venture capital to set up buyout funds in specific industries to implement their investment strategy. This is the "PE+ listed

company" CVC mode which is widely concerned by the capital market and regulatory authorities. As of 2015, more than 400 listed companies have set up buyout funds. The announced fund size is more than 100 billion yuan. This kind of buyout fund is generally referred to as CVC Programs by scholars. CVC information has high information content. It will improve the investor's expectation of companies' future development strategy, and significantly affect the judgment of investors on the value of the listed company. In 2015, regulatory authorities introduce the corporate venture capital information disclosure system to improve listed companies' CVC information disclosure behavior. Foreign scholars mainly focus on voluntary CVC information disclosure, and don't follow mandatory CVC information disclosure. This paper examines the impact of information disclosure system on CVC information disclosure, by using the data of "PE+ listed company" CVC mode from 2010 to 2015. The results show that from the view of stakeholder governance theory, listed company and venture capital will form a special stakeholder governance mechanism-CVC program governance. The CVC program governance will promote the function of CVC information disclosure system. Specifically, the higher the proportion of Listed Companies in the investment decision-making committee, granted prior purchase right and granted investment veto will promote the function of information disclosure system. We further found that based on Frooman resource dependence matrix, the impact of corporate governance on function of CVC information disclosure system depends on the information disclosure environment. The different resource dependence relationship will impact the listed company information disclosure decision, and further restrain internal corporate governance. These results are robust after a series of test. The results of this study have important theoretical and practical significance.

**Key Words** Information Disclosure System; Corporate venture capital (CVC); Information Disclosure; Corporate Governance; Stakeholder Governance