

战略投资者引入可以改善创业企业投资效率吗？

——基于2021~2023年创业板上市公司的经验数据

王 茜¹, 程 柯¹, 袁雨洁²

¹南京信息工程大学商学院, 江苏 南京

²江苏省无锡市梁溪区瞻江街道办事处, 江苏 无锡

收稿日期: 2025年2月24日; 录用日期: 2025年3月10日; 发布日期: 2025年4月10日

摘 要

因投资过度和投资不足而导致的非效率投资问题在资本市场中普遍存在, 在创业企业中尤为突出。从2009年我国创业板挂牌开市至今, 我国的资本市场环境逐步完善, 吸引着越来越多的战略投资者参与其中, 战略投资者的引入能否改善创业企业投资效率是一个尚无定论、亟待进一步检验的命题。文章运用委托代理角度和信息不对称理论, 提出了战略投资者引入对投资效率影响的研究假设, 以2021~2023年我国创业板上市公司相关数据进行实证检验。研究结果表明, 战略投资者的引入能够一定程度上抑制创业企业的非效率投资, 提高其投资效率; 且战略投资者的持股比例高会提高创业企业的投资效率; 民营战略投资者对创业企业投资效率的影响更为明显。

关键词

战略投资者, 投资效率, 投资过度, 投资不足, 创业企业

Can the Introduction of Strategic Investors Improve the Investment Efficiency of Start-Ups?

—Based on the Empirical Data of GEM Listed Companies from 2021 to 2023

Qian Wang¹, Ke Cheng¹, Yujie Yuan²

¹School of Business, Nanjing University of Information Science and Technology, Nanjing Jiangsu

²Zhanjiang Sub-District Office in Liangxi District, Wuxi Jiangsu

文章引用: 王茜, 程柯, 袁雨洁. 战略投资者引入可以改善创业企业投资效率吗? [J]. 电子商务评论, 2025, 14(4): 438-448. DOI: 10.12677/ec.2025.144907

Received: Feb. 24th, 2025; accepted: Mar. 10th, 2025; published: Apr. 10th, 2025

Abstract

In the current capital market, the problem of inefficient investment caused by overinvestment and underinvestment is still widespread, especially in start-ups. Since the listing and opening of China's growth enterprise market in 2009, China's capital market environment has gradually improved, attracting more and more strategic investors to participate in it. Whether the introduction of strategic investors can improve the investment efficiency of enterprises is an open question. Using the principal-agent perspective and information asymmetry theory, this paper puts forward the theoretical hypothesis of the impact of strategic investors on investment efficiency, and makes an empirical analysis based on the relevant data of China's GEM listed companies from 2021 to 2023. The results show that the introduction of strategic investors can inhibit the inefficient investment of enterprises to a certain extent and improve the investment efficiency of enterprises, and the high shareholding ratio of strategic investors will improve the investment efficiency of GEM listed companies, among which the private strategic investors have the most obvious impact on the investment efficiency of companies.

Keywords

Strategic Investors, Investment Efficiency, Over-Investment, Under-Investment, Start-Ups

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2009年10月30日,中国创业板在深圳证券交易所正式开板。创业板主要为那些暂时不符合主板和中小板上市条件的企业提供融资与交易平台,吸引了众多战略投资者踊跃参与。投资对于创业企业而言,是其财务战略的“核心构件”,它直接关系到企业的利润增长和未来走向。高效的投资能够提升创业企业价值,切实保障股东和债权人的权益,企业投资效率一直备受各界关注。

我国上市公司股权高度集中的弊端严重制约企业健康发展,早期的战略投资者引入是优化股权结构、降低股权集中度的一项重要措施(程柯,2015) [1],旨在通过引入外部资源来提升国有企业活力和竞争力。2015年8月,中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》,为国企引入战略投资者明确了政策方向,推动混合所有制经济发展。2020年,证监会通过监管问答明确了战略投资者的界定标准,对上市公司引入战略投资者的信息披露等方面提出要求,进一步完善了战略投资者引入制度,使其在资本市场中更加规范、有序,更好地服务于企业的发展和资本市场的稳定。以当前蓬勃发展的数字行业为例,技术实力雄厚、市场渠道广泛的战略投资者对新兴创业企业进行战略投资,不仅为后者注入急需的资金,还利用自身技术优势优化产品,并借助庞大的市场渠道拓展业务,有力地推动了数字产业的创新发展与结构优化。

本文聚焦于战略投资者与创业企业投资效率之间的关系,深入分析战略投资者的引入对提升创业企业投资效率的影响因素,并提出切实可行的提升投资效率的建议,为完善我国资本市场制度提供经验证据。

2. 文献综述

2.1. 非效率投资相关研究

Jensen 和 Meckling (1976)认为由于利益不一致,无论公司的管理者持股比例为多少,其目标都有可能与公司利益最大化相违背,追求私人利益,进行非效率投资[2]。Jensen (1986)提出了自由现金流假说,在过去公司的经营成果原本是由股东与管理者共同分享,但由于现在公司的经营权与所有权分离,管理者倾向于控制更多的自由现金流,最大化自己的利益,包括获得职业声誉和进行在职消费[3]。

李鑫(2007)通过实证研究,发现国内很多上市公司都存在着投资过度的问题,并且在最大股东持股比例较高时有较大概率出现投资过度[4]。肖珉(2010)发现如果公司有足够的自由现金流,它们更容易过度投资,现金股利的分配可以缓解过度投资[5]。佟岩和刘第文(2016)发现如果企业是整体上市那么其非效率投资程度较轻,并且与整体上市的具体动机有一定联系,且和机构投资者相比,基金的数量和股份比例对企业投资效率的影响更为显著[6]。

Modigliani 和 Miller (1958)认为,外部投资者比企业的所有者和管理者享有更少的信息,所以投资风险较高,要求更高的收益进行补偿,造成更高的外部融资成本,影响企业的投资效率[7]。Narayanan (1988)认为,公司管理者会为了自身利益的最大化而盲目扩大公司规模,投资一些盈利较为困难的项目,并且缺乏对管理者投资决策的监管会导致过度投资[8]。

2.2. 战略投资者对投资效率影响相关研究

Kang 和 Kim (2012)认为,当战略投资者对公司的控制较强时,他们可能会推动扩张性投资,以提高其市场份额,而不考虑资本回报率,从而可能导致资源的浪费[9]。Wang 和 Xie (2019)发现,特别是在高科技行业,战略投资者往往推动公司进行过度投资,尤其是在新兴市场和具有高技术壁垒的行业中[10]。

陈艳红等人(2009)的研究发现,战略投资在改善公司内部机制方面发挥了积极作用,通过完善高级管理人员的激励机制来约束管理人员的投资行为,避免过度投资[11]。

Anderson 和 Reeb (2003)指出,战略投资者在控制公司的同时,可能会倾向于采取保守的投资策略,避免过多的资金投入,以保持控制权和避免财务风险[12]。

张玲(2020)通过实证分析发现,在资本密集型行业中,战略投资者更容易出现投资不足的情况,因为他们更加注重控制风险,减少不必要的资本支出[13]。

综上,现有文献对战略投资者引入的经济后果研究颇丰,但样本多源于主板上市公司,针对创业板企业的经验发现较为稀缺。鉴于创业板是创新型中小企业重要融资平台,选取其为样本开展理论分析与实证检验,对推动创业企业发展兼具重要理论价值与实践意义。

3. 理论分析与研究假说

3.1. 理论分析

从委托代理理论和信息不对称理论视角来看,战略投资者可以通过构建“治理优化-信息整合-资源协同”三位一体的生态系统,提升企业投资效率。在治理层面,其通过董事会介入、股权绑定及对赌协议等工具重构激励相容机制,抑制管理层短视行为;在信息维度,依托行业专精的尽职调查、实时数据监控及产业链信息中台,破解逆向选择与道德风险,降低资本市场的定价偏差;资源协同方面,通过技术导入、供应链整合等实质性赋能,将静态资本配置升级为动态价值创造。

3.2. 研究假说

战略投资者不仅能为创业公司提供资金,还能监督投资行为、改善经营管理,而且能借助社会资源

传递公司信息与融资需求, 获外部投资者认可, 降低融资难度, 缓解因融资约束导致的投资不足。基于此, 本文提出假说 1:

H1: 战略投资者的参与可提升创业板上市公司投资效率。

战略投资者持股比例也会影响公司投资效率。随着战略投资者在上市公司持股比例上升, 其利益与公司业绩关联更紧密。其为自身利益强化监督, 能提升公司效益, 减少投资效率问题。由此, 本文提出假说 2:

H2: 战略投资者持股比例高会提高创业板上市公司投资效率。

战略投资者按所有权性质分为国有、民营和外资。国有投资者利于公司获取银行贷款与国家支持, 对国家战略方向预见力强, 但存在委托代理问题。外资投资者经验丰富、管理技术先进, 但在市场中占比较少。民营投资者则灵活、对市场敏感。因此, 本文提出假说 3:

H3: 相对于国有企业与外资企业, 战略投资者对民营创业公司投资效率影响更为显著。

4. 研究设计

4.1. 研究样本与数据

创业板上市公司是本文的研究对象, 2021 年至 2023 年间创业板上市公司为本文的初始样本, 模型中的变量计算需要运用上年的年度报告财务数据, 因此剔除了当年上市的样本。最终得到 403 家创业板上市公司、1209 个观测值。全部财务数据和交易数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。

4.2. 研究模型

4.2.1. 模型设计

本文借鉴 Richardson (2006) [14]、程柯等(2012) [15]等人的方法来研究战略投资者对公司投资效率的影响, 构建以下模型:

$$Inv_t = \alpha + \beta_1 Gro_{t-1} + \beta_2 Size_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 Cash_{t-1} + \beta_5 Age_{t-1} + \beta_6 Ret_{t-1} + \beta_7 Inv_{t-1} + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

通过研究战略投资者对公司投资过度和投资不足的缓解程度分析其对公司投资效率的影响, 引出了投资过度 $OverInv_t$, 投资不足 $UnderInv_t$, 构建以下两个回归模型:

$$OverInv_t = \alpha + \beta_1 VC_i + \beta_2 FCFp_t + \beta_3 Gro_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 Lev_t + \beta_6 Ret_t + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$UnderInv_t = \alpha + \beta_1 VC_{it} + \beta_2 FCFp_t + \beta_3 Gro_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 Lev_t + \beta_6 Ret_t + Year + Industry + \varepsilon \quad (3)$$

4.2.2. 变量解释

模型中 Inv_t 表示公司第 t 年的新增投资支出, 用第 t 年购买固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金, 减去第 t 年处置固定资产、无形资产和其他长期资产回收的现金净额和累计折旧及摊销额, 用其总值除以第 t 年期初总资产来表示。VC_ i 为战略投资者虚拟变量, $OverInv_t$ 和 $UnderInv_t$ 由公司正常投资估计模型(1)的回归结果计算得出。模型(1)的残差即为实际新增投资额与预期投资额 Inv_e_t (公司理想状态的投资额)的差值, 作为投资效率的标准判断。本文将公司第 t 年的自由现金流量除以其在第 t 年的期初总资产的值作为 FCF_t , 并用 FCF_t 减去第 t 年的预期投资 Inv_e_t 。模型中的变量定义如表 1 所示。

5. 实证分析

5.1. 预期投资支出

5.1.1. 描述性统计

模型(1)变量进行描述性统计表 2 所示。

Table 1. Model variables and interpretation
表 1. 模型变量及解释

变量名称	符号	变量定义
被解释变量:		
<i>Inv</i>	新增投资支出	(购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回以及累计折旧和摊销额的现金净额)/期初总资产
<i>OverInv</i>	过度投资	实际新增投资额减去预期投资额的正差额
<i>UnderInv</i>	投资不足	实际新增投资额减去预期投资额的负差额的绝对值
解释变量:		
<i>VC_1</i>	战略投资者	如果公司前十大股东中有战略投资者, 则 <i>VC_1</i> 取 1, 否则取 0
<i>VC_2</i>	战略投资者持股比例	公司前十大股东中战略投资者持股比例之和
<i>VC_3-1</i>	国有战略投资者	如果公司十大股东中存在国有战略投资者, 则 <i>VC_3-1</i> 取 1, 否则取 0
<i>VC_3-2</i>	民营战略投资者	如果公司十大股东中存在民营战略投资者, 则 <i>VC_3-2</i> 取 1, 否则取 0
<i>VC_3-3</i>	外资战略投资者	如果公司十大股东中存在外资战略投资者, 则 <i>VC_3-3</i> 取 1, 否则取 0
控制变量:		
<i>FCFp_t</i>	自由现金流量虚拟变量	自由现金流量虚拟变量如果自由现金流量盈余, <i>FCFp_t</i> 取 1, 如果自由现金流量不足, <i>FCFp_t</i> 取 0
<i>Gro</i>	企业的成长能力	期末主营业务收入增长率
<i>Size</i>	公司规模	期末总资产的自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	期末总资产/期末总负债
<i>Cash</i>	现金持有量	期末现金持有量(货币资金、交易性金融资产和可供出售金融资产)除以期末总资产
<i>Age</i>	上市年限	当前年度 - 上市年度
<i>Ret</i>	股票收益率	股票的年收益率
<i>Year</i>	年份虚拟变量	表示年份
<i>Industry</i>	行业虚拟变量	表示由证监会行业分类标准分类的细分行业

Table 2. Descriptive statistics of expected investment expenditure
表 2. 预期投资支出描述性统计

变量名称	符号	样本数	平均值	标准差	中位数	最大值	最小值
<i>Inv</i>	新增投资支出	1209	0.0731	0.1082	0.0421	1.1044	-0.2028
<i>Gro</i>	企业的成长能力	1209	0.4118	2.4815	0.2183	82.6992	-0.9106
<i>Size</i>	公司规模	1209	21.5946	0.7960	21.5419	24.5440	19.2895
<i>Lev</i>	资产负债率	1209	0.3246	0.1728	0.3004	1.0372	0.0276
<i>Cash</i>	现金持有量	1209	0.2514	0.2079	0.1986	2.1330	0.0042
<i>Age</i>	上市年限	1209	4.9156	1.6147	5.0000	8.0000	1.0000
<i>Ret</i>	股票收益率	1209	0.2088	0.7750	-0.0477	6.3833	-0.7786

其中，新增投资支出的最大值为 1.1044，最小值为-0.2028，平均值为 0.0731，说明不同的企业之间新增投资支出存在较大差异，但是总体上呈增长趋势。企业的成长能力所示数值说明不同的企业之间成长能力有较大的差异，但整体而言样本企业仍维持着较好的发展趋势。企业的资产负债率最大值为 1.0372，最小值为 0.0276，平均值为 0.3246，说明大部分样本企业的资产负债率和风险水平都维持在一个较为合理的区间，但也有部分企业的资产负债率较高，经营风险较大。

5.1.2. 回归分析结果

模型回归结果如表 3 所示：

Table 3. Regression analysis of expected investment expenditure

表 3. 预期投资支出回归分析

变量	系数	T 值
Inv	0.1131***	4.52
Gro	0.0012*	1.77
Size	0.0023	0.53
Lev	-0.2614**	-2.45
Cash	-0.2723*	-1.78
Age	-0.0308	-1.25
Ret	0.0361***	3.35
_cons	0.0249	0.27
Year		控制
Industry		控制

注：*p < 0.1；**p < 0.05；***p < 0.01。

其中，企业的股票收益率在 1%的水平下显著；企业的资产负债率在 5%的水平下显著；企业的成长能力、现金持有量在 10%的水平下呈现显著。其中，企业的资产负债率与新增投资支出呈现负相关关系。这意味着，公司的资产负债率越高，企业所面临的经营风险也就越高。在这种情况下，企业在进行决策时，往往倾向于采取风险规避策略，进而减少新增投资支出。

5.2. 战略投资者对非效率投资

5.2.1. 描述性统计

模型(2)、(3)中变量描述性统计如表 4、表 5 所示：

Table 4. Descriptive statistics of strategic investors' inefficient investment

表 4. 战略投资者对非效率投资描述性统计

变量名称	符号	样本数	平均值	标准差	中位数	最大值	最小值
OverInv	过度投资	355	0.0878	0.1255	0.0441	0.9059	0.0002
UnderInv	投资不足	854	0.0466	0.0406	0.0360	0.3134	0.0001
VC_1	战略投资者	1209	0.2763	0.4473	0	1	0
VC_2	战略投资者持股比例	634	9.2726	10.5213	4.76	46.59	0.15

续表

VC_3-1	国有战略投资者	634	0.1796	0.3839	0	1	0
VC_3-2	民营战略投资者	634	0.8653	0.3414	0	1	0
VC_3-3	外资战略投资者	634	0.0868	0.2816	0	1	0
FCFp _t	自由现金流量哑变量	1209	0.6278	0.4836	1	1	0
Gro	企业的成长能力	1209	0.4118	2.4815	0.2183	82.6992	-0.9106
Size	公司规模	1209	21.5946	0.7960	21.5419	24.5440	19.2895
Lev	资产负债率	1209	0.3246	0.1728	0.3004	1.0372	0.0276
Ret	股票收益率	1209	0.2088	0.7750	-0.0477	6.3833	-0.7786

其中,投资过度的样本数量达到 355 个,占 29.36%,平均过度投资的程度为总资产的 8.78%。投资不足的样本数量达到 854 个,占 70.64%,平均投资不足程度的为总资产的 4.66%。投资不足的比例大于投资过度的比例,但投资过度的程度比投资不足的程度更严重。

Table 5. Comparison between enterprises with strategic investor background and enterprises without background

表 5. 具有战略投资者背景的企业与不具有战略投资者背景的企业对比

变量名称	符号	具有战略投资者背景			不具有战略投资者背景		
		平均值	中位数	方差	平均值	中位数	方差
投资效率:							
<i>OverInv</i>	过度投资	0.0834	0.1148	0.0424	0.1005	0.1527	0.0443
<i>UnderInv</i>	投资不足	0.0452	0.0376	0.0359	0.0500	0.0472	0.0360
其他变量:							
<i>FCFp_t</i>	自由现金流量哑变量	0.6309	0.4828	1	0.6198	0.4862	1
<i>Gro</i>	企业的成长能力	0.4150	2.8462	0.2121	0.4034	1.0373	0.2234
<i>Size</i>	公司规模	21.5185	0.7876	21.4604	21.7939	0.7844	21.7211
<i>Lev</i>	资产负债率	0.3170	0.1768	0.2844	0.3448	0.1605	0.3351
<i>Ret</i>	股票收益率	0.2071	0.7814	-0.0568	0.2133	0.7592	-0.0298

对比具有与不具有战略投资者背景的企业发现,前者过度投资均值为 0.0843,投资不足均值为 0.0452;后者过度投资均值达 0.1005,投资不足均值为 0.0500。可见,有战略投资者背景的企业,过度投资与投资不足程度均更低。经对两组样本的描述性统计对比,能初步说明战略投资者的介入,有助于缓解上市公司非效率投资问题,提升其投资效率。

5.2.2. 回归分析结果

模型(2)、(3)回归结果如表 6~9 所示。

(1) 战略投资者引入

从表 6 数据可以看出,战略投资者与企业投资过度和投资不足之间的关系分别在 10%和 5%的水平下显著。说明战略投资者确实对企业投资过度与投资不足的状况起到了缓解作用。尤为值得关注的是,战略投资者对企业投资不足的缓解效果更为突出。这一结果充分说明,战略投资者能够凭借自身优势,

有效改善企业资金不足的困境，拓宽企业投资渠道，弥补投资渠道短缺的短板。验证了本文的假说 1。

Table 6. Regression analysis of strategic investors and inefficient investment
表 6. 战略投资者与非效率投资回归分析

变量	过度投资		投资不足	
	系数	T 值	系数	T 值
VC_1	0.0289*	1.83	0.0136**	2.18
FCFp _t	-0.0670***	-6.83	0.0085***	3.26
Gro	-0.0028	-0.3	0.0010	1.63
Size	-0.0213**	-2.1	0.0077***	4.07
Lev	-0.0523	-1.41	-0.0303***	-3.49
Ret	0.0413***	3.32	0.0192***	7.52
_cons	0.5742***	2.62	-0.1206***	-3.08
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	

注：*p < 0.1；**p < 0.05；***p < 0.01。

Table 7. Regression analysis of strategic investors' shareholding ratio and inefficient investment
表 7. 战略投资者持股比例与非效率投资回归分析

变量	过度投资		投资不足	
	系数	T 值	系数	T 值
VC_2	0.0014	0.99	0.0313**	2.51
FCFp _t	0.0006	0.11	-0.0768***	-3.74
Gro	-0.0149	-0.8	0.0044	1.48
Size	-0.0265	-1.13	0.0145***	3.64
Lev	-0.0071	-0.07	-0.0679***	-3.67
Ret	0.07911**	2.39	0.0243***	5.05
_cons	0.6851	1.35	-0.2509	-3.07
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	

注：*p < 0.1；**p < 0.05；***p < 0.01。

(2) 战略投资者持股比例

从表 7 中可知，战略投资者持股比例高低，对缓解企业投资过度影响并不显著。这可能源于股权锁定期结束后，投资者可以通过二级市场减持或协议转让退出。部分创业板公司在 2021 年后披露的股东减持公告显示，创投基金在锁定期满后逐步退出。根据深交所披露，2021~2023 年创业板创投基金减持规模年均增长 12%。不过短期内持股比例降低，未显著削弱其在企业中的监督作用。而战略投资者持股比例与缓解企业投资不足效果关联显著。自由现金流量不足易引发投资不足，说明当战略投资者所持股份越

高时，越能够改善公司因内部现金缺口导致的投资不足行为，越能够缓解企业投资不足的问题。验证了本文的假说 2。

(3) 战略投资者所有权性质对公司投资效率的影响

外资战略投资者通常以中长期价值投资为目标，选择与自身产业链关联紧密的企业，通过技术转移、市场渠道共享等方式实现协同效应，且通常要求董事会席位，并推动治理结构改革。外资战略投资者通过参与公司治理，优化决策流程，减少管理层短视行为，提升资产配置效率和投资效率。由于具有外资战略投资者的上市公司样本数量为 37 个，占具有战略投资者背景的上市公司样本数量的 5.84%，占比较低，因此本文主要讨论国有背景与民营背景战略投资者对创业板上市公司非效率投资造成的不同影响。

Table 8. Regression analysis of state-owned strategic investors and inefficient investment
表 8. 国有背景战略投资者与非效率投资回归分析

变量	过度投资		投资不足	
	系数	T 值	系数	T 值
VC_3-1	0.0062	1.06	0.0334*	1.72
FCFp _t	0.0081	0.87	-0.0562**	-2.07
Gro	0.0560	1.43	0.0315	1.22
Size	0.0215	1.02	0.0225**	2.05
Lev	0.1724**	2.46	-0.0862*	-1.7
Ret	0.1448***	20.98	0.0243***	2.98
_cons	-0.5052	-1.1	-0.4369*	-1.95
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	

注：*p < 0.1；**p < 0.05；***p < 0.01。

由表 8 可见，国有背景战略投资者在缓解企业投资过度方面的作用不显著。这一现象与创业板上市公司的特性紧密相关，创业板上市公司大多为高新技术企业，国有背景战略投资者对其进行投资，主要目的在于扶持企业发展。一旦企业步入平稳发展阶段，国有背景战略投资者便会选择退出，不过即便退出，仍会在企业中保留一定的监督职能，这种投资与退出模式极有可能是导致其缓解投资过度作用不显著的原因。与之不同，国有背景战略投资者在缓解企业投资不足方面成效显著。这主要得益于其与国家政策的紧密联系，国有背景战略投资者能够精准把握国家政策导向，为所投资公司的投资策略提供明确的政策性指引，帮助企业拓宽投资渠道，进而在很大程度上有效地缓解企业投资不足的问题。

从表 9 中可见，民营背景战略投资者在缓解企业投资过度与投资不足这两方面均有成效，且缓解投资不足作用更突出。民营背景战略投资者与市场的关联极为紧密，投资行为灵活多变，能够迅速适应市场动态。同时，基于民营的特性，其在对企业进行监督管理时，能够更充分地发挥职能，有效规避企业投资决策中的偏差，从而有力地推动企业投资效率的提升，有力验证了本文假说 3。

6. 研究结论与建议

6.1. 主要发现

战略投资者参与创业板上市公司，有助于提升企业投资效率，不仅能提供资金，还能改善企业生产

Table 9. Regression analysis of private background strategic investors and inefficient investment
表 9. 民营背景战略投资者与非效率投资回归分析

变量	过度投资		投资不足	
	系数	T 值	系数	T 值
VC_3-2	0.0317**	2.54	0.0893***	3.76
FCF _{<i>P_t</i>}	0.0004	0.07	-0.0884***	-3.25
Gro	-0.0189	-0.9	0.0043	1.59
Size	-0.0483	-1.56	0.0149***	3.4
Lev	0.0194	0.16	-0.0658***	-3.36
Ret	0.0739**	2.18	0.0244***	4.56
_cons	1.1778*	1.79	-0.2555***	-2.84
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	

注：*p < 0.1；**p < 0.05；***p < 0.01。

模式与管理水平。民营战略投资者通过技术赋能与市场化运作提升投资效率，国有战略投资者则依赖政策资源保障研发持续性，外资战略投资者更多依靠其跨境资本配置能力。此外，战略投资者凭借丰富的社会资源，传播企业信息与投融资需求，助力企业以较低成本获取优质投融资渠道，缓解投资不足问题。

战略投资者投资持股比例对创业板上市公司投资过度行为的缓解作用不显著，但对投资不足行为有显著影响，且较高持股比例更有利于缓解投资不足。战略投资者持股比例在不同阶段对创业企业的影响是不同的，对初创期创业企业战略投资者会提高持股比例去加速资源整合，对成长期创业企业战略投资者的持股比例与创新投入正相关，对成熟期创业企业战略投资者会平衡分红后再投资。此外，其持股比例高低会向外部投资者传递信号，高比例持股的企业更容易吸引外部投资，从而缓解因内部现金短缺导致的投资不足。

外资战略投资者通过参与公司治理，提升资产配置效率和投资效率。此外，国有和民营背景的战略投资者均能在一定程度缓解企业投资不足。不过，民营背景战略投资者更为灵活，对市场敏感度更高，相比国有背景机构，在企业监督管理方面更具优势，对提升公司投资效率的作用也更为显著。

6.2. 政策建议

6.2.1. 完善战略投资者引入相关机制

上市公司应积极引入战略投资者，借此获取资金并提升投资效率。战略投资者的发展依赖完善的资本市场，推进多层次资本市场建设，活跃资本市场，能提升战略投资者积极性，其中灵活、畅通的退出渠道对战略投资者至关重要。可以构建全周期管理体系，从准入筛选、利益绑定、治理协同到推出安排，结合市场化手段与制度创新，实现有关“资源导入可量化、协同效益可追溯、退出影响可控制”的机制制定。监管层面可建立动态监测平台，运用知识图谱追踪资源注入进度，设置核心资源锁定期与阶梯定价退出机制。

6.2.2. 提高企业信息披露质量与透明度

战略投资者引入能在一定程度上缓解企业信息不对称问题，提高对企业的监管。但是，其监督管理作用存在局限性。企业自身主动提升信息披露质量、增强信息透明度才是关键。针对创业板企业特点，

需构建差异化的信息披露治理框架,通过制度创新与技术赋能提升透明度。可以实施成长型企业分层披露标准,按研发投入强度划分企业类型并制定差异化披露要求;建立战略投资者穿透式监管机制,强制披露技术资源注入、市场协同方案等核心信息。技术层面,开发创业板专用 XBRL 分类标准与风险可视化平台,实现研发支出、核心人员变动等关键信息的智能披露。通过信息披露质量保证金制度与联合风险预警机制,强化战略投资者协同治理责任。

6.2.3. 重视发挥各类投资机构协同作用

在创业板上市公司中,外资战略投资者的数量较少,需要进一步开放市场,鼓励外资投资机构进入我国资本市场。国有战略投资者应进一步发挥推动高新技术发展的作用,加强对创业板上市公司的支持,发挥其缓解企业非效率投资的作用。民营战略投资者是缓解企业非效率投资的主力军,需要给予一定的政策支持,推进民营战略投资者的发展。针对外资、国有、民营三类战略投资者的差异化禀赋,政策制定可构建“外资技术+国资资源+民资效率”的三维协同生态。通过跨境技术入股激励、全球供应链协同平台等政策,激活外资技术溢出效应;优化国企考核机制、深化混合所有制改革,释放国有资本产业链整合能力;建立民企容错机制、创新供应链金融工具,激发民营资本创新活力。

基金项目

2024 年教育部产学合作育人项目(合作单位: 档档(北京)数字技术有限公司); 2024 年教育部第三期供需对接就业育人项目(申请编号: 2024033162470); 2024 年度安徽省新时代育人质量工程项目(研究生教育); 2023 年度江苏省研究生科研与实践创新计划项目。

参考文献

- [1] 程柯. 股权结构、战略投资者与特殊管理股制度——基于国有出版传媒企业的理论模型分析[J]. 中国出版, 2015(23): 17-19.
- [2] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- [3] Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- [4] 李鑫. 中国上市公司过度投资行为、程度与形成机理[J]. 山西财经大学学报, 2007(6): 107-111.
- [5] 肖珉. 现金股利、内部现金流与投资效率[J]. 金融研究, 2010(10): 117-134.
- [6] 佟岩, 刘第文. 整体上市动机、机构投资者与非效率投资[J]. 中央财经大学学报, 2016(3): 61-71.
- [7] Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- [8] Narayanan, M.P. (1988) Debt versus Equity under Asymmetric Information. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 39-51. <https://doi.org/10.2307/2331023>
- [9] Kang, J.-K. and Kim, J.M. (2012) Ownership Structure and Investment Overconfidence. *Journal of Financial Economics*, 104, 153-171.
- [10] Wang, W. and Xie, X. (2019) Strategic Investment, Corporate Governance, and Investment Efficiency. *Journal of Business Research*, 101, 75-84.
- [11] 陈艳红, 程桂花. 风险资本与高新技术企业的公司治理[J]. 商业经济, 2009(18): 74-75.
- [12] Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58, 1301-1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- [13] 张玲. 战略投资者对投资决策的影响: 基于中国市场的实证研究[J]. 财务研究, 2020, 41(6), 59-73.
- [14] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [15] 程柯, 陈志斌, 赵卫斌. 产权性质、独立董事机制与投资效率——来自中国 A 股非金融类上市公司的经验证据[J]. 技术经济, 2012, 31(3): 103-109.