

学校编码: 10384
学号: 17620141151216

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

风投机构的“认证”作用适用新三板吗？

——基于分析师报告视角的研究

**Is Venture Capital Institutions' "Certification" Applicable
in the NEEQ Market? —— A Study from the Perspective of
Analysts' Reports**

刘 帆

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 企业管理

论文提交日期: 2017 年 月

论文答辩时间: 2017 年 月

学位授予日期: 2017 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 5 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

2017年5月22日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

() 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

() 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：



2017年5月22日

摘要

截止 2016 年 12 月 31 日，全国中小企业股权转让中心已经成功交易挂牌企业 10163 家，包括众多互联网企业在内的初创企业和民营中小企业得以在新三板挂牌交易，获得直接融资机会的同时也为了吸引更多投资者的关注，达到“价值发现”的目的。然而在新三板市场上，风投机构是否仍然具有“认证”、“推荐”、“监督”作用呢？新三板研究报告可信吗？分析师独立性是否会受到风投机构持股的影响呢？风投机构持股能改善企业二级市场流动性吗？

本文分为五章，第一章绪论，阐述研究的背景、意义、框架和创新点；第二章详细论述目前成熟的相关理论，并进行文献综述的整理与归纳；第三章结合理论知识和现实需要提出假设并进行样本选择和变量设计，提出相关的模型假设；第四章针对性地进行实证分析，包括描述性统计分析、相关性检验、回归分析和稳健性检验；第五章对全文的观点进行总结整理。

本文的主要观点为：（1）风险投资机构持股行为正向影响被投资企业的是否被研究机构出具报告；（2）风险投资机构持股数量正向影响被投资企业受研究机构的关注程度；（3）“有影响力”的机构和“明星”分析师选择股票时不会被风险投资机构左右，且评级结果不受被投资企业的风投背景所影响；（4）风投机构持股数量影响了分析师盈利预测的独立性，使得其盈利预测结果偏高；（5）风投持股的企业更多的采用做市交易或者被划分入创新层，在新三板市场发挥了“认证”和“推荐”作用。

本文基于现实研究需要和最新的样本数据，将新三板市场和传统理论进行结合，作为传统文献在新兴市场检验的新证据，为理论的发展提供新的证据，也能解决一定的现实需要。

关键词：风险投资机构；认证作用；分析师报告；新三板

ABSTRACT

By December 31st, 2016, the 10163th company has been listed on the National Equities Exchange and Quotations. Numerous start-ups and small companies, and some Internet companies included as well, can go public on the NEEQ market, gaining more equity investment and exposure thus to realize their value. However, there exist some unsolved questions in the NEEQ market, viz. 1) do the “certification”, “referral”, “supervision” of the venture capital institutions still work? 2) Can we believe the report issued by the analyst? 3) Will the independence of analysts be affected by the venture capital (VC)? And 4) Can VC improve the corporate governance?

This thesis is divided into five chapters. In the first chapter-Introduction, the background, significance, framework and innovation of the research are presented, after which in the second chapter the related mature theories is discussed and the relevant literature is summarized. Then in the third chapter, based on the combination of theoretical knowledge and factual requirements, the model hypothesis is put forward and the selection of sample and design of variables are carried out. The pertinent empirical analyses are followed up in the fourth chapter, including descriptive statistical analysis, correlation test, and regression analysis and robustness test. Finally, the present study is summarized in the fifth chapter.

The main theses argued in this study are as follows: (1) venture capital investment will significantly increase the exposure of the invested companies for the research institution, realizing the role of “recommendation”; (2) “influential” institutions and “star” analysts can select the stocks despite the impact of venture capital institutions; (3) the rating of the research report is excessively optimistic, while the impact of VC on the rating result is relatively small; (4) the independence of analysts’ forecast of profit is significantly affected by VC, leading to the overestimation of the forecast; (5) invested companies are inclined to the market transactions or classified into the innovation layer, functioning as “certification” and “referral” in the NEEQ market.

As a new capital market, the NEEQ market is still in the developing, owing to which plenty of unresolved puzzles can be explored, the combination of these traditional theories with the NEEQ samples is rare.

Key word: Venture Capital; Certification; Report; NEEQ market

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 研究框架与方法	9
第三节 研究的贡献	12
第二章 理论基础与文献综述	14
第一节 理论基础	14
第二节 文献综述	17
第三章 研究设计	28
第一节 相关概念界定	28
第二节 理论分析和研究假设	30
第三节 样本选择	33
第四节 变量设计及模型构建	33
第四章 实证研究	43
第一节 变量描述性统计	43
第二节 实证分析结果	47
第五章 研究结论和启示	60
第一节 研究结论	60
第二节 研究启示和政策建议	61
第三节 研究局限和展望	62
参考文献	64
致谢	69

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Research Background and Significance	1
Section 2 Research Framework and Methods.....	10
Section 3 Innovation of Research	13
Chapter 2 Theoretical Basis and Literature Review	15
Section 1 Theoretical Basis.....	15
Section 2 Literature Review	19
Chapter 3 Study Design.....	30
Section 1 Definitions of the Related Concepts.....	30
Section 2 Theoretical Analysis and Research Assumptions.....	32
Section 3 Sample Selection	32
Section 4 Variable Design and Model Construction	33
Chapter 4 Empirical Study	43
Section 1 Descriptive Statistics of Variables	43
Section 2 Results of Empirical Analysis	48
Chapter 5 Conclusion and Implications	62
Section 1 Conclusion	62
Section 2 Research Implications and Suggestions for Policy	63
Section 3 Limitations and Prospects.....	64
Reference.....	66
Acknowledgements	72

表目录

表 1-1: 本文研究现实意义和理论基础	3
表 1-2: 国内主要市场日均交易额情况对比 (单位: 亿元)	5
表 1-3: 新三板、主板、中小板、创业板研究报告数量 (截止 2016 年 6 月) .	7
表 1-4: 相关领域已有的成熟理论	9
表 3-1: REPUTATION 赋值为 1 的研究机构明细	34
表 3-2: STAR 赋值为 1 的研究机构明细	35
表 3-3: 行业控制变量分类情况表	36
表 3-4: 变量名称、符号及其定义	38
表 3-5: 五个主要假设	40
表 4-1: 描述性统计结论	43
表 4-2: 全样本描述性统计分析表	44
表 4-3: 子样本 1 描述性统计分析表	45
表 4-4: 子样本 2 评级数据的描述性统计表	46
表 4-5: 子样本 2 描述性统计分析表	46
表 4-6: 子样本 3 描述性统计分析表	47
表 4-7: 文章主要变量相关性分析表	49
表 4-8: 模型 1 回归分析表	50
表 4-9: 模型 2 回归分析表	51
表 4-10: 模型 3-1、3-2 回归分析表	52
表 4-11: 模型 3-3 回归分析表	53
表 4-12: 模型 4 回归分析表	54
表 4-13: 模型 5 回归分析表	56
表 4-14: 模型 2 的稳健性检验回归分析结果	57
表 4-15: 模型 4 的稳健性检验回归分析结果	58
表 4-16: 模型 5 的稳健性检验回归分析结果	59

图目录

图 1-1：中美主要市场挂牌企业数量对比（截止 2016 年 12 月 31 日）.....	4
图 1-2：新三板市场挂牌企业数量纵向对比（2014 年 10 月-2016 年 12 月）..	4
图 1-3：新三板、主板、中小板、创业板 PE 水平（截止 2016 年 12 月）.....	6
图 1-4：新三板、主板、中小板、创业板研究报告数量（截止 2016 年 12 月）	8
图 1-5：本文主要理论演绎.....	10
图 2-1：文献综述遵循的主要逻辑框架.....	14
图 2-2：分析师行为影响二级市场股价的五种方式.....	21
图 3-1：风投机构对被投资企业的影响方式和路径.....	29
图 4-1：全样本和风投机构持股样本的研报比例图.....	45

第一章 绪论

第一节 研究背景与意义

一、研究背景

新三板市场政策地位逐渐凸显，经济效果却还未完全呈现，与“既要有苗圃功能，又要发挥土壤功能”的阶段性目标还有一定的差距。而风险投资机构是企业上市前主要的资本支持方，具有极强经营改善动机和价值发现动机。然而风险投资机构持股真的能改善投资者关系么？风险投资机构持股能够起到价值发现的作用么？券商分析师真的会更加关注风险投资机构持股的企业吗？其会因此出具更乐观的评级报告和更离谱的盈利预期么？本文基于目前新三板市场快速发展，风险投资机构“成功孵化创业企业上市”样本不断丰富，新三板市场研究不断成熟的现实，对上述亟待解决的问题进行探究，解决风险投资机构持股对于新三板企业来说是否真的具有“认证”、“推荐”功能的问题。

截止 2016 年 12 月 31 日，新三板挂牌企业以及超过 10163 家，做市家数超过 1654 家，全国中小企业股权转让中心挂牌总股本为 5852 亿股，其中流通股股本为 1686 亿股，2016 年日均交易额为 7.81 亿元。经历了 3 年多的发展，新三板市场已经成为了我国场内交易市场之外越发活跃的新兴场外交易市场。尽管目前新三板市场的流动性和估值水平和主板市场还有一定的差距。我国新三板市场无论是估值水平、盈利能力、流动性、交易活跃度上都和成熟交易市场具有明显的差距。目前我国新三板市场正式推出分层机制，分层之后进入创新层的 952 家企业正逐步开始向高流动性发展，资本市场的选择功能开始逐步显现。

而券商分析师作为传统二级市场上的中介力量，可以降低投资者和企业之间信息的不对称程度。传统研究对于券商分析师的评级以及盈利预测效果褒贬不一。有的研究认为分析师报告对股价有指导作用，分析师预测能带来超额收益（Barber¹，2001、Womack¹⁴，1996），也有人认为分析师的评级结果和盈利预测不具有准确性，甚至呈现负相关（O'Brien Patricia C. Bhushan Ravi²，1990）。但是无论如何，券商分析师在调研和路演的过程中，在一定程度上帮助市场和投资者披露了更多的非公开信息，甚至为一些新兴行业和全新商业模式做到行业科普功能。在成熟的主板市场上，由于 IPO 审核制的原因导致上市公司有限，大部分上市企业已被投资者熟知，二级市场投资人更多的关注研究报告的评级结果和

盈利预测结果,因此大部分学术研究成果(O'Brien 和 Bhushan²、Barber¹、Womack¹⁴等)都集中在分析师评级结果、盈利预测结果的准确性上。可是由于新三板市场主要上市企业系中小民营企业甚至经常在新三板市场挂出某行业第一股的情况。由于业务模式和盈利能力都不为市场熟知,因此很多企业需要通过专业的第三方机构进行信息的甄别和遴选。这个过程中除了公开转让说明书之外,券商分析师的研究报告是重要的渠道。从数量效果上来看,目前共计 10163 家挂牌企业,近一年一共有 517 篇研报披露,报告期内总共具有 822 篇研究报告,其被分析师覆盖的企业相较于其他企业而言具有更高的市场认知度,其市场交易活跃度和流动性溢价水平也越高。从这一点上来说,新三板市场和主板市场中的券商分析师角色和功能是有显著的不同的,前者强调价值预估,帮助投资者进行价格的判断,后者突出筛选和覆盖,帮助投资者大海捞针,从一万家新三板上市企业中找出有价值的标的。从价值发现的角度来说,新三板市场分析师的工作能够带来更大的交易活跃度进而带来更强的流动性提升。

新三板市场作为一个新兴的市场,除了分析师研究报告带来的价值发现功能不同以往之外,其挂牌的企业和主板有一些区别。因为新三板不存在挂牌企业盈利能力的硬性要求,因此很多互联网企业得以在新三板上市(截止 2016 年 12 月 31 日软件及信息服务业挂牌企业 1854 家,其中互联网相关服务业挂牌企业达到 502 家,其中不乏美图、掌游天下、百合网等知名创业企业)。而这些在新三板上市的企业大量具有风险投资参股背景,因此风投机构通过企业新三板挂牌上市寻求资本退出成为了新的退出途径。

二、研究意义

本文的研究意义从现实和理论两个角度出发。从现实的角度上,主要解决目前新三板市场上最为急迫的问题——风投机构成功孵化上市之后,如何将投资在二级市场退出?风投机构持股是否会影响分析师的报告覆盖和盈利预测?风投机构是否利用自身的关系网络改善了企业的投资者关系?风投机构是否在新三板市场上具备“认证”、“推荐”的作用?

从理论的角度上,目前不论国外市场还是 A 股市场都有成熟的理论解释,但是种种原因缺少新三板市场的相关研究,本文起到一定补充效果,具体研究意义可以概括为如下表格:

表 1-1: 本文研究现实意义和理论基础

	研究意义	解决的问题
现实意义	风投机构有资本退出的需要	
	新三板挂牌数量飙升，良莠不齐	
	新三板活跃度低，挂牌后无法轻易退出	风投机构如何在新三板市场上高溢价退出？
	新三板估值水平较低，不能获得超额收益	风投机构是否在新三板市场上具备“认证”、“推荐”的作用？
	分析师的投资者关系改善功能	
	风投机构的投资者关系改善动机	
理论基础	①风投机构利用其自身网络关系帮助企业进行投资者关系管理方面；	
	②分析师通过研究报告(评级、盈利预测、调研次数、覆盖率、关注度、关注券商声誉、分析师能力)影响企业股票价格变动方向以及波动程度方面；	主要以国外市场和国内主板市场作为样本进行研究，尚未有新三板样本实证
	③风投机构为了实现投资退出进行市值管理方面；	
	④机构持股表现出的认证、监督作用、逐名效应、市场力量效应等	

资料来源：本文研究整理

1、现实意义

1.1 风投机构有资本退出的需要

目前新三板市场的流动性水平和估值水平较低，风投机构促使企业在新三板上市，本意是谋求高流动性溢价进而实现退出。于是在新三板流动性和溢价水平受限的情况下，风投机构有足够的动机为了实现投资价值最大化而进行投资者关系管理。

风投机构的运营包括“募集—投资—管理—退出”四大部分，俗称“募投管退”。风险投资运作的核心逻辑就是对企业进行资本运作，而被投企业上市是检验运作实力和盈利能力的关键。优秀的风投机构能够不断创造高回报率的原因就在于是否能够保证资金的快速进出，也就是项目一旦成功之后能否实现高回报率的退出。所谓退出机制，即风投机构通过运作使得股权资本在资本市场上变现的过程，从而实现资本增值或避免损失配套制度安排。其中主流的退出方式包括公

开上市（IPO）、兼并重组（M&A）、借壳上市、执行对赌协议、破产清算、管理层收购、协议转让股份等等。

根据风投机构进入的时间节点不同，将风投机构按照风格可以划分成很多不同的类型，如天使投资人、风投机构（VC）、Pre-IPO（一级市场 PE），上市之后还有专门在场内交易的二级市场 PE 机构以及提供资本中介功能的产业并购基金、重组基金等等。本文讨论的风投机构特指在挂牌前就已经对企业投资，在企业上市挂牌之后有退出需求的一级市场 PE 和风投机构（VC）。

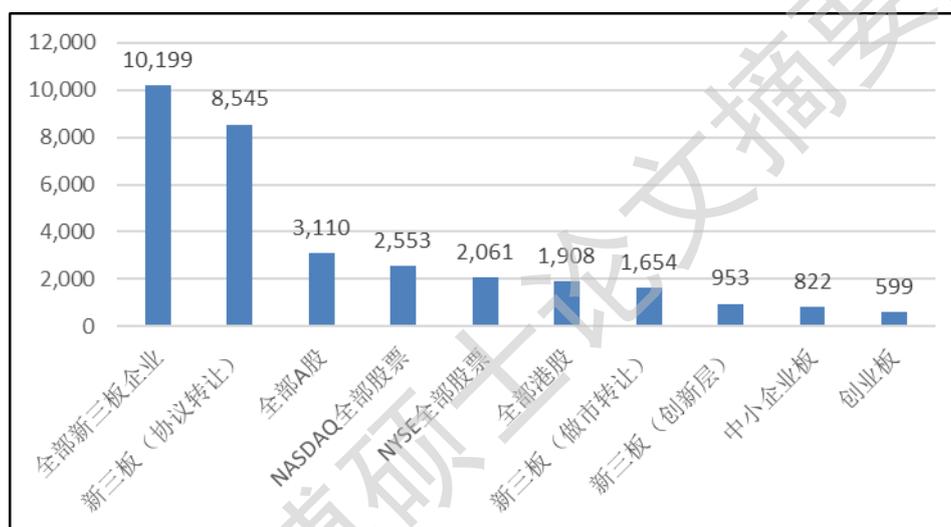


图 1-1：中美主要市场挂牌企业数量对比（截止 2016 年 12 月 31 日）

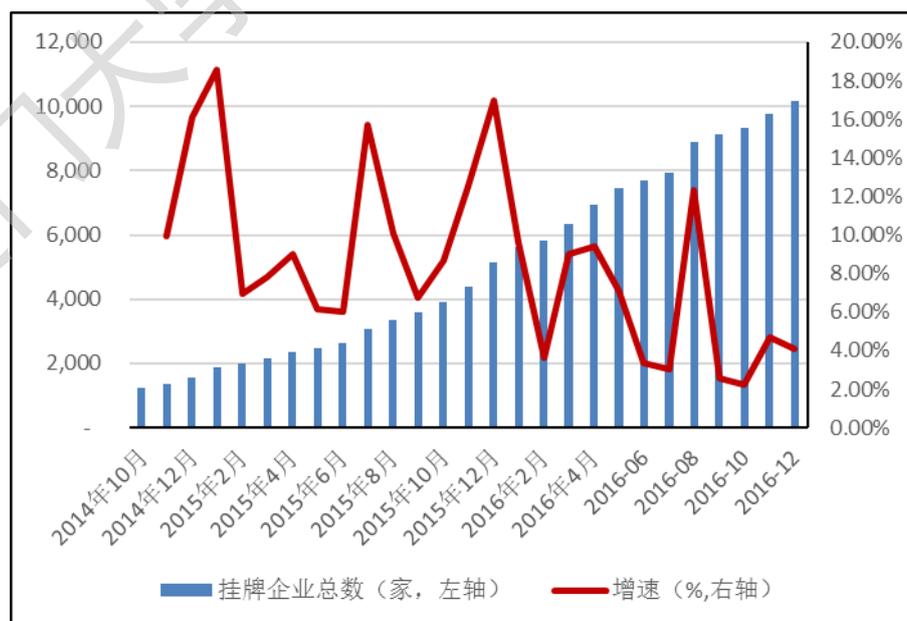


图 1-2：新三板市场挂牌企业数量纵向对比（2014 年 10 月-2016 年 12 月）

1.2 新三板挂牌数量飙升，良莠不齐

截止 2016 年 12 月 31 日，新三板企业挂牌数量 10163 家，其中做市交易 1654 家，协议交易 8545 家，做市交易企业占总挂牌企业不到 18%。2016 年上半年，全国中小企业股份转让中心按照创新层分级标准确定 920 家创新层企业，其余企业将进入基础层，但是进入创新层的企业占全部挂牌企业的比例为 12%，大部分新三板企业将会进入基础层。

1.3 活跃度低，挂牌后无法轻易退出

截止 2016 年 12 月 30 日，新三板市场 2016 年日均成交金额仅为 7.81 亿元，而 A 股 2016 年日均成交额为 5168 亿元，峰值为 6015.05 亿元；中小板 2016 年日均成交额为 1393.91 亿元；创业板日均成交额为 881.40 亿元。A 股主板、中小板、创业板的日均成交金额分别是新三板市场的 349 倍、79 倍、50 倍，新三板市场相对于我国目前成熟的资本市场而言，交投较为冷淡，流动性溢价较低。被投企业在新三板上市之后不像之前的主板 IPO 一样通过大宗交易市场减持股票，对机构投资者而言不能快速完成项目退出。

表 1-2: 国内主要市场日均交易额情况对比（单位：亿元）

期间	新三板	A 股	A 股/新三板倍数	中小板	中小板/新三板倍数	创业板	创业板/新三板倍数
2016 年 12 月	12.66	4,419.70	349	1,003.12	79	627.67	50
2016 年 11 月	9.41	6,149.77	654	1,482.35	158	938.57	100
2016 年 10 月	8.95	4,790.25	535	1,245.63	139	778.52	87
2016 年 9 月	7.79	4,096.31	526	1,065.17	137	695.58	89
2016 年 8 月	6.06	4,834.15	798	1,192.29	197	781.55	129
2016 年 7 月	5.45	6,015.05	1104	1,670.19	307	1,086.75	200
2016 年 6 月	6.11	5,694.93	931	1,823.10	298	1,231.22	201
2016 年 5 月	6.47	4,291.92	663	1,360.61	210	793.43	123
2016 年 4 月	8.11	5,689.56	701	1,676.15	207	999.62	123
2016 年 3 月	7.34	5,789.52	789	1,529.95	208	961.80	131
2016 年 2 月	5.46	4,863.67	891	1,280.15	235	813.44	149
2016 年 1 月	9.87	5,386.99	546	1,398.20	142	868.65	88
2015 年 12 月	10.36	7,889.47	762	2,100.18	203	1,237.80	120
2015 年 11 月	10.85	10,603.65	977	2,692.41	248	1,691.38	156
2015 年 10 月	5.26	8,836	1679	2,139.15	406	1,363.27	259
2015 年 9 月	3.98	5,794	1457	1,212.58	305	797.11	201
2015 年 8 月	4.28	9,745	2274	1,884.94	440	1,047.49	244

期间	新三板	A 股	A 股/新 三板倍 数	中小板	中小板 /新三 板倍数	创业板	创业板 /新三 板倍数
2015 年 7 月	5.35	12,208	2283	1,985.25	371	1,279.12	239
2015 年 6 月	1.13	17,375	15438	3,030.32	2692	1,661.44	1476

资料来源：万德数据库

1.4 估值水平较低，不能获得超额收益

同样截止 2016 年 12 月 31 日，新三板市场平均 PE 水平为 17.7 倍，上证 A 股 PE 均值为 121；中小板平均 PE 为 141 倍，创业板平均 PE 为 155 倍，在 PE 估值水平上三者分别是新三板市场的 6.8 倍、8 倍、8.8 倍。造成估值水平低下的原因除了之前论述的交易活跃度低之外，也有企业本身经营情况和治理水平的原因为。但是从新三板内部而言，做市交易平均 PE 为 24.2 倍，协议交易 PE 为 11.6 倍，说明同样的市场内部，由于交易性质不同导致了一定的流动性溢价。风投机构为了获得手中股票尽可能高的交易价值，除了执行传统的执行“募投管退”的管理职能之外，帮助企业提高受关注程度（成为做市交易企业、增加做市商、进入创新层、获得分析师关注、获得更多媒体曝光等）进而提高企业的流动性溢价就是非常现实的需求。

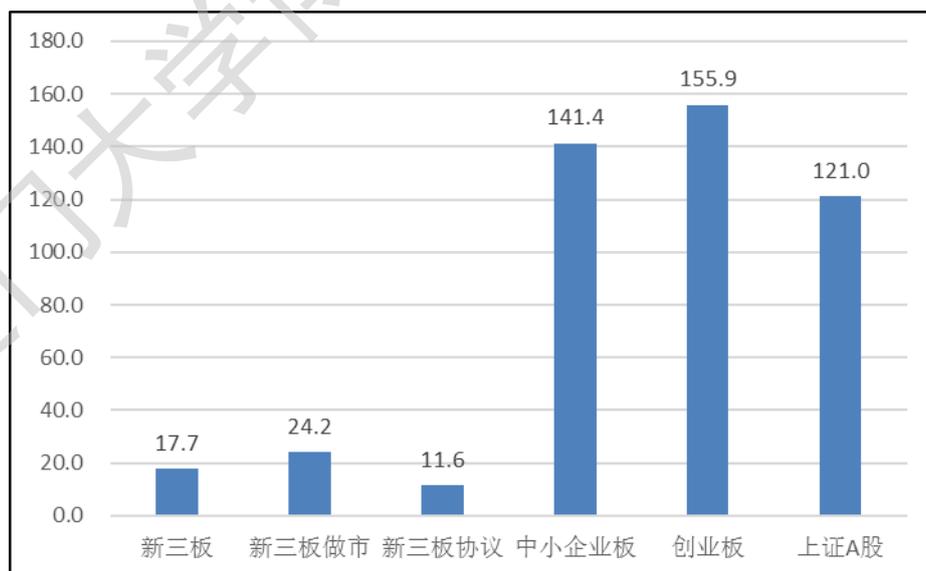


图 1-3：新三板、主板、中小板、创业板 PE 水平（截止 2016 年 12 月）

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库