

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 32120100153539

UDC _____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

风险投资机构声誉作用机制研究

——基于投资机构和创业企业的视角

**Study on Mechanism of Venture Capital Reputation:
Perspective from VCs and Entrepreneurial Enterprises**

叶小杰

指导教师姓名: 沈 维 涛 教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩日期: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 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(国家自然科学基金项目“风险投资支持的企业 IPO 折价、择机与后管理问题研究”)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):

年 月 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）：

年 月 日

论文摘要

风险投资作为国家创新战略的重要载体，在培育孵化创新型中小企业、解决就业问题、推动高新科技产业、拉动新的经济增长点等方面逐渐发挥出巨大作用，成为一个国家的创新经济发展的重要推动力量。我国从 20 世纪 80 年代中期开始引入风险投资，20 多年来风险投资取得了长足的发展，并发挥了一定作用。随着我国经济的持续增长及风险投资业相关政策的逐步完善，当前我国的风险投资呈现出良好的发展态势，并在近几年掀起了一轮上市热潮。然而在这个 IPO 热潮中，证券市场上“破发”、“业绩变脸”、包装上市等问题层出不穷，风险投资行业也存在突击入股、密集减持等广受诟病的现象，这严重影响了证券市场的健康发展以及广大中小投资者的信心。如何解决这些异常现象和问题？从西方成熟市场的经验来看，声誉机制可以促使风险投资机构规范自身行为，进而影响其投资的企业，这有利于稳定证券市场。那么在我国制度背景下，声誉机制能否发挥类似的作用？不同声誉投资机构支持的企业其行为有何差异？

基于此，本文以风险投资机构声誉的作用机制为研究主线，探讨了风险投资领域的一系列重要问题。主要研究问题包括：风险投资机构的基金募集、风险投资机构的成功退出和投资收益；风险投资支持的企业 IPO 择时、风险投资支持的企业 IPO 长期业绩。其中，前两个问题研究的是风险投资声誉对于投资机构自身的价值，而后两个问题研究的是风险投资声誉是否影响（以及如何影响）创业企业的行为。

本文共分为八章，具体安排如下：

第一章导论。具体内容为：研究背景与问题的提出、研究思路、研究内容及本文的创新点等。

第二章为制度背景分析。包括界定风险投资的概念，介绍我国风险投资行业的发展历程，并探讨风险投资行业发展现状及存在的问题。

第三章文献回顾与声誉指标的构建。首先对风险投资声誉的国内外文献进行回顾和评述，并在此基础上运用 CVSource 数据库构建本文的风险投资声誉指标。

第四章研究风险投资机构声誉对于基金募集的影响。包括风险投资声誉与募资规模的关系，风险投资声誉与募资间隔的关系。

第五章研究风险投资机构声誉对于投资收益的影响。包括风险投资声誉与其成功退出、退出方式、退出速度是否有关，以及风险投资声誉是否提高投资收益。

第六章研究风险投资机构声誉与 IPO 择时行为的关系。包括风险投资声誉能否提高企业成功 IPO 的概率，是否有助于企业在股票市场行情较好的时期发行。

第七章研究风险投资机构声誉与 IPO 长期业绩的关系。包括风险投资机构声誉是否促进了 IPO 企业的会计业绩及市场收益。

第八章是对论文研究成果进行总结，包括研究结论、政策建议及研究展望。

本文的主要研究结论如下：

1. 风险投资声誉对基金募集具有重要影响。风险投资声誉越高，则投资机构所能募集到的基金规模越大，投资机构连续两次募资行为的时间间隔越短。

2. 风险投资声誉对于成功退出及投资收益意义重大。风险投资声誉越高，越有可能在观察期内实现成功退出，越有可能通过 IPO 退出（而非并购退出），并且退出速度越快，投资收益越高。

3. 风险投资作为一个整体，并未提高申请 IPO 企业通过发行审核的概率；但是，高声誉投资机构支持的企业具有较高的通过发行审核的概率；并且更有可能在股票市场较好的时期上市。

4. 风险投资支持的企业 IPO 长期业绩与一般企业并无显著差异。这表明风险投资作为一个整体并未发挥监督认证功能，但是高声誉风险投资支持的企业具有较好的长期业绩。这表明高声誉投资机构可以发挥监督认证功能。

上述结论表明：风险投资声誉对投资机构具有重要价值，因此风险投资机构有必要积累和维持自身的声誉。此外，风险投资声誉具有外部正效应，高声誉的风险投资机构可以发挥认证监督功能，这有利于其支持的企业。本文在此基础上从监管机构、风险投资机构和创业企业三个视角提出了政策建议。

关键词：风险投资；声誉机制；基金募集；成功退出；长期业绩

Abstract

As an important carrier of national innovation strategy, venture capital, which has been a driving force for innovative economic development of a country, plays a huge role in fostering innovative small and medium enterprises, solving the employment problems, promoting high-tech industries, stimulating new economic growth points. In the mid-1980s, our country introduced venture capital which had a great development and played a role in the past 20 years. With the rapid development of economy and the improvement of venture capital policy, venture capital in our country witnessed sound momentum of development and provoked a market listing boom in recent years. However, there are lots of severe problems in this IPO boom, such as stock price falling below the issue price, performance declines rapidly after IPO, packing for IPO. Meanwhile, there exist some problems in venture capital industry, such as assaulting investment for shares before IPO, selling shares intensively after lock-up periods. Both of these two kinds of problems seriously affected the healthy development of the securities market, and hit confidence of medium and small investors. How to solve these anomalies and problems? From western markets' experience, the reputation mechanism could impel venture capital institutions to regulate their own behavior, thereby affecting investment of enterprises, which is conducive to stabilize the stock market. Then in the context of our system, can reputation mechanism play a similar role? What are the behavior differences between different enterprises supported by different reputation investment institutions?

Based on these, the mechanism of action of the venture capital institutions reputation in this paper is the main line to discuss a number of important issues on venture capital. The main contents are summarized as follows: fund raising of venture capital institutions, successful exit and investment income of venture capital institutions, IPO timing and long-term performance of enterprises supported by

venture capitalists. Among them, the first two questions are studying the value of venture capital reputation for venture capital firm itself, and the latter two questions studying the effect of venture capital reputation on entrepreneurial enterprises.

This paper is divided into eight chapters, as follows:

The first chapter is introduction. The specific content include: background and problem raised, research ideas, research content and the innovative points etc.

The second chapter is analysis of institutional background, including definition of venture capital, introduction of development on China's venture capital industries, discussion on development and problems of venture capital industries.

The third chapter is literature review and construction of reputation indicators. Firstly, review and comment literatures of venture capital reputation. Second, establish venture capital reputation indicators through CVSource database.

The fourth chapter is studying the fund raising effects of venture capital institutions' reputation, including the relationship between venture capital reputation and fund-raising scale, the relationship between venture capital reputation and fundraising interval.

The fifth chapter is studying the investment income effects of venture capital institutions' reputation, including researching if venture capital reputation is linked with successful exit, exit means, exit velocity, and if venture capital reputation is linked with improvement of investment income.

The sixth chapter is studying the relationship between venture capital institutions' reputation and IPO timing, including researching if venture capital reputation could help improve the probability of successful companies IPO, and if venture capital reputation could help companies issue shares in good stock market period.

The seventh chapter is studying the relationship between venture capital institutions' reputation and IPO long-term performance, including researching if venture capital institutions' reputation could promote accounting performance and market returns of IPO corporate.

The eighth chapter is summarizing the research results, including research conclusions, policy proposals and research expectation.

The primary conclusions are as follows:

1. Venture capital reputation has an important influence on fundraising. The higher the venture capital reputation, the larger size of fund the investment institutions can raise, the shorter intervals the investment institutions raise fund twice in a row.

2. Venture capital reputation is of great importance to successful exit and investment income. The higher the venture capital reputation, the more likely to achieve successful exit in the observation period, the more likely to exit through IPO (rather than mergers and acquisitions) and the faster the exit, the higher the investment income.

3. Venture capital as a whole has not improved possibility of receiving issuance approval of enterprises applying IPO, but enterprises supported by high reputation investment institutions have higher chances to receive issuance approval and help companies issue shares in good stock market period

4. IPO long-term performance has little differences between companies that supported by venture capital and ones that don't, it shows venture capital as a whole don't play supervision certification function. But companies that supported by high venture capital reputation have better long-term performance, it indicates high reputation investment institutions can play a supervisory authentication function.

The results show that: venture capital reputation is of value to investment institutions, so venture capital institutions are necessary to accumulate and maintain reputation. In addition, high reputation investment institutions can play a supervisory authentication function due to positive external effects of venture capital reputation, it's good for companies supported. On this basis, this paper make policy proposal from three perspectives of regulators, venture capital institutions and enterprises.

Key words: Venture Capital; Reputation Mechanism; Fund Raising; Successful Exits; Long-run Performance

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题的提出	1
第二节 研究思路与研究方法	4
第三节 研究内容与研究框架	5
第四节 主要创新点	8
第二章 制度背景分析	11
第一节 风险投资概念界定	11
第二节 我国风险投资发展历程	12
第三节 我国风险投资行业现状及问题	18
第三章 研究综述与声誉指标的构建	25
第一节 声誉的经济学意义及其应用	25
第二节 风险投资声誉研究综述	28
第三节 风险投资声誉指标研究综述	38
第四节 风险投资声誉指标构建	44
第四章 风险投资声誉与基金募集	53
第一节 理论分析和研究假设	53
第二节 研究设计	57
第三节 变量描述性统计与相关性分析	64
第四节 风险投资声誉与募资规模的实证检验	68
第五节 风险投资声誉与募资间隔的实证检验	72
第六节 稳健性检验	77
第七节 本章小结	79
第五章 风险投资声誉与投资收益	81
第一节 理论分析和研究假设	81
第二节 研究设计	84
第三节 变量描述性统计与相关性分析	95
第四节 风险投资声誉与成功退出的实证检验	103
第五节 风险投资声誉与退出方式的实证检验	106

第六节	风险投资声誉与退出速度的实证检验	110
第七节	风险投资声誉与投资收益的实证检验	114
第八节	稳健性检验	117
第九节	本章小结	119
第六章	风险投资声誉与 IPO 时机选择	123
第一节	理论分析和研究假设	123
第二节	研究设计	127
第三节	变量描述性统计与相关性分析	134
第四节	风险投资与过会及择时的实证检验	139
第五节	风险投资声誉与过会及择时的实证检验	143
第六节	稳健性检验	148
第七节	本章小结	152
第七章	风险投资声誉与 IPO 长期业绩	153
第一节	理论分析和研究假设	154
第二节	研究设计	158
第三节	IPO 长期业绩的实证检验	164
第四节	风险投资与 IPO 长期业绩的实证检验	170
第五节	风险投资声誉与 IPO 长期业绩的实证检验	174
第六节	稳健性检验	179
第七节	本章小结	180
第八章	研究结论及政策建议	183
第一节	研究结论	183
第二节	政策建议	185
第三节	研究局限和研究展望	187
参考文献	189
读博期间科研成果	201
致谢词	203
附表	207

Table of Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Presentation of the Issues.....	1
1.2 Research Ideas and Research Methods.....	4
1.3 Research Contents and Research Framework	5
1.4 Major Innovations	8
Chapter 2 Institutional Context Analysis	11
2.1 Concept of Venture Capital	11
2.2 Development Course of Venture Capital	12
2.3 Current Situation and Problems	18
Chapter 3 Review and Reputation Indicator	25
3.1 Economic Meanings and Application of Reputation	25
3.2 Review on Venture Capital Reputation.....	28
3.3 Review on Venture Capital Reputation Indicator.....	38
3.4 Construction on Venture Capital Reputation Indicator.....	44
Chapter 4 VC Reputation and Fundraising	53
4.1 Theoretical Analysis and Hypothesis.....	53
4.2 Study Design	57
4.3 Descriptive Statistics and Correlation Analysis	64
4.4 Venture Capital Reputation and Fundraising Size	68
4.5 Venture Capital Reputation and Fundraising Interval	72
4.6 Robust Tests	77
4.7 Conclusion	79
Chapter 5 VC Reputation and Investment Income	81
5.1 Theoretical Analysis and Hypothesis	81
5.2 Study Design	84
5.3 Descriptive Statistics and Correlation Analysis	95
5.4 Venture Capital Reputation and Successful Exit	103

5.5	Venture Capital Reputation and Exiting Means	106
5.6	Venture Capital Reputation and Exiting Velocity	110
5.7	Venture Capital Reputation and Investment Income	114
5.8	Robust Tests	117
5.9	Conclusion	119
Chapter 6 VC Reputation and IPO Timing.....		123
6.1	Theoretical Analysis and Hypothesis	127
6.2	Study Design	134
6.3	Descriptive Statistics and Correlation Analysis	139
6.4	Venture Capital , IssuanceExamination and Timing	139
6.5	Venture Capital Reputation , IssuanceExamination and Timing	143
6.6	Robust Tests	148
6.7	Conclusion	152
Chapter 7 VC Reputation and IPO Performance.....		153
7.1	Theoretical Analysis and Hypothesis	154
7.2	Study Design	158
7.3	IPO Long-term Performance	164
7.4	Venture Capital and IPO Long-term Performance	170
7.5	Venture Capital Reputation and IPO Long-term Performance	174
7.6	Robust Tests	179
7.7	Conclusion	189
Chapter 8 Conclusion and Policy Suggestion.....		183
8.1	Conclusion	183
8.2	Policy Suggestion.....	185
8.3	Limitations and Prospects	187
Reference		189
My Research and Publication		201
Acknowledgment		203
Attached Table.....		207

第一章 导论

本章是全文的导论，首先分析论文的研究背景并提出待研究的主要问题，其次阐述研究思路、研究方法、研究的主要内容和框架结构，最后指出本文可能的创新之处。

第一节 研究背景与问题的提出

风险投资起源于 20 世纪 40 年代的美国，第一家真正意义上的风险投资公司是 1946 年成立的“美国研究与发展公司”(American Research and Development)。此后，风险投资这一特殊的投资模式日益显现出其强大的生命力，尤其是在 20 世纪 90 年代之后，风险投资作为国家创新战略的重要载体，在培育孵化创新型中小企业、解决就业问题、推动高新科技产业、拉动新的经济增长点等方面逐渐发挥出巨大作用，成为一个国家的创新经济发展的重要推动力量。我国从 20 世纪 80 年代中期开始引入风险投资，20 多年来风险投资取得了长足的发展，并发挥了一定作用。

从风险投资的运作模式来看，其投资企业并非为了长期持有股权，而是通过对企业提供各种增值服务，最终实现成功退出。可以说，风险投资的成功需要宽松的进入门槛和良好的运行环境作保障，但更重要的在于顺畅的退出渠道，而其中 IPO 就是最受风险投资机构青睐的退出渠道。随着我国中小板和创业板的推出和发展，风险投资的退出渠道越来越多元化，并在近几年掀起了一轮上市热潮。根据 CVsource 数据库统计，2011 年共有 165 家风险投资机构支持的中国企业在境内外市场公开发行并上市，融资金额 1796.7 亿元。

然而在这个 IPO 热潮中，我们也必须看到上市公司的一些异常现象。

第一，新股“破发”问题严重。众所周知，西方成熟市场上新股折价发行是很常见的现象。然而在当前中国市场上，似乎更多地表现为溢价发行（也就是新

股上市首日收盘价低于发行价)，人们形象地把新股跌破发行价简称为“破发”。据统计，在 2011 年 IPO 的 277 家上市公司中，77 家上市首日即跌破发行价；截至 2011 年最后一个交易日，仍有 192 家公司处于“破发”状态（破发率接近七成），从而给投资者造成了巨额损失。

第二，新股“业绩变脸”迅速。所谓业绩变脸，意指新股上市后业绩在短时期内出现较大幅度下滑的情况。据统计，2011 年新上市的新股中有 66 家公司在上市后一年内就出现了业绩下滑，其中有 55 家上市公司的业绩在 2011 年年底较未上市前的 2010 年同期出现下降，11 家在 2011 年年底较上年同期保持增长，但在 2011 年二季度或四季度较上一季度出现了较大幅度的业绩下滑。

第三，“包装上市”问题突出。当前我国新股发行审核制度为核准制，企业如果想在中国各证券交易所 IPO，必须经过中国证监会的实质性审查，并获得证监会发行审查委员会的最终批准。一些公司为了达到上市的门槛，往往不惜粉饰业绩、过度包装，甚至进行虚假披露，而在上市之后便捉襟见肘，难以继续掩饰下去。此外，我国 IPO 市场上还存在着 IPO 超募、公司高管离职套现等市场乱象，这些问题严重影响了投资者对证券市场的信心。

如何解决新股发行市场的这些异常现象和问题？从西方成熟市场的经验来看，风险投资作为 IPO 过程的重要参与者可以起到认证和监督的作用。那么在我国制度背景下，风险投资能否有效地监督其支持的企业，进而破解这些 IPO 异象？随着中小板和创业板上市公司的增多，风险投资越来越多地出现在公众视野里，但公众对这一行业的印象更多地停留在“PE 腐败”、“突击入股”等负面词汇中。我国风险投资行业自身问题不少，兹列举一二：

第一，恶性竞争导致募资难。2009-2011 年间，我国的风险投资行业取得突飞猛进的发展，“全民 PE”盛况空前，短短几年时间冒出了四千多家基金。行业繁荣的背后隐藏着诸多问题，投资机构之间的恶性竞争不仅导致了一级市场和二级市场的价格倒挂，而且使基金募集变得更加艰难。根据 CVSource 统计，2012 共有 266 支基金完成募资 275.35 亿美元，相比 2011 年全年分别下降 47.1% 和 44.3%。

第二，突击入股行为严重。突击入股是指在企业 IPO 之前的几个月内，发行

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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库