

学校编码: 10384

学号: 17620081151433

分类号_密级_

UDC_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

风险投资对中国上市公司融资约束的影响研究

——基于投资-现金流敏感性视角分析

**The Role of VC on Enterprises Financing Constraints
—Analysis Based on Investment-Cash Flow Sensitivity**

王璐

指导教师姓名: 吴世农教授

专业名称: 财务学

论文提交日期: 2011年4月

论文答辩时间: 2011年6月

学位授予日期: 2011年6月

答辩委员会主席: __

评阅人: __

2011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()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

摘 要

资金是保证企业生存发展的根基，企业资金充足与否与企业投资水平和融资决策息息相关。在我国，由于融资渠道有限，企业资金饥渴症是普遍存在的现象，为缓解财务约束带来的压力，借鉴西方国家发展经验，我国已开始大力发展风险投资行业。伴随着新世纪中国资本市场发生的巨大变化，我国的风险投资机构已经作为一股新兴力量在商业市场中发挥着越来越重要的作用，在筹资规模和投资规模上都实现了快速的增长，然而，人们对风险投资究竟是否发挥了缓解企业财务约束作用的认识却知之甚少，研究风险投资对企业融资约束的影响对了解风险投资作用机理，同时对政策制定者、企业管理层、投资者都会有较大的借鉴意义。

本文的研究背景与以往的研究不同，从投资-现金流敏感性的角度，以我国2002-2009年1384家上市公司的数据为样本，结合风险投资作用机制，在学习、总结和吸收国外相关研究成果的基础上，采用统计描述、显著性检验和回归分析等实证研究方法，多角度研究和探讨了股东背景对企业投资-现金流敏感性的影响。研究发现：（1）就我国上市公司而言，公司的投资支出与内部现金流呈显著的正相关关系；（2）信息不对称引起的融资约束是造成这种投资-现金流敏感性产生的最主要原因，且融资约束程度与投资-现金流敏感性呈正相关关联；（3）具有风险投资背景的公司能缓解财务约束问题，从而使公司的投资额对内部现金流的敏感程度降低；（4）进一步研究表明，风险投资的持股比例、辛迪加联合投资、政府背景特征对公司投融资影响较大，风险投资通过监督机制和关系网络对上市公司造成影响；（5）风险投资的存在为企业进行权益融资带来了方便。

本文的研究结果可以为政府监管和发展风险投资行业提供依据。对于政策制定者，本文的研究使其更好地认识到我国企业投融资现状，从而为政府制定相关政策来完善对风险投资的监管和发展提供了依据；其次，对于公司管理者，在公司引进风险投资，改善公司治理决策上，本文的研究结论能提供决策依据，并为促进企业投融资决策的科学化提供理论借鉴；投资者亦可从中得到借鉴，风险投资的加入有助于缓解公司的财务约束问题，是有利的信号，投资者在进行股票投资时可将是否具有风险投资背景作为因素纳入考虑，增加投资收益。

本文共六章，其中第一章绪论，提出了本文的研究背景、研究意义、研究框架以及创新之处；第二章为本文研究领域文献回顾，按照理论溯源、投资现金流敏感性文献回顾、风险投资作用机制文献回归三方面对本文研究领域的文献进行了梳理；第三章是本文的研究设计部分，详细介绍了文章的研究假说、样本选择与数据来源、研究变量定义、及实证模型的构建，第四章是本文的实证研究结果与分析；第五章对文章假说进行了稳健性检验；第六章为研究结论及启示。

关键词：风险投资；投资-现金流敏感性；外部融资

ABSTRACT

Fund is the basement of corporation exit and development, sufficient fund is being closely linked with corporation's investment and financing decision. In China, due to limited financing channels, thirsty for corporate funding is a common phenomenon, in order to release the financial pressure; China has developed Venture Capital industry. With the great changes of China capital market in the new century, our country's venture capital institutions play a more and more important role in the financing and investment area. However, we know little about how the venture capital influences corporate finance, so research on venture capital's principal will be good to the policy maker, corporate management, and investment.

Different from others, this paper from the investment-cash aspect, using 1384 companies' data as the research data basement, and combining the venture capital effect mechanism, is to discuss the effects which shareholders make to the company. After my research, conclusions are as follows: (1) For our country's companies, there is a remarkable positive relationship between investment and cash flow. (2) Financing constraints due to information asymmetry is caused by such investment - cash flow, which was generated by the main reason for the sensitivity and the degree of financing constraints and investment - cash flow sensitivity was positively correlated with correlation. (3) With Venture Capital backed companies can get outside capital easily, so the investment-cash flow sensitivity in these companies is lower. (4) Further research shows that the proportion of venture capital holdings, joint investment syndicates, government background characteristics influenced the company's investment and financing, venture capital through the oversight mechanisms and networks impact on listed companies. (5) The presence of venture capital bring the convenience for enterprises when they are doing equity financing.

This paper can provide suggestion for government on venture capital development. For policy maker, it introduces our country's investment and financing situation, so can provide suggestion for government to make policy about venture capital, besides, for company management, this paper can help them to make decision about whether they should introduce

venture capital, last but not least, investor can also get information, through this paper, we know that venture capital join in the company can release the financing constraints problem, it's a good news for investment, so investor can consider this factor.

There are six parts in this paper. The first part proposes the issue, the frame of research, and the creativity of this paper. The second part is the theory development of investment in enterprise and Venture Capital's mechanism. The third part is the frame of the research, including the research hypothesis, data selecting, variance definition, and the research models. The fourth part is the empirical results of this research. The fifth part is to do a robust test of hypothesis in this paper. And the last part summarize the conclusion of the above every part.

Key Words: Venture capital; Investment-cash flow sensitivity; Outside financing

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	3
第三节 研究思路和框架	4
第四节 研究特色	6
第二章 文献综述	7
第一节 理论溯源	7
第二节 投资-现金流敏感性实证研究的文献回顾	9
第三节 风险投资作用机制的研究综述	15
第三章 研究设计	18
第一节 提出研究假设	18
第二节 样本选择与数据来源	23
第三节 变量的定义与计算	24
第四节 实证分析模型构建	31
第四章 实证研究	36
第一节 变量描述性分析	36
第二节 变量相关性分析	40
第三节 投资现金流敏感度存在性与动因实证检验结果	43
第四节 风险投资背景对投资-现金流敏感性的回归结果与分析	44
第五节 风险投资五种影响力对投资-现金流敏感度回归结果及分析	46
第六节 风险投资对企业融资影响的实证结果分析	49
第五章 稳健性检验	51
第一节 更换融资约束标准指标	51
第二节 行业限定后的回归结果	52
第六章 结论分析及对策	53
第一节 研究结论	53
第二节 研究启示	54
第三节 研究不足与后续研究方向	55
参考文献	56
致谢	59

Contents

CHAPTER 1 PREFACE	1
Section 1 Research Background	1
Section 2 Research Significance.....	3
Section 3 Research Method and Framework	4
Section 4 Research Innovations	6
CHAPTER2 LITERATURE REVIEW	7
Section 1 Theories Review.....	7
Section 2 Literature Review of Investment-Cash Sensitivity	9
Section 3 Literature Review of Venture Capital	15
CHAPTER3 RESEARCH DESIGN	18
Section 1 Research Hypothesis	18
Section 2 Data Selecting.....	23
Section 3 Definition and Calculation of Research Variables.....	24
Section 4 Research Models.....	31
CHAPTER4 EMPIRICAL RESULTS.....	36
Section 1 Descriptive Statistics Results and Analysis	36
Section 2 Variable Correlation Analysis.....	40
Section 3 Empirical of Investment-Cash Sensitivity Exist	43
Section 4 Empirical of VC and Investment-Cash Sensitivity.....	44
Section 5 Empirical of VC Powers and Investment-Cash Sensitivity.....	46
Section 6 Empirical of Venture Capital and Corporate Financing	49
CHAPTER5 ROBUST TEST	51
Section 1 Financing Constrain Robust Test.....	51
Section 2 Regression Result of Industry Robust Test	52
CHAPTER4 CONCLUSIONS AND DISCUSSIONS	53
Section 1 Conclusions	53
Section 2 Policy Suggestions.....	54
Section 3 Limitations and Directions of Further Research.....	55
REFERENCE.....	56
ACKNOWLEDGEMENT	59

第一章 绪论

第一节 研究背景

2009年2月，随着王中旺以1.09亿元将五谷道场转让给中粮集团，曾经名噪一时的“非油炸”方便面踏上了品牌重建的道路。当年的“五谷道场”，凭借“非油炸，更健康”的广告标语，一夜之间成为方便面市场中的“黑马”，2005年销售收入3亿元，2006年底暴涨到15亿元，中旺集团也荣登第五届中国成长企业百强榜首，但至此不得不因为资金链断裂而谢幕。

1999年，中旺集团创始人王中旺在河北乡下出资170万元成立了一家小型方便面企业，并且迅速发展，2004年，中旺集团北京五谷道场食品技术开发有限公司注册成立，为超越同业，王中旺决定将“五谷道场”定位为“非油炸”方便面，并在此后发起了大规模扩张和广告宣传，资金链危机也由此埋下伏笔。

2005年，“五谷道场”面世，前期投入的广告费用高达2000多万，最高峰时期，每日广告投入达一百万元，从产品刚入市就在各城市高档社区、写字楼等交通要道大规模派样近千万包，凭借如此强大的广告攻势，五谷道场呈现一片旺销势头，销售额一路增长，于是，五谷道场一再提高自己的预期，开始了全国范围内的规模扩张。2005年底到2007年初，中旺集团全部精力都放在扩大规模上，在全国30多个城市设立了办事处，同时大力开拓发展生产基地，不到两年的时间，设立了11条生产线，投资额接近18亿元。然而，延续地扩张和广告支出等，导致了企业现金的缺口加大，并同时引发了拖欠广告费、供应商货款、员工薪水等问题，生产线开机率也逐渐降低，全国超市相继出现断货现象^①。

2007年底，由于长期拖欠经销商货款和工人工资，五谷道场北京房山核心生产基地被查封，资金链断裂传闻终于被证实，媒体报道，五谷道场资金链断裂涉资总额5000多万元。

曾经气势如虹的五谷道场，何以要如此“贱卖”？我们不难发现，造成从昔日辉煌到今日窘境的最主要的原因就在于资金命脉掌控失调。

^① 资料来源：http://finance.stockstar.com/SS2008010830098650_1.shtml
<http://www.foods1.com/content/409232/>

面临企业资金链断裂，中旺集团也想过融资解决危机，但是由于集团没有直接融资渠道，同时债务负担也日益加重，再次举债的成本增加，融资并不顺利，王中旺也曾一度去美国等地尝试多种方法融资，但都没有成功。

耗用巨额初始资金，盲目急速扩张，再融资渠道不畅通，应对措施不及时，这些最终导致五谷道场资金链断裂，以申请破产告终。

实际上，像五谷道场一样因为受到融资约束而发生财务困境的公司不在少数，顺驰地产、巨人集团、德隆集团、三九集团……这些曾被誉为商界“神话”的企业，都曾因为资金问题而偃旗息鼓。这些企业的案例告诉我们：财务约束是当前我国企业发展中最主要的瓶颈之一，在经营过程出现资金周转困难时，企业想贷款往往达不到银行要求，其他融资方式又难以实现，融资方式狭窄反过来又影响经营活动，于是形成一个恶性循环，尤其目前，一方面市场经济开放，企业资金需求强劲；另一方面，融资渠道狭窄，伴随企业的往往是不同程度的资金饥渴症，企业难以获得足够资金进行投资，如果企业对外融资受到制约，就只能依赖内部产生的现金流，在这种情况下，企业的投资与内部现金流之间的关系将变得非常密切，而资金的缺乏使企业无法达到最优投资状态，又进一步影响了我国市场经济体制的发展。

在拓宽企业融资渠道的道路上，风险投资作为兴起的新兴力量，发挥着独特的作用。风险投资（Venture Capital）也称创业投资，最早起源于 40 年代的美国，风险投资为美国经济带来了发展的资金，哺育了包括苹果、戴尔、雅虎、惠普等一大批美国新经济时代的巨头企业。由西方实践来看，风险投资的出现对有效利用社会闲余资金，缓解产业中的资金瓶颈问题起到了促进作用，虽然它并不能完全解决融资问题，但是由于风险资本家寻求长期回报，因此无论经济萧条或是繁荣，无论高利息还是低利息，只要风险资本家确定，他会在任何时候进行耐心的长期性投资，企业也可以在任何时候申请融资。除此之外，通过风险投资发展起来的资金配置、使用、监管的机制，使风险投资家和企业管理层、投资者的目标能够很好的结合，对于减少融资过程中的信息不对称，最大限度地提高资金、人力资源的使用效率也大有帮助。

借鉴西方国家经验，为缓解我国企业融资渠道有限的问题，我国于 1985 年在国务院发布的《关于科学技术体制改革的决定》中首次引入了“创业投资”的

概念，并于同年批准成立了我国首家风险投资机构——中国新技术创业投资公司。此后，一些中央部门和许多地方政府纷纷出台各种支持政策并出资组建风险投资机构参与投资，随着经济和科技体制改革的不断深化，投资环境得以改善，风险投资机制逐步完善，中国风险投资业迅速发展，投资主体已呈现出多元化的趋势：有以财政出资为主的，也有国企集团、上市公司、民间资本和境外组建的。据中国风险投资研究院（CVCRI）《2009年中国风险投资行业调研报告》显示，2009年全年，风险投资行业共募集资金963.29亿元人民币，共投资689个项目，投资总额达316.64亿元人民币，投资领域也从90年代较为单一的互联网企业扩展为多样的传统项目。因此，有学者预言未来十年是中国风险投资“由弱到强”、飞速发展的“黄金十年”。

伴随风险投资实务界的繁荣发展，国内外理论界也开始对风险投资展开了研究，但目前的研究主要集中于风险投资对IPO抑价（Barry, Muscarella, Peavy III 和 Vetsuypens, 1990）^[1]，IPO择机（Lerner, 1994）^[2]和公司经营管理、长期绩效（Brav 和 Gompers, 1997^[3]；Hellmann 和 Puri, 2002）^[4]的影响，而未涉及风险投资对解决公司融资约束问题这一方面。

大量国内外研究表明，风险投资的监督职能、经验能力、声誉机制和关系网络是影响公司的四种重要机制，那么，风险投资究竟能否缓解公司的融资约束问题，又是通过何种机制产生作用的呢？鉴此，本文设计了5个指标来衡量风险投资的影响力，在此基础上构建理论模型提出研究假设，系统地研究了风险投资对缓解上市公司融资约束的影响及其作用机制。

第二节 研究意义

本文具有重要的理论价值和现实意义：

从学术角度看，首先，对于传统企业投资行为研究，本文对西方投资理论在我国的应用进行了验证，证明了西方国家发现的投资行为受到公司现金流影响的现象在我国同样存在，并且，本文的研究发现，造成这种现象的原因是在于我国上市公司受到信息不对称因素引起的融资约束；其次，对于风险投资影响机制研究，本文填补了风险投资对影响上市公司融资约束问题的空白，拓展了风险投资作用的研究领域，发现风险投资的监督职能、关系网络能够为企业融资提供便利，

能更好地缓解企业面临的融资约束问题；再次，本文对融资约束理论以及风险投资作用机制的研究都进行了系统全面的梳理，以便为后来研究者提供了理论铺垫。

从实践角度看，本文的研究结果可以为政府监管和发展风险投资行业提供依据。对于政策制定者，本文的研究使其更好地认识到我国企业投融资现状，从而为政府制定相关政策来完善对风险投资的监管和发展提供了依据；其次，对于公司管理者，在公司引进风险投资，改善公司治理决策上，本文的研究结论能提供决策依据，并为促进企业投融资决策的科学化提供理论借鉴；投资者亦可从中得到借鉴，风险投资的加入有助于缓解公司的财务约束问题，促进公司的再融资，是有利的信号，投资者在进行股票投资时可将是否具有风险投资背景作为因素纳入考虑，增加投资收益。

第三节 研究思路和框架

本文以全部 A 股 1384 家上市公司 2002-2009 年的数据为样本，通过多元线性回归方法，研究风险投资对上市公司融资约束的影响。具体来说，本文首先判定我国上市公司是否存在投资决策受到内部现金流影响的现象，以及造成这种现象的原因何在；接着检验风险投资作为为企业提供资金支持的机构，能否缓解企业内部现金流约束现象；然后进一步分析风险投资的监督职能、经验能力、声誉机制和关系网络等机制中，哪些能减缓由于融资约束引起的投资-现金流敏感度；最后研究风险投资对于我国企业融资便利性的影响。

图 1.1 是本文的研究思路和框架，本文共分为六章：

第一章（即本部分）为绪论，主要介绍本文的研究背景、研究意义、研究框架和特色之处。

第二章文献回顾，首先介绍了本文研究的理论背景，然后分别整理了国内外学者关于企业投资-现金流敏感度以及风险投资作用机制的实证研究成果，最后对现有研究进行了总结。

第三章研究设计，提出了本文的研究假设，介绍了文章的样本选择与数据来源，变量的定义计算，以及实证模型的构建。

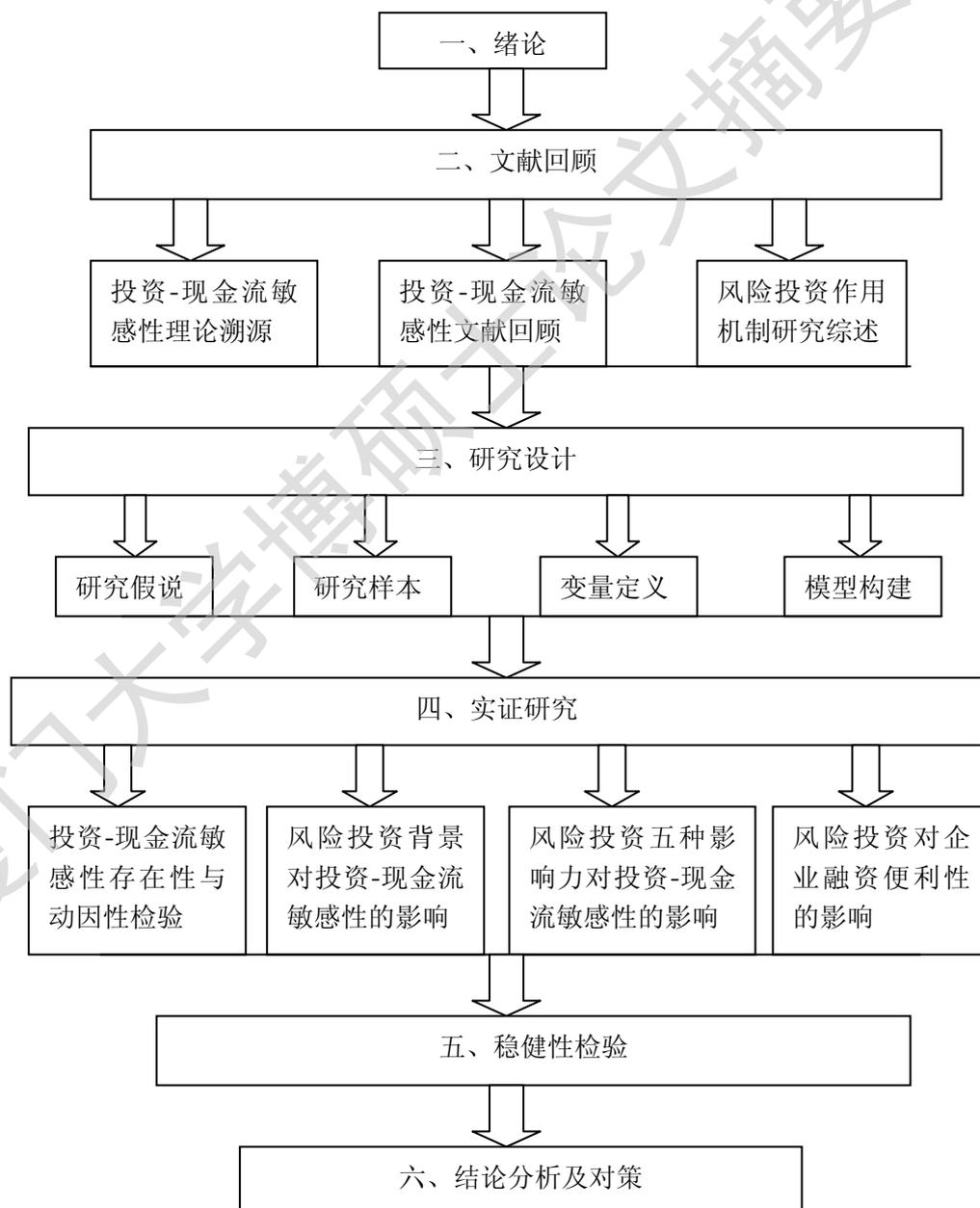
第四章实证结果与分析，首先对变量进行描述性分析，接着对我国投资-现

金流敏感性的存在性和动因进行了实证检验与分析,进一步,检验了风险投资对于上市公司投资与现金流量的敏感性关系,并按风险投资公司不同的特征,深入探讨不同特征影响力对上市公司融资约束问题的影响,最后检验了风险投资的存在对我国企业融资便利性的影响。

第五章对本文的研究内容进行了稳健性检验。

第六章为本文的研究结论、研究启示及展望。

图 1.1: 本文研究框架



第四节 研究特色

本文的研究背景与以往研究的不同，结合风险投资作用机制，讨论了股东背景对企业融资约束问题的影响。本文的研究特色主要体现在以下几个方面：

1、在分析企业融资方式偏好与企业投资行为问题时，从投资-现金流敏感性的角度，将是否具有 VC 背景纳入分析框架，讨论股东背景对投资-现金流敏感性的影响。

2、丰富了有关投资-现金流敏感度的研究，对于公司是否受到现金流影响，提出了新的度量标准，即是否具有 VC 作为股东提供资金。

3、本文揭示了风险投资对上市公司融资约束的影响及其作用机理，丰富了关于风险投资领域的研究。以往的研究主要在于 IPO 择机、IPO 首日折价、长期业绩方面，本文首次检验了 VC 对企业现金流的影响。

4、不仅检验 VC 本身，同时将 VC 根据特征进行细分，检验了 VC 的不同特征对于企业投资-现金流敏感性的影响，为企业管理层及投资者提供借鉴依据。

5、研究样本全面，本人样本选择了自 1990 年以来所有上市公司，研究时间窗口也是选择了可获取数据资源的所有年限。

6、本文为企业投融资研究打开了新的研究思路，考虑到新世纪中国资本市场发生的较大变化，风险投资已经作为一股新兴力量在商业市场中发挥着越来越重要的作用，本文较为详细、全面地梳理了企业投资理论的发展史以及风险投资研究成果，为后来者进行公司投资行为与风险投资影响机制的研究做了较好的理论铺垫。

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