

学校编码: 10384
学号: 32020121150577

分类号_密级_
UDC_

厦门大学

硕士学位论文

我国风险投资机构的退出行为
及其对股票市场的影响研究

An Empirical Research on Venture Capitals' Exit Behavior
and its Influence on Stock Market

张媛

指导教师姓名: 吴超鹏教授
专业名称: 财务管理学
论文提交日期: 2015年3月
论文答辩时间: 2015年5月
学位授予日期: 2015年6月

答辩委员会主席: —
评阅人: —

2015年3月

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

本文研究风险投资机构的 IPO 退出行为及其对股票市场的影响。本文层层递进地探讨以下三个问题：（1）风险投资减持速度是否影响上市公司的业绩和风险投资机构的收益？风险投资特征能否影响减持速度？（2）风险投资减持的过程中是否存在内幕交易？不同特征的风险投资机构利用内幕消息的程度是否相同？（3）风险投资的减持行为给市场造成怎样的影响？我们采用 2007 年 1 月到 2012 年 12 月 605 家风险投资机构的投资与减持交易数据进行实证研究，发现：风险投资持有期对上市公司经营业绩没有显著影响；老资历、单独投资、参与公司董监高和国有性质的风险投资机构 IPO 后减持速度较慢；持有期较长的风险投资机构，初始投资价格较低，整体投资收益较高，由于“托市”导致其减持收益较差。

其次，整体来看风险投资机构在盈余公告前存在内幕交易行为。其中，联合投资的风险投资机构盈余公告前更多利用内幕消息减持获利；参与董监高和持有期较长的风险投资机构盈余公告前不愿利用内幕消息减持；成立年限长的风险投资机构亦存在内幕交易行为。风险投资减持比重越大，公司未来的短期和长期市场反应都较差。

本文的研究不仅从交易层面直接观测风险投资的退出行为，精确地研究其 IPO 退出的投资收益，为盈余公告前的内幕交易行为提供了直接可靠的证据，而且具有重要的现实意义。首先有助于证券监督机构提高监管效率；其次有助于创业公司减少信息不对称，挑选风险投资伙伴；最后对于投资者判断上市公司未来业绩和市场表现也将有所帮助。

关键词： 风险投资； 投资收益； 内幕交易

Abstract

This paper tries to study venture capitals' exit behavior and the influence on stock market. In this paper, we explore the following three questions progressively. First of all, we investigate the influence of venture capitals' divestment speed on the listed companies' performance and venture capitals' investment profit. Secondly, the venture capitals' transaction data enables us to explore whether venture capitals involve in the insider trading and how the situation varies with their characteristics. Finally we examine the market reaction to the venture capitals' divestment. Based on a sample of 605 venture capitals from 2007 to 2012, this paper provides an empirical study and draws a few conclusions as follows. The venture capitals' holding periods have no significant effects on the listed companies' performance. Venture capitals establishing early, non-syndicate and participating have longer holding periods. Further, venture capitals with long holding periods have lower initial investment prices and higher overall investment profit, but worse divestment profit because of holding the market.

We also find venture capitals appear insider trading behavior in principle. Among them, the syndication venture capitals divest more before earnings announcement with insider information. Venture capitals participating in the board and holding long periods wouldn't take advantage of insider information to divest for extra profit. And the old venture capitals have insider trading behavior in some extent. Finally there is a negative relationship between venture capitals' divestment and the firms' market performance in both short and long future.

This study not only observes venture capitals' exiting behavior directly on the transaction level, measures the IPO investment profit precisely, provides direct and reliable evidence for venture capitals' insider trading behavior, but also has important practical significance. First of all, it contributes to the security regulatory agency improving the efficiency of supervision. Secondly, it helps start-ups choose venture capital partners with less information asymmetry. At last, it's also helpful for investors to judge the future performance of the listed companies.

Key Words: Venture Capital; Investment Profit; Insider Trading

目录

第一章 引言	1
第一节 研究背景与问题的提出	1
第二节 研究内容、思路和框架	2
第三节 创新和贡献	5
第二章 制度背景	6
第一节 风险投资概述	6
一、 风险投资的概念.....	6
二、 风险投资的运作过程.....	8
第二节 我国风险投资的发展历程及现状	10
一、 风险投资的发展历程.....	10
二、 我国风险投资的现状.....	13
第三章 理论分析与研究假设	17
第一节 风险投资 IPO 退出行为与收益	17
一、 风险投资 IPO 退出行为与上市公司业绩.....	17
二、 风险投资特征与 IPO 后退出速度.....	18
三、 风险投资减持速度与投资收益.....	21
第二节 风险投资减持行为与内幕交易	22
一、 风险投资机构盈余公告前择时减持.....	22
二、 风险投资机构特征与减持信息含量.....	24
第三节 风险投资减持的市场反应	25
第四章 研究设计	27
第一节 样本与数据	27
第二节 模型构建与相关变量计算	27
一、 风险投资机构退出行为模式.....	27
二、 风险投资机构减持是否利用内幕消息.....	28
三、 风险投资机构减持的市场反应.....	30
第三节 变量描述性统计	30
第五章 实证结果及分析	32
第一节 风险投资退出行为与上市公司业绩及投资收益	32
一、 风险投资退出行为及持有期.....	32
二、 风险投资持有期与上市公司业绩.....	34
三、 风险投资特征对减持持有期的影响.....	36
四、 减持持有期、风险投资特征与退出收益.....	37
第二节 风险投资机构减持与内幕交易	39
一、 风险投资减持是否利用内幕消息.....	39
二、 不同特征风险投资减持行为的内幕信息含量.....	41
第三节 风险投资机构减持的市场反应	44

一、风险投资减持的短期市场反应.....	44
二、风险投资减持的长期市场反应.....	45
三、稳健性检验.....	46
第六章 结论与启示.....	47
第一节 研究结论.....	47
第二节 研究启示.....	48
第三节 研究局限性.....	48
参考文献.....	50
致 谢.....	54

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research Background	1
Section 2 Research Content, Ideas and Framework	2
Section 3 Innovation and Contribution	5
Chapter 2 Analysis of Institution Background	6
Section 1 Venture Capital Overview	6
1.1 Concept of Venture Capital	6
1.2 Operation of Venture Capitals' Program	8
Section 2 History and Present State of Venture Capital in China	10
2.1 History of Venture Capital in China	10
2.2 Present State of Venture Capital in China	13
Chapter 3 Theoretical Analysis and Hypotheses	17
Section 1 Venture Capitals' Exit Behavior and Profit	17
1.1 Venture Capitals' Exit Behavior and Companies' performance	17
1.2 Venture Capitals' Characteristics and Exit Speed	18
1.3 Venture Capitals' Exit Speed and Investment Profit	21
Section 2 Venture Capitals' Divestment Behavior and Insider Trading	22
2.1 Venture Capitals' Timing Behavior before Earnings Annoucement	22
2.2 Venture Capitals' Characteristics and Information Content	24
Section 3 Market Reaction of Venture Capitals' Divestment	25
Chapter 4: Research Design	27
Section 1 Sample and Data	27
Section 2 Variables and Models	27
2.1 Model of Venture Capitalists' Exit Behavior	27
2.2 Model of Venture Capitalists' Divestment and Insider Trading	28
2.3 Model of Market Reaction to Venture Capitals' Divestment	30
Section 3 Variable Statisticss Description	30
Chapter 5 Empirical Results and Analysis	32
Section 1: Venture Capitals' Exit Behavior, Companies' Performance and Venture Capitals' Profit	32
1.1 Venture Capitals' Exit Behavior and Holding Period	32
1.2 Venture Capitals' Holding Period and Companies' performance	34
1.3 Venture Capitals' Characteristics and Holding Period	36
1.4 Venture Capitals' Holding Period, Characteristics and Exit Profit	37
Section 2: Venture Capitals' Divestment Pattern and Insider Trading	39
2.1 Whether Venture Capitals Divest According to Insider News	39

2.2 Information Content of Different Venture Capitals' Divestment.....	41
Section 3: Market Reaction to Venture Capitals' Divestment	44
3.1 Short Market Reaction to Venture Capitals' Divestment	44
3.2 Long Market Reaction to Venture Capitals' Divestment	45
3.3 Robust Test.....	46
Chapter 6: Conclusions and Implications	47
Section 1 Research Conclusions	47
Section 2 Research Enlightenments	48
Section 3 Research Shortages	48
References	50
Acknowledgment	54

厦门大学博硕士论文摘要

图表目录

图 1 研究框架	4
图 2 风险投资的项目运作过程	8
图 3 中国风险投资历年投资额	14
图 4 风险投资通过 IPO 退出的数目	14
图 5 2014 年风险投资项目行业占比	15
图 6 2014 年活跃的风险投资机构项目数	15
图 7 风险投资净减持量计算方法示例	33
表 2.1 风险投资的多种定义	6
表 2.2 风险投资的特点	7
表 2.3 风险投资发展初期大事年表	11
表 2.4 代表性融资事件	16
表 4.1 变量描述性统计	31
表 5.1 不同层面减持持有期描述性统计	34
表 5.2 持有期对上市公司业绩的影响	35
表 5.3 风投特征对减持持有期的影响	36
表 5.4 风投特征分阶段退出收益率	38
表 5.5 风险投资盈余公告前的减持行为	40
表 5.6 风险投资特征与盈余公告前的减持行为	42
表 5.7 风险投资机构减持的短期市场反应	45
表 5.8 风险投资机构减持的长期市场反应	46

第一章 引言

第一节 研究背景与问题的提出

过去的 20 年全球经济飞速发展，以高科技为标志的第三次工业革命带来颠覆性的巨变，全球竞争格局因原子能、互联网和生物技术而再次改写。美国凭借丰富的创新资源和开放的竞争机制延续着霸主的传奇，涌现出一批世界性的高科技企业，其中英特尔、思科、IBM、苹果等互联网巨头云集于硅谷。硅谷高科技企业的繁荣极大程度上归功于当地发达的风险投资，全美三分之一的风险投资机构聚集于此。美国等西方发达国家的经验表明，风险投资对于高科技企业的发展具有重要的“孵化”、扶持作用，初创期的高科技企业因其高风险的特性难以通过常规的融资渠道筹集发展的必要资金，风险投资不仅提供资金解决燃眉之急，而且提供一系列增值服务，为企业的发展保驾护航。

我国现阶段正处于经济结构加速转型时期，摒弃落后、粗放、环境污染型的传统生产方式，加快发展高科技附加值、自主研发创新、环境友好型的产业模式，实现从“中国制造”向“中国创造”的突破和迈进，需要借鉴欧美等国的成功经验，大力发展风险投资。近年来我国的风险投资事业发展提速，经历了 2012、2013 年 IPO 暂停难以退出之痛，随着 IPO 的重启和上市注册制改革的政策红利，2014 年我国风险投资总额同比增长 2.25 倍，即将迎来新一轮蓬勃发展的高峰。

然而随着我国风险投资机构推动愈来愈多的创业公司成功 IPO，风险投资获得高额回报和提高声誉的同时，其追求短期利益的行为饱受诟病。批评者指出，由于创业板和新三板的陆续推出，以及我国 IPO 市场存在的高额溢价，利益的诱惑促使风险投资机构纷纷把眼光从初创企业转向了较为成熟的 Pre-IPO 企业。风险投资机构通常拥有广泛的关系网络，一些红色 PE 更拥有牢固的政治关联，可以有效帮助企业提高过会的成功率，通过在企业上市前 1-2 年入股、IPO 后迅速解禁的短期资本运作，风险投资机构可以短期内获得巨额投资收益。然而，追求利益的短视性不仅无法发挥风险投资原有对初创期高科技、高风险企业的孵化和扶持作用，歪曲了风险投资的初衷和使命，而且可能在资本市场引起恶劣影响，给投资者带来严重的损失。更有甚者，某些风险投资机构滥用资源和声誉，对拟

上市公司过度包装以符合上市条件，将不合格的公司推向资本市场，自身迅速套现获得超额利润，不惜坑害投资者利益。比较典型的一例为海普瑞，高盛联合 APP 公司对海普瑞业绩造假，致使海普瑞上市两年后股价蒸发 80%以上，而高盛却早已在股价较高时迅速套现^①。

另一方面，学术界之前对风险投资 IPO 后行为的研究集中于探讨风险投资对公司投融资行为（吴超鹏、吴世农、程静雅和王璐，2012），创新投入（付雷鸣、万迪昉和张雅慧，2012），公司激进性投资行为（黄福广、彭涛和田利辉，2013）的影响，而风险投资 IPO 后退出行为方面的研究尚处于空白阶段。因此，本文探讨我国风险投资机构 IPO 后究竟如何退出，风险投资的退出行为又将对股票市场产生怎样的影响，不仅拥有重要的现实意义和研究的必要性，而且丰富和拓展了风险投资领域相关的文献，具有一定程度的学术价值。

第二节 研究内容、思路和框架

为考察我国风险投资机构的退出行为模式及其对股票市场的影响，本文由浅入深地探讨以下三个问题：（1）风险投资减持的速度是否影响上市公司的业绩和风险投资机构的收益？进一步地，风险投资的哪些因素可能影响其减持的速度？

（2）风险投资减持的过程中是否存在内幕交易现象？不同特征的风险投资机构获取、利用内幕消息的程度是否会存在差异？（3）风险投资的减持行为将给市场造成怎样的影响？针对这些问题，本文用 2007-2012 年深交所上市公司的风险投资股东的减持数据为样本，进行了实证检验。结果发现，风险投资退出行为与上市公司业绩方面，IPO 后风险投资持有期的长短对上市公司经营业绩没有显著影响；老资历、单独投资、参与公司董监高和国有性质的风险投资机构 IPO 后短期不急于退出，减持持有期更长；IPO 后持有期较长的风险投资机构，初始投资价格较低，IPO 折价率较高，禁售期股票市场表现良好，整体投资收益较高，但减持收益较差。风险投资减持的过程中，在上市公司盈余公告前整体存在内幕交易行为。进一步研究表明，联合投资的风险投资机构盈余公告前更多利用内幕消息减持获利，且减持量加大；参与董监高的风险投资机构盈余公告前减持量减

^①赵景文, 孟俊龙, 李黎, 等. 高盛主导的 IPO 财务操纵分析: 从西部矿业到海普瑞[J]. 财务与会计 (理财版), 2011, 10: 017.

少，且减持行为不含内幕消息；有证据表明成立年限长的风险投资机构也利用内幕消息进行减持；而持有期较长的风险投资机构盈余公告前减持量减少，且不愿利用内幕消息减持获利。风险投资减持行为的市场影响方面，我们发现，盈余公告前风险投资减持比重越大，市场短期反应越差；不区分减持区间的情况下，风险投资月度减持量越大，公司未来长期市场反应越差。经过稳健性检验，上述实证结果依然成立。

全文共分为六章，各章节详情如下：

第一章 引言：由研究背景引出本文的主题、思路和框架，并简单阐述研究价值和创新之处。

第二章 制度背景：分为两个小节。第一节介绍风险投资概念、特点和风险投资项目的运作过程；第二节则详细说明我国风险投资的发展历程，和 2010 年之后的现状。

第三章 理论分析与研究假设：分为三个小节。第一节对风险投资 IPO 后的退出行为与上市公司业绩、风投特征和投资收益的关系进行了文献回顾，并提出本文的研究假设 1 和 2；第二节对风险投资减持行为与内幕交易进行了文献回顾，并提出研究假设 3 和 4；第三节对风险投资减持的市场反应进行了文献回顾，提出研究假设 5 和 6。

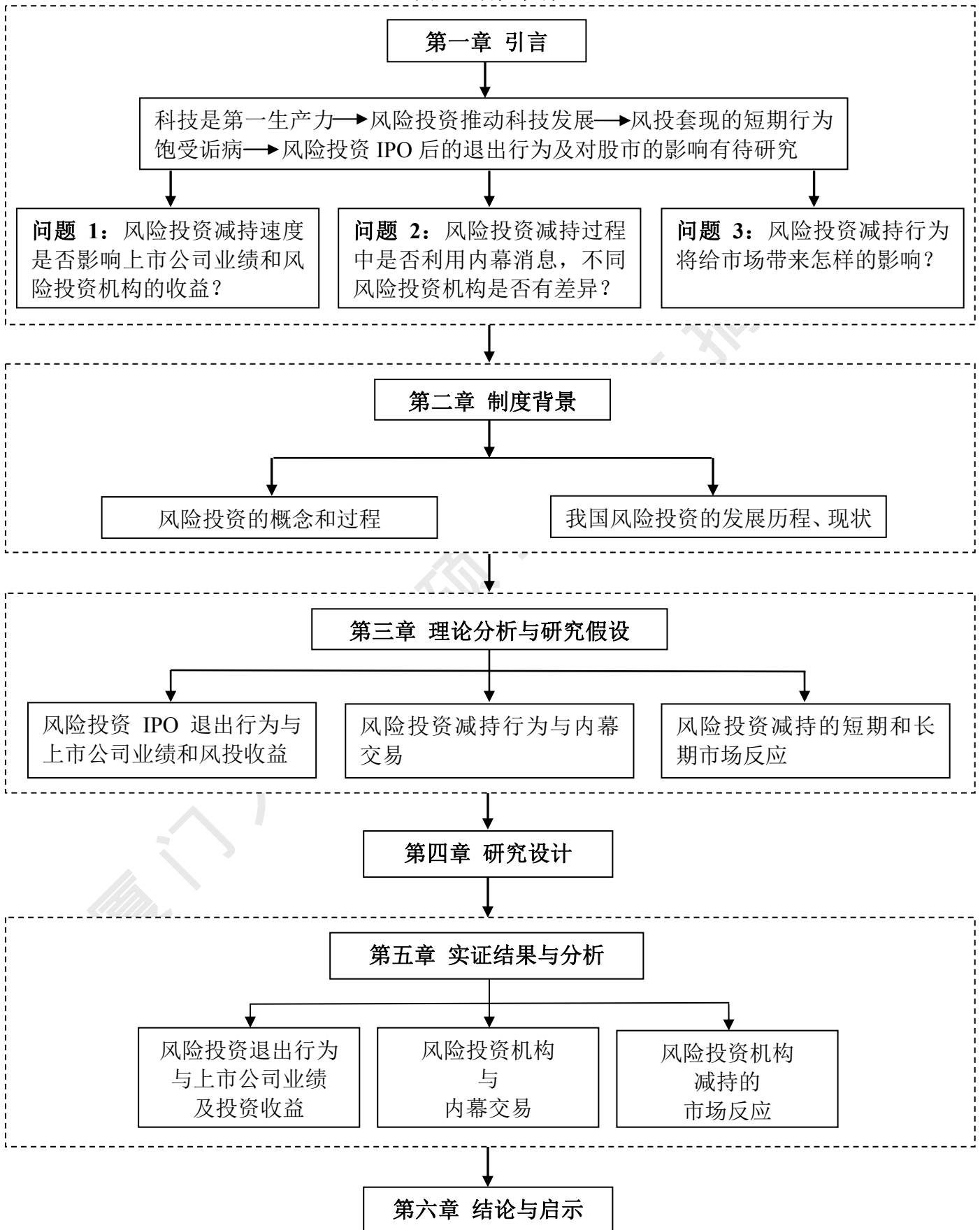
第四章 研究设计：分为三个小节。第一节介绍了本文的研究样本和数据的来源，第二节描述了模型构建和相关变量的计算方法，第三节对本文样本进行描述性统计。

第五章 实证结果及分析：分为三个小节。第一节首先通过风险投资持有期量化退出行为，用单变量分析检验风险投资持有期对上市公司业绩的影响；其次用单变量分析检验风险投资特征与减持持有期的关系；最后用单变量分析检验持有期和风投特征对风险投资收益的影响。第二节运用 OLS 多元回归模型检验盈余公告前风险投资减持是否利用内幕消息，并进一步检验不同特征的风险投资减持行为的内幕信息含量。第三节运用 OLS 多元回归模型检验风险投资机构减持后的短期和长期市场反应，并对上述多元回归结果进行稳健性检验。

第六章 结论与启示：对全文的实证研究结果进行总结，讨论研究结论的启示、现实意义和本文的研究局限性。

本文的研究框架如下图 1 所示。

图 1 研究框架



第三节 创新和贡献

本文运用深圳证券交易所提供的风险投资 IPO 后减持的非公开交易数据,从上市公司、风险投资机构和风险投资项目三个层面研究风险投资 IPO 后的减持行为,有如下几条创新和贡献:

第一,前人对风险投资退出收益的研究主要集中于风险投资的方式(Phalippou 和 Gottschalg, 2009; Amit、Brander 和 Zott C, 1998)、声誉(Nahata, 2008)和关系网络(Hellmann、Lindsey 和 Puri, 2008; Gompers 和 Xuan, 2009),本文首次从风险投资的交易层面逐笔研究其 IPO 退出收益。在此基础上,本文进一步将风险投资从入股到二级市场退出整个投资周期,分为入股-IPO 发行、发行-IPO 首日收盘、禁售期、解禁期四个阶段,分别衡量四个阶段收益率,从而首次揭开了风险投资在不同投资阶段的盈利水平。

第二,前人对风险投资内幕交易的研究较少,相关的一篇通过风险投资分配股票来证明其拥有内幕消息(Gompers 和 Lerner, 1998),本文使用风险投资二级市场的每日减持数据,首次研究盈余公告前风险投资是否进行内幕交易,研究思路更为直接,极大地弥补了该领域的空白。

第三,前人研究风险投资机构能否改善上市公司业绩,主要变量为上市公司是否存在风险投资股东哑变量(Brav 和 Gomper, 1997; Doukas 和 Gonenc, 2005),本文首次使用风险投资机构 IPO 后的持有期作为影响因子,研究风投持有期的长短是否对上市公司的财务业绩、市场表现和创新能力有所影响。不仅一定程度上避免了风险投资机构的选择性偏差(selection bias),而且指标设置更为合理,研究逻辑更为缜密,丰富了风险投资与上市公司业绩方面的文献。

第四,前人对风险投资特征的研究主要集中于对公司经营管理的参与程度(Barry, 1990; Lerner, 1995),动机、绩效和关系网络(Brander、Amit 和 Antweiler, 2002; Lockett 和 Wright, 1999)以及入股价格和退出成功率(Hsu, 2004),本文首次研究风险投资特征对内幕交易的影响,从新的角度探讨了风险投资机构这一主体给公司带来的增值服务和利己角度出发的道德风险,充实和发展了风险投资治理层面的研究文献。本文研究表明,年轻和联合投资的风险投资机构更可能快速套现和内幕交易,参与董监高的风险投资机构 IPO 后持有时间更长,更少利用内幕消息获利。

第二章 制度背景

第一节 风险投资概述

一、风险投资的概念

“Venture Capital”译作“风险投资”或者“创业投资”，可见“风险投资”本身是切实的舶来品。顾名思义，风险投资对投资方而言极具风险，投资对象多为初创期或者成长期初期的企业，极具不确定性，投资失败的概率较高；对创业方而言，初创期或成长期公司的现金流入少且不稳定，企业生存、发展需要大量资金投入，轻资产、高风险的特征又不适合债务融资，提供股权资本的风险投资机构是创业方喜闻乐见的合作伙伴。风险投资的定义可谓众说纷纭，表 2.1 列示了不同国家权威机构发布的定义。

表 2.1 风险投资的多种定义

发布机构	风险投资的定义
联合国经济合作与发展组织	凡是对高科技与知识为基础，进行生产、经营技术密集型创新产品或服务的投资
美国风险投资协会	由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本
欧洲投资银行	为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型企而以持有一定的股份形成承诺的成本
国务院 1999 年发布《关于建立风险投资的若干意见》	向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为

资料来源：闫冰：《国际风险投资理论综述》，《经济纵横》2002 年 2 期

从表 2.1 的定义中可以发现，“风险投资”一词兼具名词和动词属性，本章“风险投资”一词定义为投资活动，为动词；“风险投资”的名词属性用“风险投资机构”来表述，以作区分。综上所述，我们认为，具备专业经验、知识的投资者对具有发展前景的高风险新兴企业以股权投资的形式提供资金，并积极参与被投资企业的经营管理，提供增值服务，以实现企业价值增值而退出获利的行为，即为风险投资。其中，投资者或投资机构即为风险投资者或风险投资机构。不难发

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.

廈門大學博碩士論文摘要庫