

风险投资会影响企业做市转让行为吗?*

——我国新三板市场的实证研究

沈维涛, 陈洪天*

(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

内容提要:本文基于新三板市场,考察了风险投资是否对新三板企业做市转让行为产生影响。研究发现,整体而言,风险投资支持的挂牌企业更有可能进行做市转让。其中,高声誉、非国有背景风险投资在企业做市转让过程中发挥更大的作用。此外,风险投资尤其是非国有背景风险投资支持的企业拥有更多的做市商数量,体现了更强的做市动机。结论支持了风险投资监督管理的价值增加效应。进一步研究发现,在新三板做市交易低迷情况下,风险投资不再积极推动所投企业进行做市转让。综合研究结论,企业选择声誉更好、非国有背景的风险投资机构更有利于企业做市转让。

关键词:风险投资;声誉;非国有背景;做市转让

中图分类号:F832.48 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)10—0125—15

一、引言

近年来,新三板市场发展迅速,已成为继沪深证券交易所之后第三家全国性证券交易所,是我国多层次资本市场的重要组成部分。新三板的进一步扩容,丰富和完善了资本市场结构,为广大的创业型、创新型、成长型中小微企业提供了融资服务。与沪深交易所不同,新三板具有挂牌门槛低、挂牌效率高、制度灵活等特点,因而受到中小微企业追捧。截至2016年3月底,已有超6000家企业在新三板挂牌。同时,为了提高市场的股权流动性,实现价值发现,做市商制度被引入新三板。此后,越来越多的挂牌企业开始从协议转让转变为做市转让,截至2016年3月底,通过做市转让的企业已达1400余家,占到总挂牌企业的22%。作为服务创新和创业的重要载体,风险投资在培育孵化创新型中小微企业、推动高科技产业发展、催生新的经济增

长点等方面起到了关键的作用。近年来,风险投资发展尤其迅猛,根据清科集团统计的数据显示,截至2015年底,活跃在资本市场上的VC/PE机构已超过8000家。同时,风险投资在新三板中扮演的角色愈发重要,截至2016年3月底,474家具有风险投资背景的企业在新三板挂牌。

价值发现、价值创造、价值实现是风险投资的投、管、退三部曲(李曜、王秀军,2015),其中,在价值创造阶段,风险投资对所投企业在IPO前将发挥监督管理作用。国外学者已经得到较为丰富的实证研究成果。Bloom等(2009)通过跨国制造业企业数据研究发现,风险投资在价值创造阶段,将指导目标公司的管理层,参与公司董事会的战略制定,从而提升这些公司的管理水平和绩效;Croce等(2013)则通过对欧洲高科技企业的数据研究发现,有风险投资参与的公司,在其第一轮投资之后经营绩效得到了显著的改善。总之,对发达市场经济体

收稿日期:2016-07-13

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“新三板企业挂牌、定增与做市交易问题研究:基于风险投资的视角”(71673231);国家自然科学基金面上项目“风险投资支持的企业IPO折价、择机与后管理问题研究”(71172052);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“管理者异质性对公司财务决策的影响研究”(20720151180)。

作者简介:沈维涛(1963-),男,福建龙岩人,教授,经济学博士,研究领域是公司财务、公司治理,E-mail:wtshen@xmu.edu.cn;陈洪天*(1990-),男,浙江绍兴人,博士研究生,研究领域是公司财务、公司治理,E-mail:chenhongtian000@foxmail.com。*为通讯作者。

的实证研究表明,风险投资有此功能。随着风险投资在中国的快速发展,国内学者也逐渐开始关注上述问题。比如,吴超鹏(2012)研究发现,在中国A股市场,风险投资的参与对抑制公司自有现金流的过度投资以及增加公司的短期有息债务和外部权益融资都将发挥一定作用。但多数的实证结果并不乐观,杨其静等(2015)以2012年底前在中国创业板上市的公司为研究对象,发现在IPO之后,风险投资并不能更有效地帮助公司改善经营绩效,在IPO时,资本市场有可能贬损风险投资支持公司的市场价值。其余研究结论同样不甚理想(谈毅等,2009;勒明、王娟,2010;邓尧刚,2010)。总结来看,首先,相关文献目前并不多,所得结论也不一致;其次,考虑到数据获取限制的原因,这些文献多基于A股市场来检验风险投资是否发挥了其基本职能,真正关于企业IPO前风险投资发挥监督管理作用的文献还极少,而这正是本文所重点关注的问题。新三板市场的诞生及快速发展为考察这一理论提供了天然实验场所。原因主要集中在以下几个方面:首先,新三板在多层次资本市场结构中起到重要作用,它是继沪深证券交易所之后第三家全国性证券交易所,在场所性质和法律定位上与其他两家相同。新三板市场为创新、创业、成长型的中小微企业进行融资及发展提供了场所,而这些企业中的部分也有风险投资的“身影”。此外,登陆新三板,先“等待”、进而IPO是很多企业和风险投资机构的共识。因此,通过新三板市场这一特殊情境,有助于检验风险投资对所投企业在IPO前发挥监督管理职能。最后,登陆新三板市场,需要企业披露相关的股权结构和具体财务情况等信息,这为研究的开展提供了数据支持。

本文基于新三板市场,考察风险投资机构是否对企业做市转让产生影响。本文逐步深入分析和探讨了如下两个问题:第一,整体而言,风险投资机构能否提高企业做市转让的概率并使更多的做市商为企业提供做市?其影响机理如何?第二,进一步地,不同声誉、不同背景的风险投资机构,其对支持企业进行做市转让及拥有的做市商数量又会有什么差异?针对上述问题,本文通过Wind数据库搜集风险投资的相关数据,以2006—2016年在我国新三板市场挂牌的6349家企业为研究样本进行实证检验并得到相应结论。

本文具有以下主要贡献。第一,本文丰富了风险投资监督管理的价值增加效应。国内关于风险投资对所投企业IPO前发挥监督职能的文献并不多,本文基于新三板市场情境,发现有风险投资背景的企业更有可能进行做市转让,为该研究问题提供了新的经验证据。第二,扩展了关于风险投资特征的研究。风险投资机构通过其自身具有的以及在其行为过程中形成的特点,在具体投资中发挥不同的作用,本文以风险投资的声誉和背景两个重要特征为切入点,考察其在发挥监督职能时所表现的不同作用机制。第三,立足于中国新三板市场的特殊环境,从风险投资的视角研究企业做市转让行为。新三板市场是一个新兴的资本市场,做市转让又是新三板区别于其他证券交易所所特有的一种交易方式,本文以做市商制度为背景,从风险投资的视角考察其是否影响企业做市转让行为,是对新三板市场研究的一次初探,为相关领域的后续开展提供了崭新的视角。

二、制度背景

新三板市场自扩容以来发展迅速,但股票交易方式仍基本延续了原中关村试点期间的协议转让方式。在协议转让交易制度下,投资者之间的交易大部分通过事先沟通后再通过交易系统进行成交,交易系统仅起到一个通道的作用,包括信息搜寻成本、谈判成本等在内的隐性成本较高,阻碍了市场的活跃程度。至2014年8月中旬,新三板市场日成交额已达到35亿元,虽取得重大突破,但与同期A股千亿级的交易额相比,仍然处于较低水平。而新三板市场年换手率维持在1%~5%的水平,同样大幅低于其他市场。

在此背景下,2014年8月25日新三板正式推出了做市商制度。做市商制度是指做市商(一般是券商)用自有资金购买一定股票作为库存,并承诺维持双向交易,市场投资者根据做市商报出的买卖价格与其进行股票交易,从而维持市场流动性。那么,对于企业而言,其选择做市转让主要取决于哪些因素?本文从企业的收益与成本两方面进行分析。收益方面,做市商作为新三板做市交易市场的对手方,分别向买卖双方提供报价,可以帮助企业合理定价,有效提升企业估值,增强企业股票在市场上的流动性。而股票价格的有效形成,股权流动

性的增强反过来又会影响企业的融资等资本行为, 结合实务情况, 本文发现, 股权流动性好又使做市转让的企业其股权质押接受度较高。此外, 作为市场中相对成熟且有经验的投资者和参与者, 做市商对是否为新三板企业提供做市服务, 是否做出对做市企业增持还是减持的决定, 都体现了做市商对这家企业经营状况以及未来发展的判断, 并将这些意见及时传递给投资者和市场, 让市场以这样的信息为依据来判断企业的好坏。另外, 目前新三板各项制度仍在不断推进和完善中, 企业是否通过做市转让方式进行交易则是其中一项重要的衡量指标, 如2016年5月推出的《分层管理办法》标准三就侧重于挂牌企业的做市要求。其他诸如转板机制等制度预期, 以及企业今后在新三板市场开展各项资本运作, 都使得采取做市转让成为企业的理想选择。成本方面, 新三板做市商多以定增方式获得库存股票, 股票的价格由做市商和企业协议商定, 一般都比较低, 这将对做市企业形成一定成本。

对于做市商而言, 又会通过什么标准来筛选拟申请做市的企业呢? 与协议转让的交易方式相比, 做市转让的优势已开始逐渐显现, 但是, 由于目前做市商主体的局限(全部由证券公司构成)以及数量也有限, 因此, 在做市商和新三板企业二者博弈中, 显然是做市商占据了主动权。占据主动权的做市商一般会从财务指标、成长性、所处行业等方面来消除公司价值的不确定性, 对备选企业进行一定标准的筛选。

因此, 根据上述分析可以推知, 在权衡收益和成本之后, 新三板企业才会做出是否进行做市转让的决定。而在这个过程中, 做市商的选择标准、行业偏好等因素也将极大地影响企业是否能够进行做市转让。

三、理论分析与研究假设

风险投资持有创业企业股份, 是创业企业的重要参与者, 其对创业企业的培育阶段往往也是风险投资的价值创造过程, 主要起到监督管理作用。具体而言, 主要表现在以下几个方面: 一是相对于无风险投资支持的企业, 有风险投资支持的公司董事

会对公司的战略和管理决策的制定参与度要高(Fried等, 1998); 二是有风险投资支持的企业将加快普及管理会计系统(Davila & Foster, 2005), 以提升企业财务管理水平; 三是风险投资机构多为企业建言献策, 将有助于提升企业业绩(Bottazzi等, 2008), 同时, 风险投资机构的人力资源背景将影响对所投企业的监督管理, 拥有更多商业经历合伙人的风险投资, 其对所支持企业的管理将更加积极, 而拥有理工科背景合伙人的风险投资机构, 则并没有表现出很好监督管理企业的情况; 四是当CEO发生更替时期有风险投资支持的企业董事会将表现出更强的独立性(Lerner, 1995), 从而降低由原公司创始人来继续担任CEO的可能(Baker & Gompers, 2003)。

那么, 在我国新三板市场环境下, 风险投资对企业进行做市转让产生影响, 其监督管理功能如何体现呢? 本文从风险投资具有对所支持企业选择做市转让的动机和能力两方面来进行探讨。首先, 动机方面, 前文已分析, 企业将根据收益和成本两方面来决定其是否进行做市转让。而作为企业的重要投资人, 结合自身利益和新三板市场行情, 风险投资有对其所投企业开展融资, 提高估值, 将来实现转板等的强烈预期, 以此为未来退出并获取丰厚收益做准备。因此, 采取做市转让就成为了风险投资机构支持企业发展的理想选择, 也是其实施监督管理功能的目标体现。其次, 能力方面, 当企业需要进行做市转让时, 企业和做市商之间会存在信息不对称。做市商将考核企业各项财务指标以消除企业价值的不确定性, 从而对备选企业进行筛选。在这种信息不对称情况下, 风险投资的监督管理功能将起到一定的作用(Sahlman, 1990; Hellmann & Puri, 2002)。Stiglitz(1985)研究发现, 风险投资作为创业企业的股权投资人, 有必要参与所投企业管理, 行使内部人职能, 从而降低了公司的不确定性并有效提升公司价值; Cressy & Olofsson(1997)的研究发现, 瑞典的初创企业尤其是那些提供商业服务的新企业, 为了获得更多的管理技能, 会用自身企业的股权来吸引风险投资。同时, 风险投资在企业做市转让过程中也表现出一定的“认证效应”^①,

^①传统有关认证效应的论证多通过风险投资支持企业的IPO抑价问题研究得到, 新三板企业做市转让与之存在一定不同, 本文借鉴引用, 为了说明风险投资在企业做市转让过程中起到降低信息不对称作用。

降低信息不对称程度 (Megginson & Weiss, 1991; Lin, 1996)。同时,由于目前做市主体仅限于证券公司,因此,新三板企业与做市商之间存在明显的“僧多粥少”局面,考虑到风险投资对所投资企业提供有效的支持和帮助,本文认为,将有更多的做市商为其提供做市服务。因此,本文提出如下假设:

H₁:在控制其他条件下,风险投资支持的企业更有可能进行做市转让,且有更多的做市商为其提供做市服务。

以上分析中,本文视风险投资机构为一个整体进行考虑,并没有涉及风险投资之间的异质性。已有的研究表明,风险投资的不同特征会对创业企业产生不同的影响(沈维涛等,2013;吴超鹏等,2012;张学勇、廖理,2011)。本文讨论有关风险投资的两种特征对企业进行做市转让的影响:

第一,风险投资的声誉。风险投资机构的声誉对创业企业是有价值的,其监督管理作用主要体现在为创业企业提供更好的增值服务。但是,不同声誉的风险投资机构提供的增值服务显然是不同的,拥有高声誉风险投资机构将提供更有价值的服务,具体体现在以下三点:更丰富的投资经验,更广泛的关系网络,为创业企业提供更有效、更直接的支持和帮助(叶小杰、沈维涛,2013)。相关研究从高声誉的风险投资将支持企业联系起来(Lindsey, 2008),引进专业投行(Barry等,1990)、建立战略联盟(Stuart等,1999)等方面提供了实证证据。进一步地,高声誉的风险投资可以提升所支持企业的业绩。Nahata(2008)研究发现,声誉较好的风险投资机构支持的企业更易实现成功退出(IPO或者M&A),且成功退出时间更短;Krishnan等(2011)的研究也表明,高声誉的风险投资机构支持的企业具有更高的IPO成功率。由此可以推知,风险投资机构的声誉越好,为企业管理建言献策、提供必要帮助的能力也越强,并且运用其拥有的政治联系、公关能力等各种社会资源为所支持企业迈向资本市场提供更多的便利。在新三板市场中,高声誉的风险投资支持的企业进行做市转让时,也将获得更多的做市商的关注。

第二,风险投资的背景。国有背景的风险投资考虑的目标是多维的,不仅要考虑自身投资的经济利益,而且还承担着促进区域经济发展、推动高新

技术产业化等任务(Fuller, 2010; Lerner, 2002)。同时,国有背景的风险投资由于没有完全实现市场化运作,代理成本相对较高,因此,其投资项目的回报率可能较低(钱苹、张炜,2007)。Brander等(2008)的研究通过用IPO或者并购比例、规模等因素来度量风险投资机构业绩,发现国有背景的风险投资的业绩要远低于非国有背景,这可能是由于国有背景的风险投资普遍缺乏有效监督管理或价值增加的技能而导致的;张学勇、廖理(2011)较早开展了有关风险投资产权因素对公司在股票市场表现影响的实证研究,结果表明,政府背景风险投资所支持的公司并没有表现出较低的IPO抑价率和较高的股票市场累计回报率;沈维涛等(2013)通过研究我国风险投资机构在企业IPO过程中的择时行为及影响机理发现,相对于外资背景风险投资支持的企业而言,国有背景的风险投资支持的企业并不具有更高的IPO成功率和择时成功率。而非国有背景的风险投资在“门槛”相对较低的新三板市场上,能够充分发挥其灵活、目标单一(以经济利益为主)等特性,为企业在新三板进行做市转让提供有效支持。它对于所投资企业在新三板市场进行做市转让,从而增强企业股权流动性、提升企业价值等方面,将发挥更大的作用。因此,本文提出如下假设:

H₂:在控制其他条件下,高声誉的风险投资支持的企业将更有可能进行做市转让,且有更多的做市商为其提供做市服务。

H₃:在控制其他条件下,非国有背景的风险投资支持的企业更有可能进行做市转让,且有更多的做市商为其提供做市服务。

四、研究设计

1. 数据来源

本文取自2006年在新三板挂牌的6349家企业(包括新三板扩容前于中关村科技园区挂牌的企业)作为研究对象,考虑到金融行业的特殊性质,本文将该行业的样本予以剔除,同时剔除了数据不完整的企业。有关风险投资的基本资料、投资数据等,本文取自Wind数据库,并在CVsource数据库中进行了校对。风险投资排名取自对应年份清科集团发布的《中国创业投资暨私募股权投资年度排名》并进行整理。其余新三板做市企业做市的相关

数据,以及全部挂牌企业的财务数据、企业性质、行业分类等均取自 Wind 数据库。本文以 Winsorize 方法在 1% 的水平下对连续变量进行了处理。

2. 模型构建与变量定义

为了检验本文提出的假设,本文构建了如下 Logit 模型和 Tobit 模型:

$$\text{Logit}(Mar) = \beta_0 + \beta_1 VC/VC_repu/VC_non + \sum r_i Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Tobit}(Mar_num) = \beta_0 + \beta_1 VC/VC_repu/VC_non + \sum r_i Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

模型中,变量的定义和度量方法如下:

(1)被解释变量:做市转让 (Mar)。如果企业采取做市转让则取 1,否则取 0。本文以 Wind 数据库中的企业做市公告日为界限,来区分企业是否采取做市转让。做市商数量 (Mar_num),为企业提供做市交易服务的做市机构数。由于每家企业的做市商数量会发生变化,因此,本文分别统计了企业做市起始日以及每年年末的做市商数量。

(2)解释变量:风险投资 (VC)。如果企业是风险投资支持的则取 1,否则取 0。结合沈维涛等(2013)对 IPO 企业风险投资的相关界定和新三板市场做市转让的实际情况,判断标准如下:①风险投资初始样本取自 Wind 数据库股转系统中 PE/VC 投资明细子库;②与 CVsource 数据库中风险投资支持企业的具体情况进行一一校对;③风险投资机构的投资必须发生在 VC-Series 或 PE-Growth 阶段,同时,发生在企业做市之前;④风险投资与企业股东、管理层没有关联关系;⑤在寻找校对信息的过程中,出现模糊难以根据以上界定标准进行判断时,根据谨慎性原则,将不确认该企业获得风险投资支持。

风险投资声誉 (VC_repu),取企业做市前,处于清科集团《中国创业投资暨私募股权投资年度排名》对应年份上榜(前五十名)的风险投资机构作为声誉的度量指标,若风险投资机构上榜则取 1,否则为 0。选取方法有别于前人研究使用清科排名前十名作为声誉度量指标(陈见丽,2012;罗党论、卢俏媚,2012),这主要依据近年来我国风险投资机构数量剧增的背景下,能上榜的机构都是拥有较高声誉的风险投资。同时,本文仍将其他相关风险投资声誉的度量方法在稳健性检验中进行了相应测试。

非国有风险投资 (VC_non)。借鉴吴超鹏等(2012)对国有背景风险投资机构的认定,本文在 Wind 数据库中逐家搜索有关风险投资机构的相关背景资料,并通过 CVsource 数据库进行校对,以确定风险投资机构的背景特征,并将其划分为两种:非国有风险投资和国有风险投资。定义分别为:若风险投资是非国有背景则取 1,否则取 0。

(3)控制变量。本文加入如下控制变量:企业成长能力、企业盈利能力、企业是否为高科技企业 ($HighTec$)、大股东持股比例 ($Topshare$) 以及企业其他财务指标等,选取依据是相关做市商会根据上述变量对申请做市企业进行筛选。其中,企业成长能力使用企业做市转让前两年的营业收入年均复合增长率 (Rev_grow) 来衡量,企业盈利能力使用企业做市转让前两年净利润的年均复合增长率 (Pro_grow) 来衡量、企业其他财务指标包括企业做市转让前一年的资产负债率 (Lev) 和总资产负债率 (ROA)。企业是否为高科技企业,参照徐欣、夏芸(2015)的方法,本文将化学原料及化学制品制造业 ($C43$) 电子制造业 ($C5$) 仪器仪表业 ($C78$) 医药、生物制品业 ($C8$),信息技术业 (G) 界定为高技术行业。此外,模型中还加入了年度哑变量 ($Year$) 和行业哑变量 ($Industry$),以控制年度和行业的影响。

表 1 模型变量的定义与说明

变量名称	变量符合	变量说明
被解释变量		
企业是否做市转让	Mar	若企业是做市转让的则为 1,否则为 0
做市商数量	Mar_num	为企业提供做市服务的做市商数量
解释变量		

变量名称	变量符合	变量说明
风险投资是否介入	VC	有风险投资参与的企业为1,否则为0
风险投资声誉	VC_repu	若风险投资上榜对应年份清科排名前五十为1,否则为0
非国有风险投资	VC_non	若风险投资为非国有背景取1,否则取0
控制变量		
成长能力	Rev_grow	企业做市转让前两年营业收入年均复合增长率(%)
盈利能力	Pro_grow	企业做市转让前两年净利润年均复合增长率(%)
资产负债率	Lev	企业做市转让前一年的资产负债率(%)
总资产收益率	ROA	企业做市转让前一年的总资产收益率(%)
大股东持股比例	Topshare	企业做市转让前一年第一大股东的持股比例(%)
是否为高科技企业	HighTec	若企业为高科技行业则为1,否则为0
年度哑变量	Year	年度控制
行业哑变量	Industry	行业控制

资料来源:本文整理

五、实证结果及分析

1. 变量描述性统计

表2是变量的描述性统计结果。Panel a1研究风险投资对企业做市转让的影响,其中,采取做市转让的企业占总样本的30.6%,有风险投资介入的企业占总体的9.2%;Panel a2统计了风险投资影响做市转让企业的做市商数量的变量特征,在参与回归的观测数中,做市转让的企业平均有五家做市商为其提供做市服务;Panel b1和Panel

b2进一步地考察对于风险投资介入的企业其做市转让的情况,其中,Panel b1为风险投资声誉和背景对企业做市转让影响的描述性统计,高声誉风险投资占到总样本的33.3%,非国有背景风险投资占到46.1%;Panel b2为风险投资声誉和背景影响做市转让企业的做市商数量的描述性统计,在参与回归的观测数中,做市商数量平均为6.695家,有37.1%为高声誉的风险投资,53.3%为非国有背景的风险投资。

表2 变量描述性统计

变量名称	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测数
Panel a1 风险投资影响企业做市转让的实证样本统计						
是否做市转让	0.306	0	0.461	0	1	4899
是否风险投资介入	0.092	0	0.290	0	1	4899
成长能力	0.313	0.163	0.620	-1	5.434	4899
盈利能力	0.867	0.392	1.597	-0.785	9.495	4899
资产负债率	0.389	0.384	0.199	0.006	0.937	4899
总资产收益率	0.072	0.068	0.103	-0.418	0.368	4899
大股东持股比例	0.516	0.501	0.196	0.150	0.988	4899
是否高科技企业	0.397	0	0.489	0	1	4899
Panel a2 风险投资影响做市转让企业的做市商数量实证样本统计						
做市商数量	5.007	4	3.334	2	37	1497
是否风险投资介入	0.132	0	0.338	0	1	1497

变量名称	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测数
成长能力	0.291	0.174	0.490	-0.742	5.434	1497
盈利能力	0.734	0.370	1.322	-0.785	9.495	1497
资产负债率	0.358	0.351	0.187	0.006	0.934	1497
总资产收益率	0.086	0.076	0.073	-0.418	0.368	1497
大股东持股比例	0.456	0.439	0.173	0.150	0.982	1497
是否高科技企业	0.436	0	0.496	0	1	1497
Panel b1 风险投资特征影响企业做市转让的实证样本统计						
是否做市转让	0.435	0	0.496	0	1	453
是否高声誉风险投资	0.333	0	0.472	0	1	453
是否非国有风险投资	0.461	0	0.499	0	1	453
成长能力	0.314	0.144	0.774	-0.951	5.434	453
盈利能力	0.584	0.251	1.225	-0.785	9.495	453
资产负债率	0.365	0.364	0.185	0.016	0.894	453
总资产收益率	0.040	0.056	0.121	-0.418	0.368	453
大股东持股比例	0.400	0.366	0.161	0.150	0.949	453
是否高科技企业	0.450	0	0.498	0	1	453
Panel b2 风险投资特征影响做市转让企业的做市商数量实证样本统计						
做市商数量	6.695	6	4.111	2	23	197
是否高声誉风险投资	0.371	0	0.484	0	1	197
是否非国有风险投资	0.533	1	0.500	0	1	197
成长能力	0.259	0.137	0.696	-0.487	5.434	197
盈利能力	0.428	0.244	0.913	-0.785	6.911	197
资产负债率	0.349	0.351	0.174	0.022	0.797	197
总资产收益率	0.062	0.064	0.080	-0.418	0.273	197
大股东持股比例	0.365	0.339	0.149	0.150	0.817	197
是否高科技企业	0.411	0	0.493	0	1	197

资料来源: 本文整理

2. 风险投资与企业做市转让行为的单变量分析

在表3中, 本文进一步根据样本企业是否具有风险投资支持、风险投资声誉高低、风险投资是否非国有背景进行分组对比分析。A栏列示的是风险投资与企业做市行为的关系, 单变量分析发现, 具有风险投资背景的企业进行做市转让要高于无风险投资背景的企业, 且二者差异显著。C栏列示的是风险投资与做市企业的做市商数量的关系, 其

中, 风险投资支持的企业拥有的做市商数量要显著高于无风险投资支持企业, 这与研究假设 H_1 相符。B栏列示的是风险投资特征与企业做市行为的关系, 分析发现, 高声誉风险投资支持的企业进行做市转让要明显高于声誉一般的风险投资背景的企业。同时, 就风险投资的不同背景对企业的影响而言, 相对于国有背景的风险投资, 非国有背景的风险投资支持的企业较易进行做市转让。D栏列示的是风险投资不同特征与做市企业的做市商数量

的关系,背景特征对所支持企业做市商数量影响的结果与预期一致,但高声誉的风险投资和声誉一般的风险投资支持企业拥有的做市商数量并没有显著差异,这与研究假设不相符。以上仅是单变量分析,并未加入相应控制变量,因此,还需进行 Logit 和 Tobit 回归分析,以得到更加稳健的结论。

表 3 风险投资影响企业做市的单变量分析

变量	Mar	均值差
A 栏:风险投资与企业做市行为		
非风险投资	0.192	-0.134 *** (0.000)
风险投资	0.326	
B 栏:风险投资特征与企业做市行为		
声誉一般风险投资	0.303	-0.074 *** (0.000)
高声誉风险投资	0.377	
国有背景风险投资	0.290	-0.115 *** (0.000)
非国有背景风险投资	0.405	
变量	Mar_num	均值差
C 栏:风险投资与做市企业的做市商数量		
非风险投资	4.363	-1.488 *** (0.000)
风险投资	5.851	
D 栏:风险投资不同特征与做市企业的做市商数量		
声誉一般风险投资	6.620	-0.201 (0.978)
高声誉风险投资	6.821	
国有背景风险投资	6.065	-1.182 *** (0.000)
非国有背景风险投资	7.247	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著;括号内数值表示对应系数的 *t* 统计量的 *p* 值

资料来源:本文整理

3. 风险投资对企业做市转让行为的影响分析

表 4 风险投资对企业做市转让行为的影响

因变量	是否做市转让					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
风险投资	0.576 *** (5.63)	0.368 *** (3.42)				
风险投资声誉			0.358 * (1.72)	0.381 * (1.72)		

通过 Logit 回归分析考察风险投资机构及其特征对企业做市转让行为的影响。首先,本文将风险投资视为一个整体,运用模型(1)进行了回归估计,结果列于表 4 的列 1~列 2 中。列 1 在未加入控制变量的情况下考察了风险投资与企业进行做市转让的关系,风险投资(VC)系数为 0.576 且显著。列 2 加入了公司特征等控制变量,显示的回归结果风险投资(VC)系数依然为正且显著,验证了有关风险投资支持的企业将更有可能进行做市转让的推断,研究假设 H₁ 得到部分证实。这表明,所投企业采取做市转让对风险投资而言确实是重要的,风险投资有动机(如做市后提高企业估值,将来实现转板等),也有这个能力(发挥其监督管理功能,规范企业运营,提升企业业绩)来促使这一行为的发生。

为了进一步研究风险投资特征对企业做市转让行为的影响,本文从风险投资声誉和风险投资背景两种特征入手,并进行了检验,结果列于表 4 的列 3~列 6 中。列 3、列 4 是在未加入和加入相关控制变量之后,考察了风险投资声誉与企业做市转让行为的关系,回归结果显示,风险投资声誉(VC_repu)的系数均为正且显著。这表明,较高声誉的风险投资能够利用其掌握的各种资源帮助企业进入资本市场,支持所投企业进行做市转让,这与本文的研究假设 H₂ 部分一致。同时,本文就非国有背景的风险投资和国有背景的风险投资与企业做市转让行为也进行了类似的检验,结果显示在列 5、列 6。分析发现,非国有背景的风险投资机构(VC_non)的回归系数均为正且显著,与研究假设 H₃ 部分一致。这表明,非国有背景的风险投资机构能够充分发挥其投资灵活、目标单一(以经济利益为主)的特点,对所投企业的价值创造、监督管理提供有效帮助,从而促进企业进行做市转让。

因变量	是否做市转让					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
非国有风险投资					0.449 ** (2.29)	0.355 * (1.71)
成长能力		-0.044 (-0.69)		0.064 (0.40)		0.091 (0.56)
盈利能力		-0.073 *** (-2.93)		-0.206 ** (-2.08)		-0.221 ** (-2.22)
资产负债率		-0.785 *** (-4.31)		-0.637 (-1.04)		-0.782 (-1.27)
总资产收益率		2.404 *** (6.56)		3.709 *** (3.50)		3.570 *** (3.39)
大股东持股比例		-0.024 *** (-12.96)		-0.031 *** (-4.43)		-2.904 *** (-4.23)
是否为高科技企业		-0.043 (-0.48)		-0.314 (-1.11)		-0.267 (-0.95)
常数项	-0.736 * (-1.82)	0.569 (1.32)	13.935 (0.01)	14.902 (0.02)	13.486 (0.01)	14.456 (0.02)
观测值	4898	4899	453	453	453	453
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Pseudo R</i> ²	0.025	0.071	0.033	0.088	0.024	0.086

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著;括号内数值表示对应系数的 *t* 统计量
资料来源:本文整理

4. 风险投资对做市企业的做市商数量影响分析

进一步考虑,风险投资不仅将影响企业进行做市转让,而且可能使得更多的做市商为其支持的企业提供做市服务。为此,本文选取了做市转让的新三板企业样本,运用 Tobit 模型检验了风险投资对做市企业的做市商数量的关系,回归结果如表 5 所示。

表 5 列 1 显示,在加入控制变量和年度行业哑变量之后,风险投资(*VC*)回归系数为正,且在 1% 的水平下显著,表明风险投资支持的企业转为做市之后,将有更多的做市商愿意为其提供服务,验证了研究假设 H_1 的推论。所得结果是风险投资促使企业进行做市转让结果的一个“外延”,风险投资具有相应的动机和足够的帮助企业拥有更多的

做市商为其做市。列 2 ~ 列 3 显示,风险投资声誉和风险投资背景与做市企业的做市商数量的关系,分析发现,非国有背景的风险投资与做市企业的做市商数量关系的结果与预期一致,但风险投资声誉(*VC_repu*)回归系数为正,却不显著,没有验证之前的部分研究假设。为此,本文根据背景特征,将风险投资分为国有风险投资和非国有风险投资两组,同样将风险投资声誉特征变量放入模型进行回归,回归结果如列 4 ~ 列 5 所示。结果显示,高声誉且非国有风险投资机构的回归系数为 1.607 且显著,而高声誉国有风险投资机构并未得到类似的结果,这表明,具有良好声誉且非国有背景的风险投资才有足够的动机有效发挥其监督管理作用,以帮助企业拥有更多做市商为其做市。

表 5 风险投资对做市企业做市商数量的影响

因变量	做市商数量				
	全样本	分样本	分样本	国有风险投资	非国有风险投资
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
风险投资	1.820 ^{***} (5.79)				
风险投资声誉		0.547 (0.82)		-0.902 (-1.10)	1.607 [*] (1.80)
非国有风险投资			1.175 [*] (1.86)		
成长能力	0.451 [*] (1.89)	0.356 (0.70)	0.527 (1.02)	0.553 (1.09)	0.044 (0.02)
盈利能力	-0.180 ^{**} (-1.97)	-0.467 (-1.29)	-0.532 (-1.50)	-0.000 (-0.00)	-1.246 ^{**} (-2.39)
资产负债率	0.813 (1.30)	-4.182 ^{**} (-2.17)	-4.332 ^{**} (-2.27)	-2.321 (-1.03)	-7.545 ^{***} (-2.64)
总资产收益率	5.268 ^{***} (3.33)	10.024 ^{**} (2.26)	11.006 ^{**} (2.49)	22.915 ^{***} (3.16)	2.976 (0.53)
大股东持股比例	-0.043 ^{***} (-6.72)	-9.362 ^{***} (-4.42)	-8.882 ^{***} (-4.22)	-0.053 ^{**} (-2.06)	-0.131 ^{***} (-4.58)
是否为高科技企业	-0.453 (-1.59)	-0.613 (-0.72)	-0.566 (-0.67)	0.515 (0.56)	-2.050 (-1.58)
常数项	4.520 ^{***} (3.28)	11.670 ^{***} (2.64)	10.015 ^{**} (2.24)	7.000 ^{***} (4.44)	15.513 ^{***} (3.39)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
N	1497	197	197	92	105
Pseudo R ²	0.018	0.040	0.043	0.051	0.082

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著；括号内数值表示对应系数的 t 统计量

资料来源：本文整理

5. 进一步分析

在验证了风险投资及其特征对企业做市转让的影响之后，本文考虑风险投资对所支持企业做市转让是否存在择时功能？2015 年年中的“股灾”，上证指数从最高时的 5178 点开始暴跌，并一度使得 A 股市场陷入流动性紧张。市场恐慌很快蔓延至新

三板市场，造成了新三板做市指数、三板成指也经历了暴跌，此后数月新三板做市成交量急剧萎缩。当新三板做市行情低迷时，股权无法正常流动和价值发现功能也已基本丧失，极大影响新三板企业在此期间进行做市转让。而对风险投资机构自身而言，成功的市场择时同样意义重大，已有研究阐释

了风险投资对企业 IPO 时发挥的择时作用 (Barry 等, 1990; 沈维涛等, 2013)。作为企业重要参与者, 在面临较为低迷的市场行情时, 风险投资为了维护企业及自身的利益, 也可能采取择时行为, 暂缓推动所投企业进行做市转让。

本文以 2015 年 7 月—2015 年 10 月新三板做市指数暴跌后, 成交量急剧萎缩为背景, 通过 Logit 模型对相关子样本进行了回归检验, 分析二级市场的低迷行情能否将减弱风险投资对企业做市转让行为的影响。本文以做市起始日为选取标准, 剔除

了在 2015 年 7 月之前已经转为做市以及在 2015 年 10 月之后才转为做市的企业, 回归方法与前文一致, 回归结果如表 6 所示。回归结果表明, 在新三板做市二级市场行情低迷、成交量萎缩期间, 无论是风险投资 (VC)、风险投资声誉 (VC_repu), 还是风险投资背景 (VC_non) 的回归系数均不显著。本文认为, 在宏观环境、资本市场环境发生剧烈变化时, 作为企业的重要参与者, 风险投资对于企业是否采取做市转让等重要行为仍然发挥了一定的作用, 并不急于促使企业进行做市转让。

表 6 风险投资、二级市场低迷状况与企业做市转让行为

因变量	是否做市转让				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
风险投资	-0.447 (-0.98)	-0.454 (-0.99)	-0.560 (-1.16)		
风险投资声誉				1.842 (1.61)	
非国有风险投资					0.643 (0.57)
成长能力			-0.605 (-1.11)	-2.324 (-0.71)	-1.903 (-0.61)
盈利能力			-0.154 (-0.95)	-0.836 (-0.66)	-0.494 (-0.42)
资产负债率			1.209 (1.45)	2.695 (0.67)	0.748 (0.21)
总资产收益率			7.844*** (3.28)	3.118 (0.45)	4.802 (0.72)
大股东持股比例			-0.017** (-2.41)	-0.028 (-0.89)	-0.027 (-0.95)
是否为高科技企业			0.130 (0.38)	0.355 (0.29)	0.277 (0.22)
常数项	-1.475*** (-10.72)	-1.386 (-1.24)	-1.453 (-1.19)	-2.486 (-0.94)	-1.318 (-0.58)
行业		控制	控制	控制	控制
观测值	392	392	392	39	39
Pseudo R ²	0.003	0.007	0.056	0.181	0.107

注: **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著; 括号内数值表示对应系数的 t 统计量

资料来源: 本文整理

6. 稳健性检验

为了验证前文所得结论是否稳健,本文做了如下检验:第一,运用 PSM 方法,检验在企业其他特征类似的情况下,有风险投资支持的企业更有可能进行做市转让。表 4 已经通过回归估计了风险投资及其声誉、背景对企业进行做市转让的影响,为了使研究结果不受样本选择的影响,使论证过程更加科学严谨,进一步采用倾向值匹配方法(PSM)对风险投资支持的企业重新匹配其对照组样本。具体操作如下,选取企业盈利能力、企业成长能力、资产负债率、总资产收益率、大股东持股比例、是否高科技行业对新三板企业是否有风险投资的哑变量进行 Logit 回归,得到的企业是否有风险投资的预测值。每家有风险投资支持的企业合适匹配到无风险投资支持的企业,要求就是使这两家的预测值差距最小。对得到的 PSM 方法匹配的样本,重新进行了风险投资及其特征对企业做市行为影响的实证检验,回归结果如表 7 所示,风险投资支持的企业,其中具有良好声誉风险投资支持的企业,以及非国有背景风险投资支持的企业,将更有可能进行做市转让,回归系数分别是 0.422、0.381、0.365 且显著,研究结果与前文保持一致。第二,在度量风险投资声誉时,采用的是入选清科排名前五十作为高声誉的度量指标,这一指标的选取主要依据目前我国风险投资机构数量剧增的背景。已有研究还采用风险投资机构入选清科排名前十以及风险投资机构成立年限,本文分别以这些度量指标将风险投资声誉高低进行重新区分,并对研究假设 H₂ 的模型进行回归分析,主要实证结论基本一致。第三,为了消除异常值对统计结果的影响,本文还对连续变量进行了 2% 和 5% 的缩尾处理,本文结论仍然成立。

表 7 运用 PSM 方法,检验风险投资支持的公司更有可能进行做市转让

因变量	是否做市转让		
	(1)	(2)	(3)
风险投资	0.422 ^{***} (3.47)		
风险投资声誉		0.381 [*] (1.72)	

因变量	是否做市转让		
	(1)	(2)	(3)
非国有风险投资			0.365 [*] (1.76)
成长能力	0.045 (0.43)	0.064 (0.40)	0.094 (0.58)
盈利能力	-0.147 ^{***} (-2.66)	-0.206 ^{**} (-2.08)	-0.225 ^{**} (-2.25)
资产负债率	-0.874 ^{***} (-2.69)	-0.637 (-1.04)	-0.784 (-1.28)
总资产收益率	4.038 ^{***} (6.29)	3.709 ^{***} (3.50)	3.643 ^{***} (3.46)
大股东持股比例	-0.024 ^{***} (-6.44)	-0.031 ^{***} (-4.43)	-0.030 ^{***} (-4.41)
是否为高科技企业	-0.261 [*] (-1.71)	-0.314 (-1.11)	-0.287 (-1.02)
常数项	0.155 (0.20)	14.902 (0.02)	15.265 (0.01)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
N	1528	175	175
Pseudo R ²	0.076	0.088	0.091

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著;括号内数值表示对应系数的 t 统计量

资料来源:本文整理

六、结论与启示

1. 结论

本文基于我国新三板市场情境及做市商制度,从风险投资的视角出发,结合现实情况构建了三组研究假设,以探讨风险投资对新三板企业进行做市转让的影响。通过 Wind 数据库搜集风险投资的相关数据,并以 2006—2016 年间新三板挂牌企业为研究样本,进行实证检验并得到如下结论:(1)整体而言,风险投资发挥了监督管理和认证作用,有风险投资支持的企业进行做市转让的概率要高于无风

险投资背景的企业,且所投资企业拥有的做市商数量也更多,这说明,企业进行做市转让对风险投资而言是重要的,风险投资有效发挥了监督管理作用,有动机、也有能力来规范企业运营,提升企业价值。(2)不同特征的风险投资对于企业进行做市转让所发挥的作用不同,高声誉和非国有背景风险投资支持的企业更易进行做市转让。这表明,积累一定声誉的风险投资能够更好地提供监督管理功能,使所投资企业被做市商和市场认可。而非国有背景风险投资在投资目标、投机动机上的特点,也对企业做市转让起到了一定的推动作用。同时,非国有风险投资能够促使企业拥有更多的做市商,但高声誉风险投资并没有得到类似结论,通过分组检验,发现高声誉且非国有背景风险投资起到了一定的作用,这进一步验证了非国有风险投资的做市动机和能力。(3)新三板做市交易行情低迷会减弱风险投资对企业进行做市转让的结果虽不显著,但仍表明风险投资在推动所投资企业进行做市转让的意愿有所不同。

2. 启示

本文的研究是对风险投资与新三板企业做市转让的初探性检验,具有学术价值和实践启示。首先,学术价值方面。国内关于风险投资在IPO前监督管理的研究甚少,本文采用新三板企业做市转让数据,开展了风险投资对企业做市转让影响的研究,丰富该领域的研究内容。同时,本文基于新三板市场情境,以做市商制度为背景,从风险投资的角度研究企业做市转让的行为,是对新三板市场研

究的有效探索,为相关领域的后续开展提供了崭新的视角。其次,实践启示方面。对于风险投资而言,研究结果有利于风险投资机构在新三板市场中的决策制定和自我行为认知,就如何更好地发挥其优势资源具有参考价值;对于创业企业而言,有助于企业更好地认识风险投资,从声誉、能力等方面选择合适的风险投资,这样才能使其在企业中发挥积极作用。

3. 局限

受到一些客观因素的限制,本文的研究还存在一些局限,主要包括以下几点:一是全国性的“新三板市场”(即全国股份转让系统)成立以来虽发展迅猛,如挂牌企业已有几千家,实行做市转让的企业也有千余家,但毕竟时间跨度较短,有风险投资支持的企业增长迅速,研究样本却仍然较少,这影响了相关实证研究;二是新三板市场目前仍处于发展初期,挂牌、做市转让等相关的法规制度等尚不完善;三是由于数据来源及衡量的困难,本文没有分析影响企业进行做市转让的其他因素。虽然本文的研究还存在局限,但是,本文提出的问题是值得探索和研究的,研究的初步结论也为我国新三板市场的理论与实践提供了参考。可以预见,随着时间的推移,新三板市场的制度红利,如做市商扩围、转板制度等的不断推出,以及挂牌企业和风险投资参与数量的增加,可以更加丰富研究问题,扩大样本容量和时间跨度,在相关领域做更加深入的研究。

参考文献:

- [1] Baker M, Gompers P A. The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering[J]. Journal of Law and Economics, 2003, 46, (2): 569 - 598.
- [2] Barry C B, Muscarella C J, Peavy J W, Et Al. The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27, (2): 447 - 471.
- [3] Bloom N, Sadun R, Van Reenen J. Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices? [J]. The American Economic Review, 2015, 105, (5): 442 - 446.
- [4] Bottazzi L, Da Rin M, Hellmann T. Who are the Active Investors?: Evidence from Venture Capital[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89, (3): 488 - 512.
- [5] Brander J A, Egan E, Hellmann T F. Government Sponsored Versus Private Venture Capital: Canadian Evidence[R]. National Bureau of Economic Research, 2008.
- [6] Croce A, Martí J, Murtinu S. The Impact of Venture Capital on the Productivity Growth of European Entrepreneurial Firms: 'Screening' or 'Value Added' Effect? [J]. Journal of Business Venturing, 2013, 28, (4): 489 - 510.
- [7] Cressy R, Olofsson C. The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda[J]. Small Business Econom-

ics,1997,9,(2):179-192.

[8] Davila A, Foster G. Management Accounting Systems Adoption Decisions: Evidence and Performance Implications from Early-Stage/Startup Companies[J]. The Accounting Review, 2005, 80, (4): 1039-1068.

[9] Fuller D B. How Law, Politics and Transnational Networks Affect Technology Entrepreneurship: Explaining Divergent Venture Capital Investing Strategies in China[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2010, 27, (3): 445-459.

[10] Fried V H, Bruton G D, Hisrich R D. Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms[J]. Journal of Business Venturing, 1998, 13, (6): 493-503.

[11] Hellmann T, Puri M. Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence[J]. The Journal of Finance, 2002, 57, (1): 169-197.

[12] Krishnan C N V, Ivanov V I, Masulis R W, et al. Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance, and Corporate Governance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 46, (5): 1295-1333.

[13] Lerner J. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms[J]. The Journal of Finance, 1995, 50, (1): 301-318.

[14] Lerner J. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective Public Venture Capital Programmes[J]. The Economic Journal, 2002, 112, (477): 73-84.

[15] Lin T H. The Certification Role of Large Block Shareholders in Initial Public Offerings: the Case of Venture Capitalists[J]. Quarterly Journal of Business and Economics, 1996, 35 (2): 55-65.

[16] Lindsey L. Blurring Firm Boundaries: the Role of Venture Capital in Strategic Alliances[J]. The Journal of Finance, 2008, 63, (3): 1137-1168.

[17] Megginson W L, Weiss K A. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings[J]. The Journal of Finance, 1991, 46, (3): 879-903.

[18] Nahata R. Venture Capital Reputation and Investment Performance[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 90, (2): 127-151.

[19] Sahlman W A. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27, (2): 473-521.

[20] Stiglitz J E. Credit Markets and the Control of Capital[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1985, 17, (2): 133-152.

[21] Stuart T E, Hoang H, Hybels R C. Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures[J]. Administrative Science Quarterly, 1999, 44, (2): 315-349.

[22] 陈见丽. 风投介入、风投声誉与创业板公司的成长性[J]. 北京: 财贸经济, 2012, (6).

[23] 邓尧刚. 风险投资对于上市公司发行市盈率的影响研究——基于创业板上市公司的实证分析[J]. 南京: 改革与开放, 2010, (18).

[24] 靳明, 王娟. 风险投资介入中小企业公司治理的机理与效果研究[J]. 杭州: 财经论丛, 2010, (6).

[25] 李曜, 王秀军. 我国创业板市场上风险投资的认证效应与市场力量[J]. 上海: 财经研究, 2015, (2).

[26] 罗党论, 卢俏媚. 什么影响了创业板上市公司的泡沫? [J]. 北京: 经济管理, 2012, (9).

[27] 钱苹, 张炜. 我国创业投资的回报率及其影响因素[J]. 北京: 经济研究, 2007, (5).

[28] 沈维涛, 叶小杰, 徐伟. 风险投资在企业 IPO 中存在择时行为吗——基于我国中小板和创业板的实证研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (2).

[29] 谈毅, 陆海天, 高大胜. 风险投资参与对中小企业板上市公司的影响[J]. 深圳: 证券市场导报, 2009, (5).

[30] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 王璐. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2012, (1).

[31] 杨其静, 程尚政, 朱玉. VC 真在努力甄选和培育优质创业型企业吗? ——基于深圳创业板上市公司的研究[J]. 北京: 金融研究, 2015, (4).

[32] 徐欣, 夏芸. 风险投资特征、风险投资 IPO 退出与企业绩效——基于中国创业板上市公司的实证研究[J]. 北京: 经济管理, 2015, (5).

[33] 叶小杰, 沈维涛. 风险投资声誉、联合投资与成功退出[J]. 太原: 山西财经大学学报, 2013, (12).

[34] 张学勇, 廖理. 风险投资背景与公司 IPO: 市场表现与内在机理[J]. 北京: 经济研究, 2011, (6).

Venture Capital will Affect the Market Making Transfer Behavior of Firms?

—Based on the Empirical Research of the NEEQ in China

SHEN Wei-tao, CHEN Hong-tian

(Xiamen University, Fujian, Xiamen, 361005, China)

Abstract: In recent years, NEEQ, which is an important part of the multi-level capital market in China, has become the third national stock exchange gradually for its rapid development, following Shanghai and Shenzhen Stock Exchange. And the market maker system is introduced into the NEEQ to improve the liquidity of the market as well as realizing the value of the discovery. Afterwards, more and more listed companies begin to change from agreement transfer to market making transfer. More than 1400 companies adopt market making transfer by the end of March, 2016, accounting for 22% of the total listed companies. As an important carrier of service innovation and entrepreneurship, venture capitals also experience a rapid development recently. The statistics from the Zero2IPO Group show that by the end of 2015 more than 8000 VC/PE institutions remain active in capital market. At the same time, venture capital plays an increasingly important role in the NEEQ, since 474 firms have listed in the NEEQ with venture capital background by the end of March, 2016. There are three stages for investment and management and exit of venture capitals, namely Value found, value creation and value realization (Li Yao & Wang Xiujun, 2015). In the stage of value creation, venture capitals play a supervisory role in the IPO stage of firms invested. Different from main board, SME and GEM, NEEQ is a new capital market. Landing in the NEEQ and realizing the market making transfer are an important step in pre IPO of firms, which can create the condition for venture capitals to have added value on the firms' supervising and management.

In order to investigate whether venture capitals have an impact on the market making transfer of firms, this paper deeply analyzes and discusses the following two problems: Firstly, whether venture capitals can improve the probability of the market making transfer of firms and make more market makers provide the market making for the firms overall? What are the effects of the mechanism? Secondly, further, what are the differences among venture capitals in different backgrounds and different reputations on supporting the market making transfer of firms and the number of market makers? To deal with above problems, this paper collects the relevant data of venture capitals through the Wind database for empirical test and gets the corresponding conclusion, based on the research sample of 6349 listed companies in the NEEQ from 2006—2016. The main results are as follows: (1) Overall, venture capitals play an essential role in supervision, management and certification. Firms are more probable to adopt market making transfer if they have venture capitals support, and those firms also have more market makers, which shows it is important for firms to do the market making transfer. (2) Venture capitals that have different characteristics play a different role on market making transfer of the firms. Firms with high reputation and non-state-owned background venture capitals are more likely to make market making transfer. At the same time, non-state-owned background venture capitals can stimulate firms to have more market makers, but high reputation VCs do not arrive the same conclusion. High reputation and non-state-owned background venture capitals are also found to play a certain role through group inspecting, which further verify the motivation and ability of the non state backed venture capitals. (3) Although the result that the downturn of the NEEQ will reduce venture capitals to the market making transfer of firms is not significant, it can still indicate that the desire that venture capitals promote the market making transfer of firms is different.

Key Words: venture capital; reputation; non state background; market making transfer

(责任编辑:鲁言)