

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：15620141152009

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

私募股权投资“造福”新三板市场了吗？

——基于经营绩效与股权流动性的实证研究

Does Private Equity benefit NEEQ Market?

Empirical Analysis Based on the Performance and Equity Liquidity

陈 熙

指导教师姓名：蔡庆丰 教授

专业名称：金 融 学

论文提交日期：2017年 4 月

论文答辩日期：2017年 5 月

学位授予日期：2017年 6 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2017年 5 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

新三板作为我国场外交易市场的核心，为大量中小企业提供了融资平台，自2014年新三板市场试点扩容至全国范围后，挂牌企业数量呈井喷式增长，2016年末已突破万家。新三板市场的火爆，为私募股权提供了良好的投资平台，私募股权投资对被投资企业的参与，不仅能给企业提供大量资金以缓解其融资困境，还能够提供技术层面和经营管理层面的指导。作为我国多层次资本市场建设的两大重要组成部分，二者之间的互动引起了学术界的关注。其中最直接的研究在于私募机构投资于挂牌企业后，对企业将带来哪些改变，特别是对经营绩效和流动性会产生哪些影响？

本文叙述了新三板市场和私募基金行业在我国地市级的地理分布，论述了两者之间的良性互动对建设我国多层次资本市场的促进作用。为进一步研究二者之间的相互作用，本文选取2013年和2014年新三板挂牌企业作为样本，研究企业是否引入私募股权投资，以及企业引入的私募机构个数和持股比例，对企业经营绩效和股权流动性的影响。结果显示，企业引入私募股权投资后，对企业的经营绩效并无明显的提升作用，甚至会产生一定的负面影响，特别是引入私募机构数量越多，私募持股比例越大，这种负面影响将更加显著。同时，本文还将样本分为国有企业和非国有企业进行了更深入的分析，结果显示私募股权投资对国有企业绩效并未产生显著影响，而对非国有企业将产生显著的负面影响。其次，本文研究了私募股权投资对企业股权流动性的影响，结果表明，企业引入私募股权投资、引入的私募机构个数的增加、私募机构持股比例与挂牌企业的日均成交额呈显著正相关，这表明私募的参与有利于提高企业的流动性。综上所述，私募股权投资在经营绩效方面并未“造福”新三板市场，仅在市场流动性方面产生了积极的影响。

本文的创新和意义在于：在以往研究私募股权投资对主板、中小板、创业板企业产生影响的基础上，进一步研究了私募股权投资对新三板挂牌企业经营绩效和流动性的影响；并论述了新三板、私募行业与多层次资本市场的良性互动。

关键词：私募股权投资；新三板；多层次资本市场

Abstract

The NEEQ market is the core of Chinese OTC market, provides financing platform for a large number of small and medium-sized enterprises. Since NEEQ market expand to the whole country in 2014, the number of listed companies has exceeded quickly, by the end of 2016 has exceed ten thousand. The hot NEEQ market also provides a platform for private equity to invest companies which listed in NEEQ market. Private equity participate in listed companies, not only bring a lot of money to solve their financing constraints, but also provide guidance for technical and management level. As the two important components of multi-level capital market in China, the interaction between them has also aroused widespread concern in academic area. One of the most direct correlation is that private equity to invest companies which listed in NEEQ, what would happen for their growth since PE participated? What impact will it have on business performance and liquidity?

This paper studies the of NEEQ market and private equity fund located in Chinese city distribution, discuss the positive interaction between them promote the construction of multi-level capital market. Then through the research companies listed in NEEQ market in 2013 and 2014, whether they attract private equity, the number of private equity joined them, and the proportion of holdings in listed companies by private equity. Empirical analysis the impact of performance and liquidity of listed companies caused by private equity. Empirical results shows that corporate performance not improving significantly after PE joined, even will produce negative effects. The number of PE and the holding ratio by PE is larger, the negative effect will be more significant. The paper also divides the samples into state-owned enterprises and non state-owned enterprises, found that private equity investment will not significant impact the performance of state-owned enterprises, but have a significant negative impact on non state-owned enterprises. Then, we studies the influence of private equity investment for corporate liquidity, results show that private equity joined it, the number of PE participant, the share of holding by private equity will have a significant positive impact to improve the liquidity of enterprises. Actually,

private equity does not benefit the enterprises in performance, only have positive influence on the equity liquidity of the enterprises.

The innovation and content of this paper: we based on previous research for private equity in the main board, small and medium board and GEM, we further study the effect of private equity for corporate performance and liquidity of companies listed in the NEEQ market. Then, we discusses the interaction of the NEEQ market, the private equity and multi-level capital market.

Keyword: Private Equity; NEEQ; multi-level capital market

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 导言	1
1.1 研究背景与选题意义.....	1
1.2 论文的研究思路.....	2
1.3 论文结构安排.....	4
1.4 本文的创新之处.....	5
第二章 文献综述	6
2.1 私募股权投资对被投资企业影响的文献综述.....	6
2.1.1 私募股权投资对被投资企业绩效的影响.....	6
2.1.2 私募股权投资对被投资企业经营管理的直接影响路径.....	7
2.1.3 私募股权投资机构自身特性对被投资企业绩效的影响.....	8
2.2 国外关于场外市场交易的文献论述.....	10
2.3 国内对于新三板市场研究的文献综述.....	11
第三章 新三板市场、私募股权投资与多层次资本市场	13
3.1 我国新三板市场和私募股权基金的地理分布.....	13
3.2 新三板、私募股权投资的良性互动与多层次资本市场的健全完善.....	15
第四章 私募股权投资与新三板挂牌企业:基于绩效角度的分析	19
4.1 私募股权投资与企业绩效的实证研究.....	19
4.1.1 理论假说.....	19
4.1.2 变量设计与样本选择.....	20
4.1.3 基本模型.....	23
4.1.4 描述性统计与相关性分析.....	24
4.1.5 有无引入私募股权投资的企业经营绩效的变化.....	26
4.1.6 回归结果与分析.....	27
4.1.7 稳健性检验.....	30
4.2 私募股权投资与被投资挂牌企业绩效变化的实证研究.....	32

4.2.1 研究假说.....	32
4.2.2 研究变量与样本选择.....	32
4.2.3 基本模型.....	33
4.2.4 描述性统计与相关性检验.....	33
4.2.5 实证结果和回归分析.....	36
4.2.6 稳健性检验.....	37
第五章 私募股权投资与新三板市场：流动性角度分析.....	39
5.1 研究假说.....	39
5.2 变量设计与样本选择.....	39
5.2.1 变量设计.....	39
5.2.2 样本选择.....	41
5.3 描述性统计与相关性分析.....	41
5.4 基本模型.....	43
5.5 实证回归结果分析.....	44
第六章 结论和建议.....	46
6.1 结论.....	46
6.2 建议.....	47
6.3 本文的不足与后续研究.....	48
参考文献.....	49
致谢.....	54

Content

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research background and significance.....	1
1.2 Research design.....	2
1.3 Article structure.....	4
1.4 Contribution.....	5
Chapter 2 Literature Review.....	6
2.1 Private Equity and companies.....	6
2.1.1 Performance.....	6
2.1.2 Direct Management by PE.....	7
2.1.3 PE Characteristic to performance.....	8
2.2 International Review of OTC market.....	11
2.3 Domestic Review of NEEQ.....	12
Chapter 3 NEEQ Private Equity and multi-level capital market.....	13
3.1 The geographical distribution of NEEQ and private equity in China.....	13
3.2 NEEQ, PE and improvement of multi-level capital market.....	15
Chapter 4 Private Equity and companies in NEEQ: based on performance.....	19
4.1 Empirical Results of PE and performance.....	19
4.1.1 Hypothesis.....	19
4.1.2 Variables and Sample.....	20
4.1.3 Model.....	23
4.1.4 Statistic Description of Variable.....	25
4.1.5 The change of performance by PE or not.....	26
4.1.6 Empirical results and analysis.....	27
4.1.7 Robustness.....	30
4.2 Empirical study about the change for performance of listed companies.....	32
4.2.1 Hypothesis.....	32
4.2.2 Variables and Sample.....	32
4.2.3 Model.....	33

4.2.4 Statistic Description of Variable.....	33
4.2.5 Empirical results and analysis.....	36
4.2.6 Robustness.....	37
Chapter 5 Private equity and NEEQ market:liquidity.....	39
5.1 Hypothesis.....	39
5.2 Variables and sample.....	39
5.2.1 Variables.....	39
5.2.2 Sample.....	41
5.3 Statistic Description of Variables.....	41
5.4 Model.....	43
5.5 Empirical results and analysis.....	44
Chapter 6 Conclusion and Suggestion.....	46
6.1 Conclusion.....	46
6.2 Suggestion.....	47
6.3 Insufficient and Future Research.....	48
References.....	49
Acknowledge.....	54

第一章 导言

1.1 研究背景与选题意义

私募股权投资（Private Equity，简称 PE）在我国资本市场上发展至今已有二十多年的历史，伴随着中国经济的发展，在资本市场上掀起一阵阵投资浪潮，并扮演着日益重要的角色。私募股权投资是金融创新和产业创新相结合的产物，具有独特的运转模式，以非公开的方式向个人或者少数机构募集资金，对高风险、具有潜在高收益项目的中小企业提供权益性投资，既能够为被投资企业解决融资难的问题，又能够凭借其优质的服务团队为被投资企业提供相应的业务指导和经营管理服务。随着私募股权投资发展的日益成熟，在资本市场上发挥着越来越重要的作用，其与被投资企业之间的关系已成为学术界研究的热点，例如：私募股权投资是否能够影响企业成功上市（Bottazzi et al., 2008^[1]），企业引入私募股权投资并上市后股票价格的表现（张学勇等，2011^[2]），对企业业绩（Nahata, 2008^[3]）、外部监督（Lerner, 1995^[4]）的影响等等。我国资本市场的发展已显现出多层次体系的基本雏形，但在整体上还不够成熟，尤其是场外交易市场方兴未艾，新三板是我国场外交易市场的核心部分，为大量达不到上市标准的中小企业提供了股份转让平台，也是私募股权投资机构投资的主要平台。私募股权投资积极参与新三板市场，对我国场外交易市场的建设有重要的意义，同时也进一步巩固完善我国多层次资本市场体系。

新三板又称为全国中小企业股份转让系统（National Equities Exchange and Quotations，简称 NEEQ），成立于 2006 年，是我国场外交易市场的核心，为众多高科技成长型企业提供了股份流动的机会。2016 年，新三板市场挂牌企业数量继续井喷式增长，年底已达 10163 家，大量的创业创新型、成长型企业为私募股权投资提供丰富的投资标的，同时也在一定程度上为中小微企业缓解了融资约束的难题。新三板发挥着主板和创业板的“孵化器”和“蓄水池”的作用，为拟上市企业提供了强大的后备军。无论是在发达国家还是发展中国家，融资约束一直是制约中小企业发展的首要难题（郭娜，2013^[5]），由于我国中小金融机构不发达且不愿提供高风险的信贷服务，大型商业银行对民营中小微企业存在规模歧

视和所有制歧视，使得中小微企业举步维艰，承担了昂贵的融资成本（吕劲松，2015^[6]）。我国 A 股市场 IPO 门槛较高，证监会对主板、中小板、创业板构成的场内资本市场实施了严格的 IPO 审核制度，大量中小企业不符合上市条件，新三板市场并没有财务标准的限制，因此，这些中小企业倾向于挂牌新三板，引入私募股权投资等专业投资者为其提供融资服务和业务指导。

私募股权投资与被投资企业之间的相互选择，由于信息不对称，将会产生委托代理问题，即逆向选择。优质企业由于拥有丰富且廉价的资金来源而无需接受高成本的私募股权投资，绩效较差的企业却期望通过引入私募股权投资为其解决资金不足的困境，或者通过私募股权投资机构背后的社会关系进行商业交易行为（张学勇等，2011^[2]）。私募股权投资凭借其所拥有的资源投资企业，帮助企业在新三板市场上挂牌，并解决企业自身的融资困境，既为将来的投资资金退出找到了合适的渠道，又提高了自身声誉，为其今后发展以及下一阶段募集资金奠定了基础。但部分私募股权机构在被投资企业挂牌于新三板后，会认为自己的职责已经完成，且急于退出，并不会给予企业挂牌后的监督与帮扶服务，虽然扩大了企业的规模，提高了其流动性，但这样无法帮助企业提高经营绩效，也表明我国以新三板为核心的场外交易市场的监督管理机制仍有待完善。

在业界，新三板通常被称为中国的“纳斯达克”，新三板的一系列制度，如做市商制度、分层制度都借鉴了美国纳斯达克市场，这也是纳斯达克市场长期辉煌的重要制度因素，但由于我国新三板市场的进入没有财务指标限制和严格的审核，市场上的企业良莠不齐，“重披露、轻监管”是新三板目前的监管现状，而新三板市场的健康发展，离不开严格的监管制度。而私募股权投资的进入，为新三板企业注入了新鲜血液，如果私募股权投资能够与新三板市场实现良性互动，将进一步完善我国场外交易市场。因此研究私募股权投资与新三板挂牌企业经营绩效和流动性的关系，对完善我国多层次资本市场体系具有重要的理论意义和现实意义。

1.2 论文的研究思路

当前，新三板市场持续火爆，挂牌企业数量已经破万，凸显出我国多层次资本市场体系和场外交易市场的逐渐完善，但与欧美等发达国家成熟的资本市场相

比，仍有较大差距。国外学者通常将私募股权投资等同于风险资本（Venture Capital，简称 VC），他们的研究既有从宏观经济变动的因素对创业资本所产生的影响（Admati & Pfleiderer, 1994^[7]），也有从微观层面，如融资过程、研发支出、退出机制、公司业绩、声誉、财务报告标准等方面进行研究（Gompers & Lerner, 1998^[8]；Jeng & Wells, 2000^[9]）。本文通过理论分析与实证研究相结合的方法，来研究私募股权投资的参与与被投资企业的经营绩效、股权流动性的相关关系。

本文首先梳理了国内外研究私募股权投资的相关文献，从国外的文献来看，大多数学者通过对上市公司是否引入私募股权投资进行研究，认为私募股权投资或者风险投资对被投资企业会产生积极效应，这是因为私募股权投资机构有能力筛选出优质企业作为投资对象，注入其发展所需的资金，并提供优秀的团队进行监督指导，甚至取得董事会地位，积极与被投资企业合作（Bottazzi et al, 2008^[11]），在被投资企业上市后可以继续从市场、管理、财务、战略计划等方面对其进行有效指导，有利于被投资企业成长（Gorman & Sahlman, 1989^[10]；Bygrave & Timmons, 1992^[11]）。而在国内的研究中，呈现出两种不同的声音，有学者认为私募股权投资的引入会提高公司价值与经营业绩（张晔林, 2012^[12]；陈孝勇等, 2014^[13]），也有学者认为私募股权投资不能改变公司绩效（谈毅等, 2009^[14]；邓尧刚, 2010^[15]），这可能与我国特殊的资本市场环境和制度有关。

新三板企业大多为初创型、成长型企业，处于快速成长的阶段，这种高成长、高收益、高风险的特点迎合了私募股权投资机构的投资需求，因此新三板市场既成为了私募股权机构进行投资的重要市场，也成为了私募股权退出被投资企业的重要途径。因此，本文结合了委托代理理论，分析了企业是否引入私募股权投资机构、企业引入的私募股权投资机构个数以及私募股权投资机构的持股比例与新三板挂牌企业经营绩效和股权流动性的相关关系，证实了在新三板市场中存在私募股权投资与被投资企业的逆向选择现象，这将有利于我们对场外交易场所进一步研究分析。

新三板市场中缺乏流动性，成交量较低，新三板市场的准入门槛较高，要求投资者达到 500 万元的注册资本或者出资总额，因此普通投资者和自然人难以进入新三板市场，导致市场成交量不足。私募股权投资持股的企业在挂牌新三板市

场后，为了完成投资退出，私募股权投资机构将在新三板市场上将其持有的股权转让、变现，增加了被投资企业股权的流动性。因此，本文根据新三板挂牌企业的日均成交额，实证分析了企业是否引入私募股权投资、企业引入的私募股权投资机构的个数和私募股权投资机构的持股比例的大小对企业股权流动性的影响。

本文最后总结论述了新三板、私募股权投资与多层次资本市场相互之间的关系，借鉴了业界人士的一些观点。我国多层次资本市场体系的完善和发展需要市场化与法治化双管齐下，建立健全监督管理机制和信息披露制度，本文也对我国新三板市场的发展、构建多层次资本市场体系提供了一些参考意见。

1.3 论文结构安排

本文的具体结构安排如下：

第一部分为绪论。本部分主要介绍论文的选题背景、研究意义、研究思路、论文的结构安排以及本文的创新之处，对整篇文章的脉络进行了大致的介绍。

第二部分为文献综述。本部分系统地对私募股权投资对企业的影响、场外交易市场、新三板的相关文献进行了梳理，在整理国内外相关文献研究的基础上，提出本文的研究观点，经过梳理后发现，国外关于私募股权影响企业的文章大多建立在较为完善的监管体系和成熟的资本市场之中，国内关于私募股权投资对企业的影响大多是以创业板和中小板企业作为研究对象，而研究私募股权投资对新三板挂牌企业的影响却鲜有涉及，反映了本文研究的必要性和创新性。

第三部分为新三板、私募股权投资与多层次资本市场体系。本文搜集了地市级层面私募股权基金的数量及募集资金规模，以及各地市的新三板挂牌企业数量和市场融资规模的数据。分析了私募股权基金和新三板市场在我国地市之间的地理分布，并论述了新三板与私募股权投资之间的良性互动对建设多层次资本市场体系的重要意义。

第四部分为私募股权投资与新三板挂牌企业基于绩效方面的实证研究。本部分搜集了 2013 年和 2014 年在新三板市场上挂牌的企业的财务数据，分别以企业是否引入私募股权投资、企业引入私募股权投资机构的个数、挂牌新三板时私募股权投资机构在企业的持股比例为解释变量，实证分析了私募股权投资对挂牌企业经营绩效的影响，并且通过变换被解释变量来验证实证模型的稳健性。

第五部分为私募股权投资对新三板挂牌企业流动性的影响。本部分搜集了2014年至2015年新三板市场上挂牌企业的日均成交额，剔除数据不全的样本，分别以企业是否引入私募股权投资、企业引入的私募股权投资机构的个数、挂牌新三板时私募股权投资机构的持股比例为解释变量，实证研究了私募股权投资对被投资挂牌企业股权流动性的影响。

第六部分为结语。本部分对全文研究结论进行了归纳和总结，并针对本文的不足之处阐述了后续研究。

1.4 本文的创新之处

本文以新三板挂牌企业为研究对象，研究了私募股权投资机构对被投资企业的影响，以往对创业创新型企业的研究大多以中小板、创业板的企业为研究对象，但我国实行的是门槛较高、审核较严的准入制度，融资需求高的初创型企业往往因为达不到上市标准而选择在新三板挂牌，它们才是私募股权投资机构投资的重点对象，这些企业高风险、高收益的特征也符合私募股权投资机构的投资需求。本文通过私募股权投资对新三板挂牌企业的经营绩效和股权流动性方面产生了怎样的影响进行了实证研究，做出了相应的分析。因此，研究私募股权投资对新三板挂牌企业的影响对我国创业创新政策，以及产业升级政策均有现实意义和创新意义，补充和完善了我国私募股权投资对被投资企业影响相关领域的研究。同时，本文根据实际情况论述了新三板与私募股权投资之间的良性互动对健全我国多层次资本市场的积极意义，对探索多层次资本市场体系的建设提出了相关理论论述。

第二章 文献综述

2.1 私募股权投资对被投资企业影响的文献综述

目前，无论学术界还是业界，对私募股权投资（PE）和风险投资（VC）二者之间都没有进行明显的区分，统一认定为对创业创新型、成长型、有巨大收益潜力的未上市企业进行股权投资，所不同的是他们的投资阶段。近年来，中国的私募股权行业发展迅猛，成为我国资本市场上一股不可忽视的力量。国内外已有大量学者对私募股权基金进行论述，吴晓灵（2007）^[16]在《发展私募股权基金需要研究的几个问题》的讲话中，阐述了私募股权基金对中国资本市场发展的作用，并对中国发展私募股权基金的紧迫性和中国发展私募股权基金的政策环境等进行了分析，并提出建议，这对于中国私募股权基金市场的研究具有开创性的意义。而在所有相关研究中，尤以私募股权投资的引入对被投资企业绩效的影响最受人关注。

2.1.1 私募股权投资对被投资企业绩效的影响

私募股权投资机构通常投资于创业创新型、成长型和高新技术企业，这些被投资企业的共性在于风险高、不确定性大，且信息披露较少。私募股权投资对被投资企业产生的影响众说纷纭，国外学者几乎给出了相同的答案，与未获得私募股权投资的企业相比，获得私募股权投资的企业呈现出了发展好、成长快、绩效优的特点，并提高了企业的投资水平（Bertoni et al., 2012^[17]）。而且，除了为被投资企业提供资金，解决企业融资约束难题，私募股权投资还能够提升企业的创新能力，加大企业的研发力度，监督其经营发展，从而给企业带来经营绩效的提升（Kortum & Lerner, 2000^[18]）。企业在得到私募股权投资机构的资金支持后，会产生更高的平均加权回报率，股价也会表现得更好（Brav & Gompers, 1997^[19]）。

国内部分学者通过对国内市场的实证研究也得出，获得私募股权支持的企业经营绩效会表现得更好。向群（2010）^[20]、朱静（2011）^[21]、张晔林（2012）^[12]等分别使用 233 家中小板上市企业、1012 家中小板和创业板上市企业作为研究

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