

文章编号:1005-9679(2018)04-0046-07

# 风投“快进快出”对企业绩效及成长性的影响

## ——来自 2009—2014 年创业板 IPO 的证据

申泽宁

(上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200030)

**摘要:** 从风投“快进快出”的角度出发,运用均值  $T$  检验和 Logistic 回归的方法,得出如下结论:风投在 IPO 前的突击入股能够对企业 IPO 前绩效带来正面效应,但 IPO 后业绩变脸更为严重。进一步分析发现,“快进”的风投更倾向于在解禁后“快出”,且声誉较低的风投“快进快出”倾向更明显。“快进快出”行为在券商直投中表现并不显著。在大股东持股比例高的公司,风投更有可能“快进快出”。上述结论表明,“快进”的风投不仅对公司的绩效和成长带来 IPO 前虚假的繁荣,而且 IPO 后的迅速退出凸显了其强烈的投机心理与逐名动机。结论对打击风投突击入股行为的必要性提供了实证依据。

**关键词:** 风险投资;快进快出;绩效;成长性

**中图分类号:** F 830.9 **文献标志码:** A

# The Impact of VC “Fast Forward and Fast Exit” on Corporate Performance and Growth: Evidence from the GEM IPO From 2009 to 2014

SHEN Zening

(Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

**Abstract:** Using  $T$  test and Logistic regression, this paper studies the relationship between the performance of the enterprise and the VC's behavior, which enters the enterprise late before IPO and exits quickly. We get the following conclusions: pre-IPO investment of VC has positive effect to pre-IPO performance, but this effect declines rapidly after IPO. Further analysis found that fast-forward VC is more likely to exit quickly and it is more obvious in low reputation group. This shows that fast-forward VC not only brings fake prosperity of the company's performance and growth, but also its rapid withdrawal highlights its strong speculative motivation. The conclusion of this paper provides an empirical basis for the fight against fast-forward VC.

**Key words:** VC; fast-forward and exit quickly; performance; growth

## 1 文献回顾与假设发展

风险投资机构对公司 IPO 以及绩效表现的影响,文献给出了两种效应理论:以“认证假说”为主的正面效应理论和“逐名动机假说”为主的负面效应

理论。

首先是正面效应理论。以 Sahlman(1990)<sup>[1]</sup>为代表的“认证假说”表明,创业企业通常未能与市场的经常性参与者建立联系,无法建立声誉,因此需要第三方提供认证。风险投资机构经过复杂的前期尽

收稿日期:2017-09-16

作者简介:申泽宁(1992—),女,上海人,上海交通大学安泰经济与管理学院硕士生,研究方向:会计与资本市场研究,E-mail:shenzening910@163.com。

调,选择其认为有良好成长能力的公司。入股后,对企业进行了良好的监督,能够促进企业获得更好的发展。Sahlman(1990)<sup>[1]</sup>认为风险投资机构与被投资企业之间存在双向的筛选关系,风险投资机构进入被投资企业以后可以充当第三方认证的角色,并让被投资企业充分信任他们,改善公司的经营管理情况。另外,从资源观的角度出发,风险投资机构在资金、经验、管理、社会资源等方面的优势,也能够有效帮助企业获得更好的成长。从委托代理理论来看,风投机构作为重要的外部股东,也在一定程度上缓解了委托代理问题。

风投介入能够发挥正向作用的理论目前已得到大量经验研究的支持。Chemmanur 和 Loutskina(2006)<sup>[2]</sup>发现,在 IPO 后上市公司的经营过程中,风投机构通过对上市公司的监督,可进一步提高公司经营绩效。Bruton 和 Ahlstrom(2003)<sup>[3]</sup>、胡志颖等(2012)<sup>[4]</sup>的研究表明,在 IPO 前有风投支持的公司成长性更好,而在 IPO 之后两者的差异逐渐减少。唐运舒和谈毅(2008)<sup>[5]</sup>的研究表明,在控制盈余管理等因素之后,有风险投资机构参股的公司 IPO 后经营业绩与私募股权投资机构持股比例呈现同向变化,其业绩要显著好于没有风险投资机构参股的公司。梁建敏和吴江(2012)<sup>[6]</sup>的研究也同样证明了有风投支持的企业在 IPO 后的业绩明显要好于没有风投介入的企业。李九斤(2015)<sup>[7]</sup>的研究表明,PE 投资期限越长,被投资企业价值表现越好。王力军和李斌(2016)<sup>[8]</sup>研究表明 VC 参股的 IPO 公司上市前成长性显著优于非 VC 参股公司。但是,现有研究立足于有风投和无风投的企业绩效和成长性的对比,尚未涉及 IPO 前突击入股的风投对公司绩效和成长性的影响这一问题。基于以上文献回顾与理论分析,提出如下假设:

**H1:**相比于早期进入的风投,在 IPO 前风投资金的注入,对企业的成长性和绩效起到正向作用。

其次是负面效应理论。“逐名动机假说”认为,年轻的风险投资公司有动机将企业尽早地推向资本市场,然后在公司成功 IPO 后迅速推出,从而建立自己的声誉。这些风投追求短期利益,对企业的长期成长能力造成一定的侵蚀,也会造成 IPO 折价(Gompers,1996)。国内有相当一部分研究支持了“逐名动机假说”。贾宁和李丹(2011)的研究结果表明,IPO 解禁后,有风投支持的企业业绩下滑幅度显著高于无风投支持的企业,且长期绩效下滑幅度与其风投机构的从业年限显著负相关,证明了我国创投行业确实存在急功近利的倾向,风投机构为尽快实现投资收益、证明自己的实力,会促使其投资的企业过早上市,并且过度追求短期业绩而对企业的长

期发展造成一定负面影响。蔡宁(2016)从风投有无政治背景的角度来考察,发现有政治关联的风投支持的公司上市后的盈利能力、公司治理质量都要差于没有政治关联风投支持的公司,同样证明了风投的“逐名动机”。

从提供增值服务的角度来说,风险投资机构参与企业时间越长、参与程度越高和监管力度越大,对被投资企业价值的影响也越大。投资期限较长的风投,能更好地对被投资企业的经营活动进行深入了解,他们不仅可在营运过程中积极参与,还会提供更多增值服务,也更有能力去改善被投企业的经营策略并获取收益。真正提供增值服务的风险投资机构,倾向于做好价值投资、强化过程监控,切实帮扶创业企业释放成长潜力、提高整体竞争力,不会局限于某一次创业企业 IPO 成功后迅速减持套现、牟取短期利润。然而目前我国风投行业鱼龙混杂,一些机构打着风投的旗号,却依靠关系与渠道运作创业企业上市,解禁后迅速减持从而获得巨额利益。基于以上理论分析与文献回顾,提出假设 H2:

**H2:**相比于风投不是突击入股的企业,风投突击入股的企业在 IPO 后成长性和绩效表现更差。

关于风投退出的研究,现有文献多集中于风投背景的差异和择机减持方面。罗炜等(2017)的研究表明,风投在减持时确实存在择机减持的处置效应。吴翠凤等(2012)的研究发现,风投减持之后,上市公司的创利和创现能力都显著下降,并未发挥其强化公司治理的认证监督与提升公司价值的作用,风投从介入到退出名利双收。付朝干(2015)研究表明,在解禁期间,一般的风险投资行为并不具有向外部市场表明有关公司质量的信号。徐欣(2015)研究发现风险投资所持有公司的股份越少,企业上市后其退出的概率越大。方红艳、付军(2014)从风投机构退出方式选择的角度出发,发现 VC/PE 投资时间越短、其成立时间越短、市场收益率越高时,通过 IPO 退出的概率越大。

IPO 前,风险投资机构入股的时间在一定程度上反映了进入的动机。较早进入、IPO 前持有时间较长的风投,看重企业良好的成长性和发展潜力,出于投资动机对企业进行价值投资,践行了风投机构帮扶初创企业发展的投资理念,相对而言在限售股解禁后并没有很强烈的立刻减持的动机。突击入股的风投基于更强烈的投机动机,解禁后立刻减持套现的可能性也就越大,对企业的作用只是提供了短期的资金支持,难以提供更多的增值服务以及发挥监督功能。从声誉假说来看,风投机构急功近利的心态会驱使其在 IPO 前“快进”,同时也更有动力在解禁后“快出”。由此,本文提出假设 H3:

H3: 上市前持股时间越短的风投, 解禁后越倾向于立即减持。

## 2 数据与模型

### 2.1 样本与数据来源

本文在数据选取上搜集了 2009—2014 年在创业板上市的有风投参股的公司, 并剔除风投禁售期不是 1 年的样本后共得到 222 个样本公司, 占 2009—2014 年所有创业板上市公司的 54.68%。之所以选取截至 2014 年的数据, 是因为需要考察公司上市后两年的财务指标。之所以选取创业板的公司来进行考察, 一是因为创业板公司有风投机构支持的比例相比于主板和中小板较高, 二是因为创业板在 2014 年之前的上市要求中明确规定最近两年营业收入增长率均不

低于 30%, 体现出创业板公司均具有较好的成长性, 便于在研究中对成长性指标进行对比。

风投在 IPO 前持股天数、投资金额等数据来自 wind 中国 PE/VC 库, 财务指标数据、上市公司前十大股东名单来自 CSMAR 数据库, 风投声誉水平数据来自清科集团发布的《清科 2016 中国股权投资年度排名》。

经统计, 样本公司 IPO 前风投持股平均时间为 894 天, 中位数为 725 天(约 2 年), 最长者持有 13 年, 最短者持有 126 天。风投机构平均投资 1890 万元, 账面回报率平均为 6.83 倍。账面回报率仅根据发行价进行计算, 禁售期结束后, 当风投开始着手减持时, 回报率将进一步提高。表 1 对样本公司 IPO 前风投持股时间进行了描述性统计。

表 1 有风投支持的创业板公司 IPO 前风投持股时间的描述性统计

Panel A 按照风投持股时间划分上市公司数量分布情况						
IPO 前风投持股时间	小于 1 年	1~2 年	2~3 年	3~5 年	5 年以上	合计
公司数量	14	98	59	39	12	222
Panel B 不同年份 IPO 公司数量及 IPO 前风投持股时间均值情况						
上市年份	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2014 年	合计
IPO 公司数量/家	25	59	63	46	29	222
风投持股时间平均数/天	722	749	904	859	1502	-
风投持股时间中位数/天	674	698	648	679	1364	-

注: 2012 年 11 月—2014 年 1 月 IPO 暂停。

根据 IPO 前风投持股时间的长短, 将样本公司分为两组, 分组的临界值为中位数 725 天。一般情况下, 公司从申报到上市需要经历一定的审核时间。通常, 在上市前两年进入的风投有一定的突击入股嫌疑, 出于投机动机, 对公司的成长性可能会造成一定的负面影响。而在两年前投资的风投是基于公司良好的成长性和未来的发展进行投资的, 出于投资动机, 会履行风投的认证和监督功能。表 2 为按照风投持股时间划分后样本公司的行业分布情况, 可

表 2 风投支持的公司行业分类情况

行业	IPO 前风投持股时间长		IPO 前风投持股时间短	
	数量/家	占比/%	数量/家	占比/%
计算机、通信和其他电子设备制造业	18	16.22	17	15.32
医药制造业	11	9.91	5	4.50
信息传输、软件和信息技术服务业	19	17.12	21	18.92
专用设备制造业	13	11.71	13	11.71
其他	50	45.05	55	49.55
总计	111	100.00	111	100.00

知风投投资的领域多集中在计算机、通信、软件以及医药制造等新兴行业。

### 2.2 研究设计与变量定义

对风投“快出”的认定标准, 参考罗炜等(2017)的做法: 在风投所持限售股变成流通股之后的一个季度, 如果风投机构名称不再出现在公司季报中披露的前十大股东名单里, 则认为风投机构将股票进行了全部减持, 表现出了“快出”的动机。

经统计, 在考察的 222 家有风险投资机构支持且禁售期为 1 年的样本公司中, 共有 271 家风险投资机构参与, 投资事件 495 起。其中, 解禁后立刻全部减持的投资事件共有 193 起, 占总投资事件的 38.98%。只有一家风投参与的样本公司共有 70 家, 有多家风投参与的公司共有 152 家。对于有多家风投参与的公司, 本文规定, 若有风投在解禁后出现“快出”行为, 则将该公司归类为有“快出”风投的样本, 该类企业共有 103 家。根据前面的理论分析与假设发展, 构建二元 logistic 回归模型对假设 H3 进行检验:

$$Y = \frac{e^{\alpha_0 + \alpha_1 PEtime + \alpha_2 ROE + \alpha_3 Growth + \alpha_4 Lev + \alpha_5 SLnAge + \alpha_6 LnAsset + \alpha_7 Ind + \alpha_8 Year + \epsilon}}{1 + e^{\alpha_0 + \alpha_1 PEtime + \alpha_2 ROE + \alpha_3 Growth + \alpha_4 Lev + \alpha_5 SLnAge + \alpha_6 LnAsset + \alpha_7 Ind + \alpha_8 Year + \epsilon}} \quad (1)$$

模型(1)中被解释变量 Y 代表风投“快出”事件,若风投在解禁后体现出“快出”行为,则 Y 取值为 1,否则取值为 0。解释变量为 IPO 前风投持股时间(PEtime)。无论被投企业接受的风险投资为单一投资还是多家联合共同投资,都以第一家风投进入企业的时间起算。控制变量方面,控制了解禁当年的资产负债率(Lev)、净资产收益率(ROE)和

成长能力(销售收入增长率 Sale\_Growth)、企业上市时年龄(LnAge)和企业规模(LnAsset),并引入行业虚拟变量(Ind)和年度虚拟变量(Year),对样本进行行业和年度控制。若回归结果与假设 H3 相符,则 PEtime 对应的系数  $\alpha_1$  应为负。变量定义和描述性统计如表 3 所示。

表 3 模型(1)中变量的定义和描述性统计

变量名	定义	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
Y	0~1 变量,有风投快出时取 1,否则取 0	0.459 5	0	0.499 5	1	0
PEtime	公司上市前 PE 持股天数	894	725	614	4 772	126
ROE	解禁当年权益净利率	7.886 1	7.652 2	4.339 6	24.296 4	-4.754 9
Sale_Growth	解禁当年销售收入增长率	21.587 3	19.177 7	33.004 6	170.218 2	-65.174 4
LEV	解禁当年资产负债率	20.023 6	16.316 3	13.091 8	60.779 9	1.576
LnAge	公司成立到上市时间取对数	8.203 3	8.197 8	0.380 9	9.129 7	7.021 0
LnAsset	公司规模,用上市当年总资产对数衡量	6.975 1	6.946 3	0.536 2	8.750 5	5.728 5

### 3 结果与分析

#### 3.1 “快进”的风投对企业绩效及成长性的影响

运用均值 T 检验的方法对风投快进与非快进的样本进行绩效和成长性的对比,如表 4 所示。选取营业收入增长率、总资产增长率、营业利润增长率和净资产收益率,对比风投持股短与风投持股长的公司在上市前两年(T-2)、上市前一年(T-1)、上市当年(T)、上市后第一年(T+1)、上市后第二年(T+2)的成长性与业绩指标。由均值 T 检验的结果可知,在上市前两年以及上市当年,风险投资机构

对公司进行的资金注入确实对公司的成长起到了显著的支持作用,假设 H1 得到了验证。

但是,上市后两年,这种优势不复存在。T+2 年,早期获得风投支持的企业营业收入增长率、总资产增长率、营业利润增长率、净资产收益率指标均值均未表现出显著差异。如图 1 所示,在 T+2 年,风投“非快进”企业的营业收入增长率均值反而超越了风投“快进”的企业,净资产收益率也更加接近。换言之,虽然 IPO 后企业的成长性和业绩都在下降,但是风投突击入股的企业成长性和业绩下降的幅度更大,也更为迅速。

表 4 风投支持企业上市前后成长性及绩效指标比较

1、营业收入增长率/%						
IPO 前风投持股时间		T-2	T-1	T	T+1	T+2
快进	均值	72.11	45.70	27.74	24.53	25.86
非快进	均值	45.09	32.85	20.83	18.61	29.29
T 检验	2.618 1***	2.798 9***	1.792 3**	1.336 0*	-0.662 7	
2、总资产增长率/%						
IPO 前风投持股时间		T-2	T-1	T	T+1	T+2
快进	均值	75.23	71.10	217.37	13.26	20.36
非快进	均值	45.67	38.32	165.74	21.16	27.48
T 检验	2.717 3***	3.751 3***	2.923 5***	-1.447 8*	-1.073	
3、营业利润增长率/%						
IPO 前风投持股时间		T-2	T-1	T	T+1	T+2
快进	均值	154.93	60.86	19.72	17.27	-23.11
非快进	均值	118.93	37.58	10.81	-8.75	-109.24
T 检验	2.618 1***	2.677 1***	1.658 **	1.538 9*	1.167 6	
4、净资产收益率/%						
IPO 前风投持股时间		T-2	T-1	T	T+1	T+2
快进	均值	42.28	36.35	12.43	7.67	7.08
非快进	均值	32.38	29.87	13.08	8.10	6.63
T 检验	4.317 2***	3.474 8***	-1.060 6	-0.731 6	0.426 2	

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 0.01、0.05、0.1 的水平以下显著

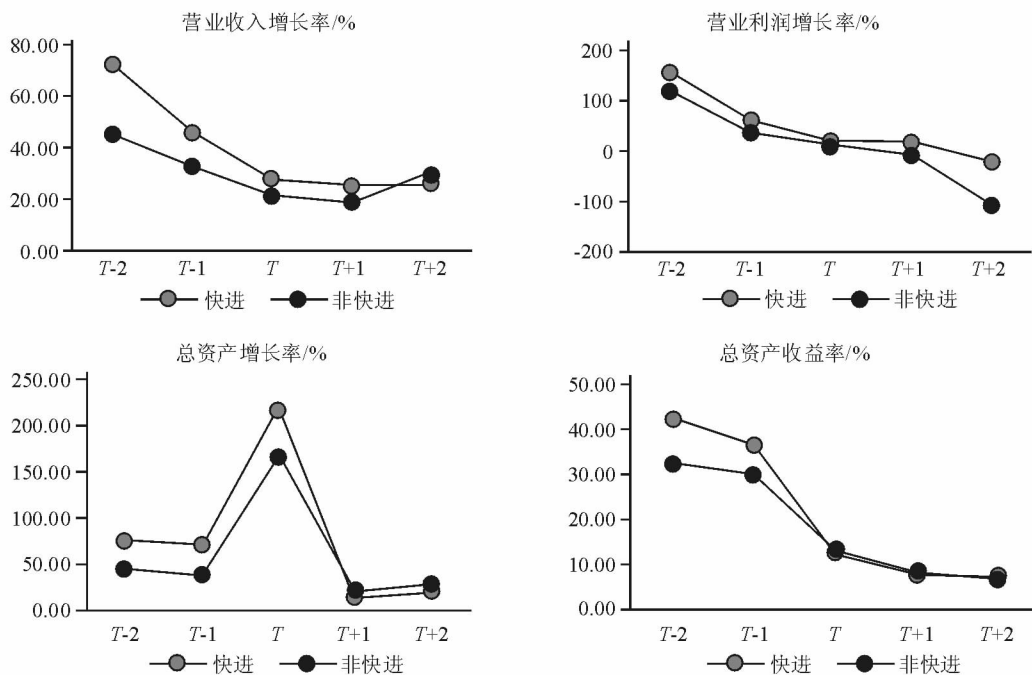


图 1 风投持股企业上市前后财务指标比较

注:图 1 中“快进”代表 IPO 前风投持股时间较短的一组样本的财务指标均值,“非快进”代表 IPO 前风投持股时间较长的一组样本的财务指标均值

进一步运用均值  $T$  检验方法进行分析,比较了样本公司成长性及绩效在 IPO 前后的变化。成长性方面,如表 5 Panel A 所示,风投“快进”和“非快进”的企业在上市当年( $T$ )和上市第一年( $T+1$ ),相比于上市前两年( $T-2$ ),营业收入增长率都发生了大幅度的下滑,证明了公司在 IPO 后的业绩变脸。但是,风投“快进”的企业,下滑的幅度显著大于风投“非快进”的企业。在上市后的第二年( $T+2$ ),风投“非快进”的企业营业收入增长率出现了反转,即相比于  $T+2$  年,营业收入增长率的下滑幅度由  $-26.4730$  缩小到  $-15.7956$ ,表现出了成长性明显改善的迹象,而风投“快进”的企业则没有出现反转的迹象。说明风投“非快进”的企业确实表现出了相对更好的成长性,假设  $H2$  得到了验证。

表 5 风投支持企业上市前后成长性 & 绩效指标的变化情况

		[T-2, T]	[T-2, T+1]	[T-2, T+2]
Panel A 营业收入增长率的变化	快进 均值	-44.376 9	-47.578 5	-46.250 4
	非快进 均值	-24.258 6	-26.473 0	-15.795 6
	$T$ 检验	-1.875 5**	-1.847 3**	-2.611 3***
Panel B 净资产收益率的变化		[T-2, T]	[T-2, T+1]	[T-2, T+2]
快进 均值	-29.679 9	-34.425 0	-35.024 3	
非快进 均值	-19.371 6	-24.370 9	-25.836 2	
	$T$ 检验	-4.625 5***	-4.357 4***	-3.574 9***

注:[T-2, T]表示上市当年的财务指标与上市前两年的财务指标的差值。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 0.01、0.05、0.1 的水平以下显著

的变化情况如表 5 Panel B 所示,均值  $T$  检验在 1% 的水平上显著,说明有“快进”风投的企业,虽然在上市前的注资为企业 IPO 前带来亮丽的财务表现,但是 IPO 后盈利能力大幅度下降,而风投“非快进”的企业,绩效下滑的程度则显著较小。假设  $H2$  得到验证。

### 3.2 风投“快进”与“快出”行为的关系

下面考察 IPO 前风投持股时间的长短与风投在限售股解禁后是否“快出”的关系。表 6 给出了模型(1)主要变量的相关性系数表,表明各变量之间不存在显著的线性相关关系。

表 6 主要变量的相关系数

	PEtime	ROE	LEV	Growth	lnAge	lnAsset
PEtime	1					
ROE	0.022 6	1				
LEV	0.084 8	-0.010 3	1			
Growth	-0.113 3	0.374 1	0.105 8	1		
lnAge	0.183 3	-0.027 3	0.115 4	-0.127 8	1	
lnAsset	0.073 8	0.073 6	0.248 2	0.142 7	-0.098 4	1

模型(1)的回归结果如表 7 所示。多变量的回归显示,PEtime 的系数为  $-0.0005$ ,  $z$  值为  $-1.96$ ,在 5% 的显著性水平上显著,说明 IPO 前风投持股时间越长,越不倾向于在解禁后立刻全部减持。也就是说,那些突击入股的风投在解禁后更倾向于立刻全部减持,体现出“快进快出”的投机动机。假设  $h3$  得到验证。控制变量方面,解禁当年的净资产收益率、销售收入增长率与风投是否立刻减持没有体现出显著的相关关系,即风投减持与否与公司的业绩

绩效方面,样本公司净资产收益率在 IPO 前后

和成长能力没有直接关系,这与汪强(2012)描述性统计的结论一致。

表 7 模型(1)回归结果

Y	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PEtime</i>	-0.000 6 (-1.98**)			-0.000 5 (-1.96**)
<i>ROE</i>		0.027 5 (0.78)		0.028 5 (0.74)
<i>Sale_Growth</i>			0.000 3 (0.07)	-0.002 1 (-0.42)
<i>LEV</i>	0.003 8 (0.32)	0.005 0 (0.43)	0.004 1 (0.35)	0.005 2 (0.44)
<i>LnAge</i>	0.627 6 (1.63)	0.540 3 (1.42)	0.518 4 (1.36)	0.631 5 (1.63)
<i>LnAsset</i>	-0.243 5 (-0.83)	-0.307 6 (-1.06)	-0.285 4 (-0.99)	-0.256 4 (-0.87)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.043 6	0.030 4	0.028 4	0.045 5
<i>LR chi2</i>	13.23	9.22	8.61	13.8
<i>Log likelihood</i>	-144.96	-146.97	-147.27	-144.68
观测值	220	220	220	220

注: \*\*、\* 分别表示在 0.05、0.1 的水平以下显著,括号内为 z 值

进一步,考察不同声誉水平的风投解禁后是否迅速减持的情况。按照“逐名动机假说”,声誉低的风投倾向于通过 IPO 项目的顺利退出,向外界证明自身的投资能力,此类风投更倾向于解禁后迅速减持。参照清科集团发布的《清科 2016 中国股权投资年度排名》,如果 IPO 前参股的风投机构名称在 PE 或 VC 年度排名前五十,则认为该公司为高声誉风投参股的样本,反之则为低声誉风投参股的样本。

表 8 报告了区分风投高低声誉子样本的二元 Logistic 回归结果,发现“快进”的风投在解禁后更有“快出”倾向的结论在高声誉风投子样本中并不显著,而在低声誉风投的子样本中在 10% 水平显著。说明“快进快出”的投机心理在低声誉风投中更加明显,进一步证明了声誉假说。

其他风投特征方面,考察了券商直投的“快进快出”行为。近年来,部分券商直投利用信息优势,在其保荐公司上市前突击入股的行为曾一度成为市场关注的焦点。将样本分为券商直投参股和非券商直投参股两个子样本。在全样本 222 家公司中,有 37 家公司有券商直投参股,其中在解禁后“快出”的有 19 家,占比 51.35%,而非券商直投参股公司 185 家中“快出”风投占比为 44.86%,从占比来看券商直投“快出”概率相对更大。实证检验方面,表 9 报告了模型(1)的回归结果,没有得到券商直投“快进快

出”倾向明显的结论。

表 8 高声誉风投与低声誉风投回归结果

Y	高声誉风投子样本		低声誉风投子样本	
<i>PEtime</i>	-0.000 4 (-0.8)	-0.000 4 (-0.82)	-0.000 7 (-1.85*)	-0.000 7 (-1.83*)
<i>ROE</i>		-0.006 2 (-0.09)		0.028 9 (0.57)
<i>Sale_Growth</i>		-0.000 7 (-0.08)		0.002 3 (0.32)
<i>Lev</i>	0.026 5 (1.27)	0.026 6 (1.26)	-0.018 (-1.09)	-0.017 07 (-1.00)
<i>LnAge</i>	2.772 1 (2.93)	2.751 1 (2.87)	-0.107 5 (-0.23)	-0.053 4 (-0.11)
<i>LnAsset</i>	-1.007 1 (-1.54)	-0.968 4 (-1.40)	0.067 8 (0.19)	0.049 5 (0.14)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.193 1	0.193 3	0.058 9	0.062
<i>LR chi2</i>	20.07	20.09	11.59	12.21
<i>Log likelihood</i>	-41.93	-41.92	-92.61	-92.3
观测值	78	78	142	142

注: \*\*、\* 分别表示在 0.05、0.1 的水平以下显著,括号内为 z 值

表 9 券商直投与非券商直投参股样本的回归结果

Y	券商直投参股子样本		非券商直投参股子样本	
<i>PEtime</i>	0.000 2 (0.26)	0.000 3 (0.34)	-0.000 6 (-1.8*)	-0.000 6 (-1.73*)
<i>ROE</i>		0.151 127 2 (1)		-0.010 439 3 (-0.26)
<i>Sale_Growth</i>		0.008 176 5 (0.51)		0.002 796 7 (0.55)
<i>Lev</i>	0.019 589 1 (0.56)	0.021 602 5 (0.57)	0.005 304 (0.4)	0.005 571 7 (0.42)
<i>LnAge</i>	2.303 741 (1.74*)	2.137 372 (1.42)	0.497 308 8 (1.15)	0.563 072 7 (1.24)
<i>LnAsset</i>	-0.527 457 7 (-0.52)	-0.603 709 1 (-0.55)	-0.241 768 4 (-0.75)	-0.267 401 7 (-0.8)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.235 2	0.258 7	0.035 9	0.037 3
<i>LR chi2</i>	11.35	12.48	9.02	9.36
<i>Log likelihood</i>	-18.455 152	-17.889 619	-121.130 03	-120.957 85
观测值	35	35	183	183

注: \*\*、\* 分别表示在 0.05、0.1 的水平以下显著,括号内为 z 值

公司特征方面,考察公司大股东持股比例的大小对参股风投“快进快出”行为的影响。表 10 报告了按公司股权集中度高低划分样本的回归结果,发现在股权集中度高的样本中风投更倾向于“快进快出”,而在股权集中度低的样本中不显著。大股东持股比例高意味着公司股权集中度较高,公司的控制权掌握在少数人手中,此时风投股东的话语权较低,其对公司发挥认证、监督功能的空间较小。换言之,其介入公司并非是为了获得公司经营决策的话语权,而是为了在公司 IPO 的过程中获取经济利益。而大股东持股比例较低的公司,股权相对分散,风投股东参与公司经营决策的空间大,所以不急于在解禁后立刻减持。

表 10 按大股东持股比例高低划分样本的回归结果

Y	大股东持股比例 高子样本		大股东持股比例 低子样本	
	<i>PEtime</i>	-0.001 2 (-1.93*)	-0.001 2 (-1.89*)	-0.000 5 (-1.56)
<i>ROE</i>		-0.036 5 (-0.69)		0.0998 (1.72*)
<i>Sale_Growth</i>		0.002 2 (-0.31)		0.006 6 (-1.01)
<i>Lev</i>	0.027 7 (-1.59)	0.025 8 (-1.46)	-0.015 5 (-0.87)	-0.013 1 (-0.71)
<i>LnAge</i>	0.571 6 (-1.02)	0.643 6 (-1.1)	0.992 3 (-1.67)	1.363 3 (2.08**)
<i>LnAsset</i>	-0.448 8 (-1.06)	-0.461 6 (-1.07)	-0.202 0 (-0.45)	-0.387 7 (-0.83)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.072 8	0.076 3	0.089 5	0.115 4
<i>LR chi2</i>	10.85	11.37	13.42	17.31
<i>Log likelihood</i>	-69.138 3	-68.876 4	-68.285 0	-66.344 2
观测值	108	108	109	109

### 3.3 稳健性检验

为检验本文结论的稳健性,本文做了如下工作:

(1)将模型(1)中的成长性指标替换为营业利润增长率(*Profit\_Growth*)和总资产增长率(*Asset\_Growth*),重新回归后依然表现不显著,说明风投的快出对公司的成长性没有信号作用。

(2)对于风投声誉水平的度量,借鉴 Gompers (1996)<sup>[9]</sup>的做法,采用投资时风投机构的成立年限

来度量,并以中位数切分样本为高、低声誉两组,重新回归模型(1),结果显示低声誉风投子样本“快进快出”倾向更明显,与前面的结论保持一致。

(3)对样本数据中的连续变量进行 1%和 99%的 Winsorize 处理,然后重新对以上模型进行回归,结果与之前的回归结论相同。

## 4 研究结论

本文认为,从监管的角度来说,有必要对风投的快进快出行为采取一定的监管措施,以打击风投的过度投机行为。若 IPO 前持股时间较短,可考虑适当延长限售期,形成反向挂钩机制。对于拟上市公司,应科学适度地引入风投机构,尽量避免与风投机构签订尽快上市的协议,以减轻对公司长期业绩和成长性的侵蚀。

### 参考文献:

- [1] SAHLMAN W A. The structure and governance of venture-capital organizations[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 473-521.
- [2] CHEMMANUR T J, LOUTSKINA E. The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening, or Market Power?. 2006. EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
- [3] BRUTON G D, AHLSTROM D. An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West [J]. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18 (2): 233-259.
- [4] 胡志颖,周璐,刘亚莉. 风险投资、联合差异和创业板 IPO 公司会计信息质量 [J]. *会计研究*, 2012(7): 48-56.
- [5] 唐运舒,谈毅. 风险投资、IPO 时机与经营绩效——来自香港创业板的经验证据 [J]. *系统工程理论与实践*, 2008(7): 17-26.
- [6] 梁建敏,吴江. 创业板公司 IPO 前后业绩变化及风险投资的影响 [J]. *证券市场导报*, 2012(4): 64-76.
- [7] 李九斤,王福胜,徐畅. 私募股权投资特征对被投资企业价值的影响——基于 2008-2012 年 IPO 企业经验数据的研究 [J]. *南开管理评论*, 2015, 18 (5): 151-160.
- [8] 王力军,李斌. 风险投资提供了增值服务吗? ——基于 1996~2012 年 IPO 公司的实证研究 [J]. *证券市场导报*, 2016(5): 10-17.