

学校编码: 10384
学号: 15620121151927

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

风险投资对 IPO 抑价的影响
——基于创业板的实证研究

The Impact of Venture Capital on IPO Underpricing
——Empirical Analysis Based on GEM

戴燕婷

指导教师姓名: 徐宝林 助理教授

专 业 名 称: 投资学

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:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 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

现代经济是以知识、创新和技术为基础的经济，互联网技术、工业智能化等正在日益改变整个世界经济的发展格局。抓住世界经济格局发展的步伐，关键在于创新驱动经济。国家积极部署创新驱动发展战略，以创新驱动引领经济发展新常态。风险投资作为一种向具有高成长性、创新性的企业提供资本支持和管理服务的股权投资方式，是当今创业型经济和创新型经济发展过程中不可或缺的一环。在风险投资研究领域不少学者基于 IPO 抑价问题思考风险投资在企业 and 资本市场中的作用。IPO 抑价是国内外资本市场普遍存在的现象，对于在资本市场中有着重要地位的风险投资，其与 IPO 抑价之间的关系也备受关注，探讨研究风险投资对 IPO 抑价的影响有助于进一步认识风险投资在企业发展和资本市场中的作用。

本文选取 2009 年至 2014 年我国创业板市场的 IPO 数据，从以下两个方面进行了研究：风险投资参与对 IPO 抑价的影响和风险投资特性对 IPO 抑价的影响，其中风险投资特性包括了联合风险投资与单一风险投资的不同以及风险投资机构背景的不同。本文在对国内外 IPO 抑价理论、风险投资对 IPO 抑价影响、联合风险投资等理论进行梳理的基础上，提出相应的研究假设，通过对比分析和多元回归方法进行实证研究，最后得出结论。研究结果认为：（1）在我国创业板市场上有无风险投资参与对企业 IPO 抑价率有显著的差异，风险投资参与提高了企业 IPO 抑价率。实证结果表明在创业板市场上风险投资不存在认证-监控作用，且声誉效应不成立；（2）与单一风险投资相比，联合风险投资在参与企业的经营管理和监督企业上更为积极主动，能够有效降低企业 IPO 抑价率；（3）在创业板市场上，在区分政府背景、私人背景、外资背景和混合背景情况下，风险投资机构背景的不同对企业 IPO 抑价率没有显著不同的影响。最后本文提出了相关政策建议。

关键词：风险投资；IPO 抑价；风险投资特性

Abstract

Modern economy's fundamentals are knowledge, innovation and high-tech. Such as internet-tech and industry intelligence are changing the pattern of global economy. The key to catch up the pace of the changing is innovation. Our country is now implementing the strategy of innovation-driven development, leading the new normal economic development through innovation. Venture capital which is a kind of equity investment to provide finance support and management service to high-growth and innovative enterprises plays an important role in entrepreneurial economy and innovative economy. In fields of venture capital research, many researchers view the role of venture capital in enterprise and capital market through IPOs. Underpricing is a common phenomenon in capital market, we should notice the role of venture capital in IPOs because of its importance. The research on the relationship between venture capital and IPOs contribute to the deeper understanding of venture capital.

This article selects GEM from 2009 to 2014 as the study sample to explore two problems as follows: the role of venture capital in IPO underpricing, the relationship between the venture capital's characteristics and IPO underpricing. A series of hypotheses are put forward based on the foreign and domestic theories about IPO underpricing, venture capital's role in IPO underpricing, venture capital syndication and so on. After a series of analysis, this article comes to conclusions finally. The results show as follows: there is significant difference between VC-backed enterprises and non-VC backed enterprises in IPO underpricing in our Growth Enterprise Market, VC-backed enterprises has higher IPO underpricing. And both certification and grandstanding hypothesis couldn't explain the phenomenon; venture capital syndication could lower the IPO underpricing because it plays a more active role in enterprise management than single venture capital; the background of venture capital doesn't affect the IPO underpricing in GEM. The recommendations are put forward in the last.

Key words: Venture Capital; IPO Underpricing; Venture Capital Characteristics

目 录

绪 论.....	1
第一节 选题背景与选题意义	1
一、选题背景.....	1
二、选题意义.....	2
第二节 研究方法 with 结构安排	3
一、研究方法.....	3
二、结构安排.....	3
第一章 文献综述	5
第一节 IPO 抑价理论综述	5
一、基于信息不对称的理论解释.....	5
二、基于制度原因的理论解释.....	7
三、基于行为金融学的理论解释.....	7
第二节 风险投资相关理论综述	9
一、风险投资的定义.....	9
二、风险投资参与对 IPO 抑价影响理论综述.....	9
三、联合风险投资的理论研究.....	13
四、风险投资机构背景研究.....	14
五、国内学者相关研究.....	15
六、文献评述与本文改进.....	18
第二章 我国风险投资发展情况与创业板概述	19
第一节 我国风险投资发展情况	19
一、风险投资的特点与运作.....	19
二、我国风险投资发展概况.....	20
第二节 我国创业板概述	21
第三章 风险投资对 IPO 抑价的影响实证研究	23
第一节 研究假设	23
第二节 变量选取	25

一、数据来源与样本选择.....	25
二、变量选取与说明.....	26
第三节 有无风险投资机构参与对 IPO 抑价率的影响实证分析.....	29
一、模型设定.....	29
二、实证结果.....	30
第四节 风险投资特性对 IPO 抑价率的影响实证分析.....	37
一、联合风险投资和单一风险投资对 IPO 抑价率的影响实证分析.....	37
二、风险投资机构背景对 IPO 抑价率的影响实证分析.....	42
第四章 研究结论与政策建议.....	47
第一节 研究结论.....	47
第二节 政策建议.....	48
参考文献.....	50
致谢语.....	56

Contents

Introduction.....	1
Section1 Background and Significance	1
1 Background.	1
2 Significance	2
Section2 Research Methods and Framework	3
1 Research Methods.	3
2 Framework	3
Chapter1 Literature Review	5
Section1 Review of IPO Underpricing	5
1 Asymmetric Information Models	5
2 Institutional Explanations.	7
3 Behavioral Explanations.	7
Section2 Review of Venture Capital	9
1 Definition of Venture Capital.	9
2 Review of Venture Capital on IPO Underpricing	9
3 Review of Venture Capital Syndication.	13
4 Review of Venture Capital Background.	14
5 Domestic Researches	15
6 Comments.	18
Chapter2 Introduction of Venture Capital and GEM	19
Section1 Development of Our Venture Capital Industry	19
1 Characteristic and Operation of Venture Capital	19
2 Development of Our Venture Capital Industry	20
Section2 Introduction of GEM	21
Chapter3 Empirical Analysis of VC on IPO Underpricing.....	23
Section1 Research Hypothesis	23
Section2 Data	25

1 Data Source.....	25
2 Variables.....	26
Section3 Empirical Analysis of VC-backed On IPO Underpricing	29
1 Model	29
2 Empirical Analysis	30
Section4 Empirical Analysis of VC Characteristics On IPO Underpricing ..	37
1 Empirical Analysis of Venture Capital Syndication on IPO Underpricing ...	37
2 Empirical Analysis of Venture Capital Background on IPO Underpricing ...	42
Chapter4 Conclusions and Recommendations	47
Section1 Conclusions	47
Section2 Recommendations	48
References	50
Acknowledgements	56

绪 论

第一节 选题背景与选题意义

一、选题背景

现代经济是以知识、创新和技术为基础的经济，互联网技术、工业智能化等正在日益改变整个世界经济的发展格局。抓住世界经济格局发展的步伐，关键在于创新驱动经济。国家积极部署实施创新驱动发展战略，以创新驱动引领经济发展新常态。风险投资作为一种向具有高成长性、创新性的企业提供资本支持和管理服务的股权投资方式，是当今创业型经济和创新型经济发展过程中不可或缺的一部分。风险投资从 19 世纪诞生至今，对各国的经济增长都起到了巨大的推动作用，以美国硅谷为例，可以说风险投资的支持是硅谷神话的重要推力。风险投资在孵化创新型企业、提高企业研发能力、促进创新产品产业化、增加就业岗位等方面均做出了积极的贡献。我国从 20 世纪 80 年代开始积极探索发展风险投资，经过不断的摸索和经验积累，在 90 年代开始真正发展。二十多年过去，我国风险投资行业呈现了迅猛发展的态势，投融资规模不断扩大。根据有关机构数据显示 2014 年我国风险投资披露募集资金金额达 190.22 亿美元，可投资于我国大陆的资本存量总规模已达 529.78 亿美元。风险投资的蓬勃发展态势也使市场各方逐渐关注此行业的发展，风险投资的运作流程等开始为人所熟知。对于风险投资来说，退出渠道很重要。风险投资的退出主要包括 IPO、股权转让、并购和管理层回购等，其中以 IPO 退出方式的回报最高。

在国外风险投资研究领域不少学者基于 IPO 抑价问题思考风险投资在企业 and 资本市场中的作用。IPO 抑价是国内外资本市场普遍存在的现象，新兴国家的高 IPO 抑价率也引起广泛关注。IPO 抑价并无好坏之分，但是过高的抑价影响到资本市场的健康发展。2012 年我国 IPO 停摆，2013 年监管层提出新一轮的新股发行制度改革，2014 年 IPO 获得重启，在 2015 年将实施新股发行注册制。我国未来 IPO 市场的发展状况如何值得关注，而作为资本市场中重要角色之一的风险投资，其与 IPO 抑价之间的关系如何也备受关注。探讨风险投资对 IPO 抑价的影响有助于进一步认识到风险投资在企业发展和资本市场中的作用。风险投资是高

附加值投资，能够为风险企业提供增值服务，同时作为市场上的第三方认证，也有助于降低发行人和投资者之间的信息不对称进而降低抑价程度，对资本市场的平稳有序运作起到积极影响。但若不加以引导，则可能影响到资本市场的运作。

创业板市场作为我国推动创新产业发展而设置的资本市场，自推出以来一直是风险投资机构退出的主要渠道之一，也为研究风险投资与 IPO 抑价关系提供了较为充分的数据。研究风险投资对 IPO 抑价的影响，可为政府决策管理层、企业和投资者提供一些参考，也为风险投资行业未来的发展提供方向。

二、选题意义

研究风险投资对 IPO 抑价的影响具有如下意义：

1. 有助于政府监管部门充分认识到作为资本市场重要主体的风险投资在市場中的影响及作用。风险投资能够影响风险企业的许多方面内容，从企业的成长期的资金需求到企业的经营治理等，是风险企业发展进程中颇具影响力的角色。通过风险投资对企业 IPO 抑价的影响研究看到风险投资在企业 IPO 过程中起到的作用和任在资本市场中担任的角色，有助于政府监管部门正确认识到风险投资行业的发展，从而更有利于其制定相应的合理的政策引导风险投资往健康、理性的方向发展。

2. 有助于创业者和风险投资机构理性认识彼此。企业在争取风险投资支持的过程中不是单向选择而是双向选择，给予资金支持的风险投资不一定是好的风险投资。除了基本的融资需求，企业应认识到风险投资在额外的增值服务上所能提供的帮助。急功近利的风险投资并不利于企业的长期发展。对于风险投资机构来说，造富神话创造的不是真正具有成长性的企业，而只是纯粹的浮躁的追逐利益。回报是风险投资机构的目，但不应盲目，而是应该理智地选择项目以合理的估值获得最高的回报。

3. 有助于投资者正确认识风险投资的作用。我国投资者对风险投资的认知还不够全面，投资者可能存在有风投资参与的企业便是具有成长性的企业的直观认识，而没有真正意义上的去了解企业背后的风险投资机构的资质、投资理念、投资风格和投后管理的实际情况。进行风投资的研究目的在于让投资者更加充分地认识到风投资在资本市场中的作用。

第二节 研究方法 with 结构安排

一、研究方法

(一) 文献分析法

针对研究内容，对国内外相关研究成果进行梳理，通过详细的阅读和分析进行思考，做出自己的评价与判断，进一步明确自身研究的出发点与整体的逻辑思路框架，提出可供验证的研究假设。理论的扎实有助于奠定文章整体逻辑分析基础。

(二) 实证研究法

运用描述性统计、独立样本 T 检验法、非参数 Mann-Whitney U 检验法和多元回归分析方法，研究风险投资参与对 IPO 抑价的影响。其中独立样本 T 检验法和非参数 Mann-Whitney U 检验法主要用于检验指标之间的差异。多元线性回归分析方法主要用于讨论多因素下风险投资机构参与对 IPO 抑价的影响。

二、结构安排

全文共分为四章，主要内容安排如下：

第一章为文献综述。本章第一部分回顾了 IPO 抑价研究领域中的主要理论和假说，从信息不对称、制度和行为金融三个角度进行概括梳理。本章第二部分回顾了国内外关于风险投资参与对 IPO 抑价影响的理论和实证研究情况，包括风险投资参与提高 IPO 抑价理论研究、风险投资参与降低 IPO 抑价理论研究和风险投资参与对 IPO 抑价无影响研究。此外，基于研究内容，本文回顾了联合风险投资和风险投资背景的理论研究概况。

第二章为我国风险投资和创业板市场的发展概况。本章首先介绍了风险投资特点与运作机制，并简要回顾了我国风险投资二十多年的发展情况。最后介绍了我国创业板的建立过程和创业板市场在 2014 年作为我国多层次资本市场中的重要一层的整体表现情况。

第三章为风险投资对 IPO 抑价影响的实证研究。本文基于国内外学者的研究，结合我国创业板市场的发展情况提出三个主要研究假设，以企业 IPO 抑价率为被解释变量，以我国创业板市场为研究样本。第一部分讨论有无风险投资参与对企

业的 IPO 抑价率的影响，在实证结果的基础上进一步思考认证-监控假说和声誉效应假说在我国创业板市场上的表现。第二部分讨论风险投资的特性对企业的 IPO 抑价率的影响，首先讨论联合风险投资与单一风险投资对 IPO 抑价的影响区别，紧接着讨论风险投资背景对 IPO 抑价的影响区别，在实证结果基础上结合理论提出自己的见解与分析。

第四章为研究结论与政策建议。本章在前文的实证研究基础上提出相关的政策建议。

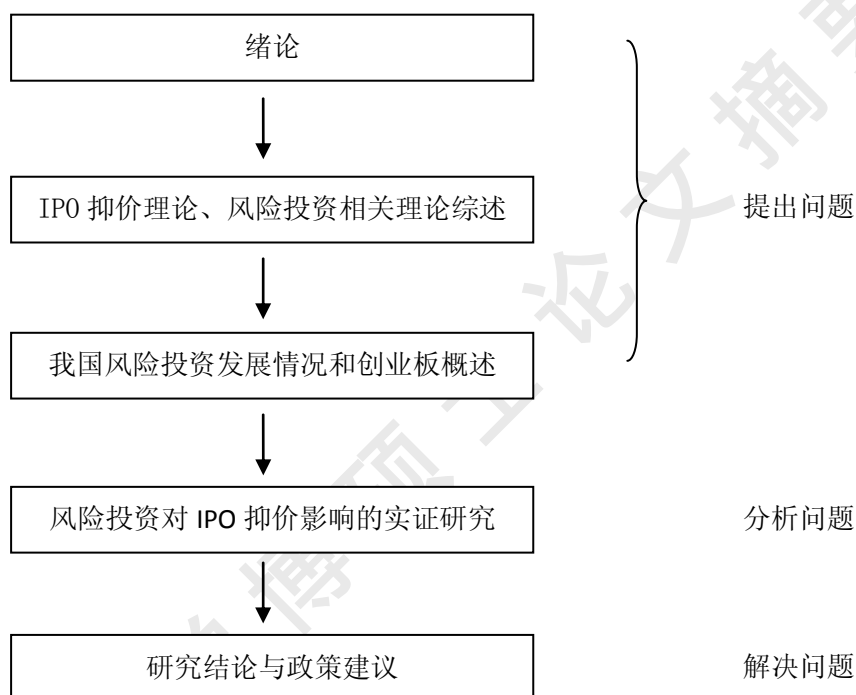


图 1-1 全文研究框架

第一章 文献综述

第一节 IPO 抑价理论综述

IPO 抑价是指新股发行价偏低，上市首日二级市场价格偏高，远高于发行价，使得投资者认购新股能获得超常股票收益率。IPO 抑价现象普遍存在于各国的资本市场之中。学术界关于 IPO 抑价现象的研究始于 20 世纪 70 年代，已经形成丰富的理论成果。

一、基于信息不对称的理论解释

根据有效市场假说，信息是充分披露和均匀分布的。但是在现实的市场经济活动中，市场主体对信息的了解是存在差异的，分布是不均匀的，信息不对称现象普遍存在。相关 IPO 抑价理论以信息不对称理论为出发点，以参与资本市场的主要三类主体，即企业、投资者和承销商为研究对象，提出了理论解释。

（一）委托代理理论

即承销商买方垄断理论。Baron 和 Holmström (1980)^[1]提出在 IPO 发行中，潜在的利益冲突存在于发行人和承销商之间，一方面发行人希望最大化发行人作为上市主体的利益，而高的发行价格有助于募得更多的资金，但是，另一方面作为金融中介的承销商由于其作为发行中介需要考虑发行难度以及发行成本，因而往往更偏好于为新股确定较低的发行价格。Baron (1982)^[2]提出承销商理论，该理论认为信息不对称同样存在于发行人和承销商之间。承销商有着丰富的资本市场资源和地位优势，比起发行人更了解市场、更能掌握市场的动向，而发行人处于信息劣势地位无法评估发行中介的定价是否真的合理。承销商凭借信息优势，出于自身利益考虑，通过较低的发行价格补偿投资者以确保股票发行的成功，使自身与投资者之间维持良好的关系，增强自身的竞争力，为未来的项目发行做好铺垫。Carter 和 Manaster (1990)^[3]通过实证认为承销商为维护自身形象倾向选择安全的 IPO。

但是，委托代理理论不能充分解释 IPO 抑价现象。Muscarella 和 Vetsuypens

(1989)^[4]研究了自己承销 (Self-underwrite) 的投资银行 IPO 样本, 由于发行人和承销商处于同等地位, 从理论上说应不存在代理问题, 实际情况却表明其与其它 IPO 的抑价程度是相近的。

(二) 赢家诅咒理论

在 Baron 的研究基础上, Rock (1986)^[5]提出了“赢家诅咒”理论。Rock 将投资者按照掌握信息的多寡分为信息优势投资者和信息弱势投资者。划分依据是基于这样的假设, 即投资者之间的信息是不对称的。具体, 他认为投资者与投资者不进行信息交流, 而信息优势投资者非常了解企业相关信息, 信息弱势投资者对企业相关信息知之甚少。信息优势投资者凭借自身的的信息优势分析 IPO 市场中的股票价值, 选择被低估的高回报股票进行投资进而获取高额收益, 而信息弱势投资者则处于不利境地, 被迫选择价值被高估的股票, 当信息弱势投资者意识到此情况时, “赢家诅咒”便出现, 信息弱势投资者选择退出市场。信息弱势投资者的退出将会引发新股发行市场的需求不足, 新股可能无法募集到足够的资金, 更甚者导致新股市场无法维持运转。为了吸引信息弱势投资参与到新股发行认购之中, 确保发行成功, 发行人采取抑价发行策略以弥补信息弱势投资者由于逆向选择问题导致的损失, 确保其即使认购的股票被高估仍可以获得一定的盈利。Beatty 和 Ritter (1986)^[6]进一步延伸该理论。

(三) 信号假说理论

信号假说理论认为信息不对称问题会影响到市场交易的进行, 为了保证交易的完成, 在市场上处于信息优势的一方应向处于信息劣势的一方发出信号。Allen 和 Faulhaber (1989)^[7]认为比起外部投资者, 发行人知道的更多, 更了解自身内在价值, 具有信息优势。但外部投资者并不知道这些信息。为了与其它企业区别开, 具有良好盈利预期的企业会选择以 IPO 抑价的方式向外部投资者传递信号表明公司的质量, 即具有高 IPO 抑价率的企业具有更高的质量。低质量企业若采取高 IPO 抑价策略将会使其面临募集资金不足和再融资难以实现等问题, 因而低质量企业不轻易采取高 IPO 抑价策略。由此, 外部投资者可以借此依据贝叶斯法则对企业的真实质量做出估计。

虽然较高的 IPO 抑价会使高质量企业在 IPO 时遭受损失, 但是由于已经通过 IPO 抑价向外部投资者传递了关于其质量的信号, 企业质量将在增发时体现出来,

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