

学校编码：
学号： 17920111150790

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

风险投资对创业板企业 IPO 抑价影响的实证
研究

An empirical study on the underpricing effect from Venture
Capital to the enterprise's IPO in China Growth Enterprise
Market

林济远

指导教师姓名： 唐炎钊 教授

专业名称： 工商管理硕士

论文提交日期： 2013 年 04 月

论文答辩时间： 2013 年 月

学位授予日期： 2013 年 月

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2013 年 04 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

风险投资对企业 IPO 抑价的影响，各国学者在以往和当代都有不少的研究，把他们的研究成果加以归纳，会得出两种主流的理论模型。其中一种是认证/监管模型，而另外一种则是逆向选择/哗众取宠模型。前一种模型认为：由于风险投资机构有效的缓解了企业 IPO 过程中信息不对称的程度，所以企业 IPO 首发的抑价率更低；后一种模型则认为企业 IPO 的高抑价率是因为年轻的风险投资机构为了追求成功案例或者追求更早的得到高的投资回报而过早的将企业上市所造成的。

本论文的研究样本选取了 355 家从 2009 年 10 月 30 日（创业板成立之日）到 2012 年 12 月 31 日期间在深圳创业板上市的企业。本文的研究方法为选取了与企业发行和财务绩效相关的指标作为解释变量，运用统计分析软件（SPSS18.0）对风险投资对 IPO 的发行价格和发行抑价率等被解释变量进行多元回归分析，通过实证分析来检验本文提出的假设，最后根据研究结果得出研究结论。

本论文的研究结论是：风险投资机构支持的创业板企业 IPO 抑价率较低。研究结论显然更倾向于支持认证/监管理论，但由于我国的资本市场还相对较年轻，所以这种作用还有待加强。另外本人要指出的是，我国的风险投资机构与西方成熟市场的风险投资机构在运作水平上差距还较大，与私募股权投资机构重合多，短期化特征明显，相对的不成熟导致了其本该具有的对企业提供增值服务这一功能有所丧失。

关键词：创业企业；风险投资；IPO；抑价影响

Abstract

At present, there are mainly two kinds of theories on this issue of underpricing effect from venture capital to the enterprise IPO of China Growth Enterprise Market in academia: one is the certification / supervision theory, the main points of this theory is that, venture capitalists are aiming to eliminate the asymmetry of information issuance process, making pricing is more close to the actual value, therefore the venture capital supports enterprise IPO underpricing rate lower. Adverse selection / Grandstanding theory suggests that venture capital is not mature enough under the pressure of reputation and financing, or in order to pursue higher investment return, so pushing the enterprise to go public earlier, as a return, the rate of IPO underpricing will be higher.

In this thesis, we took 355 listed companies which went public from 2009-2012 in Shenzhen GEM as study samples, selected specific variables to make empirical test of the two theories, through the establishment of the assumptions and models, and using SPSS18.0 software to deliver sample mean comparison. In addition, using multiple regression analysis to evaluate the underpricing effect from venture capital to the enterprise's IPO, and finally arrives at the conclusions.

From the research samples of those listed companies in GEM, it shows a lower underpricing effect if the companies are backed by venture capitalists, for such results, the authors believe that China's venture capitalists in a certain extent, played the role of certification / monitoring, but such role is imperfect owing to the immature capital market. With the active involvement of private investment firms, investment banks, there are more and more private equity firms have been founded. Owing to the ambiguity between private equity and venture capital, it further makes venture capital become short-sighted. The immaturity of venture capitalists has led to malfunction of the value-added services which they should have provided.

Keywords: Start-ups; Venture Capital; IPO; Underpricing Effect

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1 绪论 | 1 |
| 1.1 选题背景 | 1 |
| 1.2 研究意义 | 4 |
| 1.3 研究对象 | 5 |
| 1.4 研究结构 | 6 |
| 2 文献综述 | 9 |
| 2.1 风险投资相关研究回顾 | 9 |
| 2.2 风险投资与 IPO 抑价相关研究回顾 | 11 |
| 2.3 当前研究存在的不足及本研究切入点 | 14 |
| 3 风险投资对创业板企业 IPO 抑价影响的理论分析 | 16 |
| 3.1 理论模型 | 16 |
| 3.2 理论假设 | 18 |
| 3.3 衡量风险投资对 IPO 影响功效的评价指标 | 19 |
| 4 风险投资对创业板企业 IPO 抑价影响的实证分析 | 28 |
| 4.1 样本选择与实证研究方法设计 | 28 |
| 4.2 风险投资与 IPO 抑价 | 30 |
| 5 结论与建议 | 40 |
| 5.1 研究结论 | 40 |
| 5.2 对风险投资行业今后发展的建议 | 41 |
| 5.3 本文研究的局限性 | 45 |
| 参考文献 | 46 |
| 致谢 | 49 |

CONTENTS

| | |
|---|----|
| 1 Introduction | 1 |
| 1.1 Research Background | 1 |
| 1.2 Research Meaning | 4 |
| 1.3 Research Objects | 5 |
| 1.4 Structure Arrangement | 6 |
| 2 Literature Review | 9 |
| 2.1 Research Review on Venture Capital..... | 9 |
| 2.2 Research Review on Underpricing Effect of IPO..... | 11 |
| 2.3 Deficiencies of Current Research and Point of Penetration..... | 14 |
| 3 Theoretical Analysis of Underpricing Effect from Venture Capital to the Enterprise's IPO in China Growth Enterprise Market | 16 |
| 3.1 Theoretical Model..... | 16 |
| 3.2 Theoretical Hypotheses | 18 |
| 3.3 Evaluation Indicators..... | 19 |
| 4 Empirical Analysis of Underpricing Effect from Venture Capital to the Enterprise's IPO in China Growth Enterprise Market | 28 |
| 4.1 Samples Selection and Research Method | 28 |
| 4.2 Venture Capital and IPO Underpricing..... | 30 |
| 5 Conclusions and Discussion | 40 |
| 5.1 Main Conclusions | 40 |
| 5.2 Recommendations for the future development of the venture capital industry | 41 |
| 5.3 Limitations of this study | 45 |
| References | 46 |
| Acknowledgement | 49 |

1 绪论

1.1 选题背景

1.1.1 国外风险投资的历史

风险投资这一词在当下非常热门，然而令本人没有想到的是，风险投资的历史可能比我们想象中的历史要更加的长久。1880-1890 年间，当时美国一些投资机构（主要是私人银行），通过对当时新兴行业（铁路，石油，钢铁）的成功投资，获得了很高的投资回报。对于风险投资行业具有里程碑意义的事件发生在 1946 年，当时美国新英格兰地区的一批创业家在哈佛大学教授 Georges Doritos 的带领下成立了一家叫美国研究发展公司的企业，该企业已经具有了现代风险投资企业的特征。经过了一段缓慢的发展期，风险投资行业在 20 世纪 70 年代进入了更快的发展时期，出现了大批的中小型风险投资公司（主要是合伙制），全美风险投资协会也于 1973 年宣告成立。^[35]根据美国风险投资协会最新资料显示(见下图)，2012 年美国新设立 182 只风险投资基金，吸收资本 206 亿美元，全美的风险投资机构全年对 3698 个项目进行了投资，投资额 265 亿美元。^[50]

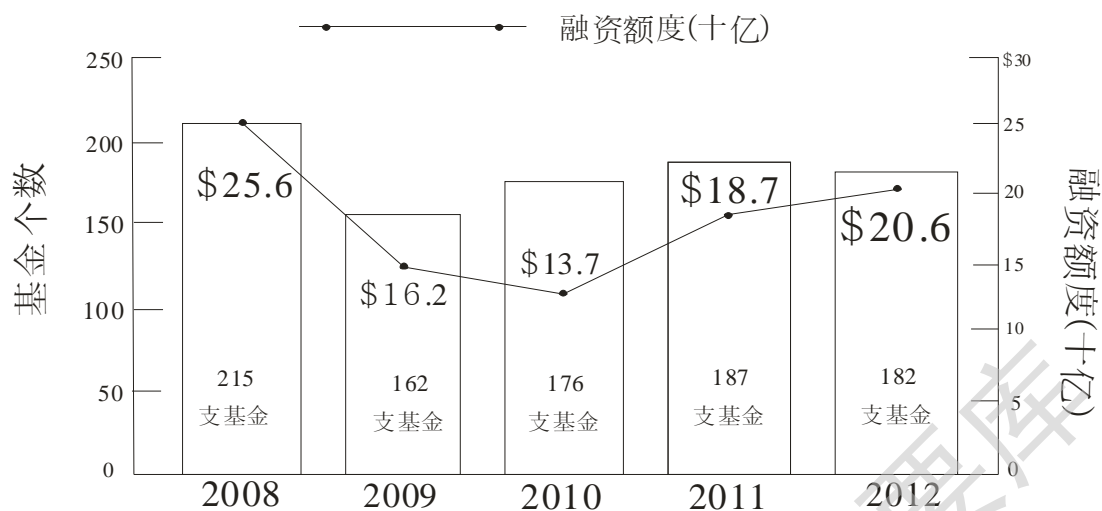


图 1-1 美国风险投资机构 2008 年到 2012 年融资额度情况

图表来源: National Venture Capital Association, 2012

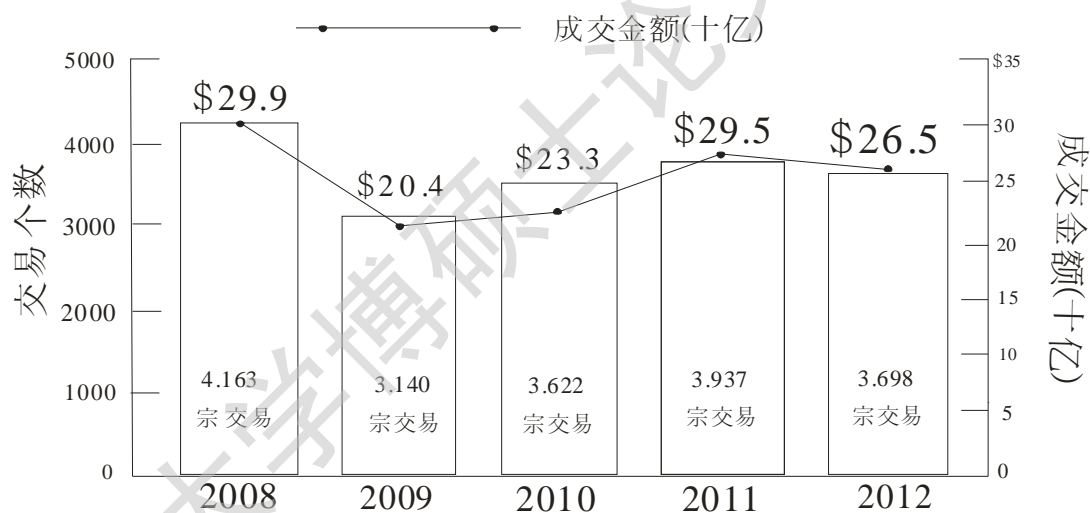


图 1-2 美国风险投资机构 2008 年到 2012 年投资额度情况

图表来源: National Venture Capital Association, 2012

在大量媒体的报道下，美国风险投资机构的成功事迹和经验很快得以在世界范围内传播，这对全球其他地区的风险投资产业产生了巨大影响。在大西洋的彼岸，英国的风险投资产业始于 20 世纪 50 年代，但之后的发展进程相对较慢，一直到 20 世纪 80 年代以后风险投资产业在该国的发展进程才得以加快，原因是英国政府逐步出台了一系列扶持风险投资产业发展的政策和措施。随着新技术的发展和政府管制的放松，其他一些发达的西方资本主义国家如德国，法国，加拿大的风险投资产业的发展速度也得以在 20 世纪 80 年代以后加快。在看我们的亚洲

近邻日本的情况，日本的风险投资行业也在 20 世纪 80 年代以后才迅速发展。截止到 20 世纪末，在日本有 100 多家风险投资机构，每年的投资额都超过 150 亿日元。^[35]

近十几年来，不时的可以从各大媒体的报告中得知某某风险投资企业从其所投资的新创企业的股权退出，特别是通过 IPO 的退出方式取得了惊人的投资回报，学术界也没有停止过对风险投资行业的关注和研究，其中国内外研究学者关注最多，兴趣最浓的研究主要集中在以下两个领域：

第一个研究领域是关于风险投资机构对企业上市前的经营业绩施加了哪些影响，如何施加影响，以及影响结果的表现形式。

第二个研究领域是关于风险投资机构对企业 IPO 绩效的影响，大部分的风险投资机构会通过在全国市场 IPO 的方式对被投资企业的股权实现退出而获得投资回报，所以 IPO 的表现对风险投资机构意义重大。由于 IPO 的表现也直接影响到新创企业未来在二级市场的再融资，所以对新创企业本身也有十分重大的意义。需要强调的是目前这一领域的研究重点集中在 IPO 抑价研究，比较典型的研究举例如下：风险投资支持的企业具有更高还是更低的 IPO 抑价率，风险投资支持的企业会不会因为受到投资者更多的关注而具有更高的 IPO 价格等类似的研究。^[13]

1.1.2 国内风险投资的发展进程

我们国家的风险投资行业发展史上的第一件大事发生在 1985 年，当年党中央在《关于科学技术体制改革的决定》一文中提出“对于具有高风险和需要面临很大的不确定性的新技术产品的研发工作，国家可以设立创业投资专项基金予以扶持”，这项政策的出台对于风险投资行业的发展给予了很大的保证。作为政策的配套，中国第一家国家所有制的风险投资机构-中国新技术创业投资公司，在国务院的批准下以及国家科委和央行的支持下，与同年 9 月正式成立。该公司的主要发起股东为国家科委(持股 40%)，财政部(持股 23%)等，注册资金为一千万美元，公司的主要职能是对高新技术企业的研发进行投资或为其提供贷款。我国风险投资行业的另一件大事发生在 1998 年，当年党中央提出了《关于加快发展我国风险投资事业》的提案，该提案也表达了我国国家在扶持风险投资行业所

下的决心和力度，这一举措也标志着我国的风险投资行业即将步入发展的快车道。^[14]我国风险投资行业发展历史上最重要的里程碑发生在 2009 年 10 月 30 日，广大投资者期盼了许久的深圳创业板市场在这天正式推出，创业板推出首日共有 28 家企业挂牌上市。创业板与主板市场和二板市场互为补充，共同构建了一个较为完整的资本市场体系。深圳创业板市场的推出可谓意义重大，由于其对上市企业 IPO 的门槛相对较低而且主要面向具有高科技性，高盈利性，高成长性的新创企业（这些企业也正是风险投资机构所投资和关注最多的企业类型），也因为其是风险投资退出的重要渠道之一，所以创业板的推出得到了风险投资机构的普遍称赞，他们纷纷表示今后将把深圳创业板市场作为其投资退出的首选渠道。^[22]

风险投资机构为广大新创企业提供了发展资金，而深圳创业板市场又是风险投资机构最重要的退出渠道之一。因此，研究风险投资对于创业板企业 IPO 的作用，既有理论意义，又有现实意义。其一，通过研究可以了解风险投资对于创业板企业 IPO 施加的影响。另外，对研究中反映出的问题加以分析，可以提出对我们创业板市场和风险投资行业今后进一步发展的些许建议。^[25]

在该背景下，笔者面临很多疑问需要解决，比如：国内的风险投资机构对新创企业上市前的经营业绩有无影响？影响表现在哪些方面？对于国内风险投资行业的发展能否提供一些建议？

本文立足点在于风险投资对创业板企业 IPO 的抑价作用的实证研究，希望能为其他相关领域的研究提供一点启发。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

风险投资最为普遍的推出途径是通过 IPO 公开上市，本文也把研究的重点定位在风险投资对新创企业所产生的抑价作用，通过研究检验到底是认证/监管理论模型还是逆向选择/哗众取宠理论模型的解释作用更强。另外在风险投资机构投资前也能相对容易的获得拟投资企业的非公开资料，对所投资的企业的经营业绩施加影响。

风险投资作为第三方机构对企业，一国的资本市场，以及为一国的经济所创

造的价值无疑是巨大的，其又有区别于其他财务投资者最显著的特征，即其为新创企业 IPO 前提供的一系列增值服务。^[23]此前国内学者对这一领域相关的研究还不甚完善，虽然有一部分学者研究 IPO 的抑价问题，但是往往他们的研究视角忽略了风险投资这一重要考查因素，没有对支持新创企业的风险投资机构进行必要的研究。因此本文研究的理论意义在于进一步完善和丰富前人相关的研究成果。

1.2.2 现实意义

我国的风险投资行业和深圳创业板市场都还很年轻，如果笔者的研究能够为风险投资和创业板未来的发展提供一些有价值的建议的话，那么本文的研究就具有现实意义。首先我国的资本市场发展水平还不够高，创业板这一中小企业的融资渠道也只有 3, 4 年的历史，在发行，立法，监管等各环节都存在一系列亟待解决的问题。^[2]其次，虽然国内的风险投资行业有了二十来年的发展历程，但是运行机制的成熟度，以及对新创企业的功效等领域都需要再做更加深入的研究来指导未来的发展。从这个角度来看，本文的研究既可以揭示风险投资行业业内具体操作可能存在的问题，也可以通过研究创业板上市企业 IPO 前后的绩效表现来考察创业板本身的运行效率，通过研究可以为风险投资行业，创业板市场以及整个资本市场未来的可持续发展提供参考建议。最后，广大高新技术企业一直是风险投资机构密切关注的对象，他们现在或者将来很可能都会接触到风险投资机构，所以新创企业也需要了解风险投资机构的运作模式以及对新创企业提供的帮助和价值何在，这都将为今后挑选到更加适合自己的风险投资机构打下坚实的基础。^[27]所以本文的研究结果也对新创企业今后在选择引入风险投资机构这一问题有着现实意义。

1.3 研究对象

现在笔者提出本文的研究对象：风险投资对我国创业板企业 IPO 抑价作用的影响。

本文的第一个研究对象是风险投资，英文叫 Venture Capital, 简称 VC。另外还存在一个和风险投资比较类似的行业，即私募股权投资，英文叫 Private Equity, 简称 PE。显然从行业内的定义来看，风险投资和私募股权投资是有区别的，但

是在当下的中国风险投资行业的私募股权投资行业有许多交叉的地方，界限不是十分明显，行业内的说法叫 VC 之 PE 化。^[5]比如国内的风险投资机构对传统行业处于成熟期的企业也有很多的投资。

另一方面，国内的私募股权机构也会进行类似风险投资的投资。所以在当下的中国，风险投资机构与私募股权投资机构之间的同业竞争非常激烈，同质性也很强，通常区别两者的仅仅是企业名称这一概念性的东西，然而企业在后期的投资运作机制上和具体的投资标的选择上并无太多本质的区别。^[28]

目前中国的资本市场有了进一步的发展和完善，越来越多的优秀企业走上了 IPO 的道路，同时相对年轻的资本市场也给了 IPO 企业背后的投资者很高的投资收益，在这样的背景下，风险投资机构通过投资成熟期的企业也获得了很高的投资回报，然而所需要承担的投资风险却大为降低，风险投资基金的投资期得以缩短。综上所述，对国内风险投资机构的研究需要涵盖到风险投资机构和私募股权投资机构，这是由我们国家的行业发展现状所决定的。

本论文的另一个研究对象是 IPO 抑价现象，即新股的发行价格显著低于公开上市后的市场价格。本文通过对一系列上市特征指标和财务功效指标的考查对 IPO 的抑价现象进行研究，特别是风险投资机构对于这些指标有着怎样的影响。上市特征指标涵盖了 IPO 过程中有关发行费多少，发行市盈率高高低，抑价率的高低，发行规模大小等静态指标。财务功效指标则涵盖了反映企业 IPO 前后财务绩效的相关指标。

1.4 研究结构

本研究论文共有五章组成，图 1.3 是本文的研究结构图：

第一章为绪论，包括本文的选题背景，研究意义，研究对象，研究结构等。

第二章为文献综述，主要对风险投资，创业企业，IPO，抑价影响等研究成果进行总结和评述。

第三章为风险投资对创业板企业 IPO 抑价影响的理论分析，包括理论模型，理论假设和评价指标三个方面。

第四章为风险投资对创业板企业 IPO 抑价影响的实证研究方法设计和实证研究结果，包括描述性统计，均值比较，多元回归分析。

第五章为研究结论与建议，根据实证研究的结果分析背后的原因，并根据研究结果提出有一定参考价值的建议。

厦门大学博硕士论文摘要库

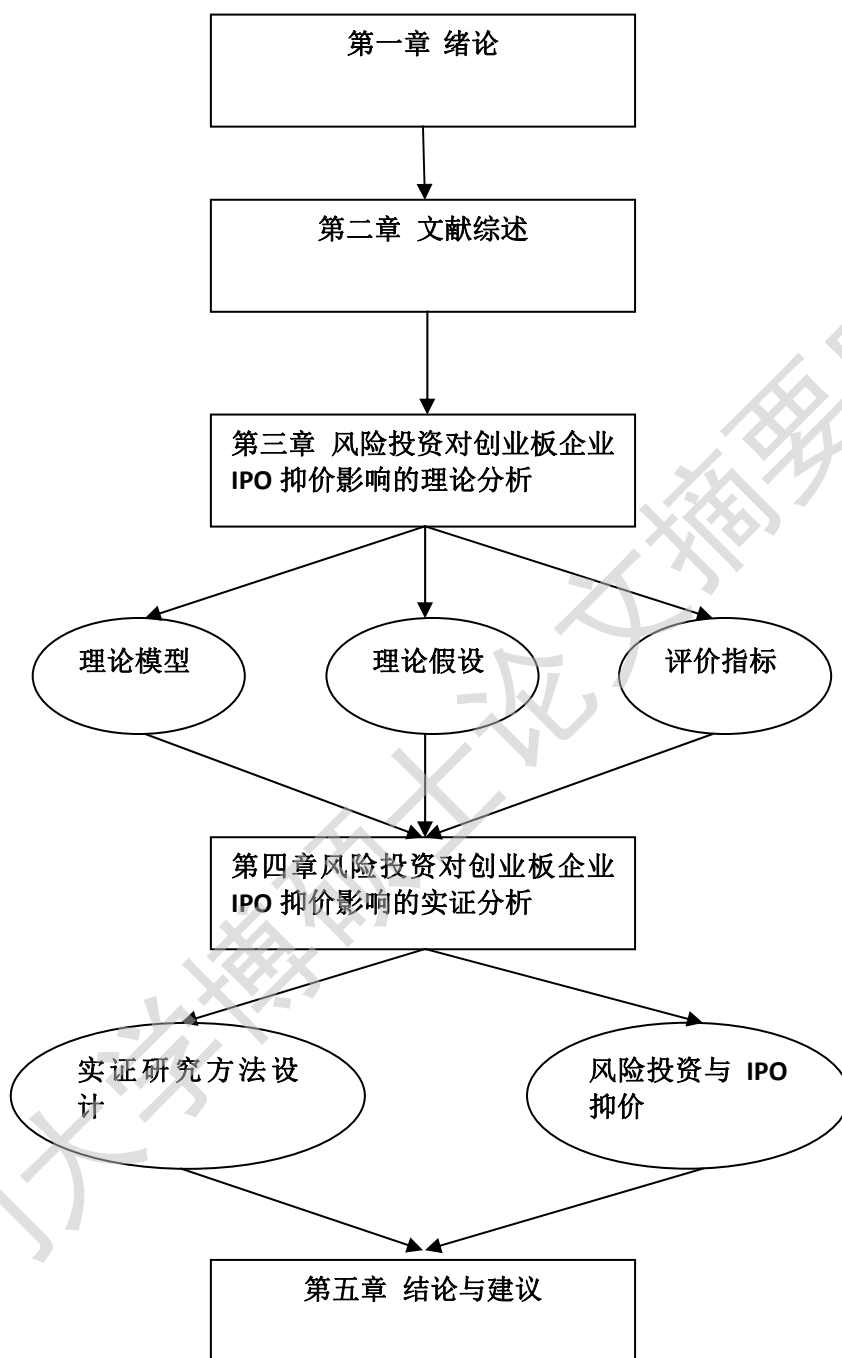


图 1-3 本文研究机构图

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