

# 创业投资声誉、创业板 IPOs 初始收益和长期业绩

文守逊, 张泰松, 黄文明

(重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400044)

**[摘要]**以我国创业板市场 IPOs 为样本, 引入创业投资声誉对 IPO 折抑价理论模型进行修正, 采用多元回归和两阶段回归方法, 实证检验创业投资声誉与创业板 IPOs 初始收益和长期业绩之间的关系后发现: 我国创业板市场中创业投资核证监督作用微弱; 创业投资声誉对 IPOs 初始收益无显著影响; 创业投资声誉对 IPO 后企业长期业绩有显著正效应。本文的研究结论对创投声誉下的创业板发行制度建设有积极作用。

**[关键词]**创业投资声誉; 创业板; IPO 折抑价; 初始收益; 长期业绩; IPOs 效应

**[中图分类号]**F230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2012)04-0104-09

## 一、引言

长期以来 IPO 效应一直是学术界研究的热点话题, 而关于金融中介声誉对于 IPO 效应影响的研究, 过去主要聚焦在承销商和审计师声誉对企业发行上市的影响上。如 Carter 等研究了主承销商声誉促使新股首日收益的抑价效果<sup>[1]</sup>, 陈良华等研究证实了审计师声誉对股票价格有显著的影响<sup>[2]</sup>。上述研究主要是以金融中介在发行过程中的作用为基础进行的, 研究金融中介的声誉形成与测量尺度及其对 IPOs 初始收益和长期业绩的影响, 这为创业投资声誉研究提供了宝贵的借鉴以及研究的经验。

随着我国证券市场的深入变革以及 2005 年 5 月中小企业板的建立, 越来越多的上市企业背后出现了创业投资的身影, 尤其是在 2009 年 10 月, 被赋予特定功能和作用的创业板推出, 使创业投资资本得以全方位立体地参与到创业板公司的创业发展和上市融资当中。尽管创业投资机构也是一种金融中介机构, 但由于创业投资业独有的垄断程度低、市场竞争激烈、对创业企业进行全过程培育等特点, 创业投资声誉主要是基于其存续时间、资金规模、从业经验、专业技能和上市前创业投资公司业绩形成的。创业投资声誉是创业投资机构与市场长期交易和重复博弈的结果, 既是一种当市场参与者存在信息不对称时可以带来经济租的重要资产<sup>[3]</sup>, 也是一种积淀性的因素, 这种因素不仅能够吸引更多优秀的风险企业, 还能招募更知名的承销商。创业投资声誉的作用表现出与承销商和审计机构声誉不同的独特性, 因此其声誉对企业 IPOs 初始收益和长期业绩影响的研究具有现实意义和迫切性。

## 二、文献回顾和理论分析

创业投资在企业上市过程中的影响主要表现在核证监督和信号传递理论两方面。如 Loughran 等认为, 风险企业比非风险企业有着更高的折价率, 创业投资所支持的 IPOs 比非创业投资支持的折

**[收稿日期]**2011-4-21

**[基金项目]**国家自然科学基金(71071171/G0105)项目; 中央高校基本科研业务费基金项目(CDJSK100208、CDJXS11020033)

**[作者简介]**文守逊(1969—), 男, 四川平昌人, 重庆大学经济与工商管理学院副教授, 博士, 从事公司治理与公司理财研究; 张泰松(1987—), 男, 四川合江人, 重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生, 从事投融资行为决策研究; 黄文明(1986—), 男, 江西抚州人, 重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生, 从事财务管理研究。

价小,且由创业投资支持的 IPOs 能产生更相似的长期业绩,同时产生正回报和更高初始收益的概率也更高<sup>[4-5]</sup>。创业投资参与企业创投行为依赖于创业投资资本规模、从业时间、经验、专业素质、管理能力以及以往的创投业绩。创业投资所创造的 IPO 市场份额、IPO 占退出的百分比、IPO 的频率等 IPO 的行为结果凝聚成创业投资声誉。鉴于此,本文引入创业投资机构排名<sup>①</sup>,利用募集基金规模、投资案例和退出案例数量、金额、年化收益率及投资回报率等衡量创业投资机构声誉,以各项得分加权平均的总分排名得出创业投资声誉并赋值<sup>[6]</sup>。

#### (一) 创业投资声誉对 IPOs 初始收益的影响

有关创业投资声誉对 IPOs 初始收益的影响主要体现在两个方面:一方面高声誉的创业投资机构因为不想在某一次 IPO 发行中毁坏自己的声誉,避免发行失败,所以不愿对 IPO 定价过高,而是让 IPOs 初始超额收益能够受惠于更多的投资者,这样有利于创业投资机构建立和巩固自己的声誉<sup>[3]</sup>;另一方面声誉高的创业投资机构不愿意折价幅度过大而造成自己的利益受损。一些研究学者认为,创业投资声誉越高,其折价幅度越小,这表明高声誉创业投资发挥的核证、监控和消除信息不对称的作用比低声誉的创业投资更为突出。如 Gompers 等证实了声誉受损的创业投资会对其投资公司的股价产生负面影响,声誉好的创业投资则可提高公司的股价,降低抑价率。他们发现,创业投资声誉对创投支持的 IPOs 折价并无影响<sup>[7-8]</sup>。有关声誉低的创业投资会导致更大程度的折价这一论断并没有得到强有力的理论研究支持,Rajarishi 等研究认为,只有很弱的证据能表明高声誉的创投支持的 IPOs 抑价更高<sup>[9]</sup>。Jelic 等研究指出创业投资声誉对 IPOs 首日收益无显著影响<sup>[10]</sup>。

#### (二) 创业投资声誉对 IPOs 长期业绩的影响

企业质量通常可以用成功 IPO 后企业的长期业绩来衡量,一般而言,企业质量越好,IPO 后的长期业绩也就越好。创业投资声誉的高低与上市公司的长期业绩之间有着密切的关系,关于创业投资声誉对 IPOs 长期业绩的影响,大多数学者研究的结论都较为一致,即高声誉创业投资支持的企业发挥着重要的作用。如 Jelic 等认为,由高声誉的创投支持的 IPOs 似乎有更好的长期业绩,创业投资声誉与 IPOs 长期业绩正相关<sup>[10]</sup>。由此,本文认为实务中可能会发生如下现象:高声誉的创业投资机构会选择质量好的企业进行投资,并当企业成功 IPO 后会督促企业提高质量以维护创业投资机构的声誉。

综上所述,首先,尽管有关创业投资声誉对 IPOs 初始收益和长期业绩影响的理论争议并不多,但其所研究的对象均是以相对成熟有效的股票市场为基础,而实证研究却都是基于真实股票市场数据,因此实证结果与理论研究成果之间出现了明显的分歧和差异;其次,国外创业投资的核证监督作用是基于相对成熟的有效市场,而我国对创业投资核证监督作用的研究主要是基于主板和中小板市场,这些研究结论有限定条件且难以符合我国新型创业板市场的股票特征;再次,创业投资声誉对 IPOs 初始回报是否有显著影响尚无定论,且创业投资声誉的衡量标准难以确定;最后,创业投资声誉对 IPOs 长期业绩的效应在中国特殊的市场背景下也有待进一步检验。鉴于此,本文提出以下三个假设。

假设 1:创业投资支持的 IPOs 首日回报显著高于非创投支持的首日回报。

假设 2:创业投资声誉与 IPOs 初始收益相关。

假设 3:创业投资声誉与 IPO 后企业的长期业绩正相关。

### 三、数据、样本与研究设计

#### (一) 数据样本的选取

由于我国沪深证券市场的定位不同,深圳市场以培育中小企业上市为主。创业板市场中的企业

<sup>①</sup>排名数据来自清科集团对中国创业投资机构的排名。2009 年、2010 年、2011 年发行的 IPO 分别以 2008 年、2009 年、2010 年排名为标准,并且前 20 名取值为 1,否则取值为 0。

具有高风险、高成长性、高市盈率等特点。创业板成立至 2011 年 9 月 16 日,创业板 IPOs 占中国 A 股 IPOs 总数的 1/3,达 264 家,如此大规模的 IPOs 使得对其进行单独研究变得十分必要,故本文选取创业板 IPOs 为样本进行研究。针对创业投资的核证作用,本文选取 2009 年 10 月 31 日至 2011 年 9 月 16 日创业板上市的所有新股作为研究样本,样本容量为 264 家(剔除 1 家违规的公司),其中有创业投资支持的 IPOs 样本数量为 172 家。本文将以此 172 家公司样本来研究创业投资声誉对新股初始收益的影响;针对 IPO 后公司长期业绩的研究,截至 2011 年 9 月 16 日,在创业板上市的 IPO 股票中选取首次上市后时间超过半年的股票,这样的样本公司有 151 家(剔除 1 家违规的公司以及 2 家数据缺失公司)。以上数据均来源于国泰安数据库、和讯网及深圳证券交易所数据中心,并以 IPOs 上市招股书和年报数据作为补充。

## (二) 研究变量的设计

本文主要从创业投资声誉对新股初始收益的影响以及对企业 IPO 后长期业绩的影响角度进行研究,具体的模型设计和变量定义如下。

### 1. 创业投资声誉对 IPOs 初始收益的影响

为研究创业投资声誉对 IPOs 初始收益的影响,根据经典折抑价理论,本文引入创业投资、创业投资声誉等变量并进行相关变量调整,建立回归模型如下:

$$IR = \beta_0 + \beta_1 VC + \beta_2 Trader + \beta_3 LOT + \beta_4 PE + \beta_5 LnAge + \beta_6 Turnover + \beta_7 LnSCA + \beta_8 LOC + \beta_9 LnDA + \varepsilon \quad (1)$$

$$AIR = \frac{1 + IR}{1 + IR_M} = \lambda_0 + \lambda_1 VC + \lambda_2 Trader + \lambda_3 LOT + \lambda_4 PE + \lambda_5 LnAge + \lambda_6 Turnover + \lambda_7 LnSCA + \lambda_8 LOC + \lambda_9 LnDA + \eta \quad (2)$$

$$IR = \kappa_0 + \kappa_1 VCReputation + \kappa_2 Trader + \kappa_3 LOT + \kappa_4 PE + \kappa_5 LnAge + \kappa_6 Turnover + \kappa_7 LnSCA + \kappa_8 LOC + \kappa_9 LnDA + \xi \quad (3)$$

$$AIR = \frac{1 + IR}{1 + IR_M} = \varphi_0 + \varphi_1 Reputation + \varphi_2 Trader + \varphi_3 LOT + \varphi_4 PE + \varphi_5 LnAge + \varphi_6 Turnover + \varphi_7 LnSCA + \varphi_8 LOC + \varphi_9 LnDA + \zeta \quad (4)$$

其中: $IR$  表示创业板上市公司首日未经调整的收益率; $AIR$  表示调整后的首日个股收益率; $IR_M$  代表市场首日回报收益率; $VC$  表示有无创业投资支持,有创业投资支持取值为 1,无创业投资支持取值为 0。 $VCReputation$  表示创业投资声誉,根据中国创业投资机构排名分别进行赋值(前 20 名取值为 1,20 名之后取值为 0); $Trader$  代表承销商声誉,根据中国证券业协会承销商排名进行取值(前 10 名取值为 3,11 - 20 名取值为 2,否则为 1); $LnAge$  为公司成立到公司上市时间的自然对数; $PE$  代表发行市盈率水平; $LOT$  代表网上中签率,中签率越低,IPO 首日可获得超额回报越高; $Turnover$  代表首日换手率,这是用来衡量投资者情绪的指标,换手率越高,首日收益越高;总发行费用( $LnSCA$ ) 指标用来衡量公司规模,公司规模越大,资产规模和招股数量就越大,相应地总发行费用也就越高,资产规模大的公司可吸引更多的投资者前来认购新股; $LOC$  代表公司的注册地,公司的注册地经济水平越高,IPO 首日抑价率越高。

### 2. 创业投资声誉对 IPO 后企业长期业绩的影响

上文文献述评和理论分析中已阐述了创业投资声誉是如何影响 IPO 长期业绩的,我们假设创业投资声誉与 IPO 后长期业绩正相关,为验证该假设建立模型 5。

$$Y_i = \phi_0 + \phi_1 VCReputation + \phi_2 LnAge + \phi_3 LnSCA + \phi_4 Trader + \phi_5 Loc + \vartheta \quad (5)$$

本文研究选取 IPO 后超过 6 个月的半年报业绩指标。其中: $Y_i$  代表  $ROA$  或  $ROE$ ;其他变量与上文所述含义相同。

为防止高声誉创业投资者在选择创业板公司时存在内生性的问题,即无论 IPO 公司是否有高声誉创业投资机构参与,IPOs 初始收益和长期业绩均能表现突出,建立模型 6。

$$VCReputation = \pi_0 + \pi_1 Rate + \pi_2 LnSCA + \pi_3 Lncash + \pi_4 Num + \psi \quad (6)$$

通过该模型对模型(3)、模型(4)、模型(5)进行检验,检验结果发现,高声誉创业投资者在选择创业板公司时不存在内生性问题。

#### 四、实证结果与分析

##### (一) 描述性统计

表 1 报告结果显示,2009 年、2010 年和 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 9 月 16 日,创业板上市首日 IPOs 经市场调整后的首日平均收益率分别为 85.99%、37.52% 和 21.25%,创业板 IPOs 首日存在超额收益现象,但随着创业板 IPOs 不断推进,首日收益逐渐减小。

表 1 创业板 IPOs 首日平均收益率

	全样本			有创业投资支持样本			没有创业投资支持样本		
	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年
1 月		25.11%	8.08%		24.86%	8.09%		25.55%	8.07%
2 月		18.35%	11.07%		20.69%	12.38%		11.32%	9.11%
3 月		52.34%	8.92%		51.47%	11.32%		54.51%	0.92%
4 月		55.91%	0.29%		53.99%	2.67%		62.32%	-5.08%
5 月		13.03%	11.67%		17.19%	20.89%		8.86%	3.61%
6 月		19.43%	16.87%		19.43%	17.98%		0.00%	15.31%
7 月		28.45%	81.51%		27.57%	77.75%		30.65%	86.03%
8 月		68.88%	44.36%		70.26%	29.32%		67.49%	62.40%
9 月		38.58%	31.62%		41.45%	32.37%		27.10%	27.89%
10 月	96.44%	18.55%		98.07%	19.85%		91.56%	16.27%	
11 月		48.21%			41.22%			65.69%	
12 月	49.39%	32.30%		50.88%	28.96%		44.94%	35.63%	
均值	85.99%	37.52%	21.25%	74.93%	35.53%	23.64%	68.25%	33.78%	23.14%

全部样本共 264 只 IPOs 股票,其中,172 只股票有创投支持,92 只股票没有创业投资支持。创业投资支持的 IPO 首日平均收益率为 38.40%,高于没有创投支持的企业首日平均收益率(35.21%),但由于独立样本 T 检验 P 值(Sig = 0.9071,大于 0.05),F 值 = 0.014,故两者的差异并不显著<sup>①</sup>。将全样本划分为有创投支持样本和没有创投支持样本,发现创投支持的 IPOs 和非创投支持的 IPOs 虽然收益率存在差异,但并不显著,尤其是在 2010 年 3 月、7 月、11 月、12 月份和 2011 年 7 月、8 月份,非创投支持的 IPOs 首日收益均高于创投支持的 IPOs。因此,通过描述性统计和独立样本 T 检验发现,创业投资的核证监督作用在我国创业板 IPO 市场上似乎较为微弱,但仍需通过回归方程进一步检验这一研究结论。

进一步,我们从全样本中删除非创业投资支持的 IPO 企业,选择创投支持的 IPO 企业,旨在研究创投支持的 IPOs,从创业投资声誉的视角对 IPO 首日收益的影响进行研究。

表 2 IPOs 初始收益的组统计量和独立样本 T 检验

	VCReputation	N	均值	方差方程的 Levene 检验		均值方程的 t 检验	
				F 值	Sig.	t	Sig.
AIR	1(高声誉)	56	33.28%	3.418	0.066	-1.204	0.230
	0(低声誉)	115	40.50%			-1.307	0.193

<sup>①</sup>数据来源于全样本中创业投资支持的企业 IPOs 和非创业投资支持的 IPOs 的首日平均收益率计算得出。

表2表明,创业投资声誉的高低对创业板IPO首日收益有影响,但IR和AIR中高声誉和低声誉的两组数据样本P值(Sig > 0.05)均不显著,而方差方程Levene检验在10%内显著。即分别在高声誉创业投资和低声誉创业投资下的IPO首日收益在5%的水平上并无差异,但结论尚待进一步的回归检验(其余变量描述性统计报告结果略)。

## (二) 实证结果

### 1. 创业投资声誉对IPO收益的影响

我们对有无创业投资支持的IPOs首日收益进行回归检验,检验结果如下表3。表3报告发现:在IR和AIR作为因变量的OLS回归检验中,模型(1)和(2)的调整R<sup>2</sup>值分别达0.568和0.540;创业投资支持和非创业投资支持的IPO首日收益虽然有差异,但差异在统计上不显著,P值分别为0.182和0.174,即在5%的水平上,两者不存在显著差异。

表3 有无创业投资支持的IPO样本回归结果

模型(1)因变量 IR						模型(2)因变量 AIR					
解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验		解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验	
				容差	VIF					容差	VIF
(常量)		9.097	0.000			(常量)		8.489	0.000		
VC	0.048	0.710	0.182	0.947	1.055	VC	-0.04	-0.92	0.174	0.947	1.055
Year	-0.417	-9.076	0.000	0.778	1.285	Year	-0.402	-8.471	0.000	0.778	1.285
PE	-0.116	-2.401	0.017	0.699	1.430	PE	-0.102	-2.041	0.042	0.699	1.430
LOT	-0.024	-0.531	0.596	0.835	1.198	LOT	-0.050	-1.090	0.277	0.835	1.198
LnAge	0.057	1.372	0.171	0.951	1.052	LnAge	0.052	1.216	0.225	0.951	1.052
LnDA	-0.042	-0.861	0.390	0.675	1.482	LnDA	-0.037	-0.718	0.474	0.675	1.482
LnSCA	-0.060	-1.077	0.282	0.531	1.883	LnSCA	-0.047	-0.819	0.413	0.531	1.883
Trader	-0.095	-2.264	0.024	0.942	1.061	Trader	-0.110	-2.553	0.011	0.942	1.061
F 值	35.588		Ad - R <sup>2</sup>	0.568		F 值	31.812		Ad - R <sup>2</sup>	0.540	

实证结果表明,我国创业板市场上不存在创业投资的核证作用,可能的原因有三点。一是我国创业投资机构仍处于发展阶段,并没有太多成功上市的记录及存在资金募集压力,这导致创业投资支持的IPOs并不能带来高初始收益。二是在控制变量中发现,上市首日的换手率和中签率这两个变量对IPO首日收益有显著影响,上市首日换手率与IPO首日收益正相关,中签率与IPO首日收益负相关。产生这一现象的可能原因是投资者对IPO的热衷,使得他们蜂拥购买新股,从而推高了首日股价,但事实上中签率会随着购买人数的增加而降低。三是发审委的存在,表明权力在市场上仍然起决定性的作用,因此备受指责的发审委能否在股票发行上市时真正做到审核独立和保障上市股票的质量,这一疑问仍难以做定论,这导致了有无创业投资参与对IPO的初始收益都无影响。

下页表4实证检验结果表明,在创业投资支持下的IPO样本中,创业投资声誉对创业板IPO首日超额收益无影响,这一结论与Barnes、Lee等关于创业投资声誉对IPO首日折价负相关的结论不一致<sup>[10-11]</sup>,但却说明了创业投资声誉并不是造成IPO初始超额收益的因素,造成这一结论可能的原因有三点。一是中国创业板市场的IPO企业都是国家政策鼓励支持的企业,有些信息是投资者无法获取的。投资者不能根据手中掌握的信息来判断股票的真实价值,从而使得很多投资者均产生从众心理,导致首日超额收益,而创业投资机构所培育的优良股并没有被投资者所挖掘,这些优质股在首日表现不能脱颖而出,与其他创业投资声誉低或者无创业投资支持的IPO首日收益相比并无显著差异。二是股市中“大傻理论”重演,即不管创业投资机构声誉是高还是低,市场上总是存在着不少投机者,他们无论发行价格的高低都购买股票,且有更大的一群“傻瓜”愿意高价跟进,从而推高了初始股票收益。三是由于目前我国发行新股采用的是发行审批制,这一制度使得监管者置身于市场供求两端

的中间,供方与需方无法顺畅沟通并最终完成交易,无论高声誉还是低声誉的创业投资参与的 IPOs,只要有保荐商作用,均能成功发行,这导致创业投资声誉对 IPOs 初始收益并无显著影响。

表 4 创业投资声誉下方程回归结果

模型(3) OLS						模型(3) 2SLS					
解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验		解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验	
				容差	VIF					容差	VIF
(常量)		7.875	0.000			(常量)		5.8625	0.000		
VCR	-0.028	-0.949	0.184	0.930	1.076	VCR	-0.197	-0.857	0.124	0.890	1.223
Year	-0.436	-7.857	0.000	0.761	1.313	Year	-0.436	-7.857	0.000	0.796	1.035
LOT	-0.013	-0.239	0.411	0.848	1.180	LOT	-0.013	-0.239	0.512	0.824	1.152
PE	-0.074	-1.235	0.219	0.654	1.529	PE	-0.074	-1.235	0.200	0.785	1.435
LnAge	0.003	0.052	0.959	0.920	1.087	LnAge	0.003	0.052	0.895	0.912	1.049
LnDA	-0.030	-0.504	0.615	0.674	1.484	LnDA	-0.030	-0.504	0.545	0.617	1.379
LnSCA	-0.079	-1.142	0.255	0.493	2.027	LnSCA	-0.079	-1.142	0.230	0.482	1.878
LOC	0.070	1.357	0.177	0.878	1.140	LOC	0.070	1.357	0.113	0.889	1.005
Trader	-0.132	-2.593	0.010	0.909	1.100	Trader	-0.132	-2.593	0.010	0.936	1.010
Turnover	0.470	8.507	0.000	0.766	1.306	Turnover	0.470	8.507	0.000	0.758	1.314
F 值	26.61	Ad - R <sup>2</sup>	0.600								
模型(4) OLS						模型(4) 2SLS					
解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验		解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验	
				容差	VIF					容差	VIF
VCR	0.031	0.414	0.660	0.892	1.125	VCR	0.030	0.414	0.686	0.881	1.135
LOT	-0.175	-2.435	0.016	0.845	1.235	LOT	-0.175	-2.435	0.015	0.821	1.217
Year	-0.147	-2.857	0.000	0.756	1.332	Year	-0.125	-2.277	0.000	0.806	1.067
PE	-0.052	-0.679	0.498	0.789	1.376	PE	-0.052	-0.679	0.450	0.725	1.379
LnAge	-0.042	-0.631	0.530	0.956	1.075	LnAge	-0.042	-0.631	0.542	0.944	1.060
LnDA	-0.055	-0.710	0.479	0.727	1.458	LnDA	-0.055	-0.710	0.486	0.717	1.396
LnSCA	-0.066	-0.712	0.478	0.535	2.015	LnSCA	-0.066	-0.712	0.445	0.500	2.002
LOC	0.078	1.119	0.265	0.898	1.178	LOC	0.078	1.119	0.247	0.879	1.137
Trader	-0.197	-2.845	0.005	0.899	1.175	Trader	-0.197	-2.845	0.006	0.883	1.132
Turnover	0.584	7.696	0.000	0.768	1.256	Turnover	0.584	7.696	0.000	0.735	1.360
F 值	22.47	Ad - R <sup>2</sup>	0.517								

为探明导致 IPO 首日超额收益的因素,本文删除了创业投资声誉变量,并重新对模型(3)和(4)进行回归分析后发现,上市首日换手率、中签率、承销商声誉和单位实际发行费用等变量是模型内重要影响因素,这说明造成创业板市场 IPO 首日超额收益的原因可能是二级市场投资者对新股的盲从和跟风心理,也证实了韩立岩和伍燕然认为的投资者情绪是导致主板市场 IPO 初始超额收益的主因<sup>[11]</sup>。创业板 IPOs 初始超额收益的影响因素是换手率和中签率,说明投资者的从众心理和狂热情绪掩盖了股票的真实价值,从而导致 IPO 初始超额收益并不能真实反映股票的优劣。

## 2. 创业投资声誉对 IPO 后长期业绩的影响

为研究创业投资对 IPO 后企业长期业绩的影响,我们假定创业投资声誉高的企业比创业投资声誉低的企业长期业绩好。为验证此结论,我们选用了 ROA 和 ROE 指标来衡量长期业绩,选取有创业投资支持的 IPOs 作为研究样本。其中:2009 年的样本为 43 个,创业投资高声誉的样本有 14 家;2010 年的样本为 86 个,创业投资高声誉支持的有 27 家;2011 年有效样本为 26 个,创业投资高声誉支持的为 9 家。

表5 ROA/ROE 组统计量和独立样本 T 检验

		VC Reputation	N	均值	均值方程的 t 检验	
					t	Sig.
2009 年 IPO 样本	ROA	高声誉	14	0.1020	2.150	0.033
		低声誉	29	0.0761	1.789	0.091
	ROE	高声誉	14	0.1411	2.227	0.031
		低声誉	29	0.0967	1.772	0.095
2010 年 IPO 样本	ROA	高声誉	27	0.06193	2.345	0.021
		低声誉	59	0.05026	2.426	0.019
	ROE	高声誉	27	0.06826	2.325	0.023
		低声誉	59	0.05912	2.228	0.031
2011 年 IPO 样本	ROA	高声誉	9	0.07193	2.212	0.018
		低声誉	17	0.05245	2.236	0.016
	ROE	高声誉	9	0.07514	2.435	0.015
		低声誉	17	0.06258	2.342	0.022

为检验高声誉创业投资与低声誉创业投资 IPO 的 ROA 和 ROE 有显著差异,我们分别对 2009 年、2010 年和 2011 年创业投资高声誉和低声誉的两组样本进行了检验,结果如表 5 所示。结果表明,高声誉创业投资机构支持的 IPO 企业的长期业绩显著优于低声誉创业投资支持的 IPOs 业绩,但结论需进一步回归检验。对模型(5)进行 OLS 和 2SLS 回归结果如表 6 所示,表明创业投资对 ROA 及 ROE 的影响是显著的,并且承销商声誉也表现出显著的正相关,这说明创业投资声誉确实影响了公司的长期业绩。

表6 ROA/ROE 回归结果

模型(5)ROA(OLS)						模型(5)ROE(OLS)					
解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验		解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验	
				容差	VIF					容差	VIF
(常量)		2.023	0.042			(常量)		2.174	0.022		
VCR	0.445	2.256	0.028	0.835	1.112	VCR	0.478	2.257	0.035	0.856	1.168
LnSCA	-0.259	-1.733	0.087	0.945	1.054	LnSCA	-0.174	-1.005	0.275	0.954	1.048
LOC	0.010	0.057	0.912	0.765	1.332	LOC	-0.033	-0.182	0.889	0.755	1.325
Trader	0.028	0.164	0.820	0.784	1.315	Trader	0.142	0.878	0.429	0.745	1.342
LnAge	0.106	0.690	0.434	0.905	1.017	LnAge	0.276	1.535	0.167	0.893	1.120
模型(5)ROA(2SLS)						模型(5)ROE(2SLS)					
解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验		解释变量	标准化系数 B	T 检验	P 值 Sig.	共线性检验	
				容差	VIF					容差	VIF
(常量)		-1.756	0.2			(常量)		-0.999	0.321		
VCR	0.274	2.546	0.0	0.879	1.004	VCR	0.308	2.641	0.009	0.898	1.114
LnSCA	0.214	1.431	0.0	0.902	1.056	LnSCA	0.200	1.842	0.069	0.917	1.090
LOC	-0.009	-0.124	0.9	0.817	1.217	LOC	-0.038	-0.327	0.745	0.814	1.229
Trader	-0.092	-0.910	0.4	0.837	1.047	Trader	-0.165	-1.472	0.145	0.854	1.172
LnAge	0.096	0.992	0.3	0.906	1.048	LnAge	0.113	1.045	0.299	0.927	1.079

表6中 OLS 和 2SLS 的分析结果表明,创业投资声誉变量和公司的长期业绩指标 ROA/ROE 显著相关,T 值均大于 2,P 值均小于 0.05,说明二者在 5% 的水平上显著相关,因此我们认为在创业板市场上有创业投资参与的企业中,创业投资机构声誉的高低直接影响着 IPO 公司的长期业绩。

导致创业投资声誉能带来长期业绩正效应的原因可能有两点:一是创业投资机构能够利用其独特性,筛选出具有优质潜力的企业并对其进行培育后上市,且创业投资机构会参与到企业的经营管理当中,由于高声誉的创业投资机构在管理能力和投资决策等方面均优于低声誉的创业投资机构,因此这些高声誉的创业投资机构能够为优质的 IPOs 提供管理和服务支持,从而提升企业的质量并改善企业长期业绩;二是投资者通过风险投资的声誉来识别其对风险企业的作用,判断风险企业的价值,这些企业恰恰是高声誉创业投资机构所培育的企业,他们通过加强过程监控,能够真正提升自身价值,不是靠某一次发行机会来表现或粉饰业绩,因此这些质量高的企业有着更加良好的长期业绩。

此外,在对其他变量的检验中发现,公司上市前资产的总额变量系数都显著正相关,这表明发行规模越大,给外界传达的信号是该公司的业绩也就越好,从而吸引更多的投资者投资,促使该公司的长期业绩表现优良。

## 五、研究结论

本文主要研究创业投资参与、创业投资声誉对 IPOs 首日收益和长期业绩的影响,对创业板市场 IPO 样本进行分类研究后发现,创业投资的核证作用并不存在,这也说明创业投资声誉对于二级市场上投资者对新股的狂热追求并没有构成有效的信号,这一研究结论与众多国外研究所认为的创业投资声誉对 IPOs 折价存在反向关系的结论不同,导致这一结果的原因是我国创业板市场企业的特殊性 & 创业投资声誉并没有抑制二级市场的狂热情绪和盲目从众心理,从而助推了 IPO 首日超额收益。本文的研究以创投支持的 IPOs 为样本,以 ROA 及 ROE 指标衡量公司的长期业绩,检验了创业投资声誉对 IPOs 长期业绩的影响,结论表明,创业投资声誉对 IPOs 长期业绩有显著正效应,创业投资声誉确实促进了 IPO 后企业的长期业绩。这说明了以下两点:一是创业投资机构能利用其独特性筛选出具有优质潜力的企业并对其进行培育后上市,且创业投资机构参与到企业的经营管理当中,由于高声誉的创业投资机构在管理能力和投资决策等方面均优于低声誉的创业投资机构,因此这些高声誉的创业投资机构能为优质的 IPOs 提供管理和服务支持,从而提升企业的质量并改善企业长期业绩;二是投资者通过风险投资的声誉来识别其对风险企业的作用,从而判断风险企业的价值,而这些企业恰恰是高声誉创业投资机构所培育的企业,他们通过加强过程监控来真正提升自身价值,而不是靠某一次发行机会来表现或粉饰业绩,因此这些质量高的企业往往有着良好的长期业绩。

伴随着我国创业投资机构的不断发展和日趋成熟,高声誉的创投机构将有利于投资者根据既有信号选择优质企业进行投资,也有利于培育出优良的创业投资机构,促进创业投资机构在中国的发展,对 IPOs 的培育、选拔和退出机制的形成具有积极作用。我国创业板市场规模小、成长性强、业务模式新、业绩不确定性大、经营风险高等特性,创业板采用的发行审核制度存在独立性和透明度不高、成本过高、权利过大、监督公信力不足等问题,导致创业投资声誉信息传递受阻及投融资环境扭曲恶化等弊病。因此,为了强化发行上市的 IPOs 在市场化进程中形成有效甄别及筛选机制,本文建议在创业板市场发行审批制中强化金融中介职责,引入第三方中介监督机构,建立并完善创业投资机构声誉评估体系,增强 IPO 过程创业投资机构声誉信号的有效传递,通过加大公司在创业板上市发行资格审批过程中的奖惩,使得发行上市的 IPOs 在市场化进程中形成有效的甄别筛选机制,保证创业投资机构长期行为的理性化和有效性,强化创业投资机构声誉信息效率并加强投资者教育以削减外部投资者非理性的投资行为,从而使得优质的公司上市。作为金融中介重要组成部分的创业投资声誉对此有极为重要的促进作用。

囿于样本周期及受限于我国创业板市场的成熟度,我们无法研究 IPO 后 3 年至 5 年的市场表现及 IPO 效应对创业投资声誉是否具有作用。这是本文研究的不足,也是今后研究的方向。

## 参考文献:

- [1] Carter R B, Frenck H, Ajai K S. Underwriter reputation, initial return, and the long-run performance of IPO stocks [J]. The Journal of Finance, 1998, 2(1): 285 - 301.
- [2] 陈良华, 孙健, 张菡. 香港创业板上市公司 IPO 前后业绩变化及其影响因素的实证研究[J]. 审计与经济研究, 2007(3): 84 - 88.
- [3] 刘晓明, 胡文伟, 李湛. 风险投资声誉、IPO 折价和长期业绩: 一个研究综述[J]. 管理评论, 2010(11): 9 - 20.
- [4] Loughran T, Ritter J. Why has IPO underpricing changed over time? [J]. Financial Management, 2004, 33(1): 15 - 37.
- [5] Julie E, Jimmy J. Venture capital, ownership structure, accounting standards and IPO under pricing[J]. Journal of Economics and Business, 2010, 62(1): 517 - 536.
- [6] 肖小凤, 唐红. 新股发行市场的审计师选择[J]. 审计与经济研究, 2010(6): 37 - 43.
- [7] Gompers P, Josh L. Conflict of interest in the issuance of public securities: evidence from venture capital[J]. Journal of Law and Economics, 1999, 42(1): 11 - 28.
- [8] Lee P M, Wahal S. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(2): 375 - 407.
- [9] Rajarishi N. Venture capital reputation and investment performance[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 90(2): 127 - 151.
- [10] Jelic R, Brahim S, Mike W. Performance of private to public MBOs[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2005, 32(3/4): 643 - 681.
- [11] 韩立岩, 伍燕然. 投资者情绪与 IPOs 之谜抑价或者溢价[J]. 管理世界, 2007(3): 51 - 61.

[责任编辑: 刘 菡, 许成安]

## Venture Capital Reputation, GEM IPO Initial Return and Long-Term Performance

WEN Shouxun, ZHANG Taisong, HUANG Wenming

- (1. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing, 400044, China;
- 2. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing, 400044, China)

**Abstract:** The paper takes the Growth Enterprise Market of the IPOs as a sample and uses Venture Capital reputation variables to explore the relationship between Venture Capital and Venture Capital Reputation, the Initial returns and long-term performance of IPOs. By using the multiple regression and two-stage regression method to test the hypotheses, we find that certification and supervision is low in the growth enterprise market of the China Venture Capital; that the reputation of venture capital is of no significant impact on IPOs initial earnings, which show that the reputation of the venture does not constitute a valid signal to the investors in the fanatical pursuit of new shares; the reputation of venture capital after the long-term performance of IPO has a significant positive efficiency. The result plays a positive role in GEM issue distribution system.

**Key Words:** venture capital reputation; GEM IPOs; IPO under-pricing; initial returns; long-term performance; IPO's effect