

制度环境与创业企业的 IPO 战略:

基于深圳创业板的研究



研究成果: Institutional Environment and IPO Strategy: A Study of ChiNext in China

作者: Jing Zhang, 张犄*, Andreas Schwab, 张思培

发表于: *Management and Organization Review*, 2017, 13(2), 399-430.

首次公开发行 (IPO) 为创业企业提供了上市融资的良机, 从而促进企业快速成长。过去 20 多年来, 中国和其他一些亚洲、东欧等新兴经济体国家的股票市场 (以下简称新兴股票市场) 发展较快, 但是市场制度尚未健全, 这给计划 IPO 的创业企业带来了很大的挑战。

在成熟的股票市场中, IPO 过程高度透明, IPO 市场对所有符合条件的企业开放, 有成熟的规范和流程, 并且还有很多市场分析师和其它法律监督等市场监督机制; 创业企业筹备 IPO 过程中所面临的主要挑战不是上市本身 (access the IPO markets), 而是如何减少企业与 (潜在) 公众投资者之间的信息不对称, 以提高其 IPO 的绩效。风险投资机构 (简称 VC) 通常可以帮助创业企业完善治理和管理, 他们通过其声誉和社会网络对创业企业的 IPO 起到“认证” (certification) 作用。与成熟的股票市场不同, 大多数新兴股票市场存在较高的不确定性, 并且企业必须通过政府的审批方可上市, 审批过程非常关键且难以预测, 加之企业通过上市融资的需求大而导致 IPO 市场竞争激烈, 这些因素都会强化创业企业对有资源的风险投资机构能帮助企业 IPO 的信念, 即使这种信念可能超过 VC 自身的实际能力, 因此, 准备上市的创业企业可能、甚至不得不以较大折扣接受 VC 的投资, 这就导致 pre-IPO 阶段的风险投资比早期阶段的风险投资获得更高投资回报率, 尽管 pre-IPO 阶段的企业风险会大大低于早期阶段的企业。该现象有悖于成熟资本市场中风险-回报关系的普遍规律。

清华大学经济管理学院创新创业与战略系张犄副教授与合作者针对上述现象, 从制度的视角, 深入探讨了新兴股票市场的制度环境如何影响创业企业筹划 IPO 的策略和行为。研究成果《制度环境与创业企业的 IPO 战略: 基于深圳创业板的研究》于 2017 年发表在 *Management and Organization Review* 期刊。文章的核心研究问题是: 在高度不确定和基于政府审批制的新兴股票市场中, 创业企业如何做出反应, 以便在激烈的竞争中提升创业企业 IPO 的成功几率。

论文提出了三个假设: (1) 对于在新兴股票市场上市的创业企业, 处于 pre-IPO 阶段的风险投资比早期阶段的风险投资能获得更高的投资回报率; (2) 当某些风险投资机构拥有特殊的制度资源时 (比如在中国, 有政府、证券公司和大学及科研院所的背景), 他们被认为能帮助被投资创业企业实现优先上市, 所以他们能够得到在 pre-IPO 阶段以较低的价格进行投资的机会, 进而获取超额的投资回报率, 因此, 假设 1 中的现象会更加显著; (3) 随着新兴股票市场的发展和制度的完善, 这些 VC 所获得的额外的制度租金将会减少, 假设 1 中的现象会减弱。

该论文基于 2009-2013 年在深圳创业板上市的所有获得 VC 投资的创业企业数据, 对上述假设进行了检验。中国的创业企业对在国内创业板上市有着巨大的需求。为了满足创业企业的上市

融资需要,同时也为了建立中国风险投资体系,使得国内风险投资机构有退出渠道,中国政府及相关机构从上世纪90年代末开始研究筹备中国的创业板市场,历经波折,直到2009年10月才最终正式推出深圳创业板。相对于国内主板和中小企业板,深圳创业板对企业上市的财务指标门槛要求要低很多,这使得深圳创业板IPO市场竞争非常激烈。成立初期的深圳创业板缺乏经验,制度尚不完善。很多创业企业会通过选择依靠VC来提高在深圳创业板IPO的可能性。此情境为研究创业企业如何根据动态的制度环境来调整其备战IPO的策略和行为提供了独特的机会。本研究实证结果支持了上述三个假设,证明了与成熟股票市场相比,制度因素对新兴股票市场的参与者行为的确有显著不同的影响。值得一提的是,针对假设2,研究发现,政府背景的VC在pre-IPO阶段投资获得超额投资回报率的现象最为显著。

该研究在理论上有两方面的贡献:第一,论文对新兴股票市场中制度因素如何影响创业企业在筹备创业企业上市过程中的行为和决策进行了分析,丰富了基于制度视角的企业战略理论。第二,通过研究新兴市场中制度环境的重要作用,揭示了投资时间点和投资回报率之间可能存在新的关系:在新兴股票市场,影响IPO市场准入的制度因素会导致pre-IPO阶段的投资能够获得特别高的投资回报率,从而导致风险投资“扎堆于”pre-IPO阶段,严重弱化了风险投资支持创新创业的经典功能。

该研究对创业企业和风险投资机构有一定的实践启示,并且有重要的政策启示。对新兴股票市场的政策制定者而言,他们应当基于明确的标准建立更加透明和可预测的IPO准入流程,从而减少某些机构和个人在pre-IPO阶段获得高额制度租金的机会,促使风险投资更多流向相对早期的创新型创业企业,从而更有效地实现风险投资支持创新创业的功能。

论文引用格式:

Zhang, J., Zhang, W., Schwab, A., & Zhang, S. (2017). Institutional Environment and IPO Strategy: A Study of ChiNext in China. *Management and Organization Review*, 13(2), 399-430.

供稿:科研事务办公室 编辑:高晨卉 责编:孙荣玲 赵霞