

风险投资持股对我国上市企业承销费用的影响研究

王佳, 廖理

(清华大学 金融系, 北京 100084)

摘要: 本文选取我国股权分置改革后 2006—2007 年 A 股市场上上市公司的数据, 检验了风险投资持股因素对于上市企业承销费用的影响。经过多因素线性回归, 发现风险投资持股上市企业的承销费率要显著高于非风险投资持股上市企业, 这表明风险投资的认证效应当前在我国并不成立; 另一方面, 剔除行业的影响, 发现风险投资持股上市企业的年龄显著小于非风险投资持股上市企业, 说明目前我国风险投资行业存在逐名动机。

关键词: 风险投资; 承销费用; 认证效应; 逐名动机

中图分类号: F832.48 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-980X(2008)07-0085-06

近年来, 有关风险投资在其持股企业 IPO 过程中所起作用的研究一直是学术界的热点问题之一。学者们主要以信息不对称理论为基础, 从风险投资持股对于新股需求、IPO 抑价等的影响入手, 研究 IPO 市场对于风险投资持股的反应, 得出许多有意义的结果。相比国外风险投资行业的成熟度, 我国的风险投资业方兴未艾, 相关研究也并不多见。本文试以前人的研究为参照, 从投资银行承销费用决定的角度入手, 研究我国 IPO 市场对于风险投资的反应。这对于对比国外风险投资业的发展情况、掌握我国风险投资业的自身状况具有积极意义。

1 文献综述

有关风险投资在其持股企业 IPO 过程中所扮演的角色, 学术界的观点主要分为两派。一派认为, 风险投资作为除发行人和投资者之外的第三方, 具备对企业价值进行认证的条件, 因此能够减少企业 IPO 过程中的信息不对称, 从而减小投资银行承销的成本与风险, 降低承销费率; 另一派则认为, 对于大多数年轻的风险投资公司来说, 将企业尽快上市可以树立其行业地位, 它们有激励隐瞒相关信息, 因而加重了信息不对称的程度, 从而增加了投资银行承销的成本与风险, 增加了费用。

1.1 认证理论

Allen 和 Faulhaber^[1]、Grinblatt 和 Huang^[2] 以及 Welch^[3] 将信息不对称理论用于资本市场, 预言

拟上市公司股东及内部人员有激励隐藏有关公司的内部信息, 因为这样做能抬高发行价格而为公司带来更多的资金。Booth 和 Smith^[4] 基于此提出了第三方认证理论, 认为当不知名的企业上市时, 如果有非发行方以及投资方的第三方对发行进行认证, 那么信息不对称问题就能得到缓解。当然, 该第三方必须满足一定的条件: 它必须具备信誉资本, 而如果它进行虚假认证, 那么将丧失信誉成本, 它做出不实认证所获得的最大可能收益必须小于其信誉成本; 上市企业租用它的认证服务必须支付高成本, 且该成本是公司内部信息范围与重要性的增函数。

对于哪些机构能够充当上述第三方的问题, 学者们先后证明了投资银行和会计师事务所具备一定的认证功能。进一步, 有学者提出, 作为上市公司股东的风险投资公司也能充当认证第三方。

首先, 学者们验证了风险投资公司满足其作为第三方的第一个条件, 即具有信誉资本。他们认为, 根据数据, 风险投资公司往往不间断地将其参股的企业带入 IPO 市场, 因此为了保持与 IPO 市场之间的畅通, 风险投资公司有很强的激励去建立其信誉资本; 而且, 风险投资公司与 IPO 市场之间越畅通无阻, 就越能吸引创业企业以确保持续的业务流; 再者, 信誉将使风险投资公司与机构投资者之间建立持久关系, 而这些机构往往是风险投资公司的合伙人以及企业新股的认购者。

Sahlman^[5] 则证明了风险投资公司满足其作为

收稿日期: 2008-05-28

作者简介: 王佳(1985—), 男, 湖北人, 清华大学经管学院金融系硕士研究生, 研究方向: 资本市场; 廖理(1966—), 男, 安徽人, 清华大学经管学院副院长, 金融系教授, 研究方向: 公司财务与金融产品创新。

第三方的第二条标准,即风险投资公司的信誉资本大于其做出伪认证的最大可能收益。他认为:1)成功的风险投资能够依靠相对不多的资本花费获得极高的收益;2)这些回报与风险投资基金的成立时间、历史表现以及其投资组合的规模直接相关;3)成功的风险投资基金经理能够建立盈利的“跟随”基金,并且能从企业处获得不断增强的业务流;4)风险投资基金经理市场是一个相对较小、紧密及有效的劳动力市场,个人表现会被持续地监督和评估。因此,风险投资在信誉资本上的投资将使其在行业及资本市场中保持竞争力。但是,风险投资公司除了投资于信誉资本以外,它们也是上市企业的大股东,它们可以做出伪认证,然后在IPO过程中出售其股份而获利。因此,在IPO后风险投资持有股份的锁定期机制能够确保其认证的可信度。

Gartner^[6]和Sahlman^[5]验证了风险投资公司满足其作为第三方的最后一条标准,即上市企业获得其认证须支付较高成本,且成本结构须使均衡时的市场能够区分信息质量高和信息质量低的企业。这是因为,风险投资公司提供的包括金融资本、管理与技术专业知识、更易接近财务专家等有利条件以及企业最终上市获得的认证等都是须付出高成本才能获得的。例如,风险投资公司在其投资过程中采用了相当严格的标准,包括:1)采用阶段性投资,以便保有停止向企业输入资本的权利;2)将可转优先股作为一项投资工具,这将给予风险投资公司具有先于企业其他股东的求偿权;3)如更换基金经理一般,风险投资公司保有在投资目标没有达到时更换投资企业的权利。

William L. Megginson和Kathleen A. Weiss^[7]则证明了风险投资公司能够降低新股发行抑价,并降低投资银行操纵发行所获得的承销价差;并进一步证明了风险投资持股企业上市能比非风险投资持股企业吸引更多的资深审计师及承销商,以支持风险投资公司的认证假说;此外,风险投资持股企业还能引起更多机构投资者的兴趣且能在企业的更早发展阶段上市;最后,风险投资的认证作用还由于其是企业上市前的大股东并将在上市后继续持有大量股份而得到增强。

综合来讲,认证理论认为风险投资公司降低了其持股企业IPO过程中的不对称信息。据此我们可以推知,对于投资银行来说,风险投资持股企业的承销成本与风险应该较低,从而收取的费用也较低。

1.2 逐名理论

Gompers提出了“逐名理论”(Grandstanding Theory)。他证明,在风险投资行业中存在所谓的逐名动机,即年轻的风险投资公司会急于将旗下的企业上市,以尽快在业内博得声誉并为旗下的其他基金筹得新资金。

Diamond^[8]、Sirri和Tufano^[9]以及Chevalier和Ellison^[10]都曾证明公司声誉和过往表现是资本市场吸引投资者的关键因素。而Gompers则把这一论断应用到风险投资业中,他认为,在风险投资业中,公司融资的难易程度和其声誉高度相关。风险投资公司一般是有限合伙制企业,大多数合伙人为机构投资者,这些合伙人的生命周期一般在10年左右,并且到3年左右的时间就会做出是否增加投资的决定。而风险投资公司一般会在建立第一支基金后的3~6年的时间内再推出2~3支基金,因此一家风险投资公司要持续地经营下去,不但要在3年以内给予有限合伙人以回报,而且要不不断地为自己争取新的有限合伙人。如果停止引入新的投资者,那么风险投资公司将难以继续经营下去。在无数的风险投资公司中,只有那些业绩表现和声誉良好的公司才能吸引投资者的眼球,没有投资者会愿意把钱投向向来不赚钱的风险投资公司。

根据Sahlman^[5]的结论,风险投资公司的投资者的大量回报来自于其持股企业的最终上市,因此广大投资者最为关心的当然是风险投资公司能否把其持股企业做上市。投资者们相信,高质量的风险投资公司更能发现并投资于具有良好上市潜力的企业,因此能否将目标企业做上市就成为投资者们判断一家风险投资公司质量好坏的重要信号,即风险投资公司每将一家企业做上市,投资者们对其能力与质量的评价就会提高。

但是,将一家企业做上市对于不同的风险投资公司声誉的提高作用却不尽相同。如果说风险投资公司的声誉与由该公司做上市的公司数量是递增函数关系的话,那么函数的斜率是递减的,即随着上市公司数量的增加,其对于声誉的边际影响减小。因此,对于那些老牌的风险投资公司来说,由于它们已经为投资者所熟知,因此其声誉受旗下新公司上市的影响小;而对于那些刚成立不久的年轻的风险投资公司来说,其旗下新公司的上市无疑对于其在竞争激烈的行业中站稳脚跟意义重大。

因此,年轻的风险投资公司有激励把旗下的企业尽快做上市,当然这样做并非没有成本。正如学

者们曾经证明过的那样,公司上市时间越早,发行抑价越明显,这样风险投资公司的资金收益越少;另一方面,由于风险投资公司往往以阶段性注资的方式投资,因此企业上市早,风险投资公司在其中的持股比例就小,上市带来的收益也就小。然而,对于年轻的风险投资公司来说,新公司上市对其市场声誉的边际影响显然超过了上述成本,因此它们有激励这样去做。而对于老牌风险投资公司来说,该边际影响已经很小,因此也就完全没有必要承担上述成本而将企业匆忙上市。

根据我国风险投资业的实际情况,我国大部分风险投资公司还处于成长阶段,需要尽快确立其市场地位,因此逐名动机的存在很有可能。如果逐名动机真的存在,那么由风险投资持股的上市公司的承销费用就应较高。

2 数据与方法描述

2.1 数据选取

本文选取 2006—2007 年我国 A 股市场上市企业的数据。之所以选取 2006—2007 年的数据,是因为本文研究大都建立在资本市场流通性良好的假设下,而我国股权分置改革从 2005 年起开始进行,因此笔者认为 2006—2007 年我国资本市场的流动性最好,相关数据也最具说服力。

本文判断企业是否为风险投资持股企业的标准为:在企业招股说明书的“上市前股东持股比例”项中,如果前 4 大股东的名称中出现“创新投资”、“风险投资”、“创业投资”等字样,即认为该公司由风险投资持股。

由于上港集团(600018)、太平洋(601099)以及中国铝业(601600)没有披露它们的首发募集资金以及承销费用信息,因此笔者将其从样本中剔除;由于中国国航(601111)的首日开盘价低于发行价,所以也将其从样本中剔除。

经过上述剔除操作后,本文的样本空间包括我国 187 家上市企业,其中共 46 家由风险投资持股,其余 141 家企业为非风险投资持股。

2.2 研究方法

2.2.1 承销费率决定模型

本文的模型假设是:投资银行追求效用最大化且厌恶风险;投资银行在收取承销费用以及制定发行价格时有操纵能力;投资银行能够比较准确地判断出拟上市公司股票的内在价值以及上市后短期(一周)内的表现;承销商更看重长期利益,也即更注

重自身声誉。

本文的模型设定为:

$$R = \beta_0 + \beta_1 (P_1 - P_0) + \beta_2 (P - P_0)^2 + \beta_3 M + \beta_4 IB + \beta_5 VC + \mu \quad (1)$$

其中: R 为承销费率,以小数形式表示; P 为股票的内在价格(元),以股票上市后 7 日内的交易均价代表; P_0 为股票发行价格(元); P_1 为股票上市首日开盘价格(元)。

我们用“ $P_1 - P_0$ ”表示“当期收入效应”对承销费用的影响。在包销制下,投资银行预期的股票上市初期在二级市场上的价格 P_1 与发行价格 P_0 之差越大,承销商在二级市场上抛售股票的获利就越大,IPO 失败的风险就越低,托市行为的成本和风险也越低,因此投资银行要求的费用补偿较低。但是在代销制下,上述收益无法实现,成为实际上的机会成本,因此投资银行会收取更高的费用作为补偿。鉴于我国 IPO 市场普遍存在的抑价现象,则必然有 $P_1 > P_0$ 。

我们用 $(P - P_0)^2$ (即股票内在价格和发行价格之差的平方)表示“长期声誉效应”对承销费用的影响。我国股票市场存在显著的 IPO 抑价问题,必有 $P > P_0$ 。IPO 发行价格越低于股票的真实价值,发行者获得的资金越少,对于承销商的服务越不满意,这会影响到投资银行的声誉和未来的业务流,因此投资银行为了挽留客户可能会收取较少的费用对其进行补偿;另一方面,如果投资者获利较大,从而对发行人和投资银行产生青睐,则可能为今后的增发提供便利。我们之所以用 IPO 发行价格和股票真实价值之差的平方来加强市场份额效应的影响,是基于如下假设——承销商更看重“市场份额效应”。

式(1)中, M 为发行总金额(元); IB 为投资银行声誉虚拟变量。综合考虑近年来国内外有关承销商声誉与承销费用研究所采用的评价体系,本文最终选取中国证券业协会公布的“2007 年度证券公司股票及债券承销金额排名”作为评价标准,规定:若样本上市公司的主承销商中有前 10 名证券公司中的一家或几家,则 IB 变量取值为 1,反之取值为 0。 VC 为风险投资持股虚拟变量。本文规定,由风险投资持股的样本上市公司, VC 变量取值为 1,由非风险投资持股的样本上市公司, VC 变量取值为 0。

2.2.2 逐名动机模型

为了检验我国风险投资行业中是否存在逐名动机,本文将建立计量经济学模型以检验风险投资持

股因素对上市公司年龄的影响。必须注意到,行业因素对上市公司年龄的影响很大,我们在研究过程中必须将其剔除;再者,风险投资持股与行业因素很可能对上市公司的年龄产生交叉影响,因为风险投资本身对于某些行业的投资比例就比较高,其更加青睐高技术、高成长行业。因此,综合考虑以上因素,我们将逐名动机模型设定为:

$$age = \alpha_0 + \alpha_1 VC + \alpha_2 VC \times industry + \alpha_3 industry + \varepsilon。$$

(2)

式(2)中:age 为上市公司的年龄(年),即公司从成立到上市的时间;VC 的定义与承销费率决定模型中的完全相同;industry 为行业虚拟变量。VC×industry 为风险投资持股与行业因素的交叉影响。

按照我国证监会的行业分类指引,我们对 2006—2007 年我国 A 股市场的上市企业进行了分

类。另外,2002 年 7 月国家统计局印发的《高技术产业统计分类目录的通知》,将中国高技术产业的范围划定为航天航空器制造业、电子及通信设备制造业、电子计算机及办公设备制造业、医药制造业和医疗设备及仪器仪表制造业等行业。按照上述标准,我们对 187 家样本上市公司进行考察,发现共有 45 家公司属于高技术产业范畴,我们将其 industry 变量的值设定为 1,其余 142 家公司的 industry 变量值取为 0。

3 实证过程

本文数据由于取自截面,很可能存在异方差性,从而会使普通最小二乘法估计结果非有效。因此,本文采用加权最小二乘方法,即对原模型用残差绝对值的倒数进行加权后,再进行最小二乘估计。基于 Eviews3.1 软件得到的结果见表 1。

表 1 承销费率决定模型加权最小二乘估计结果

项	常数项	$P_1 - P_0$	$(P - P_0)^2$	M	IB	VC
估计系数	0.065 *	0.00027 *	- 4.92E - 06 *	- 1.04E - 12 *	- 0.011 *	0.0058 *
t 统计量	203.37	4.7	- 4.69	- 39.86	- 14.15	19.37

拟合优度为 99 %;F 统计量为 1440.46,在 5 %的置信水平下显著。

注:“*”表示在 5 %的置信水平下显著。

表 1 的结果显示:承销费率与当期收入效应正相关,与长期声誉效应负相关;发行规模越大,费率越小;市场份额最大的前 10 家承销商收取的承销费率反而较低;而最重要的是,风险投资持股上市企业的承销费率要显著高于非风险投资持股上市企业,这一点证明风险投资对 IPO 的认证现象在我国并不存在。

我们对 187 个样本进行普通最小二乘法估计的结果见表 2。

表 2 逐名动机模型普通最小二乘估计结果

项	常数项	VC	VC×industry	industry
估计系数	6.70 *	- 0.78 **	2.17 *	- 2.09 *
t 统计量	18.41	- 0.95	1.51	- 2.51

拟合优度为 3.5 %;F 统计量为 2.20,在 10 %的置信水平下显著。

注:“*”表示在 5 %的置信水平下显著,“**”表示在 30 %的置信水平下显著。

表 2 的结果显示:我国高技术产业的上市公司的年龄较小;风险投资持股与行业对上市公司年龄的交叉影响为正,说明风险投资的确偏好高技术产业;而最重要的是,相比非风险投资持股上市企业,风险投资持股上市企业选择了更早上市,这一点证明我国风险投资行业存在逐名动机。

4 结果分析与结论

4.1 其他因素与承销费率

4.1.1 “当期收入效应”与“长期声誉效应”

首先,我国券商承销新股普遍采用余额包销机制,本文的 187 个样本全都是采用这种机制发行的。而在这种机制下,投资银行利用首日开盘价 P_1 与发行价 P_0 进行套利的前提是,代销后有股票剩余。而 2006—2007 年我国资本市场经历了空前繁荣时期,卖方市场格局明显,新股往往供不应求,很少出现代销后新股出现剩余的情况。因此实际上券商们根本无法获得这笔利益,其反而成了券商的机会成本,即 $P_1 - P_0$ 越大,券商选择余额包销而非包销的机会成本越大,因此券商要求更高的承销费用作为补偿。另一方面,由于新股需求十分旺盛,发行风险以及托市成本都很低,因此由 $P_1 - P_0$ 带来的好处也就微乎其微。

另一方面,在新股供不应求的前提下,股票内在价格高于发行价格越多,投资者投资新股的收益就会越大,他们对于承销商和发行者这种“让利行为”就会愈发青睐,这使得承销商和发行者在广大投资者中建立了良好的声誉。而当需求不再旺盛、股票供过于求时,当发行者再进行增发或者承销商承销

新的股票时,原来的一些投资者就会慕名前来,这将增加股票的需求,使得发行者和承销商获益。我们不妨也将其称为一种“长期声誉效应”。根据这种效应,当股票供不应求时, $(P - P_0)^2$ 越大,投资银行给投资者的“让利”越多,从而使投资者对投资银行产生青睐;这样当股票供过于求时,投资银行仍然保有一定的业务量,即保持了业务流的稳定。因此, $(P - P_0)^2$ 越大,投资银行要求的费率补偿越小。

4.1.2 发行规模

本文的结果显示:发行规模与承销费率是负相关关系。究其原因,在于承销费的增长速度要小于发行规模的增长速度。投资银行在一笔股本发行或债券承销业务中所耗费的成本并不是随着发行规模的增长而同比例增长的。在一个发行项目的总成本中,有相当多的支出是与发行规模无关的。例如,不论某笔发行业务的规模多大,投资银行、客户、政府部门、投资者等各方当事人之间的沟通与协调都不可避免,因而都会产生差旅费和通讯费;并且相差无几的间接成本中的内部部门协助费用、承销团中主承销协调费用、投资银行风险管理与控制发生的费用等,亦与发行规模的相关性甚小。正是由于存在这些较为固定的成本,承销费才并不随着发行规模的扩大而同比例增长,前者的增长幅度要小于后者。这样,在发行费率上就表现为:发行规模越大,承销费率越小。

4.1.3 承销商声誉

本文的结果还显示,承销商声誉变量与承销费率之间存在负相关关系,即高质量的承销商每单位承销金额收取的费用较少。这与 Chemmanur 和 Fulghieri^[11] 构建的承销商声誉模型的结论相背。该模型认为:承销商声誉越高,对企业的调查越详细,对新股价格的制定也越接近公允价值。对于拟上市公司而言,选择高声誉的承销商来承销股票,可减少发行风险,筹集更多资金,甚至可借承销商的声誉来提升本公司的声誉。因此,拟上市公司愿意向高声誉的承销商支付较高的承销费用。

笔者对于承销商声誉与承销费率之间的负相关关系的解释与田嘉和占卫华^[12] 相近,即中国投资银行在进行承销时并没有显著利用自己的名誉优势。在国外尤其在美国,投资银行业的竞争异常激烈,各大投资银行都十分重视自身品牌的打造。而在与投资银行的很长时间接触中,企业也认识到,聘用高质量的投资银行能使新股发行的风险大大降低,同时可提升企业自身的声誉,因此企业愿意给付较高的

承销费用。而投资银行也乐于收取较高的费用以作为保持自身信誉的激励,并以此作为一种信号。

而我国的投资银行正处于发展阶段,虽然其发展速度很快,但远未达到先进水平。业内的垄断优势仍十分明显,投资银行虽然开始意识到品牌的作用,但做得还远远不够,很多投资银行“坐吃老本”、“靠关系吃饭”的现象还很严重,不重视打造真正的核心竞争力。另一方面,由于 2006—2007 年我国资本市场新股供不应求的状况,发行企业并不担心发行风险,这导致其在选择承销商时主要看关系、图实惠,而并不重视券商的品牌。因此,业务量大、总承销金额大的券商往往是那些关系网广、平均成本低的大型券商,它们收取更低的平均费率以争夺客户,这就造成了本文模型中所估计的投资银行声誉与发行费率负相关的结果。

4.2 风险投资持股与承销费率

接下来,我们来分析拟上市企业是否由风险投资持股对于投资银行收取费用的影响。从本文结果来看,投资银行对于由风险投资持股的上市企业会收取更高的费率。本文结果与风险投资认证理论相悖,而为逐名理论提供了佐证。

如前所述,如果风险投资公司具备认证作用,那么它的存在就能提高新股发行企业内部信息的公开程度,降低信息不对称,部分替代投资银行的尽职调查作用,从而减小投资银行的调查成本;同时,风险投资公司的良好关系网,将使企业发行的股票能够吸引更多的机构投资者,这将降低投资银行的发行风险。因此,根据认证理论,投资银行对风险投资持股上市企业收取的承销费率应该较低。但我们的结果与此完全相反,因此我们有理由认为,在我国风险投资公司对 IPO 的认证作用并不显著。

进一步,本文的逐名动机模型的估计结果也证实了,在剔除行业因素的影响下,我国资本市场上风险投资持股上市企业的年龄显著较轻。

而对于投资银行来说,承销由年轻的风险投资公司持股的上市企业的股票会花费它们更多的精力。首先,年轻的风险投资公司往往与投资银行的往来业务较少,双方在磨合与形成默契上需要更多的沟通成本;第二,既然年轻的风险投资公司有将其旗下企业尽快上市的激励,那么它们必然会有意隐瞒部分内部信息以抬高企业新股的价格,从而减小由于过早上市所产生的资金损失,而投资银行在了解了上述动机后不得不动用更多的人力、物力进行尽职调查,这将大大增加其承销的成本;第三,一般

来说,上市公司的年龄越小,发行风险越大,根据风险报酬相匹配的原则,投资银行则要求更高的收费。根据以上3点,投资银行在承销由年轻的风险投资公司持股的上市企业的股票时会收取更高的承销费用。

目前我国风险投资行业虽然处于行业的大发展时期,但是大多数公司的成立时间尚短,经营模式也不稳定,市场认同度并不高。在我国的风险投资公司中,通过公开发行上市退出的方式尚不流行,而且质量较好的风险投资持股企业往往选择在香港或国外上市,而本文选取的样本只包含了在我国国内资本市场上市的风险投资持股企业,因此我们有理由相信,上述风险投资行业的“逐名理论”在我国当前的情况下是成立的,即我国风险投资公司由于处于发展初期,往往急于将其旗下公司上市以赢得市场地位,从而表现出其旗下上市公司的承销费率较高。这一点与我们的估计结果相一致。

参考文献

- [1] ALLEN F, FAUL HABER G R. Signaling by underpricing in the IPO Market [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23: 303-323.
- [2] GRINBLATT M, HUANG C Y. Signaling and the pricing of new issues [J]. The Journal of Finance, 1989, 44: 393-420.
- [3] WELCH I. Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings [J]. Journal of Finance, 1989, 44: 421-449.
- [4] BOOTH J R, SMITH R L. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15: 261-281.
- [5] SAHLMAN W A. The structure and governance of venture capital organizations [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 473-521.
- [6] GARTNER W B. “Who is an entrepreneur?” is the wrong question [J]. American Journal of Small Business, 1988, 12 (4): 11-311.
- [7] MEGGINSON W L, WEISS K A. Venture capitalist certification in initial public offerings [J]. Journal of finance, 1991, 46: 879-904.
- [8] DIAMOND D. Financial intermediation and delegated monitoring [J]. Review of Economics Studies, 1984, 51: 393-414.
- [9] SIRRI E R, TUFANO P. Costly search and mutual fund flows [J]. Journal of Finance, 1998 53: 1589-1622.
- [10] CHEVALIER J, ELLISON G. Risk taking by mutual funds as a response to incentives [J]. Journal of Political Economy, 1997, 105: 1167-1200.
- [11] CHEMMANUR T, FULGHIERI P. Investment bank reputation, information production and financial intermediation [J]. Journal of Finance, 1994, 49: 57-79.
- [12] 田嘉, 占卫华. 投资银行声誉与 IPO 定价偏低关系的实证研究 [J]. 中国社会科学院研究生学报, 2000 (4): 33-36.

Research on Effect of Being VC Backed on Underwriting Fee of Chinese Listed Companies

Wang Jia, Liao Li

(Department of Finance, Tsinghua University, Beijing 100084, China)

Abstract : Using 2006-2007 data of listed companies after non-tradable-share reform in China, this paper studies the effect of being VC-backed on underwriting fee of Chinese listed companies, and finds that VC-backed IPO firms have higher percentage underwriting fees than non-VC-backed ones, which shows that Chinese VCs do not play a certification role in IPOs. Excluding the impact of industries, it finds that VC-backed firms go to IPO at an obviously younger age than non VC-backed firms, which is consistent with the grandstanding theory.

Key words : venture capital; underwriting fee; certification; grandstanding