

私募股权投资与证券分析师 新股关注*

窦欢 王会娟

(北京大学光华管理学院 100871 清华大学五道口金融学院 100871)

【摘要】 本文采用2009年至2011年新上市的281家创业板公司为研究样本,考察私募股权投资如何影响证券分析师对被投资企业上市的关注程度。结果发现私募股权投资支持的企业能够吸引到更多的证券分析师关注,并且证券分析师的预测也更加准确,这与私募股权投资的认证假说和市场能力假说相符。此外,相比非外资背景的私募股权投资,外资背景的私募股权投资支持的企业在上市时受到更多的证券分析师关注,并且分析师预测准确度也更高。进一步研究发现,参与上市公司的私募股权投资机构越多,对该上市公司关注的证券分析师越多,但并未发现对分析师预测准确度的显著影响。本文的研究不仅丰富了PE与证券分析师的文献,也为我国如何加强建设内资PE团队提供了重要的参考价值。

【关键词】 私募股权投资 分析师新股跟踪 分析师预测准确度

一、引言

近年来,随着私募股权投资(Private Equity,简称“PE”)的不断发展壮大,引起了金融市场投资者、媒体与政府监管当局高度的关注与重视。据清科研究中心的报告显示:2012年在中国的境内资本市场上上市的154家企业中有92家为VC/PE参与的公司,占比59.74%,融资额占比达67.63%。不难看出,在公司的首次公开发行中,VC/PE参与的公司都占有很大的份额。因而,研究PE参与与否对企业IPO的影响有着非常深远的意义。我国学者多从风险投资机构^①支持与否对公司IPO首日折价的影响进行研究,发现风险投资机构的参与确实会对IPO首日折价产生影响,主要源于风险投资的声誉效应(陈工孟等,2011)。另外,也有学者研究风险投资对公司的盈利能力、高管薪酬契约等方面产生的积极作用(张学勇和廖理,2011;王会娟和张然,2012)。但鲜有文献研究存在PE参与的公司IPO前受到证券分析师关注的程度,以及证券分析师对新股定价的预测准确度。

众所周知,证券分析师是资本市场的重要组成部分(Holland and Johanson, 2003, Covrig and Low, 2005),在股票市场上发挥着关键性的信息中介作用。同时他们也对上市公司的未来前景进行分析,对其会计盈余进行预测,在此基础上做出股票的买卖或持有建议(Cheng等,

2006),对投资者的决策行为起着重要的参考作用。在公司的首次公开发行中,证券分析师也扮演着相当重要的角色。由于证券分析师拥有独特的信息和专业优势,通常来说其发布的研究报告对市场投资者具有重要的参考价值,成为投资者赖以决策的依据。因此证券分析师自身的行为也受到其他市场参与者的高度关注。

由于证券分析师对新股发布的分析报告会影响上市公司能否赢得更多投资者的青睐,因此本文采用2009年至2011年新上市的281家A股创业板公司作为研究样本,对上市公司是否存在PE参与对证券分析师关注程度的影响进行了实证检验。结果发现存在PE支持的公司IPO时确实能吸引到更多的证券分析师跟踪,并且证券分析师对该类公司的新股定价预测准确度也更高。从股权角度考虑,相对于非外资背景的PE参与的公司,外资背景的PE参与的公司能够获得更多的证券分析师跟踪,证券分析师的新股定价准确度也越高。进一步的研究发现联合投资的PE参与的公司能得到更多的证券分析师跟踪,但没有发现PE参与对证券分析师新股定价预测准确度的显著影响。

本文可能的贡献在于:本文的研究丰富了PE相关的文献,现有文献主要集中在PE参与与否对上市公司IPO当日溢折价(陈工孟等,2011;张学勇和廖理,2011)、上

* 本文感谢国家自然科学基金重点项目(71132004)和国家自然科学基金(71273013和71232003)的资助。

① 此处的风险投资机构并未区分风险投资与私募股权投资,因而与本文所述的私募股权投资并无太大区分。

市公司的投融资行为(吴超鹏等,2012),上市公司的薪酬敏感性(王会娟和张然,2012)等问题的影响,本文则对PE参与的上市公司如何影响资本市场重要参与者——证券分析师的行为进行研究,弥补了以往的研究空白。本文的研究也丰富了证券分析师行为的相关文献,现有对分析师的研究主要考察财务报告信息(Hoddle et al., 2008)、信息透明度(白晓宇,2009;方军雄,2007)、业绩预告制度(王玉涛和王彦超,2012)对证券分析师行为的影响。本文则发现PE机构的参与也能影响证券分析师新股跟随。本文的结论也对PE机构和证券分析师具有重要参考价值。我们的结论表明,PE机构对被投资企业的挑选,以及与证券分析师之间建立的良好合作关系能够吸引更多的证券分析师关注,并且证券分析师的新股定价预测能力也更准。因此公司管理者可以根据公司具体情况适时和适度的引入PE来改善公司的信息环境;PE机构可以通过发出“好”信号吸引更多的证券分析师,进而获得较高的投资者关注度。另外我们的结论显示,外资背景的PE相比内资背景的PE能够吸引更多的证券分析师,说明外资背景的PE机构与分析师的沟通合作关系更好,因此应提高我国PE自身团队的建设,同时政策制定部门加强相关的制度规范PE的内部管理,从而提高其服务质量和与信息中介的沟通能力,进而提高融资效率和企业价值。

二、文献回顾与研究假说

私募股权投资的话题已成为近来学术界研究的热点问题之一。国外学术界的相关研究发现了风险投资的三种假说。Megginson and Weiss (1991)对1983年至1987年中有风险投资支持的IPO与没有风险投资支持的IPO进行分析后发现,有风险投资支持的IPO的公司抑价率较低,他们将此差异归因为风险投资的认证假说。Barry et al. (1990)的研究也发现了同样的现象,即风险投资参与的公司IPO抑价率要比没有风险投资参与的公司低,但他们将这种差异归因于风险投资的监督假说,即风险投资参与到即将上市的公司中,监督并改善了公司的治理结构等,因此风险投资参与的公司要比类似的无风险投资参与的公司质量要好。然而,最近的一些研究发现风险投资参与的公司IPO抑价率比没有风险投资参与的公司更高(Lee and Wahal, 2002, Loughran and Ritter, 2003),他们将此现象归因于风险投资的声誉效应,即风险投资为维护自身声誉,宁愿以较高的抑价对公司进行IPO,这种声誉也能为风险投资吸引到外部资金(Gompers and Lerner, 1998),是风险投资的市场能力假说的体现。其他一些学者试图从其他方面对风险投资进行研究。Wright and Robbie (1998)发现风险投资能有效监督被投资企业,如提高公司的杠杆率(Cotter and Peck, 2001)、影响公司战略决策、公司治理、资本结构和人力资源安排等(Fried et al., 1998),从而约束管理者,进而达到改善公司绩效的目的(Kaplan, 1989b)。Katz

(2009)和Givoly et al. (2010)研究发现有PE参与的公司其盈余质量较高。Kaplan and Schoar (2005)发现PE的投资回报非常高,但这一高额回报的来源仍是个谜。Leslie and Oyer (2009)发现存在PE支持的公司盈利能力和运营效率方面都显著强于没有PE支持的对照组公司,然而当公司上市之后,这些差异就逐渐消失了。

国内学者陈工孟等(2011)对不同证券市场上风险投资支持与否如何影响中资企业的IPO当日折价进行研究,发现在大陆中小板和香港主板市场上上市的中资企业中,有风险投资参与的企业IPO折价显著高于无风险投资参与的企业,而美国市场上则没有显著影响,结果支持风险投资的声誉效应假说。张学勇和廖理(2011)主要从风险投资背景的角度,研究PE对公司IPO及长期股票表现的影响。结果发现外资背景的PE机构投资的企业IPO抑价率更低,股票回报率更高,这主要是因为外资背景的PE机构所采用的稳健投资策略和对被投资企业的管理和监督能力。这些研究都主要针对风险投资参与与否对公司IPO抑价率的影响,但结论并不统一。

在IPO市场上,证券分析师作为关键的参与者发挥着重要的作用,为资本市场的投资者进行决策提供了必要的信息。因此本文希望从公司IPO的背景下,探索PE参与与否对公司吸引证券分析师关注的影响,试图发现PE在我国资本市场上所发挥的作用。现有研究发现主要有以下几个因素易对证券分析师关注产生影响,如内部人控股比例,上市公司所在行业(Bhushan, 1989),公司规模(Brennan and Hughes, 1991),信息披露含量(Lang and Lundholm, 1996)与信息披露环境(Boubaker and Labe'gorre, 2008)、公司治理机制(Lang et al., 2004)等。由上述的文献可以看出,证券分析师更喜欢关注外部人持股多、规模大、公司治理较好和信息披露更加透明的公司,并且也能更加准确地对这些公司进行估值。这些特征往往是PE投资的公司所具有的。私募股权投资作为在IPO之前进入公司的战略投资者,会在投资之前对公司进行“验身”。只有当PE认可公司未来的潜力和发展,才有动机向公司进行投资。以往文献的研究发现PE参与可以为公司改善企业的股权结构、管理过程以及治理结构等,对管理层进行有效的监督(Cotter and Peck, 2001),并对企业业绩(Kaplan, 1989b)和盈余质量(Givoly et al., 2010)等都有积极作用。因此对于公司而言,PE的投资是公司对外部资本市场传递的积极信号(潘从文等,2010),有助于缓解内外部信息不对称程度。Hope (2003)发现公司信息透明度越大,越能吸引分析师的跟踪。王玉涛和王彦超(2012)发现当业绩预告提供的信息越多,越准确,分析师获取公共信息的成本降低,他们会倾向于跟随这样的公司,并且公司的信息质量高也对分析师定价预测的准确度有积极影响。基于此,我们认为证券分析师会收到PE进驻公司这一信

号,倾向于关注 PE 参与的公司 IPO。Chemmanur and Loutskina (2006) 的研究也指出, VC 和 PE 的参与,有助于公司在 IPO 时获得其他金融机构的认可。如果是著名的 VC 和 PE 参与的公司 IPO,会吸引声誉更高的投资银行进行承销,也会有更多的分析师发布新股定价报告。另外,私募股权投资的市场能力假说表明 PE 与证券分析师能够建立长期的合作关系,证券分析师可以对企业进行实地调研,获得更多有关企业的内部信息,有助于证券分析师对企业进行估值。因此,我们认为存在 PE 支持的公司 IPO 前能够获得更多的证券分析师跟踪,并且证券分析师对新股定价预测准确度更高。据此我们提出假设 H1。

H1: 相比无 PE 参与的公司上市,存在 PE 参与的公司受到更多证券分析师的关注,并且证券分析师的定价预测也更为准确。

针对股权性质而言,张学勇和廖理(2011)发现外资背景风险投资参与支持的公司相对于那些非外资背景风险投资支持的公司 IPO 抑价率更低,股票回报率更高,但民营背景风险投资支持的与政府背景支持的公司在这些方面无显著差异。他们认为外资背景的风险投资机构其监督管理以及增加公司价值的技能都高于非外资背景的风险投资机构。就本文关注的证券分析师来说,由于外资背景的 PE 对公司的改善程度更大,公司信息披露更多也更准确,均会影响证券分析师的跟踪行为。据此我们提出本文的假设 2:

H2: 相对非外资背景的 PE,外资 PE 参与的公司受到更多证券分析师的关注,并且证券分析师的定价预测也更为准确。

由于私募股权投资是资本市场的重要参与者,相对于仅有一家 PE 参与,多家 PE 参与的上市公司可以通过其社会网络与更多的证券分析师联系,因此可以吸引到更多的证券分析师对企业进行跟踪,从而提高被投资的上市公司获得关注的能力。另外,证券分析师与 PE 之间的联系能够使证券分析师得到更多私有信息,尤其是公司的经营管理方面的信息,这对于证券分析师进行定价预测具有极大的意义,因此可能提高证券分析师的预测准确度。据此,我们提出假设 3。

H3: PE 联合投资的公司会受到更多的证券分析师跟踪,证券分析师的定价准确度也会提高。

三、研究设计和样本选择

(一) 研究模型与变量定义

为检验本文的假设 H1,我们参考已有文献的做法构建如下模型:

$$AF = \beta_0 + \beta_1 PE + \beta_2 Size + \beta_3 Roe + \beta_4 Lev + \beta_5 HSL + \beta_6 ZQL + \beta_7 CGBL + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$PA = \beta_0 + \beta_1 PE + \beta_2 Size + \beta_3 Roe + \beta_4 Lev + \beta_5 HSL + \beta_6 ZQL + \beta_7 CGBL + Industry + Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中:模型(1)中的因变量(AF)是证券分析师的新股跟踪,选取的是2009年至2011年间A股创业板新上市公司的证券分析师新股发行报告的数量作为衡量指标。模型(2)中的因变量(PA)是证券分析师的新股定价预测准确度,选取的是2009年至2011年间A股创业板新上市公司的新股发行报告中各证券分析师定价均值与上市首日收盘价之间的差异标准差作为衡量指标^②。本文选用以上两指标的原因是基于衡量指标的客观性,这样可以排除证券分析师自身对新股的主观评价,在一定程度上使度量证券分析师对新股的关注程度的衡量指标更加准确和合理。本文的自变量(PE)为新上市的公司是否存在私募股权投资的参与,是一个虚拟变量。私募股权投资的数据来自招股说明书,由作者手工收集得到。另外,为避免人为收集数据可能导致的主观判断差错,我们将手工收集的数据结合 CV (China Venture) Source 数据库中“私募股权”的“投资机构”数据予以确认,以保证本文数据的准确性。

除以上主要研究变量外,本文参考以往研究的发现,选取 IPO 前公司规模(Size)、杠杆率(Lev)、盈利能力(Roe)、内部人控股比例(CGBL)、中签率(ZQL)和首日换手率(HSL)作为控制变量,并且控制行业和年度^③。主要的变量定义及说明如表1所示。

为检验假设 H2 和假设 H3,本文借鉴已有文献的做法,构建如下模型对假设进行检验:

$$AF = \beta_0 + \beta_1 Foreign + \beta_2 Size + \beta_3 Roe + \beta_4 Lev + \beta_5 HSL + \beta_6 ZQL + \beta_7 CGBL + Industry + Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$PA = \beta_0 + \beta_1 Foreign + \beta_2 Size + \beta_3 Roe + \beta_4 Lev + \beta_5 HSL + \beta_6 ZQL + \beta_7 CGBL + Industry + Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$AF = \beta_0 + \beta_1 NPE + \beta_2 Size + \beta_3 Roe + \beta_4 Lev + \beta_5 HSL + \beta_6 ZQL + \beta_7 CGBL + Industry + Year + \varepsilon \quad (5)$$

$$PA = \beta_0 + \beta_1 NPE + \beta_2 Size + \beta_3 Roe + \beta_4 Lev + \beta_5 HSL + \beta_6 ZQL + \beta_7 CGBL + Industry + Year + \varepsilon \quad (6)$$

其中:模型(3)和模型(4)中的自变量(Foreign)指的是 PE 为外资背景,以持股比例最大的 PE 的背景来衡量。这样做的理由是因为 Barry 等(1990)和 Gompers

② 在新股发行报告中,分析师一般提供的是对 IPO 公司预测价格的一个范围,因此我们取的是分析师预测价格的均值,再计算各分析师的预测价格与首日收盘价的标准差。

③ 由于本文考察的对象是 IPO 的公司,在上市之前公司的信息私有化程度高,因而本文未选取信息披露质量作为控制变量。

(1996)发现,出资多(股权多)的一方是决定权的主导方。通过翻阅招股说明书对股东的介绍,我们把PE的背景分为外资和非外资两种,当PE是外资背景时, *Foreign* 取1,

否则取0。模型(5)和模型(6)中的自变量(*NPE*)指的是PE是否存在联合投资,使用参与同一家公司的PE个数来衡量。其他变量定义同模型(1)中的变量定义。

表1 变量定义及说明

变量	含义	说明
因变量	<i>AF</i>	分析师关注程度 分析师发布新股发行报告的数量
	<i>PA</i>	分析师预测准确度 每个分析师预测的定价均值与该股首日收盘价差异的标准差
自变量	<i>PE</i>	私募股权投资的支持 虚拟变量,若IPO公司有PE支持,则定义为1,否则为0
	<i>Foreign</i>	私募股权投资的背景 虚拟变量,若参与IPO公司有PE为外资背景,则定义为1,否则为0
	<i>NPE</i>	私募股权投资的个数 对公司进行投资的PE数量
	<i>HSL</i>	首日上市交易的活跃程度 公司首日上市交易的换手率
控制变量	<i>ZQL</i>	预期的市场需求 申购的中签率
	<i>SIZE</i>	公司规模 公司总资产的对数
	<i>LEV</i>	杠杆率 资产负债率
	<i>ROE</i>	净资产收益率 净利润/净资产
	<i>CGBL</i>	内部人持股 使用第一大股东的持股比例作为代理变量
	<i>Year</i>	年度 样本年份2009-2011
	<i>Industry</i>	行业 证监会行业分类标准,制造业分到二级,共有20个行业

(二) 数据来源和样本选择

为考察PE参与与否对证券分析师新股预测行为的影响,本文选取2009年至2011年新上市的A股创业板公司作为研究对象。之所以选取创业板的公司作为本文的研究样本,是因为PE参与的公司多为创业板公司,且创业板公司经营的业务及其发展前景都具有较大的不确定性,对于投资者而言,他们没有必要的专业知识和技能对创业板公司进行分析和研究,此时投资者会更加依赖于证券分析师的分析报告,从中获得经过加工和处理的公司信息来帮助其投资决策。因此选取创业板公司有助于我们对PE参与与证券分析师预测行为之间的关系进行研究,并且对投资者的决策也有重要意义。相关的PE数据来自招股说明书,有关新股定价报告、上市资料及上市表现数据均来源于Wind数据库,上市前的相关财务数据来源于CSMAR数据库。由于金融业上市公司执行的财务制度比较特殊,所以我们剔除这类公司。本文也对一些主要变量缺失的公司进行剔除。经过筛选,本文最后的样本为281家首次公开发行股票创业板上市公司,其中存在PE参与的上市公司为152家,无PE参与的上市公司为129家。

表2列示了样本的年度分布情况。从2009年开始PE支持的公司IPO数量和比例都在上升,其中有152家存在PE参与的创业板公司进行IPO,占全部样本的54.09%,这为我们分析PE的作用提供了一个良好的数据支撑。

表2 样本的年度分布情况

	(1) 全部IPO公司	(2) PE参与的公司	(3) 无PE参与的IPO公司	(2) / (1)	(3) / (1)
2009	38	28	10	73.68%	26.32%
2010	117	68	49	58.12%	41.88%
2011	128	58	70	45.31%	54.69%

四、实证结果与分析

(一) 样本描述性统计和相关性检验

表3的Panel A中全样本描述性结果显示, *AF* 的均值为7.363,中位数为7, *PA* 的均值为0.140,中位数为0.127,上述结果说明每家创业板公司平均有7个证券分析

师跟踪,同时证券分析师定价预测准确度也不存在明显的偏度。Panel B 和 Panel C 的结果显示,存在 PE 参与的样本公司 AF 指标均值为 7.895,高于无 PE 参与的样本公司的 6.736,同时,存在 PE 参与的样本公司 PA 指标均值为

0.132,低于无 PE 参与的样本公司的 0.149,且以上结果的 *t* 检验均在 5% 的水平上显著。中位数的秩和检验也与均值 T 检验的结果基本一致。这个结果支持本文的假设 H1。

表 3 主要变量的描述性统计

Panel A 全样本 (281)								
变量	AF	PA	Size	Roe	Lev	HSL	ZQL	CGBL
均值	7.363	0.140	19.436	0.291	0.401	73.105	1.132	0.452
标准差	3.830	0.067	0.583	0.089	0.142	18.600	1.543	1.834
最小值	1	0.017	18.043	0.144	0.043	18.420	0.290	0.088
中位数	7	0.127	19.399	0.274	0.404	78.180	0.735	0.327
最大值	24	0.384	21.491	0.586	0.763	95.920	18.691	31.010
Panel B 有 PE 参与的样本 (152)								
均值	7.895	0.132	19.511	0.285	0.398	73.494	0.964	0.343
标准差	4.271	0.060	0.570	0.095	0.136	18.163	0.880	0.122
最小值	1	0.017	18.098	0.147	0.043	20.920	0.290	0.089
中位数	7	0.123	19.453	0.265	0.396	78.240	0.705	0.332
最大值	24	0.304	21.373	0.586	0.703	95.920	7.164	0.641
Panel C 无 PE 参与的样本 (129)								
均值	6.736	0.149	19.347	0.297	0.406	72.647	1.330	0.581
标准差	3.136	0.073	0.586	0.080	0.149	19.163	2.054	2.704
最小值	2	0.018	18.043	0.144	0.051	18.420	0.290	0.088
中位数	6	0.135	19.265	0.283	0.412	77.920	0.777	0.311
最大值	16	0.384	21.491	0.513	0.763	94.660	18.691	31.010
均值 T 检验								
Panel B - C	1.158 **	-0.016 **	0.165 **	-0.012	-0.008	0.847	-0.367 **	-0.238
Wilcoxon 秩和检验								
Panel B - C	1 **	-0.012 *	0.188 **	-0.018 *	-0.016	0.5	-0.072	0.021

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

表 4 列示了有关变量的 Pearson 相关性检验,结果发现 PE 与 AF 指标之间的相关性为正 (0.151),PA 与 PE 指标

之间的相关性为负 (-0.123),均在 5% 的水平上显著。这与我们的预测一致,初步验证了本文的假设 H1。

表 4 Pearson 相关性检验

	AF	PA	PE	Size	Roe	Lev	HSL	ZQL	CGBL
AF	1								
PA	0.061	1							
PE	0.151 **	-0.123 **	1						
Size	-0.072	0.057	0.141 **	1					
Roe	0.133 **	0.007	-0.07	-0.228 ***	1				
Lev	0.001	-0.028	-0.03	0.508 ***	-0.071	1			
HSL	0.178 ***	-0.218 ***	0.023	-0.185 ***	-0.037	0.013	1		
ZQL	-0.063	0.07	-0.119 **	0.245 ***	0.141 **	0.166 ***	-0.137 **	1	
CGBL	0.078	-0.035	-0.065	-0.02	-0.028	-0.111 *	0.051	-0.033	1

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

(二) 实证结果分析

表5的回归结果显示,列(1)中PE的系数为0.486,且在10%的水平上显著,说明存在PE参与的公司能够吸引更多的证券分析师跟随,列(2)中PE的系数为-0.018,且在1%的水平上显著,该结果表明证券分析师对存在PE参与的公司定价预测也更加准确,支持本文的假说1。可能的原因在于私募股权投资的认证假说和市场能力假说。基于认证假说,私募股权投资机构会挑选质量好的公司进行投资,因而能够吸引更多的证券分析师关注;基于市场能力假说,私募股权投资机构与资本市场上的重要参与者(如承销商、机构投资者、分析师等)建立能够长期的合作关系,证券分析师可以对企业进行实地调研,获得有关企业的更多内部信息,因此证券分析师也会对私募股权投资参与的公司进行更多的关注,同时证券分析师的定价预测准确度也越高。

表5 私募股权投资对证券分析师关注程度的影响

COEFFICIENT	(1)	(2)
	AF	PA
PE	0.486 * (1.90)	-0.018 *** (-16.1)
Size	0.323 (0.79)	0.017 (1.15)
Roe	5.206 (0.99)	0.016 (0.46)
Lev	0.887 (0.51)	-0.014 (-0.58)
HSL	0.011 (0.60)	-0.001 (-1.47)
ZQL	0.096 *** (6.85)	0.002 *** (2.78)
CGBL	-0.053 (-1.30)	-0.002 ** (-2.10)
Constant	6.810 (0.66)	-0.124 (-0.35)
Year	已控制	已控制
Industry	已控制	已控制
样本量	281	281
调整的 R ²	0.4842	0.1258

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。括号内为按 Peterson (2008) 调整后的 t 值。

表6的列(1)中X(代表 Foreign)的系数为1.996,且在1%的水平上显著,表明相对非外资背景的PE,外资背景的PE能够为被投资公司吸引到更多的证券分析师跟

踪。列(2)中X(代表 Foreign)的系数为-0.020,且在10%的水平上显著,该结果表明证券分析师对存在PE参与的公司的定价预测也更加准确,与本文提出的假说2一致。可能的原因在于外资背景的PE机构与证券分析师建立的关系更加密切,信息的沟通更加充分,因此能够吸引到更多的证券分析师,并且证券分析师对公司的估值也能更加准确。列(3)中X(代表 NPE)的系数为0.181,且在5%的水平上显著,表明相对一家PE投资的公司,联合投资的PE能够为被投资公司吸引到更多的证券分析师跟踪,列(4)中X(代表 NPE)的系数为0.003,但并不显著,该结果表明证券分析师对联合投资的PE参与的公司的定价预测准确度没有影响。原因可能在于多家PE机构能够与更多的证券分析师建立关系,可能吸引到更多的证券分析师对公司进行关注。但是由于证券分析师并没有因此得到更多的增量信息,对于其定价预测没有积极影响,因此我们没有发现联合投资的PE对证券分析师预测准度的显著影响。

表6 PE的不同特征对证券分析师关注程度的影响

COEFFICIENT	(1)	(2)	(3)	(4)
	AF	PA	AF	PA
	X = Foreign		X = NPE	
X	1.996 *** (3.32)	-0.020 * (-1.77)	0.181 ** (2.20)	0.003 (0.51)
Size	0.425 (0.66)	0.004 (0.51)	0.392 (0.58)	0.002 (0.31)
Roe	8.143 (1.27)	-0.027 (-0.60)	9.223 (1.32)	-0.031 (-0.55)
Lev	1.050 (0.58)	-0.020 (-0.30)	0.366 (0.19)	-0.011 (-0.19)
HSL	0.012 (0.79)	-0.001 (-1.10)	0.010 (0.69)	-0.001 (-0.97)
ZQL	0.242 (1.29)	0.012 ** (2.61)	0.277 (1.42)	0.013 *** (2.91)
CGBL	-3.489 * (-1.79)	-0.010 (-0.25)	-3.768 ** (-2.28)	-0.003 (-0.071)
Constant	5.983 (0.40)	0.129 (0.74)	7.171 (0.44)	0.137 (0.80)
Year	已控制	已控制	已控制	已控制
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制
样本量	152	152	152	152
调整的 R ²	0.5609	0.0928	0.5512	0.0917

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。括号内为按 Peterson (2008) 调整后的 t 值。

(三) 稳健性检验

首先,我们对样本所有连续变量进行1%和99%的winsorize处理后,重新对以上模型回归,结果与之前无实质差别。

其次,参考Bradley et al. (2008),本文将证券分析师所在券商机构是否为IPO公司的承销商这个变量(Under)加以控制,我们发现结论保持不变(受篇幅所限结果未报告)。

第三,公司的特征可能会影响证券分析师的关注,而公司的特征又可能影响到PE对公司投资的决策,即存在内生性问题。因此本文采用Heckman (1979)提出的两阶段模型来解决内生性问题。考虑内生性后,本文的结论仍然稳健(受篇幅所限结果未报告)。

五、结论与政策建议

本文实证检验了上市公司是否存在PE参与对证券分析师新股关注程度的影响。结果发现存在PE支持的公司IPO时确实能吸引到更多的证券分析师跟踪,并且证券分析师对该类公司的新股定价预测准确度也更高。其中外资背景的PE参与的公司由于非外资背景PE参与的公司。联合投资的PE参与的公司能够受到更多的证券分析师跟踪,但没有发现PE参与对证券分析师新股定价预测准确度的显著影响。

本文的研究结论反映了私募投资机构在资本市场上发挥的作用。私募股权投资对IPO公司的投资本身就是一种重要的信号,向外界传达公司质量好的信息,因此吸引了资本市场上重要的信息中介——证券分析师的关注,并显著影响了证券分析师的预测行为。证券分析师作为联系上市公司与外部投资者的纽带,其预测质量的提高有助于降低信息不对称,提高资本市场的效率。基于此,私募股权投资的发展对于我国构建有效的资本市场有着重要的现实意义。另外,我们也要看到内资背景的PE相比外资背景的PE的不足之处,因此应提高我国PE自身团队的建设,同时加强相关的制度规范PE的内部管理,从而提高其服务质量和与信息中介的沟通能力,进而提高融资效率和企业价值。

主要参考文献

陈工孟,俞欣,寇祥河. 2011. 风险投资参与对中资企业首次公开发行折价的影响——不同证券市场的比较. 经济研究, 5: 74 ~ 85

潘从文,张志海,潘希宏. 2010. 信号发送、投资者识别与私募股权资本市场. 经济管理, 5: 137 ~ 142

王会娟,张然. 2012. 私募股权投资与被投资企业高管薪酬契约——基于公司治理视角的研究. 管理世界, 9: 156 ~ 167

王玉涛,王彦超. 2012. 业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗. 金融研究, 6: 193 ~ 206

吴超鹏,吴世农,程静雅,王璐. 2012. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究. 经济研究, 1: 105 ~ 119

张学勇,廖理. 2011. 风险投资背景与公司IPO: 市场表现与内在机理. 经济研究, 6: 118 ~ 132

Bhushan, R. 1989. Firm Characteristics and Analyst Following. Journal of Accounting and Economics, 11 (2): 255 ~ 274

Boubaker, S., and F. Labégorre. 2008. Ownership Structure, Corporate Governance and Analyst Following: A Study of French Listed Firms. Journal of Banking and Finance, 32 (6): 961 ~ 976

Bradley, D. J., B. D. Jordan, and J. R. Ritter. 2008. Analyst Behavior Following IPOs: The "Bubble Period" Evidence. Review of Financial Studies, 21 (1): 101 ~ 133

Chemmanur, T. J., and E. Loutskina. 2006. The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening, or Market Power? EFA 2005 Moscow Meetings Paper.

Cotter, J., and F. Peck. 2001. The Structure of Debt and Active Equity Investors: the Case of the Buyout Specialist. Journal of Financial Economics, 59 (1): 101 ~ 147

Kaplan, S. N. 1989b. Management Buyouts: Evidence on taxes as a source of value. Journal of Finance, 44 (3): 611 ~ 632

Katz, S. P. 2009. Earnings Quality and Ownership Structure: The Role of Private Equity Sponsors. The Accounting Review, 84 (3): 623 ~ 658

Lang, M. H., K. V. Lins, and D. P. Miller. 2004. Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least? Journal of Accounting Research, 42 (3): 589 ~ 623

Lee, P., and S. Wahal. 2004. Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs. Journal of Financial Economics, 73 (2): 375 ~ 407

Loughran, T., and J. R. Ritter. 2003. Why Has IPO Underpricing Increased Over Time? Financial Management, 33 (3): 5 ~ 37

Meggison, M., and K. Weiss. 1991. Venture Capital Certification in Initial Public Offerings. Journal of Finance, 46 (3): 879 ~ 903

Wright, M., A. Burrows, R. Ball, L. Scholes, M. Meuleman, and K. Amess. 2007. The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Survey of Empirical Research. Report prepared for the Steering Group on Corporate Governance, OECD, Paris.

Abstracts of Main Papers

A Theoretical Framework for the Unintended Effects of Accounting Standards Reforms

Zhang Xianzhi & Yan Chao

Accounting standards reforms not only have intended effects on financial reports and capital market, but also exert significant unintended effects on firm contracts, business operations, investment, macro - economy and society as a whole. The history of accounting standards, economic consequences and externality theory all raise a requirement to distinguish between intended and unintended effects of accounting standards reforms. We generate a theoretical framework for the unintended effects based on the objectives of accounting standards and related literature. The framework includes the unrealized intended effects, the subsequent - indirect effects, the beyond - objective effects and the prior effects. We also provide specific guidance for future research in this field on both micro - level and macro - level. Our framework has implications for defining the essence and scope of accounting, expanding the field of accounting research, and also for accounting standards improvement.

Accounting Theory and Methodology for Natural Resource Management

—A Study on Australian Water Accounting Standard and its Implication to China

Chen Bo & Yang Shizhong

Water accounting is invented by Australian Bureau of Meteorology to report and manage Australian water resources. It applies financial accounting reporting and mechanism to describe, record and report water activities by issuing three main statements, i. e. Statement of water asset and water liability, Statement of change in water asset and liability and water flow statement. This article studies how Australian Water Accounting Standard (AWAS) was produced and its composition, analyzes the principle and main contents; argues the flaws of Chinese water resources accounting system and the weakness of financial accounting system; demonstrates the necessity of China referencing AWAS to research and build its own accounting standard for water

Do Management Tones Help to Forecast Firms' Future Performance: A Textual Analysis Based on Annual Earnings Communication Conferences of Listed Companies in China

Xie Deren & Lin Le

Based on the earnings communication conferences data of Chinese listed companies of 2005 - 2012, this paper examines whether management tones do help to forecast firm future performance. The paper finds that net positive management tones are significantly positive with t + 1 period performance, while positive (negative) tones are significantly positive (negative) with t + 1 period performance. These findings suggest that, even after controlling t period performance and other factors, management tones of earnings communication conferences provide incremental information about firms' future performance and be credible to some extent; researchers need to do further study on the process of textual information mining and analysis by investors under highly "sense" context of Chinese culture.

Does Accounting Information Affect Decisions of Charitable Donors? Evidence from Chinese Charitable Funds

Chen Lihong et al.

High quality accounting information can contribute to enhancing capital investment efficiency. However, rare literature has provided empirical evidence to test the effects of accounting information on charity resource allocation in China. Using the data of Chinese charitable funds from 2006 to 2012, our results are as follows: firstly, there is the positive relationship between donation decisions and accounting information of comprehensive operational efficiencies. Secondly, only domestic institutional donors react significantly on the improvement on program ratio and reduction on administrative expense ratio and financing expense ratio. Finally, monitoring effect of high quality auditing depends on the maturity and rationality of domestic institutional donors in their decision - making processes. The findings show that accounting information has value relevance in charitable fund resource allocation.

Environmental Uncertainty, Diversification and Capital Cost

Lin Zhonggao et al.

Based on Chinese listed firms from 2007 to 2013, this paper try to study the effects of micro - environmental factors on the management strategies of enterprises and the effects of interaction of both of them on capital costs. Results show that there is a positive correlation between environmental uncertainty and capital cost, we further find that capital cost is up after a decline with the increasing of the level of diversification. The findings suggest that micro - environment uncertainty increase the degree of information asymmetry between enterprises and investors (creditors) under the condition of transforming economy, prompt them to demand for higher investment (loan) return as risk compensation, and then increase the capital costs, and initially enterprises can effectively reduce the adverse effect of environmental uncertainty on the capital cost by implementing diversification, but this effect will be reversed as the level of diversification increasing.

Private Equity and Analysts Coverage on IPO Firms

Dou Huan & Wang Huijuan

Based on 281 firms in ChiNext from 2009 - 2011, we examine how private equity affects analysts following of IPO firms. We find that PE - backed firms attract more analysts' following, and more accurate analysts' forecasting, in accord with certification and market power hypothesis of PE. We also find that firms sponsored by foreign PEs generally have more analysts following and more accurate analysts' forecasting. Further, firms with more PEs sponsored have more analysts following, but no more accurate analysts' forecasting. This paper not only complements the existing literature of PE and analysts, but also enlightens the construction of domestic PEs.