

高铁开通、地理位置与私募股权投资治理效果

王媛媛^{1, 2} 潘攀³ 汤春玲⁴¹

(1. 中南大学 商学院, 中国湖南 长沙 410083;

2. 湖南省高速公路集团有限公司, 中国湖南 长沙 410022;

3. 四川农业大学 管理学院, 中国四川 成都 611130;

4. 中南林业科技大学 经济学院, 中国湖南 长沙 410004)

【摘要】: 地理分割的存在, 使私募股权投资难于参与被投资企业的经营与管理之中, 抑制了其对 IPO 抑价的治理效果。而高铁开通压缩了时空距离, 将有助于改善地理位置对私募股权投资的抑制, 更好发挥对企业和市场的治理效果。文章以 2008—2018 年中小上市企业为研究对象, 通过手工收集、整理私募股权投资和高铁开通数据, 并基于新经济地理学视角, 首先从全样本验证了私募股权投资对 IPO 抑价的积极治理效果。然后, 探索了地理位置对私募股权投资治理效果的影响, 发现私募股权投资仅能改善东部地区 IPO 抑价, 但在中部和西部地区不能发挥对 IPO 抑价的治理作用。再以企业所在城市高铁开通为准自然实验, 发现在中部和西部地区高铁开通显著提升了私募股权投资对 IPO 抑价的治理效果。

【关键词】: 地理位置 高铁开通 治理效果

【中图分类号】: F832.51; F532; F271 **【文献标志码】:** A **【文章编号】:** 1000-8462 (2021) 03-0144-08

交通基础设施建设是拉动内需增长、促进经济发展的重要手段^[1], 近十余年我国不断加大对高铁建设的投入, 形成了世界最大规模和最高运行速度的高铁网络。同时, 在经济发展新时期, 高铁建设又是供给侧改革中补齐基础设施建设短板关键点之一。高铁开通重塑了时空格局, 加速了资本、人力和信息等要素流通, 推动了区域经济、产业升级、城市创新等经济发展^[2]。那么, 考察高铁开通是否能够提升资本市场的有效性, 促进公司治理水平提升, 对于推动经济高质量发展具有积极的现实与理论意义。

在公司治理中, 新股发行时当日收盘价偏离其发行价所产生的 IPO 抑价引起了人们的普遍关注^[3-5], 而我国市场上 IPO 抑价现象尤为严重^[6]。IPO 抑价不仅会损害企业价值, 而且会大大降低股票价格发行效率, 还会导致社会资源配置的扭曲^[7]。被资本市场称为“积极投资者”的私募股权投资, 不仅向被投资企业提供资金以解决其融资问题, 同时还利用自身丰富的管理经验和广泛社会关系网络改善被投资企业治理水平^[8], 被期望能够有效缓解 IPO 抑价问题^[9-10]。私募股权投资能够发挥对 IPO 抑价治理效应的关键在于, 能够便捷参与到企业的经营、决策等活动中。然而, 我国私募基金多集中在少数几个城市, 与被投资企业

作者简介: 王媛媛 (1983-), 女, 湖南衡阳人, 博士研究生, 高级经济师, 高级政工师, 研究方向为产业经济和空间经济。E-mail: yuanyuanwang2007@163.com

潘攀 (1988-), 男, 四川达州人, 博士, 讲师, 研究方向为经济地理和资本市场。E-mail: panpanhit@126.com

基金项目: 湖南省哲学社会科学基金项目 (18YBA461); 湖南省教育厅科学重点研究项目 (18A165)

存在的地理分割使得私募股权投资收集和处理信息的成本较高，极大削弱了对企业的治理效应。因此，有学者指出高铁开通压缩了时空距离，将能够有效缓解 IPO 抑价问题。黄张凯等以我国 A 股非金融上市企业为研究对象，探索了地理位置、高铁和 IPO 抑价之间的关系，并得出离中心城市越远 IPO 抑价率更高，而高铁带来的信息沟通能够弥补地理距离对 IPO 定价的影响^[11]。而龙玉等分析了高铁开通与风险投资区域变化，他们发现，与非高铁城市相比，风险投资更喜欢向高铁城市增加投资，并扩展了中小城市的投资辐射范围，该结论说明高铁开通有利于私募股权投资参与到企业经营与管理活动中，也间接证明高铁开通能够缓解 IPO 抑价^[12]。Hong 等以中国大量 IPO 企业为样本，通过实证研究发现，高铁开通能够显著降低 IPO 抑价，并且在审计师水平高和制度环境较好的地区其效果更好^[2]。

就已有文献而言，仍存在一些需要进一步探索的地方：学者们研究私募股权投资能否缓解 IPO 抑价，均是基于全样本而并未考虑地理位置是否是决定私募股权投资发挥治理效应的关键因素之一。另外，一部分学者虽然探索了高铁开通对私募股权投资区域的影响，但并未直接分析高铁开通对私募股权投资的 IPO 治理效应的影响。更为重要的是，高铁开通、私募股权投资与 IPO 抑价之间的内在逻辑关系应该是，地理位置导致私募股权投资对不同区域企业的 IPO 抑价作用不同，而高铁开通压缩了时空距离因此能够改善私募股权投资对地理位置较为偏远地区企业 IPO 抑价的治理效果。然而，并没有发现文献按照上述思路与框架展开分析与讨论。

基于此，本文首先从理论上详细阐述高铁开通对公司治理效应的提升作用，然后结合实践数据分析高铁开通与私募股权投资参与公司治理的过程，利用 2008—2018 年我国上市企业数据实证检验地理位置对私募股权投资 IPO 抑价治理效果的影响，进而探索高铁开通能否推动私募股权投资改善对 IPO 抑价的治理效果，以期明晰高铁开通、私募股权投资与 IPO 抑价之间的内在关系，丰富相关领域的研究，并为政府倡导私募股权投资服务中小企业提供决策服务。

1 高铁开通对公司治理效应影响的理论分析

根据信息经济理论，导致 IPO 抑价现象的公司治理问题的重要原因之一在于，上市企业与市场投资者之间存在信息不对称。根据已有研究，私募股权投资能够缓解市场中存在的信息不对称问题，进而发挥公司治理效应的主要动因在于：(1) 私募股权投资在进行投资前，会仔细对被投资企业进行甄别筛选，只有那些具有较好发展潜力的企业才会受到青睐^[13]。那么，被私募股权投资选中的企业由于本身的优质性，在上市时 IPO 抑价程度也会较低。(2) 私募股权投资在参与管理时，通过向被投资企业派驻董事会成员，参与对企业的监督管理活动中，通过投资契约安排等提升企业信息透明度^[14-15]。(3) 私募股权投资利用自身与券商保荐机构的长期合作关系，缓解了被投资企业与资本市场之间的信息不对称，使被投资企业 IPO 定价更接近其内在价值^[16]。同时，被投资企业 IPO 上市是私募股权投资退出的最理想方式，追求较高市场发行价格是私募股权投资的内在动机^[17]，因此也能推动 IPO 抑价得到缓解。

然而，经济地理学指出，私募股权投资对 IPO 抑价的公司治理效果还受到地理位置的影响。尽管信息网络技术得到了飞速发展，但地理位置产生的地理分割效应并未得到有效解决^[18]。被投资企业地处较为偏远的城市，将增加私募股权投资通过多维渠道便捷获取信息的难度，并极大增加收集、处理信息的成本^[11]。毫无疑问，中国高铁的迅猛发展将推动私募股权投资参与到中西部地区企业的经营管理之中，更能充分掌握被投资企业的信息，从而显著提升中西部地区 IPO 抑价的公司治理效应。

结合信息经济学和经济地理学理论，高铁开通将具体从以下几个方面提升私募股权投资对中西部地区企业 IPO 抑价的公司治理效应：首先，私募股权投资通过向企业董事会派驻成员，参与企业经营与管理活动提升企业的治理水平^[17]，从而缓解企业 IPO 抑价问题。但我国私募基金多集中在北京、上海等少数几个城市，地理的分割增加了私募股权投资派驻的董事会成员履职成本，降低了私募股权对公司的治理水平。高铁开通压缩了城市之间的时空距离，使私募股权投资派驻的董事会成员能够便捷参与到公司治理之中，还增加了其履行职责的频率，公司治理水平的提升自然也就有效缓解了 IPO 抑价^[19-20]。其次，高铁开通还有利于私募股权投资收集更多关于企业的信息，丰富了向外界信息披露的内容。企业主动向外界披露的信息多为财务、并购、重大诉讼等“硬信息”，而这些信息不仅难以满足投资者的需求，还存在企业容易对其进行粉饰等缺陷^[11]。高铁开通让私募股权

投资能够更多对企业进行实地调研，特别是通过与企业面对面直接交流，不仅能获取项目环境和前景的“硬信息”，而且能收集企业家风险偏好、努力程度等“软信息”，扩展了企业信息内容并提升了信息质量。随着企业信息披露更加充分，IPO 抑价将会得到有效缓解。另外，高铁开通还增加了私募股权投资与企业之间的联系和互动。私募股权投资参与公司治理是一个持续的过程，需要不断与企业进行反复沟通^[21]。高铁开通降低了时间和经济成本，使私募股权投资和企业之间的反复沟通得以实现，双方在互动中了解彼此的真实想法并达成一致目标，从而缓解信息不对称和 IPO 抑价。

综述可以看出，私募股权投资能够有效缓解 IPO 抑价问题的关键在于，能够参与到公司治理之中并与企业进行有效沟通。然而，地理分割的存在使得私募股权投资进行信息收集时的成本增加，极可能削弱私募股权投资对 IPO 抑价的公司治理效应。高铁开通降低了私募股权投资参与公司治理的成本，使其与企业反复沟通成为现实。因此，高铁开通能够显著提升私募股权投资对企业 IPO 抑价的公司治理效应。

2 高铁开通与私募股权投资参与公司治理的演化过程与趋势分析

早在 1960 年代，日本就率先开启了高铁建设，随后欧美等发达国家也迅速开展起来。我国高铁建设起步较晚，直到 1992 年“京沪高铁建设方案”才标志正式提出兴建高铁计划，而 2004 年国务院出台的《中长期铁路网规划》才意味着有一个完整的规划，可以说 2004 年后我国才真正开始实施高铁建设。另外，还需注意的是，我国高铁建设首先围绕北京和东部沿海地区展开，然后逐步向中部和西部地区延伸，如 2008 年我国开通的首条高铁是京津城际高铁。截至目前，我国已基本形成了“四纵四横”高铁网络以及在环渤海区域、长三角地区和珠三角地区城际快速客运系统，如图 1 所示。从图 1 还可以发现，目前我国只有宁夏和西藏尚未开通高铁。仅就西部地区而言，四川、贵州和甘肃三省高铁里程数均已超过 1 000 km，云南省高铁里程数也达到了 994 km。可见，近十余年我国高铁建设的快速发展，虽基本覆盖了所有省份，但东西部高铁的分布密度却存在显著差异。新经济地理学理论指出，中国高铁的快速发展将改变经济活动主体所处空间维度，深刻影响人们就业、居住等^[22]，对企业投资、治理等也会产生重大影响。

私募股权投资在挖掘潜力被投资企业时，往往呈现出“熟悉偏好”特征。换言之，私募股权投资往往选择以前投资过、距离较近城市的企业，而具备这类特征的企业又表现出集聚现象^[23]。由图 2 可以发现，有私募股权投资参与的 IPO 企业主要集中在东部地区。其中，统计样本内，有私募股权投资参与的 IPO 企业最多的是广东省，高达 201 家，其次是浙江省和江苏省，分别为 102 和 96 家。而与之形成鲜明对比的是，西部地区有私募股权投资参与的 IPO 企业最多的四川省也仅有 24 家，而西部地区总数为 58 家。尽管私募股权投资存在地区分布差异，但毫无疑问，高铁开通能够有效推动私募股权投资更多参与到公司治理等活动中，尤其是将更多参与到原本处于地理分割的中西部地区企业之中。表 1 统计的是 2004—2018 年我国各地区中小上市企业中私募股权投资参与情况，从中可以发现，在 2004—2007 年我国高铁发展初期，中小上市企业数量较少且多集中在东部地区，同时中西部地区私募股权投资参与 IPO 企业比率显著低于东部地区。而在高铁快速发展期，中西部地区 IPO 企业数量明显增加，而且私募参与比率也大幅提升。可以预计，随着高铁建设的进一步加快，中西部地区上市企业的数量还会进一步增加，私募参与中西部地区 IPO 企业的比率也将不断提升，高铁建设也将更加深刻影响私募股权投资对 IPO 抑价的治理效应。

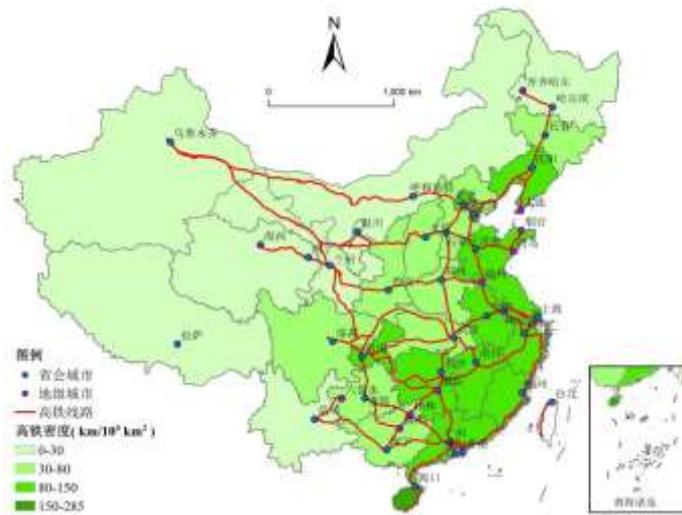


图1 中国高铁分布图

3 高铁开通对公司治理效应影响的实证分析

3.1 数据来源

本文主要探索高铁开通能否缓解地理位置对私募股权投资治理效果的抑制作用，因此在数据选取时，高铁建设情况方面的数据主要通过手工从中国铁路总公司官方网站收集、整理获取；私募股权投资的数据则以 Wind 数据库中企业前十大股东名称数据库为基础，并与 China Venture Source 数据库中“投资机构”对比，通过人工收集、筛选而获取；地理位置和企业层面的数据则来源于国泰安（CS-MAR）数据库。考虑到我国高铁主要从 2008 年大规模集中开通，因此本文选取中小上市企业为研究对象，样本期间覆盖时段为 2008—2018 年。对于样本还进行了以下几个方面的调整：（1）剔除金融、保险行业，此类企业的财务数据与其他行业存在明显差异；（2）剔除在发行日前后长期停牌导致数据不足的样本企业；（3）剔除地理位置、财务数据等方面缺少的样本。最终，本文获得有完整新股发行数据、股票日交易数据和公司基本财务数据的样本共 916 个。

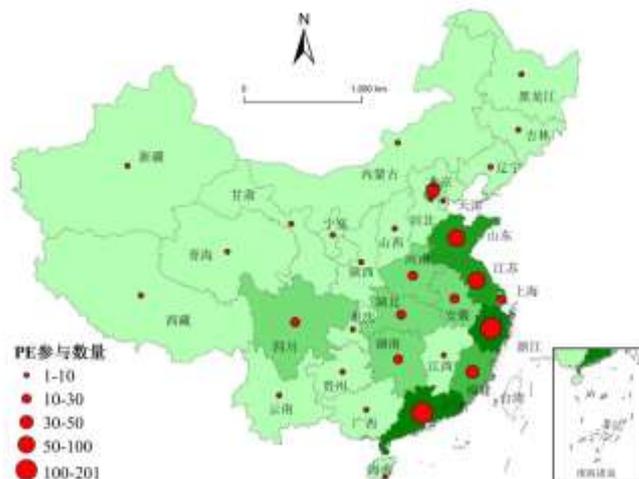


图 2 私募股权投资参与的 IPO 企业分布图

3.2 研究方法

首先，本文将考察私募股权投资对企业 IPO 抑价的影响，主要参考张学勇、Megginson 等经典文献的做法^[24-25]，构建如下模型：

$$\begin{aligned}
 \text{Underpricing} = & \beta_0 + \beta_1 PE + \beta_2 \text{Offerprice} + \\
 & \beta_3 \text{Turnover} + \beta_4 \text{Offerproceeds} + \\
 & \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Shrcr} + \beta_7 \text{Size} + \\
 & \beta_8 B/M + \beta_9 \text{Cash} + \beta_{10} \text{TobinQ} + \\
 & \beta_{11} \text{Hhi} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry}
 \end{aligned} \tag{1}$$

表 1 高铁开通与私募股权投资参与企业 IPO 的趋势变化

年份	东部地区		中部地区		西部地区		
	IPO 数量(家)	PE 参与比率(%)	IPO 数量(家)	PE 参与比率(%)	IPO 数量(家)	PE 参与比率(%)	
高铁发展初期	2004	29	78.571	4	75.000	5	60.000
	2005	9	77.778	2	50.000	1	100.000
	2006	42	86.487	5	40.000	4	75.000
	2007	76	75.343	15	80.000	9	66.667
	2008	52	74.576	8	87.500	11	72.727
	2009	69	74.627	11	90.909	10	70.000
高铁快速发展期	2010	257	81.716	39	76.923	24	79.167
	2011	191	79.630	39	87.180	12	83.333
	2012	109	83.051	13	100.000	7	100.000
	2014	67	81.333	8	100.000	6	100.000
	2015	93	71.186	20	95.000	18	83.333
	2016	96	78.378	12	83.333	16	87.500
	2017	186	83.251	26	96.154	10	90.000
	2018	33	66.667	6	100.000	9	100.000

在模型（1）中，IPO 抑价（Underpricing）为被解释变量，PE 为解释变量，是反映私募股权投资的虚拟变量。在模型（1）中，还控制了 IPO 时发行价格（Offerprice）、IPO 周转率（Turnover）、发行规模（Offerproceeds），企业层面资产负债率（Lev）、股权集中度（Shrcr）、企业规模（Size）、账面市值比（B/M）、货币资金（Cash）、托宾 Q 值（Tobin Q）、竞争程度（Hhi），以及年份（Year）和行业（Industry）虚拟变量。关注重点是 PE 回归系数 β_1 的显著性，当该系数显著为负时，表明私募股权投资能够有效缓解 IPO 抑价，即私募股权投资发挥了积极的治理效应。为检验私募股权投资对 IPO 抑价治理效果是否会由于地理位置而对不同地区企业表现出不同的治理效果，在模型（1）的基础上，根据企业所在地不同而分为东部地区、中部地区和西部地区三组分别进行回归。

本文重点考察的是，高铁开通能否缓解地理位置抑制私募股权投资治理效果，为对此进行实证检验，构建了如下模型：

$$\begin{aligned}
 \text{Underpricing} = & \beta_0 + \beta_1 PE + \beta_2 HSR + \\
 & \beta_3 PE \cdot HSR + \beta_4 \text{Offerprice} + \\
 & \beta_5 \text{Turnover} + \beta_6 \text{Offerproceeds} + \\
 & \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{Shrcr} + \beta_{10} B/M + \\
 & \beta_{11} \text{Cash} + \beta_{12} \text{TobinQ} + \beta_{13} \text{Hhi} + \\
 & \sum \text{Year} + \sum \text{Industry}
 \end{aligned} \quad (2)$$

在模型（2）中，增加了高铁开通（HSR）以及私募股权投资与高铁开通的交乘项（PE×HSR），其他控制变量均与模型（1）保持一致。对于模型（2）而言，最为关注的是交乘项 PE×HSR 的显著性，如果它的回归系数显著为负，则表明高铁开通推动私募股权投资发挥积极的治理作用，缓解了 IPO 抑价问题。

3.3 核心变量衡量

(1) IPO 抑价。根据已有文献，本文采用公式（3）衡量 IPO 抑价，用 Underpricing 表示。其中，Closeprice 表示上市首日的收盘价，Offerprice 表示发行价，Index₁ 和 Index₀ 分别表示上市前一天和当天的大盘指数的收盘价。考虑到一些文献在研究 IPO 抑价时，仅从企业发行价和上市首日收盘价进行描述而没有考虑市场指数调整，因此在稳健性检验时我们也使用该方式作为 IPO 抑价的替换变量。

$$\text{Underpricing} = \frac{\frac{\text{Closeprice} - \text{Offerprice}}{\text{Offerprice}} - \frac{\text{Index}_1 - \text{Index}_0}{\text{Index}_0}}{\quad} \quad (3)$$

(2) 私募股权投资。本文侧重从上市企业前十大股东是否属于私募股权机构衡量其是否引入了私募股权投资。在进行手工收集时采用以下步骤：首先以 Wind 数据库中的上市企业前十大股东名称数据库为基础，使用“投资”“创业投资”和“创投”等关键词对企业“前十大股东名称”进行筛选，确定中小上市企业是否有私募股权投资参与，接着将通过关键词筛选出的股东与 Wind 资讯和 China Venture Source 数据库中“投资机构”等信息进行对比、核对，从而最终确定企业中是否有私募股权投资参与。若上市企业引入了私募股权投资，则 PE 取 1，否则取 0。

(3) 高铁开通。本文通过查询中国铁路总公司官方网站，手工收集、整理高铁开通数据。根据高铁开通运营时间和中小上市企业所在城市，构建高铁开通的虚拟变量（HSR），如果当年企业所在城市有高铁开通并设有站点，则记为 HSR=1，否则 HSR=0。

其他各控制变量的定义及衡量方式，见表 2。

表 2 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
IPO 抑价	Underpricing	根据公式
私募股权投资	PE	当企业有私募股权投资者进入时取值为 1，否则取值为 0

高铁开通	HSR	企业所在城市开通高铁后的年份取值为 1，否则取值为 0
发行价格	Offerprice	企业 IPO 时的发行价格
IPO 周转率	Turnover	企业 IPO 首日周转率
发行规模	Offerproceeds	企业 IPO 发行规模并取自然对数
资产负债率	Lev	债务账面价值/资产账面价值
股权集中度	Shrcr	企业前三大股东持股比例之和
企业规模	Size	企业资产总额的自然对数
账面市值比	B/M	企业账面资产/企业市场价值
货币资金	Cash	企业货币资金/资产总额
托宾 Q 值	TobinQ	(股权市值+净债务市值)/资产总额
竞争程度	Hhi	使用企业所在行业的赫芬达尔指数衡量
年份	Year	虚拟变量，属于该年时取值为 1，否则为 0
行业	Industry	虚拟变量，属于该行业时取值为 1，否则为 0

4 结果分析与讨论

4.1 描述性统计

表 3 展示的是本文中各变量的描述性统计结果。通过表 3 可以发现，IPO 抑价 (Underpricing) 的最小值为 -0.263，下四分位数为 0.277，说明我国中小上市企业虽存在少数 IPO 溢价，但主要呈现 IPO 抑价现象。其均值为 0.693，相比黄张凯等^[11]以全 A 股非金融企业得到均值 0.419 更大，这说明中小上市企业中 IPO 抑价现象更为突出。私募股权投资 (PE) 的均值为 0.826，说明中小上市企业大多数都有私募股权投资参与，这与张永明等^[17]的研究结论一致。而高铁开通 (HSR) 的均值为 0.427，说明样本期间内大多数上市企业所在城市尚未开通高铁。从发行情况来看，发行价格 (Offerprice) 的均值为 18.57 元，发行最低价位 2.29 元，发行最高价为 148 元，这与黄张凯等的研究结果^[11]基本保持一致。

表 3 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	MIN	P25	P50	P75	MAX
Underpricing	916	0.693	0.807	-0.263	0.277	0.440	0.819	6.267
PE	916	0.826	0.379	0	1	1	1	1
HSR	916	0.427	0.495	0	0	0	1	1
Offerprice	916	18.570	12.190	2.290	10.100	15.840	24	148
Turnover	916	53.710	33.270	0.020	23.220	68.700	80.200	95.270
Offerproceeds	916	19.870	0.706	17.470	19.360	19.850	20.320	22.670
Lev	916	0.285	0.170	0.013	0.148	0.260	0.387	0.965
Shrcr	916	0.593	0.131	0.120	0.511	0.609	0.687	0.945
Size	916	20.980	0.829	19.31	20.440	20.860	21.360	26.870
B/M	916	0.671	0.150	0.244	0.568	0.677	0.792	1.002
Cash	916	0.383	0.188	0	0.240	0.372	0.517	0.954
TobinQ	916	1.584	0.452	0.998	1.262	1.477	1.762	4.095

Hhi	916	0.172	0.121	0.002	0.081	0.146	0.236	0.748
-----	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

4.2 地理位置对私募股权投资治理效果的影响

为检验私募股权投资对 IPO 抑价的影响，以 IPO 抑价（Underpricing）为被解释变量，以私募股权投资（PE）为解释变量，并使用模型（1）进行回归。我国地域辽阔，企业分布于各个城市，而私募股权投资又集中分布于上海、深圳等少数城市，根据经济地理理论，地理的分割极可能影响私募股权投资调研与参与治理的积极性，严重影响其治理效果。鉴于此，根据企业所在城市将样本划分为东部地区、中部地区和西部地区三组分别进行回归，以考察地理位置是否会影响私募股权投资的治理效果。

可以发现，PE 的回归系数均显著为负，表明私募股权投资能够显著缓解 IPO 抑价现象。已有大量文献指出，通过被投资企业成功 IPO 退出是私募股权投资获取高额回报最为重要的方式，即私募股权投资本身存在提升企业 IPO 时发行价格的动机。此外，IPO 抑价产生的根源在于企业与投资者之间存在信息不对称，继而造成企业与投资者价值定价的不一致。而私募在投资前就会深入分析被投资企业情况，在投资后又积极参与到企业的治理之中，并动态向外界公布对被投资企业调研的数据，极大缓解企业与投资者之间的信息不对称，因此在 IPO 时能够有效缓解抑价程度。分地区回归结果显示，在列（2）东部地区组中 PE 的回归系数与列（1）全样本一样，均显著为负。表明，私募股权投资对于在东部地区的企业仍能有效缓解其 IPO 抑价。而列（3）和列（4）中 PE 的回归系数虽也为负，但均不显著，说明私募股权投资不能缓解在中部和西部企业上市时 IPO 抑价问题。由上述结果可以发现，尽管私募股权投资能够缓解 IPO 抑价问题，但其效果会由于被投资公司所在地而产生差异，即地理上的分割会显著影响私募股权投资的治理效果。分析地理位置导致私募股权投资治理效果不同的原因：私募股权投资基金多分布于东部发达城市，能非常便捷收集本地投资企业的硬信息和软信息，有效对被投资企业进行监管，从而发挥出积极的治理效果；对于中西部的被投资企业来说，地理分割提升了出行难度，增加了信息收集成本，严重影响了私募股权投资监督职能的发挥，表现出私募股权不能缓解 IPO 抑价。

4.3 高铁开通缓解地理位置对私募股权投资治理效果的抑制作用

结果表明私募股权投资能够有效缓解 IPO 抑价，但私募股权的治理效果会由于地理分隔而受到严重影响。近年来，我国高铁建设得到了迅猛发展，这引发了人们的普遍关注。新经济地理学认为，高铁开通压缩了地理的时空距离，降低了信息的沟通成本，使得私募股权投资者能够便捷地到企业进行调研和参与治理。那么，高铁开通是否能够解决由于地理位置导致私募股权投资治理效果减弱的问题呢？为此，本文利用模型（2）进行实证检验。

列（1）为东部地区样本组，列（2）为中部地区样本组，列（3）为西部地区样本组。各分组中私募股权投资（PE）的回归系数虽不显著但均为负，再次说明私募股权投资能够缓解 IPO 抑价。而高铁开通（HSR）虽在中部地区不显著，但同东部和西部样本组一样为负，说明高铁开通也能缓解 IPO 抑价。根据模型（2），我们关注的焦点是私募股权投资和高铁开通交互项（PE×HSR）的符合和显著性水平。在中部地区和西部地区分组中，交互项均显著为负，但在东部地区分组中交互项不显著。上述结果表明，在中部和西部地区高铁开通能够推动私募股权投资更好发挥治理效应，缓解企业上市时的 IPO 抑价问题。但在东部地区，高铁开通并不能显著促进私募股权投资治理效应的提高。分析原因，结果显示私募股权投资能够缓解东部地区企业的 IPO 抑价，但不能缓解中部和西部地区企业的 IPO 抑价，说明地理分隔使得私募股权投资不能有效监督被投资企业，影响了私募股权投资的治理效应。而高铁开通能够改变时空分布问题，使私募股权投资能够便捷参与到企业的日常经营与管理中，因此在显示上，对于中部和西部地区企业而言，在私募股权投资与高铁开通的交互项作用下 IPO 抑价得到了有效缓解；对于东部地区，其交通网络发达、私募股权投资也多聚集于此，私募股权投资能够有效发挥其治理效应。也正因如此，高铁开通对于东部地区的私募股权投资治理效应没有明显的提升。

5 主要结论与政策建议

长期以来，IPO 抑价一直是人们所关注的焦点问题。导致 IPO 抑价的关键因素之一在于，企业和市场投资者之间存在信息不对称，双方均无法准确掌握对方的全面信息，从而导致双方定价难于实现一致。私募股权投资被称为“积极的投资者”，尤其是在近年我国私募市场得到迅猛发展的背景下，人们期望私募股权投资能够有效缓解企业与投资者之间的信息不对称，进而改善 IPO 抑价问题。要发挥私募股权投资的治理效应，就必须让私募股权投资有效参与到企业的经营与决策之中，然而地理位置的分割使得私募股权投资难以发挥其治理效应。高铁开通压缩了时空，使得私募股权投资能够便捷参与到深处内陆的企业治理之中，推动 IPO 抑价问题得以改善。

鉴于此，本文以 2008—2018 年中小上市企业为研究对象，通过手工收集、整理私募股权投资和高铁开通数据，基于地理经济学视角，检验了私募股权投资的治理效果是否会因为地理分割而发生改变，并探索了高铁开通对地理位置抑制私募股权投资治理效应的缓解作用。研究发现：(1) 私募股权投资能够改善 IPO 抑价问题；(2) 地理位置不同私募股权投资的治理效果不同，具体而言，私募股权投资仅在东部地区发挥对企业 IPO 抑价的治理作用，但在中部和西部地区不能发挥对企业 IPO 抑价的治理作用；(3) 高铁开通改善了地理位置对私募股权投资治理效应的抑制作用，即在中部和西部地区高铁开通显著提升了私募股权投资对 IPO 抑价的治理效果。

近年来，国家大力倡导并多方发力改善中小企业融资难问题，并推动中小企业成长与发展。私募股权投资作为资本市场的重要组成部分，其认证和监督功能又能引导市场为优质的中小企业提供资金，并利用其丰富的管理经验发挥对企业的治理效果。从本文的全样本回归结果来看，私募股权投资能够发挥对企业上市 IPO 抑价的积极治理效果。因此，未来还应继续鼓励更多的私募股权投资参与到中小型企业的经营与管理之中，推动整个资本市场治理水平的提升。本文结果还显示，地理位置使得私募股权投资的治理效果不同，而高铁开通能够改善地理位置对私募股权投资治理效果的抑制作用。可见，高铁开通不仅在就业、居住、消费等方面改善了人们的生活，在改善资本市场有效性方面也发挥了积极作用，应坚持进一步推动中国高铁建设，保障和实施好《中长期铁路网规划》。另外，还应清楚看到“地理分割”现象仍存在，中西部与东部的差距也还比较明显，不仅要通过大力发展高铁建设来强化东部与中西部的联系，更要加强对中西部基础设施的建设，以此推动资本市场治理环境、有效性等方面的优化，促进区域之间发展不平衡的改善。

参考文献：

- [1]王媛. 市场可达性、空间集聚经济与高铁站区经济发展[J]. 财贸经济, 2020, 41(3):131-145.
- [2]Hong Y, Li Y. Could the introduction of high-speed railway inhibit the IPO underpricing in China?[J]. Applied Economics Letters, 2019(4):1-6.
- [3]Booth J R, Chua L. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 41(2):291-310.
- [4]Bradley D J, Jordan B D. Partial adjustment to public information and IPO underpricing[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002, 37(4):595-616.
- [5]Nielsson U, Wójcik D. Proximity and IPO underpricing[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 38:92-105.
- [6]易志高, 潘子成, 李心丹, 等. 高管政治关联助推公司媒体报道了吗? ——来自民营企业 IPO 期间的证据[J]. 财经研究, 2018, 44(6):126-139.
- [7]伍文中, 高琪. 逐名效应, 认证监督与中国创业板 IPO 抑价[J]. 金融经济研究, 2018(6):96-105.

-
- [8]潘攀, 许志勇, 粟立钟. 私募股权投资对创业板上市公司现金股利政策研究[J]. 中国软科学, 2019(6):168-175.
- [9]Robinson D T, Sensoy B A. Cyclicalities, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122(3):521-543.
- [10]Ang A, Chen B, Goetzmann W N, Phalippou L. Estimating private equity returns from limited partner cash flows[J]. The Journal of Finance, 2018, 73(4):1751-1783.
- [11]黄张凯, 刘津宇, 马光荣. 地理位置、高铁与信息: 来自中国 IPO 市场的证据[J]. 世界经济, 2016(10):127-149.
- [12]龙玉, 赵海龙, 张新德, 等. 时空压缩下的风险投资——高铁通车与风险投资区域变化[J]. 经济研究, 2017, 52(4):195-208.
- [13]Sørensen M. How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(6):2725-2762.
- [14]Hsu D H. Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy[J]. Management Science, 2006, 52(2):204-219.
- [15]Park H D, Steensma H K. When does corporate venture capital add value for new ventures?[J]. Strategic Management Journal, 2012, 33(1):1-22.
- [16]Nahata R. Venture capital reputation and investment performance[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 90(2):127-151.
- [17]张永明, 潘攀, 邓超. 私募股权投资进入对上市公司 IPO 当年业绩的影响研究[J]. 管理科学, 2018, 31(1):149-160.
- [18]马学广, 唐承辉. 中国城市网络化空间联系与格局——基于高铁客运流的大数据分析[J]. 经济地理, 2018, 38(4):55-64.
- [19]湛泳, 田知敏慧. 高速铁路对居民消费的空间溢出效应研究[J]. 消费经济, 2020, 36(2):427-50.
- [20]吉赞, 杨青. 高铁开通能否促进企业创新: 基于准自然实验的研究[J]. 世界经济, 2020, 43(2):147-166.
- [21]诸竹君, 黄先海, 王煌. 交通基础设施改善促进了企业创新吗? ——基于高铁开通的准自然实验[J]. 金融研究, 2019(11):153-169.
- [22]戴学珍, 吕春阳, 郑伊硕, 等. 交通方式对京津冀空间相互作用贡献率分析[J]. 经济地理, 2019, 39(8):36-43.
- [23]Park H D, Steensma H K. When does corporate venture capital add value for new ventures?[J]. Strategic Management Journal, 2012, 33(1):1-22.
- [24]张学勇, 廖理, 罗远航. 券商背景风险投资与公司 IPO 抑价——基于信息不对称的视角[J]. 中国工业经济, 2014(11):90-101.

[25]Megginson W L, Weiss K A. Venture capitalist certification in initial public offerings[J]. The Journal of Finance, 1991, 46 (3) : 879-903.