

风险投资对创业板公司IPO前后业绩的影响

仇盼盼

(南京师范大学商学院 南京 210097)

【摘要】 本文以国内创业板市场为研究对象,实证分析了风险投资对公司的经营业绩的影响。研究结果表明,公司IPO后经营业绩都会有所下降,但有风投机构参与的公司IPO后业绩下降程度要低于无风投机构参与的公司;有风投机构参与的公司不论在发行价还是募集资金数额上都要高于无风投机构参与的公司,而无风投机构参与的公司都存在资金利用率低下的问题;由于我国企业上市仍采用审批制,所以我国上市公司在上市时机的选择不具备完全自主权,有无风险投资参与在这点上没有明显差异;且投资机构的性质、数量等对上市公司财务业绩的影响不明显。

【关键词】 创业板 风险投资 IPO

一、引言

Jain和Kini(1994)提出公司首次公开发行之后多存在着经营业绩下降的问题,这一问题引起研究者的广泛讨论和研究,学术界称这一现象为“IPO效应”。各国证券市场的研究者均证实存在IPO效应。导致IPO效应的原因有很多,多数研究文献将其归因为信息不对称及上市公司的内部操控。故审计机构、保荐商、风险投资机构(VC)等这些有可能在上市公司IPO过程中降低信息不对称程度及约束上市公司行为的中介机构就成为当前研究的热点,尤其是风险投资机构。

IPO与风险投资联系紧密,风险投资机构可以为帮助企业获得融资支持也可以为企业提供增值服务,并且在适当的时机把公司推向IPO市场,而且通过IPO市场风险投资也可以退出。风险投资中积极的投资者承担着很大的风险,其为融资人提供融资支持及增值服务且占有公司部分股份,因而风险投资在被投资公司上市过程中都会参与到企业的管理和各项决策中去,这必然会影响到公司上市后的经营业绩。这一结论已在外国证券市场得到证实。

我国创业板起步较晚,于2009年10月建立,自建立以来就一直受到国内外学者的广泛关注,创业板新股发行有着较高的市盈率和较高的换手率,这都引起人们对创业板市场新股发行的格外关注。作为一个新兴的资本市场板块,中国创业板市场还有很多东西值得研究。

国内创业板市场从推出起就备受风险资本的青睐,但是由于创业板的风险更大,因此研究风险资本对创业板市场的影响具有重大意义,本文以我国深圳创业板市场为样本进行研究,就风险投资对IPO公司财务业绩的影响进行讨论。

二、文献回顾

1. 国外研究。Brav和Gompers(1997)对1972~1992年的934家有风险投资支持的和1975~1992年的3407家无风险投

资支持的样本进行实证研究,实证结果说明就IPO公司五年期的业绩而言,有风险投资参与的比没有风险投资参与的要更好。

Mikkelsen等(1997)根据1980~1983年的283家IPO企业为研究样本,研究表明有风险投资支持的企业和没有风险投资支持的企业长期看业绩上没有显著的差异,但是有风险投资参与的企业在IPO前一年和后一年的业绩有明显变化,下降更小或增长更大。

Francis和Hasan(2001)对1990~1993年的843家IPO企业样本进行研究,其中有风险投资支持的有415个样本,结果表明上市首日有风险投资支持的企业在抑价率上要高于没有风险投资支持的企业。但他们认为这是风险投资机构在公司IPO时有意为之,采取高抑价率的策略,等到后面增发时再制定较高的价格来弥补首发高抑价的损失。

Loughran和Ritter(2004)研究了1980~1993年的6391个IPO企业,其中部分为风险企业,结果显示风险企业的折价率高于非风险企业的折价率。

Doukas和Gonenc(2005)根据美国1989~1994年的456家有风险投资支持的IPO企业为研究对象,认为风险投资对IPO风险企业的长期业绩增长具有显著作用,并且只有在没有风险投资时承销商声誉才会对风险企业的长期业绩有显著的作用。

Arthurs和Busenitz(2006)研究了1990~1994年共268家有风险投资参与的和无风险投资参与的IPO企业,研究结果表明有风险投资参与的企业在产品的管理和发展方面都显示出更强的应变能力。

Levis(2007)研究了1083个IPO企业样本,既包括有风险投资参与的也包括无风险投资参与的,研究表明有风险投资参与的IPO企业的折价要小于没有风险投资参与的IPO企业,

且有风险投资支持的IPO企业能形成更相似的长期业绩,得到正回报及短期收益的概率要更大。

2. 国内研究。唐运舒和谈毅(2008)以1991~2006年在香港创业板市场上市的220家公司为样本,其中有风险投资支持的有49家,实证表明风险投资对香港证券市场的IPO后的经营业绩有明显的积极影响在控制了盈余管理等因素的情况下,风险投资的持股比例与IPO后公司经营业绩呈正比。

陈祥有(2010)对2004~2007年在深圳中小板市场上市的199家公司进行研究,结果表明,有风险投资机构参与的IPO公司上市前一年比没有风险投资机构参与的公司,在盈余管理程度上要低很多。

陈工孟、俞欣、慈祥河(2011)以不同市场为研究背景考察了有风险投资参与的中资企业在不同市场上市时是否存在IPO折价现象,研究发现香港主板市场和大陆中小板市场的中资企业上市后,有风险投资支持的上市公司折价明显高于无风险投资支持的上市公司;折价水平与风险投资进入企业时间正相关,时间越长折价越高。

梁建敏、吴江(2012)以创业板市场为研究对象,实证分析结果表明,风险投资在控制盈余管理方面有着积极的影响,有风险投资参与的上市公司发行后公司业绩好于没有风险投资参与的上市公司。

三、理论分析和研究假设

有很多文献实证研究了风险投资是否对公司IPO后的经营业绩有影响,这其中最能被学者接受的就是监控模型。该模型认为风险投资机构对企业具有认证、监控作用。

一方面,风险投资的认证效应体现在降低了上市企业与投资者和中介机构之间的信息不对称,另一方面,也体现在投资者对上市公司的认可度的提高上进而使公司上市后有更好的市场表现。这主要是因为风投机构持有公司的一定股份,作为企业的股东有权参与到公司的运营管理并且有可能对公司的各项决策产生影响。如果中国创业板市场也存在认证效应的话,那么有风险投资参与的公司,在发行费用上会有所减少,因为发行费用是中介机构为降低信息不对称而产生的成本,因而上市公司实际募集到的资金将会增加。

风险投资机构参与企业的经营管理表现为风险投资的监督效应。风险投资机构作为投资者也是有利益需求的,希望通过高回报退出机制实现资本的回收及增值,因此投资机构一般会运用自身的专业能力,参与公司的经营管理,包括公司的上市时间及承销方式的选择等等。但投资机构参与之后会利用其专业的能力为企业提供增值服务,使企业发展为优质公司,由于风险投资机构的监督管理作用,在企业IPO后,有风险投资参与的企业会有更好的表现。信息不对称反映在IPO抑价程度上,故有风险投资参与的企业抑价程度应当要低于无风险投资的企业,上市后的表现也应该比无风险投资的企业要好。

但是风投机构不会随便参与到一个公司的集资中,初始

入股时必定对公司的营运状况、未来的发展趋势作了严格的审查认证,因而,也被投资者作为公司IPO时发展良好的一个指标。正因如此有风险投资机构参与的企业在IPO前的业绩压力要小于没有风险投资机构参与的企业,致使有风投机构参与的企业盈余管理的动力也比无风投机构参与的企业要小。据此我们推断,没有风险投资机构参与的企业会选择企业经营业绩相对较好的时候来发行上市,但是有风险投资机构参与的企业在选择上市时机时就比无风险投资参与的企业经营业绩压力要小,不一定会把业绩作为上市时机选择的最主要标准,由于风险投资机构的认证功能及对上市企业的推动作用,故有风险投资机构参与的企业很难判断什么时候是最好的时机,也很难说明哪个时机是业绩最好的时候。但由于我国股票发行上市仍采用审批制,所以股票发行者对自己公司的上市时机不具备完全控制权,故有无风险投资背景的公司,在上市时机的选择上没有显著差异。

据此,本文提出以下假设:

假设1:有风险投资机构支持的公司IPO前经营业绩劣于无风投资机构支持的公司。

假设2:由于我国公司上市采用审批制,上市公司对自身上市时机不具备完全选择权,故有风险投资参与和无风险投资参与在这一点上没有显著差异,但公司上市前一年业绩普遍好于上市后一年。

假设3:有风险投资机构支持的公司募集资金的金额少于无风投资机构支持的公司。

假设4:有风险投资机构支持的公司上市后经营业绩要好于无风投资机构支持的公司。

四、研究设计

1. 样本选择和数据来源。本文以2009年10月30日到2010年12月31日在深圳创业板上市的154家公司作为研究对象,剔除了一家2010年上市的公司——苏州恒久,此公司二次上市没有通过审批,故实际有效样本为153家上市公司。其中有风险投资参与的企业有102家占总上市公司的67%,本文对是否有风险投资参与的界定参照Coakley等(2007)对IPO的定义,即首次公开招股说明书中披露的风险投资机构所占股份至少为5%。

本文的数据来源主要是:①国泰安数据库;②各大上市公司的招股说明书;③个别数据缺失的在新浪财经等财经网上获取。

2. 变量的定义。本文在参考以前文献的基础上,为更好地反映上市企业的盈利能力,剔除所得税率不同对发行企业盈利能力的影响,本文选择用总资产息税前收益率(EBIT/A)和净资产税前收益率(ROEBT)作为衡量公司经营业绩的指标,主营业务利润率(EARN)作为辅助指标。

本文把盈余管理变量作为控制变量,盈余管理变量一般采用应收账款、存货等变量考察,本文用存货及应收款项与收入的比值来衡量公司的盈余管理程度。

$$AAR_t = (AR_t - AR_{t-1}) / REV_t$$

$$AINV_t = (INV_t - INV_{t-1}) / REV_t$$

其中: AR_t 、 AR_{t-1} 分别表示t期末和t-1期末的应收账款余额; INV_t 、 $AINV_t$ 分别表示t期末和t-1期末的存货余额; REV_t 表示t期末的主营业务收入。

上市公司的盈余管理还可以用非核心收益率来衡量,其计算公式为:

$$NVR_t = \frac{\text{投资收益} + \text{营业外收入} - \text{营业外支出} + \text{联营、合营收益}}{\text{期末净资产}}$$

其中: AAR 、 $AINV$ 、 NVR 这三个变量为衡量公司盈余管理的指标; VC 是虚拟变量,表示是否无风险投资参与,有风投资机构参与就为1,无风投参与就为0; $LnRF$ 为实际募集资金的自然对数, $Lncapi$ 为公司IPO前的资产总额的自然对数; $Undprice$ 表示IPO首日的抑价程度; $EBIT/A$ 、 $ROEBT$ 、 $EARN$ 和 $Sals/A$ 这四个变量作为衡量公司财务状况的指标, $Sals/A$ 代表的是总资产周转率,都表示的是上市前年的指标。

3. 模型的构建。为了验证风险投资是否企业经营管理有影响,本文构建如下横截面模型 I:

$$\text{Dependent} = \alpha + \beta_1 VC + \beta_2 LnRF + \beta_3 Lncapi + \beta_4 Undprice + \gamma_1 AAR + \gamma_2 AINV + \gamma_3 NVR + \gamma_4 EBITA + \gamma_5 ROEBT + \gamma_6 EARN + \gamma_7 SalsA + \varepsilon \quad (\text{模型 I})$$

其中: $Dependent$ 是因变量,代表公司IPO前后一年的业绩变化情况,本文以总资产息税前收益率和净资产税前收益率作为检验指标。

在模型 I 的基础上,为细分风险投资对于公司经营业绩的影响,构建新的模型 II,引入风险投资机构的性质、风险投资机构的数量以及风险投资机构的持股比例,其他指标与模型 I 一样。且由于主营业务利润率这一指标不易被控制,故当因变量为主营业务利润率时,将模型中的盈余管理变量剔除。模型 II 如下:

$$\text{Dependent} = \alpha + \beta_1 VCSS + \beta_2 VCNO + \beta_3 VCshare + \beta_4 LnRF + \beta_5 Lncapi + \beta_6 Undprice + \gamma_1 AAR + \gamma_2 AINV + \gamma_3 NVR + \gamma_4 EBITA + \gamma_5 ROEBT + \gamma_6 EARN + \gamma_7 SalsA + \varepsilon \quad (\text{模型 II})$$

其中: $VCSS$ 代表风投机构的性质,有国资背景的为1,无国资背景的为0; $VCNO$ 为风险投资机构的数量,有2家或2家以上风投资机构参与的为1,否则为0; $VCshare$ 是风投机构的持股比例。

五、实证检验

1. 有无风投资机构参与的公司IPO特征比较。表1反映了公司IPO时有风险投资参与的在公司的发行价格、实际募集资金总额、总资产和营业收入均值和中位数上都高于没有风险投资参与的公司,且都有显著性差异。这与假设3的假定是相悖的,这可能是由于有风险投资支持的公司发行价显著高于没有风险投资支持的公司。

从盈利情况看,在息税前总资产收益率 $EBIT/A$ 、税前净资产收益率 $ROEBT$ 、主营业务利润率 $EARN$ 和总资产周转率

$Sals/A$ 这几个指标上有风险投资参与的公司都低于无风险投资参与的公司。这一结果与假设1相吻合,即在公司IPO前经营业绩上有风险投资参与的要不如无风险投资参与的公司。

表 1 有无VC背景的公司IPO特征比较

	所有IPO均值/中位数	有VC背景均值/中位数	无VC背景均值/中位数	T值	Z值
发行价	34.95 31.34	39.06 36	32.88 29.10	1.48	1.22
总募集资金额	773 376 339 627 525 000	808 153 776 660 000 000	704 477 642 616 900 000	0.15	2.35**
总资产	357 078 861 27 589 549	404 218 572 321 475 661	263 688 867 226 534 985	0.26	-0.41
营业收入	43 284.76 31 244.89	48 711.36 33 066.15	32 533.93 26 700.56	-2.39**	-2.06**
EBIT/A	0.175 1 0.159 8	0.1605 0.151 5	0.210 3 0.189 1	-2.56*	-2.03*
ROEBT	0.329 0 0.286 8	0.295 4 0.268 4	0.396 2 0.337 4	-2.89**	-2.34*
EARN	0.385 0 0.345 8	0.379 4 0.336 7	0.396 0 0.186 0	1.12	1.34
Sals/A	0.512 8 0.449 4	0.487 8 0.444 4	0.525 4 0.464 7	-2.78**	-2.56**

表 2 IPO前两年和上市后两年的经营业绩财务指标变化

		-2年	-1年	0年	1年	2年
I: 所有IPO公司						
总资产收益率(%)	均值	17.70	17.20	17.63	6.15	6.01
	中位数	15.88	15.85	16.19	5.84	5.68
净资产收益率(%)	均值	35.00	32.04	31.65	13.31	7.64
	中位数	29.87	27.88	28.30	10.39	7.27
主营业务利润率(%)	均值	39.69	41.01	34.79	21.52	18.52
	中位数	36.08	37.80	29.87	19.59	16.10
II: 无VC背景的公司IPO公司						
总资产收益率(%)	均值	21.92	20.13	21.03	6.56	6.13
	中位数	18.09	19.23	19.42	6.32	5.17
净资产收益率(%)	均值	45.92	37.49	35.44	12.59	7.52
	中位数	39.54	30.49	31.20	10.64	6.43
主营业务利润率(%)	均值	42.56	40.73	35.51	23.08	19.43
	中位数	43.47	38.11	32.65	21.42	18.60
III: 有VC背景的IPO公司						
总资产收益率(%)	均值	15.55	15.72	16.05	5.95	5.95
	中位数	13.86	14.03	15.15	5.58	5.92
净资产收益率(%)	均值	29.43	29.28	29.90	13.68	7.71
	中位数	27.6	25.72	27.22	7.41	9.99
主营业务利润率(%)	均值	38.24	41.16	34.42	20.72	18.07
	中位数	34.25	37.23	29.53	17.48	15.78

2. 有无风投资机构参与的企业在IPO选择时机上的比较。表2反映的是公司IPO的前两年和IPO的后两年的业绩比较情

况,通过表2可以看出,有风险投资参与的公司上市后,不论是均值还是中位数,息税前总资产收益率、主营业务利润率和税前净资产收益率的数值都小于无风险投资机构参与的公司。且从上市公司整体经营业绩看上市前数值明显趋高,上市当年开始出现显著变化,上市后数值明显小于上市前。

有风险投资机构参与的公司和无风险投资机构参与的公司变化趋势一致,说明了由于上市审批制,我国上市公司在自主选择上市时机上还不具备完整的选择权,这一结论与假设2相符合。

3. 有无风投机构参与的公司IPO后经营业绩的比较。对比表2和表3可以发现,公司IPO后,没有经过调整的财务指标明显下降。无风险投资参与的公司的总资产息税前收益率下降幅度要大于有风险投资参与的公司,净资产税前收益率也是如此,但无风险投资参与的公司与有风险投资参与的公司的主营业务利润率差距就不大,这可能源于指标主营业务利润率不易被操控。

经过调整的各财务指标变化趋势与未经调整的财务指标变化趋势相同,这表明不同行业的分布对两组经营业绩比较没有太大影响。

表3 有无VC背景的公司IPO后经营业绩的变化比较

	所有IPO公司均值/中位数(%)	有VC背景IPO公司均值/中位数(%)	无VC背景IPO公司均值/中位数(%)	T值	Z值
总资产息税前收益率	6.08 5.76	5.95 5.75	6.34 5.74	1.03	1.64
调整的总资产息税前收益率	4.48 3.21	4.13 3.21	4.17 3.20	1.23	1.56
净资产税前收益率	10.66 8.83	10.69 8.70	10.06 8.54	1.17	1.24
调整的净资产税前收益率	6.65 4.38	6.67 4.03	6.54 3.98	1.11	1.34
主营业务利润率	20.02 17.84	19.40 16.63	21.56 20.01	0.23	0.98
调整的主营业务利润率	14.67 12.45	14.04 12.12	15.02 14.34	0.42	1.08

4. 风投机构对公司经营业绩影响的横截面模型分析。本文用横截面模型的回归分析了风险投资对企业经营业绩的影响,结果见表4。结果表明,去除盈余管理等影响因素后,风险投资对企业经营业绩影响为正,这一结论与假设4相符。

企业经营业绩与融资规模负相关,这表现在公司上市时没有能很好地利用所募集的资金,很多公司在筹集资金时没有根据自身的实际情况来募集资金,一味追求资金的超募,这可能会造成资金过剩或资金的使用率低下等问题。

IPO抑价对公司经营业绩也有正相关作用,一般情况下,抑价率高的企业说明投资者对其未来发展期望较高,通常这类企业上市后,经营管理业绩表现也比较好。投资机构的性质、数量等都对经营业绩有着一定的影响,但影响不显著。

表4 IPO后经营业绩变化因素的回归模型分析

	总资产息税前收益率		税前净资产收益率	
	模型 I 系数	模型 II 系数	模型 I 系数	模型 II 系数
Intercept	-0.020 (-0.312)	0.001 (0.144)	-0.264 (-1.12)	-0.144 (-0.543)
VC	-0.008 (-2.49)		0.020 (1.46)	
VCSS		0.001 (0.246)		0.009 (0.572)
VCShare		0.0002 (1.21)		0.0004 (0.857)
VCNO		-0.004 (-0.961)		0.025 (1.50)
LnRF	0.002 (0.444)	0.015 (2.53)	-0.008 (-0.381)	0.012 (0.549)
Lncapi	0.002 (0.474)	-0.006 (-1.17)	0.017 (0.921)	0.0002 (0.013)
Undprice	0.012 (2.95)	0.018 (3.60)	-0.005 (-0.290)	0.011 (0.638)
AAR	-0.018 (-1.32)	-0.016 (-0.218)	0.032 (0.571)	-0.013 (-0.218)
AINV	-0.012 (-0.848)	-0.022 (-1.32)	0.069 (1.17)	0.068 (1.15)
NVR	0.348 (1.74)	0.376 (1.67)	-1.20 (-1.48)	-0.669 (-0.809)
EBITA	-0.011 (-1.00)	0.0005 (0.034)	1.20 (3.68)	-0.065 (-1.28)
ROEBT	0.064 (3.49)	-0.008 (-0.400)	0.250 (4.08)	0.140 (2.02)
EARN	0.047 (4.11)	0.009 (0.703)	0.014 (0.288)	0.176 (3.65)
Sals/A	0.014 (1.96)	0.006 (0.751)	0.012 (0.399)	0.061 (2.16)
R Square	0.309	0.3090	0.279	0.308
Adjusted R Square	0.257	0.2570	0.225	0.244

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

六、研究结论与建议

实证分析表明,有风险投资机构支持的公司上市前盈利情况明显不如无风险投资机构参与的公司;上市后所有IPO公司在息税前总资产收益率、税前净资产收益率和主营业务利润率等方面都有所下降,有风险投资机构支持的公司IPO后公司经营业绩下降幅度要略小于无风险投资参与的企业,但并不显著。

统计数据表明,风险投资对企业IPO后的经营管理财务业绩上有着积极的正向作用;但风险投资机构的参与也没有能够有效抑制企业资金超募现象,这些公司仍然存在过度集资、资金没有能够得到合理有效利用的问题。由于我们国家新股发行还是采用审批制,所以股票发行者在公司上市时机的选择上还不能完全自主,因此在上市时机的选择上无风险

加快构建我国地方税体系的思考

赵宁

(石家庄职业技术学院 石家庄 050081)

【摘要】 本文首先分析了我国 1994 年分税制改革以来近 20 年时间地方税体系仍未成型的原因,然后根据地方税体系的赋税权、设税种、提比重、改机构等核心内容的要求,提出进一步完善政府间财政关系、优化政府内部财政管理,逐步形成符合我国国情的地方税体系的建议。

【关键词】 地方税 税权 税种

地方税制度是我国分税制财政体制的重要内容,也是保证地方政府行使管理职权、提供公共服务的物质基础。构建科学、规范的地方税体系对我国市场经济体制的完善和行政管理体制的优化都具有重要意义。

一、我国地方税体系存在的问题

1. 地方税政权限不完整。我国的地方税管理权限高度集中于中央,几乎所有地方税种的税法、条例以及大多数税种的实施细则都由中央制定,地方税的减免权、税目与税率的调整权等管理权限也基本集中在中央,地方只具有征收管理权及制定一些具体征税办法和补充措施的权限。可以说,我国地方政府拥有的税政管理权远低于联邦制国家,甚至多数单一制

投资机构参与的公司没有太大差异。风险投资机构的性质、数量等都对公司经营业绩的影响不显著。

由此,我们提出几点建议:①我国创业板市场由于起步晚,很多规章制度不完善,因此要规范创业板市场的发展。②要增加风险投资机构、保荐商等对公司经营管理的影响,因为这些机构具有很好的监督管理作用,可以减少投资者与发行者之间信息不对称的矛盾。③对上市公司的集资规模加以严格控制,使每笔资金得到切实有效的利用,解决资金过剩、资金使用率低下等问题。

【注】 本文系国家自然科学基金项目“产权安排、避税行为与企业价值研究”(项目编号:71002027)的研究成果。

主要参考文献

1. Tomas J. Boulton. Venture capital and the incorporation decisions of IPO firms. *Journal of Economics and Business*, 2010;62
2. Yan Xiong, Haiyan Zhou, Sanjay Varshney. The economic profitability of pre-IPO earnings management and IPO underperformance. *Journal of Economics and Finance*, 2010;34

国家。以房地产税类为例,世界上有超过 130 个国家(地区)有类似税种,大多数国家(地区)将其作为地方税,地方政府或议会拥有确定税率和计税依据等方面的自主权,而我国地方政府仅有设立实施细则的权力。这种高度集权的管理模式,难以适应各地复杂的经济环境和税源状况,影响了地方政府以本地税收调控经济和保障收入的职能。比如,中央要求开征的税种,地方未必有相应的税源,或因税源小而征管成本很高。同样,一些地方存在某种地域性税源,需要用经济手段调节,却受限于税政权限只能以收费形式出现,影响了征管的规范性,典型例子便是山西省征收的煤炭可持续发展基金。

2. 地方税种结构不合理。一是不健全,某些重要税种缺

3. Carmen Cotei, Joseph Farhat. Informational externalities of initial public offerings: Does venture capital backing matter?. *Journal of Economics and Finance*, 2011

4. Joseph A, LiPuma. Internationalization and IPO performance of new ventures. *Journal of Business Research*, 2012;65

5. Carmen Cotei, Joseph Farhat. Informational externalities of initial public offerings: Does venture capital backing matter?. *Journal of Economics and Finance*, 2011

6. 唐运舒,谈毅. 风险投资、IPO 时机与经营绩效——来自香港创业板的经验证据. *系统工程与理论实践*, 2008;7

7. 梁建敏,吴江. 创业板公司 IPO 前后业绩变化及风险投资的影响. 首届学术论坛优秀论文集, 2012

8. 陈祥有. 风险投资与 IPO 公司盈余管理行为的实证研究. *财经问题研究*, 2010;1

9. 陈工孟,俞欣,寇祥河. 风险投资对种子企业首次公开发行抑价的影响——不同证券市场的比较. *经济研究*, 2011;5

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