

退出不确定性与风险资本分阶段投资行为

——来自中国IPO暂停政策干预的证据

刘芊芊

江南大学商学院, 江苏 无锡

收稿日期: 2023年11月8日; 录用日期: 2023年12月19日; 发布日期: 2023年12月28日

摘要

本文基于2002年至2020年中国风险投资市场的数据, 结合中国证券市场历史上多次IPO暂停的政策背景, 探讨风险投资机构所面临的以IPO暂停为代表的退出不确定性对风险投资机构分阶段投资行为的影响。结果显示: 1) 退出不确定性促进风险投资机构分阶段投资可能性, 表现出投资速度和精选程度都更高; 2) 退出不确定性通过降低风险投资机构的风险承担水平达到上述影响; 3) 退出不确定性对于高资质风险投资机构分阶段投资行为的促进作用更为明显。本文研究深化了已有关于分阶段投资行为的理论观点, 提供了来自退出不确定性视角的解释, 对政府政策制定、风险投资实践活动与创业企业融资活动提供了理论支撑与经验证据。

关键词

退出不确定性, 分阶段投资, IPO暂停, 风险投资

Exit Uncertainty and Staged Investment of Venture Capital

—Evidence from China's IPO Suspension Policy Intervention

Qianqian Liu

School of Business, Jiangnan University, Wuxi Jiangsu

Received: Nov. 8th, 2023; accepted: Dec. 19th, 2023; published: Dec. 28th, 2023

Abstract

Based on the data of China's venture capital market from 2002 to 2020 and the policy background of several IPO suspensions in the history of China's securities market, this paper examines the

impact of exit uncertainty, represented by IPO suspensions, faced by VCs on VCs' staged investment behavior. The results show that exit uncertainty promotes the possibility of staged investment by VCs, with a higher investment speed and a higher degree of concentrated selection of investment projects. The impact mechanism finds that exit uncertainty affects VCs' phasing behavior by reducing their risk taking level. Exit uncertainty contributes more significantly to staged investment behavior of highly qualified VCs. This paper deepens the existing theoretical views on staged investment by elaborating from the perspective of exit uncertainty. It provides theoretical support and empirical evidence for government policy formulation, VC practice and enterprises financing.

Keywords

Exit Uncertainty, Staged Investment, IPO Suspension, Venture Capital

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

党的二十大报告提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，二十大报告明确了资本市场的使命，为资本市场发展指明方向。风险投资机构在资本市场中扮演重要角色，风险投资机构兼具了传统银行资本为企业融资提供流动性的职能，还拥有企业股权并参与企业的发展成长全过程，有力推动了科技成果转化、创新创业发展。在中国多层次资本市场建设和股票市场注册制改革背景下，退出不确定性是风险投资市场一个重要的情境因素。中国资本市场自上个世纪 90 年代初成立证券交易所之日起，先后九次实施 IPO 暂停政策干预。IPO 暂停政策一旦实施就造成风险投资市场的制度环境的恶化，顺利退出渠道或预期退出计划随即受阻，因此，我国的 IPO 暂停制度政策恰好提供了一个度量风险投资机构的退出不确定性准自然实验。资本市场政策干预调整所带来的退出不确定性如何影响风险投资机构分阶段投资行为，是一个亟需回答的重要选题。

分阶段投资是风险投资机构的典型投资策略之一。现有文献对分阶段投资发生的动因进行了理论分析，一是分阶段投资能够降低投资风险，二是分阶段投资能够降低委托代理成本成为监管替代机制(余友明, 2007) [1]。此外，近年来许多学者对中国证券市场的 IPO 活跃度展开了研究，IPO 数目传递投资机会信号或提示流动性风险，影响风险投资机构投资数量和金额(陈闯等, 2020; 王兰芳和王苏生, 2011) [2] [3]、辛迪加投资行为(付辉和周方召, 2018) [4]和监督管理效应(潘越, 2022) [5]等。

不同于现有研究，本文基于中国风险投资市场 2002 年至 2020 年度数据样本，依托中国证券市场多次 IPO 暂停干预的背景，实证分析 IPO 暂停带来的退出不确定性对于风险投资机构分阶段投资行为的作用，并检验具体作用机制；探讨在风险投资资质不同时，退出不确定性对分阶段投资的作用是否存在显著差异。本文选取中国证券市场特有的 IPO 暂停政策情景视角，尝试探讨退出不确定性对风险投资分阶段投资行为的影响，为资本市场政策制定提供了新的理论和实证参考。

2. 理论分析与研究假设

顺利退出被投资企业是风险投资机构实现投资价值的关键。一旦 IPO 暂停，风险投资机构只能选择要么赴海外资本市场上市，要么等候本土资本市场 IPO 重启，要么通过企业并购或股权转让等其他替代

方案进行退出，造成风险投资机构“募投管退”的正常业务流程遭遇障碍。由于退出不确定性加剧，风险投资机构旨在通过分阶段投资，防范化解投资风险、提高项目收益确定性(丁川和陈璐，2016；吴翠凤等，2014) [6] [7]，即更频繁地投资已投资项目中的绩效较好的企业(李金龙等，2006) [8]。

IPO 暂停带来的退出不确定性与风险投资机构风险承担水平密切相关。IPO 暂停使得风险投资机构感知到退出流动性风险的加剧(陈闯，2020) [2]，风险投资机构面临的投资风险整体基数增加，且风险投资机构化解投资风险的能力有限；另外，IPO 暂停使得已经投入的资金无法顺利收回，风险投资机构资金池大大缩水，其风险抵御能力被进一步削弱。因此，风险投资机构对风险容忍度大大降低(彭涛等，2021) [9]。此时，风险投资机构致力于降低投资风险，偏好投资“精心挑选”的已投资项目(李金龙等，2006) [8]，即剔除投资项目中的“柠檬”，且搜集项目信息的时间间隔更短。

此外，风险投资机构专业资质水平各不相同。高资质风险投资机构的风险意识更强，能够更灵敏地捕捉到 IPO 暂停导致的退出流动性风险变动(陈闯等，2020；王兰芳和王苏生，2011) [2] [3]。其次，资质水平越高，自身专业能力越强，高资质风投更善于也更有能力采取专业的分阶段投资“投石问路”，以应对不确定性(丁川和陈璐，2016；吴翠凤等，2014) [6] [7]。

基于上述分析，本文提出如下研究假设：

H1：IPO 暂停带来的退出不确定性促进风险投资机构分阶段投资的可能性、速度和精选程度。

H2：IPO 暂停带来的退出不确定性通过降低风险投资机构风险承担水平，推动风险投资机构分阶段投资的可能性、速度和精选程度。

H3：相比于低资质风险投资机构，IPO 暂停带来的退出不确定性对高资质风险投资机构分阶段投资的可能性、速度和精选程度的促进作用更明显。

3. 研究设计

3.1. 数据来源

本文采用的数据来源于清科私募通数据库，选取 2002 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日中国风险投资市场上风险投资机构投资创业企业的投融资事件进行研究。本文做出如下数据处理：1) 限制融资轮次为风险投资机构主要参与轮次；2) 剔除样本中投融资金额、风险投资机构和企业名称、所处行业、企业所处阶段等关键信息不披露或者缺失的样本；3) 限制风险投资机构类型为 PE 或 VC，并匹配风险投资机构相关特征信息。最终得到 7849 家风险投资机构共计 41,506 次的投资事件观测值，以及 17,449 家创业企业共计 24,428 轮次的融资事件观测值。

3.2. 变量定义

1. 分阶段投资行为

已有文献主要基于定量视角度量分阶段投资结构，常见指标包括投资轮数、每轮投资的持续时间和每轮投资额。综合定性和定量的方法，本文构建风险投资机构的分阶段投资指标，包括分阶段投资可能性、投资速度、投资精选程度变量。分阶段投资可能性(*continue*)判断该风险投资机构在样本期内该次投资事件是否为对某一家创业企业的分阶段投资，记为 *continue*，*continue* = 1 表示该次投资事件为风险投资机构对该创业企业的重复投资，否则为风险投资机构对该创业企业的初次投资。分阶段投资速度(*duration*)用风险投资机构样本期内连续两轮投资某个创业企业的时间间隔(以月为单位)衡量。分阶段投资精选程度(*oldprop*)用风险投资机构某季度再次投资与初次投资轮次数的比值来衡量。

2. 退出不确定性

被投资企业成功 IPO 是风险投资机构退出并获取投资回报的最理想、最成功的退出方式。借鉴付辉

和周方召(2018) [4]的做法, 本文采用中国证券市场特有的 IPO 暂停准自然实验来度量风险投资机构所面临的退出不确定性。当投资事件发生于 IPO 暂停期间, 虚拟变量 *ipostopdate* 取值为 1, 表明风险投资机构面临着加剧的退出不确定性; 否则, *ipostopdate* 取值为 0。在本文所样本区间 2002 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日内, 中国股票市场先后实行了五次 IPO 暂停事件, 具体情况见表 1。

Table 1. IPO suspensions in China's Shanghai and Shenzhen stock markets, 2002~2020

表 1. 中国沪深股市 2002~2020 年 IPO 暂停事件

时间段	2004 年 8 月 26 日 ~2005 年 1 月 23 日	2005 年 5 月 25 日 ~2006 年 6 月 2 日	2008 年 12 月 6 日 ~2009 年 6 月 29 日	2012 年 11 月 3 日 ~2014 年 1 月 17 日	2015 年 7 月 4 日 ~2015 年 11 月 6 日
空窗期	150	373	205	438	125

3. 风险承担水平

借鉴彭涛等(2021) [9]的处理方法, 本文以初创高科技企业投资占比测度风险投资机构的风险承担水平(*risktaking*)。具体来说, 计算某季度风险投资机构对初创高科技企业的投资总额占该季度风险投资机构总投资额的比例。参照 2016 年科技部等印发的《高新技术企业认定管理办法》和《国家重点支持的高新技术领域》确定的科技型企业所属行业, 初创高科技企业指的是发展阶段处于种子期或者初创期, 且所属行业与电信、半导体及电子设备、机械制造、清洁技术、生物技术与医疗健康、计算机、互联网相关的创业企业。

4. 控制变量

本文选取的控制变量主要有: (1) 创业企业特征变量, 即企业所处发展阶段、企业所属行业类别共计 13 个虚拟变量。创业企业该轮融资时所处发展阶段若为初创期, 则 *stagesetup* 取 1, 否则取 0; 若为扩张期, 则 *stageexpand* 取 1, 否则取 0; 若为成熟期, 则 *stagemature* 取 1, 否则取 0。创业企业所属行业若为电信, 则 *I_telecom* 取 1, 否则取 0; 若为半导体及电子设备, 则 *I_electron* 取 1, 否则取 0; *stagemature* 取 1, 否则取 0; 若为机械制造, 则 *I_machine* 取 1, 否则取 0; 若为清洁技术相关, 则 *I_cleantech* 取 1, 否则取 0; 若为金融, 则 *I_finance* 取 1, 否则取 0; 若为娱乐传媒相关, 则 *I_enterta* 取 1, 否则取 0; 若为生物技术与医疗健康, 则 *I_biomedicine* 取 1, 否则取 0; 若为计算机, 则 *I_computer* 取 1, 否则取 0; 若为互联网, 则 *I_intenet* 取 1, 否则取 0; 若为上述行业以外, 则 *I_other* 取 1, 否则取 0。(2) 风险投资机构特征变量, 即风险投资机构专业资质水平、风险投资机构股权背景、创投双方地理距离共计 4 个控制变量。风投资质水平 *exp* 用风险投资投资某创业企业时所累计的投资次数衡量。若风险投资具有外资背景, 则 *statedum* 取 1, 否则取 0; 根据风险投资机构领投者是否属于国有参股、国有控股或国有独资, 若风险投资具有国有背景, 则 *VC_governback* 取 1, 否则取 0。若风险投资机构与被投资企业处于相同地区, 则 *distance* 取 1, 否则取 0。(3) 外部环境特征变量, 即经济政策不确定性移动平均值变量(*uncertainty_{ma12}*)和年度虚拟变量(*year2002, year2003, …, year2020*)这 20 个变量作为控制变量。

3.3. 模型设计

本文考察以 IPO 暂停为代表的退出不确定性与分阶段投资的关系。首先, 本文验证退出不确定性对分阶段投资行为的影响。本文构建的模型如下:

$$\text{分阶段投资行为} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ipostopdate} + \gamma \times M + \varepsilon \quad (1)$$

其中, 被解释变量为分阶段投资行为, 包括分阶段投资可能性(*continue*)、投资速度(*duration*)、投资精选程度(*oldprop*), *ipostopdate* 代表退出不确定性, 系数 α_1 是模型的系数估计值, *M* 代表其他相关控制变量,

ε 代表方程残差。上述基准模型在估计方法上采用 Probit 法和 OLS 法进行回归。

其次，本文验证退出不确定性是否可以通过风险承担水平来影响分阶段投资行为。本文构建的模型如下：

$$risktaking = \beta_0 + \beta_1 ipostopdate + \gamma \times M + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{分阶段投资行为} = \delta_0 + \delta_1 risktaking + \gamma \times M + \varepsilon \quad (3)$$

其中，*risktaking* 代表风险承担水平，系数 β_1 和 δ_1 是模型的系数估计值，其余变量含义与模型(1)相同。

4. 实证分析

4.1. 基准回归分析

表 2 报告了退出不确定性对分阶段投资行为影响的基准回归结果。可以看到，第(1)列和第(3)列的核心解释变量 *ipostopdate* 的回归系数显著为正，第(2)列的核心解释变量 *ipostopdate* 的回归系数显著为负。这表明中国证券市场实施 IPO 暂停政策加剧了退出不确定性，从而推动了风险投资机构对创业企业进行分阶段投资的可能性，且加快了风险投资机构分阶段投资速度，提高了风险投资机构分阶段投资精选程度。其可能原因在于，IPO 暂停政策阻碍了风险投资机构退出，资金缩减和风险加剧促使其投资更谨慎，风险投资机构旨在通过专业的分阶段投资方式控制风险和监控企业。研究假设 H1 得到了支持。

控制变量中风险投资机构水平的回归系数在 1%水平下显著为正，说明风险投资机构资质水平促进分阶段。因为高资质风险投资机构通常经验丰富且专业能力更强，更注重控制风险，更有意愿对创业企业进行分阶段投资。

Table 2. Impact of exit uncertainty on staged investment behavior

表 2. 退出不确定性对分阶段投资行为的影响

被解释变量	<i>continue</i> (1)	<i>duration</i> (2)	<i>oldprop</i> (3)
<i>ipostopdate</i>	0.058** (0.029)	-0.999* (0.603)	0.014*** (0.005)
<i>ln(exp)</i>	0.179*** (0.004)	0.314*** (0.100)	0.043*** (0.001)
<i>stagesetup</i>	-0.247*** (0.022)	-4.598*** (0.463)	-0.035*** (0.004)
<i>stageexpand</i>	0.019 (0.020)	0.232 (0.417)	-0.0002 (0.004)
<i>statedum</i>	0.220*** (0.020)	4.131*** (0.387)	0.069*** (0.004)
<i>VC_governback</i>	-0.116*** (0.021)	0.409 (0.448)	-0.023*** (0.004)
<i>distance</i>	0.067*** (0.017)	-0.048 (0.345)	0.011*** (0.003)
<i>uncertainty_{ma12}</i>	0.012 (0.019)	0.801** (0.379)	0.002 (0.003)

Continued

年度/行业	控制	控制	控制
截距项	-1.434 ^{***}	3.482	0.080 ^{***}
	(0.158)	(3.144)	(0.029)
样本量	41,506	7818	41,506
对数似然函数	-18,556.420		
AIC	37,184.830		
R^2		0.071	0.120
调整 R^2		0.067	0.119
残差标准误		13.252	0.271
F 统计值		16.958 ^{***}	160.885 ^{***}

注：此表及下文的括号里数字表示对应回归系数的标准误，*表示 $p < 0.1$ ；**表示 $p < 0.05$ ；***表示 $p < 0.01$ ，下同。

4.2. 作用机制检验

风险投资机构承担风险的能力有限。已有文献指出，典型的分阶段投资行为赋予了其根据企业绩效选择是否进行下一轮投资的权利，它具有两大作用：降低投资风险和降低委托代理成本。IPO 暂停导致风险投资机构“募投管退”循环中断，加剧了退出流动性风险，从而促进其进行分阶段投资行为。

表 3 报告了退出不确定性通过风险承担水平来影响分阶段投资行为的回归结果。其中，第(1)列展示了退出不确定性作用于风险承担水平的回归结果，以 IPO 暂停为代表的退出不确定性(*ipostopdate*)的回归系数在 5%显著性水平上为负，说明退出不确定性加剧抑制了风险投资机构风险承担水平；第(2)~(4)列展示了风险承担水平影响分阶段投资行为的回归结果，风险承担水平(*risktaking*)对分阶段投资可能性(*continue*)、投资精选程度(*oldprop*)的回归系数在 1%水平上均显著为负，对投资速度(*duration*)的回归系数在 1%水平上显著为正，说明风险投资机构的风险承担水平越低，越倾向于采取分阶段投资，且投资速度越快、投资越精准。研究假设 H2 得到了支持。

Table 3. Mechanisms of exit uncertainty on staged investment behavior

表 3. 退出不确定性对分阶段投资行为的作用机制

被解释变量	<i>risktaking</i> (1)	<i>continue</i> (2)	<i>duration</i> (3)	<i>oldprop</i> (4)
<i>ipostopdate</i>	-0.013 ^{**} (0.007)			
<i>risktaking</i>		-0.212 ^{***} (0.023)	1.567 ^{***} (0.592)	-0.030 ^{***} (0.005)
$\ln(\text{exp})$	0.002 [*] (0.001)	0.177 ^{***} (0.004)	0.307 ^{***} (0.100)	0.043 ^{***} (0.001)
<i>stagesetup</i>			-5.241 ^{***} (0.524)	-0.021 ^{***} (0.005)
<i>stageexpand</i>			0.212 (0.417)	-0.0001 (0.004)

Continued

<i>statedum</i>	0.078*** (0.005)	0.210*** (0.020)	4.040*** (0.388)	0.070*** (0.004)
<i>VC_governback</i>	-0.016*** (0.005)	-0.109*** (0.021)	0.407 (0.448)	-0.023*** (0.004)
<i>distance</i>	0.026*** (0.004)	0.057*** (0.017)	-0.028 (0.345)	0.011*** (0.003)
<i>uncertainty_{ma12}</i>	-0.008* (0.004)	0.018 (0.019)	0.761** (0.377)	0.003 (0.003)
年度/行业	控制	控制	控制	控制
截距项	0.032 (0.036)	-1.496*** (0.156)	3.956 (3.129)	0.069** (0.029)
样本量	41506	41506	7818	41506
对数似然函数		-18641.670		
AIC		37351.330		
R^2	0.175		0.071	0.120
调整 R^2	0.174		0.067	0.119
残差标准误	0.337		13.248	0.271
F 统计值	266.533***		17.089***	161.765***

4.3. 异质性检验

考虑到风险投资机构并非同质，其在投资经验、资源优势以及投资偏好等方面均存在差异，这些异质性特征可能影响风险投资机构的分阶段投资决策行为。因此，本文研究不研究退出不确定性对不同资质风险投资机构分阶段投资行为的影响是否存在差异。本文根据风险投资机构资质水平大小，将样本划分为高资质组和低资质组，以 IPO 暂停代表的退出不确定性为核心解释变量，分别基于模型(1)进行回归。结果如表 4 所示。可以看出，各列的回归系数符号与基准回归一致，且高资质组的回归系数均显著，低资质组的回归系数均不显著。这表明，相比于低资质风险投资机构，以 IPO 暂停为代表的退出不确定性对高资质风险投资机构分阶段投资可能性、速度和精选程度的促进作用更明显。原因可能在于，高资质风险投资机构不仅对市场变动带来的风险感知更为敏锐，而且应对退出不确定性的能力更强，所以更有能力采取分阶段投资。研究假设 H3 得到了支持。

4.4. 稳健性检验

本文后续更换了退出不确定性的度量方式，用不同时期股票市场 IPO 活跃度度量退出不确定性的 大小，对文章主要估计结果进行验证，结果显示与前文结论一致。即退出不确定性促进了风险投资机构分阶段投资的可能性、速度和精选程度，证明了本文估计结果是稳健的。由于篇幅未展示结果。

5. 结论与启示

本文基于 2002~2020 年中国风险投资市场投融资事件数据，借助中国市场特有的“IPO 暂停”政策作为度量风险投资退出不确定性的准自然实验，探讨退出不确定性对风险投资机构分阶段投资行为的影

Table 4. Heterogeneity test: level of professional qualification of VC institutions
表 4. 异质性检验：风险投资机构专业资质水平

	被解释变量					
	<i>continue</i>		<i>duration</i>		<i>oldprop</i>	
	(1) 高资质	(2) 低资质	(3) 高资质	(4) 低资质	(5) 高资质	(6) 低资质
<i>ipostopdate</i>	0.079** (0.038)	0.025 (0.045)	-1.667** (0.759)	-0.047 (0.990)	0.029*** (0.008)	0.006 (0.007)
<i>stagesetup</i>	-0.271*** (0.029)	-0.160*** (0.034)	-5.005*** (0.586)	-3.432*** (0.770)	-0.034*** (0.006)	-0.032*** (0.005)
<i>stageexpand</i>	0.028 (0.027)	0.020 (0.030)	0.757 (0.539)	-0.735 (0.658)	0.0002 (0.006)	0.002 (0.005)
<i>statedum</i>	0.371*** (0.022)	0.287*** (0.039)	5.086*** (0.419)	1.601** (0.811)	0.118*** (0.005)	0.061*** (0.006)
<i>VC_governback</i>	0.003 (0.027)	-0.107*** (0.033)	0.748 (0.547)	1.048 (0.743)	0.006 (0.006)	-0.018*** (0.005)
<i>distance</i>	0.106*** (0.021)	0.044 (0.029)	0.296 (0.410)	-0.753 (0.631)	0.020*** (0.004)	0.011** (0.005)
<i>uncertainty_{ma12}</i>	-0.006 (0.024)	0.037 (0.031)	1.190*** (0.456)	-0.133 (0.672)	-0.004 (0.005)	0.007 (0.005)
<i>year/industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.522*** (0.197)	-1.455*** (0.254)	1.968 (3.739)	9.873* (5.551)	0.323*** (0.042)	0.078* (0.040)
观测值	21,132	20,374	5,107	2,711	18,906	22,600
对数似然函数	-11,874.630	-6,954.783				
AIC	23,817.260	13,979.570				
R^2			0.101	0.044	0.055	0.015
调整 R^2			0.095	0.032	0.053	0.013
残差标准误			12.991	13.526	0.270	0.278
F 统计值			17.823***	3.639***	33.021***	10.048***

响。研究发现：(1) 退出不确定性会推动风险投资机构分阶段投资行为的可能性、速度和精选程度；(2) 退出不确定性通过降低风险投资机构的风险承担水平，促进其分阶段投资行为；(3) 相比于低资质风险投资机构，退出不确定性对于高资质风险投资机构分阶段投资的促进作用更明显。为了避免退出不确定性构造方式对回归结果的影响，本文通过更换退出不确定性度量方式，验证上文主要结论的稳健性。

本文的研究为风险资本市场的完善和发展提供了新视角。政府监管部门应当大力推行渐进式注册制改革，为风险投资机构创造良好的退出市场条件。各方应当不断完善资本市场相关制度，防范化解重大风险。风险投资机构自身也应当扮演好资本市场资金配置的重要角色，兼顾所持企业和新兴企业的资金

需求,充分参与和推动创业企业的发展,继而建立一个成熟、高效、持续的资本市场。

基金项目

教育部人文社会科学研究基金青年项目“退出不确定性对风险投资的影响机制研究”(项目批准号:18YJC790029)。

参考文献

- [1] 余友明. 化解道德风险问题的风险资本分阶段投资策略[J]. 经济管理, 2007(12): 52-55.
- [2] 陈闯, 肖珉, 曹玉秀, 等. IPO“热季”与风险投资周期波动——发生动因与经济后果[J]. 管理评论, 2020, 32(11): 3-18.
- [3] 王兰芳, 王苏生. 公开市场信号对创业投资决策和绩效的影响[J]. 经济学(季刊), 2011, 10(1): 183-208.
- [4] 付辉, 周方召. 退出不确定性与风险资本辛迪加联合投资——基于中国 IPO 暂停的准自然实验[J]. 财经研究, 2018, 44(10): 82-97.
- [5] 潘越, 刘承翊, 林淑萍, 等. 风险资本的治理效应: 来自 IPO 暂停的证据[J]. 中国工业经济, 2022(5): 121-139.
- [6] 丁川, 陈璐. 考虑风险企业家有公平偏好的风险投资激励机制——基于显性努力和隐性努力的视角[J]. 管理科学学报, 2016, 19(4): 104-117.
- [7] 吴翠凤, 吴世农, 刘威. 风险投资介入创业企业偏好及其方式研究——基于中国创业板上市公司的经验数据[J]. 南开管理评论, 2014, 17(5): 151-160.
- [8] 李金龙, 费方域, 谈毅. 创业资本的分阶段融资激励与控制权分配——基于信息不对称的视角[J]. 山西财经大学学报, 2006(1): 90-96.
- [9] 彭涛, 黄福广, 孙凌霞. 税收优惠能否激励风险投资: 基于准自然实验的证据[J]. 管理世界, 2021, 37(1): 33-46+87+3+17-19.