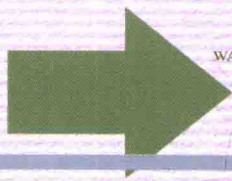


# 外资风险投资在中国的运行模式 及其对中国风险投资的影响

WAIZI FENGXIAN TOUZI ZAI ZHONGGUO DE YUNXING MOSHI  
JIQI DUI ZHONGGUO FENGXIAN TOUZI DE YINGXIANG

尹国俊 曾可昕 伍利群 著



WAIZI FENGXIAN TOUZI ZAI ZHONGGUO DE YUNXING MOSHI

JIQI DUI ZHONGGUO FENGXIAN TOUZI DE YINGXIANG



WAIZI FENGXIAN TOUZI ZAI ZHONGGUO DE YUNXING MOSHI

JIQI DUI ZHONGGUO FENGXIAN TOUZI DE YINGXIANG



经济科学出版社  
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究规划基金项目资助

# 外资风险投资在中国的运行模式 及其对中国风险投资的影响

尹国俊 曾可昕 伍利群 著

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

外资风险投资在中国的运行模式及其对中国风险投资的影响/尹国俊, 曾可昕, 伍利群著. —北京: 经济科学出版社, 2015. 10

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6152 - 6

I. ①外… II. ①尹…②曾…③伍… III. ①外商投资 - 风险投资 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 239140 号

责任编辑: 王柳松

责任校对: 王肖楠

版式设计: 齐杰

责任印制: 邱天

## 外资风险投资在中国的运行模式及其对中国风险投资的影响

尹国俊 曾可昕 伍利群 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 7. 375 印张 210000 字

2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6152 - 6 定价: 32. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

# 前 言

在经典跨国公司资源基础论的基础上，本书提出动态的能力资源整合理论框架，结合经济学和管理学的研究范式，将投资的基础条件、动机、区位选择、投资方式、管理模式、战略升级等关键环节纳入一个逻辑体系。在此基础上，利用能力资源整合理论分析跨国风险投资机构在中国的投资特征及发展战略，并分析外资风险投资在中国的运行模式对中国风险投资产业产生的影响，同时依据影响机制梳理出衡量影响效果的具体指标，构建评价指标体系。结果表明，跨国风险投资机构在中国的发展战略对中国风险投资产生的总影响为正，该影响先逐渐增加后逐渐减小。据此，提出完善中国风险投资环境、进一步鼓励跨国风险投资机构来中国投资，以及增强本土机构实力的建议。本书采用的研究方法包括理论分析与实证分析结合、比较研究与案例研究相结合等。本项研究的理论意义是，通过发展前人的研究成果，首次系统地提出风险投资跨国流动理论——能力资源整合理论，用以分析跨国风险投资活动，改变了以往只能套用传统生产性国际投资理论来解释跨国风险投资活动的尴尬局面。并以此来分析外资风险投资企业在华投资的基础条件、动机、区位选择、投资方式、管理模式、项目筛选以及战略升级问题。这样，使我们对外资风险投资机构在中国投资运行模式有更加清楚的认识。实践意义在于，为中国吸引和有效利用外资风险投资，促进中国风险投资产业的快速成长，服务于中国的产业升级与国家创新战略，提供科学的理论和方法指导。同时，为探索中国风险投资企业未来的国际发展模式提供借鉴。

作者

2015. 8. 19

# 目 录

<b>第1章</b>	选题背景与研究思路 .....	1
1.1	选题背景 .....	1
1.2	研究的基本思路 .....	19
<b>第2章</b>	外资风险投资在中国发展的状况 .....	21
<b>第3章</b>	在中国的外资风险投资的运行模式 .....	36
3.1	跨国风险投资运行模式的考察范式 .....	36
3.2	在中国的外资风险投资的运行特征 .....	43
3.3	跨国风险投资在中国的发展战略 .....	150
<b>第4章</b>	在中国的外资风险投资对中国风险投资的影响机制 .....	158
4.1	需求衍生机制 .....	159
4.2	竞争机制 .....	160
4.3	人才流动机制 .....	162
4.4	带动机制 .....	163
4.5	环境优化机制 .....	165
4.6	示范机制 .....	168

<b>第5章</b>	<b>在中国的外资风险投资影响中国风险投资的实证分析</b> .....	170
5.1	指标体系与分析模型 .....	170
5.2	数据与分析结果 .....	178
5.3	实证结果分析 .....	187
5.4	结论 .....	192
<b>第6章</b>	<b>对策建议</b> .....	195
<b>附录</b> .....		206
附录 A	跨国风险投资机构在中国的发展战略影响中国 风险投资的指标数据 .....	206
附录 B	外资风险投资机构在中国的发展统计数据 .....	208
<b>参考文献</b> .....		213
<b>后记</b> .....		227

## 第 1 章

# 选题背景与研究思路

## 1.1 选题背景

### 1.1.1 现实背景

1946 年，美国研究与发展公司（American Research & Development；ARD）的成立标志着现代风险投资业的真正诞生。20 世纪 90 年代以前，风险投资活动主要存在于美国。之后，随着全球经济一体化进程的加快，风险投资的国际化趋势越来越明显，主要发达国家和地区的众多风险投资企业在全球范围内寻找资本的有效利用，追寻高新技术产业的高回报。越来越多的发达市场的风险投资机构将目光转向新兴市场，寻找新的投资机会，这标志着当今风险投资已经进入全球化发展阶段。近 10 年来，风险投资业已成为全球范围内增长最快的行业之一，全球风险投资规模不断壮大，相关体制也日趋完善，无论是风险投资基金管理的资本额还是投资金

额，都有大幅度的增加<sup>①</sup>。在跨国风险投资活动中，美国已成为了跨国风险资本最大的净流出国，而中国已成为最大的跨国风险资本净流入国。<sup>②</sup>

自中国加入 WTO 以来，资本市场不断开放，外资进入中国的壁垒越来越小，跨国风险投资机构对中国的投资越来越多。2001 年 9 月，外经贸部、科技部和国家工商总局联合发布了《关于设立外商投资风险投资企业的暂行规定》，鼓励外资公司、企业和其他经济组织或个人来华投资于高新技术产业；2003 年 3 月颁布的《外商投资创业投资企业管理规定》对中外合资设立的风险投资机构进行了规范和调整，《关于外商投资创业投资公司缴纳企业所得税有关税收问题的通知》则解决了外商缴纳企业所得税的问题；2006 年 8 月，《中华人民共和国合伙企业法》对外资企业或个人在中国境内设立合伙企业等问题进行了修改；2009 年 9 月，国务院出台的《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》中指出，要发挥多层次资本市场的融资功能，大力发展创业投资和股权投资基金。10 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中指出，要“促进科技和金融结合，培育和發展创业风险投资”。12 月，科技部与中国人民银行、银监会、证监会、保监会共同出台的《促进科技和金融结合试点实施方案》，进一步明确了创业风险投资的发展方向；2013 年，《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》、《国务院办公厅关于金融支持小微企业发展的实施意见》等一系列政策出台，明确提出加强对科技型、创新型、创业型小微企业的金融支持力度，积极引导创业投资企业投资于小微企业。这些政策法规降低了跨国风险投资机构进入中国市场的门槛，提高了跨国风险资本在中国的运营效

---

① 中国风险投资研究院. 中国风险投资年鉴 2014. 北京: 民主与建设出版社, 2014.

② Lanfang Wang, Susheng Wang. Cross-border venture capital performance: Evidence from China. Pacific - Basin Finance Journal, Vol. 19, Issue 1, January 2011, pp. 71 - 97.



率，吸引了大批跨国风险资本来华投资。根据《2012 中国风险投资年鉴》，近几年来外资风险投资机构主导投资的项目数量占比在 22% ~ 44%，投资金额占中国总的风险投资额的比例为 38% ~ 76%，在中国风险投资产业中占有举足轻重的地位，且在中国投资的行业由最初的 IT 行业逐渐扩大到 TMT 行业、生物/医药行业、新能源、新材料、传统行业、服务业、环保产业和教育事业等。外资的进入，带来了大量风险资本和管理经验，拓宽了资本退出渠道，加快改善中国风险投资法规滞后、配套设施不完善等问题。同时，跨国风险投资机构在中国进行风险投资，在项目的选择和人民币基金的募集方面，可能会对境内的风险投资机构形成一定的竞争压力。

中国风险投资业始于 1985 年，而真正发展于 20 世纪 90 年代中后期。在发展的早期阶段，由于中国缺乏良好的风险投资环境，研究跨国风险投资的学者主张大力引进外资风险资本，借助外资机构雄厚的资本资源、丰富的管理经验和增值服务，带动中国风险投资业的发展。经过 20 多年的实践，跨国风险机构在华的投资活动对中国风险投资产生的影响已经从多个方面表现出来，但尚缺少系统的研究。本书将结合能力资源整合理论，研究跨国风险投资机构在华的投资战略，然后分析该战略对中国风险投资过程中涉及的主要因素产生影响的机制，最后通过实证分析得到 2002 ~ 2011 年跨国风险投资在华发展战略对中国风险投资的影响程度与变化趋势，提出如何引导和规范外资风险资本进入的建议。

从理论和实践两方面来看，我们认为，有必要深入分析跨国风险投资在中国的发展战略对中国风险投资的影响。目前研究跨国风险投资活动对中国影响的文献不多，且大多从宏观角度来分析，缺少实证分析，而本书从微观角度分析跨国风险投资在华发展战略对中国风险投资活动参与主体和所需环境产生的效应，以此视角来分析该战略对中国风险投资业产生的影响，丰富了该领

域的理论体系。而更为现实的意义则在于,根据跨国风险投资机构在中国的发展战略对中国风险投资业的影响机制,找到主要的影响因素,建立评价指标体系,确定该影响的变化趋势,并分析其变化原因,为中国如何规范和引导跨国风险资本进入,帮助中国风险投资业健康发展提供针对性策略和建议,让风险资本进入更有潜力的产业和企业,促进要素的流动和有效配置,进而引导产业转型升级和发展方式的转变。

### 1.1.2 理论研究背景

风险投资,是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的高技术开发领域,以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为,实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群,将其中成功的项目出售或者上市,实现所有者权益的变现,从而不仅弥补了失败项目的损失,而且还使投资者获得高额回报。风险投资机构作为“活跃投资者”,是高新技术产业的融资公司(Sahlman<sup>①</sup>, 1990; Kaplan & Strömberg<sup>②</sup>, 2003),除了提供资金,风险投资机构还通过参与企业管理、帮助企业筹资和制定战略、使企业现代化等方式为企业提供增值服务(Barry et al.,<sup>③</sup> 1990; Bottazzi et al.,<sup>④</sup> 2008)。这些增值活动从理论上讲,可以降低企业间的信息不对称问题和代理问题

---

① W. Sahlman. The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27 (2) (1990), pp. 473 - 521.

② S. Kaplan, P. Strömberg. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 70 (2) (2003), pp. 281 - 315.

③ C. Barry, C. Muscarella, J. Peavy, M. Vetsuypens. The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going-public process. *Journal of Financial Economics*, 27 (2) (1990), pp. 447 - 471.

④ L. Bottazzi, M. Rin, T. Hellmann. Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89 (3) (2008), pp. 488 - 512.

(Admati & Pfleiderer<sup>①</sup>, 1994; Cornelli & Yosha<sup>②</sup>, 2003; Wang & Zhou<sup>③</sup>, 2004), 帮助创业企业上市 (Barry et al., 1990), 增强创新能力 (Kortum & Lerner<sup>④</sup>, 2000), 提高企业的运作效率 (Hochberg et al.<sup>⑤</sup>, 2007; Gompers et al.<sup>⑥</sup>, 2008)。许多大型跨国公司在早期阶段和发展阶段都接受过风险投资机构的投资, 例如, 苹果、微软、谷歌和英特尔等。

自20世纪90年代以后, 跨国风险投资逐渐兴起, 风险资本投资正向全球扩散, 从事跨国投资活动的公司比例不断上升。这种现象引起了一些学者的关注, 开始对跨国风险投资进行研究。但迄今为止, 国内外学者对跨国风险投资的研究还比较少, 本部分主要介绍跨国风险投资行为和跨国风险投资活动产生的影响两个方面的研究情况。

### (1) 关于跨国风险投资行为的研究

由于跨国风险投资是一种新现象, 目前关于风险资本跨国流动的研究还处于起步阶段, 本书主要从跨国风险投资背后的驱动因素、跨国风险投资机构的整合方式和跨国风险投资机构的投资战略3个方面论述跨国风险投资行为的研究。

#### ① 跨国风险投资背后的驱动因素

跨国风险投资背后的驱动因素, 包括跨国风险投资机构的内部

① A. Admati, P. Pfleiderer. Robust financial contracting and the role of venture capital firms. *Journal of Finance*, 49 (2) (1994), pp. 371 - 402.

② F. Cornelli, O. Yosha. Stage financing and the role of convertible securities. *Review of Economic Studies*, 70 (1) (2003), pp. 1 - 32.

③ S. Wang, H. Zhou. Staged financing in venture capital: moral hazard and risks. *Journal of Corporate Finance*, 10 (1) (2004), pp. 131 - 155.

④ S. Kortum, J. Lerner. Assessing the contribution of venture capital to innovation. *The Rand Journal of Economics*, 31 (4) (2000), pp. 674 - 692.

⑤ Y. Hochberg, A. Ljungqvist, Y. Lu. Whom you know matters: venture capital networks and investment performance. *Journal of Finance*, 62 (1) (2007), pp. 251 - 301.

⑥ P. Gompers, A. Kovner, J. Lerner, D. Scharfstein. Venture capital investment cycles: the impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87 (1) (2008), pp. 1 - 23.

投资动机和吸引外资机构进行风险投资的外部驱动因素。

对于跨国风险投资机构的内部投资动机，有学者认为风险投资机构对外投资是为了追求更高的投资回报率，例如，安德瑞·斯科特和特瑞泽·泰克沃（Andrea Schertler & Tereza Tykvoová, 2011）<sup>①</sup>利用世界各地投资的综合数据分析风险资本国际化，认为跨国风险投资活动受到风险投资机构所在国和东道国的宏观经济因素、风险投资家特征和交易特征的影响，而这些因素会影响到跨国风险投资的成本和收益。因此，跨国风险投资的成本和收益决定了风险资本的流动，当跨国投资回报率大于国内投资时，风险投资机构选择到海外投资。也有学者认为，跨国风险投资机构进行海外投资与其人力资本有关，古勒·艾森和圭勒·冒汝·F.（Guler Isin & Guillen Mauro F., 2012）<sup>②</sup>发现，随着公司获得更多的国际投资经验，他们更容易打破一些与制度有关的约束。索菲·马尼戈特和瓦汝尼克·科勒沃特（Sophie Manigart & Veroniek Collewaert, 2007）<sup>③</sup>认为，风险投资机构具有越多国际化经验的管理人员，公司就越有可能进行跨国风险投资活动。索菲·德·普瑞杰克、索菲·马尼戈特、麦克·怀特、沃特·德·马塞涅尔（Sofie De Prijcker, Sophie Manigart, Mike Wright, Wouter De Maeseneire, 2012）<sup>④</sup>进一步研究了通过先前的投资活动、管理团队和社会合作伙伴获得的经验累积对风险投资国际化的影响，作者收集了欧洲5个国家110个风险投资机构的投资数据，发现通过先前投资活动获得的经验和通过管理

---

① Andrea Schertler, Tereza Tykvoová. Venture capital and internationalization. *International Business Review*, Vol. 20, Issue 4, August 2011, pp. 423 - 439.

② Guler Isin, Guillen Mauro F. Institutions and the internationalization of US venture capital firms [J]. *Journal of International Business*. Volume 31, Issue 2, March 2012, pp. 185 - 205.

③ Sophie Manigart & Veroniek Collewaert etc. Human capital and the internationalisation of venture capital firms [J]. *Int Entrep Manag*, (2007) 3: 109 - 125.

④ Sofie De Prijcker, Sophie Manigart, Mike Wright, Wouter De Maeseneire. The influence of experiential, inherited and external knowledge on the internationalization of venture capital firms. *International Business Review*, Vol. 21, Issue 5, October 2012, pp. 929 - 940.

团队获得的经验对于跨国风险投资有积极作用,而通过合作伙伴获得的经验会限制风险资本国际化投资。马哈文和艾瑞玛(Madhavan & Iriyama, 2009)<sup>①</sup>认为,跨国风险资本的流动与“跨国技术社区”的形成有关,突出了社会关系网络资源对行业全球化机制的作用。古勒和圭勒(Guler & Guillén, 2010)<sup>②</sup>利用美国1010家风险投资机构对外投资的数据,研究美国风险投资机构的社会网络优势是否影响跨国风险投资,发现社会网络优势可以从一国转移到另一国,证明了美国风险投资家的国外经验可以提高他们进入他国进行投资的机会。Lu和Hwang(2008)<sup>③</sup>实证研究了有关外部资金对新加坡国际风险投资机构的影响和机构的反映。在风险投资交易评估阶段,与新加坡国内的风险投资机构相比,国际风险投资机构主动交易的案例非常少。为了应对这种影响,国际风险投资机构从网络中选择更多的企业进行投资。另外,还有学者认为风险投资机构进行跨国投资主要是由于国内竞争压力不断扩大,国内的投资机会有限,因此转向国外市场,拓宽投资机会(Hall & Tu, 2003)<sup>④</sup>。也有少部分学者认为,向国外的合作者或竞争者学习,拓展现有资源以创造更高的价值,已经成为部分风险投资机构海外投资的重要动机(Etemad, 2004)<sup>⑤</sup>。

外部驱动因素也是促使风险投资公司进行跨国投资、实施国际化投资战略的重要原因,这些外部驱动因素主要包括:

① Madhavan, Ravi; Iriyama, Akie. Understanding Global Flows of Venture Capital: Human Networks as the “Carrier Wave” of Globalization. *Journal of International Business Studies*, Oct./Nov. 2009, Vol. 40 Issue 8, pp. 1241 - 1259, P. 19, 3 charts, 2 graphs.

② Guler, M. Guillén. Home-country networks and foreign expansion: Evidence from the venture capital industry. *The Academy of Management Journal*, 53 (2) (2010), pp. 390 - 410.

③ Lu Qing; Hwang Peter. The Impact of Liability of Foreignness on International Venture Capital Firms in Singapore. *Asia Pacific Journal of Management*, DOI: 10.1007/s10490 - 008 - 9125 - 0, 0217 - 4561 (Print) 1572 - 9958 (Online), Published Online, 9 Dec. 2008.

④ Hall, G., & Tu, C. Venture capitalists and the decision to invest overseas [J]. *Venture Capital*, 2003 (5), pp. 181 - 190.

⑤ Etemad, H. Internationalisation of small and medium-sized enterprises: A grounded theoretical framework and overview [J]. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 2004, 21 (1), pp. 1 - 21.

一是他国的创新能力 (Hill, 2007)<sup>①</sup>, 即一国具有良好的技术环境 (Guler Isin & Guillen Mauro F., 2010), 斯科特和泰克沃 (Schertler & Tykvoval, 2010)<sup>②</sup> 发现, 一国的专利数量对于吸引跨国风险资本进行投资具有重要影响。

二是东道国的法律制度环境。勒那尔和思科 (Lerner & Schoar, 2005)<sup>③</sup> 发现, 针对不同法律制度的国家, 跨国风险投资机构采用不同种类的投资方式。巴克赛、赫兹和林森 (Balcarcel, Hertzels & Lindsey, 2010)<sup>④</sup> 指出, 东道国执法不严的法律氛围将影响跨国风险资本的进入。他们利用大样本数据分析了来自美国的跨国风险投资机构的投资行为, 发现对于法律执行力较差的国家, 第一轮的平均投资规模和第一轮的募集资金比例相对较大。胡景岩 (2001)<sup>⑤</sup>, 古皮尔斯和勒讷 (Gompers & Lerner, 2001), 付丽艳 (2003)<sup>⑥</sup>, 曾一军 (2009)<sup>⑦</sup> 等也认为, 东道国的法律环境是风险投资机构跨国投资的驱动因素之一, 并建议东道国改善其法律环境。法律环境的不同, 会导致跨国风险投资机构不同的投资行为, 如非华裔创建的外资风险投资机构倾向投资于服务导向、轻技术的行业 (Fuller,

---

① Hill, C. 2007. The post-scientific society, *Issues in Science and Technology*, Fall 2007 ed.

② A. Schertler, T. Tykvoval. What lures cross-border venture capital inflows. Working Paper University of Kiel (2010).

③ J. Lerner, A. Schoar. Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *Quarterly Journal of Economics*, 120 (2005), pp. 223 - 246.

④ Balcarcel, A., Hertzels, M. & Lindsey L. Contracting frictions and cross-border capital flows: Evidence from venture capital, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1571928>.

⑤ 胡景岩. 关于采用风险投资方式吸收外商投资的几点思考. *世界经济与政治*. 2001 (9): 56 - 60.

⑥ 付丽艳. 高新技术产业引进国际风险投资法律问题研究. 大连: 大连海事大学士论文, 2003.

⑦ 曾一军. 跨国创业投资退出机制研究. *科学管理研究*. 2009, 27 (5): 104 - 107.

2009)<sup>①</sup>。

三是东道国的社会文化与政治理念。东道国的文化传统、社会理念和政府管制等会影响跨国风险资本的进入，因此政府提供必要的协助是帮助风险投资成长的重要因素。杨晖（2003）<sup>②</sup>，刘曼璐、王端旭（2002）<sup>③</sup>，付丽艳（2003）提出，为了吸引国际风险投资，应明确政府在风险投资发展中制定政策、创造环境和控制风险的角色定位，发挥政府在引导国际风险投资中的作用，改善风险投资环境。艾豪等（Alhorr et al.，2008）<sup>④</sup>借鉴制度、经济等有关文献，研究市场和货币两种共同体的经济一体化的机制是否能够提高跨境风险资本流动。结果表明，大规模的经济一体化政策确实影响风险资本在成员之间的跨境流动程度。

四是东道国的资本市场环境。斯科特和泰克沃（Schertler & Tykvoa，2009）<sup>⑤</sup>分析了宏观因素和微观因素对风险资本国际化的影响，发现只有诸如完善的资本市场等少数因素能够促进国内外风险投资机构进行风险投资。斯科特、安德瑞、泰克沃和特瑞泽（Schertler, Andrea, Tykvoa & Tereza，2012）<sup>⑥</sup>认为，市场资本化程度越高、越具备适合风险资本中介发展的环境，越容易导致高的风险资本总流量，但导致越低的风险资本净流入量。风险资本家的

① Fuller Douglas B. How Law, Politics and Transnational Networks Affect Technology Entrepreneurship: Explaining Divergent Venture Capital Investing Strategies in China. *Asia Pacific Journal of Management*, Published Online, 4Jun., 2009.

② 杨晖. 营造良好环境大力吸引国际风险投资——国际风险投资在北京发展的现状、障碍、趋势及思路. *首都经济*. 2004 (4): 24-25.

③ 刘曼璐, 王端旭. 中国民营企业怎样吸引国际风险资本. *经济管理*, 2002 (8): 29-31.

④ H. Alhorr, C. Moore, G. Payne, The impact of economic integration on cross-border venture capital investments: evidence from the European Union *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32 (5) (2008), pp. 897-917.

⑤ A. Schertler, T. Tykvoa. Venture capital and internationalization. Working Paper University of Kiel (2009).

⑥ Schertler, Andrea; Tykvoa, Tereza. What lures cross-border venture capital inflows? [J]. *Journal of International Money and Finance*. Volume 31, Issue 6, October 2012, Pages 1777-1799.

区位选择取决于资本市场的活力。斯科特和泰克沃 (Schertler & Tykvoval, 2010)<sup>①</sup>、艾泽曼 (Aizenman, 2008)<sup>②</sup> 等也认为, 资本市场是吸引外国风险投资的重要因素。为了吸引跨国风险资本, 应当建立国际风险资本的退出机制 (杨晖, 2003; 刘曼璐, 王端旭, 2002; 胡景岩, 2001; 郭岭<sup>③</sup>, 2004; 曾一军, 2009)。

五是东道国的宏观经济状况。斯科特、安德瑞、泰克沃和特瑞泽 (Schertler, Andrea, Tykvoval & Tereza, 2012) 研究了经济因素对跨国风险资本的净流入和总流入产生的作用。他们采用 2000 ~ 2008 年欧洲和北美国家的风险投资数据进行分析, 发现高预期经济增长伴随着高的风险资本总流入和净流入量。斯科特和泰克沃 (Schertler & Tykvoval, 2010), 郭岭 (2004), 古皮尔斯和勒讷 (Gompers & Lerner, 2001) 也认为, 一国的经济增长对于吸引跨国风险资本具有重要影响。戴志敏 (2008)<sup>④</sup> 认为, 国际风险资本进入中国的主要动因是经济的全球化和知识经济引发跨国公司对华投资。刘曼红、张兵 (2005)<sup>⑤</sup> 认为, 外资选择进入中国资本市场的原因为中国经济发展迅速且具有强劲的可持续发展能力。

另外, 还有学者认为, 创业人才的全球可流动性 (Florida, 2005)<sup>⑥</sup>、在国际市场建立投资组合公司的需求 (Bartlett & Ghoshal, 2002)<sup>⑦</sup>、东道国的对外开放程度 (郭岭, 2004) 是促使风险投资公司进行跨国投资、实施国际化投资战略的重要原因。为了吸引跨

① A. Schertler, T. Tykvoval. What lures cross-border venture capital inflows. Working Paper University of Kiel (2010).

② Aizenman, J. & Kendall, J. The internationalization of venture capital and private equity. NBER Working Paper 14344. (2008).

③ 郭岭. 国际风险资本进入中国市场面临的机遇及策略. 科技创业月刊. 2004 (2): 30 - 41.

④ 戴志敏. 国际风险资本动作、退出与多层次资本市场体系. 杭州: 浙江大学出版社, 2008.

⑤ 刘曼红, Martin Haemmig, 张兵. 外资进入中国风险资本市场浅析. 科学管理研究, 2005, 23 (3): 101 - 103.

⑥ Florida, R. The World Is Spiky, The Atlantic Monthly, 2005, Vol. 296: 48 - 51.

⑦ Bartlett, C. & Ghoshal, S. Managing Across Borders: The Transnational Solution. Boston: Harvard Business Press. 2002.



国风险资本，东道国还应当搞好区域技术创新体系和社会化服务体系等中介服务（杨晖，2003；付丽艳，2003）。

关于跨国风险投资驱动因素，部分国内学者试图用国际直接投资理论来解释风险资本跨国投资背后的驱动原理。其中，主要包括：

金雪军等（2006）<sup>①</sup>指出，西方的国际直接投资理论中，一般将知识作为经济研究的外生变量或作为假定条件来处理，忽略了知识的重要性。他否认了运用垄断优势理论、内部化理论、产品周期论来解释跨国风险资本流动的合理性，认为可以借鉴邓宁的国际生产折衷理论的区位优势来解释国际风险资本流动。同时，提出用双重互动整合优势解释跨国风险资本的流动。跨国风险投资家利用投资国和东道国的双重优势，将本国资金与东道国现有的或潜在的高技术相结合，制造出具有竞争优势的高附加值产品，并充分利用国际上多种退出管道退出，谋求高回报。

曾一军（2007）<sup>②</sup>借鉴国际直接投资折衷理论来分析跨国风险投资的动因。一是企业所有权优势。企业的所有权优势表现在跨国风险投资机构的内在动因是企业具备了跨国投资的能力，表现为资本优势和管理优势。二是区位优势。投资主体在选择投资区位时，首先要考虑该地区是否利于风险投资业发展以及创业资本的退出。另外，由于投资主体的投资偏好和投资战略不同，对投资区位的选择也各有偏重。三是内部化优势。跨国风险投资机构着重于经营创业企业本身，而不是产品经营。因此，相对独立的跨国风险投资机构受内部化优势因素影响很小，只有跨国公司附属的风险投资机构进行风险投资时，内部化优势才会有所体现。例如，在创业资本退出时，可以通过公司系统内部转让或并购，减少交易成本，还可以满

---

<sup>①</sup> 金雪军，戴志敏. 跨国风险资本流动与我国的应对策略. 杭州：浙江大学出版社，2006：49-51，80-119.

<sup>②</sup> 曾一军. 跨国创业投资研究. 北京：中国经济出版社，2007：182-184，53-58.