

创投机构战略选择与 投资绩效的关联机制研究

*C*huangTou JiGou ZhanLue XuanZe Yu
TouZi JiXiao De GuanLian JiZhi YanJiu

徐梦周 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中共浙江省委党校学科建设成果资助项目
科学发展观与浙江发展研究中心研究成果

创投机构战略选择与投资 绩效的关联机制研究

徐梦周 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创投机构战略选择与投资绩效的关联机制研究 / 徐梦周著.
—北京: 经济科学出版社, 2012. 6
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1903 - 9

I. ①创… II. ①徐… III. ①创业投资—研究—中国
IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 089956 号

责任编辑: 王志华

责任校对: 隗立娜

版式设计: 代小卫

责任印制: 王世伟

**创投机构战略选择与投资
绩效的关联机制研究**

徐梦周 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: 88191217 发行部电话: 88191537

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

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

北京季蜂印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 15 印张 210000 字

2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1903 - 9 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前言

近20年来，我国创投市场日益繁荣的同时呈现出投资阶段不断后移的显著特征，这一现象已严重影响了产业的健康发展，弱化创业投资对技术创新和区域经济发展应有的促进作用。另外，创投机构之间绩效分化明显，多数创投机构难以获得高绩效，即使是以往有着良好表现的创投机构，也面临保持持久竞争优势的巨大压力。目前，国外学界就创投机构战略选择和投资绩效提升形成了广泛探讨，但相关结论存在诸多争议；而国内学界仍将研究重点停留在产业经济外部性等宏观问题的论述上，结合我国创投产业发展的现实背景，相关研究亟待进一步深入。

为此，本书聚焦于创投机构阶段战略选择与投资绩效的探讨，并结合高阶理论和网络理论，引入创投机构运作主体——创业投资家团队和创投机构运作环境——联合投资网络两大因素，就该主题开展多维度的理论拓展。在相关文献梳理和实地访谈的基础上，本书围绕以下几方面问题提出了相应的理论假设：（1）在未考虑运作主体和运作环境差异情况下，早期投资和后期投资如何作用于投资绩效？区别于以往研究，本书将投资绩效区分为投资效率和效益两个维度，讨论战略选择的影响。（2）创业投资家团队作为战略

的决策者，在战略选择中的作用如何？同时，创业投资家团队是否会影响战略实施的结果？什么样的创业投资家团队能够从早期投资中获益？在借鉴高阶理论的基础上，本书区分了创业投资家团队背景和团队异质性两个特征维度进行机理假设。（3）联合投资网络作为战略实施的外部环境，其非均等性如何影响战略选择与投资绩效的关联，什么样网络位置下的创投机构能够从早期投资中获益？基于网络理论，本书选取了网络中心性和结构洞两种位置进行理论建构。

在实证分析中，本书通过由第三方数据库获得的 69 家创投机构 2004 ~ 2009 年的相关数据，对理论框架以及 23 条假设进行验证，在微观研究普遍缺乏系统性实证研究的背景下，本书具有一定的开拓性。

通过理论探讨和实证分析，本书主要得到以下四个方面的结论：（1）在未考虑运作主体和运作环境差异情况下，后期战略在投资效率和效益两方面都优于早期战略。（2）技术类背景团队和异质性团队会选择早期战略。而且技术类背景团队能够缓解早期战略对投资效率负面影响的同时，产生优于后期战略的投资效益。异质性团队仅能缓解早期战略对投资效率的负面影响，但对早期战略和投资效益的影响并不显著。（3）金融类背景团队和创业类背景团队在战略选择上并没有明显倾向，但金融类背景团队采取早期战略能够带来更好的投资效率，并且产生优于后期战略的投资效益。团队创业类经历对于早期战略的投资收益存在负面影响。（4）网络中心地位能够大幅提高早期战略的投资效益，并超过后期战略，网络结构洞位置会进一步强化早期战略对投资效率的负面影响。

上述研究结论深化了创投机构战略选择与投资绩效的理

解，使得本书具有一定的探索意义。较其他相关研究而言，本书的创新之处体现在以下三个方面：（1）拓展了现有关于创业投资家团队投资决策的研究，同时证实了创业投资家团队对战略选择绩效影响的调节作用，丰富了高阶理论的研究思路。（2）明晰了联合投资网络对于战略选择与投资绩效关联的调节作用，证实了不同网络位置的差异化作用路径，并为网络理论中网络两面性的论述提供了借鉴。（3）对于战略选择与投资绩效的关联分析中发现，早期投资与两种创业投资家团队背景因素（技术类经历和金融类经历）以及网络中心性的耦合能够产生优于后期战略的投资效益。该研究所得为创投机构和政府的实践提供了良好参考。

当然，囿于研究者本身的学术素养，研究工作仍然存在诸多不足之处。对此，最后部分提出了本书的局限性以及在未来还需要深入研究的若干问题。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
一、现实背景	1
二、理论背景	5
第二节 研究问题的提出	8
第三节 关键概念界定	11
一、创业投资与创投机构	11
二、创业投资家团队	12
三、联合投资与联合投资网络	13
第四节 本书研究内容与结构	16
一、研究思路	16
二、章节安排	17
第二章 国内外相关文献综述	20
第一节 创投机构投资行为及其绩效影响	22
一、单项目投资决策与投资后管理	23
二、单项目投资到组合投资战略的研究演进	26
三、组合投资战略与投资绩效	28
第二节 创业投资家团队视角的兴起	29

一、个体层面到团队层面的研究演进	29
二、高阶理论的内涵及其借鉴	31
三、创业投资家团队研究评述	35
第三节 联合投资网络视角的兴起	37
一、投资策略到投资网络的研究演进	37
二、网络理论研究视角及其借鉴	40
三、联合投资网络研究评述	49
第四节 新兴创投市场的差异性	50
一、新兴创投市场的发展与特征	50
二、中国情境下的研究成果及评述	51
 第三章 创投机构战略选择与投资绩效的逻辑关联	56
第一节 战略选择的内在诉求	57
一、战略选择的维度界定	57
二、创业企业的创新性与合法性困境	59
三、投资机会集与控制权	64
四、资源多样性与匹配性	67
第二节 作为运作主体的创业投资家团队	70
一、群体决策与项目选择	71
二、增值服务与战略实施	73
第三节 联合投资网络嵌入与战略实施	75
一、联合投资网络与多重资源获取	76
二、联合投资网络的知识网络特性	78
三、联合投资网络的非均等性	79
第四节 逻辑关联与分析框架	80

第四章 创投机构战略选择绩效影响的理论框架 83

第一节 创投机构战略选择的绩效影响 83

一、投资效率与投资效益 83

二、创投机构战略选择与投资绩效的关联假设 84

第二节 创业投资家团队的作用机理与假设 87

一、团队背景、异质性与战略选择 88

二、团队背景对战略选择绩效影响的调节作用 92

三、团队异质性对战略选择绩效影响的调节作用 95

第三节 联合投资网络的作用机理与假设 97

一、联合投资网络特征：网络中心性与结构洞 97

二、中心性对战略选择绩效影响的调节作用 99

三、结构洞对战略选择绩效影响的调节作用 103

第四节 概念模型的提出 106

第五章 研究设计：数据收集、变量选取与分析

方法 109

第一节 研究样本与数据收集 109

一、数据来源 109

二、收集方法及过程 110

第二节 变量操作性定义与测度 114

一、解释变量 114

二、被解释变量 117

三、控制变量 120

四、变量测度小结 122

第三节 数据分析工具与方法 124

一、社会网络分析法 124

二、回归分析工具与步骤 125

第六章 创投机构战略选择绩效影响的实证研究 127

第一节 数据基本分析.....	127
一、描述性统计分析.....	127
二、相关性分析.....	132
第二节 模型检验.....	135
第三节 实证结果讨论.....	145
一、战略选择绩效影响的解释与讨论.....	145
二、创业投资家团队作用的解释与讨论.....	146
三、联合投资网络作用的解释与讨论.....	149
第四节 本章小结.....	150

第七章 创投机构战略选择优化：以浙江省为例 152

第一节 浙江省创投产业发展概况.....	152
第二节 浙江省创投机构战略选择及其诱因.....	156
一、浙江省创投机构投资阶段后移.....	156
二、浙江省创投机构投资后移的影响因素.....	158
第三节 浙江创投机构战略选择优化策略.....	166
一、浙江省创业投资引导基金模式及成效.....	166
二、浙江省创投机构战略选择优化的三个样本.....	174
第四节 案例小结.....	177

第八章 研究结论与启示 179

第一节 研究结论及创新点.....	179
一、研究结论.....	179
二、研究创新点.....	182
第二节 实践意义.....	184

一、创投机构实践启示·····	185
二、政府实践启示·····	186
第三节 研究的局限性·····	189
第四节 未来研究展望·····	191
一、创业投资家团队与战略选择的研究拓展·····	192
二、多重多层网络体系的影响·····	192
三、战略选择与网络协同演进：理性选择与 适应性行为·····	193
附录一：实地访谈概要·····	195
附录二：中英文人名对照·····	197
 参考文献·····	 203

第一章

绪 论

第一节 研究背景

一、现实背景

1946 年,哈佛商学院乔治·多里奥特教授和麻省理工学院校长卡尔·考普顿在波士顿创建美国研究与发展公司(ARD)。作为全球范围内第一家真正意义上的创业投资机构,^①ARD 的成立意味着创业投资产业^②的兴起。在创投资本的作用下,思科、雅虎、Google、英特尔和苹果等一大批创业企业脱颖而出。这些企业的成长改变了 20 世纪以来美国经济发展的格局,使其进入了一个全新的知识经济发展时代。相关研究表明,1 美元的创业投资所产生的专利数量是传统公司 1 美元 R&D 投资所产生专利数的 3~4 倍,正因如此,创业投资获得“经济增长发动机”的美誉,成为各国和地区争相培育的新兴产业(毛蕴诗、周燕,2002)。

20 世纪 80 年代中期,创业投资概念被引入中国。1985 年 3 月中

① 创业投资机构在本书中统一简称为创投机构。

② 创业投资产业在本书中统一简称为创投产业。

共中央发布的《关于科学技术体制改革的决定》首次提出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持。”同年9月，中国新技术创业投资公司成立，这标志着我国创投产业的正式诞生^①。经过20多年的发展，我国创投产业初具规模。2007年，我国创投产业投资金额达32.47亿美元，一跃成为全球继美国之后的第二大创投市场（钱苹、张炜，2007）。市场的繁荣和政策的逐步放宽，吸引了越来越多创投机构的进入，在2008年，81家中外创投机构新募集116只基金，共73.1亿美元用于对大陆市场的投资，足见产业发展态势之迅猛。^②2011年，科技部、商务部、国家开发银行联合开展了第9次全国创业投资调查，该调查显示，截至2010年年底，我国创投机构累计投资8693项，累计总投资额达到1491.3亿元，其中投资于高新技术企业（项目）数达5160项，约占投资总数的59.4%。

然而，创投产业快速繁荣的背后暴露出了不少亟待解决的问题，其中最为严重的便是创投市场投资阶段的显著后移，这一问题的存在让我国创投产业的发展变得极为脆弱，甚至充满危险性。区别于普通投资，创业投资是一种高风险与高收益并存的金融制度创新，需要投资机构和投资人保有对新技术、新市场以及新产业的积极探索与开拓精神。但在现阶段，我国创投机构投资行为表现出明显的投机性与短期化特点，大量资金从早期市场涌向投资规模大但获利快的后期市场（张婕、于谨凯，2007），股市化趋势非常明显。一些学者认为我国市场中是否存在真正意义上的创业投资还值得商榷（Naqi & Hettihewa, 2007）。同样在2011年科技部、商务部、国家开发银行联合开展的第9次全国创业投资调查中发现2010年中国创业投资机构对成长（扩张）期的投资金额占比高达49.2%，对种子期和发展期的投资金额仅占27.6%，低于2009年的32.7%。尤其是，对种子期阶段

① 该公司完全由政府出资，在北京成立，于1997年破产。

② China Venture《2007年中国创业投资市场研究报告》。

的投资出现较大下滑，投资金额降低至 10.2%，投资项目仅占 19.9%。创投市场投资阶段的后移，严重抑制了我国早期创业活动的积极性，削弱了创业投资对高技术产业应有的培育功能，在追求“短、平、快”的投资过程中，一些战略性产业因为风险高、周期长而得不到投资。

历史经验表明，创业投资阶段的后移极有可能催生并助长经济泡沫的形成，美国在 21 世纪伊始遭遇的泡沫经济便是前车之鉴（李永周、马军伟，2005）。20 世纪 90 年代，美国创业资本筹资金额、单项投资规模越来越大，投资阶段重心后移趋势明显，大量创业资本涌向企业公开发行上市、兼并重组等后期阶段，美国创业投资协会（NVCA）统计，1999 年美国 1/3 以上的创业投资投向了创业企业的第三阶段以后，比 1998 年上升了 25%，而这些公司的平均投资规模为 1 634 万美元，比 1998 年的 774 万美元增加了 111%。直到 2000 年美国新经济泡沫破灭以后才急剧降低。

为了引导创投产业健康发展，自 2007 年以来我国各级政府在《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》的指引下兴起了设立引导基金的热潮。所谓政府引导基金是由政府设立并按市场化模式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域，目前存在阶段参股和跟进投资两种形式。阶段参股是指引导基金向创投机构进行股权投资，并在约定期限内退出，主要支持创投机构新设投资基金。跟进投资是指对创投机构选定投资的创业企业后，引导基金与创投机构共同投资。截至 2010 年年底，我国政府创业投资引导基金累计出资已达 234.07 亿元，^① 各级政府均表现出了对引导基金的极大热情，期望通过引导基金来促进创业投资发展，实现地方经济转型升级。

需要关注的另一个问题是，实际上创业投资并非意味着高收益，

^① 《2010 年中国风险投资行业发展：聚焦于高新技术产业》，《科技日报》，2011 年 8 月 3 日。

并不是所有的创投机构都是成功的“教练”，能够在帮助创业企业成长的同时获取高绩效（Wilson, 1985；Hochberg et al., 2007），创投机构之间绩效分化十分明显。格利夫和蒂蒙斯（2001）在《处于十字路口的风险投资》一书中指出，即使像 ARD 这样出色的机构在 1946 ~ 1966 年这 20 年间的平均收益率也仅有 14%。而且创业投资所产生的资金损失是惊人的，据统计，在全球范围内创业投资每月用于支付 IT 领域失败案例的总成本高达 5 000 亿美元。^① 从我国创投机构运行情况来看，也并不乐观，创投机构绩效分化非常明显，创投机构一般期望的回报率大概为 20% ~ 30%，但实际上难以达到，大概只有 1/3 的创投机构的回报超过盈亏平衡点（Foote, 2005）。即使是一些已经获得高绩效的创投机构，也面临保持持久竞争优势的巨大压力。据统计，从 2001 ~ 2009 年，10 年时间里我国共有 138 家创投机构荣登每年的创业投资机构 50 强榜单。其中，在 2001 年 50 强的创投机构中仅有 9 家仍出现在 2009 年的榜单中，33% 的创投机构上榜一次后便鲜有表现，^② 可谓昙花一现。

一面是繁荣的市场，“全民投资”、“全民 PE”的大热潮；另一面是关于投资回报的残酷现实，无论是市场中的各类投资者还是政府都面临着诸多选择的困惑。对于创投机构而言如何获得良好投资回报是其首要考虑的问题。在现阶段，大量资金涌入我国市场，竞争日益激烈，尤其对市场上好项目的争夺已经进入白热化阶段，不少投资者用“哄抢”一词形容后期投资市场的竞争现状。在这样情景下，创投机构需要慎重考虑自身的战略选择，比如是否继续后期投资还是进入不确定性较高的早期市场，是集中于对特定产业的投资还是遍地开花式投资等。对于政府而言，需要考虑与怎样的创投机构合作有效引导基金，以实现对早期创业活动的有效扶持以及合作的长久性。在此背景下，我们认为对创投机构投资行为和绩效的研究具有重要的现实

① 引自 <http://www.zero2ipo.com.cn/n/2009-12-24/20091224100458.shtml>。

② 清科研究中心。该公司是目前国内一家有影响力的创业投资咨询机构，每年对全国创投机构进行评比并对外公布。

意义：一方面，有助于深入理解创投机构投资行为和绩效差异及其背后的关联机制，这对创投机构战略选择和绩效提升具有重要的实践指导价值；另一方面，有助于明晰创投机构有效实施早期战略的方法和途径，从而能够促进创投产业的健康发展，实现其对区域经济发展乃至国家竞争力应有的作用，特别是在大量的政府资金进入创投市场的背景下，有助于帮助政府更好地开展引导工作。

二、理论背景

一直以来，创业投资的研究滞后于创投产业的发展，主要原因在于相关数据的非公开性对实证研究开展造成了极大的障碍。近几年，随着相关数据库的完善，有关创投产业的研究也随之取得较大发展。在经济学和管理学的国际顶级期刊如 *Administrative Science Quarterly*、*Management Science*、*Journal of Financial Economics* 等上发表的文章逐渐增多，表明创业投资研究得到了更多权威期刊的关注，在经济学和管理学研究中的地位也有了相当大的提升。在这个过程中，关于创业投资的研究出现了几方面新趋势。

1. 研究层面逐步微观化

创业投资作为一种新兴产业，其首要任务是确立在国民经济中的地位。因此早期对创业投资的研究都集中于回答两个宏观层面的问题：一是创投产业对经济发展的积极影响为何（Hellmann & Puri, 2000）；二是创投产业发展的影响因素及政策启示（Gompers, 1994）。近几年，创投产业发展呈现的“投资收益一般化、机构绩效严重分化、投资主体多样化”等特点使得学者们意识到应当用更为理性的眼光去研究与评价创投机构这一产业主体的运作，探讨其竞争优势的来源（Reyes, 2003）。因此，关于创投产业的研究呈现了由宏观层面向微观层面拓展的趋势。

短暂的产业发展历程使得学者们对于创投机构“做什么”以及

“如何做”非常陌生，因而现有领域内大部分研究都是从创投机构的投资行为出发。但在 20 世纪 90 年代中期之前，相关研究都在同质性假设下关注创投机构的决策过程以及单个项目的选择标准。学者们试图寻找出统一的投资过程和决策模型，为创投机构的投资和绩效提升提供借鉴（MacMillan et al.，1985；Tyebjee & Bruno，1984；Gompers et al.，2006）。

从 20 世纪 90 年代中后期开始，学者们逐步意识到关于统一模型的论述可能过于理想化，创投机构投资行为的差异性需要得到更多关注，于是相关研究逐渐摆脱了同质论假设，研究主题也相应转移到了“不同创投机构如何开展投资”这一主题。与此同时，创投资本的来源日益丰富，创投机构投资项目数量随之不断增加，如何在阶段、产业和地理等多方面有效安排投资组合成为影响创投机构绩效的关键性战略选择，也成为“行为—绩效”视角下最为重要的研究主题（Xi Han，2006）。

2. 管理团队与网络化运作成为研究新视角

在对行为与绩效的研究中，学者们逐渐意识到仅仅从可复制的外显行为而非其背后所支撑的不可复制的资源入手探讨创投机构的投资绩效可能带来研究结果的混乱（Jungwirth & Moog，2004）。在这一思路的引导下，创业投资微观视角的研究出现了两种新的趋势。

第一，通过关注“谁”在运作创投机构来探讨创投机构绩效差异产生的根源（Bygrave & Timmons，1992）。近年来，该视角还深受高阶理论（Upper echelons theory）的影响，从过往基于创业投资家个体层面的讨论逐步上升到了对团队层面的讨论，反映出学者们对创投机构群体决策与运作特征认知的逐步深入（Dimov & Shepherd，2005）。

第二，通过关注创投机构之间的合作，讨论创投机构与同业之间联合投资以及由此形成的网络现象对业绩的影响（Kogut et al.，2007；Jääskeläinen，2009）。在全球化进程加快、外部环境不确定性