

风险投资家的投资行为和 投资绩效研究

——基于人力资本特征相似性的视角

贾西猛◎著

FENGXIANTOUZIJIA DE TOUZIXINGWEI HE TOUZIJIXIAO YANJIU
——JIYU RENLIZIBEN TEZHENG XIANGSIXING DE SHIJIAO



四川大学出版社
SICHUAN UNIVERSITY PRESS

教育部人文社会科学研究青年基金项目(19YJC630062)

国家自然科学基金青年科学基金项目(72002144)



贾西猛◎著

风险投资家的投资行为和 投资绩效研究

——基于人力资本特征相似性的视角



四川大学出版社
SICHUAN UNIVERSITY PRESS

项目策划：蒋 琦
责任编辑：肖忠琴
责任校对：周维彬
封面设计：墨创文化
责任印制：王 炜

图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资家的投资行为和投资绩效研究：基于人力资本特征相似性的视角 / 贾西猛著. — 成都：四川大学出版社，2021.6

ISBN 978-7-5690-4786-8

I. ①风… II. ①贾… III. ①风险投资—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2021) 第 130369 号

书名 风险投资家的投资行为和投资绩效研究——基于人力资本特征相似性的视角

| | |
|------|-------------------------|
| 著 者 | 贾西猛 |
| 出 版 | 四川大学出版社 |
| 地 址 | 成都市一环路南一段 24 号 (610065) |
| 发 行 | 四川大学出版社 |
| 书 号 | ISBN 978-7-5690-4786-8 |
| 印前制作 | 四川胜翔数码印务设计有限公司 |
| 印 刷 | 四川盛图彩色印刷有限公司 |
| 成品尺寸 | 170mm×240mm |
| 印 张 | 12.25 |
| 字 数 | 235 千字 |
| 版 次 | 2021 年 7 月第 1 版 |
| 印 次 | 2021 年 7 月第 1 次印刷 |
| 定 价 | 56.00 元 |

版权所有 ◆ 侵权必究

- ◆ 读者邮购本书，请与本社发行科联系。
电话：(028)85408408/(028)85401670/
(028)86408023 邮政编码：610065
- ◆ 本社图书如有印装质量问题，请寄回出版社调换。
- ◆ 网址：<http://press.scu.edu.cn>



四川大学出版社
微信公众号

前言

风险投资家在风险投资活动中扮演着关键角色，会直接影响最终投资结果。风险投资具有高度的不确定性，风险投资家与企业家之间也存在严重的信息不对称问题，交易双方的沟通合作成为降低交易成本和投资风险的关键。根据社会网络理论，人力资本特征相似的个体之间容易建立强联结，形成相对亲密和封闭的社会网络，有助于交易双方开展有效的信息交流。根据社会认同理论，个体更容易对与自己具有相似性特征的群体产生好感和偏好，并能形成对彼此身份的认同和信任，建立长期稳定的合作关系。因此，当风险投资家和企业家之间的人力资本特征具有相似性时，有助于双方开展全面有效的沟通，并建立相互信任的合作关系，进而对风险投资的整个过程产生影响。

本书以信息不对称理论、不完全契约理论和社会网络理论为基础，利用2004—2015年在创业板和中小板上市，且上市前有风险资本支持的企业获取608个投资案例作为研究样本，研究风险投资家与企业家之间的人力资本特征相似性对风险投资活动的影响。本书针对风险投资家和企业家在毕业学校、所学专业、行业经验及性别四个人力资本特征之间的相似性进行研究，将风险投资活动分成投资选择、投资策略、投后管理和投资绩效四部分。通过OLS和Logit回归方法，验证每章提出的研究假设，并对其做进一步的分析，得到更加稳健可靠的研究结论。

本书研究的主要结论包括：第一，当风险投资家与企业家之间的人力资本特征相似时，风险投资家更倾向于投资高科技企业和早期发展阶段企业，在低声誉风险投资机构中人力资本特征相似性对风险投资家投资高科技企业的影响更加明显。第二，当风险投资家与企业家之间的人力资本特征相似时，对风险投资家分阶段投资策略的选择无影响，但风险投资家会较少采用联合投资策略，且倾向于投资企业首轮融资。第三，当风险投资家与企业家之间的人力资本特征相似时，风险投资家更有可能进入被投资企业担任高管，但会增加企业管理费用率。第四，当风险投资家和企业家之间的人力资本特征相似时，风险资本投资绩效更高。通过中介效应检验，进一步发现人力资本特征相似性会通

过“投资阶段选择”和“风险投资家是否参与投后管理”影响投资绩效。

本书研究的主要创新点包括：第一，以降低风险投资过程中的信息不对称程度为线索，揭示了风险投资家与企业家之间的关系网络对风险投资交易的促进作用。第二，利用人力资本特征相似性形成的信任，验证了风险投资家和企业家之间的合作关系对风险资本投后管理的重要作用。第三，从人力资本特征相似性的角度，研究发现当风险投资家与企业家之间存在“友善”的关系时更容易产生合谋。第四，利用人力资本特征相似性进行研究，能够避免地理距离研究中的内生性问题，打破地理距离的约束和限制，进一步揭示风险资本投资偏好和投资结果形成的原因，丰富风险投资的基础理论。

目 录

| | |
|-----------------------|---------|
| 第一章 引言 | (1) |
| 第一节 研究背景与研究问题 | (1) |
| 第二节 核心概念界定 | (15) |
| 第三节 研究内容和创新点 | (22) |
| 第二章 相关理论与文献综述 | (33) |
| 第一节 相关理论研究 | (33) |
| 第二节 影响风险投资活动的因素 | (42) |
| 第三节 风险投资家投资行为的相关研究 | (47) |
| 第四节 人力资本特征相似性的相关研究 | (50) |
| 第五节 国内外研究简述 | (53) |
| 第三章 人力资本特征相似性对投资选择的影响 | (55) |
| 第一节 理论分析和研究假设 | (55) |
| 第二节 研究设计 | (61) |
| 第三节 全样本分布分析 | (66) |
| 第四节 实证分析及回归结果 | (71) |
| 第五节 本章小结 | (85) |
| 第四章 人力资本特征相似性对投资策略的影响 | (87) |
| 第一节 理论分析和研究假设 | (87) |
| 第二节 研究设计 | (93) |
| 第三节 实证分析与回归结果 | (97) |
| 第四节 本章小结 | (104) |
| 第五章 人力资本特征相似性对投后管理的影响 | (106) |
| 第一节 理论分析和研究假设 | (106) |
| 第二节 研究设计 | (114) |
| 第三节 实证分析与回归结果 | (117) |
| 第四节 本章小结 | (126) |

| | |
|----------------------------|-------|
| 第六章 人力资本特征相似性对投资绩效的影响..... | (128) |
| 第一节 理论分析和研究假设..... | (128) |
| 第二节 研究设计..... | (133) |
| 第三节 实证分析与回归结果..... | (134) |
| 第四节 本章小结..... | (148) |
| 第七章 研究结论、展望与政策建议..... | (150) |
| 第一节 研究发现和启示 | (150) |
| 第二节 研究局限与展望..... | (155) |
| 第三节 政策建议..... | (159) |
| 参考文献..... | (162) |

第一章 引言

第一节 研究背景与研究问题

一、研究背景

(一) 现实背景

风险投资在支持创新创业活动、促进科技成果转化和优化产业结构等方面发挥着独特且不可替代的重要作用，被誉为高新技术产业发展的“助推器”、经济增长的“发动机”。国民经济要想保持生机和活力，必须有活跃的创新创业活动，尤其是我国经济进入“高质量发展阶段”，需要坚持创新驱动发展，依赖创新创业活动在塑造发展新优势、促进经济可持续增长中的重要作用。但是，在发展的初期，创新创业企业都会面临资产规模较小、经营风险较大及成长环境不确定性强等特点，依靠自身积累和传统金融体系无法有效支持创新创业活动的开展。风险投资能够提供一套有效的资金配置方式，适应创新创业活动高风险、高收益的特点，发挥其在金融市场中“补缺”的功能。另外，风险投资能够整合企业发展需要的资源，通过投后管理活动把技术、资金、人力资本及管理经验等进行有机结合，促进社会资源配置效率的提高。

目前，中国处于重要战略机遇期，经济发展面临错综复杂的外部环境及艰巨的国内改革和发展任务。随着新一轮科技革命和产业变革深入发展，中国需要通过创新创业来提升国家竞争力，进而实现社会主义现代化远景目标。党的十九届五中全会提出：“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。”在“大众创业、万众创新”大潮的推动下，我国风险投资行业继续保持着良好的发展势头，在推动技术创新、发展创新型企业、培育新兴产业等方面发挥了重要作用，成为建设创新型国家的重要推动力量。中国已稳居全球第二大风险资本市场，仅次于美国。根据《中国

《创业投资发展报告 2019》统计, 2018 年, 中国风险投资各类机构已达 2800 家, 较 2017 年增加 504 家, 增长 22%; 创业投资管理资本总量达到 9179 亿元, 创历史新高 (图 1.1); 全行业的项目退出收益率达 205.78%, 整体行业年均收益率为 31.12% (图 1.2)。

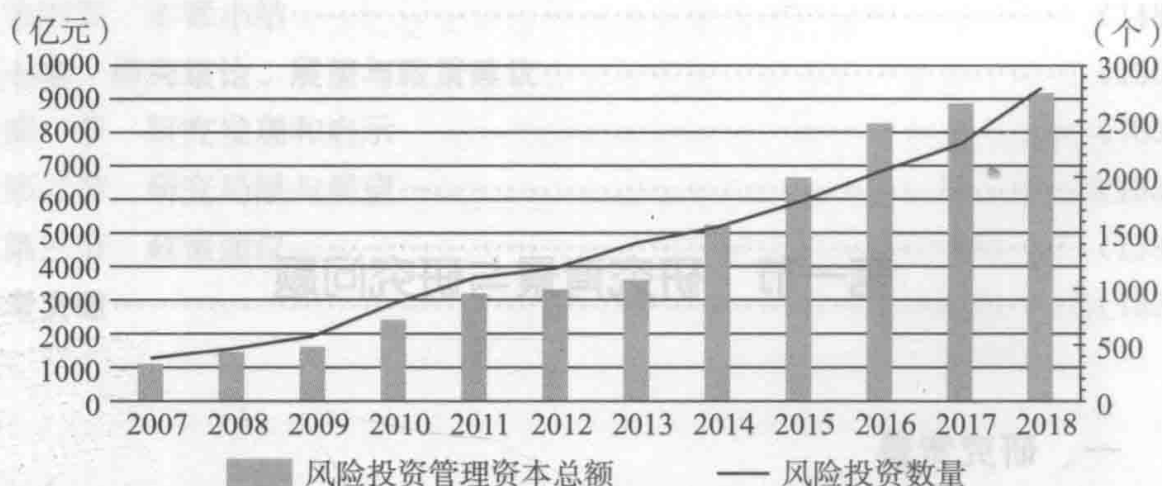


图 1.1 中国风险投资机构数量和管理资本总额

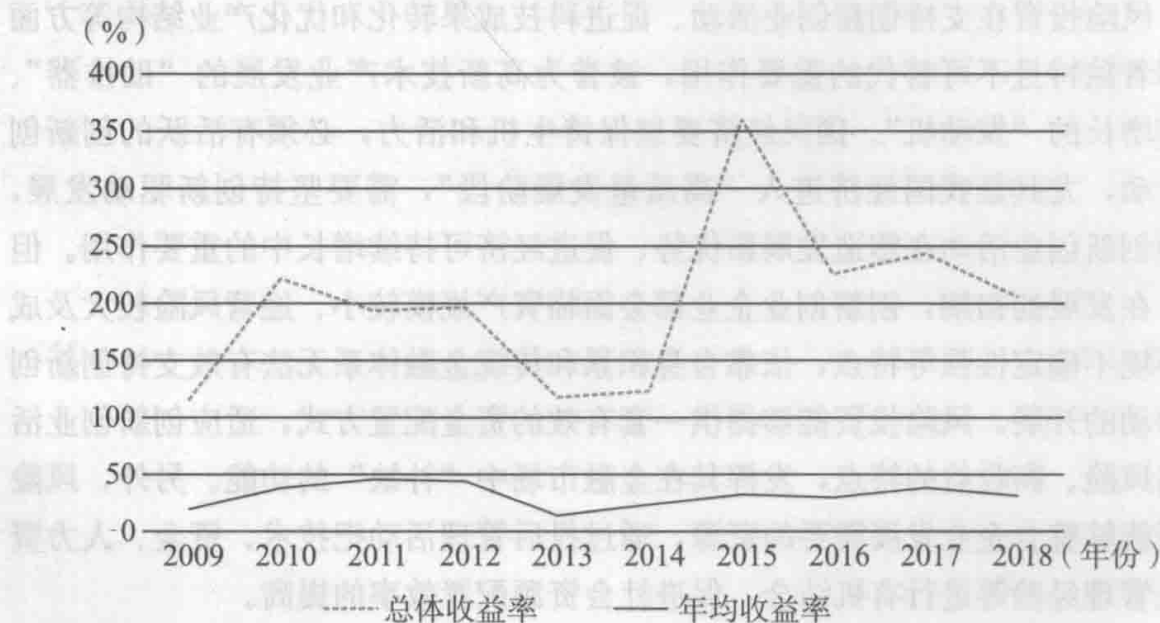


图 1.2 中国风险投资机构全行业的项目总体收益率及年均收益率

在风险投资实践中, 机构投资策略的制定和投资交易的展开都是由风险投资家主导完成的。风险投资过程由一系列的活动和阶段组成, 包括从风险投资寻找潜在投资项目到成功退出获得利润。在这段时间内的每一项工作都是由一个或几个风险投资家负责安排的, 并完成每个阶段的关键决策, 直接对最终投资结果负责。风险投资家的知识结构、经验能力、风险承受力等会对其投资决策和投资绩效产生重要的影响。风险投资家在决策的过程中面临严重的信息不

对称问题，关于企业真实的投资价值和发展状况，企业家通常拥有很多风险投资者很难有效获取的内部信息。由于风险投资家经常受到噪音信息、不确定性、环境的特殊性及时间压力等因素的影响，如何有效地获取企业价值信息、降低投资风险成为风险投资家做决策时必须慎重考虑的问题。

社会网络是风险投资家获取企业信息的重要渠道。根据社会网络理论，具有相似特征的个体之间有助于形成相对亲密和封闭的社会关系。中国传统文化中有“九同”之说，即同宗、同乡、同学、同行、同年、同好、同事、同姓、同袍，这其实就是因九个人力资本特征相似而形成的社会关系网络。由于社会网络具有信息共享机制，风险投资家和企业家的行为和消息可以在社会网络中快速传播，交易双方可以通过社会网络增进了解。创新创业企业在还没有建立声誉的情况下，企业家需要依靠自身拥有的社会网络提升企业融资能力。借助于社会网络，企业家可以更便捷地以更低成本获得企业发展所需的社会资源（游家兴、刘淳，2011）。风险投资家可以利用社会网络及时获得潜在的投资机会，并通过信息共享机制掌握企业真实的发展信息，优化投资决策。而由人力资本特征相似形成的社会网络，拓宽了风险投资家和企业家形成社会关系的机会，有助于不同行业和地域的交易双方建立关系并达成合作，实现“资本”和“智本”等资源的搭配组合。

为了保证投资项目的成功，在整个投资过程中，风险投资家必须与企业家保持充分信任，建立良好的合作关系。风险投资家的筛选过程实际上也是寻找潜在的合作伙伴的过程，一旦投资于风险企业，实现风险资本增值的目标和任务便依赖于被投资企业的发展和价值增长。与传统金融机构不同，风险投资会积极介入被投资企业经营管理，开展投后管理活动。但是，由于双方在利益分配、战略目标、经营理念等方面存在差异，很容易出现矛盾冲突。风险投资家和企业家之间的信任合作关系有助于降低企业家对风险投资家本能的抵触情绪和防备心理。提高资源整合的效率使得投后管理活动能更有效地转化为绩效。另外，风险投资家和企业家的经验、知识和技能具有一定的差异性，亲密的合作有助于交易双方的知识共享和相互学习，但如果缺乏有效的沟通合作，就容易导致双方产生意识形态上的矛盾，甚至是对抗，这对企业发展非常不利。

我国是尚处于发展的新兴经济体，与欧美国家相比，风险投资市场仍存在很多问题（吴斌等，2012），如相关法律制度不健全、资金来源渠道单一、退出渠道不通畅等。由于正式制度存在很多笼统概括的未尽事宜及不完善的地方，这增加了风险投资家的投资风险，使得其与企业家开展合作缺乏保障，降低了交易双方的信任水平。在这种情况下，非正式制度在社会交往、信息交流

及监督约束等方面的作用更加重要。社会网络作为一种非正式制度安排，能够帮助风险投资家和企业家以更低的成本获取更多的资源（Li et al., 2005）。尤其中国是文化底蕴深厚的经济转型国家，是一个典型的“关系型”社会，个体之间的交往更加注重交情和关系（庄贵军、席酉民，2003）。另外，中国人的关系网络还呈现出“差序格局”的特点，以自己为网络的中心向外推出，越往外推，关系的亲密度就越低（费孝通，1948）。中国社会的人际关系呈现出联系面较窄、关系强度大的特点，这有利于行为者从社会网络中获取资源（张彩江、周宇亮，2017）。

在社会交往过程中，个体会对与自我特征相一致的其他个体产生相对亲近的社会关系和群体身份的认同（Luhtanen、Crocker，1992）。人力资本特征是指可以衡量个体经济价值的特征和属性，相同的人力资本特征更容易形成相似的认知方式和行为模式，以便进行沟通和交流信息，且更易在相同的价值观念和信念的基础上展开合作。在现实中，个体在选择合作伙伴、选定交易对象等决策时，也更偏好同一社会群体成员。因此，当风险投资家与企业家存在人力资本特征相似性时，更容易产生身份上的认同和信任，促进沟通、形成合作。本书将人力资本特征相似性作为沟通合作的代理变量，研究当风险投资家与企业家人力资本特征相似时产生的社会网络和信任合作关系如何影响风险投资，并进行实证分析和验证。

（二）理论背景

风险投资在半个世纪的时间里历经数次爆发式增长，极大促进了创新创业活动的发展，并活跃了资本市场（Puri、Zarutskie，2012），受到学术界广泛的关注。学者对风险投资活动的研究，更多的是关注不同风险投资机构特征产生的投资行为和投资绩效差异，包括机构声誉、产权性质、地理距离等（Gompers，1995；Baeyens et al.，2006；Cumming、Dai，2010；Guo、Jiang，2013；黄福广等，2014）。在风险投资实践中，机构投资策略的制定和投资交易的展开都是由风险投资家主导完成的。Ewens、Rhodes - Kropf（2015）在分析风险投资家人力资本的重要作用时，发现风险投资家人力资本对投资结果的影响是风险投资机构组织资本的2~5倍。资源基础观理论认为，企业的竞争力与其拥有的有价值的、稀缺的、不可模仿的、不可替代的资源紧密相关（Barney，1991）。拥有投资交易能力和价值增值技巧的风险投资家形成了风险投资机构的核心资源，成为影响风险投资活动的展开和投资项目成功的关键。

风险投资家做出投资决策的根本依据是如何更好地协调风险和收益

(Patzelt et al., 2009), 通过对备选项目未来收益和风险的感知, 来评估项目投资的可行性。很多时候, 风险投资家并不能准确预知项目结果出现的概率, 但他们能较好地感知潜在投资存在的风险 (Nanda、Rhodes-Kropf, 2013)。根据信息处理理论, 信息过剩和“信息噪音”使得风险投资家为了精简决策过程, 会有意无意地使用启发式方法, 通过对有限信息的认知, 凭借经验进行决策 (Zacharakis、Shepherd, 2007)。影响风险认知准确性的关键因素是对问题的熟悉程度, 这受到风险投资家人力资本特征的影响, 包括从业经历和教育经历等。风险投资家在做投资决策时, 不仅要识别和判断投资风险的大小, 更重要的是分析自己是否有能力管理和驾驭投资风险。风险投资家可以利用市场经验、产业知识和管理经验对创新型企业的创新方向进行指导和修正 (Rin、Penas, 2007)。

风险投资家在投资决策过程中会面临严重的信息不对称, 关于企业真实的投资价值和发展状况, 企业家通常拥有很多外部投资者很难有效获取的内部信息。而风险投资属于出资占有被投资企业股权的权益性投资方式, 高风险、高收益的投资特点使得风险投资家具有强烈的动机获取企业内部信息 (Cohen et al., 2010)。一方面, 风险投资家给企业家的投资报价如果不能真实反映企业的全部投资价值信息, 投资行为容易出现逆向选择; 另一方面, 风险投资与被投资企业之间的利益并不完全一致, 风险投资家与企业家容易在企业经营理念和发展战略等方面产生潜在冲突 (Cestone, 2014), 作为实际的控制人, 企业家可以利用企业发展过程中的信息不对称增加交易的道德风险。

传统契约理论认为, 事前契约能够通过成本分担利益共享的风险分担机制, 缓解和消除风险及不确定性 (崔蓓、王玉霞, 2017)。在信息不对称程度较高的风险投资市场中, 正式契约存在保障不足的问题。不完全契约的剩余控制权应该归属于对交易效率影响较大的一方 (Hart、Moore, 1990)。在风险投资交易中, 企业家无疑对新企业发展的作用更大, 应该拥有剩余控制权。但是, 受交易双方信息不对称的影响, 新企业的状况具有不易证实的特点, 即使签订明确的金融契约, 作为投资者的风险投资家仍对企业真实的发展状况心存顾虑, 并担心企业家机会主义行为。为弥补正式契约的不足, 交易双方的关系治理有助于促进合作义务的兑现和遏制机会主义行为 (Camuffo et al., 2007), 而嵌入社会网络的交易者有助于通过信任和互惠建立长期合作关系。

在信息不对称程度较高的风险投资市场, 社会网络在风险投资交易过程中扮演着重要角色。对企业投资价值信息的挖掘和分析需要风险投资家在项目筛选、尽职调查、投后管理等多个环节与企业家进行面对面的沟通交流, 沟通效

率直接影响信息的可靠性和全面性（黄福广等，2014）。相对于正式的交易关系，在沟通过程中风险投资家更倾向于依赖基于信任和感情的非正式关系（Fairchild, 2011）。当交易双方存在社会关系时，能够降低彼此的欺骗动机和信息传递的成本，使得双方能够通过正式或非正式的沟通方式进行更密切和有效的沟通。当风险投资家能够拥有更全面准确的企业投资价值信息，双方签署的投资契约也会相对宽松（Bengtsson、Ravid, 2009）。

为了降低投资过程中的风险和不确定性，提高投资收益，风险投资家需要与企业家建立长期的合作伙伴关系。即使在投资选择阶段匹配到合适的企业，这并不意味着投资一定会成功，因为很多不可预知的因素和环境的变化会干扰投资项目的运行。在这个过程中，掌握企业实际经营控制权的企业家很有可能滋生侵害风险资本利益的动机。受到契约的不完全性的影响，使用投资契约约束企业家的机会主义行为，易增加交易成本，也易与企业家产生矛盾冲突。合作关系的建立是以社会规范为基础的，能够约束交易双方的行为。在互惠互信长期交往的信念下，风险投资家与企业家的合作能够提高资源整合的效率，获得整体效率最优，共同解决企业发展过程中的难题，提高企业经营绩效和风险投资绩效。

根据社会网络理论，人力资本特征相似的个体之间存在较为积极且频繁的互动关系，更易拉近双方的社会距离，建立更加亲近、紧密的社会网络（Bengtsson、Hsu, 2010）。由于社会网络具有信息共享机制，参与者的行为和消息可以在社会网络中快速传播，交易双方可通过社会网络增进了解。在个体之间频繁交流的过程中，能够形成彼此认同的非正式的价值观和规则，这些互惠互信的原则是建立合作关系的基础（Hwang、Kim, 2009）。风险投资家和企业家之间的亲密关系还能提供“声誉机制”，如果参与者存在违约行为，这种负面的信息会在整个网络中更快、更全面地扩散。而交易往往是在相同的圈子里进行的，所以违约者将失去在群体中获取资源的机会，更高的违约成本使得守信成为内群体成员的理性选择，有助于保护团体内部的经济利益（Bengtsson、Hsu, 2015；戴亦一等，2016）。这种隐性担保的存在降低了风险投资家被套牢的预期，与企业家形成更稳固的合作关系。

国内外针对人力资本特征相似性的研究，多是针对上市公司治理问题展开的，包括公司董事的内部私人关系和外部私人关系。学者研究发现，当公司董事或 CEO 与公司外部人员在人力资本特征上存在相似性时，有利于双方信息的流通，能够增加公司价值，如提高投资和并购收益、股东回报、CEO 薪酬等（Cohen et al., 2008；Chuluun et al., 2010；Engelberg et al., 2012；

Cai、Sevilir, 2012)。当公司 CEO 与内部董事或独立董事在籍贯、教育经历、从业经历等方面具有相似性时, 对公司发展的影响方面, 不同研究出现较大差异: 有研究认为, 基于人力资本特征相似性产生的私人关系有助于防止企业违约行为的发生、促进独立董事职能的发挥 (Chahine、Goergen, 2013; Khanna et al., 2015); 也有学者发现, 私人关系的存在增加了企业经营风险及公司违规倾向, 降低了公司价值 (Fracassi、Tate, 2012; 陆瑶、胡江燕, 2016)。

综合现实背景和理论背景, 本书发现相对于我国风险投资的重要性和市场发展速度, 相关的学术研究稍显落后。迄今为止, 学术界关于风险投资家的人力资本特征, 尤其是其与企业形成的社会网络的研究甚少, 交易双方的沟通合作机制仍有待进一步挖掘。作为风险投资机构核心资源的风险投资家, 在风险投资活动各个环节都扮演着重要角色, 对风险投资的成败发挥着至关重要的作用。与公司董事的关系网络相比, 风险投资过程存在更严重的信息不对称和不确定性的问题, 使得风险投资家有更强烈的动机通过社会网络获取企业信息, 并与企业家建立相互信任的合作关系。因风险投资家与企业家人力资本特征相似而形成的社会网络会对风险投资活动产生什么样的影响, 是值得深入研究的重要问题。

二、研究问题

风险投资过程面临较高的风险和不确定性: 一方面, 社会网络能够促进交易双方进行亲密有效的沟通, 促进信息交流; 另一方面, 其能够对网络内部个人产生约束力, 抑制交易双方的机会主义行为, 对风险投资家展开投资活动具有重要意义。根据社会认同理论, 个体通过社会分类对自己所归属的群体产生认同, 并产生内群体偏好和外群体偏见 (Tajfel、Turner, 1986)。人力资本特征相似的个体更容易拥有彼此认同的非正式的价值观念和规则, 在这种原则的基础上, 可以进行较为积极且频繁的互动关系, 拉近双方的社会距离, 建立互惠互信、亲近紧密的社会网络。

在早期研究中, 教育经历和从业经验被认为是最典型和直接的人力资本特征, 可以对企业经营活动产生重要影响 (Dimov、Shepherd, 2005)。但是, 随着研究的深入, 发现不同性别 (Faccio et al., 2016)、年龄 (姜付秀等, 2009)、地域 (陆瑶、胡江燕, 2014)、宗教信仰 (曾建光等, 2016), 甚至相貌、声音 (Pfeifer et al., 2012; 沈艺峰等, 2017) 等人口统计特征也能形成人力资本特征, 对企业价值产生影响。现在对人力资本特征的研究越来越宽

泛，但是，在研究过程中，风险投资家和企业家的个体特征很多都是难以获取的。企业家的个人信息会在高管简历中进行披露，但也是不全面和不统一的，如部分上市公司并没有披露高管的毕业学校和籍贯信息。而风险投资家的个人信息尤为缺乏，官网上风险投资机构更多的是披露风险投资家的教育经历和从业经验，其他信息很难通过网络收集。

受到信息收集和数据获取的限制，本书针对风险投资家和企业家在毕业学校、所学专业、行业经验及性别四个人力资本特征之间的相似性进行研究。第一，由于毕业学校相同而产生的校友关系能够拉近双方的社会距离，有助于形成更顺畅的交流，共享一些经验、价值观和行为标准，更容易产生身份上的认同和信任（Lerner、Malmendier，2012）；第二，不同专业的学生在大学接受的基础知识和基础技能点的训练具有显著差异，会形成与专业特点相关的自我概念、学习兴趣和认知风格等，影响沟通和交流信息的效率和效果；第三，与教育经历形成的显性知识相比，从业经验能够培养更多的隐性知识（Dimov、Shepherd，2005），影响决策者对风险的判断和承受力，相同行业经验的个体之间更容易对企业经营管理决策达成一致意见；第四，不同性别在风险倾向、价值取向和行为方式上也存在显著差别（Gompers et al.，2014；杜兴强等，2017），女性在谨慎性、细致性及同理心等方面与男性存在天然的区别，拥有不同的获取信息的手段和社会网络，同性之间更有可能基于相似的行为模式和认知方式开展沟通和合作。

本书研究的主要问题是风险投资家与企业家的人力资本特征相似性对风险投资过程的影响，将风险投资过程按照“选、投、管、退”四个环节^①分为风险投资选择、投资策略、投后管理和退出绩效（投资绩效）。具体研究问题包括以下四点内容。

（一）人力资本特征相似性对风险投资选择的影响

风险投资在初始交易阶段面临的信息不对称程度最高。风险投资家在决定是否对风险企业进行投资前需要经过详尽的尽职调查，需要挖掘影响企业未来发展的软信息。不同行业 and 不同发展阶段的风险企业在发展过程中面临的不确定性差异较大，风险投资家投资不同类型企业时面临的风险和收益会有显著区别。一般而言，高科技企业和处于早期发展阶段的企业所处环境的动态性和复杂性更高（周建、李小青，2012；Dimov、Murray，2007），同时具有更高的

^① 风险资本或投资基金运作过程的起点是资金募集环节，但资金募集与企业家并没有关系，不属于本书研究范围。

成长潜力和盈利能力。

如何了解和掌握投资不同项目的风险和收益，实现风险投资绩效最大化，成为风险投资家在投资过程中面临的重要问题。当面对投资信息不对称程度高的企业时，企业家有动机提供虚假信息、夸大、粉饰预期收益，或隐瞒对企业发展有重大影响的事件（如诉讼纠纷或对外担保等）。为了降低投资风险，风险投资家在筛选和尽职调查过程中需要扮演更加积极的角色，掌握其经营的真实状况，获取任何可能增加投资风险的信息，如企业文化的包容度、管理经营中的冲突、员工工作的积极性等。有效降低信息不对称的方法是与企业家建立有效的信息沟通渠道，并通过企业关系网络获取更加全面的企业产品和服务的相关信息。

基于以上分析，信息不对称是影响风险投资交易开展的重要因素，风险投资家需要通过各种途径获取企业价值信息，降低投资风险。那么，由风险投资家与企业家人力资本特征相似而形成的社会网络，能否有效传递企业信息和约束企业家的机会主义行为，缓和投资高科技企业和早期发展阶段企业所面临的代理问题和利益冲突、降低交易成本和投资风险，进而影响风险投资家的投资选择，是本书需要展开研究的重要问题。

（二）人力资本特征相似性对投资策略的影响

风险投资家通过筛选和尽职调查决定投资后，投资过程通常会采取相应的投资策略，最大限度地降低投资风险、获取投资收益，其中联合投资和分阶段投资是常见的投资策略（吴翠凤等，2014）。投资策略本质上属于投资契约，其目的是保障风险资本利益，激励和监督企业家行为。如分阶段投资策略会规定企业获取下一轮风险投资时需要达到的业绩要求，如果企业家无法实现预期目标，风险资本可能会退出企业或者要求以更低价格占有企业股权等，形成有效的监督激励机制（Dahiya、Ray，2012）。但是，投资策略的使用会增加交易成本，投资过程也会变得更加复杂，如联合投资伙伴权利的分配、新一轮投资契约的签订等。因此，风险投资家需要权衡使用具体的投资策略时的收益和成本。

那么，在投资项目具有什么特点时，风险投资家需要采取必要的投资策略？一般而言，投资面临的不确定性越大，越需要采取投资策略控制投资风险（Gompers，1995；Hopp、Tian，2012）。当企业发展面临的环境（包括技术环境和市场环境）不确定性较高时，风险投资家难以准确预知企业发展环境的变化和未来走向，交易双方更需要签订灵活且易于变通的条款（Poppo、Zenger，2002），更依赖相互信任的合作关系解决现实中出现的具体状况。风

险投资家与企业家之间如果能形成共同的价值观和信念，通过彼此的信任展开合作，可以降低投资不确定性。交易双方通过合作实现目标一致性，能够缓解因利益冲突导致的企业家隐藏机会主义行为的风险。

基于以上分析，企业家通过有效沟通获取企业发展信息，通过信任合作能够降低投资过程中的不确定性，进而降低风险投资家采取投资策略的概率。那么，当风险投资家与企业家具有人力资本特征相似性时，能否增强彼此的信任关系、促进有效的沟通与合作，对风险投资家投资策略的使用会产生什么样的影响呢？

（三）人力资本特征相似性对投后管理的影响

风险资本和被投资企业之间存在委托代理问题，信息不对称和投资不确定性的存在使得风险资本支持企业的委托代理问题更加复杂。为了控制企业风险、增加投资收益，风险投资家需要参与企业价值创造的过程中，通过一系列投后管理行为，为企业增值提供服务并监督约束企业家行为。如果风险投资家的投后管理行为能够促进对企业资源的获取和企业价值的增长，那么其也符合企业家的利益目标。但是，风险投资家参与企业治理容易引发投资者与企业家在经营理念、管理风格、领导能力与利益分配等诸多层面的潜在冲突。因此，风险投资家参与投后管理能否真正有效地转化为绩效，这与其和企业家是否建立良好的合作关系有关。

风险投资家参与投后管理的方式是双方博弈的结果，与企业家的关系越亲密，风险投资家越有可能深度介入企业经营管理。风险投资家参与投后管理最直接的目标是降低投资风险，提升投资价值；企业家接受风险投资家增值服务是为了企业的成长和价值的提高。双方利益目标并不完全一致，导致风险投资家在投后管理活动中如果过分强调资金安全，就会出现较为强势的管理压制。企业家本身就对拥有企业控制权，且介入企业经营管理的风险投资家有本能的抵触情绪，如果在投后管理过程中不能放下戒心展开合作，就有可能出现意识对抗，甚至出现正式权力对抗。风险投资家毕竟对企业的了解时间短，如果与企业家缺乏沟通，仅依靠自身经验为企业增值提供服务，很有可能与企业实际发展需要相背离，难以实现预期的效果。另外，风险资本的利益与企业普通中小股东利益并不完全一致，其收益依赖上市退出时的股价。

基于以上分析，风险投资家与企业家之间的关系会影响风险投资家的投后管理行为和结果。在关系规范和共同价值观的基础上，交易双方通过相互了解和承诺互惠，能够在企业发展过程中形成更多的共识，开展更有效的合作。那么，当风险投资家与企业家的人力资本特征相似时，会对风险投资家的投后管