

海外风险投资机构在中国：投资选择、联合投资与投资绩效

□ 张曦如 冒大卫 路江涌^①

摘要：风险投资现在已经成为一个重要的全球现象。从风险投资国际化文献和联合投资文献出发，本文研究了中国风险投资市场上的海外风险投资机构。具体地，我们分析了海外风险投资机构在中国市场的投资行为模式，并着重关注了海外风险投资机构与本土风险投资机构之间的联合投资关系，分析了联合投资的前提因素和绩效后果。基于对 1989 ~ 2011 年中国风险投资行业中投资项目数据的实证分析，本文发现：海外风险投资机构在东道国投资时更倾向于投资信息透明度高的企业；当投向信息模糊的企业时，海外风险投资机构更倾向于与本土风险投资机构进行联合投资。海外风险投资机构与本土机构的合作能够降低信息不对称问题，对提高投资绩效有积极意义。

关键词：风险投资；海外风险投资机构；国内风险投资机构；联合投资；投资绩效

一、引言

中国第一家风险投资机构诞生于 1986 年，在此之后，中国的风险投资行业经历了迅猛的发展，现已成为全球范围内举足轻重的风险投资市场。风险投资对于中国的经济转型具有重要的战略意义，在鼓励本土创新和创业方面也起到了关键作用。尤为重要的是，近年来风险投资的国际化已经成为一个重要趋势（Wright et al., 2005）。在中国这样的新兴市场，风险投资行业仍处于快速发展阶段，吸引了来自国际范围内的广泛关注与极大兴趣。海外风险投资机构在引导中国风险投资行业起步、启发中国本

^① 张曦如（E-mail: zhangxiru@gsm.pku.edu.cn），中国工商银行博士后科研工作站；冒大卫、路江涌，北京大学光华管理学院。本文受国家自然科学基金“风险投资决策中风险投资管理人作用的研究”（71472010）和国家杰出青年科学基金“国际创业”（71525004）资助。

土风险投资机构成长的过程中也扮演了至关重要的角色。因此，我们有必要对海外风险投资机构的投资活动及其与本土风险投资机构的互动关系投入更多的研究关注。

海外风险投资机构在投资策略、评估行为、投后监督和管理活动上都与本土风险投资机构存在显著差异 (Tan et al., 2008)。中国制度环境的复杂性也给风险投资者们带来了更加广泛和复杂的任务与挑战，这与海外风险投资机构在其母国市场上所面临的典型情况有明显不同，大大增加了他们工作的难度 (Liu et al., 2006)。因此，本文试图从海外风险投资机构和本土风险投资机构在资源禀赋、风险投资专业知识、对中国制度环境认知的差异入手，深入探究海外风险投资机构在中国的投资行为，并重点聚焦于海外风险投资机构与本土风险投资机构的联合投资关系。具体地，本文试图回答以下研究问题：海外风险投资机构在投资行为上有怎样的选择模式？海外风险投资机构什么时候会与本土风险投资机构进行联合投资？海外风险投资机构和本土风险投资机构联合投资的绩效表现如何？

实证结果发现，海外风险投资机构更倾向于投向本地信息相对透明的创业企业。他们的投资标的企业较少位于战略新兴产业或制度环境欠发达的地区。在应对信息不透明企业的投资项目时，海外风险投资机构更倾向于与本土风险投资机构进行联合投资。通过与本土投资机构形成合作伙伴关系能够降低海外风险投资机构面临的信息摩擦，提高了海外机构投向信息透明性较低企业的可能性。在研究海外风险投资机构与本土风险投资机构的联合投资绩效

表现时，我们发现，受到海外和本土风险投资机构混合合投的企业在退出绩效方面显著优于被海外风险投资机构或本土风险投资机构单独投资的企业，由海外风险投资机构单独投资的项目在退出绩效上存在明显劣势。本文结论对拓展国际风险投资研究和联合投资研究具有一定的理论贡献，同时对我国风险投资市场上的海外机构与本土机构也提供了重要的实践启示。

二、风险投资及其国际化发展的文献回顾

风险投资已经成为了一个国际现象，是当前全球资本和观念流动的重要中介 (Bygrave & Timmons, 1999; Patricof, 1989)。风险投资的国际化发展受到多种因素的驱动 (Wright et al., 2005)。第一，风险投资机构在国际范围内的产生和发展，一开始主要在美国，后来发展到英国、西欧，进而扩散到世界的更多地区。第二，发达市场越来越出现饱和，发展中国家的体制和环境也发生了根本改革，这些发展中地区开始具有越来越多的投资机会，逐渐也成为受风险投资追捧的投资目的地 (Gomers & Lerner, 1998)。第三，当本国投资机会有限时，风险投资机构开始越来越重视海外投资机会，具有明确的海外发展意向 (Aylward, 1998)；同时，在海外市场拓展新的退出渠道也能帮助刺激本国市场的发展 (Maula & Mäkelä, 2003)。第四，风险投资成为了许多计划经济体（如东欧）转型发展的重要引擎，近年来风险投资在中国的迅速发展也对我国经济体制转型、经济结构优化带来了积极作用，成为了风险投资发展的重

要新兴阵地。受这些因素驱动，风险投资的国际流入和流出变得越来越频繁（EVCA，1999；等等）。已有国际风险投资领域的研究分别从宏观视角探讨了风险投资市场的国际化发展，从微观视角探究了风险投资机构的国际投资行为，这些研究可以帮助我们更好地理解国际风险投资问题，但也存在诸多不足，有待进一步探究。

（一）宏观视角分析：国际风险投资市场的发展研究

学者们通过跨国比较研究方法探讨了不同国家风险投资行业的发展规律。例如 Manigart（1994）采用了种群生态学视角，提出一个国家风险投资机构的密度对新风险投资机构的成立具有很强的影响；同时，当邻近国家的风险投资机构群体比本国群体更早产生和发展时，本国风险投资群体产生的合法性将提升。也有大批研究采用了制度视角，比较了各国风险投资行业产生和发展的外部制度。最初的研究主要关注的是金融环境，尤其是与股票市场相关的制度环境。Black 和 Gilson（1998）提出在以股票市场为中心的金融系统中往往能够存活较有力的风险投资市场，因为发达的股票市场为风险投资提供了通过上市退出的渠道，这一实现资本回报的关键方式是保障风险投资市场活跃存在和发展的重要因素；文化因素会影响社会中个体的风险承受能力，但其对风险投资行业的影响被认为要弱于制度安排层面的要素；后续研究还进一步发现，政府通过制定监管框架对风险投资行业实施了强有力的影响（Jeng & Wells，2000；Megginson，2004）。Nye 和 Wasserman（1999）的研究进一步延伸了制度变量的应用，证实政府支持、实体基础设施和文化

学习的不同水平导致了各国风险投资市场发展的不同结果。Bruton 等（2005）也就一个国家制度环境的本质最终决定了风险投资行业的发展模式与路径进行了论证。

除跨国比较研究外，另一部分研究则关注了风险投资行业的国际化发展过程。风险投资基金可以将其资金投向海外地区，选择那些创新创业环境较好、增长前景和预期回报更高的地区。许多政府政策也都从激发本地创造力、促进创业来提升风险投资的需求，从而试图吸引更多的海外风险投资机构。风险投资行业的国际化拓展与本地投资机会充裕程度、邻国间文化联系和相似度、本国风险投资专家可得性等多方面因素都存在关系。例如，有研究发现，从美国接受教育培训的移民者会回到其母国成为国际风险投资机构的创建者（Kenney et al.，2002），正如在中国风险投资市场中，海归人员也是传播风险投资理念、发展国际风险投资活动的重要群体。

（二）微观视角分析：风险投资机构的国际行为研究

这部分研究采纳了相对微观的视角，探讨了风险投资机构国际行为相关的议题。一类主要聚焦于风险投资机构的跨国比较研究；另一类则关注了国际化发展的风险投资机构本身。目前的研究主流已探索了各国风险投资机构在特征上的差别，跨国比较的内容涵盖了风险投资循环的各个阶段，包括资金组织和募集（Megginson，2004）、从项目筛选开始的各个投资过程（Wright et al.，2002；等等）、项目估值和结构设计（Lockett et al.，2002；等等）、投后管理活动（Bruton et al.，2005；等等）等。

另有一部分重要文献则关注了风险投资机构的跨国行为。风险投资机构国际化的定义具有双重含义,一方面可以指风险投资机构从其总部所在地以外的市场进行资金募集,另一方面也可以指风险投资机构通过各种进入模式向其总部所在地以外地区的企业进行投资(Wright et al., 2005)。学者们已经探索了跨国基金的组织形式(Hall & Tu, 2003; 等等)、海外项目的来源和筛选(Maula & Mäkelä, 2003; 等等)、跨国项目的估值和结构设计(Wright et al., 2002)、海外项目的投后管理(Pruthi et al., 2003; 等等)。例如, Maula 和 Mäkelä (2003) 通过对被投资企业组合的跟踪检验发现,海外投资者能够帮助新创企业构建全球业务视野,从而显著提高被投企业的国际化程度。

显然,国际风险投资研究领域还有大量进一步发展的空间。现有研究在地域涵盖方面仍有明显的不均衡,一些逐渐崛起的风险投资市场还未被纳入现有的研究视角中。此外,现有研究还主要依赖截面调查数据,需要加强对纵向数据和大样本二手数据的收集利用和分析。当前的主流文献在跨国比较研究(包括宏观层面和微观层面)方面做出了较多努力,需要有更多的研究关注投入到风险投资行业的国际化发展和风险投资机构的国际行为中。

国内文献近年来也逐渐出现了对我国风险投资活动的关注,例如一部分研究探讨了风险投资对我国企业、产业与区域的影响,研究主题包括风险投资机构如何促进企业、行业与地区经济增长与创新(王雷和党兴华, 2008; 武巧珍, 2009)、风险投资对被投企业在资本市场表现的影响(杨晔和邵同尧, 2012; 陈工孟,

2011; 张学勇和廖理, 2011)、风险投资对被投资企业绩效的影响(谈毅和杨晔, 2011)等;还有一部分研究开始关注风险投资机构的行為,例如探究中国风险投资机构的联合投资等(董建卫等, 2012)。但总体而言,国内文献对风险投资问题的研究仍相对匮乏,且并未对我国风险投资市场中的不同主体加以区分和深入探究,海外风险投资机构与本土风险投资机构在资源禀赋、投资目标、行为偏好和投资绩效方面的异同值得我们投入更多研究关注,从而对海外风险投资机构在中国的发展及整个中国风险投资市场获得更加完整和深入的认识。本文力图在风险投资机构的国际行为领域做出进一步贡献,检验海外风险投资机构在中国的投资行为,并重点聚焦于海外风险投资机构与本土风险投资机构的联合投资关系及其绩效结果。

三、理论框架与研究假设

(一) 海外风险投资机构的投资行为: 投资选择与联合投资

相比于发达经济,新兴经济中的风险投资行业面临更严峻的资源约束,具有更多非正式性(Siqueira & Bruton, 2010; Dai et al., 2012)。中国的风险投资行业成长时间较短、发展还并不充分,仍在演化和逐渐成熟的进程中。尽管中国本土风险投资机构成长迅速,但这些本土机构往往运营规模有限,投资知识和专业技能也有待提高(Bruton & Ahlstrom, 2003)。来自发达经济体(最主要是美国)的海外风险投资机构则往往在其母国积累了丰富的投资经验和知识,在资本和网络方面也更具有资源。

尽管海外风险投资机构在资源和专业能力方面具有优势，它们也由于在地理和文化上的距离受到信息摩擦的限制（Deloitte，2010）。海外企业往往面临“外来者劣势”（liability of foreignness）的困境（Zaheer，1995），显然这一劣势也存在于风险投资行业。海外风险投资机构由于在本土知识和本土网络方面存在劣势，而不得不在投资过程中付出额外成本。风险投资的根本难点就是应对来自投资标的企业经营质量和创新本质的不确定性。然而，当海外风险投资机构在另一个国家进行投资时，由于缺乏对本地商务环境的认识会增加不确定性，进而会加剧风险投资机构面临的信息不对称问题。尤其在中国转型经济的环境背景下，这些风险投资者们需要面临更加广泛和复杂的任务和风险（Liu et al.，2006；Lu et al.，2012）。海外风险投资机构需要付出额外努力，来应对波动的非成熟制度环境带来的信息不对称困境。

海外风险投资机构比较难以获得那些信息模糊的本地企业和本地市场环境的“软性（隐性）”信息。它们更倾向于利用其专业技能优势去处理那些信息透明企业的“硬性（显性）”信息。为降低代理成本和道德风险，海外风险投资机构会避免投向那些信息模糊的企业。另外，本土风险投资机构在获取和处理本地信息方面相比海外机构具有明显优势，也对本地市场状况和制度环境有更好的了解。因此，我们对于海外风险投资机构的投资选择提出以下假设：

假设1：海外风险投资机构更倾向于投资信息比较透明的标的企业。

联合投资（Syndication）是指多家风险投资机构合作参与同一投资活动，共同提供所需资

源，并共享投资结果（Lerner，1994）。关于风险投资机构进行联合投资的动因，学者们从多个角度进行了分析，基本可以将其总结为分摊风险（risk sharing）和增加价值（value adding）两方面（Lehmann，2006）。一方面，风险投资活动往往伴随着高风险性，投资结果依赖于市场环境、投资对象的创业行为等多方面要素。因此，当多个风险投资机构进行联合投资时，合作投资机构能够带来更多知识与经验，以便更好地对潜在投资对象进行筛选、监督和协助，从而降低失败风险（Gompers，1995）。同时，当多家风险投资机构共同参与一项投资活动时，每个风险投资机构可以降低在单个投资项目上的资本投入，使其能够在有限的总基金规模下投资多个项目，分摊所募资金的投资风险（Lockett & Wright，1999；Manigart et al.，2006）。另一方面，与合作机构进行联合投资也使风险投资机构有机会获取其他风险投资机构的专业资源和投资专长，从而聚集多方资源并在投资之后提供更优质的增值服务（Lerner，1994）。因此，从风险分摊和增加价值这两个动因考虑，联合投资能够帮助风险投资机构降低与投资对象企业之间的信息不对称，实现更有效的投前筛选和投后管理，提高投资成功的可能性（Lerner，1994；Brander et al.，2002；Manigart et al.，2006）。

对于在中国投资的海外风险投资机构而言，与中国本土风险投资机构进行联合投资具有更重要的价值。与本土企业的合作是海外企业降低“外来者劣势”的重要手段之一。除了上文所讨论的分摊一般风险和增加一般价值两方面，海外风险投资机构和本土风险投资机构之间的

联合投资还进一步具有分摊制度风险 (institutional risk sharing) 和增加本地价值 (local value adding) 的作用。与本土风险投资机构进行合作投资是帮助海外风险投资机构获得合法性和适应中国制度环境的重要途径。通过与本土机构的联合投资, 海外风险投资机构有机会进入本地政府和本地企业的网络关系, 从而缓冲制度风险; 同时, 通过联合投资, 海外风险投资机构能够接触到本土风险投资机构的本土资源和知识, 帮助它们更好地获取和处理本土企业的软性信息, 从而降低信息不对称问题。

因此, 我们认为, 海外风险投资机构能够从与本土风险投资机构的联合投资中降低信息不对称, 提升对本地企业的投前筛选和投后管理的有效性, 因此扩展了它们选择投资对象的范围, 不必局限于信息透明的企业。与本土风险投资机构进行联合投资能够降低海外风险投资机构面临的信息摩擦, 提高了海外机构投向信息透明性略低的本土企业的可能性。我们提出以下假设:

假设 2: 当向信息透明性较低的企业进行投资时, 海外风险投资机构更倾向于与本土风险投资机构进行联合投资。

(二) 海外—本土风险投资机构混合合投: 投资绩效的比较

基于资源基础观, 企业组织就是各种有形和无形资源的集合 (Wernerfelt, 1984), 而企业间的联结关系使合作伙伴之间得以快速获得所需资源、提高组织学习的效率和资源开发利用的速度 (Hamel, 1991)。海外风险投资机构和本土风险投资机构之间能够在联合投资关系中互相提供互补资源, 最终实现协同效应, 获得

更好的投资绩效。

许多研究提出风险投资机构对标的企业进行联合投资能够为投资对象带来更丰富的技能和网络, 因此联合投资与被投企业绩效之间存在正向关系 (Brander et al., 2002; Hochberg et al., 2007)。在国际风险投资活动中, 受到海外风险投资机构和本土风险投资机构混合投资的被投企业不仅能享受到一般联合投资带来的益处, 还能够获得海外—本土风险投资机构混合合投结构带来的特有资源互补优势。一方面, 来自发达国家的海外风险投资机构凭借它们在母国成熟风险投资市场中积累的投资经验, 具有更专业的投资专长和技能; 另一方面, 本土风险投资机构对于本地市场状况和本地市场中创业企业的质量都更加了解, 具有本土信息优势。因此, 当海外风险投资机构和本土风险投资机构进行联合投资时, 丰富的投资专长和对本地企业的精准把握、本地商业环境和全球资本市场知识的结合, 以及海外和本土机构合作带来的其他各种资源都将使风险投资机构对被投企业的价值增加, 从而实现更优的投资绩效。我们提出以下假设:

假设 3: 相比于受到海外风险投资机构或本土风险投资机构单独投资的投资项目, 受到海外风险投资机构和本土风险投资机构联合投资 (即海外—本土风险投资机构混合合投) 的投资项目具有更好的退出绩效。

四、研究方法

(一) 研究数据

本文的主要数据来源于 CVSource 数据库。

CVSource 数据库是由投中集团建立和运营的专业风险投资/私募股权数据库。该数据库已经开始逐渐被国际学者们认可，在其他关于中国风险投资的权威研究中也已被使用（例如 Gu & Lu, 2014）。为保证数据的准确性，我们也收集了中国另一关于风险投资市场的主要数据库 Zorro2IPO 中的数据，用以进行数据对比检查，补充了一部分缺失数据。在一般的国际风险投资研究文献中，常用的数据来源包括 Thomson Financial 旗下的 VentureXpert 数据和 Capital IQ 数据库等国际数据库，虽然这些数据库可靠性较高，是国际风险投资文献中很受信任的数据来源，但当我们将这些数据库中的中国风险投资市场数据和中国本土数据库对比后发现，这些国际数据库在对中国数据的覆盖上存在明显缺失，较大一部分本土风险投资机构及其投资事件信息未被收录。因此，本文通过 CVSource 数据库整理获得的分析数据，为我们探索中国风险投资市场的相关问题提供了更加全面和可靠的实证基础。

原始数据中报告了在中国风险投资市场上的 4276 家风险投资和私募股权机构，以及这些机构在 1989 ~ 2011 年进行的 12233 项投资交易记录。我们对原始数据进行了一系列筛选和处理：首先，我们去除了数据中的全部私募股权投资项目和天使投资项目。其次，参照以往文献（De Clercq & Dimov, 2008），我们仅保留了在本文观测期内有三项或三项以上投资交易记录的风险投资机构，即 372 家具有行业代表性的“活跃”风险投资机构，其中海外风险投资机构 141 家。最后，风险投资往往分为多个轮次的阶段投资，其中首轮投资是风险投资机构

对标的企业的首次资金注入，而后续轮次投资的发生则取决于被投资企业是否取得了重大的发展成就（Gompers, 1995）。在本文分析中，我们仅选取了标的企业接受风险投资机构的首轮投资。因此，本文的最终分析样本为 1989 ~ 2011 年 372 家活跃风险投资机构对 3237 家中国大陆地区企业进行的 3930 项首轮投资交易事件。分析单位为被投资企业层面。

（二）研究变量

上文研究假设的内容分别是关于海外风险投资机构的投资选择、何时采用与本土风险投资机构的联合投资，以及海外—本土风险投资机构联合投资绩效结果的。我们分别采用以下三个因变量对其进行刻画：海外风险投资机构参与投资、海外—本土风险投资机构混合合投、退出绩效，其定义和测量如下：

海外风险投资机构参与投资。该变量为哑变量。对每一家被投资企业，我们识别了参与其首轮融资的全部风险投资机构，看是否有至少一家海外风险投资机构。如果在首轮投资中有海外风险投资机构参与（可以为海外风险投资机构独立投资或海外—本土风险投资机构联合投资），则对该变量赋值为“1”，否则为“0”。

海外—本土风险投资机构混合合投。该变量为哑变量。对每一家被投资企业，我们识别了参与其首轮融资的全部风险投资机构，看是否同时有海外风险机构和本土风险投资机构。如果该被投资企业在首轮融资中同时被海外风险机构和本土风险投资机构进行投资，则对该变量赋值为“1”，否则为“0”。

退出绩效。该变量为哑变量。由于风险投

资机构较少披露其投资回报，并没有公开可得的数据来源能够报告这一指标，因此我们遵循文献中的惯例方法，用退出事件来衡量被投项目的绩效（Brander et al., 2002）。IPO 上市和被并购通常被认为是成功的退出事件。对于每一家被投企业，我们观测其截止到 2014 年底的状态，如果该企业实现了 IPO 上市或被并购，则对该变量赋值为“1”，否则为“0”。

以下列示了本文的其他核心解释变量的定义和测量：

为测量被投企业的信息透明化程度，我们从被投企业的行业特征和地区特征中分别选取了两个指标。第一个指标是战略新兴产业。中国国务院在第十二个五年规划中提出了 7 大战略新兴产业，包括节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料行业。我们将数据中所有被投资企业按所在行业进行了分类，形成了战略新兴产业的哑变量。在战略新兴产业中的被投资企业对于海外风险投资机构而言，往往具有更严峻的信息不对称和不确定性，因为这些行业在发展的初期阶段缺乏可供参考的过往经验和成熟的商业模式，并且这些行业受到国家政策扶持，含有海外风险投资机构并不了解的政府相关信息。如果被投企业属于这 7 大战略新兴产业之一，对该变量赋值为“1”，否则为“0”。第二个指标是被投企业所在地区的市场化程度。市场化程度表征了投资所在地区制度环境的成熟性。市场化指数越高，当地制度环境越成熟。市场化程度较高的地区具有更通畅的信息披露渠道和相对更加透明的市场环境，其环境与海外发达市场的相似性也更高。因此，在市场化

程度较高地区的企业对于海外风险投资机构而言信息更加透明。我们采用了樊纲（2011）对中国各省（市、区）的市场化指数测量，将其滞后地放入了分析模型。

在检验假设 1 和假设 2 时，我们还控制了有关被投企业的其他变量。我们控制了被投资企业年龄，用被投资企业成立年份和获得首轮投资年份之间的年份差来计算（对数转换）；同时，我们还在所有模型中都加入了一系列省份哑变量以控制地区差异；最后，我们还控制了年份固定效应。

在检验假设 3 时，除上述变量，我们进一步控制了可能影响投资绩效的其他风险投资机构层面的因素。具体地，我们控制了对该被投资企业进行首轮投资的风险投资机构地位（Dimov & Milanov, 2010）、经验和年龄。风险投资机构地位用风险投资机构在过去三年投资形成的网络中心度来测量；风险投资机构投资经验基于当前投资之前的全部首轮投资项目的个数（对数转换）来计算；风险投资机构年龄为风险投资成立年份和当前投资年份之间的年份差（对数转换）。由于对同一被投资企业的首轮投资可能有多家风险投资机构参与，即联合投资的情形，这时以上风险投资机构有关变量为所有参与该被投资企业首轮投资的风险机构的平均地位、平均经验和平均年龄。

五、实证分析结果

表 1 报告了变量的均值、标准差和相关分析。所有变量的 VIF 均小于 4，说明不存在共线性问题。

表 1 描述性统计与相关性分析

序号	变量	均值	标准差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	海外风险投资机构参与投资	0.32	0.46	1.00										
2	海外—本土风险投资机构混合合投	0.06	0.24	0.37	1.00									
3	退出绩效	0.22	0.41	0.01	0.03	1.00								
4	海外风险投资机构单独投资	0.26	0.44	0.86	-0.15	-0.00	1.00							
5	本土风险投资机构单独投资	0.68	0.46	-1.00	-0.37	-0.01	-0.86	1.00						
6	市场化水平	8.65	1.94	0.01	0.01	-0.19	-0.00	-0.01	1.00					
7	战略新兴产业	0.58	0.49	-0.06	-0.04	0.02	-0.04	0.06	-0.06	1.00				
8	风险投资机构地位	0.04	0.05	0.33	0.08	-0.04	0.31	-0.33	0.06	-0.04	1.00			
9	风险投资机构经验	2.36	1.38	0.09	0.05	-0.15	0.06	-0.09	0.31	-0.02	0.68	1.00		
10	风险投资机构年龄	1.8	0.7	0.04	0.01	-0.11	0.04	-0.04	0.28	-0.02	0.35	0.70	1.00	
11	被投资企业年龄	1.51	0.95	-0.16	-0.05	0.04	-0.14	0.16	0.18	-0.05	0.00	0.17	0.20	1.00

注：绝对值大于等于 0.04 的相关系数在 0.05 水平上显著。

第一，为检验假设 1，我们分析了海外风险投资机构对投资项目信息透明程度的选择倾向。我们采用 Logit 模型来估计海外风险投资机构参与在某一特定被投资企业首轮融资的可能性，结果如表 2 所示。Logit 回归估计了事件发生的对数概率（log odds），为了更清晰地解释本文结果，我们通过对数概率计算了事件发生的概率比（odds ratio），即回归系数的指数转换。这组分析样本包含了在本文研究时间窗内中国大陆地区所有向风险投资机构首轮融资的被投资企业。因变量为一个表征是否有海外风险投资机构参与该被投资企业首轮融资的哑变量，自变量是该投资项目的信息透明程度，即如上文所示的是否属于战略新兴产业、所在地区的市场化程度两个指标。其他被企业的相关特征——被投资企业年龄、省份哑变量、投资年份哑变量在所有模型中均被控制。

模型 1 仅包含了全部控制变量。结果显示被投资企业年龄与海外风险投资机构参与投资可

能性显著负相关（ $r = -0.17, p < 0.01$ ），说明海外风险投资机构更倾向于投资年轻的被投资企业。模型 2 加入了被投资企业所在地区的市场化程度作为自变量。结果显示，被投资企业所在地区的市场化程度与海外风险投资机构参与投资的可能性显著正相关（ $r = 0.19, p < 0.1$ ），说明海外风险投资机构更倾向于投资到市场化程度较高地区的企业。即在其他条件不变的情况下，投资对象企业所在环境的市场化程度每增加一个单位，海外风险投资机构参与该投资项目的概率将提升 20.82%。在模型 3 中，我们将被投资企业是否处于战略新兴产业作为自变量。结果显示，企业处于战略新兴产业与海外风险投资机构参与投资可能性显著负相关（ $r = -0.26, p < 0.01$ ），说明海外风险投资机构较少投向战略新兴产业的企业。即在其他条件不变的情况下，投资对象企业若处于战略新兴产业，海外风险投资机构参与该投资项目的概率将下降 22.71%。正如前文所讨论的，投资所在

地区市场化程度、企业是否处于战略新兴产业是衡量投资项目对于海外风险投资机构信息透明度的两个指标。因此，实证结果支持了本文

假设 1：海外风险投资机构更倾向于投资本地信息比较透明的标的企业。

表 2 对海外风险投资机构参与投资的逻辑回归结果

因变量：海外风险投资机构参与投资	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
信息透明度测量				
关于地区—市场化水平		0. 1891 ⁺ (0. 1124)		0. 1900 ⁺ (0. 1136)
关于行业—战略新兴产业			-0. 2576 ^{**} (0. 0888)	-0. 2580 ^{**} (0. 0888)
被投资企业年龄	-0. 1650 ^{**} (0. 0524)	-0. 1648 ^{**} (0. 0523)	-0. 1749 ^{***} (0. 0523)	-0. 1745 ^{***} (0. 0522)
投资所在省份哑变量	Yes	Yes	Yes	Yes
投资年份哑变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	1. 4089 ^{***} (0. 3659)	0. 4697 (0. 6664)	1. 5786 ^{***} (0. 3633)	0. 6346 (0. 6719)
卡方	428. 1889	435. 1971	431. 6758	439. 2535
对数似然值	-1587. 764	-1586. 423	-1583. 569	-1582. 222
样本量	2992	2992	2992	2992

注：***、**、*、+ 分别表示在 0. 001、0. 01、0. 05、0. 1 的水平下显著；括号中的数值表示稳健估计的标准误。

第二，为检验假设 2，我们分析了海外风险投资机构在何种投资项目中会与本土风险投资机构形成混合联合投资。由于我们所关心的是海外风险投资机构的联合投资决策，所以这组分析所用样本仅包含了海外风险投资机构参与投资的全部被投资企业。那些在首轮融资中只向本土风险投资机构融资的被投资企业样本被剔除。我们采用了 Logit 模型来估计海外风险投资机构在某一特定投资项目中与本土风险投资机构进行联合投资的可能性，结果如表 3 所示。因变量为一个表征是否为海外—本土风险投资机构混合合投的哑变量，自变量是该投资项目的信息透明程度，即是否处于战略新兴产业、所在

地区的市场化程度两个指标。其他被投企业的相关特征——被投资企业年龄、省份哑变量、投资年份哑变量在所有模型中均被控制。

模型 1 仅包含了所有控制变量。模型 2 加入了被投资企业所在地区的市场化程度作为自变量。结果显示，被投资企业所在环境的市场化程度与海外风险投资机构在该项目中选择与本土风险投资机构进行联合投资的可能性显著负相关 ($r = -0. 51$, $p < 0. 1$)，说明当在市场化程度较低的地区投资时，海外风险投资机构更倾向于与本土风险投资机构进行联合投资，其他条件不变的情况下，投资对象企业所在环境的市场化程度每增加一个单位，海外风险投资机

构在该项目中与本土风险投资机构进行联合投资的概率将下降 39.82%。在模型 3 中，我们将被投企业是否处于战略新兴产业作为自变量。结果显示，企业是否处于战略新兴产业与海外—本土风险投资机构混合合投形成的可能性无显著关系。因此，实证结果部分支持了假设 2。仅就市场化程度这一信息透明度的衡量指标

而言，结果证实了当向信息透明性较低的企业进行投资时，海外风险投资机构更倾向于与本土风险投资机构进行联合投资。与本土风险投资机构的合作降低了海外风险投资机构面临的信息摩擦，使得它们能够更多地投向市场制度成熟性较低的地区。

表 3 对海外—本土风险投资机构混合合投的逻辑回归结果

因变量：海外—本土风险投资机构混合合投	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
信息透明度测量				
关于地区—市场化水平		-0.5078 + (0.2867)		-0.5130 + (0.2876)
关于行业—战略新兴产业			-0.1727 (0.1747)	-0.1780 (0.1756)
被投企业年龄	-0.0531 (0.0944)	-0.0483 (0.0948)	-0.0652 (0.0950)	-0.0611 (0.0955)
投资所在省份哑变量	Yes	Yes	Yes	Yes
投资年份哑变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	-2.6308 *** (0.7704)	-0.1247 (1.5239)	-2.5389 ** (0.7805)	-0.0014 (1.5404)
卡方	37.05266	40.05511	39.21037	42.14282
对数似然值	-441.6957	-440.0422	-441.2116	-439.5307
样本量	949	949	949	949

注：***、**、*、+ 分别表示在 0.001、0.01、0.05、0.1 的水平下显著；括号中的数值表示稳健估计的标准误。

第三，为检验假设 3，我们分析了海外—本土风险投资机构混合合投的绩效表现。这组分析的样本构成与假设 1 的检验相同，即被投企业的完整样本。我们采用 Logit 模型估计了某一特定被投企业实现成功退出的可能性，结果如表 4 所示。因变量是一个表征被投企业实现 IPO 上市或被并购的哑变量。自变量为表征该被投企业的首轮融资是否为海外—本土风险投资机构混合合投的哑变量。与投资机构特征、被投

企业特征有关的其他变量均被控制——风险投资机构地位、风险投资机构经验、风险投资机构年龄、被投企业所在地区市场化程度、被投企业是否为战略新兴产业、被投企业年龄、被投企业地区哑变量、投资年份哑变量。

模型 1 仅包含了所有控制变量。结果显示，风险投资机构年龄与退出绩效显著正相关（ $r = 0.38$ ， $p < 0.001$ ），即成立时间越长的企业越可能实现成功退出。这显然是合理的，因为成立

时间更长的企业在获得风险投资之前有更长的发展历程，商业模式更成熟，增长潜力更清晰。模型 2 加入了自变量——海外—本土风险投资机构混合合投。结果显示，被海外风险投资机构和本土风险投资机构联合投资与成功退出的可能性显著正相关（ $r = 0.33$ ， $p < 0.1$ ），受到混合合投的被投资企业比起那些单独受到海外机构或本土机构投资的企业具有更优的退出绩效表现，即在其他条件不变的情况下，受到海外—本土风险投资机构混合合投的企业比其他企业实现成功退出的概率将提升 38.85%。因此，本文假设 3 获得支持。

我们进一步比较了三类不同融资来源的被投资企业退出绩效——受到海外—本土风险投资机构混合合投的、仅受到海外风险投资机构投资的、仅受到本土风险投资机构投资的。于是在模型 3 中，我们构建了两个哑变量，分别是指代本土风险投资机构单独投资、海外风险投

资机构单独投资的指标。每一个指标都与被省略的基线组（即海外—本土风险投资机构混合合投）进行比较。结果显示，相比于海外—本土风险投资机构混合合投，受到本土机构单独投资和受到海外机构单独投资都与被投资企业退出绩效负相关。但从统计显著性上看，受到海外风险投资机构单独投资相比于海外—本土混合合投与被投资企业的退出绩效具有显著负向关系（ $r = -0.39$ ， $p < 0.1$ ），在其他条件不变的情况下，相比于受到混合合投的企业，仅受到海外风险投资机构单独投资的企业实现成功退出的概率将降低 32.17%。这一发现说明，由于海外风险投资机构和本土风险投资机构之间具有资源互补性，受到两者混合合投的被投资企业能够获得最优的绩效。但受到海外风险投资机构单独投资的被投资企业具有最大劣势，退出绩效显著较低。

表 4 对风险投资退出绩效的逻辑回归结果

因变量：退出绩效	模型 1	模型 2	模型 3
海外—本土风险投资机构混合合投		0.3282 ⁺ (0.1853)	基线组
海外风险投资机构单独投资			-0.3881 ⁺ (0.1995)
本土风险投资机构单独投资			-0.2859 (0.1926)
风险投资机构地位	-0.0061 (1.3076)	-0.0834 (1.3150)	0.2925 (1.3759)
风险投资机构经验	-0.0850 (0.0726)	-0.0901 (0.0728)	-0.0986 (0.0738)
风险投资机构年龄	0.0508 (0.0948)	0.0581 (0.0952)	0.0642 (0.0958)
被投地区市场化水平	-0.1612 (0.1227)	-0.1571 (0.1227)	-0.1559 (0.1229)

续表

因变量：退出绩效	模型 1	模型 2	模型 3
被投行业为战略新兴产业	0.0631 (0.0980)	0.0680 (0.0982)	0.0671 (0.0983)
被投资企业年龄	0.3826 *** (0.0554)	0.3868 *** (0.0554)	0.3859 *** (0.0554)
投资所在省份哑变量	Yes	Yes	Yes
投资年份哑变量	Yes	Yes	Yes
常数项	0.2847 (0.7175)	0.2397 (0.7195)	0.5649 (0.7377)
卡方	285.9046	287.2113	287.7693
对数似然值	-1373.522	-1372.056	-1371.74
样本量	2987	2987	2987

注：***、**、*、+ 分别表示在 0.001、0.01、0.05、0.1 的水平下显著；括号中的数值表示稳健估计的标准误。

六、结论与讨论

本文研究了海外风险投资机构在中国的投
资行为并重点关注了海外风险投资机构和中国
本土风险投资机构之间的联合投资关系，分析
了海外风险投资机构与本土风险投资机构联合
投资的前提因素和绩效表现。实证结果表明，
海外风险投资机构更倾向投资于信息透明的创
业企业。它们的投资标的企业比较不容易是战
略新兴产业中的企业或制度环境欠发达地区的
企业。在投资这类信息不透明的企业时，海外
风险投资机构更倾向于与本土风险投资机构进
行联合投资。通过与本土投资机构形成合作伙
伴关系，海外风险投资机构投资更容易投向欠
发达地区的企业。在研究海外风险投资机构与
本土风险投资机构的联合投资绩效表现时，我
们发现，受到海外和本土风险投资机构混合合
投的企业在退出绩效方面要明显优于单独被海
外风险投资机构或本土风险投资机构投资的企
业，其中由海外风险投资机构单独投资的企业

的退出绩效最差。本文假设 1 和假设 3 获得完
全支持；由于投向战略新兴产业和海外风险投
资机构与本土机构进行联合投资可能性之间没
有发现显著关系，假设 2 获得了部分支持。一个
可能的原因是本土风险投资机构对战略新兴
产业也同样只有有限的经验。尽管本土风险投
资机构对于政府政策和当地市场环境有更深刻
的认知，但战略新兴产业的新兴本质对于本土
风险投资机构而言也存在很大不确定性和信息
不对称问题，使得本土风险投资机构的信息优
势并不够显著。对于本土信息不对称程度的测
量，本文也存在一定局限性，在未来研究中应
探索更加准确丰富的指标，从而更好地认识风
险投资机构在不确定环境下的投资行为。

总体而言，本文的研究发现，对海外风险
投资机构的投资行为和绩效表现研究带来了新
的视角和结论。我们试图更好地理解发达国家的
风险投资机构是如何向发展中市场扩张、表
现出怎么样的投资行为的，并为风险投资国际
化文献做出一定贡献（Wright et al.，2005）。
同时，本文也为跨国风险投资的联合投资文献

提供了新的证据 (Manigart et al., 2006)。我们检验了海外一本土风险投资机构混合合投的前提因素和绩效表现。我们延伸了现有文献, 证明海外风险投资机构与本土机构的联合投资对标的企业的绩效具有显著影响。海外风险投资机构与其他海外企业一样, 具有一定的外来者劣势 (liability of foreignness), 这种劣势对风险投资行业也造成了影响 (Zaheer, 1995), 使得海外风险投资机构由于缺乏本地知识而需要付出额外成本来应对更严重的信息不对称困境。在中国转型制度环境下, 不断变化的政府政策、还不够成熟的创新创业环境都加剧了风险投资机构在应对标的企业时所面临的信息不对称。海外风险投资机构单打独斗时, 往往具有劣势, 因此投资绩效不尽如人意。海外风险投资机构和本土风险投资机构进行联合投资能够实现资源的互补, 给合作双方都带来组织学习的重要机会, 并带来更优的投资绩效。本文对海外与本土风险投资机构区别和互动的研究仅仅是一个开始, 在未来研究中, 我们将对海外风险投资机构和本土风险投资机构在信息识别、风险感知、投资行为上的差异进行更深入的探索, 挖掘海外与本土机构在互动关系中产生的竞争与学习的模式与结果; 同时, 我们也将进一步引入外部制度环境因素, 探讨海外和本土风险投资机构在政策和环境动态变化下的行为与绩效。

本文也对海外风险投资机构和本土风险投资机构提供了一定的实践启示。不同类型的风险投资机构具有差异化的资源禀赋、知识储备和相对优势, 需要互相合作, 进行资源互补, 以实现协同效应。海外风险投资机构能给本土机构提供专业化的投资技能和国际视野, 而本

土风险投资机构能给海外机构带来关于本土市场和企业的更深入了解和信息渠道。两者都应提升组织学习能力, 在合作中提升战略能力, 从而更好地应对中国新兴风险投资市场中的机遇与挑战。

(接受编辑: Sali Li

收稿日期: 2016 年 9 月 12 日

接受日期: 2017 年 1 月 13 日)

参考文献

- [1] 陈工孟、俞欣、寇祥河:《风险投资参与对中资企业首次公开发行折价的影响——不同证券市场的比较》,《经济研究》,2011 年第 5 期。
- [2] 董建卫、党兴华、梁丽莎:《主风险投资机构声誉与联合投资辛迪加规模研究》,《科技进步与对策》,2013 年第 24 期。
- [3] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》,经济科学出版社,2011。
- [4] 谈毅、杨晔:《创业投资对企业长期绩效的影响——基于我国中小企业板的实证研究》,《上海经济研究》,2011 年第 5 期。
- [5] 王雷、党兴华:《R&D 经费支出,风险投资与高新技术产业发展——基于典型相关分析的中国数据实证研究》,《研究与发展管理》,2008 年第 4 期。
- [6] 武巧珍:《风险投资支持高新技术产业自主创新的路径分析》,《管理世界》,2009 年第 7 期。
- [7] 杨晔、邵同尧:《基于面板数据的风险投资与区域创新因果关系研究》,《管理评论》,2012 年第 6 期。
- [8] 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 年第 6 期。
- [9] Aylward, A. 1998. Trends in venture capital financing in developing countries. *IFC Discussion Paper No.*

36. Washington, DC: World Bank.

[10] Black, B., & Gilson, R. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47 (3), 243 – 277.

[11] Brander, J., Amit, R., & Antweiler, W. 2002. Venture capital syndication: Improved venture selection versus the value – added hypothesis. *Journal of Economics and Management Strategy*, 11 (3), 423 – 452.

[12] Bruton, G., & Ahlstrom, D. 2003. An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West. *Journal of Business Venturing*, 18 (2), 233 – 259.

[13] Bruton, G., Fried, V., & Manigart, S. 2005. Institutional influences on the worldwide expansion of venture capital. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29 (6), 737 – 760.

[14] Bygrave, W., & Timmons, J. 1999. Venture capital: Predictions and outcomes. In Wright, M. and Robbie, K. (eds), *Management Buy – outs and Venture Capital: Into the Next Millennium*. Cheltenham: Edward Elgar, 2, 38 – 56.

[15] Dai, N., Jo, H., & Kassiech, S. 2012. Cross – border venture capital investments in Asia: Selection and exit performance. *Journal of Business Venturing*, 27 (6), 666 – 684.

[16] De Clercq, D., & Dimov, D. 2008. Internal knowledge development and external knowledge access in venture capital investment performance. *Journal of Management Studies*, 45 (3), 585 – 612.

[17] Deloitte, 2010. *Global trends in venture capital: Outlook for the future*.

[18] Dimov, D., & Milanov, H. 2010. The interplay of need and opportunity in venture capital investment

syndication. *Journal of Business Venturing*, 25 (4), 331 – 348.

[19] EVCA. 1999. *Venture capital in Europe*. Zaventem: European Venture Capital Association.

[20] Gompers, P. A. 1995. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1461 – 1489.

[21] Gompers, P., & Lerner, J. 1998. Venture capital distributions: Short – run and long – run reactions. *Journal of Finance*, 53 (6), 2161 – 2183.

[22] Gu, Q., & Lu, X. 2014. Unraveling the mechanisms of reputation and alliance formation: A study of venture capital syndication in China. *Strategic Management Journal*, 35 (5), 739 – 750.

[23] Hall, G., & Tu, C. 2003. Venture capitalists and the decision to invest overseas. *Venture Capital*, 5 (2), 181 – 190.

[24] Hamel, G. 1991. Competition for competence and inter – partner learning within international strategic alliances. *Strategic Management Journal*, 12 (S1), 83 – 103.

[25] Hochberg, Y., Ljungqvist, A., & Lu, Y. 2007. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *Journal of Finance*, 62 (1), 251 – 301.

[26] Jeng, L., & Wells, P. 2000. The determinants of venture capital funding: Evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6 (3), 241 – 289.

[27] Kenney, M., Han, K., & Tanaka, S. 2002. Adapting to strange environments: Venture capital in Japan, Korea and Taiwan. Paper presented at the 2002 *Annual Meeting of the Academy of International Business*, San Juan, Puerto Rico.

[28] Lehmann, E. 2006. Does venture capital syndication spur employment growth and shareholder value? Evi-

dence from German IPO data. *Small Business Economics*, 26 (5), 455 – 464.

[29] Lerner, J. 1994. The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 16 – 27.

[30] Liu, M. M., Zhang, J. A., & Hu, B. 2006. Domestic VCs versus foreign VCs: A close look at the Chinese venture capital industry. *International Journal of Technology Management*, 34 (1/2), 161 – 184.

[31] Lockett, A., & Wright, M. 1999. Venture Capital Syndication. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 303 – 324.

[32] Lockett, A., & Wright, M. 2002. Venture capital in Asia and the Pacific Rim. *Venture Capital*, 4 (3), 183 – 196.

[33] Lu, H., Tan, Y., & Huang, H. 2013. Why do venture capital firms exist: An institution – based rent seeking perspective and Chinese evidence. *Asia Pacific Journal of Management*, 30 (3), 921 – 936.

[34] Manigart, S., 1994. The founding rate of venture capital firms in three European countries (1970 – 1990). *Journal of Business Venturing*, 9 (6), 525 – 541.

[35] Manigart, S., Bruining, H., Desbrieres, P., Landstrom, H., Lockett, A., Meulemann, M., et al. 2006. Why do European Venture Capital companies syndicate? *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 30, 131 – 153.

[36] Maula, M., & Mäkelä, M. 2003. Cross – border venture capital. In Hyytinen, A. and Pajarinen, M. (eds), *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Helsinki: Taloustieto, 269 – 291.

[37] Megginson, W. 2004. Toward a global model of venture capital? *Accenture Journal of Applied Corporate Fi-*

nance, 16 (1), 7 – 26.

[38] Nye, D., & Wasserman, N. 1999. Patterns of VC evolution: Comparing the Israeli and Indian venture capital industries. *Journal of Private Equity*, 3 (1), 26 – 48.

[39] Patricof, A. 1989. The internationalization of venture capital. *Journal of Business Venturing*, 4, 227 – 230.

[40] Pruthi, S., Wright, M., & Lockett, A. 2003. Do foreign and domestic venture capital firms differ in their monitoring of investees? *Asia Pacific Journal of Management*, 20 (2), 175 – 204.

[41] Siqueira, A., & Bruton, G. 2010. High – technology entrepreneurship in emerging economies: Firm informality and contextualization of resource – based theory. *Transactions on Engineering Management*, 57, 39 – 50.

[42] Tan, J., Zhang, W., & Xia, J. 2008. Managing risk in a transitional environment: An exploratory study of control and incentives mechanisms of venture capital firms in China. *Journal of Small Business and Management*, 46 (2), 263 – 285.

[43] Wernerfelt, B., 1984. A resource – based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5, 171 – 180.

[44] Wright, M., Pruthi, S., & Lockett, A. 2002. Internationalization of Western venture capitalists into emerging markets: Risk assessment and information in India. *Small Business Economics*, 19 (1), 13 – 29.

[45] Wright, M., Pruthi, S., & Lockett, A. 2005. International venture capital research: From cross – country comparisons to crossing borders. *International Journal of Management Reviews*, 7 (3), 135 – 165.

[46] Zaheer, S. 1995. Overcoming the liability of foreignness. *Academy of Management Journal*, 38 (2), 341 – 363.