

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2020.03.003

风险投资对企业增值效应的作用机制 与调节因素分析

林建秀

(集美大学财经学院, 福建厦门 361021)

摘要: 风险投资是否为企业带来增值效应存在增值论、筛选论及损害论三种不同的理论解释。风险投资通过增值服务机制、治理机制与信号传递机制为企业带来增值效应, 但是风险投资并不必然给企业带来增值效应, 其受风险投资机构及其管理人特质、被投资企业及其管理团队特征以及风险投资与被投资企业管理团队间关系的调节。风险投资提供非资本服务与企业差异化需求相适应是增值服务机制发挥作用的前提, 风险投资与企业关系契合既是治理机制发挥作用的基础, 也是增值服务机制发挥作用的条件。风险投资与企业间非资本服务的供需契合与关系契合是风险投资介入企业以及企业选择风险投资时考虑的重要因素。

关键词: 风险投资; 非资本服务; 增值效应

中图分类号: F272.5

文献标识码: A

文章编号: 2095-8072(2020)03-0025-13

风险投资在企业成立或发展之初投入资金, 并不同程度地介入企业, 以自身人力资本与社会资源在战略指导、治理监督、外部资源获取以及成为创业者导师方面为企业提供非资本服务。风险投资提供的非资本服务是否给企业带来增值效应至今未达成一致的结论。目前的主流观点认为风险投资为企业带来增值效应, 同时也有研究表明, 风险投资的介入与企业增值无关, 甚至不利于企业增值。风险投资为企业带来增值效应受制于特定的情景, 如风险投资仅对特定发展阶段^①或不确定性程度较高的企业具有增值效应^②。风险投资对企业的增值效应也受企业管理团队特征^③以及风险投资与企业管理团队间关系的影响^④。本文梳理了风险投资对企业增值效应的理论基础、作用机制以及调节因素, 分析风险投资是否、如何以及在哪些情景下为企业带来增值效应。分析发现: 风险投资有别于其他金融中介的特征使其对企业具有不同程度的信号传递作用, 其提供的非资本服务与企业差异化需求相适应是增值服务机制发挥作用的前提, 风险投资与企业间关系契合既是治理机制发挥作用的基础, 也是增值服

① N. Rosenbusch, J. Brinchmann, and V. Muller, "Does Acquiring Venture Capital Pay off for the Funded Firms? A Meta-analysis on the Relationship between Venture Capital Investment and Funded Firm Financial Performance", *Journal of Business Venturing*, 2013, 28(3):335-353.

② H. J. Sapienza, S. Manigart, and W. Vermeir, "Venture Capital Governance and Value Added in Four Countries", *Journal of Business Venturing*, 1996, 11(6): 439-469.

③ J. Barney, L. W. Busenitz, J. O. Fiet, and D. D. Moesel, "New Venture Team' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms", *Journal of Business Venturing*, 1996, 11(4):257-272.

④ M. Maunula, The Perceived Value-added of Venture Capital Investors. Evidence from Finnish Biotechnology Industry, ETLA Discussion Paper, No. 1030, 2006.

制发挥作用的条件。

一、风险投资对企业增值效应的理论假说

风险投资是否为企业带来增值效应存在三种观点：一是风险投资的非资本服务为企业带来增值效应，即增值论；二是企业获得风险资本后的增值表现是风险投资筛选的结果，即筛选论；三是风险投资为追求自身利益而给企业带来不利的影响，即损害论。

（一）增值论

风险投资进入企业之后，成为企业资金的提供者与咨询方，企业选择风险投资为其提供资金与指导是双方为缓解双边道德风险的最优选择。^①风险投资具备为企业提供非资本服务的能力与动力，其通常拥有成功企业家所具有的创业与运营经历，或具有跨行业投资经验，风险投资提供除资本之外的支持有助于处在成立或发展初期的企业降低所面临的巨大不确定性与资源缺乏，为企业生存与发展提供帮助，最终通过企业成长与盈利为风险资本带来投资回报。众多研究证实，风险投资利用自身的专业能力及外部资源为被投资企业提供非资本服务，具体表现为对企业的战略指导、治理监督、外部资源获取及作为创业者导师。^②从财务表现看，有风险投资参与的企业具有更好的财务业绩，风险投资在企业IPO之后继续支持企业的行为使企业实现更好的长期业绩。^③在经营业绩层面，风险投资有利于企业创新、提升智力资本和企业专业化运营，较快使产品进入市场。^④从组织层面的业绩看，风险投资提高企业的治理水平，为企业带来更快的成长性，降低企业发生财务困境的可能性，提高存活率。^⑤此外，初创企业投资者和部分内部管理者希望企业通过商业化实现其持股的目的，有风险投资参与的企业具有更大的可能性通过IPO或并购实现商业化。在IPO环节，有风险投资的企业折价率更低。^⑥

① C. Casamatta, "Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists", *Journal of Finance*, 2003, 58(5): 2059-2086.

② T. T. Tyebjee, and A.V. Bruno, "Model of Venture Capitalist Investment Activity", *Management Science*, 1984, 30(9): 1051-1066; H. J. Sapienza, and J. A. Timmons, "The Roles of Venture Capitalists in New Ventures: What Determines Their Importance", *Academy of Management Best Papers Proceedings*, 1989, 16(1): 74-78; D. Politis, "Business Angels and Value Added: What Do We Know and Where Do We Go?", *Venture Capital*, 2008, 10(2): 127-147.

③ J. A. C. Baum, and B. S. Silverman, "Picking Winners or Building Them? Alliance, Intellectual, and Human Capital as Selection Criteria in Venture Financing and Performance of Biotechnology Startups", *Journal of Business Venturing*, 2004, 19(3): 411-436; B. Jain, and O. Kini, "Venture Capitalist Participation and the Post-issue Operating Performance of IPO Firms", *Managerial and Decision Economics*, 1995, 16(16): 593-606.

④ S. Kortum, and J. Lerner, "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation", *The RAND Journal of Economics*, 2000, 31(4): 674-692; T. Hellmann, and M. Puri, "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, 2002, 57(1): 169-197; T. Hellmann, and M. Puri, "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", *Review of Financial Studies*, 2000, 13(4): 959-984.

⑤ T. L. Campbell, and M. B. Frye, "Venture Capitalist Monitoring: Evidence from Governance Structure", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009, 49(2): 265-282; T. J. Chemmanur, K. Krishnan, and D. Nandy, "How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface", *Review of Financial Studies*, 2011, 24(12): 4037-4090; M. Puri, and R. Zaruskie, "On the Life Cycle Dynamics of Venture-capital and Non-venture-capital-financed Firms", *Journal of Finance*, 2012, 67(6): 2247-2293.

⑥ D. H. Hsu, "Venture Capitalists and Cooperative Start-up Commercialization Strategy", *Management Science*, 2006, 52(2): 204-219; W. L. Megginson, and K. A. Weiss, "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 1991, 46(3): 879-903.

(二) 筛选论

相比其他金融中介, 风险投资具备更强的能力降低信息不对称风险。在决定投资企业前, 风险投资会充分利用其专业能力, 搜集信息、分析和评估投资机会。风险投资会选择盈利能力较强和劳动生产率、销售增长率及研发投入较高的企业作为投资对象。^①因而, 通过风险投资评估筛选的企业在风险资本进入前就优于未接受风险资本的企业, 获得风险投资的企业之所以具有更好的表现, 并非风险投资后所带来的增值效应, 而是风险投资的筛选能力所致。有研究认为, 风险投资的参与并没有对高新技术企业的技术创新能力产生显著影响, 在对企业长期业绩的影响方面, 风险投资对企业IPO之后的经营绩效无显著差异。^②

(三) 损害论

风险投资的目的是为企业成长并最终获取投资回报, 尤其是独立的合伙型投资基金, 其投资期限受制于与合伙人的契约, 为履行与合伙人之间的契约, 风险投资需要在一定期间内赎回资本, 以向合伙人实施分配。风险投资退出并获取回报的途径是被投资企业实现IPO或作为目标企业被成功并购。对于创业者及其团队而言, 目的除了追求财富最大化, 还可能包括个人价值实现的需求, 企业上市或出售并非其考虑的首要因素。相对于创业团队, 侧重追求短期利益的风险投资存在规避风险的倾向, 导致其看中的不是企业创新而是企业创新的商业化程度。Jeng和Well通过对21个国家的样本研究发现, 促进创新并不是风险投资的主要动机, 通过帮助被投资企业上市来获利才是风险投资最主要的驱动力。^③Stuck和Weingarten针对全球范围内800家电子高科技企业上市后表现的对比研究发现, 这些企业的创新水平稳步下滑, 有风险投资参与的企业的创新水平逐渐趋向于与没有风险投资参与的企业相当。^④对国内企业的研究也表明, 风险投资介入与企业研发投入负相关, 且总体上降低企业的创新水平。^⑤其次, 风险投资管理(通常作为风险投资基金的普通合伙人)所关注的是组合投资的整体收益, 并将有限的精力分配在已投资的企业和寻找新的投资项目, 其中对已投资企业所投入的用于增值服务的时间取决于管理人成本与收益的权衡。由此可能导致风险投资与企业之间存在目标冲突及在增值服务供需方面不协调, 最终给企业带来的不是增值而是价值损害。在IPO抑价方面, 风险投资为能顺利募集资金, 需要向市场传

① R. Amit, J. Brander, and C. Zott, "Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence", *Journal of Business Venturing*, 1998, 13(6): 441-466; S. Kaplan, and P. Stromberg, "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring", *American Economic Review*, 2001, 91(2): 426-430; D. Guo, and K. Jiang, "Venture Capital Investment and the Performance of Entrepreneurial Firms: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 2013, 22(9): 375-395.

② H. Lahr, and A. Mina, "Venture Capital Investments and the Technological Performance of Portfolio Firms", *Research Policy*, 2016, 45(1): 303-318; L. Bottazzi, and M. D. Rin, "Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies", *Economic Policy*, 2002, 34(4): 229-269; 吴育辉, 吴翠凤, 吴世农. 风险资本介入会提高企业的经营绩效吗?——基于中国创业板上市公司的证据[J]. 管理科学学报, 2016(7): 85-101.

③ L. A. Jeng, and P.C.Wells, "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries", *Journal of Corporate Finance*, 2000, 6(3): 241-289.

④ B.Stuck, and M.Weingarten, "How Venture Capital Thwarts Innovation", *IEEE Spectrum*, 2005, 42(4): 50 - 55.

⑤ 苟燕楠, 董静. 风险投资背景对企业技术创新的影响研究[J]. 科研管理, 2014(2): 35-42; 温军, 冯根福. 风险投资与企业创新: "增值"与"攫取"的权衡视角[J]. 经济研究, 2018(2):185-199.

递投资业绩，其目标是寻找到合适的投资机会并成功退出。为此，风险投资会设法让未成熟的企业仓促上市，加剧市场信息不对称，甚至不惜压低IPO发行价以达到被投资企业上市的目的。^①从对企业长期业绩的影响来看，风险投资为实现对短期利益的追求，急于促成被投资企业早日上市，一方面通过盈余管理的方式实现其目的，从而导致有风险资本支持的企业IPO后的长期业绩显著低于无风险资本支持的公司；另一方面，风险投资并无出于长期利益的动机而投入相应的增值服务，甚至因利益冲突严重影响管理者自主权，使得风险投资介入的企业IPO之后的长期业绩更差。^②风险投资在企业上市后，通常存在锁定期，为实现利益，风险投资会配合锁定期来影响被投资企业的业绩。有证据表明，获得风险投资的企业在风险资本股权锁定期内，其业绩优于或至少与无风险投资的企业相当，而在风险投资退出之后，其业绩表现明显不如后者，原因可能在于风险投资减持之后忽略了对上市公司的监督和治理。^③

归纳而言，风险投资的专业性决定其具备优于其他金融中介的筛选能力和事后对企业的培育能力，企业获得风险资本之后的增值效应，通常是风险投资事前筛选及事后培育的共同结果，^④因此当前主流观点认为风险投资最终能为企业带来增值效应。然而，风险投资与企业之间存在的目标差异是不可否认的客观事实，在风险投资投资企业之后倘若缺乏相应的治理机制，可能导致风险投资的行为偏离企业的目标与需求，给企业发展带来不利的后果，这是当前损害论得以存在的根本原因。

二、风险投资对企业增值效应的作用机制

风险投资究竟如何对企业产生增值效应？基于资源基础理论、治理理论和信号传递理论，风险投资对企业的增值效应机制包括增值服务机制、治理机制和信号传递机制。增值服务机制是风险投资以其所拥有的人力资本和关系资本为企业提供非资本增值服务；治理机制则是通过正式或非正式制度的建立以降低创业者的道德风险，促进双方合作；信号传递机制源于风险投资有别于其他金融中介，使风险投资对企业的介入具有认证作用，有利于企业吸引更多的外部资源。

（一）增值服务机制

资源基础理论把企业视为资源和能力的集合体，企业的竞争优势和绩效差异来自于企业资源的异质性。Barney将企业资源划分为三类：物质资源、人力资源和组织资源。其中物质资源包括企业所用的物质技术、企业的厂房和设备、企业的地理位置

① P. Gomper, "Grandstanding in the Venture Capital Industry", *Journal of Financial Economics*, 1996, 42(1): 133-156; 吴翠凤, 吴世农, 刘威. 我国创业板上市公司中VC投资的介入与退出动机研究[J]. *经济管理*, 2012(10): 128-138.

② 蔡宁. 风险投资“逐名”动机与上市盈余管理[J]. *会计研究*, 2015(5): 20-27; 杨其静, 程商政, 朱玉. VC真在努力甄选和培育优质创业型企业吗?——基于深圳创业板上市公司的研究[J]. *金融研究*, 2015(4): 192-206; 徐虹, 林钟高, 彭圆圆. 内部控制、风险投资与上市公司IPO业绩变脸[J]. *江西财经大学学报*, 2017(4): 32-44; 刘冰, 罗超亮, 符正平. 风险投资和创业企业总是完美一对吗[J]. *南开管理评论*, 2016(1): 179-192.

③ P. Gomper, and J. Lerner. What Drives Venture Capital Fundraising?, NBER Working Paper No.6909, Jan 1999; 贾宁, 李丹. 创业投资管理对企业绩效表现的影响[J]. *南开管理评论*, 2011(1): 96-106; 吴翠凤, 吴世农, 刘威. 我国创业板上市公司中风险投资的介入与退出动机研究[J]. *经济管理*, 2012(10): 128-138.

④ D. Guo, and K. Jiang, "Venture Capital Investment and the Performance of Entrepreneurial Firms: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 2013, 22(9): 375-395.

和原材料等；人力资源包括管理人员和员工的培训、经验、判断、智力、关系和洞察力；组织资源包括企业的正式报告结构，正式和非正式的规划、控制和协调系统，以及企业内部群体之间、企业与其外部环境中的群体之间的关系。^①除了物质资源，风险投资凭借其人力资本和关系资本为企业提供人力资源和组织资源的帮助。在人力资源方面，风险投资为企业在战略层面提供引导及建议，包括提供产业引导、形成商业模式；在具体经营层面上为生产、营销、融资、会计、一般性的管理、技术、管理团队甚至核心人员的招募等方面提供咨询和帮助；在组织资源方面，风险投资帮助企业建立控制系统、监督财务业绩、形成报告体系以规范企业运营，帮助建立和发展商业网络关系，并通过网络资源为企业获得进一步的外部融资。^②

（二）治理机制

治理机制由正式的契约治理与非正式的关系治理构成。

1. **契约治理。**契约治理是指所有权与控制权分离的前提下，为降低委托人与代理人之间因目标不一致、信息不对称导致代理人的道德风险而设计的一系列制度安排。风险投资一旦介入企业即形成委托代理关系，创业者可能利用信息优势进行有利于自身利益的决策，或是限于自身管理能力从事不利企业发展的活动。为避免创业者的上述行为，风险投资者通过契约对创业者实施监督与激励，甚至聘任有经验的管理者更换创业经理，以强化和提升现有管理团队。^③风险投资对企业管理及监督通常表现为对企业治理的正式介入，通过信息或其他控制系统对财务业绩与商业发展实施监控，前者如业绩评价和薪酬体系、基于业绩的分阶段投资额，后者如投票权、董事席位。^④

2. **关系治理。**企业在创立或发展之初，其技术或商业模式均处在创新阶段，企业的外部环境、发展目标和路径均存在很大的不确定性，组织中的利益相关者仅仅依赖正式的契约难以应对事先未预见的情形，无法在解决问题和实现中长期目标上达成共识。为应对企业面临的不确定，风险投资者与创业团队之间需要基于相互信任、合作、公开的信息交流与共享，以及相互之间的依赖所形成的彼此之间的责任、承诺和期待。风险投资者与创业管理团队之间建立在相互信任和依赖基础上所达成的共识，更加适合企业快速灵活的决策需要。成为创业者导师通常是风险投资扮演的重要角色之一，如与创业者保持工作关系、与创业者分担压力并提供精神上的鼓励、训练并指导创业者。在风险投资看来，建立与企业的互动关系，如成为 CEO 的导师或密友是仅次于战略指导的增值行为；对于被投资企业 CEO 来说，风险投资与其关系越是密切，风险投资所提供的服务被认可的程度越高。^⑤

① J. Barney, "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, 1991, 17(1): 99-120.

② D. Politis, "Business Angels and Value Added: What Do We Know and Where Do We Go?", *Venture Capital*, 2008, 10(2): 127-147.

③ S. Kaplan, and P. Stromberg, "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring", *American Economic Review*, 2001, 91(2): 426-430.

④ D. Politis, "Business Angels and Value Added: What Do We Know and Where Do We Go?", *Venture Capital*, 2008, 10(2): 127-147.

⑤ H. J. Sapienza, S. Manigart, and W. Vermeir, "Venture Capital Governance and Value Added in Four Countries", *Journal of Business Venturing*, 1996, 11(6): 439-469; M. Maunula, The Perceived Value-added of Venture Capital Investors. Evidence from Finnish Biotechnology Industry, ETLA Discussion Paper, No. 1030, 2006.

（三）信号传递机制

信号传递理论是指为避免信息不对称而导致的逆向选择，具有信息优势的一方采取某种行动向信息劣势方发送相关信息。寻求风险投资的企业存续时间较短，缺乏相应的业绩记录，对外部人存在严重的信息不对称，因而加大企业获取外部资源的难度。Tybjee 和 Bruno把风险投资活动划分为五个阶段，其中在筛选阶段，风险投资要对企业进行详尽的信息搜集，并从市场、技术、客户接受程度、胜任能力及管理等角度评价投资价值。^①在选择投资对象的过程中，风险投资设定了严格的标准，只有符合相应条件的企业才可能获得风险资金的青睐，最终获得风险资本的企业，无疑在向外界显示其存在投资吸引力。在企业投资价值层面，风险投资对外部潜在利益相关者起到背书的作用。获得风险投资的企业在进一步获得外部融资、吸引人力资源、建立与潜在顾客、供应商及其他商业伙伴之间的关系，变得更加便利。尤其在企业初创早期，在外部人看不到成功前景的时候，风险投资对吸引新的CEO起到重要的作用。在企业IPO阶段，风险投资对外部潜在投资者起到认证的作用，降低IPO抑价。^②

三、风险投资对企业增值效应的调节因素

风险投资为企业提供非资本增值服务，取决于风险投资介入企业的程度与方式，风险投资对企业的介入由其特征决定，其对企业产生的效应同时取决于被投资企业及管理团队的特征以及风险投资者与企业管理团队之间的关系。

（一）风险投资机构特征

不同组织结构、产权性质、地域来源、行业地位、投资策略及管理人特征的风险投资，其动机、风险偏好与资源禀赋存在差异，这些因素决定风险投资对企业介入的程度和方式，并影响企业的增值。

1. **风险投资的组织形式。**风险投资的组织形式包括：个人风险投资者（天使投资者）、独立机构运营的风险投资（以下称独立的风险投资）、以及隶属于私营公司（公司型风险投资）、金融机构及政府部门的附属型风险投资。天使投资者是指高净值人士、多数具有创业经历，个人自主投资决策、承担投资的风险与收益，天使投资者的投资资金没有存续期这一契约约束。独立运营的风险投资通常是合伙性质的投资机构，具有一定的存续期限，由其中拥有投资经验的合伙人负责运营获取投资回报并返还本金与收益，以满足风险投资的契约要求。附属型风险投资由被隶属的机构提供资金，寻找符合该机构整体战略的投资对象，其投资目的通常不是单纯的财务回报而是组织的战略协同。不同组织形式的风险投资存在目标差异，由此决定风险投资的介入行为。

① T. T. Tyebjee, A. V. Bruno, "Model of Venture Capitalist Investment Activity", *Management Science*, 1984, 30(9): 1051-1066.

② T. Hellmann, and M. Puri, "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, 2002, 57(1): 169-197; W. L. Megginson, and K. A. Weiss, "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 1991, 46(3): 879-903.

天使投资者倾向于通过更多直接的接触来为被投资企业提供增值服务, 具体表现为更多的时间投入、与被投资企业保持频繁接触; 更加致力于产品或服务的开发; 较少使用间接的方式, 如运用投票权及合约对被投资企业实施监督。^①独立的风险投资在创业经历、技术和管理等领域的经验具有独到的优势, 更善于为初创企业提供诸如进一步的融资、招募关键员工、使组织专业化的增值服务。^②区别于个人及独立风险投资的财务目的, 附属型风险投资更多追求战略目的, 实现与所属机构其他业务的战略协同, 并较少介入企业。^③基于对行业的更多了解和更大的风险容忍度, 公司型风险投资有助于企业创新, 且在社会关系网络方面更具优势, 更善于为企业提供侧重于增长的商业关系, 如提供技术支持、建立商业信任和能力。^④

针对不同组织形式风险投资的影响结果, 天使投资者所带来的增值效应大于拥有正式组织的风险投资, 在被投资企业实现商业化进程方面, 天使投资者的作用不如其他组织形式的风险投资。^⑤

2. 风险投资产权性质。从不同的产权性质看, 私营性质风险投资遵循市场运作方式, 执行严格的筛选机制, 其目的是追求财务回报, 在被投资企业质量方面更好地发挥信号传递作用; 在介入方式上, 私营性质的风险投资倾向于通过频繁的董事会会议进行积极的治理与监督, 同时在改变管理团队、寻找董事成员、提高增长率、寻找适时的退出机制方面提供专业性更强的服务。政府性质风险投资的目的通常是培育新兴产业、发挥产业导向的信号传递作用, 甚至是为区域发展、增加就业等, 政府性质风险投资管理者通常负责更多的被投资企业, 与企业较少直接接触, 倾向于通过契约安排间接地约束被投资企业。从被投资企业感知的角度, 政府性质的风险投资产生的增值效应明显不如私营性质。已有研究证据表明, 政府性质的风险投资对企业的影响多为负面, 相比私营性质风险投资, 接受来自于政府的风险投资的企业销售和员工人数的增长较慢、IPO 时定价更低、创新绩效更差, 甚至给被投资企业带来效率上的损害。^⑥

3. 风险投资的地区来源。不同区域风险投资运作的历史、积累的经验及网络关系的差异, 影响风险投资所能给予企业的资源和介入方式。Sapienza 等比较美国、英国、法国以及荷兰四个国家风险投资的介入方式及其增值效应, 结果表明英美两国的

① M. Maunula, The Perceived Value-added of Venture Capital Investors. Evidence from Finnish Biotechnology Industry, ETLA Discussion Paper, No. 1030, 2006.

② M. Maula, E. Autio, and G. Murray, "Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What Do They Know, Who Do They Know and Should Entrepreneurs Care?", *Venture Capital*, 2005, 7(1): 3-21.

③ T. Hellmann, "A Theory of Strategic Venture Investing", *Journal of Financial Economics*, 2002, 64(2): 285-314; L. Bottazzi, M. D. Rin, and T. Hellmann, "Who Are the Active Investors? Evidence from Venture Capital", *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(3): 488-512.

④ T. J. Chemmanur, E. Loutschina, and X. Tian, "Corporate Venture Capitalist, Value Creation and Innovation", *Review of Financial Studies*, 2014, 27(8): 1-40.

⑤ S. Dutta, and T. B. Folta, "A Comparison of the Effect of Angels and Venture Capitalists on Innovation and Value Creation", *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(1): 39-54.

⑥ D. J. Cumming, L. Grilli, and S. Murtinu, "Governmental and Independent Venture Capital Investments in Europe: A Firm-level Performance Analysis", *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42(2): 439-459; L. Grilli, and S. Murtinu, "Government, Venture Capital and the Growth of European High-tech Entrepreneurial Firms", *Research Policy*, 2014, 43(9): 1523-1543; 王兰芳, 胡悦. 创业投资促进了创新绩效吗?—基于中国企业面板数据的实证检验[J]. 金融研究, 2017(1): 177-190; Y. Alperovych, G. Hubner, and F. Lobet, "How Does Governmental Versus Private Venture Capital Backing Affect a Firm's Efficiency? Evidence from Belgium", *Journal of Business Venturing*, 2015, 30(4): 508-525.

风险投资对企业介入最多且带给企业的增值效应也最大,法国的风险投资对企业介入最少,对企业的增值影响也最小。^①此外,国内针对外资与本土风险投资的比较结果认为,相比本土的风险投资,外资性质的风险投资在研发投入方面给企业带来更为积极的影响。^②

4. **风险投资的行业地位。**处于竞争中的风险投资具有维护声誉的内在动力,拥有较高声誉的风险投资同时具备为投资企业提供更好的增值服务的能力和动力,不仅短期内为企业带来更高的运营效率,在IPO之后,高声誉的风险投资继续主动介入为企业提供帮助,给企业带来更好的长期业绩。^③针对国内风险投资的研究也表明,经验越是丰富、声誉好、高网络资本的风险投资,对企业研发投入的影响越积极,并对创新绩效具有正向效应。^④

5. **风险投资策略。**基于资源共享和风险分担的目的,风险投资会选择对企业进行联合投资。不同风险投资机构在行业经验、人力、财务和社会关系领域形成优势互补,并以各自的专业优势,提供不同维度的增值服务;联合投资的风险分担作用,提高风险投资对企业的风险容忍度,从而有利于提高企业的创新能力。^⑤不仅如此,多个风险投资加入,有利于进一步降低融资的信息不对称,强化风险投资的认证效应,具有联合投资支持的企业在IPO时具有更高的估值和更低的抑价率,且IPO之后的财务业绩更好。^⑥由于初创企业的不确定性和信息不对称,分阶段投资是风险投资控制风险和监督企业的方式之一。当企业监督难度较大,如距离较远的情况下,分阶段投资是监督的有效替代,且有利于提高IPO当年的经营业绩以及IPO之后的存活率。^⑦此外,风险投资选择进入企业的时机也会给企业带来不同的增值效应,如苟燕楠和董静的研究认为,风险资本进入越早,对企业技术创新越有利。^⑧

6. **风险投资管理人特征。**风险投资凭借人力资本和社会网络资本为企业增值提供服务,这一过程需要由风险投资管理人去实施和执行,管理人的从业经历、教育背景对风险投资对企业的介入方式具有决定性的影响。如管理人拥有创业和经营经历的风险投资在帮助招聘高管与董事、获得外部融资及与被投资企业互动方面表现更加活跃,相比之下,管理人单纯拥有风险投资经历的风险投资较少介入企业的管理活动,

① H. J. Sapienza, S. Manigart, and W. Vermeir, "Venture Capital Governance and Value Added in Four Countries", *Journal of Business Venturing*, 1996, 11(6): 439-469.

② 许昊,万迪昉,徐晋. 风险投资背景、持股比例与初创企业研发投入[J]. 科学学研究, 2015(10): 1547-1554; 蔡地,陈振龙,刘雪萍. 风险投资对创业企业研发活动的影响研究[J]. 研究与发展管理, 2015(5): 1-11.

③ B. Nahata, "Venture Capital Reputation and Investment Performance", *Journal of Financial Economics*, 2008, 90(2): 127-151; C. N. V. Krishnan, I. Ivanov, R. W. Masulis, and A. K. Singh, "Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance and Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(5): 1295-1333.

④ 王兰芳,胡悦. 创业投资促进了创新绩效吗?—基于中国企业面板数据的实证检验[J]. 金融研究, 2017(1): 177-190; 苟燕楠,董静. 风险投资背景对企业技术创新的影响研究[J]. 科研管理, 2014(2): 35-42.

⑤ O. Bayar, T. J. Chemmanur, and X. Tian, Peer Monitoring, Syndication, and the Dynamics of Venture Capital Interactions: Theory and Evidence, SSRN, No. 1343116, Dec. 2018; 陆瑶,张叶青,贾睿等. "辛迪加"风险投资与企业创新[J]. 金融研究, 2017(6): 159-175.

⑥ X. Tian, "The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms", *Review of Finance*, 2012, 16(1): 245-283.

⑦ X. Tian, "The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing", *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(1): 132-159.

⑧ 苟燕楠,董静. 风险投资进入时机对企业技术创新的影响研究[J]. 中国软科学, 2013(3): 132-140.

管理人拥有科学教育背景的风险投资则介于以上两者之间。^①拥有风险投资经验的管理人以投入时间的成本收益原则管理投资组合中的企业，相比拥有其他经验的管理人与企业互动少，从而给企业带来的增值作用也相对不明显，而拥有被投资企业所在行业经验的风险投资者与企业 CEO 保持更多的互动，并给企业带来更大的增值作用。^②

（二）被投资企业的因素

在被投资企业层面，对风险投资介入及其后果的影响来自两个方面：一是被投资企业的特征，二是被投资企业管理团队的特征。

1. 被投资企业的特征。被投资企业所处行业、发展阶段以及目标影响风险投资的介入及其后果。风险投资与企业达成融资契约后，面临企业运营与发展的不确定性和代理风险。当企业处于早期阶段、技术创新水平越高时，企业的不确定性程度越高，此时风险投资须与企业保持越频繁的联系，并增加与 CEO 的互动频率；当风险投资者与 CEO 之间目标契合度低时，风险投资与 CEO 的努力方向就会分歧越大；CEO 在现有投资领域拥有的经验越少，能力越弱，两者均会导致较高的代理风险，这会促使风险投资提高与 CEO 的互动频率。^③另一方面，企业对资源的需求和依赖程度越高，风险投资的支持对企业越有价值，具体表现在：创立早期、创新程度越高、存在较大不确定性的企业认为风险投资的服务越有价值；对于业务复杂程度和不确定性程度较高的技术创新型企业，运营层面的支持比战略层面的建议更有价值。^④此外，风险投资对创立后并致力于追求成长目标的企业能够带来更大的帮助，原因在于风险投资的增值效应更多体现在企业的成长性而非财务业绩；从企业发展阶段来看，风险投资仅对介于创立和成熟阶段的企业具有增值效应，而对创立阶段和成熟阶段企业的增值效应则在减弱。^⑤

2. 管理团队（包括 CEO 或创业者）特征。管理团队（包括 CEO 或创业者）的行业经验、目标与创业经历影响风险投资的介入及其后果。管理团队的经历影响其对风险投资非资本服务的依赖，当管理团队拥有丰富的行业经验和较长时间的团队合作时，对来自风险投资的战略和经营层面的指导给予较低的认识，对于缺乏行业经验但具有长时间合作的管理团队，战略管理建议更受欢迎。致力于追求创新的管理团队则对于战略管理建议评价较低。从 CEO 或创业者的因素看，被投资企业 CEO 拥有所在产业的经历越短，风险投资的增值作用越大。^⑥对于曾经有过成功创业背景的企业家，

① L. Bottazzi, M. D. Rin, and T. Hellmann, "Who Are the Active Investors? Evidence from Venture Capital", *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(3): 488-512.

② H. J. Sapienza, S. Manigart, and W. Vermeir, "Venture Capital Governance and Value Added in Four Countries", *Journal of Business Venturing*, 1996, 11(6): 439-469.

③ H. J. Sapienza, and A. K. Gupta, "Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist - CEO Interaction", *Academy of Management Journal*, 1994, 37(6): 1618-1632.

④ J. Barney, L.W. Busenitz, J.O. Fiet, and D.D. Moesel, "New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms", *Journal of Business Venturing*, 1996, 11(4): 257-272.

⑤ N. Rosenbusch, J. Brinchmann, and V. Muller, "Does Acquiring Venture Capital Pay off for the Funded Firms? A Meta-analysis on the Relationship between Venture Capital Investment and Funded Firm Financial Performance", *Journal of Business Venturing*, 2013, 28(3): 335-353.

⑥ M. Maunula, The Perceived Value-added of Venture Capital Investors: Evidence from Finnish Biotechnology Industry, ETLA Discussion Paper, No. 1030, 2006.

本身具备吸引外部资源的能力，其新创企业的成功并不依赖于有经验的风险投资。相反，对于曾经有过失败经历的企业家或首次创业的企业家，有经验的风险投资为其创立的企业带来更多的增值效应。^①

（三）风险投资与企业管理团队（CEO或创业者）的关系

企业在创立或发展初期，内部产品及经营模式处在摸索阶段，外部市场存在很大的不确定性，企业要适时调整经营与战略决策，需要风险投资与管理团队进行频繁互动，保持密切的沟通与合作。当风险投资与CEO之间形成开放、非正式的频繁互动的关系时，风险投资的服务会得到更高的认可，风险投资与CEO之间的互动频率及其投入的时间与企业增值具有显著的关联性。风险投资与CEO关系越是密切，越能消除企业内部紧张关系，对企业增值越有利，而风险投资与管理团队之间的个人冲突则给企业带来价值损害。^②比较风险投资的介入方式，风险投资与管理团队之间的平等互动有利于企业长期业绩，战略指导对企业长期业绩没有影响，而替换创业者或管理团队成员则不利于企业长期业绩。风险投资与管理团队间平等关系有助于两者之间的关系契合，在此情况下，风险投资者乐意提供更多的非资本服务，管理团队也更容易接受风险投资者的建议，由此促进企业的增值效应。^③

风险投资对企业的介入程度、方式以及由此带来的增值效应受三个情景因素的影响：一是风险投资的特质与风险投资管理人的特征，二是被投资企业以及企业家或管理团队特征，三是风险投资者与企业家及管理团队间的关系。风险投资对企业介入的程度和方式由其差异化动机和能力决定，风险投资行为是否具有增值效应，取决于企业及管理团队对风险投资提供服务的需求与依赖程度，同时也受企业管理团队对风险投资提供服务的接受与认可程度的影响。

四、结论与启示

（一）结论

风险投资是否给企业带来增值效应存在增值论、筛选论和损害论三种不同的理论与证据。当前主流观点认为，风险投资以其专业能力通过事前筛选与事后培育，使获得风险投资的企业具有更好的增值效果，其中事后培育是风险投资对企业增值效应的关键。风险投资对企业的事后培育通过增值服务机制、治理机制和信号传递机制为企

① P.Gomper, J.Kovner, J. Lerner, and D.Scharfstein, "Performance Persistence in Entrepreneurship", *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(1): 18-32.

② H. J. Sapienza, S. Manigart, and W. Vermeir, "Venture Capital Governance and Value Added in Four Countries", *Journal of Business Venturing*, 1996, 11(6): 439-469; H. Higashide, and S. Birley, "The Consequences of Conflict between the Venture Capitalist and the Entrepreneurial Team in the United Kingdom from the Perspective of the Venture Capitalist", *Journal of Business Venturing*, 2002, 17(1): 59-81.

③ L.W.Busenitz, J.O.Feit, and D.D.Moesel, "Reconsidering the Venture Capitalists 'Value Added' Proposition: An Interorganizational Learning Perspective", *Journal of Business Venturing*, 2004, 19(6): 787-807; J. Faber, C. Castaldi, and R. Muskens, "Venture Capitalist Induced Relational Fit and New Venture Performance: A Dutch Biotech Comparative Case Analysis", *Venture Capital*, 2016, 18(3): 237-256.

业带来增值作用。风险投资有别于其他金融中介的特征使其对企业普遍具有不同程度的信号传递作用。增值服务机制与治理机制则受制于不同的情景因素。增值服务的提供受制于风险投资的组织结构、产权性质、地区来源、行业声誉以及管理者人力资本特征和出资方式；增值服务的需求受被投资企业特征、企业管理团队、风险投资与企业之间关系的影响。治理机制，则很大程度上取决于风险投资与企业管理团队间的关系。因此，风险投资对企业增值效应可以归结为三个关键因素：一是风险投资所能提供的非资本增值服务，二是风险投资非资本增值服务是否符合企业的需要，三是非资本增值服务是否为企业管理团队所接受。在由风险投资特征决定的增值服务供给层面既定的前提下，增值服务是否给企业带来积极效应则取决于企业的需求，以及由风险投资与企业管理团队关系所决定的企业管理团队对增值服务所持有的开放态度和接受程度。概括而言，非资本增值服务能否为企业带来增值效应取决于两点：一是来自风险投资的增值服务是否满足企业的客观需要，二是企业对来自风险投资的增值服务的接受程度，前者为供需契合，后者为关系契合。

1. 非资本增值服务供需契合。风险投资以其拥有的人力资本和社会资本并基于不同的动机为企业提供非资本服务。有研究表明，风险投资为企业普遍提供的服务包括：融资安排、战略制定、成为回声板、提供外部关系和业绩监督，在风险投资者看来，这些服务能够为企业带来增值效应，但对企业而言，回声板是唯一被公认能带来增值效应的服务。^① MacMillan 等对 62 家风险投资的调查发现，风险投资者愿意在制定经营战略及营销计划、扮演创业团队的回声板、替换管理人员、监督经营业绩、面试选择管理团队方面投入更多的时间，这些活动并不意味着对企业具有增值作用，相反，以上这些活动具有不耗时的共同特点，也即时间因素往往成为风险投资者介入企业的重要考量。^② 在没有考虑企业需求的情况下，风险投资自认为有效的介入方式可能给企业造成相反的结果。^③ 风险投资对象通常分布在不同行业和发展阶段，这些企业面临不同程度的外部不确定和不同阶段的战略定位，依赖风险投资提供满足其特定需要的非资本增值服务。处于不同阶段的企业，由于战略定位差异导致不同的管理重点和资源需求，例如早期阶段的企业需要在市场研究、产品设计与开发方面获得帮助；中期阶段的重点是经营层面，如产品或服务的完善、产品的生产或服务的提供以及市场营销，处于此阶段的企业需要在这些方面获得外部支持；进入准备 IPO 阶段，企业需要寻找合适的承销商、准备商业计划和路演等，需要依赖风险投资提供相应的外部资源和声誉认证。被投资企业的行业差异同样需要不同的战略、运营和外部资源。风险投资提供的非资本服务应与不同行业和发展阶段的企业差异化需求相适应，这是风险

① H.J.Sapienza, and J. A. Timmons, "The Roles of Venture Capitalists in New Ventures: What Determines Their Importance?", *Academy of Management Best Papers Proceedings*, 1989, 16(1): 74-78.

② I.C.Macmillan, D.M.Kulow, and R. Khoylian, "Venture Capitalists Involvement in Their Investments: Extent and Performance", *Journal of Business Venturing*, 1989, 4(1): 27-47.

③ H.Higashide, and S. Birley, "The Consequences of Conflict between the Venture Capitalist and the Entrepreneurial Team in the United Kingdom from the Perspective of the Venture Capitalist", *Journal of Business Venturing*, 2002, 17(1): 59-81.

投资增值服务机制发挥作用的前提。

2. 风险投资与被投资企业的关系契合。根据组织学习理论,组织学习有利于业绩的提高。风险投资为企业提供非资本服务并产生增值效应,是企业从风险投资者那里学习并吸收经验和知识的过程。当管理团队认同风险投资的建议时,才会努力学习从而使企业增值。管理团队对风险投资提供帮助的认可有赖于风险投资与企业管理团队(或CEO)间的关系,这一关系是双方平等、坦诚和开放沟通过程中形成的非正式关系。风险投资提供非资本增值服务即便符合企业的客观需要,也可能因与管理团队间的个人冲突而受到抵制,从而给企业带来不利的影响。风险投资与管理团队间平等互动有助于两者间的关系契合,基于双方平等互助关系,风险投资不仅了解企业所需且乐意提供非资本服务以满足企业的需要,管理团队也更可能认同并愿意接受来自风险投资服务与建议,并最终促进企业的增值效应。^①风险投资与被投资企业之间的关系契合既是治理机制发挥作用的基础,同时也是增值服务机制发挥作用的条件。

(二) 启示

风险投资与企业的结合本质上是双向互动的过程,并以风险投资为企业带来增值效应而达成双赢,达成这一结果的前提是非资本增值服务的供需契合以及风险投资与企业之间的关系契合。这一结论对风险投资与企业具有以下启示:

1. 对于风险投资而言,事后培育是实现企业增值的重要途径,为企业提供增值服务既要满足企业需要,也须考虑企业管理团队的认同与接受程度。在选择投资对象环节,风险投资一方面应基于投资目的、自身能力与资源优势,考虑不同行业及发展阶段企业的资源需求,选择战略及资源相互匹配的企业;另一方面,应与管理团队保持充分的接触与交流,了解企业的文化及管理团队的价值观、行为准则,选择在文化、价值观和行为准则方面彼此相容的企业。在投资后管理阶段,针对企业服务需求,综合考虑企业所处行业与发展阶段,及管理团队的背景及经验,组建不同的投资管理团队,实施差异化服务,寻求非资本增值服务的供需契合。在与企业及管理团队建立关系类型方面,应根据企业所面临的不确定性程度,实施分类管理。不确定程度是影响企业资源需求的重要因素,不确定性程度较高的企业,其技术、产品及战略均处在不明朗的阶段,对社会资源具有更高的需求,对此,风险投资须侧重与企业建立以个人及社会关系为基础的情感型关系,以共同应对企业的不确定性;而不确定性程度较低的企业,通常需要更多的财务资源用以扩大规模,风险投资应侧重与企业建立契约型关系。^②情感型关系与契约型关系并非相互排斥,风险投资应根据企业不同发展阶段及资源需求,综合运用契约治理与关系治理,与企业管理团队建立正

^① J. Faber, C. Castaldi, and R. Muskens, "Venture Capitalist Induced Relational Fit and New Venture Performance: A Dutch Biotech Comparative Case Analysis", *Venture Capital*, 2016, 18(3): 237-256.

^② L. Huang, and A. P. Knight, "Resources and Relationships in Entrepreneurship: An Exchange Theory of the Development and Effects of the Entrepreneur-Investor Relationship", *Academy of Management Review*, 2017, 42(1): 80-102.

式与非正式的关系，并根据企业的发展变化作出适时调整。

获得风险投资的企业通常面临不同程度的不确定性，契约治理有利于降低合作风险，增强彼此的信心，但是过度的监督与介入会导致信任缺失，不利于信息与资源的传递。风险投资应不同程度地侧重通过关系治理，以基于共同价值观及行为准则的合作关系，与企业管理团队建立情感联结，以减少冲突、降低监督成本，使为企业提供的服务更好地发挥增值效应。风险投资与企业间非正式关系的建立不仅取决于企业自身的特点，其在正式制度不确定的市场环境中，也显得尤其重要。^①

2. 对企业而言，在创立及发展之初，寻求非财务资源与获得财务资本同等重要。在寻找风险投资的过程中，企业须主动传递信息，降低信息不对称以吸引风险投资，同时基于自身运营层面的管理需求与外部资源依赖，选择能够满足服务需求且管理理念相互契合的风险投资。在与风险投资接触过程中，企业须主动创造非正式交流的机会，以使相互间在目标、价值观和行为准则方面达成更多的了解。在风险投资进入企业之后，企业管理团队应主动与风险投资建立良好的沟通渠道，构建与风险投资的情感联结，通过非正式交流在互动中学习。企业获得风险投资是技术与资本的结合，在当前技术资源相对稀缺的环境下，企业须改变被动接受风险投资提供财务资本的局面，主动寻找既能满足资源互补且易达成互信的风险投资，以实现合作共赢。

【作者简介】林建秀：集美大学财经学院副教授，管理学博士。研究方向：财务管理与公司治理。

Analysis on Mechanism and Moderating Factors of Venture Capital's Value-added to Firms

LIN Jian-xiu

(School of Business and Finance, Jimei University, Xiamen 361021, China)

Abstract: There are three different theories and evidences regarding whether venture capital(VC) adds value to firm through non financial service: value-added, ex-an screening and value destruction. VC adds value to firm through value-added service provision mechanism, governance mechanism and signal transmission mechanism, VC does not definitely add value to firm, it is moderated by such factors as: characteristics of VC and it's manager, characteristics of firm and team of management, as well as the relationship between VC and management team of firm. The differentiation with other financial intermediary make VC generally plays signal transmission role, whether non financial service provided by VC meet demand by firm is precondition of value-added, and relation fit between VC and firm is both fundamental to governance mechanism but prerequisite to value-added service provision mechanism. Supply and demand fit for non financial service, as well as relation fit between VC and firm have implications both for VC's involvement in firm and the selection of VC by firm.

Keywords: venture capital; non-financial service; value-added

(责任编辑：马莹)

^① 张曦如,沈睿,路江涌. 风险投资研究: 综述与展望[J]. 外国经济与管理, 2019(4): 58-70.