

创业企业与创业投资机构的合作关系 及其对合作绩效的影响

姜彦福^{1,2}, 张 伟^{1,2}

(1. 清华大学 经济管理学院, 北京 100084; 2. 清华大学技术创新研究中心, 北京 100084)

摘 要:在创业投资中, 创业企业与创业投资机构之间合作关系的好坏通常对创业企业的发展和创业投资的成败起着至关重要的作用。本文对创业企业与创业投资机构合作关系的研究文献进行了评述, 指出该研究已出现了三个重要的变迁: 一, 从基于传统的委托代理理论、强调创业投资机构对创业企业的控制, 转向基于多学科理论、重视双方的信任与合作; 二, 从单纯基于创业投资机构的视角, 转向基于创业投资机构与创业企业两方面的视角; 三, 从研究影响双方关系的因素, 转向重视探讨不同关系因素对合作绩效的影响。未来的研究方向应当更加重视从创业企业的视角、从创业投资(融资)的不同阶段中双方互动交往的特征来研究双方合作机制的形成和演变及其对创业企业绩效的影响。

关键词:创业投资; 创业企业; 创业投资机构; 合作; 信任

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-980X(2010)09-0017-04

1 研究背景

活跃的创业活动是过去 30 多年来中国经济能够持续高速发展的关键原因之一, 也是中国未来经济能否继续保持良好发展态势的决定性因素之一。清华大学中国创业研究中心完成的《全球创业观察中国报告》^[1-4]发现, 中国的创业活动在全球处于活跃状态, 并且总体上已从生存型创业向机会型创业进行转型; 而机会型创业对经济发展和就业的促进作用更为显著。

创业企业在发展过程中常常面临自身资源和能力不足的问题, 需要外部相关组织的支持与合作, 对于机会型创业更是如此, 而创业投资机构是其中非常重要的一种组织。创业投资支持的创业企业是创新的重要来源, 是新财富创造和经济发展的主要源泉^[5-6]。在过去 10 年来, 创业投资机构(简称为 VC)对中国创业企业(简称为 EN)的发展起了积极有效的作用, 培育了亚信、新浪、搜狐、腾讯、百度、中星微电子、无锡尚德、分众传媒、迈瑞电子、文思创新软件、展讯等一批快速成长的创新型创业企业, 带动了一批新兴行业的发展^[7], 创造了大量新的就业机会。

2008 年美国次级债务危机引发的金融危机对全球经济和社会产生巨大的负面影响, 也对中国的经济社会产生了较大冲击, 并且这种影响还在持续。在此严峻局势下, 如何进一步有效发挥创业投资的作用, 促进我国创业企业的发展壮大, 努力提高其竞争力, 对于中国经济社会的稳定和发展无疑具有重要的现实意义。

在创业投资中, 创业企业(EN)与创业投资机构(VC)之间合作关系的好坏通常对创业投资的成败和 EN 的发展起着极其重要的作用, 业界人士和学者们都非常关注这个问题。在中国经济社会转轨的大环境下, 特别是在创业投资所需要的相关法律和信用环境还不完善的条件下, 我们发现, 国内一些 EN 与 VC 之间出现了很多矛盾, 有的甚至出现严重冲突, 导致 EN 的失败。根据国内外的经验以及笔者从 1998 年开始对中国创业投资发展的持续跟踪研究, 当外部经济形势不好的情况下, EN 与 VC 之间关系出现问题的可能性会明显增大。例如, 2001 年前后, 互联网投资的泡沫破灭, 不少创业企业与投资者之间的关系出现了很多严重问题, 中国典型的案例, 如当年新浪的王志东事件; 2008 年下半年全球经济性危机爆发后, 媒体报道了多起案例,

收稿日期: 2010-08-23

基金项目: 教育部人文社会科学研究“创业企业与创业投资机构合作关系形成机制研究”(08JJD630004) 基金项目; 国家自然科学基金项目(70972028、70872060)

作者简介: 姜彦福(1943—), 男, 辽宁宽甸人, 清华大学经济管理学院教授, 清华大学技术创新研究中心研究员, 博士生导师, 研究方向: 创业管理、创业投资、公司治理; 张伟(1973—), 男, 江西玉山人, 清华大学经济管理学院副教授, 清华大学技术创新研究中心研究员, 博士, 研究方向: 创业管理、创业投资、企业理论。

如以软银赛富和兰馨亚洲为首的投资方与炎黄健康传媒核心创始人之间的矛盾尖锐,且愈演愈烈,创业企业的发展严重受挫。因此,在当前,探讨EN与VC如何形成有效的合作关系更加具有现实需求的迫切性,具有重要的实践意义,是创业研究中的重要课题。

2 传统基于委托-代理理论视角的研究及其局限性

信息不对称使创业投资面临严重的代理问题。现有关于EN与VC的关系研究主要基于代理理论,强调VC如何通过正式的制度安排(特别是控制)来解决代理问题^[8-12]。Kaplan和Strömberg^[13]对VC作为委托人所采取的筛选、合约和监控行为进行了较系统的总结。实际上,创业投资机制将监督、激励与风险分担有机地结合在一起,从而缓解了风险投资中的代理问题^[14]。

上述委托-代理的研究视角非常重要,不过,它将EN的潜在机会主义行为作为基本假设,将VC与EN之间看成单纯的委托代理关系,并不完全符合创业投资的“真实世界”^[15]。因为不同于传统意义上的委托-代理关系,VC和EN各自都拥有对方不具备的信息优势、独特能力和资源网络;此外,VC也可能有机会主义行为,例如,刚成立不久的VC可能为了提高声誉或筹集新基金而需要绩效表现,要求EN提前首次公开上市(IPO),尽管这可能会对EN不利^[8]。

Wijbenga等^[16]的经验研究结果表明,仅仅依据委托-代理理论形成的影响VC和EN之间治理行为的因素以及这些治理行为能够为创业企业增值的假设并没有得到很好的支持。

事实上,创业投资的项目投资周期通常为3~7年,创业投资是一种长期、关系型、专用性的投资。VC和EN的长期利益是紧密捆绑在一起的,因此如果VC完全靠权力来强迫EN与之合作,那恐怕其合作关系难以持续。在EN发展过程中,技术、产品、市场和管理都存在很高的不确定性,这种高不确定性导致创业投资合同的不完备性^[17],创业投资合同是典型的不完全合同,因此,EN与VC之间的合作完全依靠谈判合同来约束也不现实。

正因为上述原因,青木昌彦^[18]认为创业投资是一种特殊的关系型投资。一方面,创业者的人力资本和社会资本在新企业的创建和早期成长中起着至关重要的作用^[19];另一方面,创业投资常常被称为“Smart Money”,其关键原因(或基本假设)是VC能够为EN提供增值服务^[5,20-22],而要真正实现这

种增值服务,必须在创业企业和创业投资机构之间形成良好的合作关系。从长期来说,EN与VC形成良好的合作关系非常重要。EN与VC均需要在许多信息未明确的情况下,为将来不断获得关系租(relational rents)而增加投资。

因此,仅仅从委托-代理的视角研究VC和EN的关系是不够的。

3 创业企业与创业投资机构合作关系研究的最新进展

针对上述研究的不足,Cable和Shane^[23]基于囚徒困境理论,从双方达成协议的时间压力、进行合作的各自收益、信息收集的难易程度(包括沟通的质量和频度、先前的社会关系)和双方在人口统计特征(如,心理特征、社会经历、教育、年龄等)上的相似性4个维度,分析了哪些因素影响EN与VC是否合作的决策,提出了一个概念性的分析模型,并相应提出一系列研究假设。该研究认为,VC和EN都能够从合作关系中获益,双方一定程度的合作是投资成功的必要条件。

近年来,有关信任的研究得到许多学者的重视。因为信任等非正式的治理机制在组织间和组织内常常能发挥非常重要的作用。信任可以降低EN和VC对高成本监控激励机制的需求,促进双方的合作^[24-25];信任有助于双方通过关系投资和知识共享来创造关系租(relational rents)^[26-27];叶瑛和姜彦福^[28]通过多案例研究发现,创业投资机构对新创企业的信任不仅可以降低交易费用,而且能够通过促进互补资源融合等来影响新创企业绩效。不过,创业投资家和创业企业家之间信任影响因素存在不对称性,这主要是由于两者的力量常常不对等、面临的风险不同、扮演的角色不同^[29]。

一些学者对如何形成信任关系进行了研究。Sapienza^[30]的经验研究表明,经常与EN进行开放式沟通的VC更为成功,而适当的信息沟通又为EN赢得了更多的信任和自由;Sapienza和Korsgaard^[31]应用社会公平理论(social justice theory)研究得出,让VC感知到EN采用的程序是公平的、考虑了投资者利益的,将促使VC和EN之间建立起信任关系;Busenitz等^[32]的实证研究发现,VC与EN之间的公平性与EN的绩效正相关;Shepherd和Zacharakis^[33]从理论上探讨了交互式提高承诺、行为过程公平公正、及时调整以确保与对方的良好契合和频繁开放的沟通这4个体现过程公平的要素对信任的影响,指出存在着合适的控制和信任程度组合来实现最佳水平的合作信心;Zacharakis^[34]对

Shepherd 和 Zacharakis^[33] 提出主要理论观点进行了经验研究, 通过 24 份问卷的分析, 他发现控制机制能够提高信任水平, 及时调整以确保与对方的良好契合和频繁开放的沟通对信任的影响相对较大, 而交互式提高承诺和行为过程公平公正对信任的影响不显著; De Clercq 和 Sapienza^[26] 运用社会交易理论、组织学习理论、过程公平理论来研究社会资本对 VC 所感知(perception)的 EN 绩效的影响, 通过对 298 家美国 VC 的问卷调研分析, 证实了包括信任、社会性交互和目标一致的关系资本与 EN 绩效正相关的假设。

一些国外学者尝试利用组织间学习理论(inter-organizational learning)来研究 VC 和 EN 的关系。Busenitz 等^[32] 研究了 VC 为 EN 提供战略性信息对 EN 长期绩效的影响, 但其实证研究结果表明, 上述关系在统计意义上并不显著正相关性; De Clercq 和 Sapienza^[35] 研究了 VC 在什么情况下能够从被投资企业学习到所需要的东西, 并验证了 VC 先前的投资经历、VC 和 EN 的知识重叠程度、VC 对 EN 的信任、EN 的绩效对组织间学习的影响。

还有一些学者将网络关系理论(network theory)用于分析 EN 与 VC 的关系。由于 VC 和 EN 处于同一网络关系中, 因此双方对网络关系的管理与他们之间的关系好坏密切相关^[36]。Larson^[36] 对 EN 的研究表明, 较稳定、持久的 EN 与 VC 的关系都以较多的合作和多样化交易为特征, 其基础是合作与互惠, 而不是机会主义。VC 和 EN 常常分别拥有不同的专有性知识, 比如, 开发利用某一专门技术的知识往往掌握在某一企业家手中, 投资者很难找到拥有同样技能的创业者来开发同一个商业机会。另外, 在某一特定时点也只有很少的 VC 乐意投资某一特定行业, 并且“VC 的圈子很小”, 因此无论对于 VC 还是 EN, 一方对另一方的需求往往缺乏替代选择, 即缺乏一个 EN 和 VC 的有效市场, 这使双方关系不同于其他类型的商业合作伙伴关系, 因此, 双方的长期稳定合作对企业成功至关重要^[23]。

4 结论和讨论

根据本文对现有文献的梳理总结, 可以看出, 关于 EN 与 VC 之间关系的研究, 已经从基于传统委托-代理理论、强调 VC 对 EN 的控制, 转向了基于多学科理论、重视双方的信任与合作, 从单纯基于 VC 的视角, 转向了基于 VC 与 EN 双方的视角, 从主要研究影响双方关系的因素, 转向重视探讨不同关系因素对合作绩效的影响。

创业企业与创业投资机构之间的关系是一种复

杂的组织间关系, 对此进行深入的理论探讨和实证研究, 将有助于深化现有的组织理论。该领域未来的研究方向, 应当更加重视以下几点: ①从创业企业的视角来进行研究; ②从创业投资(融资)不同阶段中 EN 与 VC 互动交往的特征来研究双方合作机制的形成和演变及其对创业企业绩效的影响; ③进一步加强深入的案例研究, 特别是多案例研究, 完善现有的理论框架; ④在案例研究基础上, 开展大样本的实证研究。

参考文献

- [1] 高建, 程源, 李习保, 等. 全球创业观察中国报告(2007)——创业转型与就业效应[M]. 北京: 清华大学出版社, 2008.
- [2] 高建, 姜彦福, 李习保, 等. 全球创业观察中国报告——基于 2005 年数据的分析[M]. 北京: 清华大学出版社, 2006.
- [3] 姜彦福, 高建, 程源, 等. 全球创业观察 2003 中国及全球报告[M]. 北京: 清华大学出版社, 2004.
- [4] 姜彦福, 高建, 程源, 等. 全球创业观察 2002 中国报告[M]. 北京: 清华大学出版社, 2003.
- [5] BYGRAVE W, TIMMONS J. Venture and Risk Capital: Practice and Performance, Promises and Policy[M]. Boston: Harvard Business School Press, 1991.
- [6] KORTUM S, LERNER J. Does venture capital spur innovation? [J]. Rand Journal of Economics, 2000, 31: 674-692.
- [7] ZHANG W, GAO J, WHITE S, et al. Venture capital and the financing of China's new technology firms[M]//McNally C. The China impact: capitalism in the dragon's lair. Routledge Press, 2008.
- [8] GOMPERS P, LERNER J. The Venture Capital Cycle[M]. Cambridge, MA: MIT Press, 1999.
- [9] GOMPERS P. Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital[J]. Journal of Finance, 1995, 50: 1461-1489.
- [10] AMIT R, GLOSTEN L, MULLER E. Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing[J]. Management Science, 1990, 36: 1232-1245.
- [11] SAHLMAN W. Structure and governance of venture capital organizations[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 473-524.
- [12] GORMAN M, SAHLMAN W. What do venture capitalists do? [J]. Journal of Business Venturing, 1989(4): 231-248.
- [13] KAPLAN S N, STRÖMBERG P. Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring[J]. American Economic Review, 2001, 91(2): 426-430.
- [14] 张炜, 姜彦福, 陈耀刚. 风险投资中的代理问题、风险分担与制度安排[J]. 科研管理, 2002(1): 122-127.
- [15] 张岚, 张炜, 姜彦福. 创业投资家和创业企业家关系研究述评[J]. 外国经济与管理, 2003(11): 2-6.
- [16] WIJBENGA F H, POSTMA B M, et al. The influence of the venture capitalist's governance activities on the entre-

- preneurial on the entrepreneurial and performance[J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 2007(3): 257-277.
- [17] 哈特. 企业、合同与财务结构[M]. 费方域, 译. 上海: 上海三联书店, 上海人民出版社联合出版, 2000.
- [18] 青木昌彦. 硅谷模式的信息和治理结构[J]. *经济社会体制比较*, 2000(1): 18-27.
- [19] 张炜, 陈琳纯. 创业者的人力资本和社会资本对创业过程的影响[J]. *技术经济*, 2009(8): 22-27.
- [20] KAPLAN S, STROMBERG P. Contracts, characteristics, and actions: evidence from venture capitalist analyses[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59: 2173-2206.
- [21] HELLMANN T, PURI M. Venture capital and the professionalization of start up firms: empirical evidence[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(1): 169-197.
- [22] SAPIENZA H J, GUPTA A K. Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction[J]. *Academy of Management Journal*, 1994, 37: 1618-1632.
- [23] CABLE D M, SHANE S. A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships[J]. *Academy of Management Review*, 1997, 22: 142-176.
- [24] 叶瑛, 姜彦福. 创业投资者与创业企业家的信任对双方绩效的作用研究[J]. *科学与科学技术管理*, 2006, 27(1): 107-111.
- [25] 姜彦福, 叶瑛. 创业投资者与创业企业家信任培育机制的理论综述[J]. *中国风险投资*, 2004(9): 69-80.
- [26] DE CLERCQ D, SAPIENZA H J. Effects of relational capital and commitment on venture capitalists' perception of portfolio company performance[J]. *Journal of Business Venturing*, 2006, 21: 326-347.
- [27] DE CLERCQ D, SAPIENZA H J. The creation of relational rents in venture capitalist-entrepreneur dyads[J]. *Venture Capital*, 2001, 3(2): 107-127.
- [28] 叶瑛, 姜彦福. 创业投资机构的信任影响新创企业绩效的跨案例研究[J]. *管理世界*, 2009(10): 52-63.
- [29] 陈闯, 叶瑛. 创业投资者——创业企业家之间信任影响因素不对称性的跨案例研究[J]. *中国工业经济*, 2010(1): 147-157.
- [30] SAPIENZA H J. When do venture capitalists add value? [J]. *Journal of Business Venturing*, 1992, 7(1): 9-27.
- [31] SAPIENZA H J, KORSGAARD M. The role of procedural justice in entrepreneur-venture capital relations [J]. *Academy of Management Journal*, 1996, 39: 544-574.
- [32] BUSENITZ L W, FIETB J O, MOESE D D. Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: an interorganizational learning perspective [J]. *Journal of Business Venturing*, 2004, 19: 787-807.
- [33] SHEPHERD A D, ZACHARAKIS A. The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in cooperative behavior[J]. *Venture Capital*, 2001(10): 129-149.
- [34] ZACHARAKIS A L. Entrepreneurs relationships with venture capitalists: the development of trust and confidence in cooperative behavior[Z]. Paper presented at the Babson Entrepreneurship Research Conference, 2002.
- [35] DE CLERCQ D, SAPIENZA H J. When do venture capital firms learn from their portfolio companies? [J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2005(7): 517-535.
- [36] LARSON A. Network dyads in entrepreneurial settings: a study of the governance of exchange relationships[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1992, 37: 76-104.

Collaboration Relationship between Startup and Venture Capital Firm and Its Influence on Collaboration Performance

Jiang Yanfu^{1,2}, Zhang Wei^{1,2}

(1. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

2. Research Center for Technological Innovation, Tsinghua University, Beijing 100084)

Abstract: The collaboration relationship between startups(EN) and venture capital(VC) firms is of great importance to the growth of startups and the success of VC investment. This paper reviews the literatures on this special collaboration relationship. Three important research development in this area are identified: the first, trust and collaboration are emphasized based on more multiple disciplines, rather than focusing on the control by VC based on the agency theory; the second, from both VC's and EN's perspective, rather than just VC's perspective; the third, the performance of this collaboration has attracted more research attention. It is suggested that future research should pay attention to the evolution of the mechanism of collaboration between VC and EN during their interaction in different stages, and its influence on the performance of startups.

Key words: venture capital; startup; venture capital firm; collaboration; trust