

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2017.02.003

## 风险投资会影响创业企业战略选择吗?

——文献评述与理论架构

董 静,汪 立

(上海财经大学国际工商管理学院,上海 200433)

**摘 要:** 风险投资对创业企业成长的作用已成为社会关注的焦点与热点,然而现有研究很少回答风险投资介入是否对创业企业战略选择产生影响、如何产生影响以及产生怎样的影响。本文在系统梳理已有研究文献的基础上,首先总结出风险投资影响创业企业战略选择的两种理论假说;其次,从资源基础观、代理理论与信号传递理论的视角剖析风险投资影响创业企业战略选择的三种作用机制,即增值服务提供机制、监督与管理机制以及信号传递机制;最后,在分析现有经验研究的基础上,本文构建了风险投资影响创业企业战略选择的理论分析框架,并对未来主要研究方向予以展望。本文对深化与推动风险投资与创业企业之间的互动研究、拓展战略管理研究具有重要的意义。

**关键词:** 风险投资;创业企业;战略选择

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2017)02-0036-11

### 一、引 言

伴随着创新创业的浪潮,风险投资对创业企业的影响受到学者们的密切关注。众多文献显示,风险投资机构不仅能够缓解创业企业资金瓶颈的束缚(Lutz和George,2012),更重要的是,风险投资机构凭借特定行业的长期投资经验积累,能够为创业企业提供战略咨询、上市融资等增值服务,从而有助于创业企业创新水平的提升(Timmons和Bygrave,1986;苟燕楠和董静,2013;Maula等,2013)、财务绩效的提高(Barry等,1990;Busenitz等,2004;陈工孟等,2011;Park和Steensma,2012)以及公司治理的完善(Hellmann和Puri,2002;张学勇和廖理,2011;袁蓉丽等,2014)。可以说,风险投资对创业企业的发展具有至关重要的作用。

关于风险投资对创业企业的影响研究,现有成果较多关注风险投资介入对创业企业绩效

收稿日期:2016-08-05

基金项目:国家自然科学基金项目(71172146);教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-12-0900);上海财经大学国家级课题后续研究项目(2016110302);上海财经大学研究生创新资金资助项目(CXJJ-2015-347)

作者简介:董 静(1975—),女,上海财经大学国际工商管理学院教授,博士生导师;

汪 立(1987—),男,上海财经大学国际工商管理学院企业管理专业博士研究生。

与治理的影响。很少有学者回答风险投资介入是否对创业企业战略产生影响、如何产生影响以及产生怎样的影响。在国外关于风险投资介入与创业企业战略关系的少量文献中,主要分析风险投资介入对创业企业构建战略联盟以及国际化的影响,尚未系统分析风险投资对创业企业战略选择产生影响的内在作用机理。国内这一领域的研究则尚属空白。因此,本文以现有文献为基础,试图回答三个问题:一是风险投资介入会影响创业企业的战略选择吗?会产生怎样的影响?二是风险投资如何影响创业企业的战略选择?其中的作用机制是什么?三是风险投资影响创业企业战略选择受到什么情境因素的调节?

本文主要的研究贡献在于:第一,探讨并丰富了风险投资影响创业企业战略选择的作用效果。已有文献主要关注了风险投资介入对创业企业IPO战略(Gompers, 1990;陈工孟等, 2011)、战略联盟(Hsu, 2006; Lindsey, 2008)、国际化战略(Carpenter等, 2003; LiPuma和Park, 2014)等影响。本文从“业务结构—空间结构—发展方式”的战略逻辑出发,诠释了风险投资影响创业企业战略选择的系统化视角。第二,解析并归纳了风险投资影响创业企业战略选择的作用机制。当前,国内外学者在分析风险投资对创业企业战略的作用时,并没有系统地分析其中内在的作用机理,从而研究结论备受质疑。本文基于文献梳理与理论推演,归纳出风险投资影响创业企业战略选择的三种作用机制——增值服务提供机制、监督与管理机制、信号传递机制。第三,探析并梳理了风险投资影响创业企业战略选择的情境因素。已有研究主要关注风险投资特质(Smolarski和Kut, 2011;张学勇和廖理, 2011)与企业外部环境(Wang等, 2012; Hoehn-Weiss和Barden, 2014)等因素的影响,本文在丰富原有研究的基础上,从创业企业特质、“风险投资—创业企业”组织等新视角进行拓展。风险投资对创业企业战略选择的影响研究是金融学与企业战略相互融合的交叉领域,本文通过对此领域文献的梳理与总结以及对理论分析框架的构建与研究展望,对深化与推动风险投资与创业企业之间的互动研究、拓展战略管理研究具有重要的理论与实践意义。

本文内容安排如下:第一部分为引言,简述相关背景,提出分析问题;第二部分为风险投资影响创业企业战略选择的理论假说;第三部分从资源基础观、代理理论以及信号传递理论三种视角分析风险投资影响创业企业战略选择的作用机制;第四部分为现有文献中风险投资影响创业企业选择不同类型战略的结果分析;第五部分为风险投资影响创业企业战略选择的情境分析;第六部分为理论模型构建与未来研究展望。具体分析脉络见图1。

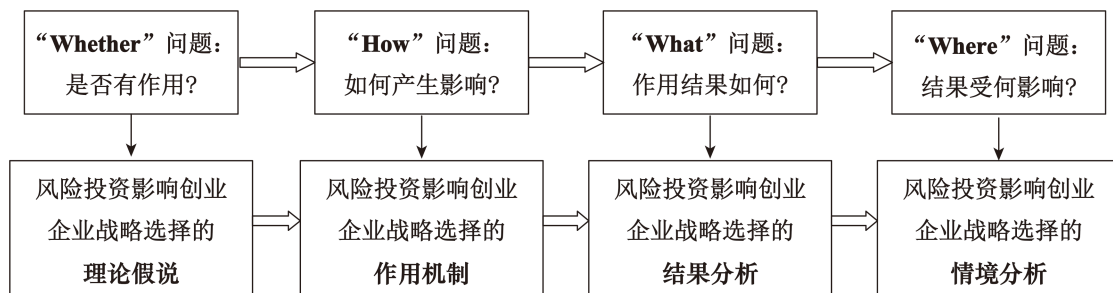


图1 本文的“4W”分析脉络图

## 二、风险投资影响创业企业战略选择的理论假说

关于风险投资是否影响创业企业战略选择的问题,现有研究结果主要存在两种不同的观点:一是风险投资对企业战略的制定没有任何影响,风投机构只是筛选了特定战略导向的企业;二是风险投资对企业战略的制定具有决定性作用,风投机构引导创业企业选择正确的战略

部署。围绕上述两种相对立的观点,大量的学者进行了深入研究与争论,由此产生两种理论假说,即“筛选论”与“培育论”。

### 1. 筛选论

支持筛选论观点的学者认为,风险投资机构选择了具有某些特质的创业企业,从而导致企业在战略选择与财务绩效方面存在差异。筛选论者认为风险投资机构对创业企业的战略选择并没有本质性的影响。代表性学者Amit等(1990a,b)在探讨创业企业家能力、风险投资决策与风险分摊机制时,认为风险投资家基于创业企业家的能力来决定是否投资以及投资规模,进而由于创业企业家能力的差异导致企业经营绩效的不同。除了企业家能力外,影响风险投资筛选企业的因素还包括:创业企业的成长阶段(苟燕楠和董静,2013)、企业声誉(Ebbers和Wijnberg,2012)、人力资本水平(Colombo和Grilli,2010;Petkova等,2014)以及风险投资与创业企业间地域接近性(Gaba和Meyer,2008;Dimov和de Holan,2010;杨敏利和党兴华,2014)等等。这些因素同时还会导致企业在战略选择和经营绩效上出现差异。

### 2. 培育论

支持培育论观点的学者认为,风险投资机构能够基于自身的经验与行业专长(董静和翟海燕,2014)对创业企业提供增值服务与监督控制,从而影响创业企业战略选择与实施。Gorman和Sahlman(1989)通过对49个创业企业的调研数据分析显示,风险投资机构每年花费80小时对创业企业进行现场指导,以及30小时的电话回访。除此以外,风险投资还为创业企业提供金融支持、战略咨询与人员招聘等增值服务,全方位地辅导创业企业的战略制定与实施。Barry等(1990)在探讨风险投资对上市企业价值创造的作用时,发现风险投资会介入创业企业的董事会,参与企业内部的经营决策等活动,实现对企业进行监督与治理,进而影响创业企业的战略选择。在此基础上,大量的学者认为风险投资能够为创业企业带来特色化的增值服务和专业化的公司治理(Fried和Hisrich,1995;吴翠凤等,2012;Humphery-Jenner和Suchard,2013),进而支持创业企业的成长与发展。

如上所述,筛选论认为风投机构只是选择了某种战略导向的创业企业,仅为风投机构事前选择的结果,风投机构与企业战略选择的相关性内生于企业特征,其本身对企业战略制定没有影响。培育论认为风投机构塑造了企业的战略,是风投机构有目的性的主动行为。那么,在具体的实证检验中,何种观点得到更多的支持、更具有普适性?根据目前非常有限的实证文献来看,培育论得到更多的支持。比如,Gompers(1996)、Lee和Wahal(2004)、陈工孟等(2011)在控制内生性的前提下,发现风投机构对创业企业IPO战略具有逐名效应。Carpenter等(2003)、Berg等(2015)发现风险投资的介入,促进了创业企业进军国际市场。归纳来说,风险投资机构注资创业企业的意图是获取高额的投资回报,无论风投机构是选择某种战略导向的创业企业,还是引导企业制定某种战略,其出发点在于:基于自身投资经验与行业发展前景的预测,确保创业企业的战略定位能够支撑高成长性,从而获取较高的投资绩效。因此,风险投资机构首先倾向于选择具有特定战略导向或可塑性的创业企业,然后根据市场环境和战略要素的变化,积极发挥引导与培育功能,协助创业企业制定适当的战略。

## 三、风险投资影响创业企业战略选择的作用机制

如果风险投资机构对创业企业的战略选择具有重要影响,那么这种影响又是通过何种机制发生的呢?面对风投机构与创业企业之间错综复杂的作用关系,现有文献依然无法清晰地回答这一问题,受制于数据可获得性,相关机制和路径仍隐藏在研究成果的理论分析与假设发展中。本文从资源基础理论、代理理论以及信号传递理论的视角出发,认为风险投资机构通过三



种机制对创业企业战略选择产生作用,即增值服务提供机制、监督与管理机制、信号传递机制。

### 1. 增值服务提供机制

根据资源基础观的理论逻辑,企业的持续竞争优势来源于其拥有的异质性(heterogeneity)与不完全流动(immobility)的资源,并且这种资源具备有价值(value)、稀缺性(rareness)、不完全模仿(imperfect Imitability)与不可替代(substitutability)等属性(Barney, 1991)。然而,成立时间不长的创业企业往往拥有某种具有增长潜力的资源,却缺乏全面获取竞争优势的内部组织系统、市场中的信任关系、社会资本及经济资本,处于新生者不利条件的境遇(Stinchcombe, 1965)。风险投资介入所带来的专业化与特色化的增值服务,能够为创业企业注入优势资源,并协助企业制定与实施科学的战略举措。具体而言,风险投资所提供的与创业企业战略有关的增值服务主要包括三种:(1)战略定位的引导。风险投资机构在特定行业中积累了丰富的投资经验,对行业现状与前景有着深刻的预判,并据此为创业企业提供技术、产品与服务发展的前沿信息,帮助企业制定适当的产品和市场计划(Gorman和Sahlman, 1989; Busenitz等, 2004; Park和Steensma, 2012; Vanacker等, 2013)。(2)战略要素的补充。风险投资机构在长期投资过程中积累了广泛的网络资源,并据此帮助创业企业寻找适合的高管团队成员和职能经理,帮助创业企业建立与供应商、顾客、合作方等关键主体之间的联系(Macmillan等, 1989; Steier和Greenwood, 1995; Hsu, 2006)。(3)战略执行的协助。风险投资机构在特定领域中积累了高超的行业专长,并据此帮助企业制定科学的运营战略,协助企业战略的高效实施(Timmons和Bygrave, 1986; Vanacker等, 2013)。

### 2. 监督与管理机制

根据代理理论,委托代理关系形成后,由于信息不对称的存在以及双方需求与目标的不同,信息优势方将基于自身效应最大化来选择行为与策略,可能出现道德风险与逆向选择等问题。风险投资介入创业企业后便形成一种委托代理关系。一方面创业企业家可能利用信息优势制定有利于自身利益最大化的战略决策,另一方面创业企业家的观念与决策能力可能限制企业选择正确的战略方向,进而严重影响企业的成长以及风险投资机构的利益。通过密切的监控与激励,风险投资机构可以在一定程度上缓解这种代理风险(Jensen和Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Admati和Pfleiderer, 1994; Rajan, 1992)。概括来说,风险投资机构可以通过以下路径实现对创业企业战略的监控:(1)公司治理的参与。风险投资机构通常获得创业企业董事会席位,通过董事会参与企业重大战略决策的制定,并对企业高管团队的工作加以监督(Macmillan等, 1989; Rosenstein等, 1993; 武巧珍, 2009)。(2)契约的激励与约束。风险投资机构根据投资契约中的条款,例如投票权、一票否决权、对赌条款(VAM)等,参与创业企业重大决策制定,影响企业的战略选择与实施(Lerner, 1995; Kaplan和Stromberg, 2001)。(3)战略执行的监督与评估。风投机构定期对创业企业的战略执行情况与经营绩效进行评估,一方面确保企业能够按照既定战略目标与内容进行发展,另一方面便于及时做出战略调整以顺应瞬息万变的市场环境(Gompers, 1995)。

### 3. 信号传递机制

根据信号传递理论,当存在信息不对称时,市场中具有信息优势的个体会通过信号传递机制将信息传递给信息劣势的个体,从而实现有效率的市场均衡(Penrose, 1974)。新生的创业企业往往缺乏大量财力与人力来宣传自己,难以获取外部融资与合作。随着风险投资的介入,风险投资机构可以利用自己在行业中的声誉与地位来影响创业企业的信号质量,进而影响企业的战略选择与实施。风险投资可以通过以下信息传递机制影响创业企业的战略选择:(1)企业信息的传递。风险投资机构的介入便向市场传递了创业企业质量较高的信号,一方面有利于发挥认证作用,作为中介减轻创业企业与外部投资者、交易伙伴的信息不对称,促进创业企业获

取后续融资;另一方面有利于降低交易双方的筛选成本,提高选择合作伙伴的效率。例如,Lindsey(2008)认为风险投资介入的信号传递机制促进了创业企业之间构建战略联盟。(2)市场地位的加强。风险投资介入能够提高创业企业的声誉、可靠性与合法性,从而扩大创业企业可选择战略的范围。而且风险投资机构的声誉越高,其对创业企业可获得资源的影响就越显著。例如,国际知名风险投资机构的介入向国外市场传递了积极信号,能够显著促进创业企业选择国际化战略(Mäkelä和Maula,2005)。

#### 四、风险投资影响创业企业战略选择的结果分析

目前,关于风险投资影响创业企业战略选择的研究还处于理论阐述阶段,相关的实证研究文献很少,并且主要集中在风险投资对创业企业IPO战略、战略联盟以及国际化战略选择的影响。下面从上述几种战略选择加以归纳。

##### 1. 风险投资与创业企业IPO战略选择

关于风险投资对创业企业IPO战略选择的影响,学界有两种不同的观点。一是风险投资对创业企业的IPO战略具有“逐名效应”(grandstanding effect)。Gompers(1996)认为年轻的风险投资机构会催促创业企业更早上市,并且愿意接受更高的IPO抑价,从而提高自身在资本市场中的声誉,以便成功募集新的基金。二是风险投资对创业企业的IPO战略具有“认证效应”(certification effect)。Barry等(1990)、Megginson和Weiss(1991)认为风险投资机构的介入一方面会加强对创业企业的监督控制与管理参与,降低信息不对称,另一方面也会为创业企业提供更好的承销商、律师以及会计师,优化对创业企业的评估,进而缩短创业企业上市时间、降低创业企业IPO抑价程度。为了验证上述两种存在矛盾的观点, Lee和Wahal(2004)利用1980—2000年间6 413家企业IPO数据为样本,在控制样本内生性问题的前提下,实证检验了风险投资机构对创业企业IPO战略的影响,结果支持逐名效应,即风险投资机构会促使创业企业更早上市并接受较高IPO抑价。国内学者陈工孟等(2011)以2004—2007年间在不同证券交易所上市的中国企业为样本,发现有风险投资支持的企业在上市时具有更高的IPO抑价,也支持逐名效应假说。

##### 2. 风险投资与创业企业战略联盟选择

关于风险投资对创业企业联盟战略的影响,现有的研究主要存在两种观点。一是风险投资机构能够利用自身的资源与网络帮助创业企业选择合适的战略伙伴,从而促进战略联盟的构建。例如,Hsu(2006)在研究风险投资介入对科技型创业企业商业化战略选择的影响时,发现风险投资参与加强了创业企业之间的协作关系以及战略联盟的形成。Lindsey(2008)研究发现,风险投资机构具有信息上的优势,能促进创业企业之间达成关系合同(Relational Contracts)并建立战略联盟,特别是被同一个风险投资机构投资的创业企业之间更可能构建战略联盟。二是获取风险投资与加入战略联盟是创业企业获取技术与资金等资源的两种具有替代关系的途径,风险投资的参与将降低创业企业加入战略联盟的意愿。例如,Wang等(2012)发现,随着风险投资对创业企业的投资金额的增加,创业企业加入战略联盟的数量会减少。Ozmel等(2013)的实证研究也得到类似观点,即风险投资抑制了创业企业参与战略联盟。相比于上述研究的单方面结论, Hoehn-Weiss和Barden(2014)在探讨资本市场丰裕度(capital munificence)对企业参与战略联盟的影响时,发现资本市场丰裕度越高,企业越倾向于加入联盟,支持战略行为理论的逻辑假说;但企业获取风险投资会降低参与战略联盟的倾向,则支持资源依赖理论的逻辑假说。此外,Dushnitsky和Lavie(2010)从资源基础观出发,发现当资源互补性与网络资源可视化程度提高时,公司背景风投(CVC)能促进创业企业参与战略联盟;当外部资源冗余与内部资源分配限制增加时,公司背景风投则会限制企业参与战略联盟。

### 3. 风险投资与创业企业国际化战略选择

目前学术界普遍认为风险投资的介入会促进创业企业国际化战略的选择。Carpenter等(2003)率先对风险投资介入与创业企业国际化间的关系展开研究,作者构建了合理风险分摊模型(Reasoned Risk-taking),并以此为依据,认为风险投资机构是风险偏好者,能够容忍创业企业国际化过程中的风险,同时也为创业企业提供国际化所需的资金支持与战略咨询服务。特别是风险投资机构拥有丰富的国际化经验时,其促进企业国际化的意愿更强。在此基础上,George等(2005)研究发现,作为创业企业重要的外部所有者,风险投资机构对企业国际化战略选择有着举足轻重的作用,并且随着风险投资机构持股比例的增加,创业企业国际化程度会提升。Mäkelä和Maula(2005)研究结果显示,外资风险投资有助于创业企业进入风险投资所在国市场,呈现出一种同质性现象“Isomorphism”。Fernhaber和McDougall-Covin(2009)认为风险投资机构的知识和声誉将随着风投的介入而注入创业企业中,由此为创业企业实施国际化战略提供支撑,最终成为创业企业步入国际市场的催化剂(Catalysts)。

### 4. 简要评述

综上所述,风险投资影响创业企业战略的经验研究目前主要集中在三个领域(见表1):从IPO战略角度来看,研究结果呈现出两种不同的观点,一是风险投资基于提升自身声誉的考虑,促进创业企业尽快上市而容忍过高的IPO抑价,存在“逐名效应”;二是风险投资会加强对创业企业的监督与评估,降低信息不对称,产生较低的IPO抑价,存在“认证效应”。从战略联盟角度来看,研究结论也显示出两种不同的认识,一是风险投资基于自身的网络与资源促进创业企业战略联盟的构建;二是风险投资与战略联盟是创业企业获取资源的两条相互补充的路径,两者之间存在替代效应。从国际化战略角度来看,风险投资提供了创业企业国际化过程中所需的资金与服务,降低了企业进军国际市场中的风险。

由此可见,学者们已经逐步认识到风险投资对创业企业战略选择的影响。之所以现有文献主要集中在IPO战略、战略联盟、国际化战略等方面,主要在于这几类战略比较容易观察与测度;从研究方法来看,现有成果主要以二手数据为基础的回归分析法占据绝对主导地位,鲜有文献利用一手数据进行结构方程分析与案例分析;从研究样本来看,现有研究主要利用欧美发达国家风险投资行业的横截面数据来展开,几乎没有反映动态变化的面板数据分析。因此,未来需要在战略内容、研究方法、研究样本等诸多领域进行深入的探索与研究。

表1 风险投资影响创业企业战略选择的经验研究

战略类型	主要研究者	主要结论
IPO战略	Gompers, 1990; Barry等, 1990; Megginson和Weiss, 1991; Lee和Wahal, 2004; 陈工孟等, 2011	(1)逐名效应,即年轻的风险投资机构会催促创业企业更早上市,并且接受较高的IPO抑价,从而提高自身在资本市场中的声誉;(2)认证效应,即风险投资机构一方面会加强对创业企业的监督控制与管理参与,降低信息不对称;另一方面也会为创业企业提供更好的承销商、律师以及会计师,优化对创业企业的评估,降低创业企业IPO抑价。
战略联盟	Hsu, 2006; Lindsey, 2008; Wang等, 2012; Ozmel等, 2013; Hoehn-Weiss和Barden, 2014	部分学者认为风险投资介入促进创业企业之间构建战略联盟;另有学者认为,战略联盟和风险投资是创业企业获取资本与技术的两种不同手段,风险投资介入会抑制创业企业选择战略联盟。
国际化战略	Carpenter等, 2003; Mäkelä和Maula, 2005; Lutz和George, 2012; LiPuma和Park, 2014; Berg等, 2015	风险投资的介入,特别是跨国风险投资的参与,会降低创业企业进军国际市场的不确定性与风险,提高创业企业的可靠性与合法性,从而促进创业企业的国际化战略选择。

注:根据已有文献整理获得。



## 五、风险投资影响创业企业战略选择的情境分析

风险投资影响创业企业战略选择的情境因素可谓是包罗万象,纵览现有文献的研究结果,学者们集中从两个视角进行展开:一是风险投资特质因素,二是外部环境因素。

### 1. 风险投资特质的情境分析

不同特质的风险投资机构对创业企业提供的增值服务、监督控制与信号传递具有差异性,进而对创业企业战略选择产生差别化的影响。概括来说,学者们主要从如下几个方面来诠释风险投资特质对创业战略选择的影响:(1)股权背景。我国风险投资机构的股权背景大致可以划分为国有、民营、外资与混合,就不同股权背景而言,张学勇和廖理(2011)认为外资型风投介入的创业企业相对于那些非外资背景风投介入的创业企业IPO抑价率更低,股票回报率更高。并且,外资型风投有助于所投创业企业进行国际化战略(Mäkelä和Maula,2005;Humphery-Jenner和Suchard,2013)。(2)投资策略。风险投资机构的投资策略通常包括投资阶段、投资规模、分阶段投资、联合投资等。就不同投资策略而言,Smolarski和Kut(2011)发现,相比于一次性投资与单独投资,分阶段投资与联合投资更能推动创业企业的国际化。同时,吴超鹏等(2012)发现风投的联合投资策略对创业企业的投融资战略具有重要影响。(3)声誉水平。声誉就是基于过去绩效而传递未来绩效状况的一种信号(Dimov等,2007),它反映了不同利益相关者对创业企业创造价值能力的预期(Petkova等,2014)。Hsu(2006)、Fernhaber和McDougall-Covin(2009)研究结果说明,风险投资机构的声誉水平越高,其所投创业企业国际化水平越高。(4)知识与经验。Carpenter等(2003)、Fernhaber和McDougall-Covin(2009)研究结论显示,风险投资机构的国际化知识越多,海外投资经验越丰富,其更加能够促进创业企业开展国际化战略。除此以外,Lutz和George(2012)利用多案例研究方法考察了风险投资机构提供的资源类型(金融资源、战略资源与管理资源)对创业企业进行海外市场开拓的影响。

### 2. 外部环境的情境分析

任何企业的战略制定与实施并不能置身于真空环境中,整个过程必将受到外部环境的影响。归纳来说,当前学者们通常从如下几个方面来探析风险投资影响创业企业战略选择的外部环境:(1)市场不确定性。比如,Wang等(2012)发现,技术市场不确定性的增加将带给创业企业巨大的风险,风险投资机构倾向于创业企业构建技术联盟,由此来降低技术风险。(2)市场竞争程度。比如,Wang等(2012)认为竞争激烈的市场将会加大创业企业的目标客户定位、产品分销与应变战略制定等压力,在此情形下,风险投资机构将利用自身的网络资源来帮助创业企业构建战略联盟,通过战略伙伴的资源共享来降低竞争压力。(3)资本市场丰裕度。比如,Hoehn-Weiss和Barden(2014)认为风险投资和战略联盟是创业企业获取外部资源的两种途径,资本市场丰裕度的提升将提高创业企业经理对搭建战略联盟的预期收益,最终促进创业企业构建联盟。

## 六、理论模型构建与未来研究展望

### 1. 理论模型构建

通过对已有文献的系统梳理,本文在筛选论与培育论两种理论假说的基础上,回顾与总结了风险投资影响创业企业战略选择的作用效果、作用机制与情境因素,回答了风险投资对创业企业战略选择产生了怎样的影响以及如何影响的问题。然而现有研究未能系统分析和展示风险投资影响创业企业战略选择的全貌。在深入思考和研究的基础上,本文提出了风险投资影响创业企业战略选择的理论分析框架(见图2)。

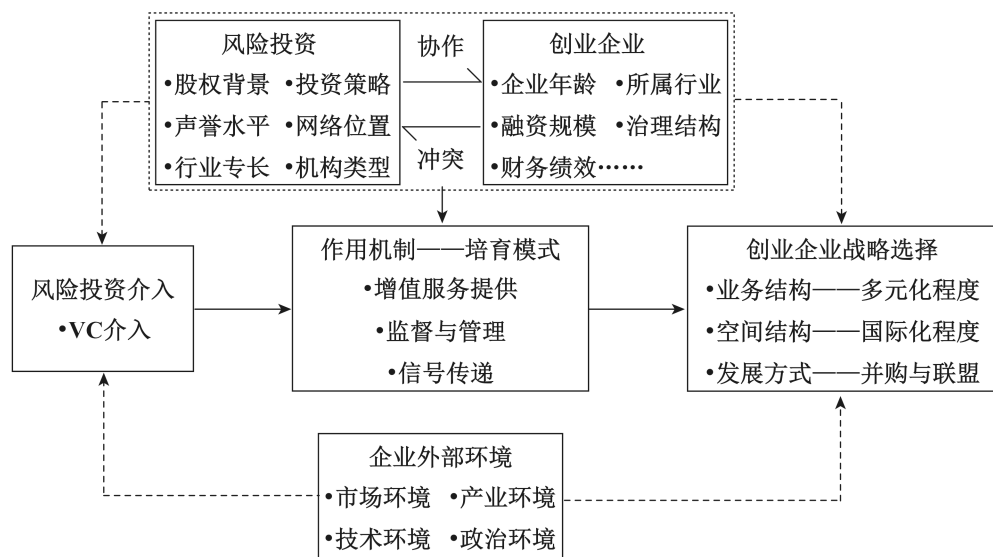


图2 风险投资影响创业企业战略选择的理论框架

根据上述理论分析模型,可以得出如下几点结论:

从风险投资影响创业企业战略选择的结果来看,考虑到创业企业的特殊性,以及企业战略选择包含的诸多维度、诸多视角。本理论框架聚焦企业发展战略,并将其分为业务结构、空间结构、发展方式三个层面。业务结构主要反映创业企业在业务上的多元化或专业化水平;空间结构主要反映创业企业经营活动在地域上的分布,例如国际化程度;发展方式主要反映创业企业实现发展的路径,例如兼并收购与战略联盟。基于目前已有的研究,从上述三个维度研究风险投资影响创业企业战略选择的文献尤其是实证研究还非常有限。个别领域得到较多关注,且已获得较为统一的研究结论,例如风险投资会促进创业企业选择国际化战略。另有一些领域虽然已有实证分析,但结论尚不统一,例如风险投资是否会促进创业企业的战略联盟。

从风险投资影响创业企业战略选择的作用机制来看,虽然尚无经验数据予以验证,但是通过理论分析与经验推导已经可以构建风险投资影响创业企业战略选择的基本作用机制。具体来看,这种作用机制由三个层面构成:一是增值服务提供机制,风险投资一方面为创业企业提供了资本支持与战略咨询服务,另一方面帮助创业企业选择合适的管理人员与合作伙伴;二是监督与管理机制,风险投资会介入创业企业董事会,参与企业的经营决策与公司治理;三是信号传递机制,风险投资通过信号传递降低创业企业与交易伙伴的筛选成本,并提高创业企业的声誉、可靠性与合法性。

从风险投资影响创业企业战略选择的情境因素来看,主要情境因素可以分为风险投资特质与企业外部环境两个层面。第一个层面主要聚焦风险投资机构的股权背景、行业经验与声誉水平、投资策略等因素,第二个层面主要探讨创业企业外部环境的影响,如资本市场丰裕度、技术不确定性、市场竞争程度等。本理论框架在已有两个层面的基础上,拓展了创业企业特质的视角,主要考察创业企业的年龄、所属行业、治理结构、财务绩效等因素对主效应的调节作用。同时,本框架也将从“风险投资—创业企业”组织视角出发,主要考究两者之间的地理距离、相互关系对主效应的影响。

从风险投资与创业企业的经营管理实践来看,立足于风险投资机构的视角,可以检验风险投资对创业企业战略选择的作用效果与作用机制。例如,风险投资机构可以选择不同的培育模式以达到对创业企业的辅导与培育,一方面能够降低投资风险,另一方面能够控制与引导创业



企业的战略方向。立足于创业企业的视角,可以检验风险投资特质对创业企业战略选择的影响。例如,创业企业可以根据自身发展与成长的需求来选择合适的风险投资机构介入,或是在双方达成的契约条款中考虑战略选择与控制权设置等关键问题。

## 2. 未来研究展望

整体来看,本领域的研究体系初现轮廓,但相应的研究成果并没有呈现出系统性与全面性。因此,未来需要从以下几个方向来丰富与发展上述研究框架。

第一,进一步探讨风险投资对创业企业战略选择的作用效果。现有绝大部分实证研究局限于风险投资对创业企业IPO战略、战略联盟以及国际化战略的影响,相比于整个战略逻辑分析则略显不足。创业企业的战略选择具有特殊性,未来我们尤其需要从业务结构、空间结构、发展方式等方面来深入分析风险投资对创业企业战略选择的影响。比如,成立初期的创业企业因拥有某项核心技术与产品而获得风险投资的青睐,风险投资的介入是促使创业企业选择专业化道路,进一步深化核心业务发展?还是会引导创业企业选择多元化道路,扩大企业的业务范围?哪些与风险投资有关的因素会影响创业企业业务结构的选择?这些问题非常值得深入分析与验证。

第二,进一步解析风险投资对创业企业战略选择的作用机制,揭开风险投资影响创业企业战略选择的“黑箱”。现有研究成果主要从资源基础观、代理理论与信号传递理论三个理论视角剖析出三条作用机制,即增值服务提供机制、监督与管理机制以及信号传递机制。未来仍有两方面需要去突破,一是试图利用新的理论基础来解析风险投资影响创业企业战略的机制,例如从组织学习理论出发,风险投资介入是否增强了创业企业的学习能力,进而加强了创业企业对行业前景的预判以及战略决策的完善;二是尝试运用合适的方法对各种作用机制进行检验,目前,相关机制仍隐讳于研究成果的理论分析与假设发展中,并没有得到实证检验,从而影响了研究结论的解释力与认同度。

第三,进一步检验影响风险投资对创业企业战略选择发挥作用的要素。现有文献主要涉及企业外部环境 with 风险投资特质两个层面,未来仍有很大的空间可以完善。一方面,现有企业外部环境因素主要集中于技术与市场不确定性。然而,行业环境(Li和Mahoney, 2011; Petkova等, 2014)、法律、政治和制度环境(Bruton等, 2009; Guler和Guillén, 2010)也是影响风险投资行为与创业企业战略的重要因素,却很少得到学者们的验证。未来研究可以通过对不同国家和地区的风险投资影响创业企业战略选择的比较研究,从而揭示出宏观环境如何调节两者之间的关系。另一方面,目前的企业内部因素主要聚焦于风险投资声誉、投资策略与地理位置等特质,未来需要继续挖掘表征风险投资特质的变量,从而使风险投资影响创业企业战略选择的测量更加准确。此外,企业战略选择也受到高管团队、经营绩效、治理结构以及风险投资与创业企业之间组织关系的影响,探讨创业企业特质、两者相互关系的调节作用也将成为未来的研究重点。

## 主要参考文献

- [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[J]. 经济研究, 2011, (5): 74-85.
- [2]董静,翟海燕,汪江平. 风险投资机构对创业企业的管理模式——行业专长与不确定性的视角[J]. 外国经济与管理, 2014, (9): 3-11.
- [3]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.
- [4]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.
- [5]武巧珍. 风险投资支持高新技术产业自主创新的路径分析[J]. 管理世界, 2009, (7): 174-175.
- [6]杨敏利,党兴华. 风险投资机构的网络位置对IPO期限的影响[J]. 中国管理科学, 2014, (7): 140-148.

- [7]袁蓉丽, 文雯, 汪利. 风险投资和IPO公司董事会治理——基于倾向评分匹配法的分析[J]. 中国软科学, 2014, (5): 118–128.
- [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[J]. 经济研究, 2011, (6): 118–132.
- [9]Admati A R, Pfleiderer P. Robust financial contracting and the role of venture capitalists[J]. The Journal of FINANCE, 1994, 49(2): 371–402.
- [10]Amit R, Glosten L, Muller E. Does venture capital foster the most promising entrepreneurial firms?[J]. California Management Review, 1990a, 32(3): 102–111.
- [11]Amit R, Glosten L, Muller E. Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing[J]. Management Science, 1990b, 36(10): 1232–1245.
- [12]Barney C B. Firm resources and sustained competitive advantage[J]. Journal of Management, 1991, 17(1): 99–120.
- [13]Barry C B, Muscarella C J, Peavy III J W, et al. The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 447–471.
- [14]Bruton G D, Ahlstrom D, Puky T. Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures: A comparison of the venture capital industries in Latin America and Asia[J]. Journal of International Business Studies, 2009, 40(5): 762–778.
- [15]Busenitz L W, Fiet J O, Moesel D D. Reconsidering the venture capitalists’ “value added” proposition: An interorganizational learning perspective[J]. Journal of Business Venturing, 2004, 19(6): 787–807.
- [16]Carpenter M A, Pollock T G, Leary M M. Testing a model of reasoned risk-taking: Governance, the experience of principals and agents, and global strategy in high-technology IPO firms[J]. Strategic Management Journal, 2003, 24(9): 803–820.
- [17]Colombo M G, Grilli L. On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders’ human capital and venture capital[J]. Journal of Business Venturing, 2010, 25(6): 610–626.
- [18]Dimov D, Shepherd D A, Sutcliffe K M. Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions[J]. Journal of Business Venturing, 2007, 22(4): 481–502.
- [19]Dushnitsky G, Lavie D. How alliance formation shapes corporate venture capital investment in the software industry: A resource-based perspective[J]. Strategic Entrepreneurship Journal, 2010, 4(1): 22–48.
- [20]Ebbers J J, Wijnberg N M. Nascent ventures competing for start-up capital: Matching reputations and investors[J]. Journal of Business Venturing, 2012, 27(3): 372–384.
- [21]Eisenhardt K M. Agency theory: An assessment and review[J]. Academy of Management Review, 1989, 14(1): 57–74.
- [22]Fernhaber S A, McDougall-Covin P P. Venture capitalists as catalysts to new venture internationalization: The impact of their knowledge and reputation resources[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2009, 33(1): 277–295.
- [23]Gaba V, Meyer A D. Crossing the organizational species barrier: How venture capital practices infiltrated the information technology sector[J]. Academy of Management Journal, 2008, 51(5): 976–998.
- [24]Gompers P A. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital[J]. The Journal of FINANCE, 1995, 50(5): 1461–1489.
- [25]Gompers P A. Grandstanding in the venture capital industry[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 42(1): 133–156.
- [26]Gorman M, Sahlman W A. What do venture capitalists do?[J]. Journal of Business Venturing, 1989, 4(4): 231–248.
- [27]Gu Q, Lu X H. Unraveling the mechanisms of reputation and alliance formation: A study of venture capital syndication in China[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(5): 739–750.
- [28]Guler I, Guillén M F. Institutions and the internationalization of US venture capital firms[J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41(2): 185–205.
- [29]Hallen B L, Katila R, Rosenberger J D. How do social defenses work? A resource-dependence lens on technology ventures, venture capital investors, and corporate relationships[J]. Academy of Management Journal, 2014, 57(4): 1078–1101.
- [30]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.
- [31]Hsu D H. Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy[J]. Management Science, 2006, 52(2): 204–219.
- [32]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of

- Financial Economics, 1976, 3(4): 305–360.
- [33]Lee P M, Wahal S. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(2): 375–407.
- [34]Lerner J. Venture capitalists and the oversight of private firms[J]. The Journal of Finance, 1995, 50(1): 301–318.
- [35]Li Y, Mahoney J T. When are venture capital projects initiated?[J]. Journal of Business Venturing, 2011, 26(2): 239–254.
- [36]Lindsey L. Blurring firm boundaries: The role of venture capital in strategic alliances[J]. The Journal of FINANCE, 2008, 63(3): 1137–1168.
- [37]LiPuma J A, Park S. Venture capitalists' risk mitigation of portfolio company internationalization[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2014, 38(5): 1183–1205.
- [38]Lutz E, George G. Venture capitalists' role in new venture internationalization[J]. The Journal of Private Equity, 2012, 16(1): 26–41.
- [39]Macmillan I C, Kulow D M, Khoylian R. Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance[J]. Journal of Business Venturing, 1989, 4(1): 27–47.
- [40]Mäkelä M M, Maula M V J. Cross-border venture capital and new venture internationalization: An isomorphism perspective[J]. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2005, 7(3): 227–257.
- [41]Maula M V J, Keil T, Zahra S A. Top management's attention to discontinuous technological change: Corporate venture capital as an alert mechanism[J]. Organization Science, 2013, 24(3): 926–947.
- [42]Megginson W L, Weiss K A. Venture capitalist certification in initial public offerings[J]. The Journal of FINANCE, 1991, 46(3): 879–903.
- [43]Ozmel U, Robinson D T, Stuart T E. Strategic alliances, venture capital, and exit decisions in early stage high-tech firms[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 107(3): 655–670.
- [44]Park H D, Steensma H K. When does corporate venture capital add value for new ventures?[J]. Strategic Management Journal, 2012, 33(1): 1–22.
- [45]Penrose J M. Behavioral objectives: Recognition and preparation[J]. Journal of Business Communication, 1974, 11(3): 29–36.
- [46]Petkova A P, Wadhwa A, Yao X, et al. Reputation and decision making under ambiguity: A study of U.S. venture capital firms' investments in the emerging clean energy sector[J]. Academy of Management Journal, 2014, 57(2): 422–448.
- [47]Rosenstein J, Bruno A V, Bygrave W D, et al. The CEO, venture capitalists, and the board[J]. Journal of Business Venturing, 1993, 8(2): 99–113.
- [48]Smolarski J, Kut C. The impact of venture capital financing method on SME performance and internationalization[J]. International Entrepreneurship and Management Journal, 2011, 7(1): 39–55.
- [49]Steier L, Greenwood R. Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation[J]. Journal of Management Studies, 1995, 32(3): 337–357.
- [50]Stinchcombe A L. Social structure and organizations[J]. Advances in Strategic Management, 1965, 17(1): 229–259.
- [51]Timmons J A, Bygrave W D. Venture capital's role in financing innovation for economic growth[J]. Journal of Business Venturing, 1986, 1(2): 161–176.
- [52]Van de Vrande V, Vanhaverbeke W. How prior corporate venture capital investments shape technological alliances: A real options approach[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2013, 37(5): 1019–1043.
- [53]Vanacker T, Collewaert V, Paeleman I. The relationship between slack resources and the performance of entrepreneurial firms: The role of venture capital and angel investors[J]. Journal of Management Studies, 2013, 50(6): 1070–1096.
- [54]Wadhwa A, Phelps C. Take a chance on me: An examination of the interdependence of start-up tie formation across venture capital and alliance networks[R]. Working Paper, 2011.
- [55]Wang H Z, Wuebker R J, Han S, et al. Strategic alliances by venture capital backed firms: An empirical examination[J]. Small Business Economics, 2012, 38(2): 179–196.

(下转第59页)



Xie Yaping, Song Chaoli

(School of Economics and Management, Fuzhou University, Fuzhou 350108, China)

**Abstract:** The relationship between venture capital and technological innovation is a topic that the theoretical and practice fields pay common attention to. At present, related researches have made many achievements worthy of attention, but the diverse types of the relationship between venture capital and technological innovation cannot provide strong theoretical guidance for practice. This paper systematically reviews the research outcomes between venture capital and technological innovation, and induces the factors affecting the relationship. On this basis, it tries to build a theoretical framework of the relationship between venture capital and technological innovation, and places emphasis on the exploration of the function process of the impact of venture capital on technological innovation. Finally, based on a thorough analysis of the existing shortcomings of existent research, this paper points out future research directions.

**Key words:** venture capital; technological innovation; relationship manifestation; influencing factor; function process

(责任编辑: 度 生)

---

(上接第46页)

## Does Venture Capital Affect Strategic Choices of Startups? Literature Review and Theoretical Framework

Dong Jing, Wang Li

(School of International Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics,  
Shanghai 200433, China)

**Abstract:** The role of venture capital in startups has been the hot topic that the community pays attention to. But few studies have tried to answer the questions that whether venture capital impacts the strategic choices of startups, how the impacts happen, and what kinds of impacts there are. Based on a systematic literature review, this paper firstly summarizes two theoretical hypotheses of the influences of venture capital on strategic choices of startups. Then, from the perspectives of resource-based view, agent theory, and signal transmission theory, this paper analyzes three mechanisms about how venture capital impacts strategic choices of startups, that is, value-added service provision mechanism, supervision & management mechanism, and signal transmission mechanism. Finally, based on the analysis of current empirical studies, this paper builds a theoretical framework about how venture capital influences strategic choices of startups, and makes prospects for future research directions. It has important significance to the advancement of the research of the interaction between venture capital and startups and the expansion of strategic management research.

**Key words:** venture capital; startup; strategic choice

(责任编辑: 度 生)