

# 创业投资治理行为的选择

## ——基于委托代理和资源依赖视角的检验

郑晓博<sup>1,2</sup>, 陈 闯<sup>3</sup>

(1. 清华大学 高校德育研究中心, 北京 100084; 2. 清华大学 马克思主义学院, 北京 100084; 3. 厦门大学 管理学院, 厦门 365001)

**摘 要:** 该文研究创业投资(VC)对所投资的新创企业(NE)治理行为的选择。首先根据委托代理理论、资源依赖理论, 结合对创业投资干预行为的观察, 将创业投资的治理行为划分为两类: 价值保护和价值创造。接着分析了 VC-NE 关系类因素对于创业投资治理行为选择的影响。然后通过 149 个样本对该文的假设进行了实证验证。研究表明: 创业投资价值保护和价值创造治理行为分别受到不同的影响, 其中目标契合度和信任正向影响价值创造治理行为, 而负向影响价值保护治理行为。关系冲突则正好相反。工作冲突不影响治理行为的选择。该研究对于 VC 更加理性地选择治理行为以及 NE 正确理解 VC 的干预有启示作用。

**关键词:** 创业投资; 治理行为; 委托代理; 资源依赖

中图分类号: O 212.1; F 832.48 文献标志码: A  
文章编号: 1000-0054(2012)08-1150-08

### Choice of governance activities of venture capital: A test based on principal agent and resource dependency perspective

ZHENG Xiaobo<sup>1,2</sup>, CHEN Chuang<sup>3</sup>

(1. Research Center for College Moral Education, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

2. School of Marxism, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

3. School of Management, Xiamen University, Xiamen 365001, China)

**Abstract:** This paper focuses on the governance activities between venture capital (VC) and new venture enterprise (NE). Based on the agency theory and the resource dependency theory, governance activities of VC were divided into two categories, value protection and value creation, with the observation of the involvement activities of venture capital. The influence factors of governance activities of VC with the classification of VC-NE relationship were then analyzed using 149 samples. The results show that different effects exist on the value protection and value creation governance activities with different factors having different positive and negative directions. The goal fitness and trust create a positive impact on value creation and a negative impact on value protection. The impact of relationship conflict is opposite without task conflict affecting the governance activities. This study is meaningful for a more rational choice of VC governance activities and for proper understanding of NE about VC's involvement.

**Key words:** venture capital; governance activities; agency theory; resource dependency theory

近年来,随着创业投资(VC)的发展,其所投资的新创企业(NE)的干预行为逐渐引起了学术界的关注。相对于一般机构投资者而言,创业投资者是一类典型的积极投资者,而且会积极地参与到公司治理中去。人们普遍认为,是 VC 和 NE 双方的合作而不是单方面的力量实现了它们超常规的增长。这种合作并不局限于资金<sup>[1]</sup>。对于那些接受创业投资的新创企业而言,VC 对于 NE 采取的行动比创业投资的注入本身更重要,双方的合作是这些新创企业成功的必要条件<sup>[2]</sup>。正是由于创业投资蓬勃发展,在治理过程中表现出积极性,引发了对于两个基本问题的思考:VC 的治理行为的分类——也就是说 VC 的治理行为有什么维度特征?影响 VC 选择不同治理行为的因素——也就是为什么不同的 VC 选择不同的治理行为?

本文在梳理创业投资的各种干预行为的基础上,从公司治理领域的委托代理理论和资源依赖理论出发,将创业投资治理行为划分为价值保护(value protection)和价值创造(value creation)两类,并对影响两类治理行为选择的因素进行了实证研究。通过这样的研究,本文的研究旨在弥补理论与实践之间存在的差距,以中国 VC 和 NE 的治理实践为基础来解释以上问题,为我国创业投资机构和新创企业提供理论指导。具体的意义表现在:首先,对 VC 对 NE 的治理行为具有更好的解释力。这种更强的解释力主要来源于理论基础的多样化、研究对

收稿日期: 2011-11-19

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70872097, 71102056);

中国博士后科学基金面上资助项目(2012M510471)

作者简介: 郑晓博(1982—),男(汉),吉林,博士后。

通信作者: 陈闯,副教授, E-mail: [chenchuang@xmu.edu.cn](mailto:chenchuang@xmu.edu.cn)

象的丰富以及解释现象的深度 3 个方面。其次,本文的研究能够丰富公司治理理论的理论成果。不同于传统上市公司、国有企业以及家族企业等治理的研究,也不同于传统治理结构的研究,本研究不仅可以检验与丰富委托代理理论、资源依赖理论等传统的治理理论,同时对 VC 的各种治理行为的研究也可以拓宽对公司治理的理解。其理论成果还可以对机构投资者对公司治理的作用、私募股权投资对公司治理的作用、战略投资者对公司治理的作用等提供有益的借鉴。第三,本文的研究能够促进创业管理理论的发展。创业投资是创业管理理论研究的一个重要分支,本文研究的 VC 治理行为对此有着直接的贡献。最后,本研究对创业投资有着现实意义。有效地对新创企业进行治理是 VC 的一项重要竞争力,本文的研究可以指导 VC 更加客观、高效地进行治理和与初创企业合作。

## 1 理论背景和研究假设

### 1.1 委托代理理论

早期的 VC 与 NE 治理关系方面,理论研究者主要关注于如何利用委托代理关系来解释,更多考察的是 VC 作为委托者具备哪些特征,NE 作为代理者具备哪些特征。学者们认为 VC 和 NE 的关系类似于委托者和代理者的关系,正是由于它们之间信息的不对称,导致了 VC 对 NE 采取一系列治理行为,例如监控和管理投资项目过程。当 VC 投资一个 NE 的时候,它们很像外部的利益相关者(stakeholders),它们关注企业遵循其商业发展路径,监管代理者行为来对抗机会主义行为。当新创企业家同意 VC 对于新创企业的投资以后,这个委托代理关系就成立了<sup>[3]</sup>。

根据委托代理理论,委托者(VC)和代理者(NE)之间由于目标不一致性和潜在的风险偏好不同引起的代理问题也随之产生<sup>[4]</sup>。这个理论假定所有的代理者和委托者都是关注自身利益并且有限理性<sup>[4]</sup>。相应的,如果对创业企业家的激励和控制没有起到作用,那么个体的效用最大化行为就会出现。

最早依据委托代理基本假设研究 VC 对 NE 的治理结构的是 Barney 等<sup>[5]</sup>于 1989 年开始的。Barney 等在他们具有开创意义的工作中提出高代理风险以及商业风险使得 VC 发展一套精确的治理结构对 NE 进行监控,而这套治理结构的详细和复杂程度反过来又决定了代理和业务风险。而他们随后对初创企业与 VC 的正式合约的研究中指出,VC 至

少面临两类管理者的机会主义行为,一类是管理者有可能通过花费过多的研发费用,给自己发过高的薪水或者将不合格的员工留在企业中工作等行为损害 VC 的利益;另一类则是管理者可以通过离开现存公司,从事与现存公司形成竞争的业务而损害 VC 的利益<sup>[5]</sup>。

Sapienza 和 Gupta<sup>[6]</sup>延续 Barney 等的思路对此进行研究,他们对 VC 和 NE 的委托代理问题进行了重要补充。以往,委托代理理论主要应用于股权高度分散且管理层很少股权的大型公众公司,需要解决的是管理层故意偷懒等机会主义行为,也就是由于委托代理双方目标不一致所带来的代理问题<sup>[6]</sup>。面对 VC 和 NE 关系,代理问题还会来自于双方在努力方向上的分歧以及代理方缺乏代理能力<sup>[7]</sup>。产生前一类代理问题的原因是不确定环境下,关于哪些是正确的行为的信号非常微弱;产生后一类代理问题则是因为创业企业家通常拥有独特的技术能力,但是缺乏必要的管理经验。Sapienza 等<sup>[8]</sup>继承以往研究的思路,运用美国、英国、法国、荷兰 4 个国家的数据来验证代理风险、业务风险、信息处理能力、VC 的经验水平等对 VC-E 互动频率这种监控过程的影响。

其他一些研究者<sup>[9-10]</sup>则着眼于研究投资后,VC 的监控活动主要采取的方式与途径。结论表明,财务、运营绩效、商业战略的评估以及产品的市场机会都是监控的主要方面。

### 1.2 资源依赖理论

资源依赖理论指出企业拥有的资源的独特组合(输入)由企业调动和控制,通过生产出产品或者服务(输出)来获得可持续的竞争优势。资源学派最初研究的是成熟的企业,对其理论重要的证实来自于他们对于成熟企业董事会的研究工作<sup>[11]</sup>。研究工作表明,公司董事会是帮助公司管理外部资源的有效机制。在此基础上,后续一些学者深入研究,关注投资者的一些服务活动实际上是一种增值的功能<sup>[12-13]</sup>。

初创企业本身就是一个把各种独特的资源整合在一起去实现一个商业机会的过程<sup>[14]</sup>,因此,资源依赖视角应用于新创企业的研究具有得天独厚的优势。Harrison 和 Mason<sup>[10]</sup>率先将资源学派的理论用于分析 VC 的功能上,提出 VC 的主要功能是尽力提供给 NE 使其更加接近成功的资源,这种资源实际上包括了 NE 外部的各种相关的组织,比如规制部门、上游供应商、下游用户等。因此,有学者将

VC 对于 NE 成长的角色比作企业和其环境之间的边界管理人员(boundary spanners),用以表达 VC 在扩展 NE 组织边界方面的作用<sup>[15]</sup>。VC 实现这种角色是通过提供对企业成功至关重要的外部资源获取路径来实现的<sup>[16]</sup>。

除了 VC 和企业外部组织(如供应商、消费者、投资者和管理机构)实现和发展网络的帮助以外,VC 还通过它的信息建议和认知上的能力来提高企业决策的复杂性、创造力和协调性<sup>[17]</sup>。在这种意义上,VC 对于 NE 的贡献在于降低了企业在资源控制、战略制定和外部资源沟通等方面的不确定性和成本<sup>[18]</sup>。Stephanie 和 Patricia<sup>[19]</sup>从资源依赖的视角出发,讨论了 VC 帮助 NE 的理由所在。NE 的特点是经常想获取新的知识<sup>[20]</sup>,这导致了 NE 经常寻找知识这种外部资源,以便验证它们是否走上了正确的道路上并提高它们成功的机会。由于所有权关系,VC 有着很强烈的意愿去和所投资的新创企业分享知识。VC 倾向于对所投资企业扮演一个积极的角色<sup>[21]</sup>,因而也被一些学者认为是 NE 人力资源的一部分<sup>[22]</sup>。这主要因为 VC 和财务相关的风险水平很高,VC 不仅想保护投资,而且希望尽其所能保证一个高的回报<sup>[13]</sup>。

在某些情形下,VC 的投资能够触发 NE 中董事会成员间(有时甚至是建立者间)管理位置的替代<sup>[23]</sup>。换句话说,由于 VC 的股权和其稀有的财务资源的提供,VC 在和其所投资的 NE 之间,有着更高的讨价还价的权利。因此,VC 有很多种方式来影响 NE 的发展方向。和 VC 合作带来的资源好处可以使得新创企业更加容易地克服新企业的负担(liability of newness)<sup>[24]</sup>。

### 1.3 治理行为的刻画和划分

在已有对于董事会的研究中,董事会的职能划分得到了相当的关注<sup>[25]</sup>。董事会的主要职能包括监管和提供建议和咨询<sup>[16]</sup>。尽管董事会的监管角色已经占据相关研究的主导地位,这些研究大部分是基于委托代理的视角,但是一些学者建议对其咨询和建议角色的研究需要进一步开展<sup>[26]</sup>。由于 VC 的治理角色与董事会的角色非常相似,这也引发了对于 VC 的职能的思考。因此 VC 的治理行为可以从职能的角度进行划分。

同董事会的职能相似,VC 存在两种职能,一种是保护自己的职能,一种是创造价值的职能。因此就有两类 VC 治理行为的存在,一种 VC 通过积极干预,帮助企业成长,而一种 VC 通过选择项目,然

后监管企业行为。用企业价值的视角将投资后 VC 对 NE 的干预行为(involve)进行整合,并将其初步分为“价值创造”与“价值保护”两大类行为。这种分类与国内一些学者将 VC 管理行为分为监控行为<sup>[27-28]</sup>和增值服务行为<sup>[29-30]</sup>的观点,以及 Wijbenga 等<sup>[31]</sup>提出的关于 VC 的监控活动主要是针对价值保护,而增值服务则是围绕价值创造的观点具有一致性。此外,Gompers<sup>[32]</sup>的研究发现创业投资者所关心的利益可能与企业所有者所关心的利益不一致,创业投资会定期检查项目的状态并且终止对难以产生回报的项目进行投资。另一方面,创业投资者投资的都是新创立而且在管理和市场方面缺少经验的企业,他们可以凭着丰富的经验提供有用的建议。价值保护和价值创造两个治理行为的划分也印证了 Gompers 发现的两个方面。

价值保护和价值创造两类治理行为的划分,也综合了代理理论和资源依赖理论的观点。第一种治理行为包括了从委托代理问题得来的 VC 的监管活动,这种问题出现在新创企业拥有了比 VC 更多的信息以及两个合作者在目标和利益上产生了一定的不匹配的时候。第二种治理行为包括了由于 VC 和新创企业之间资源依赖关系而出现的的服务活动,这意味着新创企业的可持续性依赖于新创企业控制的重要资源。当然价值创造治理行为也和管家理论有关,正因为 VC 将 NE 的角色视为管家,才有意愿去做出一些帮助和支持的行为。

### 1.4 治理行为影响因素

在对治理行为进行划分的基础上,进一步考虑治理行为的影响因素。由于治理行为的产生是受到 VC 和 NE 两方面的影响,因此本文考虑两者之间的关系类因素的影响作用。

从委托代理理论和后续的管家理论的分析可以发现,两者的根本适用条件是 VC 和 NE 的目标是否一致,也就是说,当 VC 和 NE 的目标不一致的时候,委托代理问题比较突出,而当 VC 和 NE 目标一致的时候,委托代理问题就不存在了。VC-NE 在阶段性的财务目标方面具有一致性。但是由于组织内部的关系不一样,它们之间又存在诸如股权价值、对于风险的态度、战略目标、资源分配、风险管理以及退出时间等目标的冲突<sup>[31]</sup>。这种在目标上既一致又分离的关系将会对 VC 的治理行为产生根本性的影响。两者在目标上的契合度越高,则 VC 对于价值保护的担忧越低,委托代理问题就会弱化,VC 和 NE 之间的治理关系中,管家理论就占主导,VC 越

愿意采取价值创造的治理行为。如果两者在目标上的契合度低,委托代理问题就比较突出,VC和NE之间的治理关系中,委托代理理论就会占主导,VC更愿意采取价值保护的治理行为。这与Sapienza和Gupta<sup>[6]</sup>的有关VC和CEO目标不一致会提高VC监控行为频率的研究结论也比较吻合。因此,提出如下假设。

**假设1** VC-NE目标契合度会影响VC对NE的治理行为。

**假设1a** VC-NE目标契合度负向影响价值保护治理行为。

**假设1b** VC-NE目标契合度正向影响价值创造治理行为。

在组织的团队中,冲突是不可避免的现象。创业投资和新创企业通过投资与被投资的行为形成了一种事实上的组织,两者之间也必然会存在着对问题的分歧。根据学术界习惯的分类,将冲突分为工作冲突(task conflict)和关系冲突(relationship conflict)。

无论是工作冲突还是关系冲突,当VC和NE之间的冲突比较强烈的时候,VC和NE之间的关系,委托代理问题比较突出。由于冲突使得VC和NE之间关系恶化,VC对NE未来的机会主义行为出现的概率预期会比较高,VC和NE之间的合作面临更大的风险;因此,VC的保护意愿更加强烈,即触发更多的价值保护治理行为。当VC和NE之间的冲突比较弱的时候,VC更多地认为NE是一种管家的角色,会出于双方的共同利益行事,对于VC和NE之间关系比较乐观,VC和NE之间的合作更加默契;因此,VC会更加有意愿帮助NE,即触发更多的价值创造治理行为。综合上面的讨论,提出如下假设。

**假设2** VC-NE工作冲突会影响VC对NE的治理行为。

**假设2a** VC-NE工作冲突正向影响价值保护治理行为。

**假设2b** VC-NE工作冲突负向影响价值创造治理行为。

**假设3** VC-NE关系冲突会影响VC对NE的治理行为。

**假设3a** VC-NE关系冲突正向影响价值保护治理行为。

**假设3b** VC-NE关系冲突负向影响价值创造治理行为。

VC与NE之间的信任也是一个重要的关系特征。信任对创业过程的重要性已经得到了国内外创业研究领域的认同。其重要性主要体现在:VC-NE之间的关系以高度信任而不是机会主义为特征<sup>[33]</sup>;信任与合作才能实现双赢<sup>[34]</sup>;信任促进NE接受VC的监控和服务,促使VC保持对企业运营的敏感<sup>[35]</sup>。

当VC和NE之间的信任程度比较高的时候,VC和NE之间的关系,委托代理问题弱化,VC更多地认为NE是一种管家的角色<sup>[36]</sup>,NE会出于双方的共同利益行事,会充分地考虑VC的利益得失,VC和NE之间的合作更加默契;因此,VC会更加有意愿帮助NE,即触发更多的价值创造治理行为。当VC和NE之间的信任程度比较低的时候,VC和NE之间的关系,委托代理问题比较突出,VC由于不信任,对NE未来的机会主义行为出现的概率判断会比较高,VC和NE之间的合作面临更大的风险;因此,VC的保护意愿更加强烈,即触发更多的价值保护治理行为。于是,有如下假设。

**假设4** VC-NE信任会影响VC对NE的治理行为。

**假设4a** VC-NE信任负向影响价值保护治理行为。

**假设4b** VC-NE信任正向影响价值创造治理行为。

## 2 测量和数据

### 2.1 变量测量

本文构建的理论模型共包括2个因变量、4个自变量和4个控制变量。这其中,VC年龄、NE年龄、NE企业人数、NE销售额等4个控制变量可以通过客观数据获得,其他变量则难以直接获取客观数据,需要通过量表来获得。

在度量尺度上,本文采用了7等级的Likert尺度予以度量,并针对具体的测量内容确定每一个等级代表的程度。一般认为,采用7等级的Likert尺度可以确保调查结果具有较高的统计效度,并且Likert尺度被认为是较为简单且容易回答的尺度类型,因为能够确保较高的答复率。

1) 价值保护和价值创造。本文主要依据Wijbenja等<sup>[31]</sup>的量表,并进行了整理。其中,价值创造活动包括:财务监管、战略评价、运营监管、评价产品与市场的匹配。价值保护活动包括:帮助雇佣管理人员、帮助企业协调外部关系、帮助产品进入市

场、对公司运营的帮助、引入财务合作者、提供咨询和建议。价值保护的 Cronbach  $\alpha$  系数为 0.818, 价值创造的 Cronbach  $\alpha$  系数为 0.801。

2) 目标契合度。李健<sup>[37]</sup>在对目标一致性的研究中,基于 Rackham 的研究,发展出了包括目标一致性、目标同时实现、双方目标实现的互利性、目标冲突的可能性的指标体系。本文采用此量表。目标契合度的 Cronbach  $\alpha$  系数为 0.935。

3) 信任。赵岑<sup>[38]</sup>在研究伙伴间信任问题时,提出诚实、信守承诺、共享信息的指标体系。较为简洁、全面、直观地概括出了伙伴之间信任的内涵,因此本文选取该量表作为创业投资家和创业家信任的度量。信任的 Cronbach  $\alpha$  系数为 0.939。

4) 工作冲突和关系冲突。本文采用实用冲突研究领域实用频率较高的 Jehn<sup>[39]</sup>开发的量表,该量表的表述也较为清晰准确。其中,用如何完成工作的观点、工作想法冲突、工作意见分歧、工作观点不同来测量工作冲突,用存在摩擦、性格冲突、紧张关系、情绪冲突来测量关系冲突。工作冲突的 Cronbach  $\alpha$  系数为 0.876, 关系冲突的 Cronbach  $\alpha$  系数为 0.896。

## 2.2 数据的收集

参考已有的研究,对于创业投资机构的选择,本文所研究的是正规的通过职业化的风险投资方式来运作基金的创业投资机构而不是非正规的天使投资人。对于新创企业的选择,是其投资 1 年以上(含 1 年)且 5 年以内(含 5 年)的、尚未 IPO 的、成立时间

未超过 8 年的独立新创企业。

依据抽样策略,本文共发放问卷 425 份。遵循 Dillman<sup>[40]</sup>建议的数据收集程序,共收回问卷 151 份,回收率为 35.52%。所有 VC 所在公司均为正规的创业投资机构,所填写的新创企业公司均为独立的、尚未 IPO 的、成立时间在 8 年以内新创企业。没有全部空白或者一半以上题项空白的问卷,有 2 份问卷缺失数据达到了 20% 以上(对于数据缺失的剔除原则以及处理方法详见缺失数据处理部分)。因此,剔除不可用问卷之后,本文的样本数量为 149。正态分布假设检验表明,样本的单变量均没有表现出显著的非正态性。通过较早回答和较晚回答两组数据的独立样本 T 检验表明,数据不存在未答复偏见问题。通过共同方法偏差检验表明,不存在一个能够解释大部分方差的因子,共同方法偏差问题在本文构建的模型中不显著,本文中变量间的关系不是由共同方法偏差导致的。

## 3 实证结果和讨论

### 3.1 实证研究结果

本节主要是对创业投资治理行为的影响因素模型进行检验,分别从价值保护治理行为的影响因素、价值创造治理行为的影响因素两个方面进行检验,采用的方法是线性回归和层级回归(hierarchy regression),使用的软件是 SPSS17.0。最后对实证检验的结果和发现进行了必要的讨论。表 1 显示的是治理行为影响因素的回归结果。

表 1 治理行为影响因素的多元回归模型及分析结果摘要

模型	自变量				控制变量			
	$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$	$C_1$	$C_2$	$\ln C_3$	$\ln C_4$
模型 1	—	—	—	—	-0.045**	-0.077	0.051	0.094
模型 2	-0.177*	-0.060	0.197*	-0.280***	-0.019	-0.023	0.028	0.068
模型 3	—	—	—	—	0.036**	0.031	0.049	-0.066
模型 4	0.163**	0.051	-0.103 <sup>+</sup>	0.271***	0.014	-0.011	0.070	-0.047
模型	常数	$R^2$	调节 $R^2$	$F$	$\Delta R^2$	$\Delta F$	Min VIF	Max VIF
模型 1	4.208***	0.066	0.040	2.517*	—	—	1.006	2.995
模型 2	0.092***	0.412	0.378	12.091***	0.346	20.296***	1.071	2.964
模型 3	4.469***	0.055	0.028	2.064 <sup>+</sup>	—	—	1.006	2.432
模型 4	2.457***	0.408	0.373	11.868***	0.353	20.537***	1.071	2.964

注:  $X_1$ 、 $X_2$ 、 $X_3$ 、 $X_4$ 、 $C_1$ 、 $C_2$ 、 $C_3$ 、 $C_4$  分别表示目标契合度、工作冲突、关系冲突、信任、VC 年龄、NE 年龄、NE 企业人数、NE 销售额; 上标<sup>+</sup>表示  $p < 0.10$ , \* 表示  $p < 0.05$ , \*\* 表示  $p < 0.01$ , \*\*\* 表示  $p < 0.001$ 。

模型 1 中,只放入控制变量,显示的是控制变量对价值保护的回归分析。结果表明,NE 年龄、NE 企业人数、NE 销售额对价值保护治理行为均没有

显著影响,但 VC 年龄对价值保护治理行为有较为明显的负向影响( $p < 0.01$ )。可能的原因在于,随着 VC 成立年限的增大,VC 的资源也越来越多,而

在 VC 成立的早期, VC 各方面还都比较谨慎,因此可能会采取一些价值保护的治理行为。

为了检验假设 1a、2a、3a、4a, 设定回归分析模型 2, 在模型 1 的基础上增加 VC-NE 关系类的变量。VC-NE 关系是一个类别变量, 包括了目标契合度、关系冲突、关系冲突和信任 4 个自变量。依据前文的理论假设, 认为这 4 个变量都是从创业投资和新创企业之间关系角度出发而考虑的变量, 为了使模型简便明了, 一起加入这 4 个同类变量而不是 4 个模型分别加入这 4 个变量。

模型 2 的  $F$  值达到 12.091, 非常显著 ( $p < 0.001$ ), 且  $R^2$  和调节  $R^2$  分别为 0.412 和 0.378, 回归模型整体在统计上比较显著, 拟合效果较好。对比模型 1,  $\Delta R^2$  达到 0.346,  $\Delta F$  为 20.296 ( $p < 0.001$ ), 表明回归模型有非常显著的改进。同时, 所有变量的标准化回归系数小于 1, VIF 值最大值为 2.964, 因此, 不存在多重共线性问题。

模型中, 目标契合度的回归系数为 -0.177 ( $p < 0.05$ ), 表明 VC 和 NE 之间的目标契合度越低, 就越容易触发创业投资的价值保护治理行为, 假设 1a 得到支持。工作冲突与价值保护的程度不高, 假设 2a 没有得到支持。关系冲突的回归系数为 0.197 ( $p < 0.05$ ), 表明 VC 和 NE 之间的关系冲突越激烈, 就越容易触发创业投资的价值保护治理行为, 假设 3a 得到支持。信任的回归系数为 -0.280 ( $p < 0.001$ ), 非常显著, 表明 VC 和 NE 之间信任程度越低, 就越容易触发创业投资的价值保护治理行为, 假设 4a 得到支持。此外, VC 年龄显著性较模型 1 下降, 已经变为不显著。

模型 3 中, 只放入控制变量, 显示的是控制变量对价值创造的回归分析。结果表明, NE 年龄、NE 企业人数、NE 销售额对价值创造治理行为均没有显著影响, 但 VC 年龄对价值创造治理行为有较为明显的负向影响 ( $p < 0.01$ )。可能的原因在于, 随着 VC 成立年限的增大, VC 的资源也越来越多, VC 就可以多进行一些价值创造的治理行为。

为了检验假设 1b、2b、3b、4b, 依照模型 2 的设定办法, 设定回归分析模型 4, 在模型 3 的基础上增加 VC-NE 关系的变量。

模型 4 的  $F$  值达到 11.868, 非常显著 ( $p < 0.001$ ), 且  $R^2$  和调节  $R^2$  分别为 0.408 和 0.373, 回归模型整体在统计上比较显著, 拟合效果较好。对比模型 1,  $\Delta R^2$  达到 0.353,  $\Delta F$  为 20.537 ( $p < 0.001$ ), 表明回归模型有非常显著的改进。同时,

所有变量的标准化回归系数小于 1, VIF 值最大值为 2.964, 因此, 不存在多重共线性问题。

模型中, 目标契合度的回归系数为 0.163 ( $p < 0.01$ ), 表明 VC 和 NE 之间的目标契合度越高, 就越容易触发创业投资的价值创造治理行为, 假设 1b 得到支持。工作冲突与价值创造的程度不高, 假设 2b 没有得到支持。关系冲突的回归系数为 -0.103 ( $p < 0.1$ ), 表明 VC 和 NE 之间的关系冲突越少, 就越容易触发创业投资的价值创造治理行为, 假设 3b 得到支持。信任的回归系数为 0.271 ( $p < 0.001$ ), 非常显著, 表明 VC 和 NE 之间信任程度越高, 就越容易触发创业投资的价值创造治理行为, 假设 4b 得到支持。此外, VC 年龄显著性较模型 5 下降, 已经变为不显著。

### 3.2 讨论

自从 Guetzkow 与 Gyr 首先区分了“实质性冲突”与“情感性冲突”以后, 虽然有的学者将有关组织间成员的冲突分为两类, 有的分为 3 类甚至更多, 但绝大多数学者都认同至少冲突可以很明显地依靠冲突原因划分为两类: 一类冲突是与团队任务有关的冲突, 而另一类冲突是与人际关系有关的冲突。组织内部的冲突对组织层面及个人层面的各种产出有广泛的影响, 有关冲突对组织成员行为的影响的研究也一直是组织理论界的热点之一, 治理行为也是一种组织成员间的行为, 也不可避免地受到冲突的影响; 因此, 本文在做理论推演的时候, 将两类冲突同等对待, 同时作为影响因素进入模型, 分别考虑它们对于价值保护治理行为和价值创造治理行为的影响, 并且认为两类冲突对于价值保护和价值创造治理行为作用都是明显的。这也符合大部分学者对于冲突分类的逻辑。

本文中对于价值保护治理行为和价值创造治理行为影响因素模型的检验结果一方面支持了有关关系冲突影响因素的结论, 另外一方面又否定了工作冲突对于治理行为影响的结论。这说明创业投资企业和新创企业间的冲突既和创业投资的治理行为的选择有着密切的联系, 又不是所有的冲突都会触发创业投资对新创企业的治理行为, 只有那些由于人际关系产生的冲突才会触发创业投资的治理行为。这种结果的产生并不奇怪, 因为这与中国文化以及中国创业投资的特点息息相关。

中国文化历来讲究“对事不对人”, 讲究“求同存异”。对于事情可以有不同的观点和看法, 这些不会影响成员间的感情。中国的创业投资企业也并非是

完全理性的,或者是不近人情的,它们在选择和新创企业合作的时候,除了业绩、回报率等指标外,创业投资家与创业家的个人感情也是重要的考量之一。事实上,对于工作上不同的观点和看法,一般并不会引起情感上的冲突,也不会引起创业投资干预新创企业的治理行为。但是如果双方是在关系和情感上发生了冲突,那么此时代理理论的视角就更加突出,大部分的创业投资企业会表现出比较强烈的对新创企业进行监管的欲望和行为,就会触发更多的价值保护治理行为;如果双方在关系和情感上比较愉快,那么管家理论的视角就更加突出,大部分的创业投资企业也会乐于帮助新创企业创造更多的价值,就会触发更多的价值创造行为。这种现象表现在统计数字层面,便是工作冲突对价值保护和价值创造治理行为的影响都不显著,而关系冲突对于价值保护和价值创造治理行为比较显著。可见,从治理行为的角度看,创业投资家和创业者的关系冲突比关系冲突更加重要。

同为 VC-NE 关系类别的目标契合度和信任则与理论预期一样,对于价值保护和价值创造治理行为表现出了很显著的影响作用,这也正是过程公平理论在治理行为方面的体现,即 VC 不仅关注自身的得失,也关注 NE 的得失以及总体的平衡,更加强调整个合作过程的公平性,更加关注两者之间的信任和目标一致性,被信任方行为上的过程公平能够得到信任方在价值理念上的共鸣和认可。

#### 4 结论

价值保护治理行为受到来自 VC-NE 关系方面因素的影响。其中包括 VC 和 NE 的目标契合度、关系冲突和信任。每种影响因素对于价值保护治理行为的影响正负不同、程度不同。VC 和 NE 之间的目标契合度、信任对价值保护治理行为体现了负向的影响;VC 和 NE 之间的关系冲突价值保护治理行为体现了正向的影响。VC 和 NE 之间的工作冲突对价值保护治理行为的影响没有体现出来。

价值创造治理行为的同样也受到来自 VC-NE 关系方面因素的影响。其中,VC 和 NE 之间的目标契合度、信任对价值创造治理行为体现了正向的影响;VC 和 NE 之间的关系冲突对价值创造治理行为体现了负向的影响。VC 和 NE 之间的工作冲突对价值创造治理行为的影响没有体现出来。

本文存在以下不足。一是本文样本范围不足。

在以对偶关系为基础的研究中,应该从合作双方来获取数据,这样能够对合作进行更为客观和全面的评价。此外,问卷对于北京、上海、广州、深圳以外的二线城市的创业投资的覆盖率也不高。二是在对创业投资的处理上,采取理想化的处理方式。即本研究考虑的只是将投资新创企业的创业投资理想化为一家,事实上,在创业投资的实践中,经常会有联合投资的情形。

未来在条件允许的情况下,应在更大的范围内获取样本数据以检验治理行为的影响因素。这不仅使得研究结论更具普遍意义,为管理实践提供更贴近实际的建议,而且也能保证研究向深入发展。在大样本数据基础上,可以深入研究不同资金结构、不同地域的创业投资治理行为的影响因素之间的差异,还可以探讨制度环境等外部因素对治理行为的影响。可以在本文得到的结论基础上,继续探讨联合投资和单独投资、主投和跟投的创业投资在治理行为上的差异,以及影响治理行为的因素之间的差异。

#### 参考文献 (References)

- [1] Timmons J A. Venture Capital: More than Money? [M]. 11th ed. Wellesley Hills, MA: Venture Economics, Inc, 1985.
- [2] Timmons J A, Bygrave W. Venture capital's role in financing innovation for economic growth [J]. *Journal of Business Venturing*, 1986, 1: 161-176.
- [3] Amit R, Glosten L, Muller E. Does venture capital foster the most promising entrepreneurial firms? [J]. *California Management Review*, 1990, 32: 102-111.
- [4] Eisenhardt K M. Agency theory: An assessment and review [J]. *Academy of Management Review*, 1989, 14(1): 57-74.
- [5] Barney J B. The structure of venture capital governance: An organizational economic analysis of relations between venture capital firms and new ventures [J]. *Academy of Management*, 1989, Best Paper Proceedings: 64-68.
- [6] Sapienza H J, Gupta A K. Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist entrepreneur relations [J]. *Academy of Management Journal*, 1994, 37: 1618-1632.
- [7] Walsh J P, Seward J K. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms [J]. *Academy of Management Review*, 1990, 15: 421-458.
- [8] Sapienza H J, Manigart S. Venture capitalist governance and value added in four countries [J]. *Journal of Business Venturing*, 1996, 11: 439-469.
- [9] Gabriellsson J, Huse M. The venture capitalist and the board of directors in SMEs: Roles and processes [J]. *Venture Capital*, 2002, 4(2): 125-146.
- [10] Harrison R T, Mason C M. The roles of investors in entrepreneurial companies: A comparison of informal investors and venture capitalists [C]//Babson Entrepreneurship Research Conference; INSEAD. France, 1992.

- [11] Pfeffer J, Salancik G R. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective [M]. New York: Harper & Row, 1978.
- [12] Judge W, Zeithaml C. Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process [J]. *Academy of Management Journal*, 1992, **35**: 755-794.
- [13] Fried V H, Bruton G D. Strategy and the board of directors in venture capital backed firms [J]. *Journal of Business Venturing*, 1998, **13**: 493-503.
- [14] Morris M H, Kurato D F. Towards integration: Understanding entrepreneurship through frameworks [J]. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 2001, **2**(1): 35-49.
- [15] Steffensen M, Rogers E M. Spin-offs from research centers at a research university [J]. *Journal of Business Venturing*, 2000, **15**(1): 93-111.
- [16] Daily C M, Dalton D R. Corporate governance: Decades of dialogue and data [J]. *Academy of Management Review*, 2003, **28**: 371-382.
- [17] Ginsberg A. Minding the competition: From mapping to mastery [J]. *Strategic Management Journal*, 1994, **15**: 153-175.
- [18] Hillman A J, Cannella A A. The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change [J]. *Journal of Management Studies*, 2000, **37**: 235-255.
- [19] Stephanie A, Patricia 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.
- [20] McGrath R G, MacMillan I C. Discovery-driven planning [J]. *Harvard Business Review*, 1995, **73**: 4-12.
- [21] Baum J R, Locke E A. The relationship of entrepreneurial traits, skill, and motivation to subsequent venture growth [J]. *Journal of Applied Psychology*, 2004, **89**: 587-598.
- [22] Florin J, Lubatkin M. A social capital model of high-growth ventures [J]. *Academy of Management Journal*, 2003, **46**(3): 374-384.
- [23] Carpenter M A, Pollock T G. 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**: 803-820.
- [24] Stinchcombe A L. Social Structure and Organizations [M]. Chicago: RandMcNally, 1965.
- [25] Christopher S, Tuggle K S. Attention patterns in the boardroom: How board composition and processes discussion of entrepreneurial [J]. *Academy of Management Journal*, 2010, **53**: 550-571.
- [26] Hillman A J, Dalziel T. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives [J]. *Academy of Management Review*, 2003, **28**: 383-396.
- [27] 谈毅, 叶岑. 风险投资在公司治理结构中的效率分析 [J]. *中国软科学*, 2001, **9**: 46-51.
- TAN Yi, YE Cen. Analysis on the efficiency of venture capital in the enterprise's governance structure [J]. *China Soft Science*, 2001, **9**: 46-51. (in Chinese)
- [28] 赵炎. 风险投资家-风险企业家的管理监控模型 [J]. *系统管理学报*, 2007, **16**(2): 139-143.
- ZHAO Yan. Venture capitalist-venture entrepreneur management monitoring model [J]. *Journal of Systems & Management*, 2007, **16**(2): 139-143. (in Chinese)
- [29] 李延喜. 风险投资的后续管理对创业企业价值增值的影响 [J]. *科学学与科学技术管理*, 2002, **23**(4): 43-46.
- LI Yanxi. The influence of value-added of entrepreneur from venture capital's government [J]. *Science of Science and Management of S & T*, 2002, **23**(4): 43-46. (in Chinese)
- [30] 曹国华, 潘蓉. 风险投资中双边道德风险、双边逆向选择及其治理研究 [J]. *科技管理研究*, 2007, **27**(1): 155-157.
- CAO Guohua, PAN Rong. Study on bilateral moral hazard, bilateral adverse selection and governance in venture capital [J]. *Science and Technology Management Research*, 2007, **27**(1): 155-157. (in Chinese)
- [31] Wijbenga F H, Postma T J B M. The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial on the entrepreneurial and performance [J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 2007, **3**: 257-277.
- [32] Gompers P A. Grandstanding in the venture capital industry [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, **42**: 133-156.
- [33] Sahlman W A. The structure and governance of venture-capital organizations [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, **27**: 473-521.
- [34] Cable D M, Shane S. A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships [J]. *Academy of Management Review*, 1997, **22**: 142-176.
- [35] Sweeting R. UK venture capital funds and the funding of new technology-based businesses: Process and relationships [J]. *Journal of Management Studies*, 1991, **28**: 601-622.
- [36] Davis J, Schoorman F D. Toward a stewardship theory of management [J]. *Academy of Management Review*, 1997, **22**(1): 20-47.
- [37] 李健. 战略联盟伙伴匹配性、竞争状态与绩效实证研究 [D]. 北京: 清华大学, 2008.
- LI Jian. Empirical research on strategic alliance partners matching competition state and performance [D]. Beijing: Tsinghua University, 2008. (in Chinese)
- [38] 赵岑. 战略联盟伙伴特征匹配状况、治理与绩效实证研究. [D]. 北京: 清华大学, 2009.
- ZHAO Cen. Empirical research on strategic alliance partners characters matching, governance and performance [D]. Beijing: Tsinghua University, 2009. (in Chinese)
- [39] Jehn K. A multimethod examination of the benefits and detriments of intragroup conflict [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1995, **40**: 256-282.
- [40] Dillman D A. Mail and Internet Surveys: The Tailored Design Method (2nd ed) [M]. New York: Wiley, 2000.