

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 17520131151144

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

风险投资的社会关系网络与公司创新能力研究

A Study on the Effects of Venture Capital's Social Network on
Corporate Innovation

何 星

指导教师姓名: 蔡 宁 教 授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 5 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

风险投资作为一种连接金融与创新的桥梁（Gilson, 2002）^[1]，它为创业企业带来的不仅是促使创新成果商品化的资金，更重要的是契约建立后的孵化、培育、监督、治理及一系列其他的“增值”服务。风险投资对于企业创新的影响并不是单方面的，而是凭借它所嵌入的整个经济网络予以实现。现有研究已经证明，联合投资网络所带来的经验与资源会促进企业的创新进程，同样作为风险投资关系网络的有机组成，风险资本家与企业高层间存在的社会关系是否会对创新产生同样的促进作用，尚未有学者进行研究。

本文以 2004-2014 年间我国 A 股市场主板、中小板及创业板中具有风险投资背景的上市公司为研究对象，考察风险资本家与上市公司高层之间的社会关系对于公司 IPO 后持续技术创新能力的影响。研究发现：当风险资本家与上市公司非风投派出的董事、高管之间存在校友关系、同事关系或其他社会关系时，公司在 IPO 后的持续创新能力更强；相比其他社会关系，校友关系和同事关系对于公司技术创新的上述作用更为突出；只有在非国有企业，及知识产权保护程度较好、市场化程度较高的地区，风险投资网络内的社会关系才能发挥对技术创新的推动作用。通过治理层面的进一步补充检验，研究还发现风险投资网络内社会关系的存在提升了管理层的薪酬水平，弱化了独立董事的参与和监督，为管理者营造了更为自由、宽松的决策环境，使其更具激励从事技术创新活动。上述研究结果表明，风险资本家与上市公司高层间社会关系的存在一方面促进了知识、经验及技术等资源在风投与公司之间的传递，另一方面通过薪酬激励、监督弱化提高了管理层的创新自由度，进而从直接和间接两方面共同推动了公司的技术创新，但这种作用发挥的最终效果有赖于良好的外部制度环境。

本文的研究具有一定的理论和现实意义。首先，本文聚焦于风险资本家与上市公司高层之间的人际社会关系网络，拓展了风险投资关系网络的研究视角；其次，本文从公司技术创新的角度进一步支持了风险投资的“增值”作用，为风险投资机构和创业企业如何更有效地配置自身所具有的组织 and 人际关系网络资源，为政府如何更好地保障、引导和监督我国风险投资行业的发展，都提供了一定的参照。

关键词： 风险投资； 关系网络； 技术创新

ABSTRACT

As a bridge linking finance and innovation (Gilson, 2002)^[1], venture capital brings about not only the fund to promote the commercialization of innovation but also a series of value-added services for high tech start-ups. Nevertheless, without the whole economic networks it embedded in, VC couldn't affect corporate innovation unilaterally. Existing research has proved that the experience and resources in VC syndication network would promote innovation. But little has showed whether social networks between VC and entrepreneurs would do the same, which is also an organic composition of VC networks.

Choosing the VC-backed corporates from China's A share market in 2004-2014, this paper studies whether social relationships between venture capitalists and the listed companies' board directors and top managers will affect the post-IPO innovation capacity. The conclusion is as follow: First, social relationships in VC networks do has a positive influence on post-IPO innovation; Second, compared with other social relations, the effects of alumni relationship and colleague relationship are more outstanding; Third, only in non-SOE, regions with better intellectual property protection or higher marketization degree, VC's social networks will play an actual role in corporate innovation. Besides, through some supplemental tests, this paper also finds that VC's social networks lead to the higher management compensation level and the lower engagement of independent directors, so as to build a relatively loose and encouraging decision-making environment. All the results have showed that VC's social networks promote corporate innovation by both effective information passing and free decision-making environment. However, the final effects rely on a good system of external environment.

This paper has certain significance. Apart from expanding the research angle of view of VC networks and confirming the value-added function of VC, the research throws a light on how to get better resource allocation of VC networks as well as better guidance and surveillance of government.

Key Words: Venture Capital; Social Networks; Innovation

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 问题的提出与研究意义	2
1.3 研究框架、内容与方法	4
1.3.1 研究的框架与内容	4
1.3.2 研究方法	5
1.4 本文可能的创新点	6
第 2 章 文献综述	7
2.1 风险投资参与对企业的作用	7
2.1.1 风险投资对公司治理的作用	7
2.1.2 风险投资对企业 IPO 的作用	8
2.1.3 风险投资对企业创新的作用	9
2.1.4 文献评述	11
2.2 风险投资关系网络	12
2.2.1 联合投资网络	12
2.2.2 广义风险投资关系网络	14
2.2.3 风险投资关系网络与企业创新	15
2.2.4 文献评述	17
第 3 章 研究设计	19
3.1 理论分析与研究假设	19
3.2 样本与数据来源	23
3.3 模型构建与变量定义	25
3.3.1 模型构建	25
3.3.2 变量定义	26
第 4 章 实证结果与分析	31

4.1 描述性统计	31
4.2 实证结果分析	36
4.2.1 风险投资社会关系网络与公司技术创新能力	36
4.2.2 社会关系类型与公司技术创新	39
4.2.3 不同制度环境下风险投资社会关系网络对公司技术创新的作用	41
4.3 进一步检验	43
4.3.1 公司治理层面的补充检验	43
4.3.2 基于倾向评分匹配法的内生性处理	50
4.3.3 其他稳健性检验	53
第 5 章 研究结论与展望.....	55
5.1 研究结论	55
5.2 实践启示	56
5.3 研究的贡献、不足与展望	57
5.3.1 本文的贡献与不足	57
5.3.2 未来研究展望	58
附 录	60
参考文献	71
致谢	81

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Background.....	1
1.2 Problem and Research Significance	2
1.3 Research Framework, Content And Method	4
1.3.1 Research Framework and Content	4
1.3.2 Research Method	5
1.4 Innovation Points	6
Chapter 2 Literature Review.....	7
2.1 The Role of Venture Capital's Participation.....	7
2.1.1 The Role of Venture Capital in Corporate Governance	7
2.1.2 The Role of Venture Capital in IPO	8
2.1.3 The Role of Venture Capital in Corporate Innovation	9
2.1.4 A Review of Literature.....	11
2.2 Venture Capital Networks	12
2.2.1 Venture Capital Syndication Networks	12
2.2.2 Generalised Venture Capital Networks	14
2.2.3 Venture Capital Networks and Corporate Innovation	15
2.2.4 A Review of Literature.....	17
Chapter 3 Research Design	19
3.1 Theory Analysis and Research Hypothesis.....	19
3.2 Sample Selection and Data	23
3.3 Research Model and Variable Definition.....	25
3.3.1 Research Model	25
3.3.2 Variable Definition.....	26
Chapter 4 Empirical Results and Analysis	31
4.1 Descriptive Statistics.....	31
4.2 Empirical Results and Analysis	36

4.2.1 Venture Capital Social Networks and Corporate Innovation	36
4.2.2 The Type of Social Networks and Corporate Innovation.....	39
4.2.3 VC Social Networks and Corporate Innovation under Different Institutional Environment	41
4.3 Further Tests.....	43
4.3.1 Supplementary Tests on Corporate Governance.....	43
4.3.2 PSM-based Endogenous Processing	50
4.3.3 Other Robustness Tests	53
Chapter 5 Conclusion and Prospects.....	55
5.1 Conclusion	55
5.2 Practice Enlightenment	56
5.3 Contribution, Deficiency and Prospects.....	57
5.3.1 Contribution and Deficiency	57
5.3.2 Prospects	58
Appendix	60
References	71
Acknowledgement	81

第1章 绪论

1.1 研究背景

知识经济时代，创新是社会发展的不竭动力。“苟日新，日日新，又日新”^①，对一个国家而言，经济的持续增长、就业结构的改善和收入水平的提高，乃至在国际竞争中所处的地位，都有赖于高新技术的产业化水平。作为“十三五”规划的五大发展理念之首，创新在我国经济转型的过程中将起到决定性的作用。创新，往往发生在极具发展潜力的中小型科技企业中，且伴随着很大的不确定性，除了科技水平和人力资本，至关重要的是要具有能够在较长期限内承担高风险的融资渠道。风险投资（Venture Capital），正是这样一种连接金融与创新的桥梁（Gilson, 2002）^[1]。作为一种创新型的融资机制，风险投资机构扮演的角色已经远远超越了传统的融资职能（Hellman & Puri, 2002）^[2]，在对初创企业的孵化、培育、监督和治理方面，风险投资都发挥着重要的“增值”作用。

学术研究中，狭义上的风险投资通常指那些“致力于对高成长型私有企业进行权益资本或类似于权益资本（Equity-linked）投资的独立经营的专门资本集合”（Gompers and Lerner, 2001）^[3]，它的特点在于：投资周期较长，一般为3~7年；除了资金投入，风险资本家还会给企业提供专业的建议；以权益形式投资于未上市企业，在投资结束时获得资本利得（capital gain）。自1946年美国诞生了第一家风险投资公司，伴随着金融市场的起伏波动，风险投资在世界范围内已经有了半个多世纪的发展历程，尤其是在美国、欧洲、以色列等发达国家和地区，风险投资相关的法规政策和投资环境都相对完善。在美国，90%的高科技企业是按照风险投资机制发展起来的（宋巍，2013）^[4]，以英特尔（Intel）公司、康柏（Compaq）公司、戴尔（Dell）公司、Sun 计算技术公司、微软（Microsoft）公司、苹果（Apple）公司等为代表，这些高科技企业成为了20世纪90年代美国经济增长的重要源泉。

相比发达国家，我国的风险投资事业起步较晚，但在经济高速增长的带动下，我国风险投资行业的发展速度却不容小觑。1998年3月，民建中央在全国政协九届一次会议上提出的《关于加快发展我国风险投资事业的几点意见》（“一号提案”），标志

^① 出自《礼记·大学》第二章。

着我国风险投资的真正兴起。历经 2000 年国际互联网经济泡沫的破灭，2005 年 6 月起长达 26 个月的牛市行情，2008 年的次贷危机，2009 年 10 月创业板的成功推出，及 2012 年欧债危机的全球化影响，中国风险投资在起起伏伏中已逐渐壮大，相关的法律政策也有所完善。据 CVSource 数据库显示，截至 2014 年 5 月 31 日我国大陆的风险投资机构的累计数为 6061 家，相比 2000 年 12 月 31 日的 350 家增长超过 16 倍。

在短暂发展历程中，我国的风险投资也暴露出许多问题，如商业模式的不完善、外部环境的不健全以及内部运营机制的缺失与扭曲等（李昌奕，2012）^[5]。根据中国风险投资研究院（香港）的调查（2013）^[6]，“优质项目缺乏”、“资金募集渠道不畅”、“项目估值过高带来较大的退出风险”以及“项目退出渠道不畅通”等都是制约现阶段中国风险投资行业发展主要障碍^②。

1.2 问题的提出与研究意义

风险投资中存在双重的“委托-代理”关系，一是出资人对风险投资机构的“委托-代理”关系，二是风险投资机构对创业企业的“委托-代理”关系。第一层关系决定了风险资本家是否会和企业家“共谋”，现实中事前的契约治理机制、事中的信息机制和绩效标准以及事后的声誉治理机制予以有效地防范（李昌奕，2012）^[5]。相比第一层关系的两个主体，第二层关系中企业家对自己的了解总是要胜过风险资本家，双方的信息不对称程度也相对更为严重。被投资企业的绩效直接关系到风险资本家在第一层关系中所承担的经济和声誉后果，如何通过一系列有效的治理机制遏制企业家的“道德风险”、规避“逆向选择”，最终达到企业价值最大化的目标，变显得尤为重要。同时，因为基本上不存在控制权私利的问题，风险资本家对创业企业的“增值”动机也更加强烈（Kaplan & Stromberg, 2001）^[7]，具体表现在提供组织模式设计、战略制定、能力提升及业绩增长等方面的一系列增值服务（Gorman & Sahlman, 1989; Lerner, 1995; Gompers & Lerner, 2001; Hellman & Puri, 2002; Cumming, 2007）^{[8][9][3][2][10]}。

个体的行为是嵌入其所处的社会网络中的（Granovetter, 1985）^[11]，个体的每一个决策都会受到网络关系的影响。风险投资对创业企业发挥作用时，同样会受到所处

^② 调查结果来自中国风险投资研究院（香港）于 2013 年 12 月发布的《中国风险投资年度发展总报告》上篇，第七章，第四节，96-99 页。

的网络环境的影响。在风险投资的关系网络中，个体（网络的节点）不仅包括风险投资机构、创业企业、出资人、科研机构、专业金融中介等实体组织，也包括风险资本家、创业者、企业管理人员等自然人。如果说不同组织之间的经济往来形成了网络间“正式”关系，那么网络中人与人之间的交际往来便形成了网络中的“非正式”关系。网络内资源、信息的流动靠的不仅是实体组织间的“正式”关系，更有赖于“非正式”关系网络中蕴含着的丰富的社会资本（social capital），而这些社会资本产生的根源则在于不同组织间的人际互动与交流。当前学术界对于风险投资网络的研究大多基于组织间的“正式”关系，以最基本的联合投资网络（如 Bygrave, 1998; Sorenson & Stuart, 2001; Hopp, 2010a、2010b ; Castilla, 2003; Abell & Nisar, 2007; Hochberg et. al., 2010; 叶小杰和沈维涛, 2013; 张莉和谈毅, 2014）^{[12][13][14][15][16][17][18][19][20]}为代表，网络的中心性、结构洞、异质性等网络的整体特性是这些研究的关注重点，较少有学者从“非正式”关系的角度出发，讨论人与人之间的社会关系对于组织层面各种决策的影响。

风险资本家是创业者背后的创业者（Gupta, 2000）^[21]，他们在投资项目的甄别、与创业企业的互动、及投后的监督管理等方面都起到了至关重要的作用，扮演了创业企业家良师益友的个人角色。作为风险投资关系网络中核心的自然人节点，风险资本家与企业创始人、管理层之间存在的学缘、业缘、地缘等各种社会关系，在风险投资对创业企业的作用过程中会产生重要的影响：一方面，这种“先天”存在的社会关系有助于加强投融双方的信任，降低信息不对称，使得风险资本家在对创业企业首轮投资时的估值更为准确，在投后的治理活动中双方的互动也会更为密切，风险资本家的知识、经验及技能可以更顺畅地传递给创业企业，提升风险投资对企业“增值”作用；另一方面，更为密切的关系很有可能使得风险资本家对创业企业产生信任偏差，弱化公司治理层面的监督，这种监督的弱化有可能使得管理层产生自利行为，损害风险资本家的利益，但也有可能会给管理层营造更宽松的决策环境，使得其拥有更强的风险承担，有激励去实现创新，创造价值。

Ahlstrom & Bruton（2006）^[22]认为，在新兴的经济体中，由于缺乏正式、严格的制度环境，风险投资会选择通过非正式的渠道来对被投资企业进行监督、治理。中国资本市场当前的发展即符合这样一种情景设定，而且在中国传统文化中，“人情关

系”在人们的生活和工作中都扮演了十分重要的角色。因此以中国的资本市场为背景，研究风险投资网络中的人际关系对创业企业的影响，便显得更具意义。

以此为出发点，本文选取了我国 A 股市场 2004 年至 2014 年期间有风险投资背景的上市公司，手工搜集风险资本家与创业企业董事、高级管理人员之间的教育背景、工作履历及社会任职等方面的关系，以及这些公司在 IPO 后的专利研发情况，以信息传递和监督治理为理论的主要切入点，探究（1）风险资本家与上市公司高层管理者个人之间的社会关系，是否能够对上市公司在 IPO 后的持续创新能力产生影响？（2）不同的关系类型影响是否相同？（3）在不同的制度环境下，上述影响是否又会有所不同？如果答案是正面的，风险投资的社会关系网络能够对上市公司的持续创新产生积极的影响，那么不仅是企业的价值和风险投资的绩效得以提升，更重要的是，这意味着社会关系对于这些有风投背景的公司而言是一项重要的表外无形资产，若能够对这种特殊无形资产有效地加以利用，无论对科技的创新还是社会的进步都是一件益事。即使研究得到了负面的结果，“人情关系”产生了信任偏差，监督的弱化带来一定的道德风险，那么对于风险投资的法制监管来说，也有一定的启示意义。

1.3 研究框架、内容与方法

1.3.1 研究的框架与内容

本文以风险资本家与上市公司非风投派出的董事、高管之间的社会关系为出发点，从微观层面实证检验了风险投资在公司技术创新活动中产生的影响，并进一步比较了在不同的外部制度环境下，社会关系对技术创新的作用发挥差异。此外，研究通过治理环境层面的补充检验，分析了风险投资网络内社会关系影响公司技术创新的间接途径；并借助倾向评分匹配法的内生性处理，证明了即使考虑风险投资的“筛选”效应，社会关系对公司技术创新的推动作用依然存在。

本文按照实证研究的要求展开设计与实施，具体的行文结构与章节内容如下：

第一章绪论。本章介绍了论文的研究背景，提出问题，明确研究的意义所在，对研究的框架、内容及方法进行梳理及阐明，并指出了论文的主要创新点。

第二章文献综述。本章对国内外学者文献的回顾及评述从以下两个方面展开：（1）风险投资对企业的作用，具体包括对风险投资对公司治理、IPO 绩效及企业创新方面的作用；（2）风险投资关系网络，包括狭义的联合投资网络和广义的纵向风险投资关

系网络，以及风投关系网络对企业创新的影响。

第三章研究设计。本章首先对风险投资社会关系网络在公司技术创新方面的影响机制进行了理论分析，并提出相应的研究假设；其次，对风险投资样本的筛选过程、风险资本家与上市公司董事、高管之间社会关系的认定、创新（专利）等手工数据的搜集整理过程，相关变量的选择与衡量等进行了阐述；最后，根据研究假设构建实证检验的模型。

第四章实证结果与分析。本章现对研究的样本及主要变量进行了描述性统计，之后对模型的检验结果进行列示及分析。在对假设验证的基础上，研究还实施了一系列的进一步检验，包括治理层面的补充检验、基于倾向评分匹配法的内生性处理及其他稳健性检验。

第五章研究结论与展望。本章对论文的研究结果进行汇总分析，阐述了对风险投资机构、创业企业和监管部门三方提出建议指出论文的贡献与不足之处，并，最后对下一步的研究进行展望。

1.3.2 研究方法

本文主要采用了理论分析与实证检验相结合的研究方法，通过阅读和整理国内外相关文献，对所研究的问题做出思考，分析风险投资网络关系对公司技术创新能力的作用机理，提出假设，并以我国具有风险投资背景的 A 股上市公司为样本，进行实证检验。在实证检验的过程中，具体用到了以下三种方法：

（1）统计定量分析法

借助 Excel 软件和 Stata12 统计分析软件，本文对全样本及具有社会关系的样本公司的具体关系分布进行了分类统计，并对主要变量进行基本的描述性统计分析，及变量间的相关性分析。

（2）多元回归分析法

本文对主要假设的检验均借助 Stata 统计分析软件，采用多元回归分析法完成，包括风险投资关系网络对企业 IPO 后持续创新能力影响的各项检验。同时，在公司治理层面上的补充检验，即对风险投资关系网络对高管超额薪酬和独立董事参与度影响的研究，也采用多元回归分析法。

（3）比较分析法

为了尽可能地解决关系型风险投资能够更好地甄别、选择高创新性企业这一内生性问题，本文借鉴 Chemmanur et al. (2011、2014) [23][24] 等对类似问题的处理，采用倾向评分匹配法，在非关系型风险投资支持的样本公司中，为关系型风险投资支持的企业选取具有类似公司特征的配对样本，并进行比较检验，单纯地反映风险资本家与创业企业高层管理者之间的关系对企业创新输出的实际影响。

1.4 本文可能的创新点

本文可能存在的创新点主要体现以下三个方面：

首先，在研究视角上，本文选取了风险投资关系网络微观层面、同时也是广义层面的人际关系网络，对风险投资在技术创新方面的“增值”作用进行分析。现有研究中对于风险投资网络的探讨已经十分丰富，大多数国内外学者的关注重点都放在了最为基础的联合投资网络上，研究网络的资源、结构、所处位置对其作用发挥的影响。但网络的形成有赖于人际之间的互动交流，“非正式”的社会关系也会对网络个体的决策产生重要的影响。本文从人际关系网络出发，拓宽了风险投资关系网络领域的研究视角。

其次，在变量的衡量上，为了能够更好地度量解释变量（风险资本家与上市公司高层之间的社会关系），本文进行了大量的手工数据搜集整理工作。一方面，相比董事间的关系或董事与 CEO 之间的关系，风险投资机构的相关人员如果没有在上市公司任职，其个人信息就不会出现在年报及数据库中，因此需要大量的手工搜集；另一方面，本文对于关系的衡量基于个人的成长背景，涵盖了校友关系、同事关系等其他各种类型的个人主要社会关系，尽可能地对公开披露的信息进行充分利用，而不仅仅限于董事联结等上市公司中的共同任职情况。

第三，在研究对象上，在公司财务领域，大多数讨论社会关系网络的文献都集中在上市公司之间，如董事网络、高管联结、董事与 CEO 的联结等。本文将关系网络拓展到上市公司的外部，并与风险投资的广义关系网络相结合，研究风险资本家与上市公司高层之间的关系，丰富了公司财务与社会关系网络结合的研究。

第 2 章 文献综述

2.1 风险投资参与对企业的作用

20 世纪八九十年代起, 随着风险投资在发达国家的迅猛发展, 国外学者在风险投资对于企业的作用方面展开了广泛的讨论。我国风险投资的发展历史虽短, 近年来也有不少国内学者在创业企业公司治理、IPO 市场表现、企业的投资行为及长期绩效方面, 对风险投资在其中所扮演的角色进行了研究。

2.1.1 风险投资对公司治理的作用

通过监控企业、改善公司治理状况来实现企业价值的提升, 是风险投资最主要的策略之一 (Kaplan & Lerner, 2010)^[25]。风险投资对治理方面的作用主要体现在对董事会、CEO 雇佣及高管薪酬的积极监督。

首先, 风险投资会对创业企业董事会的规模、结构和独立性产生影响。国内外很多学者发现, 风险投资支持的创业企业在 IPO 后具有更高的外部董事比例, 董事会的独立性更高 (Baker & Gompers, 2003; Hochberg, 2012; 赵玮和温军, 2015)^{[26][27][28]}, 也更有可能雇佣外部 CEO (Borokhovich et al., 1996)^[29]。与此同时, 风险投资机构自身也会通过派出董事的方式积极参与到创业企业的治理。Lerner (1995)^[9]发现当创业企业的 CEO 发生变动的时候, 风险资本家更有可能派出董事。

其次, 风险投资会对创业企业管理层的雇佣、决策等产生影响。在导致风险投资失败的众多原因中, 管理层的问题居于核心地位 (李昌奕, 2012)^[5]。国内外的实证研究结果均表明, 投资契约一旦建立, 风险资本家将会对管理层的监督、雇佣及决策建议方面产生重要的影响 (Gorman & Sahlman, 1989; Kaplan & Stromberg, 2001; Hellman & Puri, 2002)^{[8][7][2]}。Kaplan & Stromberg (2001)^[7]在对 213 项风险投资项目的研究中发现, 风险资本家在组织创业企业的管理团队方面扮演了重要的角色, 包括在投资契约订立之前就对管理团队进行干涉、更换创始管理者、雇佣更有经验的专业管理人员等。此外, 风险资本家还会给予高级管理者更多的股权激励 (Campbell & Frye, 2009)^[30]。近年来, 国内的学者还发现风险投资的参与会提高管理层的薪酬业绩敏感性 (袁继国, 2013; 沈维涛和胡刘芬, 2014; 陈孝勇和惠晓峰, 2015)^{[31][32][33]}。如沈维涛和胡刘芬 (2014)^[32]通过对 2004-2011 年成功在我国中小板和创业板上市的

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.