

中国风险资本联合投资策略的差异化现象

如需引用，请引自

1. 罗家德、邹亚琦和郭戎，2016，「中国风险资本联合投资策略的差异化现象」，现代财经 2016(4)：1-15。

罗家德¹ 邹亚琦¹ 郭戎²

(1. 清华大学 社会科学学院，北京 100084；2. 中国科学技术发展战略研究院，北京 100038)

摘要：本研究以社会网络分析视角讨论中国风险资本联合投资策略规避不确定性的网络结构机制，解析国有和非国有风投机构的联合投资倾向差异：由于国有风投机构的先天行政关联优势，非国有风投机构更需要利用合作网络抵抗风险，因而其联合投资现象更为普遍、合作关系更为紧密。随后引入圈子理论讨论合作关系网络，分析以主投资者为中心的联合投资圈子中不同圈层的关系意义：中心者需要发展各圈层的合作者来应对不同情境下对抗风险的需求，各圈层的合作者有借由主投资者降低不确定性、提升投资绩效、优化网结构位置的持久动力。其核心诉求基于中国式长线思维的经济考量，寻求长期、总体经济效益的提升。

关键词：中国风险资本；联合投资策略差异化；社会网络分析；圈子理论

中图分类号：C912；C93 **文献标识码：**A

一、问题的提出

我国的国有风险投资机构被视为国有资产的管理经营机构，其投资资本属于经营性资产而非金融资产，依据国有资产的相关规定进行管理。相较于非国有风险投资机构的纯市场化盈利目标，国有风投机构承担着国家政策性投资和使资产增值保值的重要责任^[1]。我国运用风险投资模式发展高科技产业的主要推动力量来自中央和各级政府，其中地方政府在当地大力发展风险投资机构是中国的特殊风投发展现象。地方政府组建的国有风投机构一方面可以有效的支持政府政策导

基金项目：清华大学校内自主科研项目（20121088015）；国家自然科学基金项目（71372053）；国家“八六三”计划项目（20141860074）

向的高科技产业发展，帮助政府创造政绩，促进区域经济发展；另一方面其在地区政策支持和资金筹募方面都具有非国有风投机构所不可及的优势，能够在地方迅速成长起来。因此，各地政府大力组建风险投资机构以促进当地经济的发展、政策的执行和推动，这一特色现象对中国风险投资产业格局所带来的影响是值得推究的。

因为国有风险投资机构的政策背景、监管机制、投资职能、考核评价机制和激励机制的特殊性，对国有风险投资机构的探讨已成为中国风险投资行业研究的焦点之一，而已有的研究多关注国有风投机构运行模式的跨国经验对比分析^[2,3,4,5,6,7]、国有风投机构与非国有风投机构的运行机制比较分析^[8,9,10]、国有风投机构的风险管理^[1,11,12,13,14]、国有风投机构的投资行为和绩效^[15,16,17,18]、行政关联对国有风投机构投资绩效的影响^[19,20]，然而对于国有风投机构的联合投资行为的关注较少。风险投资运作过程中的基础和关键在于风投机构应对不确定性的资源和能力因素，对国有风投机构联合投资策略的研究及其与非国有风投机构的对比研究是十分必要的。

风险资本的联合投资行为是一个非常普遍的现象^[21,22]。风险投资产业的运作过程面临较高的风险和不确定性，风投机构常常置身于一个由以往合作关系和现在合作关系相交织起来的联合投资网络中^[22]。这种网络结构形式提升了投资的绩效：潜在的投资机会通常在一定的地理和产业空间传播，联合投资有助于突破地域区隔和文化限制，帮助信息扩散，穿越边界，扩大交换的空间半径^[23]；在极端不确定的情况下，单个风投机构对投资项目的潜在收益回报的判断是有风险的，而其他投资机构是否愿意对该项目进行联合投资的意愿成为判断项目价值的信号，可以帮助其更加有把握地进行投资^[24]；风投机构通过邀请其他机构对自己手中有把握的项目进行联合投资，期望对方能在未来进行类似的互惠合作^[21]；。

作为风险投资产业的重要投资策略，联合投资策略提供了对投资策略进行社会网络分析的中层研究视角，因而成为本研究对比国有、非国有风投机构投资策略的切入点。同时，中国经济转型时期的制度不完善带来的环境不确定性，导致中国的风险投资产业无法有效利用正式制度应对不确定性、保障自身权益。风投机构的联合投资关系构成了产业的网络结构，行动者在其中利用网络资源缓解信息不对称、进行资源互补、降低不确定性^[25]。厘清如何通过合作关系网络应对环境不确定性对风投机构的投资策略具有重要意义。

关系网络作为非正式制度，可能成为风投机构解决资源配置问题、降低交易成本、弥补正式制度缺失的依赖性补偿机制。国有与非国有风投机构之间，并非仅仅有着出资、经营主体方面的差异，在政策支持和行政关联资源等方面也存在着本质性的差异，这种差异导致他们在应对制度不确定性和风险方面的能力是不

同的，因而采取的应对不确定性的策略也是不同的，从而形成了国有和非国有风投机构在联合投资策略方面的差异化现象。本研究将以社会网络分析视角讨论联合投资策略规避不确定性的网络结构机制，引入圈子理论^[26]分析以主投资者为中心的联合投资圈子中不同圈层的关系意义及其对抗不确定性的价值，以期解析中国风险资本的差异化联合投资现象，揭示风险投资产业的中国特色格局和行为逻辑。

二、 研究方法

（一）分析视角与理论基础

1. 社会网络分析方法

通过联合投资，风投机构之间逐渐形成了合作网络，经由网络分析可以解决“从微观到宏观的问题”^[27]，即将微观的行动者与宏观的结构连接起来，从中层视角分析行动者的策略和经济行动。社会网络分析假定行为人参与到社会系统之中，而这个系统将他们与其他行为人联系在一起，行为人之间的关系对各自的行为存在着重要影响^[28]。社会网络分析将关系研究置于结构之中，为研究处于合作网络中的风投机构如何进行联合投资决策提供了切入点。因此，本研究将借助社会网络分析视角，从网络关系的建立、维护和发展层面探索联合投资的策略内涵，验证联合投资网络对应对不确定性的重要补充意涵，揭示国有与非国有风投机构联合投资倾向差异的原因，展示不同合作关系对抗不确定性的价值。

风投机构间基于联合投资而构建起联合投资关系网络，各个风投机构都在网络中处于一定的位置、拥有不同的资源优势，这是一个整体网分析(whole network analysis)的思维。每个风投机构以自己为中心，按照与自身合作次数的多寡来区分其他风投机构与自己间的网络位置时，可以在整个合作网络中划分出一个个以自我为中心的小网络——以自我为中心的合作网络圈层(又称个体中心网，ego-centered network)。研究将以整体网解析联合关系模式，以自我中心网络解析联合投资圈子内不同圈层的关系意义及对抗不确定性的价值。

2. 圈子理论

制度环境对联合投资策略具有关键性的影响，除此之外，中国的传统文化和思维模式对联合投资关系的建立和维护方式也有重要影响。中国语境特有的差序格局^[29]思维和人情面子^[30]考量造成了中国风投合作关系网络结构的特殊性：关系的亲疏远近组合形成不同的网络结构，处于差序格局不同位置的行动者感受到的整个非正式制度的场力是不同的^[31]。圈子是基于差序格局和人情交换形成的社会网络结构，以一个有资源“能人”为中心，聚合了一群从事长期人情交换的熟人连带，依其关系远近、忠诚程度以及交换多寡而分成几个内外有别的同心圆。

差序格局意味着内外不同的层级与核心有着不同的社会交换法则，最内层的“亲信”、“班底”讲究不离不弃的忠诚与凡事分享的祸福与共，其他圈内人则是长期的人情交换，越往外圈则分享的越少，交换深度也越浅^[32]。

网络结构位置的差异导致行动者资源禀赋和行动策略的不同，所以从社会网分析的角度探讨风险资本的联合投资关系时，需要关注在中国社会结构和文化情境的影响之下，合作关系网络的结构特质及其相应互动规则，分析不同圈子对于应对不确定性的不同作用。圈子理论^[33]提供了对中国风投机构联合行为进行社会网络结构分析的本土化视角。

（二）研究方法

本研究将结合定量分析和定性分析的研究方法，从定量资料得到直观数据描述，呈现国有风投机构与非国有风投机构在联合投资倾向上的差异；以此现象为出发点，通过深度田野访谈资料，探究其联合投资差异的现实原因。

定量分析部分的数据来源于清科数据库中的投资事件数据，一条投资事件包括风险投资机构信息、被投企业信息以及诸如行业、地区、投资类型和阶段等投资相关信息。考虑数据库数据的完整和有效性，研究选取的数据时间戳为 2014 年年底。数据包括 839 家本土风险投资机构和 329 家外资风险投资机构，将风投机构在同一时间、同一投资阶段对同一被投企业的投资视为一次联合投资，并对以此构成的联合投资合作关系网络进行分析。

定性分析部分的访谈对象采用滚雪球抽样法，邀请熟悉中国风险投资产业的行业专家推荐国有和非国有风投机构负责人，就其联合投资策略和中国风投产业基本情况进行深度访谈；再由被访者提名其他可参与访谈者，从而逐步扩大样本量，完善对于联合投资的经验认知。本研究对 10 位风投机构负责人进行了访谈，其中外资风投机构 2 家，本土国有风投机构 2 家，本土民营风投机构 6 家。资料收集后续工作对访谈资料进行了编码整理，以便挖掘定性资料中的重要经验知识，分析联合投资策略的现实考量因素以及不同合作关系对于应对风险和不确定性的意义。

三、 国有与非国有风险投资机构的联合投资倾向差异

国有风险投资机构与非国有风险投资机构在联合投资倾向上呈现出差异：国有风投机构的联合投资倾向较低，非国有风投机构的联合投资倾向较高。

“（国有）内资在联合投资上还是比较谨慎的，相对比较少。他不太愿意去跟别人去分的。这个确实是大家做法上风格有些不一样。（国有）内资是对风险

比较有把握。像外资去找别人联合投资，其实更多的意义上就是资源互补和风险共担。但（国有）内资就不太需要在这个风险上找别人来帮他分担，他筛选的比较好明白嘛，这个东西都不是写在台面上的。”（H）

根据风险投资机构的规模和投资绩效表现，本研究从国有风投机构和外资风投机构中各选取一个有代表性的重要投资机构——GTJS 和 DFSH，利用清科数据库中关于投资事件记录找到这两个机构自成立以来在联合投资中的合作机构情况，分别描绘出 GTJS 和 DFSH 的联合投资次数圈层图（图 1，图 2）。

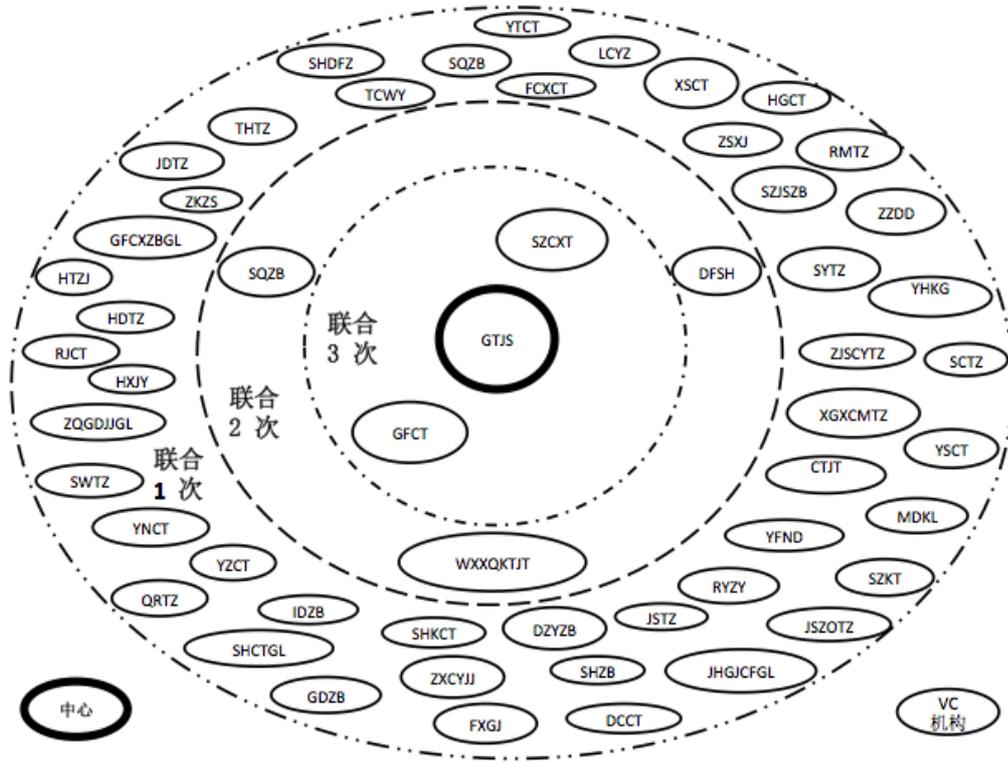


图 1 GTJS 的联合投资次数圈层图（1998 年—2013 年）

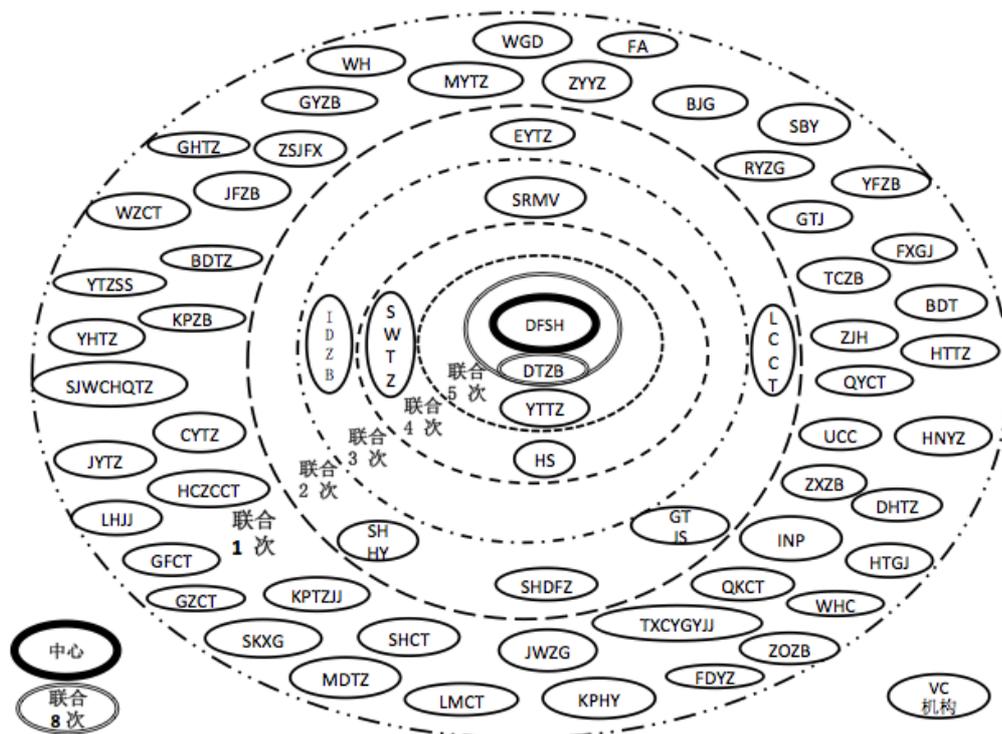


图 2 DFSH 的联合投资次数圈层图（2000 年—2013 年）

联合投资次数圈层图是累计到 2013 年，与该机构进行过联合投资的机构按照合作次数多寡的圈层表示，从最外圈层到最内圈层，合作次数依次增加，依次表示为合作过一次、两次、三次等；图中实线标签区域为机构名称代码，加粗实线标签区域为圈层中心风投机构（标签区域大小没有意义）。国有风投机构 GTJS（图 1）的联合投资次数圈层图共有三层，GTJS 位于圈层中心，与其合作过一次的风投机构位于最外圈层，共有 48 个机构；向内一圈层是与 GTJS 合作过两次的风投机构，共有 2 个；最内圈层是与 GTJS 合作过三次的风投机构，共有 2 个。外资风投机构 DFSH（图 2）的联合投资圈层呈现出五大层，DFSH 位于圈层中心，与其合作过一次的风投机构位于最外层，共有 50 个；向内一圈层是合作过两次的 5 个风投机构；再向内的圈层分别是合作过三次的 2 个风投机构和合作过四次的 2 个风投机构；最内圈层是合作过五次的 1 个风投机构；没有机构与 DFSH 合作过六次、七次，而靠近 DFSH 的 DTZB 与其有过八次联合投资，因此在中心处单另标示出来（以双实线区域标示）。

对比两个圈层图可以发现，作为国有风投机构，GTJS 的联合投资倾向较低，与大部分风投机构只有过一次合作，最多与同一个风投机构联合投资过三次；外资风投机构 DFSH 的联合投资倾向则相对较高，处在较内圈层的合作机构比例较高，且最多与同一个风投机构联合投资过八次。

因此，定性访谈资料和定量数据描述都表明，相比于国有风投机构，包括本土民营和外资在内的非国有风投机构更倾向于进行联合投资，合作意愿更强烈，

实际合作行动更多。而这一区分源自于不同性质的风投机构应对风险和不确定性的能力差异。

四、对联合投资倾向差异的解释：不确定性规避能力差异

之所以不同的经济行动者使用非正式制度的倾向不同，是因为他们面对的不确定性不同^[34]，镶嵌理论则说明了关系带来的信任可以有效减低这样的不确定性^[35]。

从计划经济向市场经济的转型过程中，政府对市场的主导作用逐渐弱化，但政府对市场的干预作用和政策的调节作用仍然是有力的经济杠杆。在中国经济市场化不甚完善的制度背景下，不同性质的主体应对环境不确定性的能力是不同的：国有风投机构在获得政策偏斜信息和资源方面的能力远胜于非国有风投机构^[19]。

国有风投机构更倾向于进行独立的投资，这一方面体现政府产权的资源优势对投资能力的帮助和强化。风险投资追求的是投资回报，在对风险有足够把握的情况下，投资回报率在一定程度上也是可以预知的。国有风投机构 GTJS 的田野访谈资料证实了政府产权风投机构在实现高投资回报率方面的绝对优势。

“实际上现在在管的所有（基金）规模加起来，除了集团母基金不算，所有已经划入基金到位的钱大概也有 100 几十亿。我们一共做了大概 56 个基金。投多少项目呢，投了 500 多个项目。退了大概 40%。就是退了，不是成功退出。但是我每次说这个，我是管理公司的总裁，我们还有董事长，他每次愿意说这个事，我每次不太愿意说，因为说了几乎没人相信。我们 2005 年以后项目就是早期项目，很少有失败的。如果你把失败定义成本金收不回来，那我几乎就没有失败的。但说了不太有人相信，怎么可能呢。”（D）

另一方面，政府背景的国有风投机构的低合作倾向体现了政治资源的垄断性优势带来的壁垒，国有风投机构既没有联合投资的需求、也不愿意在对投资项目有把握的情况下与别人分享投资机会。

“行业是利益驱动的，我和你合作势必要让出一些利益给你，即便这个利益还是潜在利益，有可能的利益他都不会让出来的。所以合作很少。不管是行业投资方，中介，甚至是融资方，项目方。他都不会让利益给你。他在保证自己利益基础上和你谈合作，这个没法谈的。”（M）

国有风投机构在确定利益回报的基础上，没有寻求合作的动机，甚至合作反而会导致其既定利益的出让，所以国有风投机构一般较倾向于单打独斗、独立投资。相反，民营和外资等非国有风投机构有较高的联合投资倾向和意愿，合作关系有助于机构间资源互补、分担风险，而相互间的合作促进了信任，进一步加强了合作的意愿和可能性。

“外资他们合作的很多，可能有多种因素造成的，首先第一他不落地，他很难接地气，所以他们喜欢抱团。第二，大部分的外资，现在可能投早期的，也逐渐有了。所以，最多的，最早的一批外资都投大项目了。这些人在一块合作，他抱团，效率很高。就是你找他，我们几家都互相信任，咱们一块投，然后有些什么样的机制安排。他们愿意干这个事。实际上这是有良心的东西。他们明显的合作多。” (D)

关系网络的扩展能够通过建立行政关联来弥补政治资源的先天不足，通过非正式制度来调节正式制度不完善带来的潜在风险。SHAYHX 是一个与政府和国有风投机构关系紧密的民营风投机构，政府关系为其带来资金和资源的支持，国有风投机构为其提供项目决策意见，提升了其克服信息不对称的能力，很大程度保障了他的投资收益。

“总体来看，前面两个基金还是不错的，跟我们同期成立的，2000 年前后成立的创投机构里面，运作的还是不错的，跟股东都有分红啊，各方面都是有收益的。创业投资总体来看风险还是比较大，尤其是 2000 年前后，互联网泡沫，当时很多机构都在里面投了以后收不回来了嘛。我们还好，一方面我们决策机制也比较好，每投一回，股东带头帮我们把关，然后我们自己团队也有相关的行业经验。所以在这个背景之下，然后我们成立一个新基金还是比较顺利的，然后也申请到了 S 市里边的引导基金，就是 CT，H 总那边，他们公司带着管理的，引导基金。然后还有区里的产业引导基金，还有国家发改委的创投计划。所以就是，三层政府领导基金都参与，跟政府关系我们还是不错的。” (A)

行政关联作为正式制度之外的替代性资源，可以保护企业^[36]，克服行业进入的管制性壁垒^[37]，由此在一定程度上保障了风险投资机构的收益，增强了机构信誉，有助于后续基金的募集和行业声誉的提升。通过寻求与政府背景的国有风投机构进行合作，非国有风投机构可以借助关系网络提升应对信息不对称和环境不确定性的能力，所以他们更倾向于寻求合作、寻求与在关系网络中占优势资源地

位的机构进行合作。

在市场制度不完善的情况下,经营主体的性质决定机构克服信息不对称的能力,从而导致了国有和非国有风投机构采用联合投资以应对不确定性、降低风险的倾向是有差异的。国有风投机构往往能够有效利用信息不对称,获得投资优质项目的机会,并在后续的投资管理过程中通过政治资源的调动来实现较高的投资收益。在这样的情况下,国有风投机构的政治资源优势使其拥有能够独立控制制度风险的相对有利条件,非国有风投机构则需要通过高度专业化以及借助合作关系网络来增强应对不确定性的能力。通过联合投资,各合作风投机构间建立信任关系,形成未来互惠共赢的意愿,在长期的关系网络中收获经济利益。所以国有风投机构的联合投资现象较少、合作关系较为松散,非国有风投机构的联合投资现象更为普遍、合作关系更为紧密。

治理理论中的不确定性概念以及镶嵌理论可以有效解释为什么不同性质的风投企业有不同的联合投资倾向,下面则需要回答如何使不同的联合发挥作用。

五、 联合投资圈子对抗不确定性的价值

在通过联合投资建立起的合作关系网络中,处于不同位置的风投机构间的合作方式及其对抗不确定性的价值是不同的。从整体网的角度看,风投机构的强强联合和强弱联合的合作投资策略对应对不确定性的考量和价值是不同的;从自我中心网络的角度看,中心主投资者与各圈层的跟投者的联合策略及其所需规避的不确定性是不同的。基于访谈提供的经验事实,强弱联合是更为普遍的联合投资模式,以下将着力分析这一联合模式并以自我中心网络为单位探索联合投资圈子里不同圈层的关系意义及其对抗不确定性的价值。

(一)“主投——跟投”联合模式:异质性的合作者网络位置组合

根据合作者在整体网的网络位置异质与否,可以将联合投资划分为强强联合和强弱联合两种模式。强强联合模式中,在合作关系整体网中均处于中心位置的风投机构进行合作,合作者的网络位置是同质的,此时一般是经验丰富的风投机构共同领衔投资。关于强强联合投资的研究表明,强强联合模式一般会出现在早期投资轮次,有实力的风投机构会与同等级水平的机构联合,借助同样经验丰富的机构对项目潜在价值的考察,帮助自己有效评估投资项目,为投资提供可信赖的参考^[24]。强强联合模式体现了机构行动者的理性选择策略,即借助合作者的互补性资源来调节风险、降低不确定性。但是,实际经济活动中的行动者通常是有限理性的,被投公司的治理结构一般也对投资者结构有所限制,投资机构将依靠

自己的投资份额获取股权进入被投公司行使治理和管理的权力，如果是强强联合的投资机构，此时在被投公司的治理结构中较易引起谁主谁次的冲突。因而，选择与自己网络位置同质性高的合作者不是风投机构的普遍策略，更具有代表性的联合模式是强弱联合的“主投——跟投”模式。访谈对象 L 对这一现象进行了说明：

“一般来讲的话，一轮只有一个主投，其他人都是跟投。你否则只有一轮，他只让你进一个董事，这个董事是给谁的。或者最多是两家基金很有名的话，大家都不错的话，两个董事就是共同投资，共同领衔投的，其他人就是跟的。一般一轮就是一个主投。”(L)

在强弱联合模式中，合作者的整体网位置是异质性的，主投者处于合作关系整体网的中心位置，跟投者则位于较边缘的位置。这种“主投——跟投”的联合模式成为中国风险资本联合投资的主要模式。主投者具有资源、声誉和经验优势，投资优质项目和应对不确定性的能力较强，而跟投者作为互惠交换，一般能够确保资金供应和忠诚度，跟随主投者的决策进行投资。这种联合投资模式被罗家德等（2014）归结为“大哥带小弟”^[31]的投资现象，占据资源优势的“大哥”通过“带小弟”的方式组建圈子，扩大自我中心的合作关系网络的规模，以此提升自己在整个关系网络中的中心度，通过网络中心位置的强化来增强资源和项目竞争力；“小弟”则通过短期的资源贡献争取入圈资格、实现长期的利益——“成为圈子中心，自己当大哥”。

（二）“主投——跟投”联合投资圈子

1. 差序格局的自我中心网络圈层结构

在“主投——跟投”的联合模式中，由于风投机构的建立背景和发展阶段不同，拥有资源优势、发展成熟的风投机构逐渐发展出一个以自我为中心的合作关系网络，居于该网络的核心位置，周围围绕着一批实力次于他们的合作者，而刚刚进入产业的新风投机构相对地处在关系网络的边缘，由此形成了一个以有实力的成熟风投机构为中心的网络结构，自我中心网络关系的差序格局呈现出圈子现象的结构特质和关系意涵。

罗家德等（2014）在关于中国风险投资产业的圈子现象的研究中，描绘了联合投资圈子^[31]的结构构成：中国风险投资产业有两个等级的圈子，上级圈子是“贵族型小世界”圈子（第 I 类圈子），少数产业巨头聚集起来，他们掌握核心政府关系，具备拿到好项目的绝对优势，圈子较为封闭；在第 I 类圈子之下形成了低一等级的圈子（第 II 类圈子），其中最内圈是声誉良好的成熟风险投资机构，

他们往往是主投资者，寻找投资机会、进行投资决策；第二圈是跟投者，包括资金投资者和机构合作投资者；最外圈是特定产业领域或地区的风投机构，拥有特定的产业或地区资源优势，在不定的机会中成为跟投者。新的风投机构一开始基本徘徊在圈子之外，但由于这一级圈子的开放性特质，机构在不同圈层的位置随着联合投资次数的增加是变动不居的。在一个自我中心网络结构中，圈层的差异不仅意味着网络位置的不同，更意味着关系意义和合作价值的不同。因而，要研究“主投——跟投”联合投资圈子与各圈层合作对于对抗不确定性的价值，需要在分析其结构性特征的基础上解析结构带来的差异化合作机制。

2. 联合投资圈子中的差异化合作机制

中国语境中的社会连带可以分成几个圈层，不同的圈层适用不同的道德标准。杨国枢（1993）把一个自我中心社会网的最内圈称为“家人”^[38]，可以演绎为拟似家人，包括除了家庭成员外的特殊亲密关系^[39]。下一个圈层是熟人圈层，包括好朋友或者关系很近的连带，遵循“人情交换法则”，其特殊信任是通过频繁的人情交换建立起来的^[40]。圈子的最外层是认识之人，适用“公平法则”，个体间的信任建立在公平的一般道德原则以及反复的社会交换过程基础之上。联合投资圈子不仅有着与自我中心社会网相似的网络结构，而且由于风投机构的决策仍然依赖于人的判断，所以组织的互动和行为仍然反应人的思维。因此，联合投资圈子中的关系意义和合作机制在一定程度上也呈现上述自我中心社会网的特点，处于圈层核心的风投机构按照与自己关系的亲疏远近同内外圈层的关系特质和互动行为是有差异的。

与圈层核心的风投机构具有良好合作关系、联合投资次数较多的风投机构处在联合投资圈子的内层，除了 DFSH 公司有一个八次合作的伙伴，可视为“拟似家人关系外”，其他内层伙伴都是中心风投机构的“熟人圈层”，遵循的是人情交换法则，体现互惠的情感性与工具性的混合关系。“熟人圈层”的交换行为是互惠性的，合作机构通过长期的合作建立信任，反复合作强化了相互间的情感性关系，逐渐形成稳定的合作关系。

“很简单。比如说我们做个项目，我们俩关系特别好，你做一个我做一个，我要在这儿做投资，我肯定拉你，不让别人进来，我就拉你进来。就是哥们儿。因为大家也是利益共同体。就互相换。这样的话，合作慢慢慢慢就形成了。所以说基本上它会有个圈子，时间长的时候，经常做的这几家就这么几个人他会经常做。”（L）

进入“熟人圈层”需要长期稳定的合作关系作为基础，通过信任的积累将短

期的工具理性转化为带有情感性的长期互惠关系。强连带把“熟人圈层”和网络中心连结起来，增加互动机会，减少损害强连带中其他成员或在危机时期进行背叛的可能性，所以圈子核心的风投机构对“熟人圈层”设立了严格的评判标准：

“除非大家以前是熟悉的人，那就一起来投。要不然很难，不会接受。为啥呢，因为首先这个团队的每一个成员是要对其他成员做贡献的。我们是不太接受那种，靠回扣的那种投行。我们不接受这种，这个太低级了，没什么意思啊。现在生活也不差这点钱。”(Y)

圈子核心的风投机构与“熟人圈层”的风投机构间的交换在保障基本投资利益的基础上，并不仅仅注重单次的投资经济利益，长期关系的溢出效益更为重要，行动者在多次重复互惠合作中考量的是总体的收益情况，包括关系的维持、网络结构的优化和长期经济回报。这一圈层的交换遵循人情交换法则，熟人关系间常常需要情意相挺、互相帮扶，这次一方帮助另一方而造成的暂时损失将在下一次的合作机会中得到补偿，长期来看，合作者的总收益是不断提升的。“熟人圈层”中的合作者拥有高信任度和稳定性，有利于降低合作成本、避免额外的风险产生，能够较好地应对不确定性。

“你知道吧，像这样的关系。但是我没有办法，我只有一个办法就是，假如我看中这个项目了，我请他强势介入，我得跟ZLN说，我要投，为什么我要投，因为我要挣钱，你给谁投都是投，给谁投谁挣钱，那我要挣钱，你能不能帮我一把？就只能讲到这个份上了，亲兄弟只能讲到这个份上了，其他没什么好说的了。”(S)

“有时候，风险投资也是跟那个一样的，患难之交见朋友。真正的帮忙的时候，铁哥们儿做好了又成了，下一次你得帮我一下，我帮你，下一次你得帮我。”(L)

在“熟人圈层”之外的是“认识之人圈层”，这一圈层与圈子核心的风投机构联合投资次数较少，合作关系并不紧密，遵循的是“公平法则”，个体间的信任建基于一般道德原则。弱连带将“认识之人圈层”与中心风投机构连结起来，但由于与这一圈层的交换法则是偏向于工具理性的，所以合作者之间允许出现私自地行动，甚至可以在危机或巨变时背叛同伴。

“有时候也有那个问题，就是我们不希望是一个很熟的人（一起合作）。有时候你不熟反而好谈，公对公就完了。所以说，你看，像2000年金融危机垮下来以后，2001年、2002年美国就出现那个现象，那个时候大家抱团。那时候资金链很紧张，抱团。所以说，投资机构那时候就损失非常厉害了。比如我要投这个项目，你想跟我投，对不起，大家讲好，这一轮投完了，下一轮你还得投，你要不投，我不带你，你就不要跟我合作了。因为那时候钱不好找。你要钱好找的时候，你有经验的看了好项目，最好你不要投，我多投点。也不是我多投点，让别人新手投，新手投给的价格高。这就是个生意。”（L）

“这么干风险也很大。第一，说穿了，唉，这样形成的关系，彼此内心是不尊重的。其实看着很紧密，我们定义叫狐朋狗友式的关系，看着很紧密，其实不是这样一种关系，因为互相没有价值。”（Y）

访谈对象关于与“认识之人圈层”的关系描述揭示了这一圈层关系的功利性特征。合作者间的信任水平较低，在一次联合行为中各取所需，网络中心机构会避免杀熟，意图找到较外圈层的合作者来分担风险：

“极端情况下有几个例子，比如说我们投的一个企业是个早期企业，做设备的。那个例子很典型，是为了规避风险。我完全是早期的东西，我认为，但是他需要的资金量很大，这时我就会把风险分给人家。”（D）

“他们有一些项目，不是那么好，但是他们希望你帮一下忙，可以帮忙。帮忙找点别的基金，找一些愿意投这些的，找点私人老板，也有。”（M）

作为圈子的核心，主投资者与“认识之人圈层”的交换关系并不用体现道义，经济理性的算计是普遍现象。即便面临被算计的风险，处于“认识之人圈层”的跟投者们仍然愿意把握机会与优势主投资者进行合作，这一方面是因为在自己的专业化水平和产业经验还不足以应对风险和不确定性，对投资项目无法进行有效评估时，通过合作借助主投资者的声誉获得投资收益是最经济的决策；另一方面，边缘的跟投者对合作也抱有长线思考，在一次合作中冒着遭受算计的风险向主投资者示好，有可能争取到未来进入圈子内层的机会，这为以后成为网络中心主投资者奠定了基础，所以：

“当风险看不清楚的时候小弟可能把关系给大哥。”（X）

边缘跟投者的这一行为既可能是借助主投资者的资源和经验规避风险，又可能是为进入圈子内层而向主投资者表忠心的行为。透过访谈资料，网络结构的中心位置对处于圈子外层的跟投者有极大的吸引力，为了未来网络位置的提升和结构的优化，这些边缘的跟投者可以牺牲目前的部分经济利益，以换取长期的投资回报。与“认识之人圈层”的合作关系是工具性的，其关系本身就蕴含着潜在风险，但是风险之中也存在着机遇，中心主投资者和边缘跟投者通过理性地计算而各取所需，借由合作转移风险以期提升未来的网络结构位置，进一步提升未来应对不确定性的能力。

以一个强势的风投机构为核心，周围依附与其有联合投资关系的其他风投机构，可以把全合作网络分割成一个个以主投资者为中心的联合投资圈子，每个圈子按照与主投资者合作关系的亲疏远近、密切程度形成不同的跟投者圈层，圈层之间的合作策略和关系意义是不同的。与中心风投机构最为紧密的“熟人圈层”，遵循人情交换法则，充斥着强连带，体现情感性与工具性的混合关系，信任是经由长期的互惠性交换而建立起来的，进入这一圈层需要长期的交换互动，合作者之间互惠性地共同对抗不确定性，因合作而产生的风险较低，并能够很好地应对投资风险；“熟人圈层”之外的“认识之人圈层”，与中心风投机构间的交换遵循“公平法则”，由弱连带连接，体现工具性的关系，允许私利性的行为，信任水平较低，进入这一圈层的门槛较低，合作者各取所需、算计性地借助对方应对自身所面临的不确定性，合作关系本身具有潜在的风险，因而应对投资风险的稳定性较差。各圈层的跟投者与中心主投资者有不同的合作策略，但核心诉求都是基于长线思考的经济考量，通过对抗不确定性来获得经济效益。中心风投机构需要发展各圈层的合作者来应对不同情境下对抗风险的联合需求，而各圈层的风投机构有借由主投资者降低不确定性、提升投资绩效、优化整体网结构位置的潜在持久动力。

透过对联合投资网不同圈层发挥的减低不确定性的作用可以解释为什么国有风投机构内层的合作伙伴明显较少，且弱连带在合作伙伴中的比例较高。当国有风投机构不甚需要靠长期的抱团对抗环境的不确定性时，它们仍然需要“各取所需”地取得资金、当地人脉以及特殊行业知识等资源。

六、 总结与讨论

由于中国风险投资产业发展的推动力主要源自于政府，国有风投机构在产业

格局中占有重要地位。国有与非国有风投机构在管理模式和投资策略方面均存在较大差异，本研究以联合投资策略差异为切入点，借助定性访谈资料和定量数据分析，首先对这一差异化现象进行分析，探究联合投资现象背后的合作关系网络，其次考察合作的网络结构机制，分别从整体网的角度解析联合关系模式，并从自我中心网络的角度解析联合投资圈子内不同圈层的关系意义及对抗不确定性的价值。

首先，联合投资倾向在中国风险投资产业界呈现出差异化的情况。政府背景的国有风险投资机构有相对少的合作伙伴，且合作伙伴中外圈层的合作者比例较高，相反地，本土民营和外资等非国有风险投资机构更倾向于进行联合投资。在我国市场制度还有待完善的事实基础上，主体性质在一定程度上决定了机构能够克服信息不对称的能力。国有风投机构将风险投资业务视为国有资产的经营和管理业务，而非金融资产的运营，这使得国有风投机构在投资时对风险因素的考量更为慎重、投资行为更要求稳健，导致其主观上需要谨慎避免不确定性大的投资项目。更为重要的是，国有风投机构在资源占有、信息获得，尤其是政策信息和政策支持等方面占有先天优势，对选定的投资项目把握更大，自身就能做到控制一定的风险。在此基础上，国有风投机构比较没有与其他机构合作共担风险、分享资源的需求和必要。因此，国有风投机构从主观意愿方面倾向于选择更有把握的投资项目，同时又具备对抗不确定性的先天资源优势，其联合投资的倾向较低。与之相对，关系网络的扩展恰好可以弥补非国有风投机构政治资源的先天不足，通过非正式制度来克服信息不对称，降低不确定性。所以，非国有风投机构需要建立联合投资关系，借助合作关系网络共享资源、分担风险、应对不确定性，其进行联合投资的倾向较高。

其次，风投机构间通过联合投资行为建立起了合作关系网络，处在网络的不同位置，其合作关系意涵和相应的对抗不确定性的价值是不同的。在整个合作网络中，由于风险投资机构的资历、规模、资源的不同，有优势的重要风投机构处于网络的中心位置，相对于不成熟的、新进入产业的风投机构处于较为边缘的位置。根据合作者的网络位置不同，风投机构间的联合模式可以分为强强联合和强弱联合两种。而网络位置同质性高的强强联合模式并不是风投机构所采用的普遍合作策略，更具有代表性的联合模式是强弱联合的“主投——跟投”模式。在“主投——跟投”模式中，以主投为核心形成了由跟投围绕其周围的联合投资圈子，在这样的自我中心网络中，根据与网络核心的亲疏远近形成了不同的圈层，内外圈层与中心呈现出不同的关系特质和关系诉求。中心风投与其最近的“熟人圈层”遵循人情交换法则，体现互惠的情感性与理性的工具性混合关系，合作者互相帮扶、在长期的交换互动中共同对抗不确定性，应对风险的能力强；与较外圈的“认

识之人圈层”遵循“公平法则”，体现工具理性关系，合作者各取所需，算计性地借助对方应对自身所面临的资源互补的需求，应对风险的稳定性较弱。各圈层的跟投者与中心主投资者有不同的合作策略，但核心诉求都是基于长线思考的经济考量，通过对抗不确定性来获得经济效益。中心风投机构需要发展各圈层的合作者来应对不同情境下对抗风险的联合需求，而各圈层的风投机构有借由主投资者降低不确定性、提升投资绩效、优化整体网结构位置的潜在持久动力。

本研究对比了中国的国有风投机构与非国有风投机构在联合投资策略方面的差异及其蕴含的网络结构机制，探讨了由联合投资形成的合作圈层间的不同关系意涵和对抗不确定性的价值。除此之外，访谈经验资料也透露出中国风险投资产业界的中国式长线思维行动策略：在一定的经济理性基础上，即在追求投资的经济绩效的基础上，中国的风投企业也同时看重长期合作关系的经营维持。当合作行为涉及长期的交换和长远的利益互惠时，风投机构很可能选择在眼前的经济利益上进行一定程度的退让，以获得未来的利益回报，关系思维影响合作的维持。这一现象是中国长线式思维的体现，值得在更进一步的研究中，通过引入美国等较为完善的市场制度下的联合投资决策资料，进行对比讨论，以此探讨是否存在联合投资逻辑、特别是多次联合投资逻辑的差异。按照企业学习理论，机构间经由合作而产生磨合和学习的过程，由此导致相契合的合作者间的合作逐渐趋向于稳定。这种多次合作可能是由于学习过程的磨合适应而产生的，与由关系思维保持的多次合作情况是不同的。因此，有必要在未来的研究中加入跨文化比较研究，以此验证中国风投产业联合投资逻辑的特殊性。由于经验资料的缺乏，这是本研究现在的不足之处，也是未来可使研究结论更为坚实的努力方向。

随着联合投资的不断变化发展，合作关系网络的构建是一个动态的过程。本研究关于联合投资的网络结构机制和不同合作圈层间的关系意涵的论述是对联合投资网络的静态描述和分析，而更进一步的研究应该把合作关系网络的动态变化情况和动力机制纳入讨论，风投机构如何进入一个合作圈子，又如何从外圈进入内圈最后成为圈子核心，再怎样逐步建立以自己为核心的投资圈子、提升自身在整体网的网络结构位置、增强应对不确定性的能力，这是未来关于联合投资合作动态网络研究的重点。

参考文献

- [1] 赵息, 张雷, 王鹏. 国有投资控股公司全面风险管理[J]. 辽宁工程技术大学学报: 社会科学版, 2008, 10(2):150-152.
- [2] 侯建仁, 郭文新, 曾勇. 国有风险投资机构的经济分析[C]// 第三届(2008)中国管理学年会——技术与创新管理分会场论文集 2008.
- [3] 耿庆峰, 陈冬. 美国风险投资成功经验及启示[J]. 发展研究, 2009, (3):56-58.

- [4] 苏启林. 政府介入创业投资模式的国际比较与经验借鉴[J]. 外国经济与管理, 2002, 24(11):43-48.
- [5] 肖扬清, 徐宝林, 黄诗城. 风险投资发展的跨国差异与理论解释[J]. 山西财经大学学报, 2007, 29(9):86-92.
- [6] 柯畅. 风险投资中政府作用的比较及经验借鉴[J]. 科技情报开发与经济, 2008, 18(7):136-137.
- [7] 张青, 汪波. 国际风险投资之比较及其借鉴探讨[J]. 现代财经: 天津财经大学学报, 2009, (1):31-34.
- [8] 魏建国, 龚克. 民间资本与中国风险投资发展模式研究[J]. 华中农业大学学报: 社会科学版, 2006, (1):67-69.
- [9] 刘志阳, 施祖留. 我国政府主导型风险投资机理分析——兼论与市场主导型的比较[J]. 经济体制改革, 2006, (6).
- [10] 杨旭才, 张维, 张立艳,等. 财政资金进入创投产业的模式比较[J]. 现代管理科学, 2008, (8):6-8.
- [11] 贺亚荣. 国有创业投资的项目风险管理研究[D]. 天津大学, 2013.
- [12] 胡芳. 政府出资型风险投资公司风险管理体系研究[D]. 吉林大学, 2010.
- [13] 隋薇薇. 以国有资本为投资主体的风险投资评估体系[J]. 上海经济研究, 2008, (3):47-51.
- [14] 眭水炳, 何有世. 国有资产投资主体的投资风险控制[J]. 中国管理信息化, 2008, 11(5):91-95.
- [15] 陈昕, 沈乐平. 关于国有风险投资发展困境与对策的思考[J]. 特区经济, 2007, (7):186-188.
- [16] 王书汉. 政府资本性投资管理模式的选择[J]. 理论界, 2007, (2):231-232.
- [17] 张明喜. 国有资产管理体制对国有创业投资的影响研究[J]. 财会研究, 2010, (18):78-80.
- [18] 余琰, 罗炜, 李怡宗, 朱琪. 国有风险投资的投资行为和投资成效[J]. 经济研究, 2014, (2):32-46.
- [19] 吴斌, 刘灿辉, 史建梁. 政府背景、高管人力资本特征与风险投资企业成长能力: 基于典型相关方法的中小板市场经验证据[J]. 会计研究, 2011, (7):78-84.
- [20] 蔡卫星, 胡志颖, 何枫. 政治关系、风险投资与 IPO 机会——基于创业板申请上市公司的经验分析[J]. 财经研究, 2013, (5): 51-61.
- [21] Lerner J. The syndication of venture capital investments[J]. Financial management, 1994: 16-27.
- [22] Hochberg Y V, Ljungqvist A, Lu Y. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(1): 251-301.
- [23] Sorenson O, Stuart T E. Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments1[J]. American journal of sociology, 2001, 106(6): 1546-1588.
- [24] Sah R K, Stiglitz J E. The Architecture of Economic Systems: Hierarchies and Polyarchies[J]. American Economic Review, 1985.

[25] Luo, Jar-Der, 2015. "Guanxi Circle Phenomenon in the Chinese Venture Capital Industry" In Wang, Jenn hwan (Ed.), *Social Capital and entrepreneurship in Greater China*. NY: Routledge.

[26] Luo, Jar-Der and Cheng, Meng-Yu, 2015, "Guanxi Circles' Effect on Organizational Trust--Bringing Power and Vertical Social Exchanges into Intra-organizational Network Analysis." *American Behavioral Scientist* 59(8): 1024-37.

[27] Coleman J S. Psychological Structure and Social Structure in Economic Models[J]. *Journal of Business*, 1986, 59(4): 365-369.

[28] 戴维·诺克, 杨松 著. 李兰 译. *社会网络分析 (第二版)* [M]. 上海: 格致出版社, 上海人民出版社, 2012.

[29] 费孝通, 费孝通. *差序格局* [J]. 载于《费孝通选集》, 天津人民出版社 1988 年版, 1998.

[30] 黄光国, 杨国枢, 黄光国. *华人关系主义的理论建构* [D]. 2005.

[31] 罗家德, 秦朗, 周伶. *中国风险投资产业的圈子现象* [J]. *管理学报*, 2014, 11(4): 469-477.

[32] 罗家德. *关系与圈子——中国人工作场域中的圈子现象* [J]. *管理学报*, 2012, 9(2): 165-171.

[33] 罗家德, 王竞. *圈子理论-以社会网的视角分析中国人的组织行为* [J]. *战略管理*, 2010, 2(1): 12-24.

[34] Williamson, Oliver. 1996. *The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press.

[35] Granovetter M. *Economic action and social structure: the problem of embeddedness* [J]. *American journal of sociology*, 1985: 481-510.

[36] 周雪光 "关系产权": 产权制度的一个社会学解释, *社会学研究*, 2005, 20(02): 1-31

[37] Geertz C. *The Impact of the Concept of Culture on the Concept of Man* [J]. *The interpretation of cultures*, 1973: 39-40.

[38] 杨国枢, 杨国枢, 余安邦. *中国人的社会取向: 社会互动的观点* [J]. *中国人的心理与社会行为——理念及方法篇*, 台北: 巨流图书公司, 1993.

[39] Chen Chieh-hsuan. *Subcontracting Networks and Social Life* [M]. Taipei: Linkingbooks, 1994.

[40] Hwang K K. *The Chinese Power Game* [M]. Taipei: Linkingbooks, 1988.

Distinction of Joint Investment Propensity of Chinese Venture Capital

LUO JarDer¹ ZOU Yaqi¹ GUO Rong²

(1. School of Social Science, Tsinghua University, Beijing 100084 China; 2. Chinese Academy of Science & Technology for Development, Beijing 100038 China)

Abstract: From the perspective of social network analysis, the study discusses the social network mechanism behind the joint investment aiming to avoid uncertainty.

Then analyzes the joint investment propensity distinctions between government background VC and non-government background VC. In comparison with government background VC, non-government background VC is less advantaged in terms of political connection and intends to make more joint investment with other VCs. We analyze the various relation implications and the distinct value for dealing with the uncertainty in different spheres of joint investment circles by using the Chinese social network discourse “quanzi.” The center VC needs collaborators from different spheres of the circle to reduce risks and the collaborators needs to reduce uncertainty, promote investment performance and optimize the network structure. Based on Chinese long-term thinking, the VCs concern about economic returns.

Key words : Chinese venture capital; distinction of joint investment propensity; social network analysis; quanzi