

# 风险投资空间行为研究动态与展望

张海燕<sup>1,3</sup>, 袁新敏<sup>2</sup>, 沈玉芳<sup>3</sup>

(1. 华东师范大学 城市与区域经济系, 上海 200433; 2. 东华大学 旭日工商管理学院, 上海 200051;  
3. 中共闵行区委党校, 上海 201100)

**摘要:** 风险投资是推动技术创新、经济增长的重要因素。风险投资从筹资、投资和退出都具有显著的空间规律。梳理了风险投资空间分布、空间决策和空间效果等方面的最新研究动态, 并对进一步开展风险投资空间行为研究进行了展望, 提出了目前我国开展风险投资空间行为研究需要突破的重点。

**关键词:** 风险投资; 空间行为; 研究动态

**DOI:** 10.6049/kjbydc.2011030973

**中图分类号:** F830.59

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1001-7348(2012)11-0151-05

## 0 引言

根据美国全美风险投资协会(National Venture Capital Association)的定义, 风险投资(Venture Capital, 简称 VC, 也被译为创业投资)是指由职业金融家对新兴的、迅速发展的、蕴藏着巨大竞争潜力的企业进行的一种权益性投资。Gifford Sharon(1997)和 Gilson Black(1999)认为, 风险投资是由专业的风险投资组织(基金)投资高成长、高风险、高技术企业的一种权益性投资。新增长理论(戴维·罗默, 1999)认为, 经济增长的源泉主要在于研发活动产生的技术创新。风险投资作为支持研发活动、推动技术创新的重要力量, 从 1946 年世界上第一只在哈佛大学成立的风险投资基金 ADRI 出现伊始, 就得到了企业界、学术界和各国政府的高度关注。风险投资活动也随着美国信息产业等高新技术产业的发展以及 NASDAQ 的诞生在上世纪 90 年代达到了高潮, 对风险投资的研究也在全球范围如火如荼地展开。随着 2008 年全球金融危机的爆发, 人们重新思考推动经济发展的技术创新和科技革命, 风险投资作为现代技术创新和科技革命的重要条件再次得到全球的高度关注, 发展和吸引风险投资成为许多国家和地区推动经济发展的重要举措。

我国的风险投资活动分 3 个阶段: ① 风险投资开始于 20 世纪 80 年代末, 1991 年国务院在《高新技术产

业开发区若干政策的暂行规定》中指出, 可以在高新技术产业开发区设立风险投资基金或创办风险投资公司; ② 风险投资在 90 年代中后期发展迅速, 特别是 1998 年成思危提交的《关于借鉴外国经验发展我国风险投资事业》的提案被列为全国政协 1998 年“一号提案”之后, 全国各地掀起了发展风险投资的热潮, 并在 2000 年达到了高峰; ③ 创业板经过 10 年酝酿终于在 2009 年上市, 这使得我国对风险投资的关注再次形成高潮。风险投资引起全社会高度关注的本质原因是我国对于自主创新的高度关注, 因此在 2006 年《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020 年)》中提出要“加快发展创业风险投资事业”。由于我国正处于经济结构调整和经济发展方式转变的关键时期, 也处于应对金融危机取得全面胜利的关键时期, 要实现经济长期稳定较快发展, 就必须致力于自主创新。风险投资对于自主创新具有重要意义。风险投资活动是金融资本与人力资本有效结合的重要方式, 是推动高新技术产业化的重要条件。

## 1 风险投资空间行为概念

陈志武(2009)认为:“金融的核心是跨时间、跨空间的价值交换。”风险投资同其它金融活动类似, 具有很强的时间性和空间性。风险投资的运作方式包括募集、投资、管理、退出 4 个过程(胡海峰, 2008), 这 4 个过

收稿日期: 2011-07-04

基金项目: 教育部人文社科基金项目(11YJC790256)

作者简介: 张海燕(1976—), 男, 四川广安人, 华东师范大学城市与区域经济系博士研究生, 中共闵行区委党校教研部主任、讲师, 研究方向为区域经济学、金融地理学; 袁新敏(1977—), 女, 上海人, 东华大学旭日工商管理学院讲师, 博士研究生, 研究方向为区域经济学、城市经济学; 沈玉芳(1948—), 男, 上海人, 伦敦政治经济学院区域规划学博士, 华东师范大学城市与区域经济系教授、博士生导师, 研究方向为区域经济学、城市规划学。

程不仅具有跨时间的价值交换关系,而且具有跨空间的价值转移关系。在资本募集过程中存在资金的跨空间转移和集中;在资本投资过程中,包括种子(Seed)期、导入(Start up)期、扩展(Expansion)期和成熟(Mature)期,都存在资金从投资基金向企业或项目的跨空间转移过程;在资本管理过程中,还会涉及到风险投资基金对企业经营活动的远程或实地控制与管理;在资本退出期,无论资本是通过首次公开募股(IPO)、并购(M&A)、管理层收购(MBO)还是公司清理(Write off)完成退出,也都存在资金从新的所有者向投资方的空间转移过程,而且还可能存在资金在第三所在地的跨空间转移过程。因此,风险投资家进行风险投资决策时也经历着空间的知觉、认知、地理优选和投资活动等一系列空间刺激—反应过程。

风险投资空间行为是指风险投资在募集—投资—管理—退出各个阶段对空间的知觉(Perception)、认知(Cognition)、地理优选(Geographical Preferences)和空间活动(Spatial Activity)过程,是风险投资的一系列空间刺激—反应活动。对风险投资空间行为的研究对于发现风险投资的空间决策过程、探索风险投资的空间效果、促进区域风险投资活动的开展都具有重要意义,是风险投资学研究的新视角,是经济地理学对空间行为研究的新领域,也是行为地理学对投资行为研究的新内容。

## 2 风险投资的空间分布

### 2.1 风险投资具有空间集聚的特征

Henry Chen, Paul Gompers, Anna Kovner 和 Josh Lerner(2010)研究发现,美国的风险投资具有高度空间集聚的特点,主要集中在圣弗朗西斯科、波士顿和纽约3个风险资本中心,并且趋向于在这3个城市交叉开立分支机构。Junfu Zhang(2007)研究发现,1992—2001年硅谷的初创企业吸收了全美国20%—26%的风险投资。Martin R(1989)研究了英国的风险投资地理,发现20世纪80年代以来英国的风险投资高度集中在大伦敦和东南部地区,风险投资在塑造区域经济发展模式的过程中发挥了重要作用。Colin M. Mason 和 Richard T. Harrison(2002)进一步研究发现20世纪90年代英国的风险投资分布不同于80年代,表现出更加均匀的特征,其原因在于中东部和中西部地区快速增长的商业风险投资(包括MBO和MBI),而经典的风险投资(投资于企业的初期和扩展期)则仍然集中在伦敦和东南部地区。

### 2.2 行业风险投资空间集聚特征明显

风险投资不仅在总体上具有空间集聚的特征,而且就某些具体行业而言,地理集聚的特征更加明显。Matthew A. Zook(2005)研究发现,加州风险投资家投资的互联网企业主要都集中在本地区,他们这样做的目的在于能够利用地理上的便利照顾到其投资组合中

的所有公司。Hadi S. Alhorr, Curt B. Moore G 和 Tyge Payne(2008)研究了欧洲生物技术风险投资的分布情况,发现风险投资集聚在大的中心城市,如伦敦、巴黎、哥本哈根、赫尔辛基等。而德国的生物技术风险投资公司最多,在2002年就达到75家,集中分布在慕尼黑、海德堡和法兰克福等地区。Martin Kenney and Donald Patton Source(2005)对半导体、通信和生物医药行业的对比研究表明,风险投资对半导体行业的空间集聚最为明显,对通信行业次之,对生物医药行业相对较弱。如美国的半导体行业主要集中在硅谷,而生物医药行业则分布在硅谷、波士顿、纽约等地区。

### 2.3 不同地区的风险投资特征各异

不同地区的风险投资在投资动机等方面具有较为显著的差别。Dileep Hurry, Adam T. Miller, E. H. Bowman(1992)研究了美国和日本的风险投资,发现它们的投资动因具有差异。日本的风险投资注重风险投资项目的长期战略性,而美国的风险投资比较注重眼前的投资回报,因此日本对高新技术风险投资的战略逻辑揭示了认购期权和影子期权存在的缘由。Rafiq Dossani(2002)比较了以色列和台湾地区风险投资发展的背景与环境,以色列的风险投资一开始就得益于美国风险投资产业的发展,虽然以色列的风险投资在初期并没有得到政府的推动,但是以色列在美国的犹太人网络为其提供了支撑;台湾地区缺乏以色列那样的高新技术产业,也缺乏与美国的金融和学术精英的密切联系,但是台湾地区的优势在于在美国有大量成功的中国籍科技人才,并且台湾地区的风险投资是由政府直接推动的。Douglas J. Cumming 和 Jeffrey G. MacIntosh(2003)研究了风险投资的退出机制,他们在比较美国和加拿大的风险投资行业后发现,不同国家(地区)法律和制度的差异影响着该地区风险投资的退出方式。

### 2.4 风险投资从发达国家向发展中国家扩散

风险投资虽然起源于美国,并在北美、欧盟等地区发展迅速,但是随着经济全球化和全球生产一体化的推进,风险投资正逐步向发展中国家扩散。Rafiq Dossani(2002)研究了印度风险投资业的进展,并从制度的角度论证了在发展中国家如何通过政府与企业间的互动来建立良好的风险投资制度环境,并且论证了硅谷的高新技术产业对印度软件业风险投资的带动作用。Henry Phillips(2010)研究了风险投资尤其是SIFIDA金融公司在非洲经济发展中的重要角色,发现SIFIDA的110位股东均来自西欧、北美、日本、澳大利亚等14发达国家和地区。

## 3 风险投资的空间决策

### 3.1 投资环境对空间决策的影响

风险投资往往投资于地理环境比较接近的地区。

Lerner(1995)研究发现,由于考虑到对投资企业的监督成本,风险资本家更趋向于投资当地的企业。Hadi S. Alhorr、Curt B. Moore G 和 Tyge Payne(2008)研究发现,两个国家的制度系统和制度结构越相似,风险资本家就越有可能利用这种机会进行跨境风险投资。Garry D. Brutona 和 David Ahlstrom(2003)运用制度经济学理论研究了中国和西方风险投资的差异。作者通过对中国 24 家风险投资企业中 36 位风险投资家的访谈发现,中国的制度环境造成中国与西方的巨大差异,特殊的制度环境塑造了完全不同的风险投资业。如在中国获得被投资企业的准确信息比较困难,所以风险投资基金需要在合理的物理空间范围内监督所投资的企业,需要更加认真地关注企业家的背景及与企业签订的合同,需要更多的直接监督。因此,如果西方的风险投资家要到中国投资,就必须确保他们理解了东西方制度的差异。

### 3.2 投资成效对空间决策的影响

地区风险投资历史效果会影响未来的风险投资决策。Henry Chen、Paul Gompers、Anna Kovner 和 Josh Lerner(2010)的研究表明,以往风险投资的成功率是决定风险投资基金在当地开立分支机构的重要决定因素,由于在圣弗朗西斯科、波士顿和纽约高的投资成功

率,所以美国被风险投资资助企业的中,有超过 49%的企业都位于这 3 个城市。

### 3.3 物理距离对空间决策的影响

Josh Lerner(1995)的研究发现,物理距离是影响风险投资家进行投资决策的重要因素。如果投资项目临近风险投资家,就可以大幅度减少风险投资的交易成本,尤其是对投资项目的监督成本,因此风险投资家更加趋向于投资本地企业。所以,由于不同地区风险投资家集聚的程度差异巨大(Florida and Smith (1993)),在不同地区的企业所面临的风险投资价格和可获得性也就存在很大区别。Martin Kenney and Donald PattonSource(2005)进一步研究发现,在美国获得风险投资的企业中,73.0%的半导体企业、57.5%的电信企业和 44.4%的生物医药企业都至少有一位来自风险投资的董事会成员在企业约 80km 的范围内。

### 3.4 经济一体化对空间决策的影响

Hadi S. Alhorr、Curt B. Moore G 和 Tyge Payne (2008)研究了经济一体化对于促进跨境风险投资的作用,其通过 1985—2002 年欧盟 24 个国家的数据实证了一个国家进入区域统一市场、采用区域统一货币之后,将带来更高水平的跨境风险投资。

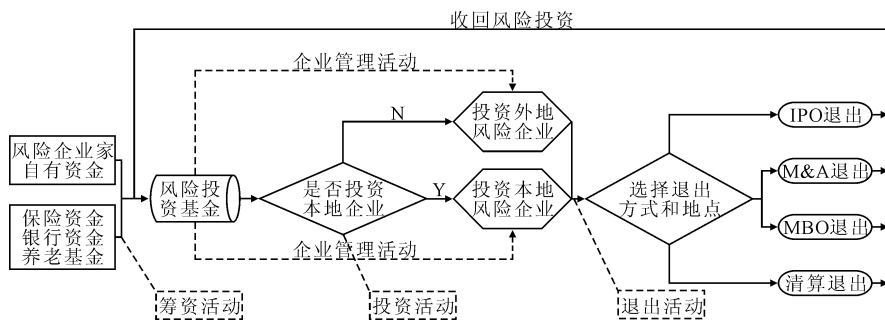


图 1 风险投资空间决策过程

## 4 风险投资的空间效果

### 4.1 风险投资提升了地区工业化水平

Richard Florida 和 Donald F. Smith, Jr. (1993)通过研究美国大都市统计区(MSA)的统计数据,发现风险投资是促进地区资本形成、技术创新和区域工业化的重要因素。风险投资通过特殊的空间结构流动到最高投资回报的地区。因此,地理相似性可以降低风险投资不确定性,弥补信息不完全,最小化投资风险。风险投资提高地区工业化水平的途径并不是自由市场,而是特殊的风险投资网络。

### 4.2 风险投资集聚地形成了技术创新密集区

Matthew A. Zook(2002,2005)研究了风险投资对互联网产业空间分布的重要作用。他重点研究了加州风险资本家和互联网企业家的关系,发现风险资本家不仅为企业提供金融支持,而且为企业发展保驾护航。

硅谷的风险投资家和互联网企业家的相互依赖创造了一个隐形知识网络,并且依靠当地的社会资本力量得以维持,使之在与新英格兰等地区互联网集群的竞争中胜出。同时,由于上世纪 90 年代的风险投资家和企业家都关注于互联网的电子商务而不是互联网基础设施和技术,使得互联网产业出现投机性疯狂,最终导致互联网产业的泡沫破灭。Junfu Zhang(2007)研究了风险投资对初创企业及当地技术和经济的影响,研究发现,由于初创企业接近风险投资,使得硅谷的企业相对于其它地区而言在发展初期就获得了先发优势,并导致这些企业不断获得多轮风险投资。因此,由于硅谷企业较早获得风险投资,一方面导致本地区高新技术产业的繁荣,使得硅谷总在引领技术创新的浪潮。2000 年硅谷集聚了超过 25 000 家高新技术企业,并提供了在技术部门的 670 000 个良好工作岗位;另一方面也导致硅谷风险投资的失败率高于波士顿和华盛顿特区。但是由于在高新技术产业中企业先发优势导致的

“赢者通吃”的现象,风险投资成功企业的利润远远大于失败企业的损失,致使硅谷风险投资的利润率仍然很高。

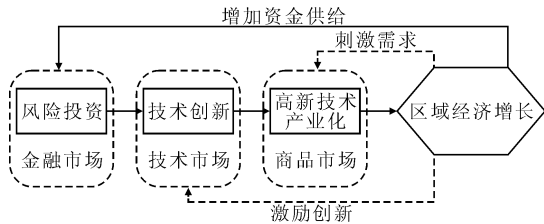


图2 创新推动区域经济增长机制

## 5 风险投资空间行为研究展望

### 5.1 风险投资空间行为研究的局限

总体而言,从国内外研究现状及其发展趋势来看,上述研究存在着以下局限:①比较重视风险投资对于特定产业发展的研究,而缺乏对于风险投资空间网络形成机理的研究;②比较重视运用各类资产定价模型与项目决策的投资—收益模型进行量化分析,而缺乏对于空间因素对风险投资决策作用过程和空间效果的研究;③比较重视风险投资环境的研究,而缺乏对于投资环境对企业决策影响机制的分析;④比较重视风险投资空间分布差异的研究,而缺乏对于风险投资空间差异影响机理的研究;⑤对空间行为的研究主要局限于个人生产、交通、旅游等生活活动的统计分析,而缺乏对于投资、金融等经济活动空间决策行为的研究;⑥对于风险投资决策的研究较多采用净现值法(NPV)、实物期权法(ROV)和层次分析法(AHP)等项目评估模型,这些评价方法存在着难以模拟空间决策过程和难以考量空间因素的根本缺陷。

### 5.2 风险投资空间行为研究的重点

由于风险投资具有的特殊空间属性,因此,我国在发展风险投资时还存在一些有待深入研究的问题,如:①是重点发展本地的风险投资基金,还是吸引外部风险投资基金?这涉及到发展风险投资需要采取本地化还是全球化战略的问题;②是重点在发达地区发展风险投资来促进高新技术产业发展,还是在欠发达地区发展风险投资以实现跨越式发展,或者在老工业基地发展风险投资以实现地区复兴?这涉及到风险投资是采用空间全覆盖发展还是在特定地域集中发展的问题;③是利用国内的资本市场,还是利用国际市场进行风险资金的筹措和退出?这涉及到风险投资相关金融市场的国际化程度问题;④构建风险投资的制度环境是移植普适性环境,还是建设具有地域特色的独特性环境?这涉及到风险投资的制度环境是否具有地域普适性的规律问题。我们认为,由于风险投资独特的空间属性,无论是开展、吸引还是鼓励风险投资活动,都必须关注风险投资空间行为规律,关注空间差异对投

资活动的影响,从金融地理学和行为地理学的角度来研究风险投资行为,特别是研究风险投资空间行为与风险控制、投资回报之间的关系。这样,既可以丰富风险投资理论,又可为我国发展风险投资提供决策依据。

### 参考文献:

[1] AITKEN SC. Transactional and transformational theories in behavioral geography[J]. Professional Geographer, 1988, 40 (1):54-64.

[2] AITKEN SC. Person environment theories in contemporary perceptual and behavioral geography: personality, attitudinal and spatial choice theories[J]. Progress in Human Geography, 1991, 15(2):179-93.

[3] ANDREW L, ZACHARAKIS, G. DALE MEYER. The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision[J]. Journal of Business Venturing, 2000, 15:323-346.

[4] ARMIN SCHWIENBACHER. Innovation and venture capital exits[J]. The Economic Journal, 2008, 118(November): 1888-1916.

[5] BOB ZIDER. How venture capital works[J]. Harvard Business Review, 1998, November-December:131-139.

[6] CHRISTIAN KEUSCHNIGG, SOREN BO NIELSEN. Tax policy, venture capital, and entrepreneurship[J]. Journal of Public Economics, 2002, 87:175-203.

[7] CHRISTIAN KEUSCHNIGG, SOREN BO NIELSEN. Start-ups, venture capitalists, and the capital gains tax[J]. Journal of Public Economics, 2004, 88:1011-1042.

[8] COLIN M. MASON, RICHARD T. HARRISON. The geography of venture capital investments in the UK[J]. Transactions of the Institute of British Geographers, 2002, 4:427-451.

[9] DOUGLAS J. CUMMING. Capital structure in venture finance[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11:550-585.

[10] DOUGLAS J. CUMMING, JEFFREY G. MACINTOSH. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits[J]. Journal of Banking & Finance, 2003, 27:511-548.

[11] DOUGLAS J. CUMMING, DANIEL SCHMIDT, UWE WALZ. Legality and venture capital governance around the world[J]. Journal of Business Venturing, 2008, 25:54-72.

[12] DILEEP HURRY, ADAM T. MILLER, E. H. BOWMAN. Calls on high-technology: Japanese exploration of venture capital investments in the United States[J]. Strategic Management Journal, 1992, 13(2):85-101.

[13] FLORIDA R, and D. F. SMITH. Venture capital formation, investment, and regional industrialization[J]. Annals of the Association of American Geographers, 1993, 83:434-451.

[14] FRANK K. REILLY, EDGAR A. NORTON. Investment (6th Edition)[M]. Thomson Learning, 2003.

[15] GARRY D. BRUTON, VANCE H. FRIED, SOPHIE MANIGART. Institutional influences on the worldwide expansion of venture capital[J]. Entrepreneurship Theory and Practice,

- 2005, November; 737-760.
- [16] GARRY D. BRUTONA, DAVID AHLSTROM. An institutional view of China's venture capital industry: explaining the differences between China and the West[J]. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18: 233-259.
- [17] GIFFORD SHRON. Limited attention and the role of the venture capitalist[J]. *Journal of Business Venturing*, 1997, 12: 459-482.
- [18] HADI S. ALHORR, CURT B. MOORE G, TYGE PAYNE. The impact of economic integration on cross-border venture capital investments: evidence from the European Union [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2008, September; 897-917.
- [19] HENRY CHEN, PAUL GOMPERS, ANNA KOVNER, JOSH LERNER. Buy local? the geography of venture capital[J]. *Journal of Urban Economics*, 2010, 67: 90-102.
- [20] HENRY PHILLIPS. Venture capital: its new role in developing Africa[J]. *African Affairs*, 2010, 70(281): 395-403.
- [21] JACK H. KNOTT, DIANE MCCARTHY. Policy venture capital: foundations, government partnerships, and child care programs[J]. *Administration & Society*, 2007, 39(3): 319-353.
- [22] JOSH LERNER. Venture capitalists and the oversight of private firms[J]. *The Journal of Finance*, 1995, 50(1): 301-318.
- [23] JUNFU ZHANG. Access to venture capital and the performance of venture-backed start-ups in silicon valley[J]. *Economic Development Quarterly*, 2007, 21(2): 124-147.
- [24] KORTUM S, LERNER J. Assessing the contribution of venture capital to innovation[J]. *RAND Journal of Economics*, 2000, 31(4): 674-692.
- [25] LERNER, J. Venture capitalists and the oversight of private firms[J]. *Journal of Finance*, 1995, 50: 301-318.
- [26] MARTIN R. The growth and geographical anatomy of venture capitalism in the United Kingdom[J]. *Regional Studies*, 1989, 23: 389-403.
- [27] MARTIN KENNEY and DONALD PATTON. Entrepreneurial geographies: support networks in three high-technology industries[J]. *Economic Geography*, 2005, 81(2): 201-228.
- [28] MATTHEW A. ZOOK. Taking risks in regions: the geographical anatomy of Europe's emerging venture capital market[J]. *Journal of Economic Geography*, 2002(2): 151-177.
- [29] MATTHEW A. ZOOK. The geography of the internet industry, venture capital, dot-coms, and local knowledge[M]. Oxford: Blackwell Publishing, 2005.
- [30] NIGEL MEADE. Decision analysis in venture capital[J]. *The Journal of the Operational Research Society*, 1978, 29(1): 43-53.
- [31] PAUL A. GOMPERS. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital[J]. *The Journal of Finance*, 1995, 50(5): 1461-1489.
- [32] RAFIQ DOSSANI. Creating an environment for venture capital in India[J]. *World Development*, 2002, 30(2): 227-253.
- [33] REGINALD G. GOLLEDGE, ROBERT J. STIMSON. Spatial behavior: a geographic perspective [M]. New York, London: The Guilford Press, 1997.
- [34] RICHARD FLORIDA, DONALD F. SMITH, JR. Venture capital formation, investment, and regional industrialization [J]. *Annals of the Association of American Geographers*, 1993, 83(3): 434-451.
- [35] STEVEN N. KAPLAN, PER STRÖMBERG. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts[J]. *The Review of Economic Studies*, 2003, 70(2): 281-315.

(责任编辑:高建平)

## The Research Progress and Prospect on the Spatial Behavior of Venture Capital

Zhang Haiyan<sup>1,3</sup>, Yuan Xinmin<sup>2</sup>, Shen Yufang<sup>3</sup>

(1. Department of Urban and Regional Economy, East China Normal University, Shanghai 200433, China;

2. Rising Sun Engineering School of Management Donghua University, Shanghai 200051, China;

3. Minhang District Party Committee of The Communist Party of China Party School, Shanghai 201100, China)

**Abstract:** Venture Capital is the important element for technical innovation and economic growth. There have some remarkable spatial laws in the progress of its financing, investment and exits. This paper combed the latest research progress and prospect in its spatial location, spatial decision and spatial effect in the world. In this paper, we also put forward some advice to the research on the spatial behavior of venture capital in China.

**Key Words:** Venture Capital; Spatial Behavior; Research Progress