

# 风险投资基金管理者背景特征对基金表现的影响研究

王丹<sup>1</sup> 张慕松<sup>1</sup> 高皓<sup>2</sup>

(1. 对外经济贸易大学国际商学院, 北京 100029;

2. 清华大学五道口金融学院, 北京 100083)

**摘要:** 本文以 2007—2011 年期间成立的风险投资基金为研究对象, 实证检验了基金管理机构的执行事务合伙人工作背景对基金表现的影响。本文发现基金管理者的政府工作经历、金融行业相关工作经历及其他 VC 或资产管理类公司的从业经历会对项目退出比例产生正向影响, 但只有政府工作经历才能显著提升项目的 IPO 比例; 在进一步区分上市地点后发现, 金融领域的工作经验会对投资项目海外上市提供帮助, 这综合说明了风险投资基金管理人不同工作背景对项目退出可能发挥的帮助作用。此外, 本文还将风险投资基金按照是否有政府引导资金参与进行分类, 发现政府工作背景对普通民营基金业绩表现的影响更大, 而金融从业经历对两类基金的退出表现均有显著正向影响。

**关键词:** 风险投资; 基金管理机构; 管理者; 工作背景

DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2023.03.002

## 引言

诸如风险投资基金、投资银行等这类金融中介的核心作用是帮助市场降低信息不对称, 这其中个人资源与能力在提升金融中介机构有效性过程中发挥了怎样的作用呢? 这一问题值得业界和学术界共同探讨。风险投资(venture capital, VC)的本质是基金管理公司从投资者处通过非公开募集的形式组建风险投资基金, 并投资于一些具有高风险、高潜在回报的初创或成长期公司, 除了资金注入外还会用自身经验和资源对被投资企业提供一系列监督治理和增值服务, 最后通过从被投资企业退出将增值收益回馈给投资者。Gompers 等<sup>[1]</sup>指出, 在风险投资产业链中, 基金管理公司成为了沟通资金来源、掌控投资去向和负责资金增值的关键环节, 而基金管理公司的实际管理者则是具体投资、增值和退出活动的执行者, 他们的经验与资源实际上是基金管理公司的核心。

作为促进国家科技创新和经济发展的重要金融市场力量, 风险投资不仅为投资人带来了可观的回报, 也为社会创造了巨大的价值。随着我国风险投资基金的运作模式日益规范、退出机制逐渐成熟<sup>①</sup>, 中国已成为备受风险资金追捧的新兴投资市场, 因此, 如何在中国背景下识别更具潜力的风险投资者、组建起有效运作的风险投资基金, 成为我国风险投资事业发展的关键。目前, 我国大部分独立运作的风险投资基金(IVC)主要以有限合伙制形式存在, 有限合伙人(limited partner, LP)为主要出资者, 基于出资份额享受收益并对基金承担有限责任; 普通合伙人(general partner, GP)为主要管理者, 获取管理费和分成收益并对基金承担无限责任。根据有限合伙企业法的规定, 普通合伙人可以由非国有法人、自然人或有限合伙企业担任, 职业投资人或者直接负责投融资事务的基金管理公司执行事务合伙人也就成为实际影响被投资企业退出情况和基金整体表现的关键人物<sup>②</sup>。

关于企业管理者的背景经历研究大多分为任职经历与个人经历, 其中任职经历聚焦于管理者政治背景、金融背景以及经验背景。但基金管理机构的背景对风险投资基金投资项目退出和业绩表现的影响还鲜有学者研究。本文通过访谈与阅读相关报道发现, 在大部分风险投资基金日常经营和决策中占有绝对话语权和威望的往往是执行事务合伙人, 他们大多是基金创始人之一, 并通过担任投资决策委员会委员以保证决

收稿日期: 2021-03-01

基金项目: 国家自然科学基金青年项目(71902031); 对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项基金项目(CXTD13-01)。

作者简介: 王丹, 对外经济贸易大学国际商学院副教授, 硕士生导师, 博士; 张慕松, 对外经济贸易大学国际商学院博士研究生; 高皓(通讯作者), 清华大学五道口金融学院全球家族企业研究中心主任, 博士。

①2007年6月我国修订了《合伙企业法》, 正式确立了有限合伙制创业投资基金的合法地位。2009年创业板开闸, 中国证券监督管理委员会允许有限合伙制企业开设证券账号, 为创业投资项目以IPO形式退出铺平了道路。

②本研究团队通过访谈和深入了解发现, 风险投资项目在投资决策委员会审核前需由事务执行合伙人进行初步筛选, 投资决策委员会往往不会针对事务执行合伙人通过的项目进行驳回, 证实了执行事务合伙人对于基金的关键作用。

策理念的一致性<sup>③</sup>,对基金的影响堪比公司首席执行官。因此,本文手工搜集和整理了 2007 年 1 月 1 日—2011 年 12 月 31 日之间成立的所有有限合伙制基金的投资项目和退出记录,以及普通合伙人<sup>④</sup>的工作经历信息,发现基金管理者的政治背景、金融背景以及投资背景对基金投资表现均有不同程度的促进作用。其中管理者政府从业经历会提升基金投资项目的 IPO 退出比例,而投行、券商、保险等金融机构的工作经历也会提升基金投资项目的退出比例,尤其是通过海外 IPO 退出的比例。在国资主导的基金中,管理者的政府从业经历对基金业绩表现的影响不显著,但是管理者的金融类专业背景会显著提升基金业绩表现。本文还研究了管理者高校任职以及与项目相关的行业从业经历对基金业绩的影响,未发现显著作用。

本文在理论方面补充了有关风险投资基金管理者个人特征方面的研究文献,并区分了不同类型的基金管理者经历可能产生的影响以及影响基金运作效率的潜在机制,进而提供了在不同组织和情境下管理者个人背景会对管理绩效产生影响的证据;在实务方面,本文提出了基金管理者个人工作经历可能是影响基金运作效率的一个因素,并补充了风险投资基金领域中如何提升基金管理机构运作效率方面的研究,为在中国情境下有效组建风险投资基金提供了启示;同时,本文发现从业者的政治背景对金融中介机构赢得资本市场机会起到辅助作用,监管机构应当引导投资团队披露相关信息,为市场参与者提供公平的竞争机会,促进风险投资行业健康发展。

## 文献综述与研究假设

### 1、基金管理者的政治背景与基金表现

在风险投资基金领域中,针对政治背景的研究大多集中于风险投资基金的产权性质对于基金表现的影响。大量研究发现,国有背景风险投资与各级政府之间的联系会为其投资带来影响,例如国有背景的风险投资可以提升创业公司投资回报<sup>[2,3]</sup>,在企业发展后期进入的国有风险投资机构会享有更低的投资成本<sup>[4]</sup>等;同时,由于政府主导的风险投资基金往往需要承担相应的政治任务,因此在基金退出和专利申请方面的表现不如民营基金或外资基金<sup>[5]</sup>。除产权性质外,Ding 等<sup>[6]</sup>还研究了我国 IPO 市场上较常见的“突击入股(last minute deals)”现象,排除这一举动带来的诸如资金支持、选择和鉴证以及协助管理等可能作用外,发现“政治寻租”是这类交易发生的主要目的,即“突击入股”的私募基金能帮助公司降低后续 IPO 审查被否决的概率,帮助公司打破行政审批约束。

而针对基金管理者个人的政治关联与基金表现的联系鲜少有人研究,但在非金融类上市公司有关研究中,大量学者从资源价值视角出发,分析了企业管理层的政治关联对企业行为表现的影响<sup>[7,8]</sup>。早期研究提出,可以将政治关联视作企业的一种资源<sup>[9]</sup>。在美国,参议员的死亡会导致与其关联的公司股价下跌,同时会导致与竞争对手关联的公司股价上升<sup>[10]</sup>,进而强调企业的政治关联会为企业带来明显的政策性好处。在以中国为代表的转型经济国家中,企业往往采用声誉、人际关系、关联背景等非正式渠道来弥补金融体系和法律制度不完善带来的影响<sup>[11]</sup>。研究发现,管理层政治关联可以提升企业银行贷款时信贷优惠,使得企业更容易获得政策支持,减轻融资压力<sup>[12-14]</sup>;罗党论和刘晓龙<sup>[15]</sup>发现,在我国,拥有政治关系的民营企业更容易进入高壁垒政府管制行业并提升业绩;同时,有研究发现,管理层会将政治背景作为构筑职位壕沟的资本,弱化公司治理对高管应有的监管和约束机制,从而遏制企业治理效率的提升<sup>[16]</sup>;夏立军等<sup>[17]</sup>指出,企业管理层的政治关联能够帮助企业打破地方政治保护,帮助企业实现异地投资;罗劲博和李小荣<sup>[18]</sup>则强调企业高管在行业协会任职经历使公司获得了较多政府补助、银行贷款和较低的税收负担,体现出“资源汲取”效应;同时,高管的政治关联会帮助企业获取企业外部资源(例如政治关系赞助人和 PE 投资者等),提升公司 IPO 成功率<sup>[19]</sup>。

因此本文参考上市公司管理层政治背景对于企业行为表现的作用机制,并基于以往学者衡量风险投资基金表现的常用指标,即退出比例和上市比例<sup>[1,20]</sup>,认为基金管理者的政治背景可能对基金整体表现产生如下影响:第一,由于我国大部分资本市场资源仍受到政府管控和调配,具有政治背景的基金管理者将更熟悉我国资本市场政策,对各类退出渠道开放时机、核准机制及相关要求的把握更为准确,这将有利于基金预先布局、

<sup>③</sup>例如,红杉资本中国基金刚刚成立时,便赋予了其创始及执行合伙人沈南鹏完全的自由决策权,红杉成功投资美团、字节跳动、拼多多很大程度得益于此;天图投资管理合伙人王永华、鼎晖投资六位创始合伙人以及启明投资初始管理合伙人邝子平均同时在投资决策委员会担任重要职务。

<sup>④</sup>如果基金普通合伙人是个人,则为该人工作经历信息;如果基金普通合伙人为资产管理机构,则为执行事务合伙人或管理机构董事长(或总经理、法人)个人信息。

精准推动投资项目通过多种途径实现退出,进而提升基金整体的退出比例。第二,从IPO退出来看,我国现阶段IPO仍由中国证券监督管理委员会发行审核委员会核准审批,面临较为严格的政府监管<sup>[7]</sup>,执行事务合伙人的政治关联使其更了解政府的政策导向,更熟悉政府的管制规则,帮助准备的IPO申报材料更迎合发行审核委员会的审核要求<sup>[21]</sup>;此外,有研究显示,目前施行的核准制、保荐制并未改善公司盈余质量,发行审核委员会委员在审核IPO申请时并非“铁面无私”<sup>[22]</sup>,因此有政治关联的执行事务合伙人甚至可能凭借其建立的关系游说发行审核委员会,影响发行审核委员会的审核决策,提高被投资企业过会成功率<sup>[21,23]</sup>。本文据此提出:

假设1:基金管理者的政治背景与基金退出比例及IPO比例正相关。

## 2、基金管理者的金融背景与基金表现

风险投资基金或非金融公司通过聘请拥有金融背景(如银行、证券、信托、保险、基金)的人员担任管理者,从而与金融机构形成金融关联<sup>[24]</sup>。在风险投资基金研究领域,对于基金管理者的金融背景关注较少,但关于企业管理层的金融背景对于企业行为的影响已有较为广泛的理论研究。Allen等<sup>[11]</sup>提出中国的声誉和关系机制是对金融与法律体制不完善的补充,国内学者邓建平和曾勇<sup>[24]</sup>进一步指明企业金融关联正是Allen等<sup>[11]</sup>所提出的声誉与关系的重要组成部分。Burak等<sup>[25]</sup>发现商业银行家加入公司董事会有助于公司外部银行融资,而投资银行家加入公司董事会可以令公司获得更大规模的债券融资。企业通过聘请具有银行背景的董事或高管,可以为企业提供银行债务市场专业知识,显著扩大企业的债务规模<sup>[26]</sup>,同时减轻企业与银行严重的信息不对称,进而降低企业融资成本,缓解企业的融资约束<sup>[24,27-29]</sup>。

本文参考企业管理层金融关联对于企业行为表现的作用机制,认为风险投资基金执行事务合伙人的金融背景主要通过以下方面影响基金表现:首先,拥有金融背景的执行事务合伙人可以与金融机构建立紧密的关系网络,可以凭借在职期间积累的大量人脉与社会资源<sup>[24]</sup>,为被投资企业提供更多的咨询服务和专业指导<sup>[30,31]</sup>,例如,吸引更为知名的审计师和承销商来提高IPO准备效率,同时降低被投资企业上市成本<sup>[32]</sup>;其次,金融关联是一种声誉和隐性的担保机制,能够增强被投资企业信用与声誉<sup>[24]</sup>。拥有金融背景的基金管理者往往在行业中有一定的地位和影响,所以企业被拥有金融背景的基金管理者选中会向并购方与市场释放一种正向的信号,使得被投资企业在并购过程中更受关注并且更容易获得溢价估值,实现较快的退出并获得较高的退出收益。据此,本文提出:

假设2:基金管理者的金融背景与基金退出比例及IPO比例正相关。

## 3、基金管理者的投资背景与基金表现

基金管理者在加入现风险投资基金公司工作前,在风险投资公司或资产管理公司等投资公司工作的职能背景即为基金管理者的投资背景,与金融背景强调声誉和关系网不同,投资背景更偏向于技能与经验的积累。Sørensen<sup>[33]</sup>检验了VC的经验对被投企业上市的影响,结果显示VC的经验越丰富,被投企业成功上市的概率越高;Bottazzi等<sup>[34]</sup>利用手工收集的欧洲风险投资交易样本,实证检验了风险投资人力资本对被投企业的影响,发现风险投资公司的合伙人若有先前业务经验,会更积极地参与被投企业的经理和董事招聘,帮助企业筹集资金,并与被投资企业互动更频繁。从风险投资机构整体具体到实际执行者自身经验层面的研究还相对较少,但目前研究普遍认为上市企业管理层曾经的职能经验(企业主要管理职能方面的经验)会对企业的行为产生影响,例如Keeley和Roure<sup>[35]</sup>发现管理人员的职能经验与新企业成长呈正相关。同时企业的成功所依赖的投资者和其他行动者也可以利用他们的职能经验来评价企业的潜力<sup>[36]</sup>,那么执行事务合伙人的相关投资背景是否能为合伙人积累投资经验,进而对于基金表现产生一定影响呢?已有研究发现,既往的工作经历会影响管理者的知识、观念和工作取向<sup>[37]</sup>,因此基金执行事务合伙人积累的投资经验与知识令其熟悉基金退出运作方式,更有效率地帮助投资企业达成IPO。同时,管理者经验背景主要反映基金管理层对行业中机会、威胁、竞争和技术方面的管理认知<sup>[38]</sup>,因此后续也能够把握行业发展趋势<sup>[39]</sup>,为被投资企业的长期发展战略提出规划建议,使得项目实现更高的退出收益。据此,本文提出:

假设3:基金管理者的投资背景与基金退出比例及IPO比例正相关。

## 数据来源和样本分布

我国私募通数据库提供了较为完整的风险投资基金信息,包括基金管理机构、总部所在地、成立时间、规模和投资及退出事件等。鉴于自我国2007年修订《有限合伙企业法》正式确定有限合伙制风险投资基金的合法地位以后,我国风险投资基金领域的组织和运作模式才逐渐得以规范,基金数量开始逐年递增,而在研究

截止时点需要至少留出 5 年的时间<sup>⑤</sup>观测样本基金的投资和退出事件,因此本文通过私募通搜集了数据库内记载的在 2007 年 1 月 1 日—2011 年 12 月 31 日期间成立的所有有限合伙制基金共 1443 个,剔除基金基本信息不完整或没有任何投资记录的样本,还剩下 974 个有限合伙基金样本,总体样本分布如表 1 所示。可以看出,每年新成立的基金个数在逐渐递增,基金规模也呈现逐年扩大的趋势,唯一出现例外的是在 2009 年创业板开闸后,2010 年新成立基金个数骤升,且许多基金规模相对较小。总体样本中的基金平均规模大约是 4.72 亿元,同时基金所在地也由最初高度集中于北京、上海、深圳开始逐渐向其他地区拓展<sup>⑥</sup>。

表 1 2007—2011 年新成立基金的基本信息

年份	新成立基金 个数	基金规模 (单位:百万元)	地点分布 (北京、上海、深圳基金比例/%)
2007	33	239.06	81.82
2008	57	374.95	64.91
2009	78	436.61	60.26
2010	262	391.39	53.44
2011	544	540.94	48.71
合计/平均	974	472.45	53.1

注:最后一行统计数据中,新成立基金个数为合计数,基金规模及地点分布为平均数。

此外,私募通公布了每个基金投资和退出事件的时间、项目名称、轮次、金额等信息,但由于部分基金投资事件的具体时间或地点信息缺失,或者退出记录与投资记录不能完全匹配,使得无法对基金的投资和退出行为进行准确识别,因此本文将样本删选至 639 个。然后根据私募通公布的基金管理机构名称,在中国证券投资基金业协会公示平台(<http://gs.amac.org.cn>)上查找相应管理机构执行事务合伙人信息,根据网站公布的基金管理机构执行事务合伙人工作经历,对其工作经历中包含的信息进行识别,同时通过网络搜索的信息对其性别进行判断。由于该网站是受到证券投资基金业协会指导、同时接受公众监督的非营利性网站,因此其所披露的信息具有一定可信度。本文最终识别出了 325 个完整的基金样本,整个样本筛选过程如表 2 所示。

表 2 样本筛选过程

处理步骤	基金表现及基金管理机构数据样本	删除值	观测值
1	2007 年 1 月 1 日—2011 年 12 月 31 日之间成立的所有有限合伙制基金(私募通数据库)	—	1443
2	剔除:非人民币基金,或者不披露基金规模、注册地、管理机构等基本信息	193	1250
3	剔除:有基金基本信息,但没有任何投资事件记录的基金数据	276	974
4	剔除:有基本投资和退出记录,但投资事件不能明确匹配或信息缺失等异常数据	335	639
5	剔除:无法匹配基金管理机构管理者数据(中国证券投资基金业协会公示平台原始数据)	237	402
6	剔除:未披露履历数据或无法匹配性别信息(中国证券投资基金业协会公示平台原始数据和网络搜索资料均无法匹配)	77	325

## 研究设计与描述性统计

Hochberg 等<sup>[20]</sup>在研究风险投资基金联合投资网络对其业绩表现的影响时,用基金通过并购或 IPO 退出的项目比例作为衡量基金业绩的指标;Gompers 等<sup>[1]</sup>认为,虽然项目被收购也是一种成功退出的方式,但 IPO 却被业界及学术界一致认为是衡量基金成功与否的关键指标。因此,参照这两篇文献的做法,本文选取基金退出比例(*Fund\_ExitRatio*)和上市比例(*Fund\_IPORatio*)作为衡量基金业绩的主要指标。

在基金管理者背景指标方面,本文通过整理基金管理机构的执行事务合伙人工作经历,从中筛选出政府工作经历、金融机构工作经历以及其他风险投资基金或资产管理公司工作经历,分别构建了政治背景、金融背

<sup>⑤</sup>中国的风险投资基金一般存续时间为 5~7 年。

<sup>⑥</sup>这一数据分布一定程度上可能会受到私募通数据库本身收录上的选择偏差影响,但总体而言符合业界认知。据 2012 年安永针对全球私募股权基金的一项调查统计报告显示,2011 年其调查的 382 个新成立的中国基金总共筹集了将近 282 亿美元,其中达到 1 亿美元规模以上的基金数目不到 20 个。

景和投资背景三个虚拟变量指标,用以分析不同的工作经历会对最终的基金业绩表现产生怎样的影响。此外,由于项目筛选过程一定程度上影响了项目本身的质量,并最终可能会对基金收益产生影响,本文构建了衡量基金投资速度的指标控制项目筛选可能会造成的影响<sup>⑦</sup>;而项目与基金管理机构的距离直接影响了基金管理机构对被投资项目进行监督治理的难易程度<sup>[40,41]</sup>,并且会进一步影响项目退出的概率,因此本文基于每个项目与基金管理机构总部(或者距离最近的投资办公室)地点之间的距离,构建了基金项目平均投资距离远近的指标,对可能的监督治理作用进行控制。最后,本文还控制了基金本身的特点,包括规模、地点、是否有国资背景,以及管理机构层面的一些其他指标,包括管理机构声誉排名、执行事务合伙人性别以及管理机构经验等,具体的变量定义和计算方法如表3所示。

表3 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
因变量		
投资项目退出比例	<i>Fund_ExitRatio</i>	投资项目退出比例 = $\frac{\text{成功通过 IPO、并购或公司回购方式退出的项目个数} (Fund\_ExtNum)}{\text{全部投资的项目个数} (Fund\_InvNum)}$
投资项目 IPO 比例	<i>Fund_IPORatio</i>	投资项目 IPO 比例 = $\frac{\text{成功通过 IPO 方式退出的项目个数} (Fund\_IPONum)}{\text{全部投资的项目个数}}$
自变量		
政治背景	<i>GP_GovBG</i>	基金管理机构的执行事务合伙人是否具有政治背景,有政治背景则赋值为 1,否则赋值为 0。具有政治背景具体指曾在各级政府、政策性银行(如中国人民银行)等政府、事业单位工作
金融背景	<i>GP_FinBG</i>	基金管理机构的执行事务合伙人是否具有金融背景,有金融背景则赋值为 1,否则赋值为 0。具有金融背景具体指在加入现风险投资基金公司前,在投行、券商、保险、投资公司或资本集团等金融机构工作
投资背景	<i>GP_VCBG</i>	基金管理机构的执行事务合伙人是否具有投资背景,有投资背景则赋值为 1,否则赋值为 0。具有投资背景具体指在加入现风险投资基金公司前,在风险投资公司、资产管理公司等投资公司工作
控制变量		
基金规模	<i>Fund_Size</i>	基金设立之时的目标募集资金规模
基金地点	<i>Fund_Location</i>	基金总部地址,若总部地址在北京、上海或深圳三地,则赋值为 1;否则赋值为 0
基金国资背景	<i>Fund_GovOwn</i>	基金是否有国资背景,有国资背景,则赋值为 1,否则赋值为 0。私募通披露了基金是否具有国资背景信息,本文也逐一确认增补了基金中是否包含各级政府、国有企业及事业单位等参与设立的基金及其他国资参股基金信息
投资速度	<i>Fund_InvSpeed</i>	基金投资速度 = $\ln(\text{项目投资时间} - \text{基金成立时间} + 1)$ ,若速度快于全样本平均速度,即数值上小于平均投资速度,则赋值为 1;否则赋值为 0 其中,平均速度 = $\ln\left[\sum\left(\frac{\text{各个项目投资时间} - \text{基金成立时间}}{\text{项目个数}}\right)\right]$
投资距离	<i>Fund_InvDistc</i>	基金投资距离 = $\ln(1 + \text{地理距离})$ ,距离大于全样本平均投资距离则赋值为 1;否则赋值为 0。其中,地理距离 = $3963 \times \arccos[\sin(\text{Lat1}) \times \sin(\text{Lat2}) + \cos(\text{Lat1}) \times \cos(\text{Lat2}) \times \cos(\text{Long2} - \text{Long1})]$ ,其中 Lat1、Long1 是基金总部(或者距离项目最近的投资办公室)所在城市的经纬度,Lat2、Long2 是投资项目所在城市的经纬度
管理者性别	<i>GP_Gender</i>	基金管理机构执行事务合伙人性别,女性赋值 1,男性赋值 0
基金管理机构声誉排名	<i>GP_Reputation</i>	根据 2007 年度至 2012 年度《清科集团-中国创业投资暨私募股权投资年度排名》披露的创业投资机构 50 强名单,在前 50 强以内的基金公司赋值为 1,否则赋值为 0
基金管理机构经验	<i>GP_Experience</i>	在该管理机构管理下所有基金所投资的项目总数,取自然对数

基于上述变量界定对样本进行描述性统计,结果如表4所示。在基金投资表现上,可以看到每只基金投资的项目个数平均在 5.2 个,但是不同基金之间投资项目个数的差别很大。这与风险投资行业现状相符,一般而言,基金投资策略分为两类:一种是选“赛道”,即看好目标领域然后采取“扫射”打法,在同领域内投资十

⑦本文认为基金从成立到进行第一次投资的时间间隔,反映了风险投资基金对于被投资企业的了解深度及对递交材料的筛选力度。若这一间隔过短,则有 VC 突击入股赚取高额收益的可能性。Ding 等<sup>[6]</sup>通过研究指出,中国市场上超过 1/3 的企业都受到过风险投资的“突击入股”,且介入期间集中在 pre-IPO 前两年左右,而相较于没有 VC 突击入股的企业而言,有 VC 突击入股的企业通过 IPO 的概率显著提高。由此,本文认为基金的投资速度是能够影响到基金业绩的,因此构建了衡量基金投资速度的指标控制项目筛选可能会造成的影响。

几家甚至几十家初创公司,用最终存活下来的公司带来的巨额收益填补其余项目上的损失,这是大型基金比较常用的投资策略;另一种是“狙击”打法,这类基金往往规模相对较小,更看重项目或团队本身的质量,倾向于在一段时间内有针对性地投资几个项目。整体而言,样本基金投资项目的平均退出比例为 34.5%,平均 IPO 比例为 13.5%,退出比例与 Hochberg 等<sup>[20]</sup>针对美国 3469 个风险投资基金的统计结果类似(美国风险投资基金退出比例均值为 34.2%),但 IPO 比例稍低(美国的 IPO 比例均值为 20.7%),原因可能在于中国的 IPO 市场仍处于政府管制状态,上市门槛较高,相对而言国内基金更加依赖并购方式退出。投资速度的原始数据显示,每个基金第一个投资项目距离基金成立时间平均有 387 天(中值 337 天),小于 Hochberg 等<sup>[20]</sup>统计的美国风险投资基金平均投资速度(均值 1701 天,中值 486 天),可能原因是中国基金的存续期限普遍为 5~7 年,低于美国一般基金 10 年的存续期<sup>[42]</sup>。

在风险投资基金管理机构的执行事务合伙人工作背景方面,数据显示,有 20.3%的管理者有政府相关工作背景,远远低于张琛<sup>[43]</sup>研究中观察到的有 48%的民营 A 股上市公司董事长或总经理具有政府背景,可能的原因是风险投资基金是一个专业技能要求较高且相对新兴的行业,因此体制内人员流向该行业的比例还相对较低,目前行业内大部分从业人员都来自金融相关行业。数据显示,样本中 82.8%的管理者有券商、保险、银行等其他金融机构相关的从业背景,61.9%的基金管理者在加入样本基金以前有在其他基金或其他资产管理公司的从业经历<sup>⑧</sup>。而 A 股上市公司中,仅有 2.6%的董事长具有本公司以外的金融、会计或基金管理类的从业经验<sup>[44]</sup>。

此外,本文还统计了有关基金管理机构层面或基金本身的其他控制变量,可以看出,样本中有大约 30.2%的基金管理机构都上榜过清科集团每年公布的创业投资机构 50 强名单,每个管理机构管理的所有其他基金投资项目数量均值达到 36 个(根据 *GP\_Experience* 均值 2.639 计算),且管理机构执行事务合伙人中有 12.6%是女性,高于 A 股上市公司董事长中仅 4%的女性比例<sup>[44]</sup>。另外,回归样本的基金规模均值为 4.12 亿元(根据 *Fund\_Size* 均值 9.895 计算),中值为 2 亿元,将近 60%的基金位于北京、上海和深圳,17.1%的基金具有国资背景。

表 4 描述性统计

变量名称	变量符号	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
投资行为	<i>Fund_InvNum</i>	325	5.182	6.986	1.000	68.000
	<i>Fund_InvSpeed</i>	325	0.517	0.500	0.000	1.000
	<i>Fund_InvDistc</i>	325	0.501	0.501	0.000	1.000
退出表现	<i>Fund_ExtNum</i>	325	1.603	2.420	0.000	17.000
	<i>Fund_IPONum</i>	325	0.631	1.178	0.000	11.000
	<i>Fund_ExitRatio</i>	325	0.345	0.363	0.000	1.000
基金管理机构执行事务合伙人工作背景	<i>Fund_IPORatio</i>	325	0.135	0.249	0.000	1.000
	<i>GP_GovBG</i>	325	0.203	0.403	0.000	1.000
	<i>GP_FinBG</i>	325	0.828	0.378	0.000	1.000
	<i>GP_VCBG</i>	325	0.619	0.486	0.000	1.000
基金及管理机构层面控制变量	<i>GP_Reputation</i>	325	0.302	0.459	0.000	1.000
	<i>GP_Gender</i>	325	0.126	0.333	0.000	1.000
	<i>GP_Experience</i>	325	2.639	1.465	0.000	5.497
	<i>Fund_Size</i>	325	9.895	1.139	6.908	13.305
	<i>Fund_Location</i>	325	0.597	0.491	0.000	1.000
	<i>Fund_GovOwn</i>	325	0.171	0.376	0.000	1.000

## 实证结果与分析

### 1、基金管理者背景与项目退出比例

本文首先研究了基金管理机构执行事务合伙人工作背景与基金退出表现的关系,检验如式(1)中的模型。由于不同时间段内市场上的创业氛围差异较大,因此不同年份成立的基金项目筛选基础不同。为了控制不同年份宏观市场环境不同对基金表现可能产生的影响,本文在回归过程中控制了基金成立年份固定效应,在不同基金维度聚类,并控制异方差影响,结果如表 5 所示。

⑧由于每个人可能有多种工作经历,所以这三个比例的和大于 100%。

$$Fund\_ExitRatio = \beta_1 \times GP\_GovBG + \beta_2 \times GP\_FinBG + \beta_3 \times GP\_VCBG + ControlVariables_i + \beta_0 + \varepsilon \quad (1)$$

如上文所述,本文先将政治背景、金融背景和投资背景三个变量分别单独进行回归,发现这三类工作经历都与基金的退出比例正相关。将三者统一放入回归结果中,依然发现基金管理者政府背景和金融背景能帮助基金获得更好的退出比例。同时发现女性基金管理者能够获得相对更好的退出表现,而基金管理机构声誉排名以及管理的其他基金项目投资经验对退出表现没有显著解释力度。

表5 基金管理者背景与项目总体退出比例

变量	(1) <i>Fund_ExitRatio</i>	(2) <i>Fund_ExitRatio</i>	(3) <i>Fund_ExitRatio</i>	(4) <i>Fund_ExitRatio</i>
<i>GP_GovBG</i>	0.113** (0.055)			0.107** (0.053)
<i>GP_FinBG</i>		0.195*** (0.042)		0.185*** (0.059)
<i>GP_VCBG</i>			0.095** (0.040)	0.009 (0.054)
<i>GP_Reputation</i>	0.055 (0.048)	0.045 (0.046)	0.042 (0.050)	0.037 (0.049)
<i>GP_Gender</i>	0.107* (0.063)	0.106* (0.062)	0.109* (0.062)	0.108* (0.063)
<i>GP_Experience</i>	0.016 (0.013)	0.008 (0.013)	0.018 (0.013)	0.012 (0.013)
<i>Fund_Size</i>	-0.044** (0.018)	-0.044** (0.018)	-0.042** (0.018)	-0.047** (0.018)
<i>Fund_Location</i>	-0.016 (0.042)	-0.024 (0.041)	-0.023 (0.042)	-0.020 (0.041)
<i>Fund_GovOwn</i>	0.013 (0.065)	0.054 (0.059)	0.069 (0.059)	0.011 (0.063)
<i>Fund_InvSpeed</i>	0.069* (0.038)	0.053 (0.038)	0.063 (0.038)	0.055 (0.037)
<i>Fund_InvDistc</i>	0.065 (0.040)	0.053 (0.039)	0.054 (0.040)	0.055 (0.040)
<i>Constant</i>	0.998*** (0.194)	0.864*** (0.195)	0.945*** (0.198)	0.874*** (0.194)
<i>Vintage Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.093	0.121	0.095	0.128
<i>No. of Obs</i>	325	325	325	325

注:\*\*\* $p < 0.001$ , \*\* $p < 0.01$ , \* $p < 0.05$ 。下同。

## 2、基金管理者背景与项目 IPO 比例

IPO 被风险投资业界及学术界一致认为是衡量基金成功与否的关键指标<sup>[1]</sup>,因此本文用投资项目最后的上市比例衡量基金表现,检验如式(2)中的模型。

$$Fund\_IPORatio = \beta_1 \times GP\_GovBG + \beta_2 \times GP\_FinBG + \beta_3 \times GP\_VCBG + ControlVariables_i + \beta_0 + \varepsilon \quad (2)$$

表6的结果显示,无论是单独还是合并分析,基金管理机构执行事务合伙人的政府背景都能显著提升最终的IPO比例,但金融背景或投资背景对IPO比例无显著影响。

从表5和表6的结果可以看出,无论从退出比例还是IPO比例来看,规模较大的基金并没有退出优势,而投资速度相对较快的基金最终IPO比例相对越高。这些证据综合表明,与Ding等<sup>[6]</sup>对中国上市公司“突击入股”现象的研究一致,我国的VC市场存在一些获取上市前“突击入股”机会的中小基金,在中国存在审批管制的IPO市场,政治关联可能是这类基金获取收益的筹码。此外,政府主导的风险投资基金IPO比例不高,甚至显著更低,这也与之前学者对政府基金的分析结果相符,政府引导基金可能并不完全是利益主导的,而是承担了一些政治方面的功能,比如为当地引入配套资金和吸引人才等,所以政府引导基金在退出表现上不如普通民营风险投资基金管理机构(private VC firms, PVCs)和外资风险投资基金管理机构(foreign VC firm, FVCs),在申请专利数量上不如PVCs<sup>[5]</sup>。

表 6 基金管理者背景与项目 IPO 比例

变量	(1) <i>Fund_IPORatio</i>	(2) <i>Fund_IPORatio</i>	(3) <i>Fund_IPORatio</i>	(4) <i>Fund_IPORatio</i>
<i>GP_GovBG</i>	0.069** (0.028)			0.073** (0.028)
<i>GP_FinBG</i>		0.037 (0.031)		0.001 (0.039)
<i>GP_VCBG</i>			0.041 (0.027)	0.044 (0.034)
<i>GP_Reputation</i>	0.001 (0.031)	0.003 (0.032)	-0.003 (0.032)	-0.009 (0.032)
<i>GP_Gender</i>	-0.041 (0.033)	-0.042 (0.033)	-0.040 (0.032)	-0.039 (0.032)
<i>GP_Experience</i>	0.013 (0.009)	0.010 (0.009)	0.013 (0.009)	0.015 (0.010)
<i>Fund_Size</i>	-0.022* (0.012)	-0.021* (0.012)	-0.021* (0.012)	-0.023** (0.012)
<i>Fund_Location</i>	0.021 (0.028)	0.018 (0.029)	0.017 (0.029)	0.020 (0.028)
<i>Fund_GovOwn</i>	-0.076** (0.033)	-0.049 (0.035)	-0.044 (0.034)	-0.073** (0.033)
<i>Fund_InvSpeed</i>	0.089*** (0.026)	0.086*** (0.026)	0.086*** (0.026)	0.087*** (0.025)
<i>Fund_InvDistc</i>	0.013 (0.027)	0.010 (0.027)	0.008 (0.027)	0.010 (0.027)
<i>Constant</i>	0.328** (0.136)	0.299** (0.138)	0.304** (0.139)	0.307** (0.139)
<i>Vintage Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.108	0.100	0.103	0.109
<i>No. of Obs</i>	325	325	325	325

由表 5、表 6 看出,风险投资基金管理者的政治背景会对基金退出比例和 IPO 比例有着显著提升,很大原因在于中国 A 股市场项目上市目前仍然实行核准制,流程受到中国证券监督管理委员会的审批和控制,因此拥有政府工作背景的管理者会更容易利用关系网络或与政府沟通经验在项目上市审核的各个环节上给予帮助。因此,本文认为,在美国、中国香港等实行注册制的海外证券市场,基金管理者政府背景所能发挥的作用应当较为有限。

为了进一步检验以上观点,本文对每个项目的 IPO 地点进行分类,识别出在中国香港、美国及其他海外资本市场 IPO 的项目,并重新计算了 325 个样本基金的海外 IPO 退出表现。由于本文的样本主要针对中国本土人民币基金,因此样本中海外上市项目数量较少,且全都集中在中国香港和美国证券市场,平均而言,每个基金海外 IPO 数量是 0.05 个(中值为 0),海外 IPO 比例的平均值是 0.78%(中值为 0)。表 7 以基金海外 IPO 比例(*Fund\_OversealPORatio*)为因变量重新检验基金管理者不同职业背景的作用,可以看出政府背景对海外 IPO 表现的影响不显著,甚至呈微弱负相关;管理者的投资背景对于基金海外 IPO 比例有促进作用,而影响并不显著;但管理者的金融机构从业经历对基金海外 IPO 退出表现起到了正向影响。由于在注册制证券发行过程中,中国证券监督管理委员会等行政力量被弱化,承销商等中介机构负责合规要求及承担最终发行风险,在这种制度下,发行过程中的金融市场专业能力更为重要,而 VC 的金融领域背景可以帮助初创企业推进海外上市计划、寻找优质的承销商中介等,因此管理者的金融领域工作经历有利于提升基金海外 IPO 比例。同时,投资速度对海外 IPO 比例的影响呈现出与表 6 中完全相反的相关关系,说明在这类获得海外 IPO 退出机会的基金中,较少出现 IPO 前突击入股情况,更多是经过相对审慎选择后寻找到的投资机会。

### 3、基金管理者背景与退出表现的进一步分析

由表 5、表 6 可知,政府背景和金融背景对于基金表现均起到正向作用,本文在此基础上将所有的基金样



本区分为政府主导的风险投资基金及普通民营风险投资基金进行进一步分析。在表8中,可以发现管理者的政府工作背景在普通民营风险投资基金中的作用更强,而在政府主导的基金样本中作用不显著,这一方面可能是由于政府引导基金中半数以上管理者(53.1%)均具备政府从业经历,不同基金间的差异不大;另一方面可能由于这类基金已经具备政府联系,因此管理者擅长处理政府关系及疏通行政流程并不会带来区别性收益。而民营基金雇佣的管理者具备政府从业经历的比例较低(13.2%),政府联系为这类基金带来的退出优势较为明显。

表7 基金管理者背景与项目海外IPO比例

变量	(1) <i>Fund_Oversea</i> <i>IPORatio</i>	(2) <i>Fund_Oversea</i> <i>IPORatio</i>	(3) <i>Fund_Oversea</i> <i>IPORatio</i>	(4) <i>Fund_Oversea</i> <i>IPORatio</i>
<i>GP_GovBG</i>	-0.004 (0.004)			-0.004 (0.004)
<i>GP_FinBG</i>		0.006** (0.003)		0.004* (0.002)
<i>GP_VCBG</i>			0.005 (0.004)	0.003 (0.007)
<i>Fund_Size</i>	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
<i>Fund_Location</i>	0.004 (0.003)	0.004 (0.003)	0.004 (0.003)	0.004 (0.003)
<i>Fund_GovOwn</i>	0.002 (0.005)	0.000 (0.005)	0.001 (0.006)	0.002 (0.005)
<i>Fund_InvSpeed</i>	-0.011** (0.005)	-0.012** (0.005)	-0.012** (0.005)	-0.012** (0.005)
<i>Fund_InvDistc</i>	0.004 (0.004)	0.004 (0.004)	0.004 (0.004)	0.004 (0.004)
<i>GP_Reputation</i>	0.009 (0.007)	0.009 (0.007)	0.008 (0.007)	0.008 (0.007)
<i>GP_Gender</i>	0.003 (0.006)	0.003 (0.006)	0.003 (0.006)	0.003 (0.006)
<i>GP_Experience</i>	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
<i>Constant</i>	0.018 (0.039)	0.014 (0.039)	0.016 (0.038)	0.014 (0.039)
<i>Vintage Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.023	0.024	0.025	0.020
<i>No. of Obs</i>	325	325	325	325

表8 基金管理者政府工作背景与项目退出比例

变量	(1) <i>Fund_ExitRatio</i>	(2) <i>Fund_ExitRatio</i>	(3) <i>Fund_ExitRatio</i>
<i>GP_GovBG</i>	0.133 (0.130)	0.167** (0.066)	0.157** (0.064)
<i>GP_GovBG×Fund_GovOwn</i>			-0.140* (0.082)
<i>Fund_Size</i>	0.027 (0.060)	-0.051*** (0.020)	-0.045** (0.018)
<i>Fund_Location</i>	-0.040 (0.116)	-0.016 (0.045)	-0.021 (0.042)
<i>Fund_GovOwn</i>			0.059 (0.076)

(续表)

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Fund_ExitRatio</i>	<i>Fund_ExitRatio</i>	<i>Fund_ExitRatio</i>
<i>Fund_InvSpeed</i>	0.109 (0.125)	0.066 (0.041)	0.068* (0.038)
<i>Fund_InvDistc</i>	-0.009 (0.103)	0.082* (0.043)	0.067* (0.040)
<i>GP_Reputation</i>	0.101 (0.185)	0.013 (0.050)	0.046 (0.048)
<i>GP_Gender</i>	-0.153 (0.150)	0.196*** (0.068)	0.120* (0.064)
<i>GP_Experience</i>	0.039 (0.042)	0.022 (0.014)	0.019 (0.013)
<i>Constant</i>	-0.198 (0.734)	1.048*** (0.205)	0.995*** (0.196)
<i>Vintage Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	-0.065	0.131	0.094
<i>No. of Obs</i>	59	266	325

此外,本文还针对基金管理者的金融工作背景在不同基金中的作用进行了进一步分析,表9的回归分析结果显示,金融背景无论在政府引导基金还是普通民营基金中都对基金表现有正向影响,且在两类基金中的差异不显著。

表9 基金管理者金融工作背景与项目退出比例

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Fund_ExitRatio</i>	<i>Fund_ExitRatio</i>	<i>Fund_ExitRatio</i>
<i>GP_FinBG</i>	0.455*** (0.117)	0.186*** (0.048)	0.166*** (0.047)
<i>GP_FinBG×Fund_GovOwn</i>			0.155 (0.117)
<i>Fund_Size</i>	0.015 (0.057)	-0.048** (0.020)	-0.044** (0.018)
<i>Fund_Location</i>	-0.086 (0.109)	-0.022 (0.045)	-0.022 (0.041)
<i>Fund_GovOwn</i>			-0.073 (0.098)
<i>Fund_InvSpeed</i>	0.064 (0.114)	0.051 (0.041)	0.055 (0.038)
<i>Fund_InvDistc</i>	-0.044 (0.097)	0.072* (0.043)	0.052 (0.039)
<i>GP_Reputation</i>	0.187 (0.126)	0.005 (0.049)	0.055 (0.047)
<i>GP_Gender</i>	-0.178 (0.149)	0.186*** (0.066)	0.098 (0.063)
<i>GP_Experience</i>	0.058 (0.039)	0.007 (0.014)	0.010 (0.013)
<i>Constant</i>	-0.123 (0.636)	0.918*** (0.206)	0.885*** (0.195)
<i>Vintage Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.111	0.143	0.122
<i>No. of Obs</i>	59	266	325

## 结论与建议

作为 VC 产业链上负责沟通资金来源和掌控资金去向的关键环节,基金管理者扮演着类似公司职业经理人的角色,对风险投资基金表现具有至关重要的影响。本文以 2007—2011 年期间成立的风险投资基金为研究对象,用基金投资项目的最终退出比例和上市比例衡量基金业绩,实证检验了基金管理机构的执行事务合伙人工作背景对基金表现的影响,在控制不同基金差异、管理机构特征以及宏观环境的潜在影响后,本文发现,基金管理者的政府工作经历、金融行业相关工作经历及其他 VC 或资产管理类公司的投资经历都会对项目退出比例有正向影响;但仅有政府工作经历会显著提升项目的 IPO 比例。在进一步区分上市地点后发现,金融领域的工作经历会对投资项目海外上市提供帮助。这综合说明了风险投资基金管理者会利用自身背景对项目退出发挥帮助作用。具体来说,基金管理者政府从业经历可能带来的政府沟通技巧和相关资源等有助于帮助被投资项目通过国内 IPO 行政审批,而金融业从业经历可能带来的声誉担保和关系网络等有助于帮助被投资项目进行海外上市规划并提供必要的资源支持,而 VC 或相关资产管理公司从业经历令基金管理者更熟悉基金退出运作模式,利用经验与知识帮助基金成功退出。此外,本文还将风险投资基金按照是否有政府引导资金参与进行分类,发现基金管理者的政府工作背景对普通民营基金业绩表现的影响更大,而金融从业经历对两类基金的退出表现均有显著正向影响。

本研究试图对中国的风险投资基金行业现状进行分析和梳理,通过多维度的数据描述了自该行业在国内规范运转以来 VC 管理机构的运作情况以及业内从业人员的基本背景。同时也为实务和监管方面带来启示,具体而言,以上结论为如何在中国情境下有效地组建风险投资基金提供了启示,基金创始人在组建风险投资基金执行事务团队时可以适当引入拥有相关任职背景的管理者,以此提升企业投资效率。但与此同时,监管机构应当引导投资团队对从业者相关信息进行规范披露,让各方市场参与者充分了解相关信息,做出审慎判断和决策,促进行业有序竞争、健康发展。

### 参考文献:

- [1] Gompers P. A., Vladimir M., Xuan Yuhai. The Cost of Friendship[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016,119(3):626-644
- [2] 钱苹,张炜. 我国创业投资的回报率及其影响因素[J]. *经济研究*, 2007,(5):78-90
- [3] 倪正东,孙力强. 中国创业投资退出回报及其影响因素研究[J]. *中国软科学*, 2008,(4):48-56
- [4] 余琰,罗炜,李怡宗,等. 国有风险投资的投资行为和投资成效[J]. *经济研究*, 2014,49(2):32-46
- [5] Ke B., Wang L. Can Government-controlled Venture Capital Firms Deliver Performance? Evidence from China[R]. SSRN Working Paper, 2015
- [6] Ding Y., Frank Y., Zhang H. Last Minute Deals: Rent Seeking in IPO Market[R]. SSRN Electronic Journal, 2015
- [7] 吴文锋,吴冲锋,刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J]. *经济研究*, 2008,(7):130-141
- [8] 王锬,李伟. 高管政治背景对其离职—业绩敏感性的影响[J]. *南开管理评论*, 2012,15(6):104-110
- [9] Fisman R. Estimating the Value of Political Connections[J]. *American Economic Review*, 2001,91(4):1095-1102
- [10] Roberts B. E. A Dead Senator Tells No Lies: Seniority and the Distribution of Federal Benefits[J]. *American Journal of Political Science*, 1990,34(1):31-58
- [11] Allen F., Qian J., Qian M. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(1):57-116
- [12] Faccio M., McConnell M. Political Connections and Corporate Bailouts[J]. *The Journal of Finance*, 2006,61(6):2597-2635
- [13] 余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. *管理世界*, 2008,(8):9-21
- [14] 林晚发,钟辉勇,李青原. 高管任职经历的得与失?——来自债券市场的经验证据[J]. *金融研究*, 2018,(6):171-188
- [15] 罗党论,刘晓龙. 政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2009,(5):97-106
- [16] 游家兴,徐盼盼,陈淑敏. 政治关联、职位壕沟与高管变更——来自中国财务困境上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2010,(4):128-143
- [17] 夏立军,陆铭,余为政. 政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2011,(7):128-140
- [18] 罗劲博,李小荣. 高管的“行业协会”任职与企业过度投资:资源汲取还是资源诅咒[J]. *南开管理评论*, 2019,22(5):

64-78

- [19] Liu Q. G., Tang J. H., Tian G. G. Does Political Capital Create Value in the IPO Market? Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013,23:395-413
- [20] Hochberg Y. V., Ljungqvist A., Yang L. U. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance [J]. *The Journal of Finance*, 2007,62:251-301
- [21] 张天舒,陈信元,黄俊. 政治关联、风险资本投资与企业绩效[J]. *南开管理评论*, 2015,18(5):18-27
- [22] 王克敏,廉鹏. 首发上市盈利预测制度变迁与公司盈余管理研究[J]. *会计研究*, 2012,(3):72-77
- [23] Yang Z. Do Political Connections Add Value to Audit Firms? Evidence from IPO Audits in China[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013,30(3):891-921
- [24] 邓建平,曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J]. *金融研究*, 2011,(8):78-92
- [25] Burak G. A., Malmendier U., Tate G. Financial Expertise of Directors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007,88(2):323-354
- [26] Booth J. R., Deli D. N. On Executives of Financial Institutions as Outside Directors[J]. *Journal of Corporate Finance*, 1999,5(3):227-250
- [27] 唐建新,卢剑龙,余明桂. 银行关系、政治联系与民营企业贷款——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. *经济评论*, 2011,(3):51-58
- [28] Sisli-Ciamarra E. Monitoring by Affiliated Bankers on Board of Directors: Evidence from Corporate Financing Outcomes[J]. *Financial Management*, 2012,41(3):665-720
- [29] 何韧,刘兵勇,王婧婧. 银企关系、制度环境与中小微企业信贷可得性[J]. *金融研究*, 2012,(11):103-115
- [30] 李曜,宋贺. 风险投资支持的上市公司并购绩效及其影响机制研究[J]. *会计研究*, 2017,(6):60-66
- [31] 翟胜宝,许浩然,唐玮,等. 银行关联与企业创新——基于我国制造业上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2018,(7):50-56
- [32] Megginson W. L., Weiss K. A. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings[J]. *The Journal of Finance*, 1991,46(3):879-903
- [33] Sørensen M. How Smart Is Smart Money? A Two-sided Matching Model of Venture Capital[J]. *The Journal of Finance*, 2007,62(6):2725-2762
- [34] Bottazzi L., DaRin M., Hellmann T. Who Are the Active Investors? Evidence from Venture Capital[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008,89(3):488-512
- [35] Keeley R. H., Roure J. B. Management, Strategy, and Industry Structure as Influences on the Success of New Firms: A Structural Model[J]. *Management Science*, 1990,36(10):1256-1267
- [36] 张玉利,王晓文. 先前经验、学习风格与创业能力的实证研究[J]. *管理科学*, 2011,24(3):1-12
- [37] Hambrick D. C., Mason P. A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984,9(2):193-206
- [38] 杨林,和欣,顾红芳. 高管团队经验、动态能力与企业战略突变:管理自主权的调节效应[J]. *管理世界*, 2020,36(6):168-188
- [39] Colombo M. G., Cumming D. J., Vismara S. Governmental Venture Capital for Innovative Young Firms[J]. *The Journal of Technology Transfer*, 2016,41(1):10-24
- [40] Lerner J. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms[J]. *The Journal of Finance*, 1995,50(1):301-318
- [41] Tian X. The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011,101(1):132-159
- [42] Gompers P. A. Grandstanding in the Venture Capital Industry[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996,42(1):133-156
- [43] 张琛. 中国民营上市公司高管的政府背景与盈余质量研究[D]. 复旦大学硕士学位论文, 2012
- [44] 姜付秀,伊志宏,苏飞,等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. *管理世界*, 2009,(1):130-139

*The Influence of Working Background of Funds' Executive Partners on the  
Return Performance of Venture Capital Funds*

Wang Dan<sup>1</sup>, Zhang Musong<sup>1</sup> and Gao Hao<sup>2</sup>

(1.School of Business, University of International Business and Economics, Beijing 100029;

2.PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing 100083)

**Abstract:** Drawing upon the venture capital funds established in 2007-2011, this paper empirically tests how the working background of funds' executive partners influences the return performance of venture capital funds. We find that the government work experience, financial industry related work experience and direct-VC or asset management experience of funds' executive partners have a positive impact on the proportion of project exit. However, only government work experience significantly increases the IPO proportion. After further distinguishing the listing venue, we find that financial work experience leads to a larger proportion of portfolio firms that get listed overseas. These findings comprehensively show how venture capital fund managers help with portfolio firms. We further classify venture capital funds according to whether or not they have a government-guided fund as partner, and find that the background of working in government has a greater impact on the performance of ordinary private funds, while financial experience has a significant positive impact on the exit performance of both types of funds.

**Key words:** venture capital, management firm, executive partners, working experience