

非正式投资影响因素研究： 基于浙江创业观察的实证分析

黎 常

(浙江工商大学 工商管理学院, 浙江 杭州 310018)

摘 要: 虽然非正式资本是创业企业早期阶段重要的融资来源,但是并不清楚像中国这样的转型经济国家中个体非正式投资倾向的影响因素。文章利用浙江创业观察(2016)调查数据,从个体创业特质和创业活动参与两个方面,分析个体是否进行非正式投资以及他们的非正式投资去向的影响因素。研究结果表明,认识企业家和商业机会感知是影响个体非正式投资倾向两个最重要的因素,创业活动参与的不同类型对于个体的非正式投资倾向存在替代或者互补效应。文章最后对于发展非正式资本提出相应的对策建议。

关键词: 非正式投资;创业特质;创业活动参与

中图分类号: F270 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2018)07-0049-09

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2018.07.005

What Determines the Informal Investment: A Empirical Study Based on Zhe Jiang Entrepreneurship Monitor

LI Chang

(School of Business Administration, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Though the informal capital has been identified as a primary source of financing during the early stage of new entrepreneurial ventures, there is little research explaining the factors determining the propensity of individuals to make informal investments in a transition country like China. We use the data from Zhejiang Entrepreneurship Monitor (2016) to examine the characteristics of informal investors and the key determinant factors. The findings reveal that knowing entrepreneurs personally and perceiving new business opportunities are the most important factors influencing the informal investing propensity, involving entrepreneurial activities that have substitutive or complementary effects on informal investment. The findings provide important guidance for policy makers to increase informal capital supply.

Key words: informal investment; entrepreneurial characteristics; entrepreneurial activity involvement

一、引 言

非正式投资^①是针对新创企业早期阶段的外部投资,在新创企业的融资方面起着非常重要的作用,因

收稿日期: 2017-12-13

基金项目: 浙江省自然科学基金项目“创业失败者再创业行为的多层次支持系统研究:基于浙江的实证分析”(LY17G020004);浙江省哲学社会科学基金项目“创业失败对企业家再创业行为的影响机制研究”(16NDJC186YB);国家自然科学基金项目“核心企业主导的创业生态系统生成及动态演化研究:网络治理机制视角”(71772161)

作者简介: 黎常,男,副教授,管理学博士,主要从事创业管理研究。

①从狭义上讲,非正式投资者是指直接投资股权和知识资本给未上市创业企业的个体,通常也被称为“商业天使”,他们与被投资企业事先并没有特定的联系(正式的或与家庭有关的联系),这些人一般拥有较高的净财富和创业经验。从宽泛的定义上来讲,非正式投资者是指在过去3年中至少投资了1元给他人(包括亲近的家庭成员、其他亲戚、同事、朋友邻居、有商业理念的陌生人以及其他他人等)所拥有的企业的个体(Reynolds等,2002),本研究与GEM(Global Entrepreneurship Monitor)类似,采用该宽泛的定义。

为新创企业面临吸引正式投资者投资的新进入缺陷,他们的融资渠道通常是由创业者本人、家族成员、朋友和邻居等非正式投资者组成(Elston等,2016^[1];罗党论等,2011^[2])。GEM 调查报告显示,全球非正式投资平均每年投资总额超过1万亿美元,中国的非正式投资者占成年人口的比例为8.6%,有16%的早期阶段创业者从非正式投资渠道中获得资金(Daniels等,2016)^[3];而浙江的非正式投资者占成年人口比例则达到了14%(项国鹏,2017)^[4]。非正式投资已经成为新创企业最大的单一外部融资渠道,特别是在中国从新兴经济向现代经济的转型过程中,非正式资本作为创业融资来源超过正式资本而占据主导地位(Elston等,2016^[2];Xiao和North,2012^[5])。

现有文献对于非正式投资的研究,主要针对发达国家中非正式投资者的个体特征、投资行为、风险和收益预期等方面进行研究(Mason和Harrison,2000^[6];Maula等,2005^[7];Wong和Ho,2007^[8];Burke等,2010^[9];Burke等,2014^[10])。相对于发达国家,我国的金融资本市场发展水平和完善程度较低,而且非正式投资由于社会文化和制度不同而存在差异(De Clercq等,2012^[11];Ding等,2015^[12])。但目前国内文献对于非正式投资的研究主要集中于宏观层面,分析非正式投资的特点(罗丹阳和殷兴山,2006)^[13]、对集群和产业发展的影响(钱水土和翁磊,2009)^[14]、非正式金融运行机制(罗党论等,2011)^[2]、以及社会网络对非正式融资和创业的影响(马光荣和杨恩艳,2011^[15];胡金焱和张博,2014^[16]),重点关注非正式投资的需求方。囿于非正式投资者数据的可获得性,国内很少有研究在微观层面上分析非正式投资的供给方,虽然李新春等(2015)^[17]、唐嘉宏和叶文平(2015)^[18]分析了信任对于来自家人和朋友爱心资金投资的影响,但仍然不清楚非正式投资供给方(非正式投资者)的特点、投资倾向及其影响因素,从而也难以为进一步推动非正式投资的发展、有效促进创业活动的开展,提供具有针对性的政策建议。

作为全国民间金融发展最早和最活跃的地区之一,浙江的非正式投资对推动浙江民营经济的发展起到了非常重要的作用,在国内也非常有影响力和代表性。但由于非正式投资很少被纳入统计数据,因而相对于正式的风险投资,非正式投资很少得到研究。本文基于浙江工商大学“浙商研究院”2016年开展的浙江创业观察项目所获得的数据,分析个体的非正式投资倾向及其影响因素。相对于先前国内文献普遍基于创业资本需求方分析非正式投资,本文从创业资本的供给方出发,研究个体创业特质和创业活动参与对个体成为非正式投资者以及投资去向的影响,为分析创业型经济发展的关键驱动因素提供新的视野;其次,本文发现发展中国家与发达国家间非正式投资特点和投资倾向的影响因素存在明显差异,进一步丰富了创业投资领域的研究;第三,本文利用中国情境的调查数据,证实了性别和投资去向对于个体非正式投资倾向影响因素的调节效应,为后续非正式投资研究奠定了基础。

二、研究理论与假设

个体的非正式投资倾向受到个体特质、经济和社会心理等多种因素的驱动(Maula等,2005)^[7]。为进一步探讨个体选择非正式投资的影响因素,本文从个体的创业特质和创业活动参与两方面进行分析。

(一) 个体创业特质的影响

计划行为理论试图解释对某一行为的个人态度(例如一个人对某一行为的赞同或不赞同程度),感知社会规范(即对于实施或不实施某一行为所感知的社会压力)和感知行为控制(例如感知实施某一行为的难易度,反映的是过去的经验以及预期的障碍)对个人意愿和后续行为的影响(Ajzen,1991)^[19]。大多数情况下,个体在进行非正式投资之前,会事先进行某种形式的规划,因此计划行为理论有助于解释非正式投资活动。

1. 认识企业家。根据计划行为理论,认识企业家会使投资者对创业有更积极的态度,影响对非正式投资行为的主观规范,增加对投资行为的主观可控感,从而减少对投资新创企业的心理障碍(Maula等,2005)^[7]。同时社会网络理论认为,基于熟悉的创业者的社会网络不仅可以为个体提供潜在的投资机会信号,而且能够通过声誉机制发挥其作为隐性担保机制的作用,并建立投资者与创业者之间的信任关系,减少投资风险(Maxwell和Levesque,2011)^[20],让投资者感知到投资行为的可控性,进而推动个体进行非正

式投资。综上所述,本文提出以下假设:

假设1:认识企业家正向影响个体进行非正式投资。

2. 创业机会感知。个人的投资和购买决策是以他们对经济环境的信心程度为条件,对商业机会的感知可以给个体带来对投资环境的信心(Maula等,2005)^[7]。此外,找到有吸引力的交易是非正式投资的另一个关键性挑战,当有更多的高质量交易时,超过90%的非正式投资者愿意投资更多(Mason和Harrison,2002)^[21],而个体对商业机会的感知可以提高对投资交易可行性和交易价值的衡量(Maxwell和Levesque,2011)^[20],从而进一步提高个人非正式投资倾向。De Clercq等(2012)^[11]也表明,一个国家的新商业机会水平与非正式投资之间存在显著正向关系。综上所述,本文提出以下假设:

假设2:创业机会感知正向影响个人进行非正式投资。

3. 创业技能感知。与大多数其他类别投资者不同之处在于,许多非正式投资投资者属于价值增值型投资者,他们可以贡献个人能力帮助和指导新创企业早期阶段的业务经营发展(Wong和Ho,2007^[8];Xiao和Ritchie,2011^[22])。根据计划行为理论,当个体相信自己拥有开办新企业的能力,他们对目标做出积极贡献的个人信念也就越强,从而增加他们对投资行为控制能力的感知(Ajzen,1991)^[19],因而也越有可能进行非正式投资。综上所述,本文提出以下假设:

假设3:创业技能感知正向影响个人进行非正式投资。

4. 创业失败担忧。相对于其他类别的投资,非正式投资由于大多投资于新创企业的早期阶段,因而更具风险性(Mason和Harrison,2002)^[21]。而失败担忧被看作是一种风险规避和负面情绪(Patzelt和Shepherd,2011^[23]),对于那些具有高创业失败担忧的个体而言,他们承担风险的意愿更弱,从而使得他们更不愿意进行非正式投资。此外,创业失败担忧也会降低个体对于创业机会的评价(Kollmann等,2017)^[24],从而减少对非正式投资行为的可控感,因而不愿意承担因为投资失败可能带来的风险。因此风险厌恶和害怕失败与非正式投资呈负相关的关系。综上所述,本文提出以下假设:

假设4:创业失败担忧负向影响个人进行非正式投资。

(二) 个体创业活动参与的影响

1. 正在经营企业。对于非正式投资者而言,由于寻找和选择合适企业以及管理这些投资活动需要花费大量的时间,经典的经济学理论认为,在时间与财务资源的约束下,目前正在经营企业的企业家与可能成为非正式投资者之间的关系可能不显著,甚至是负向关系。而基于社会资本和人力资本理论,从长期来看,个体作为企业家与成为非正式投资者之间的关系存在累积效应,而不是两者之间的权衡(Burke等,2010)^[9]。个体通过创业带来的声誉、可靠性等社会资本,能够提高非正式投资者争取到合作投资者的能力,从而克服资源和时间的约束;而且通过经营企业带来的人力资本积累,对于创业企业带来的风险和回报有更为全面客观的理解,同样能够吸引目前正在运营企业的人成为非正式投资者(Burke等,2010)^[9]。综上所述,本文提出以下假设:

假设5:正在经营企业的个体更有可能进行非正式投资。

2. 企业关闭经历。Politis和Landstrom(2002)^[25]认为,非正式投资者的“无边界职业生涯”由三个阶段组成:企业职业生涯阶段、创业学习阶段和综合投资生涯阶段。以往创业经验不仅能提高对选择好的投资目标和达到积极结果的个人能力和可控感知(Ajzen,1991)^[19],影响投资者对目标企业投资价值和成功潜力的评估,而且能提高作为非正式投资者也需要的商业运营能力、冒险倾向和容忍不确定性等(Mittensness等,2012)^[26]。此外,参与创业活动也可能带来财务上的回报和积累,因企业关闭带来个体货币化净资产和时间的增加,提高了个体承担风险的倾向(Burke和Hanley,2006)^[27]。因此过去创业经历增加个体成为非正式投资者的可能性。综上所述,本文提出以下假设:

假设6:有企业关闭经历的个体更可能进行非正式投资。

3. 为雇主创办新业务。创业活动包括个体独立创业和公司内创业。对于正在参与公司内创业活动的个体而言,一方面,从事公司内创业活动可能获得更高的收入,并提高个体财富积累,从而成为非正式投资者,成功的企业管理者占据商业天使很大的比例;另一方面,公司内创业个体与创业者在认知风格、风险态

度、创业技能和人力资本方面具有相似的特征(Parker, 2011^[28]; Martiarena, 2013^[29]);同时参与公司创业使得个体有更多的机会与企业家以及商业天使、风险资本网络接触,提高了个体的创业社会资本,这些都助于提高个体从事非正式投资活动。综上所述,本文提出以下假设:

假设7:正在为雇主创办新业务的个体更可能进行非正式投资。

4. 具有创业意愿。具有创业意愿的个体分为正在准备创业和未来三年有创业计划两类。对于具有开办新企业意愿的个体而言,由于个体需要保存资源和时间为未来创业做准备,而投资可能分散个体有限的资源和时间,从而其选择不成为非正式投资者(Burke等, 2010)^[9]。虽然人力资本观点认为个体选择参与创业活动更可能适合成为非正式投资者,但由于金融资本在这个阶段不可能积累,因而缺乏足够的资金成为非正式投资者。综上所述,本文提出以下假设:

假设8:正在准备创业的个体更少可能进行非正式投资。

假设9:未来三年计划创业的个体更少可能进行非正式投资。

(三) 性别差异影响

创业融资的性别维度强调了网络、自我效能、自信和风险承担的重要性。在社会行为中,人们会倾向于与那些跟他们相似的人在一起,如果这种趋同性延伸到非正式投资领域中投资者的性别偏好,那么在男性主导的商业天使网络中可能会对女性创业带来很大的约束(Harrison和Mason, 2007)^[30]。同时没有将企业家作为职业选项、缺乏控制或者自我效能、缺乏环境支持、风险规避等因素,也限制了女性企业家的供给(Gupta等, 2009)^[31]。此外,由于女性创业者经营的许多行业男性很少涉及,因而也使得女性创业者有时候被男性投资者所忽略(Burke等, 2014)^[10]。综上所述,本文提出以下假设:

假设10:性别调节个体创业特质和创业活动参与对于非正式投资的影响。

(四) 投资亲密家庭成员拥有的企业与投资其他企业

在中国,非正式投资者的投资安排更可能是非正式合约安排,被嵌入在基于关系的制度文化中,投资者与创业者之间的信任在他们的投资中起着重要的作用(Ding等, 2015)^[12]。李新春等(2015)^[17]、唐嘉宏和叶文平(2015)^[18]研究发现,情感信任与能力信任的交互作用对投资者投资于家人和朋友产生影响,情感信任并不能单独产生作用,但他们的研究并没有将投资于家人和朋友进行区分。在浙江创业观察调查中,有37.7%的非正式投资者投资给有亲密关系的家族成员(如配偶,兄弟,子女,父母,孙子/女、外孙子/女)所拥有的企业。通常对与投资者关系较远的所有者拥有的企业的投资,一般是基于理性决策因素所驱动,而对亲密家庭成员拥有的企业的投资,可能更多地来自投资需求,而不是深思熟虑后的投资选择(Maula等, 2005)^[7]。因此本文认为两种非正式投资去向的驱动因素存在差异。综上所述,本文提出以下假设:

假设11:与被投资企业所有者的关系调节个体创业特质和创业活动参与对非正式投资的影响。

三、样本与变量

(一) 样本来源

本文研究所使用的数据来自浙江创业观察(2016)项目,该调查通过专业调查公司零点公司,对浙江省各市辖区、县级市、县18-64周岁的成人进行随机抽样调查、专家访谈及收集公开统计数据,系统开展浙江创业调查,总计获得有效样本1945个。调查问卷中因变量和自变量的测量来自全球创业观察(GEM)成人调查问卷。该调查数据质量较高,样本量充足,有比较广泛的代表性和覆盖面。

(二) 变量描述

表1给出了本文研究中所使用的主要变量描述。具体而言,本文研究中使用的因变量非正式投资采用0和1的二分类变量;为检验假设10,本文根据与被投资者的关系将非正式投资分为两种类型,并使用三分类变量:0=没有非正式投资;1=给亲密家庭成员进行非正式投资;2=给其他人进行非正式投资。自变量包括个体创业特质和创业活动参与,控制变量选取了非正式投资者的年龄、性别、家庭收入、教育、工作状态

等个体特征变量,先前研究认为这些因素影响非正式投资者的投资倾向(Maula等,2005^[7];Collewaert和Manigart,2016^[32];O’Gorman和Terjesen,2006^[33])。

表1 变量定义

变量名称	变量含义
非正式投资	在过去3年中,您个人是否投资他人创立的新业务,不包括购买股票或共同基金? 0:否;1:是
与被投资者关系	获得您的最近一次投资的人与您的关系是:1. 亲密家庭成员,如配偶,兄弟,子女,父母等;2. 其他人(亲戚,血亲;同事;朋友邻居;有商业理念的陌生人;其他)
工作状态	请问以下哪些可以说明您现在的职业状况? 1:全职工作;0:其他(退休/残疾人士;兼职工作;学生;自我雇佣/自由职业;全职在家不工作;正在寻找工作;其他)
家庭收入	请问包括您的收入在内,您的家庭总体年收入最符合哪个范围? 1 = 10万以下;2 = 10万 - 30万;3 = 30万以上
学历	请问您的最高学历是? 0 = 大学以下;1 = 大学以上
性别	0:女性;1:男性
年龄	1 = 35岁以下;2 = 35岁以上
认识企业家	您周边认识的人中是否有在过去2年内创办了自己的企业/生意? 0:否;1:是
创业机会感知	未来6个月内,在您居住的地区是否将会有创办企业/生意的好机会? 0:否;1:是
创业技能感知	您是否具备创办一个新企业/生意所需的知识、技能和经验? 0:否;1:是
创业失败担忧	对失败的恐惧,是否会阻碍您尝试创办新企业/生意? 0:否;1:是
正在准备创业	目前您个人或您与其他人一起是否正在尝试创办自己的企业/生意,包括任何自我雇佣或销售任何产品/服务? 0:否;1:是
为雇主创办新业务	目前您个人或您与其他人一起是否正在帮助您的雇主筹备一个企业/生意或新投资,这也是您日常工作的一部分? 0:否;1:是
正在经营企业	目前您个人或与其他人一起是否已经拥有一个企业/生意,并且由您负责经营管理,包括自雇或销售任何产品或服务给其他人? 0:否;1:是
未来计划创业	未来三年内,您个人或与他人合伙,是否有开创新企业/生意的打算? 0:否;1:是
企业关闭经历	您是否在过去12个月卖掉、关闭、停止或退出您拥有并管理的业务,任何自我雇佣的形式业务,或销售货物或服务业务? 0:否;1:是

四、分析与结果

(一) 分析方法

对于分析因变量是否进行非正式投资,本文测量采用的是“是”和“否”二元变量,在检验相关假设时,本文采用二元逻辑回归分析方法;在分析非正式投资者投资给亲近家人还是其他人,本文采用多元逻辑回归分析方法,检验两种不同类型投资的影响因素,它们的比较类别是没有进行非正式投资。对于一些变量的缺失数据,本文的处理方法与Maula等(2005)^[7]、Szerb等(2007)^[34]的研究类似,采用基于回归的缺失值插补。

(二) 分析结果与讨论

1. 样本描述性统计。表2报告了主要研究变量的描述性统计结果。在研究样本中,有273人有非正式投资行为,占样本总数的14%,其中有37.7%的非正式投资者投资给他们的亲密家人,62.3%的非正式投资者投资给其他人。

表2 变量描述性统计

变量	最小值	最大值	均值	标准差	样本数
非正式投资	0	1	0.14	0.339	1945
与被投资者关系	1	2	1.62	0.593	273
工作状态	0	1	0.59	0.492	1945
家庭收入	1	3	1.89	0.650	1743
学历	0	1	0.67	0.469	1945
年龄	1	2	1.34	0.351	1944
性别	0	1	0.48	0.500	1945
认识企业家	0	1	0.69	0.461	1885
创业机会感知	0	1	0.58	0.494	1432
创业技能感知	0	1	0.47	0.499	1786
创业失败担忧	0	1	0.29	0.455	1852
正在准备创业	0	1	0.34	0.473	1938
为雇主创办新业务	0	1	0.23	0.420	1940
正在经营企业	0	1	0.31	0.464	1942
未来计划创业	0	1	0.34	0.473	1906
企业关闭经历	0	1	0.07	0.248	1921

本文考察了各主要变量之间的相关系数,^①发现自变量之间的相关系数基本上都在0.4以下,变量间的相关性系数不高,因此本文分析中不存在变量的多重共线性问题。

2. 逻辑回归分析结果。

表3 非正式投资逻辑回归分析

变量	Model1(总体)	Model2(男性)	Model3(女性)	Model4(投资家人)	Model5(投资其他人)
控制变量					
性别	0.268 [*]			-0.159	0.454 ^{**}
年龄	0.071	0.278	-0.364	0.638 [*]	-0.276
收入(2)	0.430 [*]	0.507 [*]	0.404	0.487	0.801 ^{***}
收入(3)	1.104 ^{***}	1.177 ^{***}	1.038 ^{**}	0.416	1.379 ^{***}
学历	0.464 ^{**}	0.388	0.524 ⁺	0.784 ^{**}	0.324
工作状态	0.654 ^{***}	0.427 [*]	0.941 ^{***}	1.007 ^{***}	0.500 ^{***}
自变量					
认识企业家	0.780 ^{***}	0.393	1.303 ^{***}	0.810 [*]	0.780 ^{**}
创业机会感知	0.763 ^{***}	0.646 [*]	0.872 ^{**}	0.960 [*]	0.674 ^{**}
创业技能感知	0.240	0.442 ⁺	0.017	0.633 ⁺	0.151
创业失败担忧	0.124	-0.007	0.244	-0.102	0.133
正在经营企业	0.088	0.327	-0.130	0.580 [*]	-0.163
正在准备创业	-0.556 ^{***}	-0.850 ^{***}	-0.186	-1.150 ^{***}	-0.287
为雇主创办新业务	0.409 ^{**}	0.300	0.529 [*]	-0.092	0.612 ^{***}
未来计划创业	0.156	0.427 [*]	-0.119	0.161	0.155
企业关闭经历	0.309	0.350	0.368	0.452	0.212
截距	-4.569 ^{***}	-3.965 ^{***}	-5.197 ^{***}	-0.899	-0.304
Log likelihood	-710.896	-372.636	-326.474		-719.329
Nagelkerke R方	0.162	0.166	0.186		0.173
Model chi-Square	188.924 ^{***}	99.322 ^{***}	106.401 ^{***}		230.665 ^{***}
样本数	1945	934	1011	103	170

注:*** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$, + $p < 0.10$ 。

非正式投资逻辑回归分析见表3。Model1的逻辑回归分析结果表明,在人口特征变量中,男性、高收入家庭和中等收入家庭、有全职工作的个体更愿意进行非正式投资,但年龄、教育水平与非正式投资之间的关系并不显著。在创业特质方面,认识企业家、商业机会感知两个方面显著影响非正式投资,假设1和假设2得到支持。但是否拥有创业技能以及失败担忧与非正式投资之间的关系不显著,假设3和假设4没有得到支持。在创业活动参与方面,正在经营企业、未来打算创业以及关闭企业经历都与是否进行非正式投资无关,但为雇主创办新业务显著影响非正式投资,而正在准备创业的个体则更不愿意进行非正式投资,因此假设7得到支持,但假设5、6和假设8、9没有得到支持。

Model2和Model3进一步对男性和女性样本进行分析,男性和女性在年龄和教育水平上与是否进行非正式投资无关,全职工作相对于其他工作状态的个体表现出更高的非正式投资倾向;在收入水平上,男性高收入和中等收入水平家庭非正式投资显著高于低收入家庭,但女性仅仅在高收入家庭非正式投资显著高于低收入家庭。在创业特质上,商业机会感知显著影响男性和女性的非正式投资;创业技能感知只对男性的非正式投资有显著影响,认识企业家只对女性的非正式投资有显著影响;失败担忧对于男性和女性的非正式投资倾向没有影响。在创业活动参与方面,正在经营企业和关闭企业经历对男性和女性的非正式投资倾向无显著影响;正在准备创业的男性更不太会进行非正式投资,但未来有创业打算的个体更有可能进行非正式投资;为雇主创办新企业的女性更可能进行非正式投资。

①限于篇幅,本文未报告 Pearson 相关系数表(可根据要求提供)。

对于非正式投资者投资家人和投资其他人,本文采用多元逻辑回归分析方法,参考类别为没有进行非正式投资。从 Model4 和 Model5 可以发现,个体特征变量中,全职工作、年龄与投资给家人显著相关;性别和家庭收入对投资给家人影响不显著,但对投资他人影响显著。在个体创业特质变量中,认识企业家、商业机会感知以及创业技能与投资家人显著相关。在个体创业活动变量中,正在经营企业与投资给家人显著正相关,但正在准备创业的个体更少可能投资给家人,为雇主创办新业务与投资他人显著相关。其他创业活动变量的显著性没有得到验证。

3. 研究结果讨论。对于哪些因素决定个体成为非正式投资者,本文的研究结论与先前关于发达国家和地区研究结论存在较大的差异。在人口特征方面,与先前研究类似,男性更可能进行非正式投资,年龄、学历与非正式投资之间没有关系。但收入水平以及收入稳定性是最重要的考虑因素, Li 等(2014)^[35]也认为来自富裕家庭的个体更容易成为天使投资者;而在发达国家和地区,收入水平不是影响成为非正式投资者的重要因素。在创业特质方面,本文并没有发现创业技能的影响作用,这说明浙江个体对他人的非正式投资更多只是单纯的资本投资,而缺少将自己的经验、技能等人力资本与投资活动结合起来, Xiao 和 Ritchie (2011)^[22]也认为中国的非正式投资者不会与被投资企业分享知识和经验。

创业活动参与变量中,只有为雇主创办新业务会显著影响非正式投资倾向,而正在准备创业的个体会降低非正式投资倾向。这与 Burke 等(2014)^[10]所提出的创业活动能够自动创造资本供给的研究结论不一致,因为相对于发达经济体而言,转型经济国家的正式资本市场并不完善,存在较为普遍的资本短缺;同时我国的制度环境也不利于非正式投资的发展。因此创业资本需求创造资本供给并不能成立,甚至还出现竞争效应。对于男性而言,认识企业家对其非正式投资倾向没有显著影响,但创业技能会影响他们的非正式投资倾向,这与女性恰好相反。这表明自我效能非正式投资决策中的作用在男性身上体现得更为明显,女性的非正式投资更多地依赖社会网络。

对于非正式投资的去向是投资给家人还是投资给其他人。相对于没有进行非正式投资的个体,男性以及高收入家庭更愿意投资给他人企业,而性别和家庭收入与投资家人无关,因此给家人的非正式投资更多体现“爱心资金”的特点。企业所有者、有创业技能的个体更愿意投资给家人,而不是其他企业,这与 Maula 等(2005)^[7]、Burke 等(2010)^[9]的研究不同,表明在浙江非正式投资者的投资去向上更多地体现出家族主义特征。

五、结论、启示与展望

(一) 研究结论与启示

本文利用浙江创业观察(2016)的调查数据,通过对1945个调查样本的数据分析表明,在人口特征变量方面,工作状态是影响非正式投资倾向最重要的因素,性别、年龄、学历和收入水平的影响存在差异。个体创业特质方面,认识企业家和商业机会感知是影响个体成为非正式投资者以及非正式投资去向两个最重要的因素,而创业技能和失败担忧对于个体非正式投资倾向的影响普遍较小。在创业活动参与方面,正在创办新企业会对个体非正式投资倾向存在负向影响,而为雇主创办新业务则能推动非正式投资倾向,因此,创业活动参与的不同类型对于非正式投资存在替代或者互补效应。

非正式投资为早期企业家提供了重要的资金来源,本文的研究为提高非正式投资供给具有政策指导意义。首先,帮助构建非正式投资网络。政策制定者可以鼓励建立融资网络,并为企业家与潜在投资者提供匹配服务,特别是对于女性创业者,政府可以考虑专门进行针对女性创业者建立融资网络。长期而言,政府可以通过建立创业型社会、更为包容企业家的失败、认同他们的创新精神等,从而使得这种网络关系进一步发展完善。其次,营造创业氛围。在“大众创业,万众创新”背景下,大力深化创业教育,鼓励公司内员工创业行为,激发大众创业精神,推动个体非正式投资倾向。第三,引导非正式投资去向。政府可以鼓励那些已经进行非正式投资的个体考虑其他类似投资机会,鼓励已经投资家族成员的个体去考虑和评价其他企业的投资机会,引导非正式投资的家族主义倾向向天使投资方向发展。

(二) 未来研究方向

由于问卷设计和调查的约束,本文也存在不足。未来研究可以对非正式投资进行进一步分类,例如根据非正式投资者是否是企业所有者和非正式投资去向两个维度,分析其投资行为影响因素。同时也可以进一步结合宏观环境因素进行考虑,例如正式的风险资本与非正式投资是替代还是互补关系,当地的创业活动水平是促进还是制约了非正式投资的发展。此外,由于本次调查的大多数变量采用的是二分类变量,妨碍了更为精细数据的收集,未来研究可以考虑个体自身社会网络的宽度和质量或者个体家庭背景,对非正式投资行为的影响。

参考文献:

- [1] ELSTON J A, SANDY C, WEIDINGER A. The role of informal capital on new venture formation and growth in China[J]. *Small Business Economics*, 2016, 46(1): 79-91.
- [2] 罗党论, 黄有松, 聂超颖. 非正规金融发展、信任与中小企业互助融资机制——基于温州苍南新渡村互助融资的实地调查[J]. *南方经济*, 2011(5): 28-42.
- [3] DANIELS C, HERRINGTON M, KEW P. Global entrepreneurship monitor 2015/2016: special report on entrepreneurial finance [R]. Global Entrepreneurship Research Association, 2016. www.gemconsortium.org.
- [4] 项国鹏. 浙江创业观察报告(2016) [M]. 杭州: 浙江工商大学出版社, 2017: 100-103.
- [5] XIAO L, NORTH D. Institutional transition and the financing of high-tech SMEs in China: a longitudinal perspective[J]. *Venture Capital*, 2012, 14(1): 1-19.
- [6] MASON C M, HARRISON R T. The size of the informal venture capital market in the United Kingdom[J]. *Small Business Economics* 2000, 15(2), 137-148.
- [7] MAULA M, AUTIO E, ARENIUS P. What drives micro-angel investments? [J]. *Small Business Economics*, 2005, 25(5), 459-475.
- [8] WONG P K, HO Y P. Characteristics and determinants of informal investment in singapore[J]. *Venture Capital*, 2007, 9(1): 43-70.
- [9] BURKE A E, HARTOG C M, VAN STEL A J, et al. How does entrepreneurial activity affect the supply of informal investors? [J]. *Venture Capital*, 2010, 12(1): 21-47.
- [10] BURKE A, VAN STEL A, HARTOG C, et al. What determines the level of informal venture finance investment? market clearing forces and gender effects[J]. *Small Business Economics*, 2014, 42(3): 467-484.
- [11] DE CLERCQ D, MEULEMAN M, WRIGHT M. A cross country investigation of micro-angel investment activity: the roles of new business opportunities and institutions[J]. *International Business Review*, 2012, 21(2): 117-129.
- [12] DING Z J, AU K, CHIANG F. Social trust and angel investors' decisions: a multilevel analysis across nations[J]. *Journal of Business Venturing*, 2015, 30(2): 307-321.
- [13] 罗丹阳, 殷兴山. 民营中小企业非正规融资研究[J]. *金融研究*, 2006(4): 142-150.
- [14] 钱水土, 翁磊. 社会资本、非正规金融与产业集群发展[J]. *金融研究*, 2009(11): 194-206.
- [15] 马光荣, 杨恩艳. 社会网络、非正规金融与创业[J]. *经济研究*, 2011(3): 83-94.
- [16] 胡金焱, 张博. 社会网络、民间融资与家庭创业: 基于中国城乡差异的实证分析[J]. *金融研究*, 2014(10): 148-163.
- [17] 李新春, 叶文平, 唐嘉宏, 等. 初始爱心资金获取: 情感信任还是能力信任[J]. *管理科学*, 2015(2): 40-48.
- [18] 唐嘉宏, 叶文平. 初始资金与社会网络: 社会角色差异性的视角[J]. *武汉大学学报(哲学社会科学版)*, 2015(2): 123-128.
- [19] AJZEN I. The theory of planned behavior[J]. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1991, 50(2), 179-211.
- [20] MAXWELL A L, LEVESQUE M. Trustworthiness: a critical ingredient for entrepreneurs seeking investors[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2011, 38(5): 1057-1080.
- [21] MASON C M, HARRISON R T. Barriers to investment in the informal venture capital sector[J]. *Entrepreneurship and Regional Development*, 2002, 14(3): 271-287.
- [22] XIAO L, RITCHIE B. Informal investors, investing and networks in China: an exploratory study[J]. *Journal of Private Equity*, 2011, 14(1): 72-85.
- [23] PATZELT H, SHEPHERD D A. Negative emotions of an entrepreneurial career: self-employment and regulatory coping behaviors[J]. *Journal Business Venturing*, 2011, 26(2): 226-238.
- [24] KOLLMANN T, STOCKMANN C, KENSBOCK J M. Fear of failure as a mediator of the relationship between obstacles and nascent entrepreneurial activity——an experimental approach[J]. *Journal of Business Venturing*, 2017, 32(3): 280-301.

- [25] POLITIS D, LANDSTROM H. Informal investors as entrepreneurs—the development of an entrepreneurial career [J]. *Venture Capital*, 2002, 4(2): 78–101.
- [26] MITTENESS C R, BAUCUS M S, SUDEK R. Horse vs. jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors [J]. *Venture Capital*, 2012, 14(4): 1–27.
- [27] BURKE A E, HANLEY A. Bank interest margins and business start-up collateral: testing for convexity [J]. *Scottish Journal of Political Economy*, 2006, 53(3): 319–334.
- [28] PARKER S C. Intrapreneurship or entrepreneurship? [J]. *Journal of Business Venturing*, 2011, 26(1): 19–34.
- [29] MARTIARENA A. What's so entrepreneurial about intrapreneurs? [J]. *Small Business Economics*, 2013, 40(1): 27–39.
- [30] HARRISON R T, MASON C M. Does gender matter? women business angels and the supply of entrepreneurial finance [J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2007, 31(3): 445–472.
- [31] GUPTA V K, TURBAN D B, WASTI S A. The role of gender stereotypes in perceptions of entrepreneurs and intentions to become an entrepreneur [J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 2009, 33(2): 397–417.
- [32] COLLEWAERT V, MANIGART S. Valuation of angel-backed companies: the role of investor human capital [J]. *Journal of Small Business Management*, 2016, 54(1): 356–372.
- [33] O'GORMAN C, TERJESEN S. Financing the celtic tigress: venture financing and informal investment in Ireland [J]. *Venture Capital*, 2006, 8(1): 69–88.
- [34] SZERB L, TERJESEN S, RAPPAL G. Seeding new ventures—green thumbs and fertile fields: individual and environmental drivers of informal investment [J]. *Venture Capital*, 2007, 9(4): 257–284.
- [35] LI Y, LI L, WU J, et al. Who is more likely to become business angels?: evidence of business angels and potential business angels from China [J]. *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*, 2014, 6(1): 4–20.



(责任编辑 傅凌燕)

(上接第48页)

- [17] 张丽平, 杨兴全. 管理者权力、管理层激励与过度投资 [J]. *软科学*, 2012(10): 107–112.
- [18] COHEN L, MALLOY C, FRAZZINI A. The small world of investing: board connections and mutual fund returns [J]. *Journal of Political Economy*, 2008, 116(5): 1–48.
- [19] 李敏娜, 王铁男. 董事网络、高管薪酬激励与公司成长性 [J]. *中国软科学*, 2014(4): 138–148.
- [20] DOUGLAS M, COWHERD D, LEVINE I. Product quality and pay equity between lower-level employees and top management: an investigation of distributive justice theory [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1992, 37(2): 302–320.
- [21] HAUNSCHILD P R. Interorganizational imitation: the impact of interlocks on corporate acquisition activity [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1993, 38(4): 564–592.
- [22] 仲伟周, 段海艳. 基于董事个体态度和行为的董事会效率研究 [J]. *管理世界*, 2008(4): 177–178.
- [23] LARCKER D F, RICHARDSON S A, SEARY A, et al. Back door links between directors and executive compensation [J]. *SSRN Electronic Journal*, 2005, 26(2): 1–51.
- [24] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. *经济研究*, 2009(3): 110–123.
- [25] 谢德仁, 林乐, 陈运森. 薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验 [J]. *管理世界*, 2012(1): 121–140.
- [26] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资 [J]. *经济研究*, 2007(8): 110–121.
- [27] GRINSTEIN Y, HRIBAR P. CEO Compensation and incentives: evidence from M&A bonuses [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(1): 119–143.
- [28] 权小锋, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究 [J]. *南开管理评论*, 2010(4): 142–153.
- [29] BERTRAND M, MULLAINATHAN S. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principles are [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(3): 901–932.
- [30] KHWAJA A I, MIAN A. Tracing the impact of bank liquidity shocks: evidence from an emerging market [J]. *American Economic Review*, 2008, 98(4): 1413–1442.



(责任编辑 束顺民)