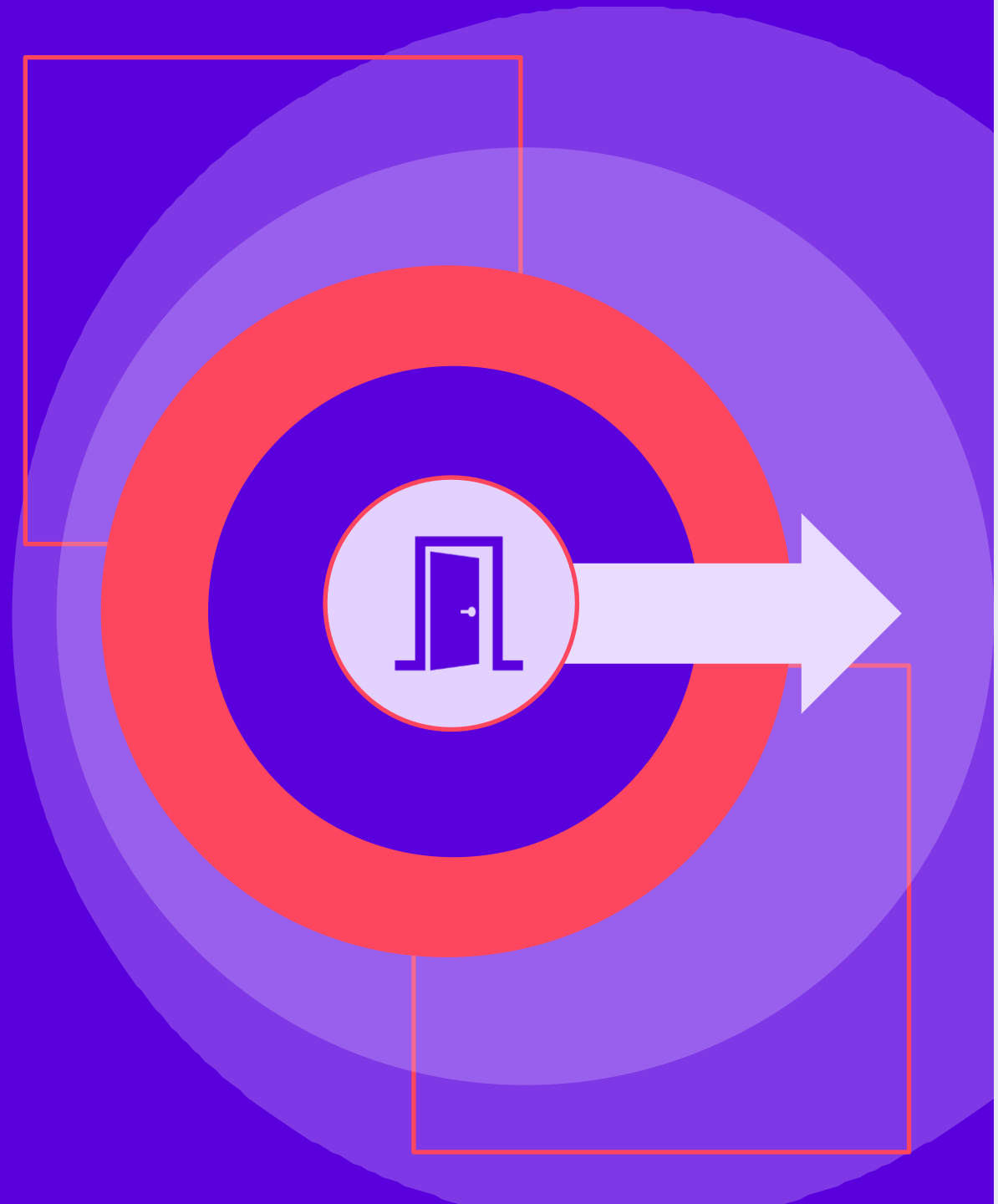


# 解锁风险投资密码：投资者声誉如何影响初创企业的命运

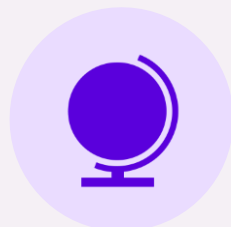
欧洲初创公司成功的投资者声誉影响分析



# 关于这项研究



该研究旨在探讨风险投资（VC）投资者的声誉是否可以预测他们所投资的初创公司的成功。



尽管在美国已经有类似研究，但关于欧洲情境的研究相对较少。该研究聚焦于VC声誉如何影响欧洲初创公司。



主要数据来自NGP Capital的数据与机器学习平台Q，该平台汇总了多个数据源的数据。数据集包括超过2000家欧洲初创公司及其投资者的信息。



这项研究基于NGP Capital现任和前任团队成员Lyydia Lappi and Joonas Laurikainen的研究工作。

# 风险投资（VC）的声誉是一项宝贵的资产，是投资者通过其投资活动逐渐积累起来的



- 在风险投资行业中，声誉具有经济价值<sup>1</sup>。— 举例来说，它可以帮助获得更好的投资机会，扩展更广泛的人际关系网络，并有助于筹集资金。
- VC的声誉随着时间的积累而建立，依托于各种显性和隐形元素，具体包括：
  - 投资和退出活动
  - 媒体曝光
  - 与其他VC的联系
  - 创始人和有限合伙人（LPs）的认可
- 在本研究中，声誉是通过投资者过去的退出成功来衡量的，包括IPO和并购等方面的表现。

## 在金融研究中的VC声誉

关于风险投资者声誉的研究已经增加，涵盖了它对什么产生影响以及如何影响风险投资者的表现和活动的多个方面。先前的文献主要关注了一些研究问题，例如：

- VC投资者的退出历史如何预测投资组合公司的退出表现（Nahata, 2008）
- VC投资者声誉是否带来更好的投资配置决策（Dimov et al., 2007）
- 投资者声誉与专业知识之间的关系（Kaplan & Schoar, 2005）

# 通过两个研究问题评估声誉对初创公司成功的影响



研究问题1

一个投资者的声誉，通过他们以往的成功退出**价值**来衡量，是否对他们投资的初创公司的结果产生积极影响？



研究问题2

一个投资者的声誉，通过他们以往成功退出的**频率**来衡量，是否对他们支持的初创公司的命运产生积极影响？

初创公司的成功通常考虑以下两个方面：

- 通过首次公开募股（IPO）或并购（M&A）成功退出的可能性。
- 成功通过IPO或M&A退出所需的时间，即**成功退出的时间**。

主要的假设是，有声誉的VC更有可能拥有成功的退出并能够更快地帮助初创公司成功退出。

# 投资者的声誉是通过过去退出历史的价值和频率来评估的



作为研究问题1的代理变量

IPO 和 M&A 的价值

“过去退出的质量”是通过投资者成功获得的过去IPO和M&A交易的市场价值占比来衡量的。

通常情况下，以高估值成功退出的公司往往能够执行商业计划并具有良好的增长前景。这对于投资者的声誉是有益的，因为高价值交易也会受到媒体的广泛关注。

作为研究问题2的代理变量

IPO 和 M&A 的频率

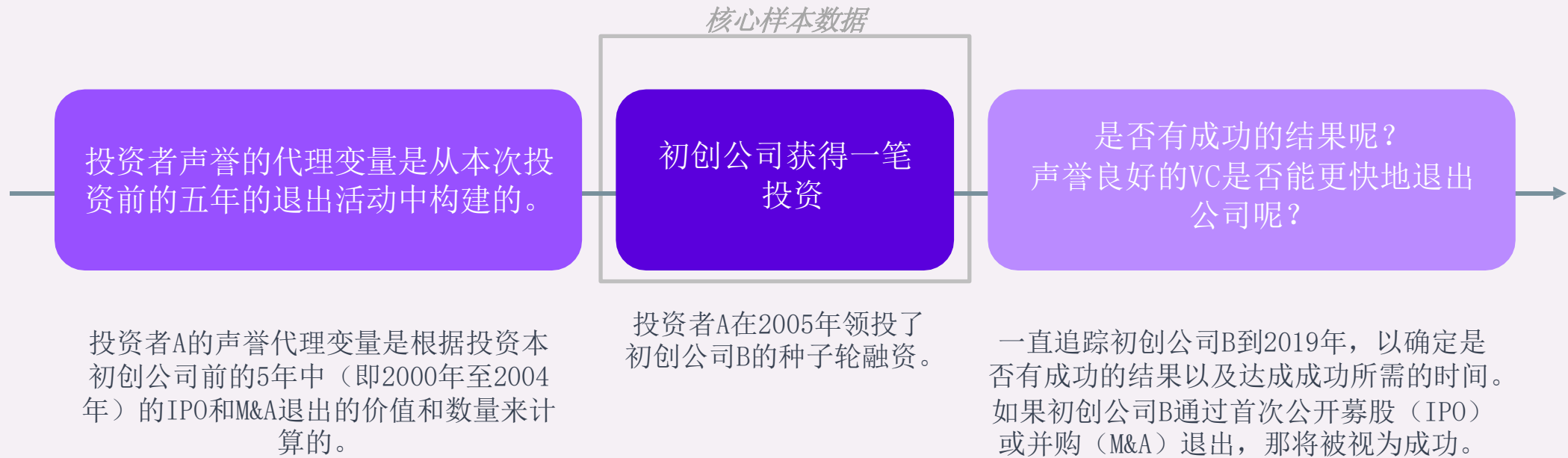
“过去退出的数量”是通过投资者完成的IPO和M&A交易的累计数量来衡量的。

较高的退出数量被认为是提升声誉的一个因素，因为它有助于展示投资者的执行能力，尤其是在LP、其他VC和寻求投资的潜在初创公司眼中。

# 投资者的历史退出业绩与他们投资的初创公司进行匹配



主要研究数据包括2244家欧洲初创公司，它们在2000年至2015年期间获得了首轮投资。投资者声誉的代理变量是根据这些投资的领投投资者在投资前五年的表现构建的。这些初创公司被追踪至2019年底，以确定是否获得了成功的结果<sup>1</sup>。



<sup>1</sup>方法论类似于Nahata（2008）的先前研究，“Venture capital reputation and investment performance”。

# Index Ventures对Adyen的投资是一个声誉良好的投资者成功投资初创公司的案例



投资者声誉的代理变量是根据投资前5年的退出活动形成的

初创公司获得一笔投资

是否有成功的结果呢？  
声誉良好的VC是否能更快地退出公司呢？

Index Ventures成立于1996年，是欧洲最古老的风险投资公司之一。在2009年至2013年期间，它通过成功退出投资，如Criteo（2013年IPO，17亿美元）、Supercell（2013年M&A，15亿美元）和Micromet（2012年M&A，12亿美元），获得了声誉。这些成功的退出事件有助于建立投资者声誉。

在2014年，Index Ventures投资了一家全渠道支付公司Adyen。

Adyen在2018年通过首次公开募股（IPO）成功上市，市值为80亿美元，距离Index Ventures对该公司的投资仅有4年的时间。

# 主要研究发现表明，投资者声誉对投资组合公司的结果产生积极影响



发现1

根据分析，风险投资者的声誉，通过过去IPO和M&A的**价值**来衡量，对未来成功退出的可能性产生积极影响<sup>1</sup>。声誉良好的投资者还与未来投资组合公司的更快退出时间相关联。



发现2

研究结果还部分表明，风险投资者的声誉，通过历史IPO和M&A的**频率**来衡量，对未来成功退出的可能性和执行速度产生积极影响<sup>2</sup>。

1) 研究结果在回归分析的整个过程中具有统计学上的显著性，显著水平为1%。  
2) 在大多数测试的回归模型中，结果至少在10%的显著水平上具有统计学显著性。



# 建立和维护声誉应成为VC的一个重要考虑因素



该研究强调了之前在美国进行的研究结果在欧洲同样适用：**通过过去的成功退出积累的声誉对未来的退出具有积极影响。**



通过投资者过去退出的价值来衡量的声誉似乎对投资组合公司的成功有更强的影响，而不是退出的数量。这可能意味着“**质量**”比“**数量**”更重要。



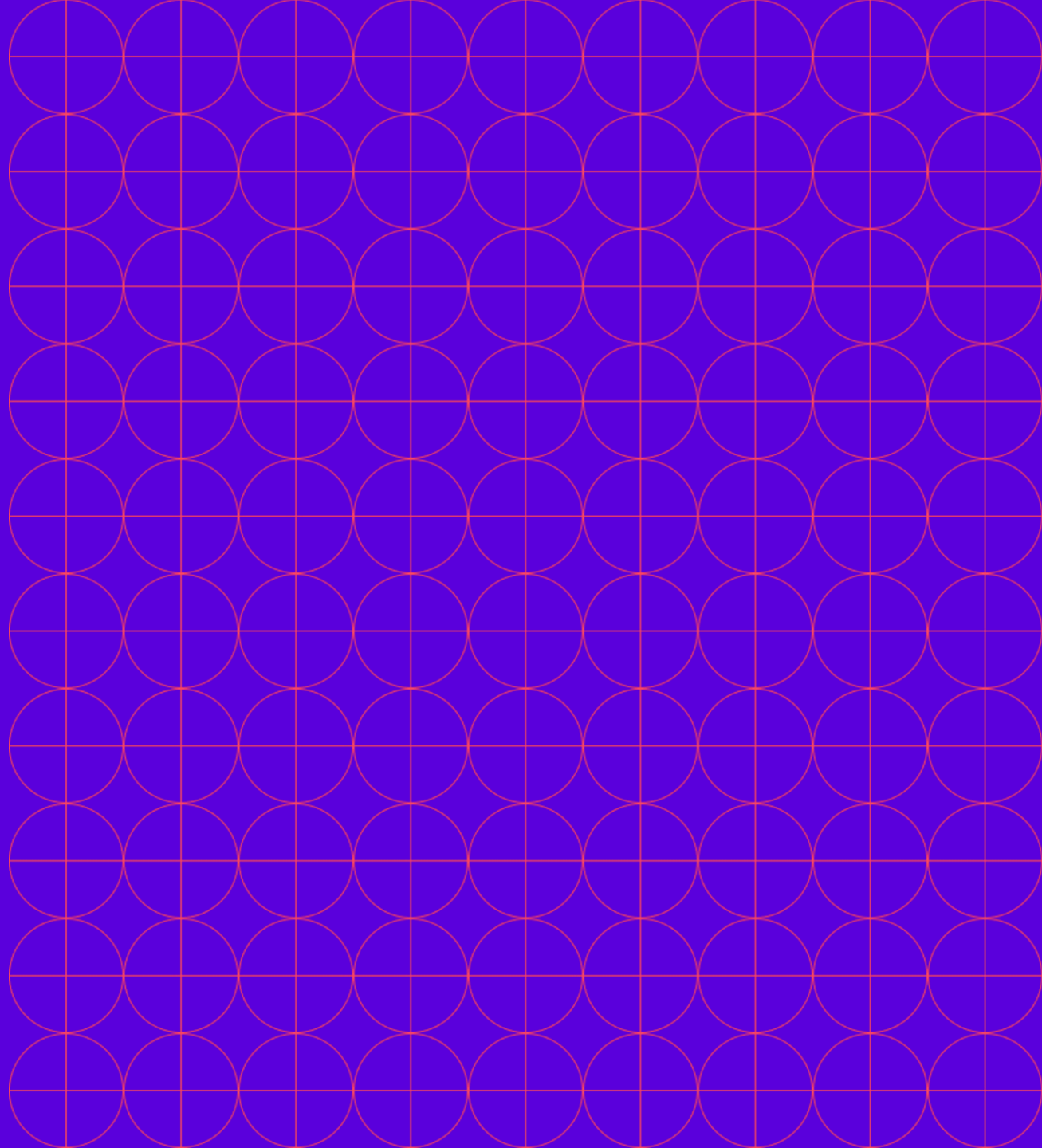
VC的声誉会积累，这可以形成一个良性循环，过去的成功也能促成未来的成功。



这项研究的时期相对较早，当时欧洲的风险投资生态系统与今天相比相对不够成熟。此后，发生了像Spotify和Skype这样的大规模退出事件，提升了本世纪风险投资者的声誉。这些事件表明声誉可以随着时间的推移不断增长，对未来的投资成功产生积极影响。



# 附录



## 方法:

- **退出的可能性**是通过逻辑回归衡量的。逻辑回归模型是一种统计模型，用于建模二元结果，其中感兴趣的结果是一个二元变量。在这项研究中，感兴趣的结果是独立变量“Exit Success”，如果投资组合公司在2019年之前通过IPO或M&A退出，则其取值为1，否则为0。
- **退出时间**是通过Cox比例风险模型来研究的。比例风险模型允许分析事件的时间，即在这种情况下，成功退出需要多长时间。此外，通过该模型，我们还可以考虑数据的右截尾特征，因为截至2019年尚未成功退出的公司被视为清算，尽管它们仍有可能成功退出。
- 这两种模型都经过测试，包括考虑了初创公司质量的变量和不考虑初创公司质量的变量。这些模型有助于分析声誉如何影响成功退出的可能性和速度，以及如何受到初创公司质量的影响。

## 变量:

### 两个因变量:

- **成功退出:** 根据初创公司在2000年至2019年期间的状态，初创公司被视为“成功”（1），如果它已经上市或被收购，或者被视为“失败”（0），如果没有。这是用于退出可能性分析的因变量。
- **退出时间:** 是指从初始投资到退出之间的时间。这是用于时间至退出分析的因变量。

### 自变量采用以下变量:

- 声誉的代理变量（IPO和M&A市值和频率）
- 其他投资者特征（关联度，经验，VC类型）
- 初创公司质量指标（VC联合规模，收到的融资额）
- 市场特征（退出市场和竞争环境）

## 方法的说明

- 这项研究探讨了投资者声誉的影响，但**初创公司的成功受到许多其他因素的影响**，如创业者的过去经验、是否是某个领域的创造者，甚至有时是运气。
- 这项研究代表了一种现象，而不是当前的状态。数据来自欧洲风险投资生态系统相对不够成熟的时期（投资者声誉的数据范围为1995年至2014年，初创公司在2000年至2015年间获得投资）。
- 这项研究的目的是发现是否有声誉良好的投资者和成功结果之间的关系，了解价值是如何创造的，将作为进一步研究的主题。



[www.ngpcap.com](http://www.ngpcap.com)