

风险投资地域经验与企业异地并购*

董静¹ 余婕^{1,2}

(1. 上海财经大学商学院,上海 200433;

2. 上海外国语大学贤达经济人文学院,上海 200083)



内容提要:风险投资作为现代金融主体和专业投资机构,在企业战略推进中发挥着越来越重要的作用。异地并购活动庞杂而多变,收购方往往借助专业投资机构的力量以有效应对并购中可能出现的挑战。风险投资对企业异地并购行为的影响有待深入研究。本文以2008—2017年中小板和创业板上市公司480个有风险投资介入的异地并购数据为研究样本,实证分析风险投资的地域经验是否会影响被投企业的远距离异地并购偏好。研究表明:(1)风险投资的异地投资经验和投资地理多样性均对被投企业的远距离异地并购产生了传染效应,以社会资本支持、信息获取和声誉信号为基础的模仿机制,使收购方与其风投机构在投资行为上呈现出偏好趋同性;收购方所在地制度环境越不完善,风险投资的地域经验对被投资企业远距离异地并购偏好的影响越大。(2)进一步的异质性检验发现,风险投资的地域经验对企业远距离异地并购偏好的传染效应在逆流并购情境中更显著;传染效应还促使低制度环境地区的企业更倾向到制度环境劣于本地的地区去并购;当风险投资与被投资企业具有地理邻近性时传染效应更显著。本研究对深化理解风险投资机构与被投资企业之间的战略行为互动、拓展战略管理研究具有重要意义,也为企业开展异地并购及跨地域资源流动提供了新的理论视角和现实参考。

关键词:风险投资 地域经验 远距离 异地并购 制度环境

中图分类号:F270;F830.59 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)04—0088—20

一、引言

企业并购根植于地方经济活动,具有较强的地理空间属性。经济地理学者运用区位分析,从产业集聚、资源禀赋、空间扩张等角度对资本的跨区域流动进行了解释。不少实证研究发现,企业并购呈现出较明显的本地偏好,但也有学者认为,跨地区并购具有使企业获取异质性或稀缺性资源、产生节税成本效应、激发公司治理溢出效应等好处。当企业的投资经验丰富、信息搜寻能力和资源整合能力较强时,不妨选择并购远距离的目标企业(Chakrabarti和Mitchell,2013)^[1]。近年来,学者们对并购区位选择的动因进行了分析,主要从两条脉络展开:一条脉络是宏观因素的影响,学者们探讨了地方政府干预(潘红波等,2008)^[2]、地区经济发达程度(姜付秀等,2015)^[3]、税收竞争关系

收稿日期:2020-10-05

* **基金项目:**国家自然科学基金面上项目“‘鱼水相依’抑或‘与鲨共舞’公司风险投资的作用机制与双重效应研究——基于多元主体互动的视角”(71872108);上海财经大学研究生创新基金项目“衍生创业企业成长能力、风险投资介入与经营绩效的研究”(CXJJ-2018-334)。

作者简介:董静,女,教授,管理学博士,研究领域是公司战略、风险投资、创新创业,电子邮箱:dong_jing@mail.shufe.edu.cn;余婕,女,副教授,博士研究生,研究领域是公司战略、创新创业、风险投资,电子邮箱:echo.yujie@hotmail.com。通讯作者:董静。

(王凤荣和苗妙,2015)^[4]、企业风格与政府环境的互动(肖土盛等,2018)^[5]等因素;另一条脉络是不同主体的影响,除了研究政府主体的影响之外,现有研究多从公司治理的微观视角展开,比如高管地方政治关联的影响(江若尘等,2013)^[6]、企业家影响力的驱动(蔡庆丰等,2017)^[7]、异地独立董事的社会资本作用(刘春等,2015)^[8]。总体而言,学者们虽然考虑了外部宏观环境和内部公司治理的影响,但较少关注企业利益相关者的作用,尤其缺少对风险投资这一关键利益相关主体的关注。风险投资具有空间集聚、跨空间转移价值、就近偏好等投资空间行为特征,其对产业创新产出、资源流动和地区发展的促进作用已被现有研究所证实。近年来,风险投资在企业并购市场中发挥的作用越来越突出,从风险投资的角度深化并购区位选择研究具有突出的理论和现实意义。

关于风险投资与企业并购的关系,学者们对风险投资与被投资企业并购行为及经济后果的关系进行了研究。一方面,风投介入对并购行为会产生影响。风投通过抑制管理层过度自信、缓解并购中信息不对称及优化并购标的选择,能降低企业的并购频次、提高收购方非现金支付概率、抑制多元化并购的发生(宋贺和常维,2020)^[9]。此外,企业上市后锁定期的并购活跃度也受到具有短期逐利性特征的风投的抑制(曹婷等,2015)^[10]。另一方面,风投的介入还会影响并购绩效。风投的高参与度和高声誉能促进并购绩效的提升(李曜和宋贺,2017)^[11]。当企业开展异地并购时,若得到异地风投的支持,则能依赖异地风投提供的咨询功能创造更好的并购绩效(李善民等,2019)^[12]。

学者们对风险投资的地域经验及与被投资企业战略行为关系的研究,也为本研究提供了文献支持。由于距离衰减效应对获取空间知识的影响,风投要减少对被投资企业的管理成本和风险,最简便的办法就是缩短与企业的空间距离(Cumming和Dai,2010^[13];袁新敏和张海燕,2016^[14]),这种认知促使风投就近集中投资,在就近的区域形成地域经验。就近投资使风投能频繁光顾投资项目,既提高了沟通效率,又收集到充分的信息,从而更便利地影响企业的战略行为和经营(Sorenson和Stuart,2001)^[15]。支持地域多样化投资的学者们则相信,风投在多地域投资中形成的适应性会带来积极的效果。投资地理多样性和适应性越强的风投,因业务遍布性广,对各区域的企业和当地政治经济背景更为了解,从而获得更多的外部资源,更容易从投资中获益(王曦等,2015)^[16]。偏好异地投资的风投,会更加勤勉地借助各种方式弥补不能近距离监控被投资企业的不足,通过提高努力水平为企业提供增值服务,并采取与被投资企业距离较近的投资机构联合的方式,达到有效监控企业、影响其经营的目的(Sorenson和Stuart,2008)^[17]。

回顾相关文献发现,风险投资影响企业并购的研究还存在以下不足:一是主要关注了并购行为的经济后果,而风投对并购行为本身的影响研究较为缺乏。二是以并购区位选择作为切入点,探究风投介入影响的视角尚未受到关注,风投介入是否以及缘何影响企业并购区位选择的机理有待挖掘和揭示。三是在风投介入与企业并购的关系中,学者们主要探究了风投作为主动施加影响的一方产生作用的机理,而隐性的作用机制(比如,风投被企业学习和模仿)未得到研究关注,以及风投的投资策略是否会影响企业的并购策略,也存在研究“黑箱”。本文以异地并购作为研究对象,以上市公司有风险投资介入的异地并购事件开展实证研究,探究风险投资影响被投资企业异地并购行为的逻辑机制。具体而言,本文将重点研究以下两个问题:一是被投资企业的异地并购行为是否体现出对风险投资机构投资策略的战略追随,从而产生了战略行为上的“传染”效应,即风险投资在异地投资和多地域投资中形成的经验是否以及如何促进被投资企业的远距离异地并购。二是风险投资的地域投资经验对被投资企业远距离异地并购偏好产生“传染效应”的情境机制,即这种影响是否受到并购双方所在地区的制度环境以及双方之间地理邻近性的影响。

本文的边际贡献在于:(1)拓展了并购区位选择的研究范式。立足风险投资这一现代金融主体和企业利益相关者,建立风险投资与异地并购区位选择的理论分析框架。既探讨了风投对企业远距离异地并购偏好产生影响的作用机理,又分析了区域制度环境作为外部环境因素的调节机制,

为异地并购研究提供新的理论依据和经验证据。(2)丰富了风险投资影响企业并购战略行为的研究。从风投投资策略与企业并购策略关系的角度探讨了风投与企业在投资地域偏好上的战略行为趋同,为理论界研究并购策略、风投投后管理及跨区域资源流动提供新的研究视角,也为企业审视异地并购行为、更好地开展并购提供参考。(3)在风投对企业并购行为的影响中,本文重点关注了被投资企业作为主动方对风投投资策略的学习和模仿机制,并从异质性组织间的战略行为联动视角对组织模仿理论进行了研究补充。另外,本文将影响机制置于具有地区差异性的外部制度环境、经济发展水平中对比和考察,为不同地区深化理解本区域企业异地并购提供了可借鉴的思路。

二、文献回顾与研究假设

1. 风险投资地域经验与企业远距离异地并购偏好

风险投资对被投资企业战略行为的影响存在两种可能的机制:一种机制以风险投资为主导,即风险投资对企业施加的有目的的主动性行为(董静和汪立,2017)^[18]。风投影响企业战略选择的“培育论”认为,风投具有依托丰富经验和专业能力对企业开展增值服务及监督控制的能力,企业的战略决策与实施受其影响、塑造和培育。另一种机制以被投资企业为主导,即企业对风投机构的战略行为主动模仿。组织模仿理论和同伴效应为第二种机制提供了解释。新制度理论提出组织模仿是组织面临外部不确定性时做出的一种响应,当环境面临不确定性或目标模糊不清时,企业就会以其他组织作为自身行为的参照,通过效仿更有声誉公司的行为以寻求传递本公司合理的信号,获得行为的“合法性”(Lieberman和Asaba,2006^[19]; DiMaggio和Powell,1983^[20])。

作为金融中介,风险投资具有广阔的关系网络、良好的社会声誉、丰富的投资经验,其投资活动会带动其他组织追随或效仿。风投在进行投资活动时,其中一项重要的战略决策就是关于投资地域的选择。虽然一些风投在选择投资目标时具有地理亲近倾向和地理集聚倾向,但随着竞争的加剧和交通日益便利带来的易达性,风投也热衷异地投资和多地域投资以寻求有利的机会(龙玉等,2017)^[21]。风投在进行远距离投资时,更高的交易成本促使投资人对远距离项目进行更严格的筛选、更周密的部署和管控,从而最终表现出地理上的“逆向选择”现象,即风投与被投资企业相距越远,被投资项目反而具有越高的投资质量和成功率(龙玉和李曜,2016)^[22]。风投在不断投资的同时也编织了广泛的联合投资网络,风投之间的联络有效传播了区域具有潜在投资机会的信息,从而扩展了交易的空间范围,具有广泛社会网络的风投往往更频繁地开展远距离投资(Sorenson和Stuart,2001)^[15],进而积累了丰富的异地投资经验。总之,风投在异地投资行为中成功的绩效创造和经验获取,都使其成为了被投资企业为自身异地投资行为寻求“合法性”的参照对象。

代理理论也为企业对风投机构战略行为的模仿提供了解释。Scharfstein和Stein(1990)^[23]发现,出于代理问题的考虑,管理者往往乐于模仿其他管理者的投资决策,以期维护自身在经营企业方面的良好声誉。面对日新月异的内外部环境挑战,管理者单纯依靠自身信息已经难以满足决策需要,企业外部伙伴的决策和行为便会成为关键参照物,当面对不甚清晰的环境因素和变化时,很可能将外部伙伴的模式当作决策制定的参考(Cohen等,2008)^[24]。因而,出现由外部伙伴向管理者“传染”所导致的企业决策的同步现象,即“同伴效应”。对同伴的模仿本质上是一种战略学习,不仅仅存在于同质(同行业、同地区等)的企业之间,也可能存在于异质的组织间。风投与被投资企业就属于具有同伴关系的异质性组织。被企业对风投投资行为的模仿作为一种跨边界的战略学习,从远距离异地并购的决策与行为来看,其内在作用机理主要包括以下几个方面:

(1)社会资本支持机制。地理距离是阻碍异地并购的主要因素之一(Radu,2016)^[25]。风投跨地区投资及多地域投资形成的地域经验能为企业开展远距离并购提供社会资本支持,弱化地理距

离带来的并购障碍。风投在开展异地投资时,往往采取与外地风投携手投资的空间联合模式,或实行在异地开设办事处、设立分公司的空间扩展模式,多样的投资模式有利于将投资范围延伸到外地。风投的异地投资经历不仅提高了跨地区开展经营活动和构建社会网络的经验,积累了跨区域的社会资本,还增强了斡旋异地政府关系的能力(李善民等,2019)^[12]。另外,风投的关系网络和异地投资经验能大大降低被投资企业并购过程中的代理成本,减少过度支付,缓解整合的风险,避免因异地并购毁损公司价值的情况发生(高扬,2020)^[26]。总之,风投的跨区域的投资经验、运营能力和关系资本能帮助企业远距离异地并购中突破多重障碍,为跨地区拓展争取发展资源,降低并购风险。

(2)信息获取辅导机制。地理距离是信息不对称的主要来源。在异地并购中,组织通常缺乏评估目标企业价值的有效信息,面临较高的信息不对称性和并购风险(孙轶和武常歧,2012)^[27]。从获取信息的价值来看,风投在多地域的多次投资中往往积累了丰富的信息获取渠道,能帮助企业获取关于投资目标选择、潜在投资机会及优化投资项目管理的信息和专业化建议(曹婷和李婉丽,2020)^[28],从而缓解远距离并购中因地理距离产生的信息获取困难。风投通常还主动帮助企业与其他市场中介和投资者建立良好的合作关系(胡刘芬和周泽将,2018)^[29],降低并购过程中企业与外部机构之间的信息不对称。从获取信息的成本来说,风险资本作为市场中的“信息经纪人”,其最重要的作用之一就是引导市场资源的有效配置。风投经验越丰富,越具有优质的咨询和增值服务能力,就越能为企业提供更充分的并购辅导,有效降低信息搜集成本,帮助企业实现远距离异地并购协同效应。

(3)声誉信号示范机制。在诸多潜在模仿对象中,企业需要甄别向哪个对象和何种行为模仿。Haunschild和Miner(1997)^[30]将组织间模仿分为三种模式:①模仿被其他组织频繁采用的行为;②模仿其他企业的行为亮点、特征性行为轨迹;③模仿取得较好结果或已被证明能导向成功的行为。被投资企业对风投的模仿更有可能属于后两种情形。一方面,风投特有的跨地域和多地域投资的特征对企业起到基于行为轨迹的模仿效应;另一方面,风投跨地域和多地域投资形成的丰富经验起到声誉的信号传递效应(Ragozzino和Reuer,2011)^[31],对企业而言产生了基于行为结果的模仿效应。风投异地投资带来的投资回报成为被投资企业进行投资决策时的无形“标杆”,风投屡次在异地创造出成功企业的示范效应,传递出异地乃至远距离地区具有较大发展前景和广阔市场的信号,这种正的外部性对企业向远距离异地拓展产生很大的吸引和推力。

基于前述分析,从风投异地投资经验和投资地理多样性这两类地域经验对企业远距离异地并购偏好的“传染”及影响提出假设。其中,异地投资经验指风投较集中在异地开展投资,体现投资的异地偏好,代表异地投资的“深度”;投资地理多样性指风投的投资事件具有地域上的分散性,体现投资的多样性偏好,代表投资地域的“广度”。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}: 风险投资的异地投资经验与被投资企业的远距离异地并购偏好正相关,即风险投资的异地投资经验越丰富,企业越偏好进行远距离异地并购。

H_{1b}: 风险投资的投资地理多样性与被投资企业的远距离异地并购偏好正相关,即风险投资的投资地域越具有多样性,企业越偏好进行远距离异地并购。

2. 收购方制度环境的调节作用

制度环境是影响企业战略的重要外生因素,正式制度和非正式制度在一定程度上均能对企业战略产生影响(Peng,2002)^[32]。企业对其他组织的模仿行为同样会受到制度环境的影响。DiMaggio和Powell(1983)^[20]认为,置于既定制度环境中的组织具有“趋同化”的发展态势,并将组织间同质化演变的机制归为三类:专业化分工带来的规范性同构、为降低外界不确定性负面影响的模仿性同构、政策法规影响及获取合法化需求的强制性同构。鉴于存在不同的组织同构

机制,组织在应对外部制度环境压力时就存在战略行为选择上的差异。不同的同构机制也带给企业不同的制度环境压力,其中,模仿性同构带来的模仿性压力驱使组织为了消减不确定性,积极地效仿制度环境中的其他组织,进而形成与被效仿组织的行为趋同。收购方面临外部制度压力时,对采取更激进战略行为的“合法性”诉求更强,驱动了其向同伴中的示范者进行模仿的战略反应。

作为正式制度的要素市场是企业远距离异地并购时考虑的重要因素。被视为“地方性资产”的资源禀赋、劳动力素质、资本供给情况、市场发育程度、创新环境等区域因素,对开展并购产生了不容忽视的影响(Boschma 和 Hartog,2014)^[33]。当收购方本地要素市场发展水平较高时,企业更倾向于信任本地商业环境,更愿意以近距离企业作为并购标的,即呈现出就近并购偏好。将风投能提供的远距离并购支持与本地要素环境所能提供的支持进行对比,企业更看中本地的资源优势。而当收购方本地经济和要素市场欠发达,即本地要素、人力资源供应、客户需求和金融支持等无法满足企业发展需求时,异地并购便成为企业扩张升级和资源配置更偏好的战略选择(Rodríguez-Pose 和 Zademach,2003)^[34]。若收购方地区要素市场发展落后于标的方地区,则要素市场扭曲带来的资源错配程度比标的方地区更甚,导致收购方在并购关系中处于竞争劣势,市场摩擦也会加大(姚益龙等,2014)^[35]。为了缓解并购关系中的不利地位,收购方会更看重风投地域经验所带来的资源和支持,对风投的依赖性更强。而在远距离异地并购中,地理距离增加了收购双方的不熟悉程度及对制度环境差异的掌握程度,从而增加了并购的不确定性,这使得收购方对风投的地域经验产生更强的需求。

除了正式制度以外,组织决策也深受作为非正式制度的社会网络的深刻影响,社会网络被视为弥补正式制度缺失的替代性机制。若地区市场条件不够健全,则管理决策者对市场信息的获取、规则和合约的执行等不得不借助外部联结及社会网络关系达成(Peng 和 Luo,2000)^[36]。在欠完善的制度环境下,正式制度约束(如法律和规则)较弱,非正式制度(如嵌入在企业与外部利益相关者之间的关系)可能在实现重要的战略行为中扮演举足轻重的角色,风投通过异地投资和多地域投资积累的地域经验形成的社会网络优势或将愈发凸现。因此,本文提出如下假设:

H_{2a}:收购方地区制度环境负向调节了风险投资的异地投资经验与企业远距离异地并购偏好之间的关系。

H_{2b}:收购方地区制度环境负向调节了风险投资的投资地理多样性与企业远距离异地并购偏好之间的关系。

基于以上分析,构建收购方制度环境调节作用下风投地域经验对企业远距离异地并购偏好的影响机理模型,如图1所示。

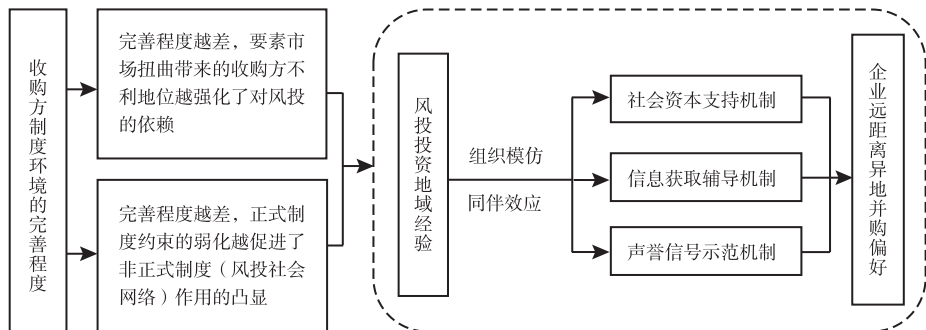


图1 风投地域经验影响企业远距离异地并购偏好的机理

资料来源:作者整理

三、研究设计

1. 样本和数据

考虑到我国 2007 年开始实施新会计准则,为了使数据具有一致性,以 2008—2017 年中小板和创业板的数据为来源,获取 480 个有风投介入的异地并购事件样本。数据确定过程如下:

(1) 并购事件样本的确定:从 CVsource 数据库获取以上市公司为收购方的并购事件,以及标的方的省份、城市和注册地址信息。从锐思数据库获取收购方的省份、城市和注册地址信息,通过与标的方数据匹配识别并购为本地还是异地并购。对于本地并购与异地并购的划分,遵循大多数文献的方法,以省份为标准,并购双方处于同一省份的并购事件界定为本地并购,不在同一省份的为异地并购。对数据做了如下处理:①剔除收购方、标的方为金融类的企业;②剔除收购方为 ST 公司的样本;③仅保留并购已完成的样本,若收购方在同一年份内对多家公司完成过并购,则仅保留并购当年完成的第一起并购,以降低不同事件间的相互影响;④剔除收购方为共同并购的情况,仅保留收购方为单独收购方的样本。

(2) 上市公司数据的获取:从国泰安、万德数据库获取上市公司的财务数据和公司治理数据,剔除数据缺失的样本。上市当年并购的相关数据从巨潮咨询网的招股说明书中获取。

(3) 风险投资机构名单的确定:从 CVsource 数据库获取风险投资机构的清单。从国泰安数据库获取企业十大股东数据。通过数据匹配获取并购当年十大股东中有风险投资介入的企业样本。在衡量风投地域经验时,借鉴董静等(2017)^[37]的研究,仅保留一家主导风投机构对应的数据。另外,本文采取更注重投资实质的风险投资识别口径。其一,剔除无投资事件记录的风投样本;其二,剔除仅单一投资了本研究的被投资企业、而未进行任何其他投资的风投样本;其三,剔除名称中虽含有“创业”“创业投资”“风险投资”,但并未开展风险投资业务的样本,以及投资对象仅为成熟的上市公司的机构样本;其四,近年来风投机构出现更名热潮,诸多机构名称中未含有“创业”“创业投资”“风险投资”字样,但以风险投资业务作为主业,本文对此类机构进行手工的逐一甄别检查,根据其经营实质,如果其股权事件中存在两笔或多笔风险投资事件,则界定为本研究范围的风投机构样本。

(4) 风险投资机构在并购事件发生前的投资数据确定:从 CVsource 数据库中按照风投机构名称逐家查找其历年投资事件,并以并购披露日为时间节点,手工筛选及逐家整理并购披露日之前各风投机构的投资事件数、异地投资事件数和在各省市投资的事件数。

(5) 宏观经济数据和地理信息的获取:从国泰安数据库获取 GDP、税收收入等宏观经济数据。地理距离、行车时间等数据则运用 python 软件从百度地图中根据收购方和标的方注册地址所在地的经纬度计算获取。

此外,为消除离群值对回归结果的影响,对连续变量在上下 1% 分位点进行 Winsorize 缩尾处理。数据处理和估计均采用 Stata16.0 完成。

2. 变量选择

(1) 因变量。企业远距离异地并购偏好(CRMA)。借鉴关静怡和刘娥平(2020)^[38]等的研究,以被投资企业(即收购方)与标的方企业注册地址经纬度之间的直线距离(10 千米)作为企业远距离异地并购偏好的代理变量。

(2) 自变量。从风投异地投资深度和广度两个层面来衡量风投地域经验:

风投异地投资深度:从两个细分角度衡量风投异地投资的深度:其一,风投异地投资经验(VCcroexpe),参考胡刘芬和周泽(2018)^[39]的研究,采用并购日之前,“主导风投的跨省投资事件数+1”取对数来表示异地投资的经验;其二,风投异地投资偏好(VCcropref),参考黄福广等

(2016)^[40]对投资地域偏好的衡量方法,采用并购日之前,“主导风投的跨省投资事件数占累计投资事件数的比重 $\times 100 + 1$ ”取对数来表示异地投资的偏好。

风投异地投资广度,即投资地理多样性($VCdiversity$):本文参考 Harrison 和 Klein(2007)^[41]等文献,采用 Blau 多样化指数作为地理多样性的测度方法。公式如下:

$$VCdiversity = 1 - \sum_{i=1}^N (P_i/P)^2$$

其中, P 为并购日前风投机构总的投资事件数; P_i 为并购日前风投机构在第*i*个省份的投资事件总数; N 为并购日前风投机构投资事件分布的省份个数。Blau 多样化指数的值在 0~1 之间,其值越大,说明投资的地理多样化水平越高。

(3)调节变量。收购方的地区制度环境(Acq_mkt),以并购当年收购方所在省份的市场化指数衡量地区制度环境,市场化指数得分越高表明制度环境越好,市场化指数的数据来源于《中国分省份市场化指数报告(2018)》。由于该报告数据只统计到 2016 年,故本文 2017 年的市场化指数仍沿用 2016 年的数据。

(4)控制变量。考虑如下控制变量:①上市时间(Age):用并购交易年份与收购方上市年份的差值表示;②公司规模($Size$):用并购前一年末收购方的总资产自然对数值表示;③财务杠杆(Lev):用并购前一年末收购方的资产负债率表示;④风险性($Risk$):用并购前一年末收购方的流动比率表示;⑤成长性($Growth$):用并购前一年收购方的主营业务收入增长率表示;⑥股权集中度($Share1$):用并购前一年收购方第一大股东持股比例表示;⑦股权制衡($Share251$):用并购前一年收购方第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值表示;⑧两职合一($Dual$):并购前一年收购方董事长和总经理是否两职能合一,若两职合一赋值为 1,否则为 0;⑨董事会独立性($Indep$):用并购前一年收购方独立董事人数/董事会人数表示;⑩税负水平(Tax):并购前一年收购方地区税收收入占 GDP 的比重;⑪风投机构年龄($VCexpe$):以并购交易年份减去主导风投机构的成立年份表示。此外,还控制了行业和年度,行业变量($Indu$)按照中国证监会的行业分类(CSRC)标准划分;年度变量($Year$)用年度的虚拟变量来控制时间差异,共得到九个年度虚拟变量。

3. 模型构建

根据前述理论分析和研究假设,构建风险投资地域经验与企业远距离异地并购偏好之间的关系模型,具体待检验模型构建如下:

$$CRMA = a_0 + a_1 VCX + a_2 Age + a_3 Size + a_4 Lev + a_5 Risk + a_6 Growth + a_7 Share1 + a_8 Share251 + a_9 Dual + a_{10} Tax + a_{11} VCage + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$CRMA = a_0 + a_1 VCX + a_2 Acq_mkt + a_3 VCX \times Acq_mkt + a_4 Age + a_5 Size + a_6 Lev + a_7 Risk + a_8 Growth + a_9 Share1 + a_{10} Share251 + a_{11} Dual + a_{12} Tax + a_{13} VCage + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中, VCX 代表自变量风投异地投资经验 $VCcroexpe$ 、风投异地投资偏好 $VCcropref$ 、风投投资地理多样性 $VCdiversity$ 。模型(1)验证风投地域经验(异地投资经验、异地投资偏好、投资地理多样性)对企业远距离异地并购偏好的影响;模型(2)验证收购方地区制度环境对风投地域经验(异地投资经验、异地投资偏好、投资地理多样性)与企业远距离异地并购偏好关系的调节作用。在上述两个模型中, $a_0 \sim a_{13}$ 表示样本回归系数, ε 为随机误差项。

四、实证检验及结果

1. 描述性统计和相关分析

首先,对纳入模型的所有变量进行描述性统计,主要变量的描述性统计结果如表 1 所示。结果

显示,样本企业异地并购距离的最小值为 9.205 (10 千米),最大值为 324.2 (10 千米),均值为 112.7 (10 千米),被解释变量呈现出的较高变异程度表明有进一步实证检验和分析的必要。

表 1 描述性统计分析

变量名称	变量代码	均值	标准差	最小值	最大值
企业远距离异地并购偏好	CRMA	112.7	63.970	9.205	324.2
风投异地投资经验	VCcroexpe	2.015	1.385	0	6.131
风投异地投资偏好	VCcropref	3.632	1.318	0	4.615
风投投资地理多样性	VCdiversity	0.539	0.304	0	0.920
收购方地区制度环境	Acq_mkt	8.031	1.574	3.720	10
上市时间	Age	3.36	2.710	0	11
公司规模	Size	11.94	0.891	9.787	14.28
财务杠杆	Lev	31.7	18.050	3.113	74.61
风险性	Risk	4.098	4.593	0.553	28.74
成长性	Growth	32.38	48.690	-34.950	300.5
股权集中度	Share1	33.22	13.890	9.980	69.99
股权制衡	Share251	99.64	66.870	9.649	307.8
两职合一	Dual	0.46	0.499	0	1
董事会独立性	Indep	37.3	4.981	33.330	50
税负水平	Tax	9.303	3.512	4.557	19.34
风险投资年龄	VCage	8.985	5.818	1	26

资料来源:作者整理

变量相关性系数如表 2 所示。结果显示,自变量、调节变量及控制变量的两两变量之间相关系数基本在 0.7 以下,表明变量间不存在严重的多重共线性,可进行下一步检验。经检验,模型的方差膨胀因子 VIF 不超过 8,也可以认为基准模型不存在多重共线性问题。

表 2 变量的相关性系数

变量	CRMA	Vccroexpe	VCcropref	VCdiversity	Acq_mkt	Age	Size	Lev
CRMA	1							
VCcroexpe	0.176 ***	1						
VCcropref	0.137 ***	0.546 ***	1					
VCdiversity	0.162 ***	0.761 ***	0.686 ***	1				
Acq_mkt	-0.161 ***	-0.011	0.039	0.010	1			
Age	-0.045	0.100 **	0.090 **	0.117 **	0.254 ***	1		
Size	-0.021	0.054	0.010	0.077 *	0.099 **	0.537 ***	1	
Lev	-0.021	0.009	0.03	0.036	-0.006	0.271 ***	0.390 ***	1
Risk	0.076 *	0.01	-0.015	0.006	-0.056	-0.268 ***	-0.246 ***	-0.665 ***
Growth	-0.037	0.061	0.02	0.044	0.006	0.142 ***	0.203 ***	0.156 ***
Share1	0.041	-0.031	0.028	0.039	0.037	-0.243 ***	-0.178 ***	0.007
Share251	-0.008	-0.022	-0.038	-0.102 **	-0.079 *	-0.078 *	-0.003	-0.062
Dual	0.154 ***	0.004	0.017	0.077 *	-0.060	-0.063	-0.029	-0.012
Indep	0.012	-0.006	0.044	0.048	0.052	0.101 **	-0.046	-0.028
Tax	-0.031	-0.016	0.095 **	0.099 **	0.445 ***	0.050	0.063	-0.155 ***
VCage	0.011	0.200 ***	-0.100 **	0.019	-0.035	0.175 ***	0.172 ***	0.102 **

续表 2

变量	<i>Risk</i>	<i>Growth</i>	<i>Share1</i>	<i>Share251</i>	<i>Dual</i>	<i>Indep</i>	<i>Tax</i>	<i>VCage</i>
<i>Risk</i>	1							
<i>Growth</i>	-0.129***	1						
<i>Share1</i>	-0.011	-0.086*	1					
<i>Share251</i>	0.050	0.089*	-0.766***	1				
<i>Dual</i>	0.009	-0.092**	0.121***	-0.129***	1			
<i>Indep</i>	0.005	0.017	0.130***	-0.132***	0.068	1		
<i>Tax</i>	0.166***	0.021	-0.022	-0.004	0.008	0.115**	1	
<i>VCage</i>	-0.103**	0.020	-0.196***	0.088*	0.033	0.020	-0.016	1

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著

资料来源:作者整理

2. 回归结果分析

回归的结果如表 3 所示,模型(1)~模型(3)检验了风投地域经验对企业远距离异地并购偏好的影响。结果表明,风投异地投资经验、异地投资偏好、投资地理多样性与企业异地并购距离均在 1% 的水平下显著正相关,拟合度 R^2 分别为 0.206、0.194、0.207,表明模型拟合良好。整体而言,风投地域经验促进了企业的远距离异地并购,假设 H_{1a} 、假设 H_{1b} 均得到有力的支持。

表 3 风投地域经验对企业远距离异地并购偏好影响的分析结果

变量	企业远距离异地并购偏好(CRMA)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>VCcroexpe</i>	8.231*** (2.281)			7.864*** (2.261)		
<i>VCcropref</i>		6.332*** (2.119)			5.516** (2.154)	
<i>VCdiversity</i>			36.880*** (9.633)			31.549*** (9.684)
<i>Acq_mkt</i>				-8.524*** (2.685)	-8.622*** (2.672)	-8.130*** (2.648)
<i>VCcroexpe</i> × <i>Acq_mkt</i>				-2.589* (1.454)		
<i>VCcropref</i> × <i>Acq_mkt</i>					-2.624* (1.402)	
<i>VCdiversity</i> × <i>Acq_mkt</i>						-18.484*** (6.365)
<i>Age</i>	1.414 (1.771)	1.488 (1.755)	1.535 (1.762)	2.735 (1.769)	2.699 (1.763)	2.703 (1.757)
<i>Size</i>	1.101 (5.300)	0.877 (5.287)	0.117 (5.282)	-1.598 (5.288)	-1.108 (5.293)	-2.233 (5.238)
<i>Lev</i>	0.442* (0.257)	0.399 (0.262)	0.411 (0.259)	0.429* (0.253)	0.370 (0.259)	0.384 (0.254)

续表 3

变量	企业远距离异地并购偏好(CRMA)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Risk</i>	1.888* (1.004)	1.991** (1.003)	1.940* (0.994)	1.745* (1.017)	1.839* (0.991)	1.609 (1.007)
<i>Growth</i>	0.002 (0.063)	0.014 (0.062)	0.009 (0.062)	0.009 (0.060)	0.016 (0.058)	0.013 (0.058)
<i>Share1</i>	0.415 (0.395)	0.331 (0.393)	0.406 (0.389)	0.533 (0.391)	0.452 (0.387)	0.481 (0.385)
<i>Share251</i>	0.126* (0.074)	0.112 (0.073)	0.134* (0.073)	0.126* (0.073)	0.119 (0.072)	0.129* (0.072)
<i>Dual</i>	23.859*** (5.957)	23.040*** (5.984)	21.865*** (5.982)	21.819*** (5.853)	21.956*** (5.872)	18.676*** (5.950)
<i>Indep</i>	0.199 (0.614)	0.122 (0.614)	0.161 (0.612)	0.124 (0.601)	0.069 (0.609)	0.223 (0.605)
<i>Tax</i>	-0.274 (1.003)	-0.499 (1.008)	-0.625 (0.999)	1.090 (1.128)	0.960 (1.121)	0.681 (1.122)
<i>VCage</i>	-0.458 (0.545)	0.054 (0.557)	-0.097 (0.548)	-0.683 (0.532)	-0.259 (0.552)	-0.349 (0.529)
<i>Indu</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	-11.580 (71.264)	-17.194 (71.424)	-10.567 (70.377)	34.958 (73.654)	20.178 (73.252)	23.647 (72.012)
R ²	0.206	0.194	0.207	0.236	0.224	0.244
N	480	480	480	480	480	480

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著；括号内为 *t* 值，下同

资料来源：作者整理

主效应的检验结果证实，风投在异地和多地域投资深耕积累的知识、资源、经验、声誉为企业选择更具冒险性的远距离异地并购提供了依靠，风投在异地和多地域投资中获取更多市场机会或创造出成功企业的示范也产生了信号传递效应，成为企业战略行为的学习“标杆”，使企业敏锐意识到异地市场的机会，因而在并购行为上也呈现出地区多元化和“趋远”偏好。

表 3 的模型(4)~模型(6)检验了收购方地区制度环境对风投地域经验与企业远距离异地并购偏好关系的调节作用。交互项的结果表明，收购方地区制度环境在 10% 的显著性水平下负向调节了风投异地投资经验、风投异地投资偏好与企业远距离异地并购之间的关系，在 1% 的显著性水平下负向调节了风投投资地理多样性与企业远距离异地并购之间的关系。模型(4)~模型(6)的拟合度 R² 分别比未加入交互项时有所上升，可见加入交互项后的模型解释力得到一定提高。这说明，风投地域经验对企业远距离异地并购的“传染”受到企业地域制度环境的影响，当企业所在地制度环境和市场化水平提高时，企业在并购过程中会减少对风投支持的依赖。假设 H_{2a} 和假设 H_{2b} 也得到验证。

调节效应的检验结果还表明，当收购方面临外部制度压力时，对采取远距离异地并购这项更具冒险性的战略行为的“合法性”诉求更强，因而产生了向作为经营同伴和行为示范者的风险投资进行模仿的战略反应。同时，收购方为了改善并购中的市场劣势，也更看重和依赖风投地域经验所能

带来的资源、社会网络等支持,从而更有可能被风投的投资策略所影响,进而模仿风投的异地投资行为开展远距离异地并购。

五、稳健性检验

1. 替换因变量的稳健性检验

本文替换了因变量企业远距离异地并购偏好的衡量方法,使用收购方与标的方注册地址经纬度之间的“最短行车时间(*Duration*)”作为代理变量。最短行车时间数据的获取步骤为:首先,利用python程序调用百度地图API端口,通过API坐标拾取器的经纬度转化功能,将注册地址进行地理编码转化为经纬度;然后,根据经纬度信息调用API中的路线规划功能,选择出行方式为汽车,从而获取两地之间的最短驾驶时间,即两地间最短行车时间的小时数。

前文通过直线距离测算距离远近,直线距离代表“空间距离”,而行车时间代表“经济距离”,直线距离并不等同于经济距离。经济距离表示各类资源穿越空间的难易程度,是对异地可达性的反映。交通的便利性会影响经济距离,但却不会影响直线距离。因而利用行车时间所代表的经济距离作为另一个视角进行检验。替换因变量的检验结果如表4所示,参数估计与显著性没有改变。说明前述模型获得的实证分析结论有较好的稳健性。

表4 替换因变量的稳健性检验结果

变量	企业远距离异地并购偏好(<i>Duration</i>)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>VCcroexpe</i>	1.091*** (0.308)			1.046*** (0.306)		
<i>VCcropref</i>		0.840*** (0.291)			0.734** (0.296)	
<i>VCdiversity</i>			4.995*** (1.306)			4.319*** (1.314)
<i>Acq_mkt</i>				-1.025*** (0.349)	-1.041*** (0.348)	-0.978*** (0.345)
<i>VCcroexpe</i> × <i>Acq_mkt</i>				-0.375* (0.196)		
<i>VCcropref</i> × <i>Acq_mkt</i>					-0.360* (0.185)	
<i>VCdiversity</i> × <i>Acq_mkt</i>						-2.415*** (0.837)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	-0.350 (9.280)	-1.096 (9.327)	-0.249 (9.161)	5.422 (9.644)	3.368 (9.619)	3.832 (9.445)
R ²	0.211	0.199	0.212	0.237	0.224	0.244
N	480	480	480	480	480	480

资料来源:作者整理

2. 替换自变量的稳健性检验

本文替换了自变量风投投资地域经验各变量的衡量方法,采用跨市投资的数据替换前述的跨省投资数据。具体来说,用并购日前跨市投资事件数取对数(*VCcityexpe*)衡量风投异地投资经验,

以跨市投资占比 ($VCcitypref$) 衡量风投异地投资偏好, 跨市投资占比 = $\ln(\text{并购日前风投跨市投资事件数} / \text{投资总数} \times 100 + 1)$, 用跨市投资分布的城市数量 ($VCcitydive$) 衡量风投投资地理多样性。替换自变量的检验结果如表 5 所示, 除了跨市投资事件数与收购方地区制度环境的交互项不显著, 但符号仍为负号之外, 其他均可得到与前述模型一致的实证结果, 参数估计与显著性也没有改变。说明前述模型获得的实证分析结论有较好的稳健性。

表 5 替换自变量的稳健性检验结果

变量	企业远距离异地并购偏好 ($CRMA$)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$VCcityexpe$	7.570*** (2.246)			7.470*** (2.220)		
$VCcitypref$		8.128*** (2.725)			32.600** (14.233)	
$VCcitydive$			0.445** (0.195)			2.219** (0.858)
Acq_mkt				-8.953*** (2.683)	-8.510*** (2.687)	-9.413*** (2.658)
$VCcityexpe \times Acq_mkt$				-1.816 (1.546)		
$VCcitypref \times Acq_mkt$					-3.188* (1.810)	
$VCcitydive \times Acq_mkt$						-0.212** (0.104)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$cons$	-15.944 (71.935)	-24.448 (71.667)	-7.069 (71.949)	30.063 (74.113)	-82.473 (93.490)	26.668 (72.890)
R^2	0.201	0.195	0.193	0.229	0.223	0.227
N	480	480	480	480	480	480

资料来源: 作者整理

六、异质性检验

1. 区分并购方向的检验

为了分析主效应在不同经济发展程度的区域是否存在差异, 将样本分为顺流并购(高经济发展水平地区企业并购低经济发展水平地区企业)和逆流并购(低经济发展水平地区企业并购高经济发展水平地区企业)。经济发展水平以各城市的人均 GDP 衡量。

表 6 为顺流并购的检验, 模型(1)、模型(2)表明, 风投异地投资经验、异地投资偏好均在 1% 的显著性水平下正向影响企业远距离异地并购偏好。模型(4)、模型(5)显示, 收购方制度环境对风投异地投资经验、异地投资偏好与企业远距离异地并购偏好关系的调节作用不显著。

表 7 为逆流并购的检验, 模型(1)、模型(2)表明, 风投异地投资经验在 1% 的显著性水平下正向影响企业远距离异地并购偏好, 风投异地投资偏好对企业远距离异地并购偏好的影响不显著, 但符号仍为正。模型(4)显示, 收购方制度环境在 5% 的显著性水平下负向调节风投异地投资经验与企业远距离异地并购偏好的关系。从拟合度 R^2 来看, 逆流并购下均具有比顺流并购及前述表 3 全

样本模型更高的拟合度,说明逆流并购模型具有更强的解释力。

表 6 的模型(3)和表 7 的模型(3)表明,风投投资地理多样性均在 1% 的显著性水平下正向影响企业远距离异地并购偏好,表 6 的模型(6)和表 7 的模型(5)则表明,在顺流并购和逆流并购下,收购方制度环境分别在 1% 和 5% 的显著性水平下均负向调节了风投投资地理多样性与企业远距离异地并购偏好之间的关系。但从拟合度 R^2 来看,逆流并购下具有比顺流并购及前述表 3 全样本模型更高的模型拟合度,说明逆流并购下的模型解释力更强。

表 6 顺流并购下的分析结果

变量	企业远距离异地并购偏好(CRMA)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>VCcroexpe</i>	9.233 *** (3.456)			9.883 *** (3.705)		
<i>VCcropref</i>		10.259 *** (2.857)			11.689 *** (2.928)	
<i>VCdiversity</i>			45.850 *** (14.585)			52.711 *** (14.655)
<i>Acq_mkt</i>				-1.822 (4.729)	-1.080 (4.564)	-0.044 (4.524)
<i>VCcroexpe</i> × <i>Acq_mkt</i>				-1.651 (2.750)		
<i>VCcropref</i> × <i>Acq_mkt</i>					-3.850 (2.443)	
<i>VCdiversity</i> × <i>Acq_mkt</i>						-28.700 *** (10.274)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	29.984 (100.726)	45.554 (100.395)	47.640 (98.975)	91.343 (104.327)	122.261 (106.090)	113.680 (103.834)
R^2	0.299	0.301	0.304	0.301	0.309	0.326
N	255	255	255	255	255	255

资料来源:作者整理

表 7 逆流并购下的分析结果

变量	企业远距离异地并购偏好(CRMA)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>VCcroexpe</i>	9.592 *** (3.431)			6.022 ** (3.003)	
<i>VCcropref</i>		4.330 (3.192)			
<i>VCdiversity</i>			39.747 *** (13.829)		25.022 * (14.410)
<i>Acq_mkt</i>			-13.754 *** (3.552)	-14.954 *** (3.510)	

续表 7

变量	企业远距离异地并购偏好 (CRMA)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$VCcroexpe \times Acq_mkt$				-4.007** (1.732)	
$VCdiversty \times Acq_mkt$					-16.693** (8.127)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	29.984 (100.726)	45.554 (100.395)	47.640 (98.975)	91.343 (104.327)	113.680 (103.834)
R ²	0.366	0.340	0.364	0.454	0.453
N	225	225	225	225	225

资料来源:作者整理

由此得出结论:(1)逆流并购下风投地域经验对企业远距离异地并购偏好的促进作用略为更强,当企业以经济发展水平优于本地的远距离异地企业作为并购目标时,由于收购方所在地相比标的方所在地而言在资源、要素等方面的劣势,收购方对风投支持的依赖性更大;(2)当收购方制度环境不完善,且又要对经济发展水平高于本地的企业开展逆流并购时,收购方更倾向依靠风投地域经验带来的支持,风投的投资风格和地域经验就更有机会对收购方产生影响,从而使得收购方更有可能模仿风投的异地投资行为开展远距离异地并购。

2. 区分标的方制度环境的检验

进一步的问题便是:在主效应更具显著性的低制度环境地区,风投地域经验到底驱使企业更偏好到制度环境的“高地”(标的方地区制度环境优于收购方制度环境)还是“洼地”(标的方地区制度环境弱于收购方制度环境)去并购呢?

本文对低制度环境地区的 264 个样本进一步检验,构建公式(3)和(4)。其中, Tar_mkt 为标的方地区制度环境, $Diff$ 为收购方与标的方制度环境对比,若收购方地区制度环境优于标的方地区制度环境,则赋值为 1, 否则为 0。公式(3)检验标的方地区制度环境对风投地域经验与企业远距离异地并购偏好的调节作用,公式(4)检验风投地域经验对企业远距离异地投资偏好的促进作用更有可能发生在以制度环境优于还是弱于本地的企业为并购标的的情形之中。

$$\begin{aligned}
 CRMA = & a_0 + a_1VCX + a_2Tar_mkt + a_3VCX \times Tar_mkt + a_4Age + a_5Size + a_6Lev + a_7Risk \\
 & + a_8Growth + a_9Dual + a_{10}Share1 + a_{11}Share251 + a_{12}Tax \\
 & + a_{13}VCage + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 CRMA = & a_0 + a_1VCX + a_2Diff + a_3VCX \times Diff + a_4Age + a_5Size + a_6Lev + a_7Risk \\
 & + a_8Growth + a_9Dual + a_{10}Share1 + a_{11}Share251 + a_{12}Tax \\
 & + a_{13}VCage + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{4}$$

表 8 的模型(1)~模型(3)检验了公式(3),结果显示,风投投资地理多样性与标的方地区制度环境的交互项在 5% 的显著性水平下负向显著,这表明,在低制度环境地区,风投投资地理多样性对企业远距离异地并购偏好的促进作用更有可能发生在以制度环境欠完善地区企业为标的方的并购中。

表 8 的模型(4)~模型(6)检验了公式(4),结果表明,风投异地投资经验、投资地理多样性与制度环境差异的交互项均在 10% 的显著性水平下正向显著。总体而言,在低制度环境地区,风投

异地投资经验及投资地理多样性对企业远距离异地并购偏好的“传染”具有制度环境选择上的方向性,即企业更偏好选择制度环境的“洼地”而非“高地”的企业进行并购。这可能因为,在制度环境较落后的地区,市场较不完善,法治相对不健全,这就使得企业更有可能利用网络关系争取更多的资源和机会。对于具有地域经验的风投而言,其强大的社会资源、关系网络和运作能力则更有机会释放出来,从而较大可能地消除并购中的不利因素,为企业带来更多的预期回报。

表 8 不同标的方地区制度环境下的分析结果

变量	企业远距离异地并购偏好(CRMA)					
	标的方制度环境的调节			对制度环境方向的选择		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>VCcroexpe</i>	9.381 *** (3.104)			5.632 * (3.363)		
<i>VCcropref</i>		8.471 *** (2.993)			7.220 ** (2.972)	
<i>VCdiversity</i>			46.361 *** (13.057)			63.138 *** (17.398)
<i>Tar_mkt</i>	-6.517 * (3.332)	-7.529 ** (3.151)	-6.540 ** (3.030)			
<i>VCcroexpe</i> × <i>Tar_mkt</i>	-2.557 (1.730)					
<i>VCcropref</i> × <i>Ta_rmkt</i>		-0.438 (2.334)				
<i>VCdiversity</i> × <i>Tar_mkt</i>			-16.475 ** (8.231)			
<i>Diff</i>				6.150 (12.160)	11.238 (11.784)	7.662 (11.637)
<i>VCcroexpe</i> × <i>Diff</i>				13.511 * (7.385)		
<i>VCcropref</i> × <i>Diff</i>					6.305 (8.509)	
<i>VCdiversity</i> × <i>Diff</i>						69.403 * (36.035)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	-29.016 (114.520)	-16.929 (115.053)	-50.725 (110.967)	-46.381 (112.722)	-43.699 (112.998)	-71.451 (109.457)
R ²	0.306	0.291	0.326	0.287	0.267	0.300
N	264	264	264	264	264	264

资料来源:作者整理

3. 区分风投与收购方属地一致性的检验

由于传染效应的发生可能与传染双方的距离远近有关,为此进一步考虑了风投与企业(收购方)的地理临近性因素,若风投与收购方处于同一省份,则赋值为1,视为属地一致,否则赋值为0,

视为属地不一致。

表9和表10分别为风投与收购方属地一致和属地不一致的检验结果。对比表9和表10中的模型(1)~模型(3)可发现,属地一致时,风投异地投资经验、异地投资偏好、投资地理多样性与企业远距离异地并购偏好的正相关关系均更具有显著性。说明当风投与被投企业的地理位置较近时,更有利于风投知识和经验的传递,从而为企业对风投投资经验的吸收和战略行为模仿创造“耳濡目染”和“近水楼台”的条件。

表9的模型(5)~模型(6)显示,收购方地区制度环境在5%的显著性水平下负向调节了风投异地投资偏好、投资地理多样性与企业远距离异地并购偏好之间的关系,与前述表3全样本的模型(5)~模型(6)相比,具有更高的模型拟合度。表9的模型(4)的结果显示,收购方地区制度环境与风投异地投资经验的交互项系数虽不显著,但符号仍为负向。总体而言,检验结果仍支持了假设H_{2a}和假设H_{2b}。这说明,若收购方地区制度环境不完善,收购方为了尽快改善并购中的不利地位,对与其具有地理邻近性的风投表现出更强的依赖,优先选择就近的风投作为战略学习和模仿的对象。

表10的模型(4)显示,收购方地区制度环境在1%的显著性水平下负向调节了风投投资地理多样性与企业远距离异地并购偏好之间的关系,这说明,当收购方地区制度环境不完善时,收购方为了缓解并购中的外部环境劣势,也看重那些具有投资地理多样性的风投所能提供的资源和支持,并积极的向其进行战略学习,进而效仿其异地投资行为。

表9 风投与收购方属地一致的分析结果

变量	企业远距离异地并购偏好(CRMA)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>VCcroexpe</i>	15.220 *** (3.559)			16.409 *** (3.973)		
<i>VCcropref</i>		10.967 *** (3.922)			11.856 *** (3.892)	
<i>VCdiversity</i>			67.678 *** (19.955)			69.977 *** (19.789)
<i>Acq_mkt</i>				-5.797 (4.990)	-7.716 (5.190)	-5.697 (5.014)
<i>VCcroexpe × Acq_mkt</i>				-2.044 (2.746)		
<i>VCcropref × Acq_mkt</i>					-4.769 ** (2.253)	
<i>VCdiversity × Acq_mkt</i>						-24.219 ** (9.962)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	69.798 (101.708)	82.697 (99.150)	116.188 (100.409)	142.186 (113.200)	186.754 * (101.097)	222.434 ** (107.481)
R ²	0.304	0.273	0.292	0.312	0.295	0.314
N	186	186	186	186	186	186

资料来源:作者整理

表 10 风投与收购方属地不一致的分析结果

变量	企业远距离异地并购偏好 (CRMA)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>VCcroexpe</i>	3.130 (3.232)			
<i>VCcropref</i>		3.174 (3.286)		
<i>VCdiversity</i>			23.397* (13.887)	19.914 (14.059)
<i>Acq_mkt</i>				-11.724*** (3.355)
<i>VCdiversity × Acq_mkt</i>				-18.258** (8.525)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	-68.900 (110.758)	-73.819 (111.981)	-79.926 (108.437)	-75.037 (108.730)
R ²	0.287	0.286	0.292	0.352
N	294	294	294	294

资料来源:作者整理

七、研究结论与展望

1. 研究结论

本文深入细致的研究了风险投资机构地域经验对被投资企业远距离异地并购行为的偏好“传染”和联动机制。通过理论分析和实证检验发现:(1)风投投资的地域经验能显著影响企业并购时的远距离偏好,即被投资方模仿了投资方的战略行为,从而与投资方在投资战略行为上呈现出偏好的趋同性。研究证实,组织间的战略行为模仿不仅存在于同质(同行业、同地区等)的企业之间,还会存在于异质的同伴企业之间。(2)收购方的地区制度环境完善程度在风投地域经验与企业的远距离异地并购偏好之间具有调节机制,处于制度环境欠完善地区的收购方企业,更有可能模仿具有地域经验的风投的异地投资行为,开展远距离的异地并购。在进一步区分并购方向、标的方地区制度环境的异质性时发现,风投地域经验对企业远距离异地并购偏好的传染效应在逆流并购情境中更显著,传染效应还促使低制度环境地区的企业更倾向到制度环境劣于本地的地区去并购。这表明,异质性组织间关于地域选择方面的战略模仿受到了外部制度环境和地区经济发展水平的影响。(3)风投投资的地域经验对被投资企业远距离并购偏好的传染更显著的发生在双方属地一致的情形下,这说明异质性企业间跨边界战略模仿呈现出了地理邻近性的特征。

2. 管理启示

本研究为异质性企业间的战略行为传染现象提供了一个新的角度,根据研究结论,本文主要有以下三个方面的管理启示。

第一,本文从空间结构和发展方式的视角的研究结果表明,风投的特质可以引导企业的战略方向和战略选择,风投的介入激发了企业对异质性同伴企业的组织学习和模仿,加强了企业对跨地区经营的前景预判,风险资本产生了促使企业选择地区多元化道路的推力。这启示企业在谋划跨越

式发展时,可以根据自身发展与成长的需求选择合适的风险投资介入。在具有高不确定性的并购活动中,应重视风险资本对企业战略价值创造的催化作用,让风险资本为企业战略布局提供更有力的支持。

第二,风险资本对企业远距离异地并购的促进说明风险资本助力企业发展的专业能力获得了企业的认可,优秀的风投不仅在同行业内成为学习标杆,还可能作为被投企业的经营同伴,对企业起到示范性的“标杆效应”。这带给风险投资机构的启示是,应该扎实的练好“内功”,增强自身的投资能力和投后管理能力,因为卓越的能力和丰富的经验不但是自身的竞争优势,也是被投企业的重要资源,对被投企业的空间投资行为和多元化经营战略能产生潜移默化的影响。

第三,远距离异地并购行为作为存量资本和资源跨地域流动及产业转移的一种独特方式,会受到风险资本介入及其投资经验的影响,这也启示政府要积极对风险投资的发展加以方向性指引,促使风险资本在地区要素市场、产品市场、资本市场和并购市场中的价值得到提升,让风险投资这一现代金融中介在产业转型升级和高质量发展的道路上发挥更大作用。另外,虽然寻求风险资本支持是制度不完善背景下企业应对跨地区并购的途径之一,但其中出于寻租的考虑也可能带来社会资源的浪费。因此,推进中国经济体制改革,完善要素市场的发育和法制化建设,降低地区市场分割,改善企业异地并购的经营环境,才是为企业开展跨区域经营保驾护航的根本之策。

3. 研究的局限性与展望

本文仍存在一些局限性。由于本研究仅考虑了并购当年的第一笔异地并购事件,未考虑异地并购的频次和累计并购距离,也未分行业开展行业差异性分析,这或是后续可继续深入研究的地方。未来还可进一步分析风投介入企业的程度、其他区域环境因素及公司治理因素等对风投地域经验与企业远距离异地并购关系的影响,以期更深入地分析影响机制的作用力度、作用时点、作用边界和传染效应的生成基础,从而有助于更好的厘清风险投资与被投资企业间重要战略行为的协同关系。

参考文献

- [1] Chakrabarti, A., W. Mitchell. The Persistent Effect of Geographic Distance in Acquisition Target Selection [J]. Organization Science, 2013, 24, (6): 1805 - 1826.
- [2] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 北京: 经济研究, 2008, (4): 41 - 52.
- [3] 姜付秀, 张敏, 刘志彪. 经济发展、政府干预与国内经济一体化——中国上市公司同区域并购视角的研究[J]. 广州: 学术研究, 2015, (6): 63 - 74.
- [4] 王凤荣, 苗妙. 税收竞争、区域环境与资本跨区流动——基于企业异地并购视角的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2015, (2): 16 - 30.
- [5] 肖土盛, 李丹, 袁淳. 企业风格与政府环境匹配: 基于异地并购的证据[J]. 北京: 管理世界, 2018, (3): 124 - 138.
- [6] 江若尘, 莫材友, 徐庆. 政治关联维度、地区市场化程度与并购——来自上市民营企业的经验数据[J]. 上海: 财经研究, 2013, (12): 126 - 139.
- [7] 蔡庆丰, 霖田, 郭俊峰. 民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (3): 156 - 173.
- [8] 刘春, 李善民, 孙亮. 独立董事具有咨询功能吗? ——异地独董在异地并购中功能的经验研究[J]. 北京: 管理世界, 2015, (3): 124 - 136.
- [9] 宋贺, 常维. 风险投资对企业并购决策的影响及作用机制[J]. 哈尔滨: 商业研究, 2020, (2): 9 - 20.
- [10] 曹婷, 冯照楨, 李婉丽. 风险资本、投资期界与新上市企业并购——基于中小板与创业板企业的实证研究[J]. 蚌埠: 财资研究, 2015, (6): 122 - 131.
- [11] 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]. 北京: 会计研究, 2017, (6): 60 - 66.
- [12] 李善民, 杨继彬, 钟君煜. 风险投资具有咨询功能吗? ——异地风投在异地并购中的功能研究[J]. 北京: 管理世界, 2019, (12): 164 - 180.

- [13] Cumming, D., N. Dai. Local Bias in Venture Capital Investments[J]. Journal of Empirical Finance, 2010, 17, (3): 362 - 380.
- [14] 袁新敏,张海燕. 风险投资空间行为研究:基于金融地理学的视角[M]. 北京:企业管理出版社,2016.
- [15] Sorenson, O., T. E. Stuart. Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments[J]. American Journal of Sociology, 2001, 106, (6): 1546 - 1588.
- [16] 王曦,党兴华,王育晓,王可. 风险投资机构网络位置对投资绩效影响的差异——专业化程度的调节作用[J]. 华东经济管理, 2015, (2): 97 - 104.
- [17] Sorenson, O., T. E. Stuart. Bringing the Context Back in: Settings and the Search for Syndicate Partners in Venture Capital Investment Networks[J]. Administrative Science Quarterly, 2008, 53, (2): 266 - 294.
- [18] 董静,汪立. 风险投资会影响创业企业战略选择吗? ——文献评述与理论架构[J]. 上海:外国经济与管理, 2017, (2): 36 - 46.
- [19] Lieberman, M. B., and S. Asaba. Why Do Firms Imitate Each Other? [J]. Academy of Management Review, 2006, 31, (2): 366 - 395.
- [20] DiMaggio, P. J., W. W. Powell. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organization Fields [J]. American Sociological Review, 1983, 48, (2): 147 - 160.
- [21] 龙玉,赵海龙,张新德,李曜. 时空压缩下的风险投资——高铁通车与风险投资区域变化[J]. 北京:经济研究, 2017, (4): 195 - 208.
- [22] 龙玉,李曜. 风险投资应该舍近求远吗——基于我国风险投资区域退出率的实证研究[J]. 北京:财贸经济, 2016, (6): 129 - 145.
- [23] Scharfstein, D., J. Stein. Herd Behavior and Investment[J]. American Economic Review, 1990, 80, (3): 465 - 480.
- [24] Cohen, L., A. Frazzini, C. Malloy. The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns[J]. Journal of Political Economy, 2008, 116, (5): 951 - 979.
- [25] Radu, C. Does the Geographic Location Influence Takeovers? [J]. Economic Research, 2016, 29, (1): 782 - 798.
- [26] 高扬. 私募机构持股在企业并购中的信号传递效应研究[J]. 大连:财经问题研究, 2020, (5): 56 - 65.
- [27] 孙轶,武常岐. 企业并购中的风险控制:专业咨询机构的作用[J]. 天津:南开管理评论, 2012, (4): 4 - 14.
- [28] 曹婷,李婉丽. 投资组合网络、竞争性网络联结与技术创新[J]. 北京:经济管理, 2020, (2): 58 - 74.
- [29] 胡刘芬,周泽将. 风险投资机构持股能够缓解企业后续融资约束吗? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 北京:经济管理, 2018, (7): 91 - 109.
- [30] Haunschild, P. R., A. S. Miner. Modes of Interorganizational Imitation: The Effects of Outcome Salience and Uncertainty [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42, (3): 472 - 500.
- [31] Ragozzino, R., J. Reuer. Geographic Distance and Corporate Acquisitions: Signals From IPO Firms [J]. Strategic Management Journal, 2011, 32, (8): 876 - 894.
- [32] Peng, M. W. Towards an Institution-Based View of Business Strategy [J]. Asia Pacific Journal of Management, 2002, 19, (2 - 3): 251 - 267.
- [33] Boschma, R., M. Hartog. Merger and Acquisition Activity as Driver of Spatial Clustering: The Spatial Evolution of the Dutch Banking Industry, 1850 - 1993 [J]. Economic Geography, 2014, 90, (3): 247 - 266.
- [34] Rodríguez-Pose, A., H. Zademach. Rising Metropoli: The Geography of Mergers and Acquisitions in Germany [J]. Urban Studies, 2003, 40, (10): 1895 - 1923.
- [35] 姚益龙,刘巨松,刘冬妍. 要素市场发展差异、产权性质与异地并购绩效[J]. 天津:南开管理评论, 2014, (5): 102 - 111.
- [36] Peng, M. W., Y. Luo. Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-Macro Link [J]. Academy of Management Journal, 2000, 43, (3): 486 - 501.
- [37] 董静,汪江平,翟海燕,汪立. 服务还是监控:风险投资机构对创业的管理——行业专长与不确定性的视角[J]. 北京:管理世界, 2017, (6): 82 - 103.
- [38] 关静怡,刘娥平. 对赌协议影响高管减持吗——基于 A 股上市公司定增并购事件的实证研究[J]. 广州:广东财经大学学报, 2020, (2): 68 - 81.
- [39] 胡刘芬,周泽将. 社会网络关系对风险投资行为的影响及经济后果研究——基于地理学视角的实证分析[J]. 上海:外国经济与管理, 2018, (4): 110 - 124.
- [40] 黄福广,王建业,朱桂龙. 风险资本专业化对被投资企业技术创新的影响[J]. 北京:科学学研究, 2016, (12): 1875 - 1885.
- [41] Harrison, D. A., K. J. Klein. What's the Difference? Diversity Constructs as Separation, Variety, or Disparity in Organizations [J]. Academy of Management Review, 2007, 32, (4): 1199 - 1228.

Venture Capital's Regional Experience and Firm's Cross-regional M&As

DONG Jing¹, YU Jie^{1,2}

(1. School of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China;

2. Xianda College of Economics and Humanities Shanghai International Studies University, Shanghai, 200083, China)

Abstract: M&A has strong geographical spatial attributes. From the existing research on the motivation of M&A's location choice, although the external macro environment and internal corporate governance have been considered, but few scholars pay attention to the role of corporate stakeholders. In recent years, venture capital, as a stakeholder, plays a more and more important role in the M&A market. It is of great theoretical and practical significance to deepen the research on location selection of M&A from the perspective of venture capital. However, the mechanism of venture capital influencing the location selection of M&A has not been paid attention by scholars. Based on the needs of practical and theoretical research, by using the data sources of SME board and gem from 2008 to 2017, this paper obtains 480 samples of cross-regional M&A events supported by venture capital, and manually collects and sorts out the geographical distribution characteristics of venture capital institutions' investment events before the M&A day of the invested enterprises, so as to identify the investment regional experience of venture capital, and then explore whether venture capital's regional experience promote the long-distance cross-regional M&A behavior of invested enterprises.

This paper get the following results: (1) The regional investment experience and preference of venture capital institutions can significantly affect the long-distance preference of the invested enterprises during M&A, that is, the investee imitates the strategic behavior of the investor, thus showing the same preference with the investor in the investment strategic behavior. (2) The degree of perfection of the regional institutional environment of the acquirer has a moderating mechanism between the regional experience of venture capital and the enterprises' preference for long-distance cross-regional M&A. The acquirer enterprises in the region with imperfect institutional environment are more likely to imitate the off-site investment behavior of venture capital with regional experience and carry out long-distance M&A. (3) Further heterogeneity tests show that the contagion effect of regional experience of venture capital on long-distance cross regional M&A preference is more significant in countercurrent M&A situation; the contagion effect also makes enterprises in low institutional efficiency areas tend to merge in areas where the institutional environment is worse than local; when there is geographical proximity between venture capital and invested enterprises, the contagion effect is more significant.

It shows that the characteristics of venture capital institutions can guide the strategic direction and strategic choice of enterprises. The involvement of venture capital stimulates the organizational learning and organizational imitation of heterogeneous peer enterprises, strengthens the prospect prediction of cross regional operation, and promotes enterprises to choose the path of regional diversification.

This paper focuses on the learning and imitation mechanism of the investment strategy of venture capital institutions by the invested enterprises as the active party, so as to improve the previous research which only takes the venture capital institutions as the active influencing party. It also supplements the organizational imitation theory from the strategic behavior linkage between heterogeneous organizations. In addition, this paper puts the influence mechanism in the external institutional environment and economic development level with regional differences for comparison and inspection, which provides a reference for different regions to deepen the understanding of cross regional M&A.

This empirical study not only has important theoretical significance, but also has important practical significance. It can not only provide decision-making reference for senior managers to choose M&A strategy, but also provide empirical basis for the government to guide the market. The government should actively guide the development planning of venture capital, promote the value spillover of venture capital in regional factor market, product market, capital market and M&A market, and make venture capital, as a modern financial intermediary, play a greater role in industrial transformation and upgrading and high-quality development.

Key Words: venture capital; regional experience; long-distance; cross-regional M&As; institutional environment

JEL Classification: D22, G24, G34, M10

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.04.006

(责任编辑: 闫梅)