

风险投资介入推动了资本跨区域流动吗？ ——基于企业异地并购的实证研究

余 婕¹, 董 静², 邓浩然²

(1. 上海外国语大学贤达经济人文学院 商学院, 上海 200083; 2. 上海财经大学 商学院, 上海 200433)

摘要: 资本跨区域流动是优化地区间资源配置、推动国内经济大循环、促进区域协调发展的重要载体, 而金融要素又是促进更高水平的区域协调发展的有效推动力。为此, 文章从异地并购的视角探讨了风险投资对资本跨区域流动的影响, 并探讨了多维管理层特征的调节机制。研究发现: (1) 风险投资参与程度的提升促使被投资企业扩大异地并购规模, 从而推动了资本跨区域流动; 但风险投资对资本跨区域流动的促进作用更可能发生在各风险投资股东均为非大股东、主导风险投资为非国有产权属性和风险投资联合投资的情境中。(2) 风险投资介入对资本跨区域流动的影响在欠发达地区企业并购发达地区企业的逆流并购的情境中更显著, 且风险投资的参与也打破了地理距离障碍, 激发被投资企业愿意在远距离的异地并购中扩大投资规模。(3) 企业管理层股权集中度的提高抑制了风险投资参与程度对异地并购规模的促进作用; CEO任期的增加强化了风险投资参与程度对异地并购规模的促进作用。文章提供了风险投资促进资本跨区域流动的经验证据, 对优化企业异地并购决策以及推动区域间经济协同发展具有重要的借鉴价值。

关键词: 风险投资; 异地并购; 资本跨区域流动; 管理层特征

中图分类号: F270; F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2022)01-0108-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20211015.202

一、引言

区域协调发展战略是新时代国家重大战略之一, 是我国构建高质量发展在国土空间布局上的客观需要, 也是打造我国新发展格局的重要途径。^① 促进资本跨区域有序自由流动有助于健全市场一体化发展的机制和推动国内经济大循环的畅通。近年来, 各地的营商环境得到改善, 交通便利性也有所增强, 但区域间市场分割(杨继彬等, 2021)、政府干预与地方保护主义(姜付秀等, 2015)、制度距离(宋渊洋和黄礼伟, 2014)等因素仍是跨区域投资的障碍。在打破区域间壁垒、构建区域协同发展新格局的过程中, 金融要素被视为支撑更高水平区域协调发展的有效推动力。其中, 现代金融主体是金融体系中不可或缺的部分, 为服务实体经济发挥了非常重要的作用。本文将聚焦于现代新兴金融主体对资本跨区域流动的影响, 具体考察风险投资所发挥的作用。

收稿日期: 2021-07-05

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71872108); 上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2020-396)

作者简介: 余 婕(1977-), 女, 湖北荆门人, 上海外国语大学贤达经济人文学院商学院副教授;

董 静(1975-)(通讯作者), 女, 甘肃兰州人, 上海财经大学商学院教授, 博士生导师;

邓浩然(1995-), 男, 四川成都人, 上海财经大学商学院博士研究生。

^① 党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》, 提出坚持实施区域协调发展战略, 健全区域战略统筹、市场一体化发展、区域合作互助、区际利益补偿等机制。

随着我国资本市场的进一步完善, 异地并购成为企业获取异地稀缺或有用资源、扩大经营范围和提升竞争力、在地域多元化中做大做强的重要手段, 也是促进资源和存量资本跨地区流动以及区域间协调发展的重要推力。作为庞杂而多变的系统工程, 异地并购活动面临信息透明度低、外部环境不确定性强、收购方与目标企业差异度高等困境。近年来, 外部机构的参与成为企业并购的显著特征, 机构投资者、专业咨询机构、投资银行等外部机构作为企业的利益相关主体对企业并购的影响受到了学者们的关注。李彬(2015)提出了“中介机构职能观”, 认为参与企业并购的外部机构既是协调并购双方关系的“润滑剂”, 又在并购中产生了过滤并购风险、提升并购绩效的战略效应, 具有“治理”的职能。为了促进企业更好地发展, 企业的利益相关主体往往积极参与公司的治理和决策, 努力帮助其提高治理和决策水平。

风险投资机构作为金融中介和企业的利益相关主体, 对被投企业的并购支付方式(王磊等, 2019)、并购频次(宋贺和常维, 2020)和并购绩效(李曜和宋贺, 2017; 李善民等, 2019)均会产生影响。然而, 以并购区位选择作为切入点探究风险投资介入对被投资企业影响的研究目前较少, 风险投资对被投资企业异地并购战略行为产生作用的机理有待挖掘和揭示。为并购投入多少的支出规模是企业的一项重要财务决策。对于企业而言, 风险投资产生了“股东积极主义效应”和“资金增加效应”(齐绍洲等, 2017)。除了自身为企业提供资金外, 风险投资还积极扮演股东角色, 通过其广泛的社会网络为企业吸引其他外部债权和股权投资者(吴超鹏等, 2008), 从而有助于帮助企业降低并购的融资成本, 提升并购规模。另外, 风险投资也以其投资的专业性、良好声誉背书和较强的信息获取能力缓解了异地合作双方的信息不对称, 增强了企业异地合作的动机和能力。

在风险投资对企业并购行为产生影响的过程中, 企业的内部治理环境也是不容忽视的情境因素。基于代理理论, 风险投资与被投资企业存在委托代理关系, 风险投资依靠被投资企业的经营收益获取投资收益, 风险投资对被投资企业实施投后管理的主要目的之一就是通过对企业家的经营过程进行辅导和监控以降低企业家的潜在道德风险。一方面, 在并购决策中, 由于风险投资与企业管理层之间存在较强的信息不对称和利益不一致, 因此存在较突出的委托代理关系; 另一方面, 企业管理层有构建商业帝国、投资过度的动机(Jensen 和 Meckling, 1976), 在这一点上, 风险投资又可能与企业管理层具有一致的利益。可见, 企业的管理层对风险投资能否有效渗透到企业投后管理起到了较大作用。如果考虑到管理层不同特征的情境因素, 那么风险投资参与对企业异地并购行为的影响机制又会有何不同呢?

为此, 本文以 2008—2017 年获得风险投资支持的上市公司的异地并购事件为样本, 检验风险投资参与程度对资本跨区域流动的影响, 并基于企业内部治理的角度, 分别以股权集中度所代表的管理层所有权程度、由 CEO 任期所代表的 CEO 专业性和专家权力作为情境因素, 探究管理层特征的调节作用。此外, 本文还剖析了风险投资参与程度影响资本跨区域流动的外部经济环境因素和并购的距离因素。

本文的主要贡献在于: 第一, 从企业跨地区并购的角度为风险投资推动资本跨区域流动提供了微观证据, 丰富了风险投资在地区经济效应方面的研究。本文发现, 风险投资除了通过自身的跨地区投资直接带来资本的跨区域流动之外, 还存在另一条间接路径, 即通过影响被投企业的战略决策而推动资本的跨区域流动。既往关于风险投资影响并购的研究主要关注了并购的经济后果, 对并购行为本身的研究不够丰富, 也缺乏对异地并购行为的深入探讨, 本文则提供了风险投资在被投资企业异地并购中, 通过缓解资本跨区域流动面临的阻碍而促进空间经济联系的证据, 拓宽了风险投资影响并购策略的研究。第二, 将管理层的异质性特征引入异地并购的研究, 丰富了异地并购动因的相关理论。将作为企业外部利益相关者的风险投资与企业内部管理层的

异质性特征纳入影响异地并购的同一个研究框架,识别风险投资对资本跨区域流动产生影响的公司治理环境。第三,本文发现风险投资与被投资企业这两类具有异质性的微观主体之间存在投资行为的相互影响和战略学习。风险投资作为积极的投资者,其参与程度对被投资企业的投资行为产生了影响,从而驱动资本跨区域流动,这从战略学习的角度丰富了组织战略理论。总之,本文所得研究结论有助于企业结合风险投资支持和企业内部治理情况来合理设计异地并购方案,从而提升异地并购效率。

二、理论分析与研究假设

(一)风险投资参与程度与企业异地并购

并购投资是公司的一项重要财务决策行为,异地并购的支出规模体现了异地并购时的成本,也表明了并购决策对企业经营的影响大小。并购支出水平的决策、并购议价磋商等过程均蕴含了复杂的博弈和利益权衡。不同的风险投资参与程度体现了其对企业的控制力差异,参与得越深入,则其与企业的利益一致性越强(谢光华等,2018)。随着风险投资参与程度的提高,其拥有的话语权和控制权越大,发挥的非资本增值作用越大,即对企业的监督管理、增值服务的影响力越强;相应地,风险投资具备的资本运作专长在助力企业的过程中能得到更好地发挥(李曜和宋贺,2017)。另外,风险投资的参与有助于缓解代理问题和对企业进行有效监督管理(董静等,2017)。具体来说,风险投资参与程度对企业异地并购规模的影响主要存在以下机制:

其一,投资风险的容忍机制。风险投资机构的风险容忍反映了风险资本对实体经济实际风险的承受和接纳能力(张岭等,2019)。相关研究表明,风险容忍显著地促进了风险追求行为,拥有较强风险容忍度的投资者更乐于投资高风险项目(Sahm,2012)。例如,金融机构对技术革新就具有试错包容性,对创新失败具有风险缓释和承担能力(Zhang等,2016)。风险投资机构往往在信息不对称和高度不确定的市场环境中开展投资,这意味着其对企业在具有高风险的异地并购中进行较大规模投资能给予更充分的理解和包容,更能接受异地并购所带来的不利影响。而当风险投资参与越深时,这种投资风险容忍的态度在被投企业中越能显现出来。

其二,并购资源的支持机制。现有研究表明,伴随着机构法人持股比例的增加,其对企业的参与和关注程度也会提升,从而产生更强的干预企业投资决策的意愿和动力(Aghion等,2013)。风险投资对企业的监督作用随着其参与程度的提高而增强(Barry等,1990)。参与程度较高的风险投资更能在资金提供方面发挥增值服务作用,改善企业因现金流不足而带来的投资困境(吴超鹏等,2008)。另外,在被投资企业复杂多变的日常经营中,风险投资更是充当了企业经营的服务者和监管者。一方面,风险投资在被投企业的董事会中通过表决权参与公司治理;另一方面,风险投资也凭借其社会网络资源帮助企业获取信息,提升社会资本,增强董事会决策的科学性,提高企业的风险承担水平和投资效率(蔡宁和何星,2015)。

其三,战略学习的追随机制。企业是金融市场的重要组成部分,同伴效应的存在使得微观的企业层面与中观的金融层面连接在一起,搭建了沟通和相互影响的桥梁。风险投资机构常常扮演了积极投资者的角色,也通常积极地进行跨地域和多地域投资,其中不乏通过异地投资而取得投资成功的实例,从而产生了标杆和示范效应。与风险投资具有同伴关系的被投资企业受到风险投资异地投资战略成功的激励,成为异地投资的战略学习者和追随者(董静和余婕,2021)。当风险投资参与程度越深时,风险投资与被投资企业的同伴关系越紧密,这种战略行为上的激励和影响就越强,被投资企业就越有动机在异地投资中支出更多。

基于上述分析,本文提出如下假设:

假设 1: 风险投资参与程度与被投企业的异地并购规模正相关,即风险投资的参与程度越高,企业的异地并购规模也就越大。

(二) 风险投资机构的异质性影响

机构主体的行为受到产权性质的影响。根据资本来源,风险投资机构可分为具有国有背景的风险投资机构和非国有背景的风险投资机构。国有风险投资机构在一定程度上承担着推动本地区产业和经济发展的任务,因而对投资距离较为敏感,呈现出“本地投资偏好”(Fritsch 和 Schilder, 2008)。风险投资机构的国有背景使其面临更为复杂的委托代理问题和国有资产保值增值压力,因而往往出现短期投资行为(余琰等, 2014)。管理国有风险投资的人员大多出自政府机构,技术和投资经验不足,具有专业性欠缺及保守性有余的典型特征,在投资风格上也总是偏好投资低风险的项目(范晓敏等, 2021)。即便风险投资的参与程度较高,其国有属性所带来的投资谨慎性也会抑制企业扩大异地并购规模。因此,本文提出如下假设:

假设 2a: 相比于具有国有背景的风险投资而言,非国有背景的风险投资参与程度的提升更有助于被投资企业扩大异地并购规模。

风险投资通常会采取联合投资的策略,而联合投资改变了被投企业的股权结构,其联合投资程度对被投企业的投资决策也具有一定的影响(黄福广等, 2013)。联合投资为风险投资机构带来了更丰富的知识与经验,风险投资机构之间的相互交流增强了各风险投资机构的专业资源、投资专长,形成互为补充的知识体系、投资经验和管理技能,使被投资企业有机会获得聚合多方资源的优质增值服务,从而降低失败风险(Das 等, 2011)。当联合风险投资机构在目标企业所在地有投资经验时,它们可以借助已经积累的投资经验和社会网络,帮助收购方企业更好地掌握目标企业及其所在地的情况,更科学地对目标企业进行选择,从而有效推动并购整合与协同,增加异地并购的达成性和价值创造。因此,本文提出如下假设:

假设 2b: 风险投资机构的联合投资有助于增强风险投资对被投资企业扩大异地并购规模的促进作用。

(三) 主并方产权属性的异质性影响

根据终极股东的实际控制人背景,我国企业可以分为具有国有背景和非国有背景两类。不同类型企业受到政府干预和支持的程度不同,导致企业在并购意愿和并购能力方面存在差异,进而呈现出并购行为的差异。因此,关于并购活动的研究还需关注我国特殊的制度背景。

从异地并购的动机来说,民营企业为了减少面临的本地市场摩擦,或是逃避当地政府对企业的干预,就具有较强的异地并购动机(唐建新和陈冬, 2010)。而就具有国有背景的企业而言,由于其并购活动需要得到当地政府的审批,政府出于本辖区财政、经济发展、就业、产业保护等方面的考虑,往往会限制当地具有国有背景的企业开展异地投资(潘红波和余明桂, 2011)。因此,风险投资所能提供的资金支持和增值服务在民营企业的“土壤”中更有机会发挥出激发异地并购的作用。为此,本文提出如下假设:

假设 3: 相比于国有背景的企业而言,风险投资对被投资企业扩大异地并购规模的促进作用在非国有背景的企业中更为显著。

(四) 并购方向的异质性影响

风险投资对资本跨区域流动的影响在不同经济发展水平区域之间的并购中存在差异。高经济发展水平地区的企业收购低经济发展水平地区的企业被称为顺流并购;反之,低经济发展水平地区的企业收购高经济发展水平地区的企业被称为逆流并购。当以经济发达程度优于本地

的异地企业作为并购目标时,由于在资源、要素等方面存在地域劣势,收购方会更依赖风险投资的支持(董静和余婕,2021)。这是因为,当正式制度、市场和政府管理能力等限制企业选择和实施成长战略时,作为非正式制度的“关系”就起到了弥补正式制度不足的作用(Peng和Heath,1996)。异地并购决策作为公司至关重要的投资决策,会受到利益相关者与企业之间“关系”的非正式制度影响(吴倩等,2020)。在逆流并购中,当作为利益相关者的风险投资参与程度较高时,企业更能感受到风险投资为其弥补市场劣势、增进与发达地区的目标企业之间的相互信任起到的作用,从而更有动机和能力去扩大异地并购规模。因此,本文提出如下假设:

假设4:相比于顺流并购而言,风险投资参与程度的提升更有助于被投企业在逆流并购情境下扩大异地并购规模。

(五)资本跨区域流动距离的影响

地理距离代表了异地并购面临的阻碍程度(Ciobanu,2016)。空间距离增大导致资源转移难度增加,地区文化差异也给并购后整合带来更多挑战。董静和余婕(2021)发现,风险投资对收购方的参与弥补了收购方因地理距离对目标企业认知程度受限的劣势,收购方可借助风险投资的关系网络和增值服务而弱化空间距离带给其在并购对象选择和并购后整合方面的种种障碍;同时,风险投资也增加了远距离标的企业对收购方的信赖,促进了异地并购的达成。因此,风险投资参与程度的提升更好地发挥了其对被投企业的投资风险容忍和并购资源支持作用,使得企业愿意在远距离异地并购中扩大投资规模。为此,本文提出如下假设:

假设5:风险投资参与程度的提升有助于打破区域间的距离障碍,促进被投企业扩大远距离异地并购的投资规模。

(六)管理层特征的调节作用

股权集中度代表了大股东的控制权偏好。在股权比较集中的企业,大股东既有动力又有能力对管理层的行为进行监督和干预。企业的重大战略关乎大股东利益,导致他们对管理层的异地并购决策更为敏感,具有强动机使用控制权干预投资(李佳,2016)。大股东的参与管理也能有效避免因管理者出于私利或者出于过度自信而导致的企业内部资源的过度消耗和冗余战略配置(Denis等,1997),在一定程度上弱化了异地并购的可能性。另外,异地并购往往出于对异地资源禀赋和制度差异的“寻租动机”(刘巨松等,2016),股权集中度高的企业更有机会利用大股东的关系资本发掘本地经营资源,降低对异地要素资源及制度红利的追逐动机,进而对异地并购表现出审慎态度。因此,本文提出如下假设:

假设6:股权集中度负向调节了风险投资参与程度与企业异地并购规模之间的关系。

CEO任期代表了管理层的专家权力。随着任职时间的增加,CEO积累了特定行业和企业丰富知识和社会网络,对企业的掌控力越来越强,因此在投资决策时容忍和承担风险的意愿与能力更强,更有可能做长期决策,投资长周期项目(李培功和肖珉,2012),更敢于进行异地并购。此外,CEO在较长的任职年限期间,强化了个人权力,出于保持在职声誉积累的目的,以及受到更强组织认同感的驱使,CEO往往尽职尽责地行使“管家”职责,更愿意接受风险投资机构的投资策略,提升企业价值。但声誉与职业生涯考虑(*Reputational and Career Concern*)也是一把双刃剑,任期长的CEO更加重视自身的声誉,也会倾向于安于现状,从而在投资上偏保守和稳妥(Hambrick和Fukutomi,1991)。因此,任期长的CEO对于难度大、失败率高的异地并购也可能持更为谨慎态度,从而抑制风险投资的促进作用。综合上述分析,本文提出两个对立的假设:

假设7a:CEO任期正向调节了风险投资参与程度与企业异地并购规模之间的关系。

假设7b:CEO任期负向调节了风险投资参与程度与企业异地并购规模之间的关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2008—2017 年有风险投资支持的 A 股上市公司的异地并购数据作为样本, 经过数据整理, 最终获取了 827 份有风险投资支持的异地并购事件样本。数据确定的具体过程如下:

1. 异地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和标的方的省份信息; 从锐思数据库获取收购方的省份信息, 通过与标的方数据匹配并识别出本地并购和异地并购, 从而获取异地并购事件样本。企业所属省份不详的数据则通过企查查网站逐个查找、核对归属地。对本地并购与异地并购的划分以省份为标准, 本地并购指并购双方注册地址位于相同省份的并购事件, 并购双方位于不同省份的事件则界定为异地并购。数据还按照以下方法进行了处理: (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; (5) 删除标的方为境外及港澳台地区的样本; (6) 并购交易支出若为外币的, 则按并购当年的年度平均汇率折算为人民币。

2. 风险投资机构名单的确定。(1) 从 *CVsource* 数据库获取并整理出风险投资机构清单; (2) 从国泰安公司治理数据库获取企业十大股东数据资料; (3) 将步骤(2)与步骤(1)中整理出的风险投资机构信息进行匹配, 从而获取十大股东中有无风险投资介入的企业样本数据, 并仅保留十大股东中有风险投资介入的企业样本数据, 剔除没有风险投资介入的企业样本数据; (4) 从国泰安公司治理数据库获取十大股东中风险投资股东的持股比例数据。

3. 上市公司数据及宏观经济数据的获取。上市公司的财务数据和公司治理数据从国泰安数据库、万德数据库中获取, 并剔除了数据缺失的样本; 各年份的 GDP、人均 GDP、税收收入等宏观经济数据从国泰安宏观经济数据库中获取。

此外, 为降低离群值对研究结果的影响, 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。

(二) 主要变量定义与数据来源

1. 因变量。异地并购规模(*Invest_cro*): 以跨省并购支出水平作为异地并购规模的代理变量。具体计算方法借鉴张丽敏等(2020)的研究, 以并购方企业当年发生的累计跨省并购交易支出除以并购上一年度总资产进行衡量。在进行样本处理时, 如果某家公司在同一年度内有多笔并购事件发生, 则并购交易支出以多笔的总和计算; 如果其中有任何一笔并购未披露具体交易支出金额, 则将该公司当年并购支出数值视为缺失。

2. 自变量。风险投资参与程度(*VCshr*): 以风险投资的持股比例度量风险投资参与程度。总体而言, 风险投资持股比例普遍较低, 各企业风险投资持股比例的差异及变动范围不大。为了能较好地区分持股比例的差异, 本文借鉴王英允等(2019)的方法, 对风险投资的持股比例进行分组来衡量。若十大股东中风险投资持股比例之和高于样本均值, 则赋值为 1; 否则为 0。持股比例相对较高的组则意味着风险投资更多地参与了企业的控制及投资后管理。

3. 调节变量。(1) 股权集中度(*Concen*): 以并购前一年前十大股东持股比例的平方和衡量。(2) CEO 任期(*CEOtenure*): 以并购前一年的年份减 CEO 任职开始年份之差衡量。

4. 控制变量。(1) 上市时间(*Age*): 并购交易年份减并购方上市年份。(2) 公司规模(*Size*): 并购前一年年末的总资产取自然对数。(3) 财务杠杆(*Lev*): 并购前一年年末的资产负债率。(4) 风

险性(*Risk*): 并购前一年年末的流动比率。(5)成长性(*Growth*): 并购前一年的主营业务收入增长率。(6)现金流动性(*Cash*): 并购前一年经营活动现金净流量与期末资产总额的比值。(7)两职合一(*Dual*): 并购前一年董事长和总经理两项职能由同一人担任, 赋值为 1; 否则为 0。(8)股权制衡(*Share251*): 并购前一年第 2 至 5 名股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值。(9)经济发展水平(*GDP*): 并购前一年主并方所在省份的人均 *GDP* 取对数。(10)税负水平(*Tax*): 并购前一年主并方所在省份的税收收入占该省份 *GDP* 的比重。(11)实际控制人性质(*Soepri*): 如果实际控制人属于国有性质, 则赋值为 1; 如果为非国有, 则赋值为 0。(12)行业变量(*Indu*): 按照中国证监会的行业分类(*CSRC*)标准划分。(13)年度变量(*Year*): 用年度虚拟变量来控制时间差异, 共得到 9 个年度虚拟变量。

综合而言, 因变量、自变量、调节变量和控制变量的设定如表 1 所示。

表 1 变量的说明与数据来源

变量	变量名称	符号	变量说明
因变量	异地并购规模	<i>Invest_cro</i>	年度内累计跨省并购交易支出除以并购上一年度总资产
自变量	风险投资参与程度	<i>VCshr</i>	十大股东中风险投资持股比例之和高于样本均值, 则赋值为 1; 否则为 0
调节变量	股权集中度	<i>Concen</i>	并购前一年前十大股东持股比例的平方和
	CEO 任期	<i>CEOtenure</i>	并购前一年年份—任职开始年份
	董事会规模	<i>Bsize</i>	并购前一年董事会成员人数
	管理层过度自信程度	<i>Overconf</i>	并购前一年前三名高管报酬总额/董监高年薪总额
控制变量	上市时间	<i>Age</i>	并购交易年份—上市年份
	公司规模	<i>Size</i>	并购前一年年末的总资产取自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	并购前一年年末的资产负债率
	风险性	<i>Risk</i>	并购前一年年末的流动比率
	成长性	<i>Growth</i>	并购前一年年末的主营业务收入增长率
	现金流动性	<i>Cash</i>	并购前一年经营活动现金净流量/期末资产总额
	两职合一	<i>Dual</i>	并购前一年收购方董事长和总经理两职合一, 则赋值为 1; 否则为 0
	股权制衡	<i>Share251</i>	并购前一年收购方第 2 至 5 名股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值
	经济发展水平	<i>GDP</i>	并购前一年主并方所在省份的人均 <i>GDP</i> 取对数
	税负水平	<i>Tax</i>	并购前一年主并方所在省份的税收收入/该省 <i>GDP</i> × 100
	实际控制人性质	<i>Soepri</i>	实际控制人为国有, 赋值为 1; 非国有, 赋值为 0
	行业变量	<i>Indu</i>	按照中国证监会的行业分类(<i>CSRC</i>)标准划分
	年度变量	<i>Year</i>	2009—2017 年 9 个年度虚拟变量

(三)模型设计

本文采用非平衡面板数据的固定效应模型进行检验, 具体待检验的模型公式如下:

$$Invest_cro = a_0 + a_1 VCshr + a_2 Age + a_3 Size + a_4 Lev + a_5 Risk + a_6 Growth + a_7 Dual + a_8 Share251 + a_9 GDP + a_{10} Tax + a_{11} Soepri + \sum Indu + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$Invest_cro = a_0 + a_1 VCshr + a_2 CM + a_3 VCshr \times CM + a_4 Age + a_5 Size + a_6 Lev + a_7 Risk + a_8 Growth + a_9 Dual + a_{10} Share251 + a_{11} GDP + a_{12} Tax + a_{13} Soepri + \sum Indu + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中, 式(1)用以验证风险投资参与程度与企业异地并购规模之间的关系, 式(2)用以验证管理层特征对风险投资参与程度与企业异地并购规模的调节作用。式(2)中, *CM* 代表管理层特征, 包括股权集中度 *Concen* 和 CEO 任期 *CEOtenure*。 $a_0 - a_{13}$ 表示样本回归系数, ε 为随机误差项。

四、实证结果分析

(一)描述性统计和相关性分析^①

描述性统计结果表明,在有风险投资支持且开展过异地并购的上市公司样本中,股权集中度(*Concen*)最低为 1.3%,最高为 54.4%,平均持股水平为 14.8%。*CEO* 任期(*CEOtenure*)最短为并购当年上任,最长为 11 年,平均任期为 2 年,说明发起异地并购的样本公司 *CEO* 在发起并购时整体任期比较短。另外,总资产取自然对数(*Size*)的均值为 12.95,低于一般均值,说明有风险投资支持的异地并购较多发生在规模较小的企业中,这可能是因为风险投资本身就更倾向于投资成长期的企业,且风险投资促使被投企业在成长阶段就大胆地开展了异地并购。相关性分析结果表明,因变量与自变量之间的相关系数绝对值小于 0.7,不存在严重多重共线性现象。

(二)主效应及调节效应的分析

主效应和调节效应的回归分析结果如表 2 所示。其中,回归(1)是对风险投资参与程度与企业异地并购规模之间关系的主效应检验。结果表明,风险投资参与程度与企业异地并购规模显著正相关,拟合度 R^2 为 0.308,表明模型拟合良好,假设 1 得到支持。主效应的检验结果证实,如果风险投资股东在企业中具有越高的参与度,则其具有的社会资本、经验、声誉就越能转化为企业开展异地并购时的资源。风险投资对投资风险的包容性也随着其对企业参与度的提高而增强,从而体现为对异地并购这种重大投资具有更强的投资风险包容性。同时,风险投资的参与度越高,也意味着其与被投企业的同伴关系越紧密,企业越容易受到风险投资异地投资战略成功的激励,成为异地投资的战略学习者和追随者,从而在异地投资中支出更多。

表 2 的回归(2)和回归(3)检验了管理层特征的调节作用。回归(2)表明,在股权集中的企业中,由于管理层权力受到大股东的制约,风险投资支持资金投向更高风险的异地并购项目受到抑制,假设 6 得到支持。回归(3)表明,*CEO* 任期正向调节了风险投资参与程度与企业异地并购规模之间的关系,假设 7a 得到支持,假设 7b 未得到支持。这说明,在得到风险投资支持的企业里,具有较长任期的 *CEO* 并未显著地表现出为维持自身声誉而遏制风险投资支持所激发的异地并购,反而表现出较强的管理者专家权力,有效地识别了风险投资在企业战略决策中的价值,愿意接受作为投资专家的风险投资机构的投资策略,从而更有可能为异地并购进行高投入。

表 2 风险投资参与程度对企业异地并购规模影响的分析结果

	异地并购规模(<i>Invest_cro</i>)		
	(1)	(2)	(3)
<i>VCshr</i>	0.175 ^{**} (0.088)	0.160 [*] (0.085)	0.173 ^{**} (0.086)
<i>Concen</i>		0.178(0.380)	
<i>Concen</i> × <i>VCshr</i>		-1.207 [*] (0.734)	
<i>CEOtenure</i>			0.009(0.012)
<i>CEOtenure</i> × <i>VCshr</i>			0.066 [*] (0.038)
<i>Age</i>	0.036 ^{***} (0.011)	0.036 ^{***} (0.011)	0.038 ^{***} (0.011)
<i>Size</i>	-0.416 ^{***} (0.068)	-0.416 ^{***} (0.067)	-0.418 ^{***} (0.068)
<i>Lev</i>	0.556(0.345)	0.566(0.348)	0.566 [*] (0.343)
<i>Risk</i>	0.024(0.031)	0.024(0.032)	0.025(0.030)
<i>Growth</i>	-0.244 ^{***} (0.084)	-0.243 ^{***} (0.084)	-0.238 ^{***} (0.084)

① 由于篇幅所限,未展示描述性统计和相关性分析结果;感兴趣的读者,可以向作者索要。

续表 2 风险投资参与程度对企业异地并购规模影响的分析结果

	异地并购规模(<i>Invest_cro</i>)		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash</i>	-1.019(0.666)	-0.979(0.659)	-1.043(0.670)
<i>Dual</i>	-0.006(0.082)	-0.011(0.082)	-0.062(0.097)
<i>Share251</i>	-0.030(0.071)	-0.038(0.086)	-0.028(0.071)
<i>GDP</i>	0.048(0.094)	0.046(0.095)	0.028(0.094)
<i>Tax</i>	-1.052(1.183)	-1.120(1.185)	-1.000(1.162)
<i>Soepri</i>	-0.009(0.088)	-0.019(0.088)	-0.027(0.090)
<i>Indu</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	4.165***(1.170)	4.151***(1.163)	4.393***(1.174)
<i>R</i> ²	0.308	0.312	0.321
<i>N</i>	827	827	827

注: *、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。下同。

(三) 异质性分析

1. 区分风险投资机构异质性的分析。第一, 主导风险投资机构持股比例的检验。前文中, 自变量风险投资参与程度以十大股东中风险投资持股比例之和衡量。在有多家风险投资机构联合投资的情况下, 通常存在一家主导风险投资机构, 主导风险投资机构是指在十大股东的风险投资股东里, 持股比例最多的风险投资机构(如果十大股东中只有一家风险投资股东, 则该风险投资股东为主导风险投资机构)。由于主导风险投资具有更大的话语权, 对被投企业的介入程度更深, 因此本文检验了主导风险投资机构持股比例(*VCmshr*)对异地并购规模的影响。鉴于持股 5% 以上的股东为重要股东, 其行为对公司经营存在较大影响, 本文将主导风险投资的持股比例按 5% 进行分组。表 3 的回归(1)和回归(3)的结果表明, 当主导风险投资的持股比例低于 5% 时, 主导风险投资的参与程度显著促进了企业扩大异地并购规模; 而当主导风险投资的持股比例高于 5% 时, 主导风险投资的参与程度显著抑制了企业扩大异地并购规模。表 3 的回归(5)则进一步将主导风险投资持股比例的一次项(*VCmshr*)和二次项(*VCmshr*²)均放入回归方程进行检验, 结果显示一次项在 10% 的水平上显著为正, 二次项在 5% 的水平上显著为负, 从而验证了主导风险投资持股比例与企业异地并购规模的关系为非线性, 存在先促进后抑制的倒“U”形关系。

表 3 考虑主导风险投资机构的检验结果

	异地并购规模(<i>Invest_cro</i>)				
	持股 5% 以下		持股 5% 以上		非线性关系检验
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>VCmshr</i>	8.445***(3.009)	13.723***(4.592)	-2.176**(0.944)	-1.562(1.031)	1.905*(1.104)
<i>VCmshr</i> ²					-5.926**(2.819)
<i>VCgov</i>		-0.467**(0.216)		0.046(0.254)	
<i>VCmshr</i> × <i>VCgov</i>		-11.190**(5.021)		-1.577(1.946)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	2.671**(1.061)	2.712**(1.071)	6.050*(3.122)	6.095**(3.085)	3.994***(1.169)
<i>R</i> ²	0.347	0.346	0.347	0.350	0.272
<i>N</i>	602	602	225	225	827

结合前述主效应的检验结果,可以发现:当主导风险投资持股为5%以下时,无论是独立投资还是联合投资,风险投资参与程度的提升整体上都能推动企业扩大异地并购规模;但当主导风险投资持股比例较高时,因为有了大股东身份,其自身利益与公司利益捆绑更紧密,所以对变现周期长、实施难度大的异地并购投资则更为谨慎保守。由此可见,风险投资对资本跨区域流动的促进作用更可能发生在各风险投资股东均为非大股东的情境之中。

第二,风险投资机构产权属性(*VCgov*)的异质性检验。本文依据企查查和国家企业信用信息公示系统提供的信息,手工收集了主导风险投资的股权属性。如果主导风险投资的大股东为国资委、国有企业、事业单位、公办高等院校及中央或各级政府部门,则认定为国有性质,赋值为1;其他类型为非国有性质,赋值为0。表3的回归(2)显示,当主导风险投资持股比例在5%以下时,主导风险投资的产权性质与异地并购规模显著负相关,即非国有背景的主导风险投资持股比例越高,越有助于促进企业扩大异地并购规模。同时,主导风险投资的产权性质负向调节了主导风险投资持股比例对异地并购规模的促进作用,即非国有背景的风险投资参与程度的提升更有助于被投资企业扩大异地并购规模,而国有背景的风险投资机构的作用则相反,假设2a得到支持。这可能因为主导风险投资的国有属性所带来的本地投资偏好对被投资企业的异地投资行为产生了影响,也可能因为国有背景的风险投资专业性欠缺、保守型有余的特性抑制了企业开展异地并购,从而制约了资本的跨区域流动。表3的回归(4)则显示,当主导风险投资持股比例在5%以上时,即主导风险投资具有大股东身份时,主导风险投资的产权性质与主导风险投资持股比例的交互项系数为负,但不显著,表明主导风险投资的国有属性虽然削弱了大股东角色对企业扩大异地并购规模的抑制作用,但这一缓解作用并不明显。综上所述,风险投资推动资本跨区域流动的作用受到主导风险投资是否为大股东身份以及是否国有产权属性的影响,推动作用主要发生在主导风险投资为非大股东和非国有属性的情况下。

第三,联合投资强度的异质性检验。风险投资机构联合投资强度(*VCsyn*)以十大股东中风险投资机构的个数来衡量。鉴于主导风险投资持股情况在主效应检验中具有显著影响,接下来我们将主导风险投资区分为大股东和非大股东两种情境。表4的回归(2)显示,主导风险投资持股比例在5%以下时,交互项系数显著为正,表明当主导风险投资持股较低时,联合投资所带来的经验、增值服务和资源多元化使得被投资企业更敢于扩大异地并购规模。表4的回归(4)则显示,主导风险投资持股比例高于5%时,交互项系数显著为负,这意味着在主导风险投资为大股东的情况下,联合投资显著削弱了主导风险投资大股东角色对企业扩大异地并购规模的抑制作用。综合来看,无论主导风险投资是大股东还是非大股东,联合投资均有助于资本的跨区域流动,假设2b得到验证。

表4 考虑风险投资机构联合投资的检验结果

	异地并购规模(<i>Invest_cro</i>)			
	主导风投持股 5% 以下		主导风投持股 5% 以上	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>VCmshr</i>	8.445*** (3.009)	-4.364 (7.791)	-2.176** (0.944)	1.252 (1.517)
<i>VCsyn</i>		-0.194* (0.104)		0.284** (0.143)
<i>VCmshr</i> × <i>VCsyn</i>		9.093* (5.239)		-2.093** (0.965)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	2.671** (1.061)	3.229*** (1.090)	6.050* (3.122)	6.059** (3.076)
<i>R</i> ²	0.347	0.356	0.347	0.319
<i>N</i>	602	602	225	225

2. 区分主并方产权属性的异质性分析。为了进一步探讨风险投资参与程度对资本跨区域流动的影响是否在主并方的不同产权背景下存在差异,表 5 对主并方的实际控制人性质为国有背景和非国有背景进行异质性检验。分组检验的结果均不显著,这意味着风险投资参与程度与异地并购规模的关系没有受到主并方产权背景的显著影响。假设 3 未得到验证。

3. 区分并购方向的异质性分析。以各省的人均 GDP 衡量经济发展水平,将样本划分为顺流并购(高经济发展水平地区企业收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收购高经济发展水平地区企业)两组进行回归。表 6 的检验结果表明,风险投资参与程度与企业异地并购规模的回归系数在逆流并购情境中通过了显著性检验,在顺流并购中不显著,说明风险投资的介入有助于欠发达地区的企业通过异地并购获取发达地区的资源,实现发达地区与欠发达地区之间的区域合作与协同发展,假设 4 得到支持。

表 5 考虑企业实际控制人产权性质的分析结果

	异地并购规模(<i>Invest_cro</i>)	
	(1)国有	(2)非国有
<i>VCshr</i>	0.107(0.141)	0.115(0.106)
控制变量	控制	控制
<i>_cons</i>	1.390(1.242)	5.647***(1.613)
<i>R</i> ²	0.272	0.283
<i>N</i>	269	558

表 6 区分并购方向下的检验结果

	异地并购规模(<i>Invest_cro</i>)	
	(1)顺流并购	(2)逆流并购
<i>VCshr</i>	0.080(0.112)	0.271**(0.122)
控制变量	控制	控制
<i>_cons</i>	3.193(2.540)	5.299***(1.569)
<i>R</i> ²	0.358	0.396
<i>N</i>	334	493

4. 考虑资本跨区域流动距离的分析。接下来,从地理距离和资金规模双重视角考察风险投资参与程度对资本跨区域流动的综合影响。以异地并购距离与异地并购规模的交互项作为新的被解释变量(*Dista_Inves*)。其中,异地并购距离以年度内收购方跨省并购事件的累计并购距离取对数来衡量,每笔异地并购事件的并购距离则是被投资企业(即收购方)与标的方企业注册地址经纬度之间的直线距离,通过 *python* 程序调用百度地图 *API* 端口的坐标拾取器获取。检验结果如表 7 所示,风险投资参与程度与 *Dista_Inves* 之间显著正相关,且对管理层各项特征调节作用的检验均得到与前文相同的结论,说明风险投资有助于打破区域间的距离障碍,对资本跨区域流动既产生了资金规模效应,又产生了远距离效应,假设 5 得到支持。

表 7 考虑异地并购距离因素后的分析结果

	异地并购的规模与距离双重因素(<i>Dista_Inves</i>)		
	(1)	(2)	(3)
<i>VCshr</i>	1.146*(0.602)	1.031*(0.585)	1.124*(0.591)
<i>Concen</i>		1.132(2.668)	
<i>Concen</i> × <i>VCshr</i>		-9.071*(5.132)	
<i>CEOtenure</i>			0.070(0.088)
<i>CEOtenure</i> × <i>VCshr</i>			0.437*(0.249)
控制变量	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	30.611***(8.216)	30.461***(8.169)	32.189***(8.238)
<i>R</i> ²	0.263	0.262	0.260
<i>N</i>	827	827	827

(四) 稳健性检验^①

1. 排除内生性干扰。主并方自身特征可能影响获取风险投资的情况, 这带来潜在的内生关系。为此, 本文采用倾向性得分匹配(*Propensity Score Matching, PSM*)方法, 减弱样本选择对本文结论的影响。选取公司特征变量以及行业虚拟变量、年度虚拟变量, 计算倾向性得分匹配值, 对风险投资参与程度高的企业(实验组), 根据倾向性得分值, 从风险投资参与程度较低的企业(对照组)中匹配相似的个体。检验结果表明, 内生性问题并未对主要研究结果产生实质性影响。

另外, 考虑还可能存在双向因果问题与样本选择问题共存的情况, 因为开展异地并购的企业可能会通过引入风险投资的方式降低并购风险, 为此采用 *Heckman* 两阶段模型加以检验。选用风险投资机构密度(*Density*, 用第 $t-1$ 年主并方所在省份的风险投资机构数量除以当年该省份的上市公司数量)作为第一阶段回归的工具变量, 估计企业获得风险投资支持的可能性, 计算出逆米尔斯比率 *IMR*(*Inverse Mill Ratio*), 代入第二阶段回归中。第一阶段的回归结果表明, 伴随地区风险投资机构密度的增强, 该地区企业获取风险投资支持的机会更高, 第二阶段的结果得到与前述一致的研究结论, 这意味着内生性问题并未对主要研究结果产生实质性影响。

2. 替换检验模型。异地并购规模的描述性统计分析显示, 有 25% 的并购事件样本的并购支出占上一年总资产的比重较小, 只在 0.9% 以下, 导致被解释变量是一个以 0.009 为下限的受限连续变量。为此, 本文构建下限为 0.009 的 *Tobit* 模型进行稳健性检验。结果表明, 采用 *Tobit* 模型回归得到与前述固定效应模型检验结果一致的方向和显著性, 说明前述模型所得结果稳健。

五、结论与启示

本文立足于现代金融主体推动区域间协调发展的现实情况和政策规划, 从异地并购的视角探讨了风险投资参与程度对资本跨区域流动的影响和情境因素, 并探讨了管理层特征的调节机制。研究发现: 第一, 在投资风险的容忍机制、并购资源的支持机制和战略学习的追随机制等驱动下, 风险投资的高度参与激发了被投资企业扩大异地并购的投资规模。且这种激发作用在逆流并购情境中更为显著, 当欠发达地区的企业试图通过异地并购的投资获取发达地区的资源时, 风险投资起到了“雪中送炭”的支持作用, 从而助推了发达地区与欠发达地区之间的资本流动、区域协作和一体化发展。同时, 风险投资的高参与度促使企业愿意到远距离的异地开展并购, 从而打破了区域间的距离障碍, 对资本的远距离跨区流动也产生了推力。第二, 在股权集中的企业里, 高度集中的股权体现了大股东的积极治理效应, 削弱了管理层的决策权, 对企业的重要投资起到了监督作用, 从而抑制了管理层试图借力风险投资的力量扩大异地并购、增加投资规模的行为; 被投资企业较长任期的 *CEO* 更有可能利用作为投资专家的风险投资的支持, 以增加异地并购的支出规模。

本文的研究对企业更科学有效地开展异地并购、风险投资机构更好地发挥其投后管理作用以及促进区域间协调发展都具有重要的借鉴意义。

首先, 在资本跨区域流动促进区域协调发展的过程中, 现代金融主体是一股值得关注的力量。作为现代金融主体的风险投资, 不但能通过自身的跨地区投资直接引发资本的跨区域流动, 还能通过对被投资企业的战略影响进而推动被投资企业的资本跨区域流动。因此, 风险投资机构应充分重视对自身社会网络关系的构建与打造, 这是因为丰富且优质的风险投资网络关系不但是风险投资机构生存和发展的优势所在, 也是被投资企业的重要经营发展性资源, 对被投资企业的地区多元化经营和资本跨区域流动产生了潜移默化的影响。

^① 由于篇幅所限, 未展示稳健性检验结果; 感兴趣的读者, 可以向作者索要。

本文还表明,风险投资所能提供的并购资源支持是被投资企业得以扩大异地并购规模的有力保障,这意味着风险投资机构在日常经营中应注重资源的积累,积极通过行业多样化投资、联合投资、多地域投资等策略提升自身资源获取的广度、深度和效率,提高网络资源的利用能力,通过强化资源支持能力为被投资企业的重要投资助一臂之力,以便更好地从被投资企业的投资收益中获利,从而实现风险投资与被投资企业投资双赢的局面。

其次,企业引入风险投资的程度对异地并购的影响在不同的公司治理环境中存在着显著差异。本文的研究表明,企业外部的利益相关者的资源与内部的管理资源共同对企业并购投资行为产生了影响。风险投资的参与虽然能从资源提供、社会网络支持、信号传递等方面对企业重大战略决策产生积极的影响,但被投企业管理层的风格和特征是这种影响产生作用的“土壤”。管理层作为企业资源中一项关键的管理资源,可以借助其对资源配置效率的改善为企业赋能,对企业的价值创造、战略推进和长远发展产生深远影响。这说明企业管理者在借力外部资源进行企业跨越式发展时,需要先审视自身特征,从而在管理层的组织架构设置、人员的聘用、管理层专长的挖掘、管理风格的调整等方面进行公司治理的优化。

本文还表明,风险投资参与所带来的好处本就使得企业更偏好异地并购投资,而较高的CEO专家权威则更有可能助长企业在异地并购中的大规模投资行为,适当的股权集中程度则有助于增加企业异地并购投资中的审慎性,使异地并购支出规模得到合理控制。因此,企业在得到外部利益相关者支持的时候,更应该重新审视自身的管理层特征,加强对激进投资行为的评估,切勿为迎合外部利益相关者所带来的资源和信息优势而盲目开展制约甚至损害企业发展的并购活动。总之,外部利益相关者资源与企业内部治理环境之间科学、有效的互动才更有利于推动资本顺畅地跨区域流动。

最后,本文仍存在一些局限性。研究未分行业开展对比性分析,也尚未考虑风险投资差异化投资策略对企业异地并购规模的影响,这或许是后续可继续挖掘的地方。未来还可进一步分析区域环境及其他公司治理因素等对风险投资支持与企业异地并购之间关系的影响,以及检验风险投资通过推动异地并购实现资本跨区域流动的机制,以期更深入地分析和验证风险投资与资本跨区域流动之间关系的机制生成基础、作用边界等,从而更好地厘清风险投资与资本跨区域流动之间的关系。

参考文献:

- [1]蔡宁,何星. 社会网络能够促进风险投资的“增值”作用吗?——基于风险投资网络与上市公司投资效率的研究[J]. 金融研究, 2015, (12): 178-193.
- [2]董静,汪江平,翟海燕,等. 服务还是监控: 风险投资机构对创业企业的管理——行业专长与不确定性的视角[J]. 管理世界, 2017, (6): 82-103.
- [3]董静,余婕. 风险投资地域经验与企业异地并购[J]. 经济管理, 2021, (4): 88-107.
- [4]范晓敏,陈伟宏,游家兴. 国有风险投资的投资偏好及其政策效果[J]. 经济管理, 2021, (1): 35-53.
- [5]黄福广,彭涛,田利辉. 风险资本对创业企业投资行为的影响[J]. 金融研究, 2013, (8): 180-192.
- [6]姜付秀,张敏,刘志彪. 经济发展、政府干预与国内经济一体化——基于中国上市公司同区域并购视角的研究[J]. 学术研究, 2015, (6): 63-74.
- [7]李彬. 公司并购中的中介治理效应——基于风险过滤视角的实证分析[J]. 兰州学刊, 2015, (8): 174-186.
- [8]李佳. 股权集中度、管理层过度自信与企业并购决策[J]. 金融论坛, 2016, (9): 45-56.
- [9]李培功,肖珉. CEO任期与企业资本投资[J]. 金融研究, 2012, (2): 127-141.

- [10]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]. 管理世界, 2019, (12): 164-180.
- [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]. 会计研究, 2017, (6): 60-66.
- [12]刘巨松,姚益龙,瞿婷婷. 要素市场环境、地方国企的并购绩效与改革方向[J]. 金融学季刊, 2016, (2): 35-51.
- [13]潘红波,余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 经济研究, 2011, (9): 108-120.
- [14]齐绍洲,张倩,王班班. 新能源企业创新的市场化激励——基于风险投资和企业专利数据的研究[J]. 中国工业经济, 2017, (12): 95-112.
- [15]宋贺,常维. 风险投资对企业并购决策的影响及作用机制[J]. 商业研究, 2020, (2): 9-20.
- [16]宋渊洋,黄礼伟. 为什么中国企业难以国内跨地区经营?[J]. 管理世界, 2014, (12): 115-133.
- [17]唐建新,陈冬. 地区投资者保护、企业性质与异地并购的协同效应[J]. 管理世界, 2010, (8): 102-116.
- [18]王磊,刘海贺,贺学会. 私募股权投资与企业并购——基于创业板市场的证据[J]. 管理评论, 2019, (1): 27-38.
- [19]王英允,彭正银,高敬忠. 投资者注意力与管理层业绩预告择机——积极监督抑或过度压力[J]. 经济管理, 2019, (2): 139-155.
- [20]吴超鹏,吴世农,郑方镛. 管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究[J]. 管理世界, 2008, (7): 126-133.
- [21]吴倩,潘爱玲,邱金龙. 高铁通车、地区间信任与资本跨区流动——基于企业异地并购的视角[J]. 当代财经, 2020, (10): 75-86.
- [22]谢光华,郝颖,靳姝菲. 风险投资对政府补贴的创新激励有效性的影响研究[J]. 管理学报, 2018, (9): 1337-1346.
- [23]杨继彬,李善民,杨国超,等. 省际双边信任与资本跨区域流动——基于企业异地并购的视角[J]. 经济研究, 2021, (4): 41-59.
- [24]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, (2): 32-46.
- [25]张丽敏,靳庆鲁,张佩佩. IPO 成长性管理与公司并购——基于创业板上市公司的证据[J]. 财经研究, 2020, (6): 125-139.
- [26]张岭,郭英远,张胜,等. 风险容忍视域下风险投资对科技企业创新支持路径研究[J]. 科学管理研究, 2019, (1): 86-89.
- [27]Aghion P, Van Reenen J, Zingales L. Innovation and institutional ownership[J]. *American Economic Review*, 2013, 103(1): 277-304.
- [28]Barry C B, Muscarella C J, Peavy III J W, et al. The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 447-471.
- [29]Ciobanu R. Does the geographic location influence takeovers?[J]. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 2016, 29(1): 782-798.
- [30]Das S R, Jo H, Kim Y. Polishing diamonds in the rough: The sources of syndicated venture performance[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2011, 20(2): 199-230.
- [31]Denis D J, Denis D K, Sarin A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 135-160.
- [32]Fritsch M, Schilder D. Does venture capital investment really require spatial proximity? An empirical investigation[J]. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 2008, 40(9): 2114-2131.
- [33]Hambrick D C, Fukutomi G D S. The seasons of a CEO's tenure[J]. *Academy of Management Review*, 1991, 16(4): 719-742.
- [34]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [35]Peng M W, Heath P S. The growth of the firm in planned economies in transition: Institutions, organizations, and strategic choice[J]. *Academy of Management Review*, 1996, 21(2): 492-528.

[36]Sahm C R. How much does risk tolerance change?[J]. *The Quarterly Journal of Finance*, 2012, 2(4): 1250020.

[37]Zhang L, Zhang S, Tao N. Financial system risk tolerance capacity and economic growth: Evidence from a Cross-country analysis[J]. *Global Economic Review*, 2016, 45(2): 97–115.

Does Venture Capital Promote Inter-regional Capital Flow? An Empirical Study Based on Cross-regional M&A

Yu Jie¹, Dong Jing², Deng Haoran²

(1. *School of Business, Xianda College of Economics and Humanities Shanghai International Studies University, Shanghai 200083, China*; 2. *College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Summary: Inter-regional capital flow is a form of carrier to optimize the allocation of resources among regions and promote the coordinated development of regions. With the further improvement of China's capital market, cross-regional M&A has become a means for enterprises to obtain scarce or useful resources, expand business scope, enhance competitiveness, and become bigger and stronger in regional diversification. It is also an important thrust to promote the inter-regional flow of resources and stock capital and coordinated development among regions. However, there is still a lack of research to identify the mechanism of the impact of modern financial entities on inter-regional capital flow by promoting the real economy.

From the perspective of cross-regional M&A, this paper studies the impact of venture capital support on inter-regional capital flow. It is found that the improvement of venture capital participation promotes invested enterprises to expand the scale of cross-regional M&A. However, the promotion effect of venture capital on cross-regional capital flow is more likely to occur in the situation that all venture capital shareholders are not major shareholders, in the situation that the leading venture capital is non-state-owned property rights, and in the situation of syndication venture capital. The impact of venture capital intervention on inter-regional capital flow is more significant in the counter-current M&A situation that enterprises in less developed areas merge enterprises in developed areas. The participation of venture capital also breaks the geographical distance barrier, and stimulates invested enterprises to expand the investment scale in the long-distance cross-regional M&A. In addition, the increase of the equity concentration of enterprise management inhibits the promotion of venture capital participation on the scale of cross-regional M&A, and the increase of CEO tenure strengthens the role of venture capital participation in promoting the scale of cross-regional M&A.

This paper provides micro evidence for venture capital to promote inter-regional capital flow, and enriches the research on the impact of venture capital on regional economy. It finds that there is an impact of investment behavior and strategic learning between venture capital and invested enterprises. As active investors, the participation degree of venture capital will also affect the investment behavior of invested enterprises, so as to drive the inter-regional capital flow. This study enriches the organizational strategy theory from the perspective of strategic learning. The conclusion provides the empirical evidence that venture capital promotes inter-regional capital flow, which has a certain reference value for optimizing the decision-making of cross-regional M&A and promoting the coordinated development of regional economy.

Key words: venture capital; cross-regional M&A; inter-regional capital flow; management characteristics

(责任编辑 景行)