

地理距离如何影响风险资本对新企业的投资*

○ 黄福广 彭涛 邵艳

摘要 本文基于2004—2012年中小板和创业板披露的1021个风险资本投资案例,研究地理距离如何影响风险资本对新企业的投资。研究发现,与新企业之间的地理距离越远,风险资本对新企业的投资金额越少、投资时间越晚、投资后参与公司治理的可能性越低;企业规模可以减轻地理距离的负向影响;地理距离对风险资本的投资轮次影响不显著。风险资本投资明显存在本地偏好。进一步的检验表明,非核心发达地区的风险资本和国有风险资本具有更明显的本地偏好特点,投资受地理距离影响更大。

关键词 地理距离;风险资本;新企业;本地偏好

*本文受国家自然科学基金面上项目(71272179、71072098)资助

引言

“本地偏好”(Local Bias)是风险资本对新企业进行投资所表现出的一个重要现象,即风险资本更倾向于投资本地企业。^[1]在地理位置上,风险资本与新企业表现出双向集聚以及共生共栖的关系。例如,美国大约49%的风险资本和新企业注册在加利福尼亚州、马萨诸塞州和纽约州,^[2]加拿大的风险资本和新企业集中在安大略省和魁北克省。^[3]德国的法兰克福和慕尼黑以及英格兰的剑桥和伦敦同样存在类似现象。^[4,5]风险资本在地理分布上具有不平衡性,并且与被投资企业在空间上彼此邻近,是世界各国风险资本发展的一个共同特征。

对于“本地偏好”形成的原因,以往文献多从社会交易、信息不对称、交易成本、社会网络等角度进行解释,认为近距离投资有利于风险资本与新企业进行密切、非正式交流,^[6]减轻信息不对称程度、降低交易成本,^[1]也有助于发挥社会网络作用,提升增值服务功能。^[7]与“本地偏好”相反,风险资本的跨区域投资,尤其是跨国投资成为近年来风险资本发展的显著趋势。^[8]更重要

的是,通过采取恰当的投资策略,风险资本的远距离投资包括跨国投资同样取得了优异的投资业绩。^[2,9,10]显然,现有文献对“本地偏好”和远距离投资的割裂研究,难以清晰揭示两者并存的内在原因。本文认为,地理距离不同,使得风险资本投资面临的风险和成本发生变化,导致投资策略出现差异。因此,“本地偏好”是风险资本对不同投资环境下风险和收益进行权衡的结果。

本文以2004—2012年中国中小板和创业板披露的1021个风险资本投资案例为样本,研究地理距离如何影响风险资本对新企业的投资。风险投资在中国发展迅猛,风险资本的机构数、基金数、管理资本总额以及投资额度大幅增长,并且中国地域辽阔,各地区注册基金数量和投资额度差异明显,^[11]为研究地理距离与风险资本投资提供了良好的情境。研究发现,由于特殊风险和交易成本,地理距离不仅影响风险资本的投资方式,还影响风险资本的投后管理。风险资本与被投资企业之间的地理距离越远,风险资本的投资金额越少、投资时间越晚、投资后参与公司治理的可能性越低;企业规模可以减轻地理距离的负向影响;地理距离对风险资本的投资轮次影响不显著。也就是,中国风险资本投资表现出明显的“本地偏好”。而且,相对于北京、上海、广东等核心发达地区的风险资本,非核心发达地区的风险资本投资受地理距离影响更大;相对于民营和外资背景的风险资本,国有风险资本投资受地理距离影响更大。非核心发达地区风险资本和国有风险资本“本地偏好”特点更明显。

本文的研究创新体现在:第一,从研究内容看,西方学者普遍关注“本地偏好”的形成原因,^[1,6,7]以及地理距离影响风险资本投资的结果。^[2,9,10,12]与此不同,本文研究地理距离如何影响风险资本的投资方式和投后管理,有利于深入理解地理距离产生影响的作用机理,进而更好地解释“本地偏好”。第二,从变量测算看,国外相关

财务管理

文献普遍采用风险资本的总部或者风险资本离企业最近的分支机构以及办事处的地理位置测算地理距离。^[1,12] 本文从招股说明书手工搜集实际发生投资行为的风险资本及其注册地,并且采用三种不同的度量方法,可以有效克服对地理距离的计算偏差。第三,从研究视角看,国内有学者从风险资本的人力资本特征以及风险资本的国有属性等角度分析风险资本的投资行为。^[13,14] 本文首次从地理角度进行探索性研究,是对中国情境和制度背景下风险资本投资策略文献的补充。第四,从研究设计看,本文充分考虑中国地区经济差距和风险资本所有制差异等特殊情境对风险资本“本地偏好”的影响,不仅有利于检验西方理论在中国的适用性,更有助于解释中国本土风险资本的投资行为。

一、制度背景、理论分析与研究假设

1. 制度背景

投资契约和外部制度环境是影响风险资本投资收益的两个重要方面,两者之间具有互补和替代关系。投资金额、投资时间、投资轮次、董事会席位(投后管理)等构成了风险资本对新企业投资契约的主要内容,受风险资本能力、新企业质量、地理距离、法律和文化等制度环境的影响。^[15] 合理的投资契约不仅有利于减轻风险资本对道德风险和经营风险的担忧,还有利于新企业获取风险资本的资金和增值服务。与欧美等成熟市场国家相比,风险资本在中国面临的制度环境相对落后,主要表现为知识产权保护缺乏、资本市场法律框架不完善、公司控制权市场不活跃等。^[16-18] 相对落后的制度环境使风险资本投资前的筛选和投资后的监管更加严格,也使投资契约和投资策略发生变化。^[19]

制度背景导致的地区差异使中国风险资本的远距离投资面临较多的风险和成本:第一,新企业会计信息披露不充分并且可比性差,信用环境不完善。风险资本需要更多地实地考察企业,并且需要通过创业者的朋友、亲戚以及关系圈获取信息。^[18] 第二,中国存在较严重的地方保护主义和地方分权主义。各地为了吸引投资、促进本地经济结构调整及经济发展,对风险资本分别制定了不同并且灵活的优惠措施,本地风险资本更具有先天政策上的优势。^[16] 第三,本地关系在经济生活中占有重要地位。风险资本需要通过与地方政府、地方金融机构以及地方证券监管机构的关系获取投资机会、资金来源和退出渠道,企业家也倾向于与熟识和信任的风险资本合作。^[17]

综上,远距离投资使风险资本面临信息缺乏、行政壁垒、本地关系缺失,降低风险资本的投资意愿。当面对相对落后的制度环境时,风险资本会更加主动地通过调整投资策略和投资契约规避远距离投资的风险和成本。

2. 理论分析和研究假设

根据委托—代理理论,地理距离不利于风险资本与新企业之间信息传递和面对面沟通,加剧代理冲突;^[20] 根据社会交易理论,地理邻近的风险资本与新企业可以通过更加密切、自由以及非正式的交流手段增进双方之间的社会关系,增进信任和合作;^[6] 根据社会网络理论,社会网络有利于风险资本搜寻企业真实信息,获取人力、资金和社会资源,进而提高风险资本对新企业的筛选、增值服务和管理能力;^[7,21,22] 根据交易成本理论,风险资本投资过程中需承担信息成本、谈判成本和监督成本。^[23]

信息不对称产生信息风险,信任缺失产生道德风险,社会网络缺乏产生管理风险,地理距离扩大会加大风险资本对新企业投资的特殊风险;信息成本、谈判成本以及监督成本使风险资本在远距离投资过程中承担较多交易成本。因此,地理距离负向影响风险资本对新企业的投资,使风险资本表现出“本地偏好”。

图1是本文的分析框架和研究假设。根据上述理论分析,地理距离增大特殊风险,从而风险资本减少投资金额以及延迟投资时间;地理距离增加交易成本,从而风险资本增加投资轮次以及减少参与公司治理。风险资本注册地区经济水平和所有制改变风险资本对特殊风险和交易成本的承受意愿和承受能力,从而对风险资本的投资具有调节作用。综上,本文将风险资本的投资划分为投资金额、投资择时和投后管理等多个维度,^①并且分别提出假设H1-H8,可以较好地检验地理距离对风险资本投资的影响程度以及风险资本“本地偏好”特点的表现形式。

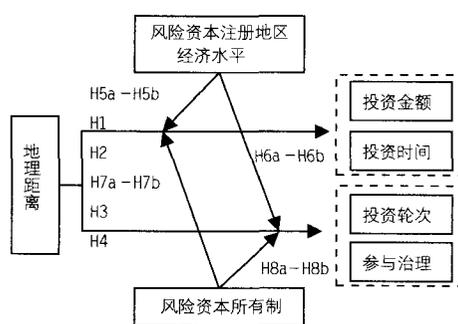


图1 地理距离影响风险资本对新企业投资的分析框架

(1) 地理距离与风险资本的投资金额和投资时间

根据投资组合理论,地理距离有利于扩大风险资本投资的可行集,降低投资组合的系统风险,但是增大单个投资的特殊风险。风险资本构建投资组合的目标是减小风险、提高收益,因而会将资金合理地远距离企业与近距离企业之间进行分配。地理距离使风险资本面临信息不对称、社会资本不足等多种投资风险,风险资本将大部分

管理资金投入邻近企业，将少部分资金投入远距离企业。^[1]另外，地理距离不仅降低风险资本对新企业投资的可能性，^[4]也降低风险资本投资成功的概率。^[24]

根据委托—代理理论，风险资本与企业之间存在双边道德风险。风险资本不仅需要了解企业产品和财务等方面的硬信息，更需要了解企业家及高管团队等方面的软信息。同样，企业也需要对风险资本进行判断和选择。由于新企业的特殊性，风险资本与新企业通常采用面对面交谈的方式进行交流和沟通。^[1]地理距离增加了双方信息搜集、沟通以及谈判的时间，会延迟交易发生的时间。为了规避事前的信息风险和事后的道德风险，风险资本与企业需要较多的时间达成投资协议。地理距离使风险资本面临知识缺陷，风险资本更倾向于对晚期阶段的远距离企业进行投资。^[24]

根据制度理论，地理距离产生制度距离和文化距离，改变风险资本的投资策略。^[9]中国的制度环境相对落后，使风险资本的远距离投资面临较高等度的特殊风险，从而减少投资金额和延迟投资时间。例如，Bruton等^[18]认为，风险资本在中国缺少正式的信息获取渠道，需要利用创业者的朋友、家庭以及关系网络获取信息。Ahlstrom等^[16]发现，中国存在地方保护主义，风险资本倾向于对近距离企业进行投资。因此，提出以下假设：

H1：地理距离越远，风险资本对新企业投资的金
额越少

H2：地理距离越远，风险资本对新企业投资的时
间越晚

(2) 地理距离与风险资本投资轮次和参与公司治理

分阶段投资指风险资本将资金分批次注入到被投资企业。分阶段投资有利于风险资本更好地对创业者进行考察、约束和激励，实质上赋予了风险资本类期权回报，有利于避免套牢问题、逆向选择问题和不确定问题。远距离投资伴随着较多的事前信息搜集成本、事中谈判成本和事后监督成本，因而分阶段投资是风险资本远距离投资过程中降低交易成本的常见投资策略。Tian^[12]论证了当地理距离较远时，风险资本投资轮次更多，每次投资的金额更少，并且相邻轮次的时间间隔也更小。Chemmanur等^[24]表明，相对于国内投资，风险资本跨国投资时的投资轮次更多。

公司治理是外部投资者监督经理人、减少代理问题的重要手段，本文主要指公司治理的内部机制，包括股东监督、董事会、监事会和经理人薪酬等内部控制系统。作为积极投资者，风险资本投资后通过出席股东大会、委派董事、监事或者高管等多种途径参与新企业公司治理。董事会是企业的最高决策机构，获取董事会席位是风险资本参与新企业公司治理的普遍手段，^[19]是投资契约中

关于风险资本控制权的主要内容，^[25]也是风险资本实现控制、监督和服务企业目的的典型方式。^[26,27]就中国的情况而言，随着公司治理方面的法规逐渐完善，董事会在公司治理中的核心地位逐步得到认可，风险资本已经开始较多地占有被投资企业的董事会席位。因此，本文关注风险资本通过介入董事会进而参与新企业公司治理。

一方面，地理距离越远，风险资本投资的不确定性和信息不对称性增加，对新企业监管会更加严格；^[28]另一方面，地理距离越远，风险资本参与公司治理的成本也越大。委派董事、参加董事会会议以及保持与企业高管的密切联系，使风险资本耗费较多的人力和财力。经验证据表明，风险资本参与远距离被投资企业公司治理的概率更低。^[29]因此，提出以下假设：

H3：地理距离越远，风险资本对新企业投资的轮
次越多

H4：地理距离越远，风险资本参与新企业公司治
理的可能性越低

(3) 风险资本注册地区经济水平的调节作用

历史、地理以及政策等多种原因使中国地区经济发展不平衡。改革开放后，各个地区经济差距不断扩大。中国是世界主要大国中地区经济发展最不平衡的国家之一，北京、天津、上海、浙江、江苏以及广东等省市是中国的少数几个核心发达地区。上述核心发达区域与全国其他非核心发达区域之间的经济差距，占全国地区经济差距的80%以上。^[30]同时，中国风险资本和新企业集聚于北京、上海、浙江、江苏以及广东等东部沿海核心发达地区。^[11]

一方面，核心发达地区风险资本的社会网络及声誉显著高于非核心发达地区，如行业中处于领先地位的深圳市创新投资集团有限公司、联想投资、达晨创业投资等注册地位于北京、深圳等经济发达地区。根据社会网络理论，社会网络有利于风险资本寻找投资项目真实信息，获取社会资源，提高风险资本对新企业的筛选和服务能力。^[7,21]因此，核心发达地区的风风险资本对特殊风险和交易成本承受能力更强，可以对远距离企业进行更多、更早的投资，并且减少投资轮次和参与公司治理。相反，非核心发达地区的风风险资本缺少社会网络，对远距离投资中的特殊风险承受意愿更弱，对外地企业进行较少、较晚投资。同时，它们对远距离投资中的交易成本承受意愿更低，对外地企业进行多轮投资和较少地参与公司治理。因此，提出以下假设：

H5a：相对于核心发达地区的风风险资本，非核心发
达地区的风风险资本对远距离企业投资金额更少

H5b：相对于核心发达地区的风风险资本，非核心发
达地区的风风险资本对远距离企业投资时间更晚

财务管理

H6a：相对于核心发达地区的风险资本，非核心发达地区的风险资本对远距离企业投资轮次更多

H6b：相对于核心发达地区的风险资本，非核心发达地区的风险资本对远距离企业参与公司治理的可能性更低

(4) 风险资本所有制的调节作用

相对于欧美私人性质的风险资本居于主导地位，中国的风险资本多数由政府部门组建。^[31] 国有风险资本不仅成立时间早，而且以政府引导基金、地区发展股权投资基金、产业投资基金等形式大量存在，在行业中影响力大。相关研究表明，国有风险资本的投资行为与非国有风险资本在投资目标、投资对象以及投资区域上具有较大差异性。^[14,32,33] 首先，具有政府背景和政策支持的国有风险资本社会网络丰富，有助于本地企业获取政治关联，能够筛选到质量更好的本地企业。其次，国有风险资本不仅承担着促进本地科技企业、中小企业以及初创企业成长，也承担着加快区域经济发展以及加速科技成果转化和社会责任和政策使命。因此，国有风险资本将资金较多地投资到本地企业，而且倾向于对本地早期企业进行投资。另外，国有风险资本社会网络丰富，有利于其参与本地企业公司治理，扶持企业成长。

相反，民营和外资背景的风险资本普遍采取市场化运作手段，通过在主要城市设立分支机构和办事处等方式接近远距离被投资企业，主动承担并消化地理距离产生的特殊风险和交易成本，投资对象和投资区域更广。当筛选到远距离的高成长性企业时，具有投资业绩压力的民营和外资风险资本也倾向于进行较多以及较早的投资，并且通过增加投资轮次和参与公司治理确保投资的成功。因此，提出以下假设：

H7a：相对于民营和外资风险资本，国有风险资本对远距离企业投资金额更少

H7b：相对于民营和外资风险资本，国有风险资本对远距离企业投资时间更晚

H8a：相对于民营和外资风险资本，国有风险资本对远距离企业投资轮次更多

H8b：相对于民营和外资风险资本，国有风险资本对远距离企业参与公司治理的可能性更低

二、研究设计

1. 样本和数据

本文的分析单元为风险资本投资案例（风险资本—企业）。统计风险资本支持企业里所有风险资本的投资数据，剔除存在数据缺失的样本观测，共得到 1021 个投资案例。其中，创业板 465 个，中小板 556 个。样本企业是 2004—2012 年在中小板和创业板上市，并且上市前有风险资本支持的企业。其中，共有 213 个企业来

自创业板，256 个企业来自中小板。企业财务数据来自 Wind 和 CCER 数据库，本文选取风险资本首次对企业投资时的企业一年数据进行分析。^② 有无风险资本投资通过搜集招股说明书中关于股本结构以及主要股东情况等获取数据，风险资本的投资金额、投资时间和投资轮次通过查阅关于企业改制、增资和扩股等获取数据，而风险资本参与公司治理通过核对发行人股东名称、董事会构成和董事成员任职单位等获取数据。

对于风险资本的认定，本文采取如下步骤：首先，查阅企业招股说明书，挑选出前十大股东中的企业名称中含有“创业投资”、“风险投资”、“股权投资”、“创新投资”、“产业投资”、“信息投资”等的投资机构；然后，通过手工查询和网络搜索，将主营业务为“对未上市企业进行股权投资”的认定为风险资本机构。对于主营业务无法界定或者无法通过网络查询的机构，参考“清科数据库”以及《中国创业风险投资发展报告》系列丛书进行识别。本文不严格区分私募股权和风险资本。

关于风险资本的产权属性，本文根据风险资本的股权结构和出资人性质，将风险资本的产权属性划分为国有和非国有（非国有包括民营及外资）。其中，若风险资本机构的实际控制人为中央政府或者地方政府，具体出资人包括国资委、国有企业、国有银行、国有券商、高等院校以及各级政府部门，如财政部、发改委、科技部等，本文将其认定为国有。若风险资本的实际控制人为个人或民营企业，本文将其归为民营。若风险资本的实际控制人为境外投资者，本文将其认定为外资。

关于地理距离，首先根据招股说明书分别查阅上市企业的注册地，以及股东中每个风险资本机构的注册地。实际发生投资行为的风险资本可能是总部、某个分公司或者某支基金。本文对其进行区分，并将注册地具体到地级市；其次，分别引入相对距离变量、物理距离变量以及最短旅行时间变量，以此对地理距离进行测算。

2. 变量定义

(1) 因变量

为了检验地理距离对风险资本投资的影响程度以及“本地偏好”的表现形式，本文将风险资本的投资划分出投资金额、投资择时和投后管理等多个维度，因变量分别是每个投资案例中风险资本的投资金额（VC Amount）、投资时间（VC Time）、投资轮次（VC Rounds）和参与公司治理（VC Governance）。其中，投资金额为风险资本在企业上市前的总资金投入，^[12,34] 投资时间为企业成立到风险资本首次投资间隔的年份数，^[35] 投资轮次为风险资本资金投入到企业的总次数，^[24] 参与公司治理指风险资本投资后介入新企业董事会，^[19,25-27] 代理变量为风险资本是否通过委派合伙人、投资经理、专家担

任新企业董事的虚拟变量,是则取值为1,否则为0。^[27,36]

(2) 自变量

自变量为风险资本与企业之间的地理距离,包括相对距离(Relative Distance)、物理距离(Absolute Distance)和最短旅行时间(Journey Time)。

相对距离变量反映不同行政区域制度环境和社会关系的差异,本文将其定义为风险资本与企业注册地是否位于不同的省份、直辖市或自治区的虚拟变量,是则取值为1,否则为0。^[28]物理距离变量反映地球上的实际距离,本文将其定义为由Google Map距离计算器计算的两地经纬度距离。^[1]最短旅行时间变量反映不同地理位置交通条件的差异,进而影响风险资本的实际信息搜集成本、沟通成本以及监督成本,本文将其定义为两地之间飞机、火车以及汽车三种交通方式所需最短时间。^[4]^③

(3) 控制变量

本文同时考虑风险资本特征、企业特征以及市场环境特征的可能影响。

其中,风险资本特征变量包括:风险资本声誉(VC Reputation),用以控制风险资本的能力和社会网络,计算方法为风险资本从业年限;^[9]风险资本领投位置(VC Lead),用以控制联合投资中的地位,计算方法为风险资本在当轮融资中占有最大股份的虚拟变量,是则取值为1,否则取值为0;^[1]风险资本持股比例(VC Share),用以控制风险资本的投资规模,计算方法为风险资本在企业上市前的总持股比例。^[27]另外,本文将风险资本的产权属性划分为国有和非国有,^[33]将风险资本的地理位置划分为核心发达经济地区和非核心发达经济地区,^[30]并且分别引入表示国有风险资本(GVC)的虚拟变量和表示核心发达经济地区(Developed Areas)的虚拟变量进行控制。参考李国平等,^[30]将北京、天津、上海、浙江、江苏以及广东等六省市列为核心发达地区,将全国其他地区列为非核心发达地区。^④

风险资本的投资金额(VC Amount)、投资时间(VC Time)、投资轮次(VC Rounds)和参与公司治理(VC Governance)构成了投资契约的主要内容,上述四方面内容可能是同时确定的,并且存在相互影响的关系。为了控制其他投资特征的影响,本文在每个变量的回归中控制其他三个决策变量。^[12,34]

企业特征变量包括:企业规模(Firm Size),用以控制企业的资产数额和成长阶段,计算方法为企业总资产;^[12]企业盈利性(Firm Profitability),用以控制企业获利能力,计算方法为企业净利润除以总资产;^[14]资产有形性(Firm Tangibility),用以控制企业的资产构成和信息不对称程度,计算方法为有形资产除以总资产;^[12]地理位置(Firm Location),用以控制当地风险资本投资活跃程

度,计算方法为企业是否位于北京、上海、广东、浙江以及江苏等五省市的虚拟变量,是则取值为1,否则为0。^[37]

根据证监会的行业分类,将样本企业划分为制造业、信息技术业、批发及零售贸易业等九个行业,其中制造业按照二级行业进行再次分类,以此控制行业效应(Industry)。根据风险资本对企业的投资时间,样本数据的年份为1999-2010年,以此控制年度效应(Year)。

表1 风险资本首次投资的年份分布和行业分布

年份分布					行业分布				
年份	创业板	中小板	总数	百分比	行业	创业板	中小板	总数	百分比
1999	2	3	5	1.07%	制造业	136	198	334	71.22%
2000	3	15	18	3.84%	信息技术业	43	34	77	16.42%
2001	3	18	21	4.48%	批发和零售业	2	3	5	1.07%
2002	2	11	13	2.77%	交通运输邮政	4	3	7	1.49%
2003	3	13	16	3.41%	建筑业	3	5	8	1.71%
2004	1	7	8	1.71%	社会服务业	15	2	17	3.62%
2005	4	10	14	2.99%	农林牧渔业	4	5	9	1.92%
2006	4	20	24	5.12%	传播与文化业	3	0	3	0.64%
2007	47	71	118	25.16%	采掘业等	3	6	9	1.92%
2008	46	30	76	16.20%	总计	213	256	469	100.00%
2009	51	22	73	15.57%					
2010	47	36	83	17.70%					
总计	213	256	469	100.00%					

3. 描述性统计

表1是风险资本首次投资的年份分布和行业分布,分析单元是企业。关于年份分布,无论是中小板还是创业板,企业接受风险资本首次投资的时间较多地出现在2007-2010年,共占据总样本74.63%,可能的原因是创业板2009年的运行促进了风险资本的投资和上市退出。另外,在不少2009-2012年新上市企业中,尤其是创业板市场,风险资本的首次投资出现在2009年和2010年,风险资本首次投资到企业上市相隔不到两年,说明中小板和创业板市场存在“突击入股”问题。关于行业分布,无论是中小板还是创业板,上市企业主要分布在制造业和信息技术业。其中,制造业企业总计334个,信息技术业总计77个,占据总样本的87.64%。

表2 风险资本投资的地理分布

被投资企业的地理分布			风险资本的地理分布						
省份	数	占全样	被本地	比	省份	数	占全样	投资	比
目	本比例	投资	例	本比例	目	本比例	本地	例	
广东	258	25.27%	142	55.04%	广东	262	25.66%	142	54.20%
江苏	131	12.83%	49	37.23%	北京	156	15.28%	38	24.36%
北京	107	10.48%	38	35.36%	江苏	120	11.75%	49	40.83%
浙江	95	9.30%	48	50.94%	上海	100	9.79%	18	18.00%
上海	45	4.41%	18	40.00%	浙江	84	8.23%	48	57.14%
其他	385	37.71%	134	34.81%	其他	299	29.29%	134	44.81%
总计	1021	100%	429	42.01%	总计	1021	100%	429	42.01%

财务管理

表 2 是风险资本投资的地理分布, 分析单元是投资案例。关于被投资企业, 广东是接受风险资本投资最多的省份, 总计有 258 个案例中的企业注册地位于广东, 在全样本中占 25.27%。其中, 142 个案例中企业被本地机构投资。其次是江苏、北京、浙江和上海, 排名前五的省份占总样本的 62.29%。关于风险资本, 广东也是发生风险资本投资最多的省份, 总计 262 个案例中的风险资本注册地位于广东省。其中, 142 个投资本地企业。其次是北京、江苏、上海和浙江, 排名前五的省份占总样本的 70.71%。上述统计表明: 第一, 无论是被投资企业还是风险资本机构, 广东、江苏、北京、浙江和上海都是中国风险投资最活跃的五个省份, 与王会娟等^[37]依据 China Venture 数据库对风险资本注册地和上市企业注册地的统计结果相同; 第二, 国外文献所披露的风险资本在地理空间上分布不平衡以及与被投资企业在地理上相互邻近的现象在中国同样存在;^[2,41] 第三, 北京、上海等发达地区的风险资本投资异地企业比例更高, 地理覆盖能力更强。

表3 主要变量描述性统计

变量名称	变量符号	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	观测
A 栏: 因变量							
投资金额(万元)	VC Amount	1885.18	1530	25000	38	2092.43	1021
投资时间(年)	VC Time	8.57	8	17	3	3.39	1021
投资轮次	VC Rounds	1.10	1	3	1	0.47	1021
参与公司治理	VC Governance	0.45	0	1	0	0.49	1021
B 栏: 自变量							
相对距离	Relative Distance	0.58	1	1	0	0.51	1021
物理距离(公里)	Absolute Distance	783.62	608	8732	0	1012.69	1021
最短旅行时间(分钟)	Journey Time	159.91	90	1980	0	218.24	1021
C 栏: 控制变量							
声誉	VC Reputation	5.24	4	21	1	3.98	1021
领投位置	VC Lead	0.45	0	1	0	0.59	1021
持股比例	VC Share	0.06	0.04	0.58	0.01	3.76	1021
国有风险资本	GVC	0.32	0	1	0	0.46	1021
核心发达地区	Developed Areas	0.80	1	1	0	0.39	939
企业规模(亿元)	Firm Size	4.65	4.58	32.08	2.05	2.87	1021
企业盈利性	Firm Profitability	0.07	0.05	0.75	0.01	0.09	1021
资产有形性	Firm Tangibility	0.44	0.45	0.86	0.05	0.16	1021
企业地理位置	Firm Location	0.62	1	1	0	0.48	1021

表 3 是主要变量的描述性统计。其中, A 栏是因变量的统计值。风险资本的投资金额平均为 1885 万元, 最大达到 2.5 亿元, 而最少只有 38 万元。关于投资时间, 新企业成立到风险资本首次投资, 平均间隔 8.57 年, 最长的时间接近 17 年, 最短只需 3 年。关于投资轮次, 风险资本平均对企业进行约 1 次投资, 最多可以达到 3 次。关于风险资本参与公司治理, 45% 的风险资本对企业投资时参与董事会, 表明董事会席位是风险资本较注重控制权手段。B 栏是自变量的描述性统计。从相对距离看,

58% 的被投资企业与风险资本位于不同的省份、自治区以及直辖市, 表明多数投资案例中风险资本与企业位于不同省份、直辖市或者自治区。从物理距离看, 被投资企业与风险资本平均相隔 784 公里。从最短旅行时间看, 从风险资本所在地到企业所在地平均需要 160 分钟。

C 栏是控制变量的描述性统计。关于风险资本特征变量, 从平均水平看, 风险资本的从业年限约为 5.24 年, 领投资风险资本所占比例为 0.45, 风险资本平均持股 6%, 32% 的投资案例由国有风险资本发起,^⑤ 80% 的内资风险资本位于核心发达地区。关于企业特征变量, 上市企业的平均资产为 4.65 亿, 总资产收益率平均为 7%, 有形资产占比平均为 44%, 62% 的企业位于广东、江苏、北京等风险资本投资集聚地。

三、实证分析

1. 单变量分析

表 4 是单变量分析结果。结果显示, 相对于相同地理位置, 若风险资本与企业位于不同省份、自治区或者直辖市, 风险资本的投资金额平均值少 364 万元, 投资时间平均晚 0.56 年(相当于 7 个月), 参与公司治理的概率低 0.2, 且上述 3 个差异均在 0.01 的水平上显著。对于投资轮次, 若风险资本与企业位于不同省份、自治区或者直辖市, 风险资本的投资轮次仅多 0.05, 在 0.10 的水平上显著。由于 IPO 是中国风险资本退出的主要形式, 样本中风险资本的投资期限较短(平均为 29 个月), 大部分风险资本只进行一轮投资, 因此地理距离对投资轮次的影响并没有对投资金额、投资时间和参与公司治理等方面的影响显著。

表4 单变量分析

	不同省份(自治区、直辖市)			相同省份(自治区、直辖市)			t统计量	Wilcoxon Z统计量
	均值	中位数	观测数	均值	中位数	观测数		
VC Amount	1732.25	1340	592	2096.24	1875	429	-2.77***	-2.75***
VC Time	8.81	8	592	8.25	7	429	2.61***	5.19***
VC Rounds	1.12	1	592	1.07	1	429	1.94*	1.06
VC Governance	0.37	0	592	0.56	1	429	-6.17***	-6.06***

注: 两组企业的均值和中位数分别进行 t 检验和 Wilcoxon Rank Sum Test 检验。*、**、*** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 的水平上显著

2. 多元回归分析

(1) 基准回归

表 5 是风险资本投资对地理距离的多元回归。第 2 列是关于投资金额的基准回归结果, 地理距离的回归系数为 -0.32, 在 0.01 的水平上显著。结果表明, 风险资本的投资金额与地理距离负相关。在控制其他因素后, 若风险资本与企业注册地位于不同的省份、自治区或者直辖市, 风险资本的投资金额减少 32%, 相当于 603 万元(投资金额取平均值 1885 万)。控制变量的回归结果

表明, 高声誉以及领投资风险资本的投资金额多。当企业规模较大以及地理位置位于风险资本投资集聚地时, 风险资本的投资金额多。因此, 本文的假设 1 得到验证。

表 5 中第 4 列是关于投资时间的基准回归结果。结果显示, 地理距离的回归系数为 0.09, 在 0.05 的水平上显著。在控制其他因素后, 若风险资本与企业注册地处于不同的省份、自治区或者直辖市, 风险资本投资时间推迟 9%, 相当于 9 个月(投资时间取平均值 8.57 年)。控制变量的结果表明, 高声誉以及领投资风险资本投资时间较早。当企业规模较大时, 风险资本的投资时间早。综上, 本文的假设 2 得到验证。

表5 地理距离对风险资本投资的影响

	金额: Ln(VC Amount)	时间: Ln(VC Time)	轮次: VC Rounds	治理: VC Governance				
Relative Distance	-0.32*** (-4.43)	-0.40*** (-5.03)	0.09** (2.48)	0.14** (2.54)	0.11 (1.46)	0.08 (1.20)	-0.57*** (-4.16)	-0.62*** (-4.72)
VC Reputation	0.27*** (3.29)	0.25*** (2.92)	-0.30*** (-3.14)	-0.25*** (-2.62)	0.08 (1.36)	0.07 (1.21)	0.24** (2.32)	0.22** (2.35)
VC Lead	0.13* (1.73)	0.15* (1.83)	-0.24*** (-3.34)	-0.27*** (-6.33)	0.14** (1.98)	0.18** (2.03)	0.34** (2.16)	0.42*** (3.39)
Ln(VC Amount)		-0.06* (-1.65)	-0.05 (-1.39)	0.03 (0.68)	0.01 (0.49)	0.01 (0.49)	0.07** (2.38)	0.07** (2.01)
Ln(VC Time)	-0.11* (-1.75)	-0.10* (-1.69)			-0.07 (-1.02)	-0.09 (-1.27)	-0.02 (-0.83)	0.03 (1.01)
VC Rounds	0.04 (1.09)	0.07 (1.12)	-0.02 (-0.76)	0.04 (0.21)			0.05 (1.31)	0.03 (1.17)
VC Governance	0.14** (2.13)	0.11** (2.09)	-0.06 (-1.32)	-0.04 (-1.29)	0.03 (0.61)	0.06 (1.07)		
VC Share							0.15** (1.97)	0.25** (2.47)
Ln(Firm Size)	0.56*** (8.05)	0.58*** (8.71)	-0.21*** (-5.16)	-0.25*** (-6.62)	0.04 (1.29)	0.10 (1.41)	0.34*** (3.59)	0.25** (2.41)
Firm Profitability	0.04 (1.32)	0.04 (1.48)	-0.05 (-1.46)	-0.02 (-1.15)	0.10** (2.17)	0.18** (2.46)	0.06 (0.32)	-0.04 (-0.55)
Firm Tangibility	0.05 (0.76)	0.06 (0.91)	0.08 (1.29)	0.05 (0.83)	-0.02 (-0.48)	-0.08 (-0.73)	-0.25 (-1.36)	-0.26 (-1.33)
Firm Location	0.18** (2.25)	0.17** (2.13)	-0.01 (-0.79)	-0.02 (-0.53)	0.14 (1.42)	0.08 (1.03)	0.11 (1.52)	0.18* (1.68)
Relative Distance X Ln(Firm Size)		0.15** (2.28)		-0.10* (-1.83)		-0.04 (-0.68)		0.16* (1.77)
Constant	3.69*** (5.38)	3.45*** (4.81)	1.14*** (4.98)	1.42*** (5.64)	0.08 (0.64)	-0.58*** (-3.13)	-0.67*** (-6.15)	-0.32*** (-2.67)
F/ Chi-square	31.61***	28.33***	21.55***	19.04***	14.13	12.05	337.21***	351.58***
Adjusted R ² / Pseudo R ²	0.23	0.25	0.29	0.31	0.10	0.08	0.26	0.38
N	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021

注: 对投资金额和投资时间的回归采用普通最小二乘回归(OLS), 对投资轮次和参与公司治理的回归分别采用 Poisson 回归和 logit 回归。投资金额、投资时间以及企业规模在回归中取自然对数。对连续变量取值进行上下各 1% 的 Winsorize 处理, 以克服离群值的影响。采取风险资本层面的聚类—稳健标准误, 以克服截面自相关和异方差问题。每个模型均控制年份虚拟变量和企业个体虚拟变量。括号内为 t 或者 z 统计量的值, *, **, *** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 的水平上显著

表 5 中第 6 列是关于投资轮次的基准回归结果, 地理距离的回归系数为 0.11, 但是不显著。控制变量结果表明, 风险资本的领投地位和企业的盈利性与投资轮次正相关。Tian^[12] 以及 Chemmanur 等^[24] 都表明, 分阶段投资

是风险资本远距离投资常见的投资策略, 可以有效降低监督成本。本文的回归结果与他们的经验证据并不相同, 可能的解释是中国的风险资本倾向于对成长期以及成熟期企业进行投资, 投资期限较短, 存在通过短期投资实现快速套利的投资动机。因此, 本文的假设 3 没有得到验证。

表 5 中第 8 列是关于风险资本参与新企业公司治理的基准回归结果, 地理距离的回归系数为 -0.57, 在 0.01 的水平上显著。结果表明: 第一, 相对于与企业位于相同省份的风险资本, 与企业位于不同省份的风险资本参与公司治理概率低; 第二, 相对于相同地理位置, 风险资本与企业位于不同省份时, 风险资本参与公司治理的对数几率比减少 0.57(边际效应表明参与公司治理的概率降低 0.12)。控制变量的回归结果显示, 高声誉、领投以及高持股比例的风险资本参与公司治理的概率高。当企业的规模较大时, 风险资本参与公司治理的可能性较高。本文的回归结果符合 Lerner^[29] 关于地理距离增加监督成本, 降低风险资本通过委派董事参与公司治理概率的经验证据。因此, 本文的假设 4 得到证实。

(2) 企业特征的异质性影响

为了考察地理距离对不同企业影响的差异性, 本文在基准模型中引入地理距离与企业特征(企业规模、盈利性、资产有形性以及地理位置)的交互项。除企业规模外, 其他交互项在回归中都不显著, 本文没有汇报相应的结果。表 5 中第 3 列地理距离与企业规模的交互项在 0.05 的水平上显著为正, 表明相对于小规模企业, 在大规模企业中地理距离对风险资本投资金额的负向影响小。表 5 中第 5 列地理距离与企业规模的交互项在 0.10 的水平上显著为负, 表明相对于小规模企业, 风险资本会更早对远距离的大规模企业投资。

相对于小规模企业, 大规模企业往往具有更成熟的商业模式、更稳定的现金流、更强的行业竞争能力以及更大的市场号召力。企业规模具有降低信息不对称/传递企业质量信号的作用。^[38] 因此, 企业规模是风险资本筛选的重要标准。^[39] 表 5 的回归结果显示企业规模减少风险资本对远距离投资过程中信息不对称问题和代理问题的担忧, 减轻地理距离对投资的负向影响, 也证实了企业规模的传讯作用。

表 5 中第 7 列地理距离与企业规模的交互项不显著, 表明企业规模在地理距离影响风险资本投资轮次的过程中没有调节作用。表 5 中第 9 列地理距离与企业规模的交互项在 0.10 的水平上显著为正, 表明相对于小规模企业, 风险资本参与远距离的大规模企业的公司治理概率更高。在大规模企业里参与公司治理不仅有助于风险资本拓展社会网络,^[40] 还有利于与更多的潜在被投资企业 and 投资者接触。^[27] 因此, 风险资本在远距离大规模

财务管理

企业里参与公司治理的收益更能弥补参与公司治理的成本，从而减轻地理距离的负向影响。

表6 地区经济水平对风险资本投资的影响

	核心发达地区				非核心发达地区			
	金额	时间	轮次	治理	金额	时间	轮次	治理
Relative Distance	-0.25*** (-3.15)	0.07** (2.13)	0.06 (0.71)	-0.55*** (-2.61)	-0.40*** (-5.36)	0.12*** (3.68)	0.12 (1.46)	-1.13*** (-6.10)
VC Reputation	0.20*** (3.10)	-0.22** (-2.42)	0.05 (1.13)	0.27** (2.49)	0.36*** (5.29)	-0.37*** (-5.16)	0.10 (1.27)	0.20** (2.36)
VC Lead	0.17** (2.03)	-0.30*** (-4.15)	0.11 (1.26)	0.41*** (3.18)	0.10* (1.75)	-0.21** (-2.41)	0.18** (2.39)	0.31** (2.24)
Ln(VC Amount)	-0.08* (-1.75)	0.05* (1.80)	0.14** (2.47)		-0.04 (-1.32)	0.02 (1.05)		0.06** (2.09)
Ln(VC Time)	-0.12* (-1.85)	-0.06 (-1.10)	-0.04 (-0.76)		-0.09* (-1.73)	-0.08 (-1.36)		-0.01 (-0.58)
VC Rounds	0.05 (0.81)	-0.05 (-0.94)		0.05 (1.17)	0.02 (0.66)	-0.01 (-0.49)		0.04 (0.92)
VC Governance	0.13* (1.79)	-0.04 (-1.02)	0.04 (1.51)		0.16** (2.37)	-0.07 (-1.55)	0.01 (0.97)	
VC Share				0.17** (2.29)				0.13** (2.08)
Ln(Firm Size)	0.62*** (7.27)	-0.24*** (-4.31)	0.07 (0.82)	0.41*** (4.26)	0.50*** (6.31)	-0.19*** (-2.84)	0.03 (0.36)	0.25** (2.52)
Firm Profitability	0.06 (1.29)	-0.07 (-1.05)	0.17** (2.25)	0.02 (0.53)	0.03 (0.72)	0.02 (0.67)	0.08** (1.97)	0.08 (1.27)
Firm Tangibility	0.09 (1.17)	0.12 (1.43)	0.01 (0.27)	-0.26 (-0.78)	-0.07 (-0.93)	0.07 (0.58)	-0.05 (-0.93)	-0.22 (-1.29)
Firm Location	0.27** (2.34)	0.04 (0.57)	0.15 (1.17)	0.09 (0.57)	0.10* (1.87)	-0.03 (-1.38)	0.11 (0.84)	0.12 (0.95)
Constant	3.57*** (5.14)	1.04* (1.82)	0.17* (1.77)	-1.15*** (-4.79)	2.61*** (4.73)	1.29*** (4.61)	0.09 (1.32)	-1.08*** (-3.57)
F/Chi-square	20.17***	20.37***	11.37	251.69***	15.35***	18.26***	15.10	99.82***
Adjusted R ² / Pseudo R ²	0.20	0.36	0.04	0.25	0.36	0.25	0.12	0.28
Chow test					23.56***	7.51***	1.17	12.72***
N	756	756	756	756	183	183	183	183

注：数据处理过程和回归方法同表5，不再赘述。括号内为t或者z统计量的值，*、**、***分别表示在0.10、0.05、0.01的水平上显著。Chow test表示对两组样本中地理距离系数的差异进行F检验

(3) 风险资本注册地区经济差距

为了检验地区经济差距对风险资本投资的影响，本文按照风险资本所在地区的经济发达程度对样本进行分组回归。表6是分组回归结果，结果显示当因变量是投资金额、投资时间以及参与公司治理时，地理距离的回归系数在核心发达地区与非核心发达地区显著且符号相同，但是在核心发达地区中绝对值更小，并且通过了Chow检验。地理距离在两组中对投资轮次影响都不显著。结果说明，相对于非核心发达地区，地理距离对核心发达地区风险资本投资金额、投资时间和参与公司治理的负向影响小。这符合Cumming和Dai[1]以及Wuebker等[7]等关于高声誉以及社会网络丰富的风险资本投资受地理距离影响更小的经验证据。综上，经济发达地区优越的区位条件吸引高声誉风险资本注册，风

险资本的投资地理范围更广。相反，非核心发达地区的风险资本缺乏声誉和社会网络，“本地偏好”特点更加明显，投资受地理距离影响更大。因此，本文的假设5a、5b、6b得到支持，假设6a没有得到验证。

表7 所有制对风险资本投资的影响

	国有风险资本				非国有风险资本			
	金额	时间	轮次	治理	金额	时间	轮次	治理
Relative Distance	-0.41*** (-5.75)	0.14*** (4.31)	0.05 (0.82)	-0.66*** (-5.71)	-0.24*** (-2.68)	0.07** (2.38)	0.12 (1.26)	-0.42*** (-3.21)
VC Reputation	0.32*** (3.41)	-0.26** (-1.99)	-0.05 (-1.40)	0.21** (2.06)	0.25*** (3.27)	-0.38*** (-4.03)	0.11 (1.29)	0.27** (2.52)
VC Lead	0.11* (1.69)	-0.22*** (-3.64)	0.18* (1.90)	0.38*** (3.14)	0.16** (2.12)	-0.25*** (-4.13)	0.13* (1.77)	0.25** (2.17)
Ln(VC Amount)		-0.05* (-1.66)	0.05 (1.16)	0.18** (2.48)		-0.08* (-1.92)	0.01 (0.76)	0.05* (1.70)
Ln(VC Time)	-0.08* (-1.69)		-0.10 (-1.28)	-0.10 (-1.41)	-0.14** (-2.37)		-0.04 (-1.09)	0.05 (0.46)
VC Rounds	0.05 (1.26)	-0.04 (-1.30)		0.03 (1.25)	0.04 (0.97)	0.01 (0.32)		0.08 (0.96)
VC Governance	0.11** (1.98)	-0.03 (-1.05)	0.02 (1.42)		0.17** (2.38)	-0.08* (-1.79)	0.06 (1.55)	
VC Share				0.16** (2.15)				0.12* (1.76)
Ln(Firm Size)	0.52*** (6.17)	-0.24*** (-5.10)	0.04 (0.78)	0.33** (2.13)	0.71*** (9.16)	-0.18*** (-3.26)	0.05 (1.17)	0.35*** (3.34)
Firm Profitability	0.09 (1.52)	-0.02 (-0.31)	0.15** (2.14)	0.04 (0.37)	0.03 (0.84)	-0.06 (-1.22)	0.09** (1.98)	0.10 (1.42)
Firm Tangibility	0.07 (1.52)	0.09 (1.04)	0.01 (0.53)	-0.22 (-1.30)	0.04 (0.71)	0.05 (0.72)	-0.04 (-1.18)	-0.28 (-1.52)
Firm Location	0.13** (2.41)	-0.02 (-0.48)	0.10 (1.13)	0.05 (0.83)	0.22** (2.50)	0.05 (0.47)	0.15 (1.42)	0.13 (1.25)
Constant	3.47*** (5.17)	0.75** (2.17)	0.19 (1.01)	-0.55 (-1.25)	2.97*** (3.52)	0.62** (2.41)	0.25** (2.13)	0.41 (1.27)
F/Chi-square	18.24***	10.57***	16.29	90.17***	22.71***	12.46***	20.10	252.69***
Adjusted R ² / Pseudo R ²	0.22	0.25	0.06	0.24	0.27	0.31	0.13	0.31
Chow Test					11.27***	25.16***	1.14	9.47***
N	322	322	322	322	699	699	699	699

注：数据处理过程和回归方法同表5。括号内为t或者z统计量的值，*、**和***分别表示在0.10、0.05、0.01的水平上显著。Chow test表示对两组样本中地理距离系数的差异进行F检验

(4) 风险资本所有制差异

为了考察风险资本所有制的影响，本文依据风险资本的所有制对样本进行分组回归。表7是分组回归结果，结果显示，当因变量是投资金额、投资时间以及参与公司治理时，地理距离的回归系数在国有风险资本组和非国有风险资本组显著且符号相同，但是国有风险资本组中绝对值更大，并且通过了Chow检验。地理距离在两组中对投资轮次影响都不显著。结果说明，相对于非国有风险资本，地理距离对国有风险资本风投资金额、投资时间和参与公司治理的负向影响大。因此，地理距离对风险资本投资的影响在国有和非国有风险资本之间差

异明显, 国有风险资本的投资更能体现地理邻近的重要性, 具有明显的“本地偏好”特点。综上, 本文的假设 7a、7b、8b 得到证实, 假设 8a 没有得到支持。

四、稳健性检验

1. 变量测度

对于投资金额, 本文利用企业净资产 (Stockholders' Equity) 进行标准化处理, 计算出相对投资金额 (VC Money), 以此进行稳健性测试。计算方法为投资金额除以企业净资产, 相关的描述性统计见表 10。重复表 5 的回归过程, 得到表 8 的回归结果。结果表明, 地理距离仍然对相对投资金额、投资时间和参与治理产生显著影响, 而且影响方向没有变化。

表8 地理距离与风险资本相对投资金额

	金额: VC Money		时间: Ln(VC Time)		轮次: VC Rounds		治理: VC Governance	
Relative Distance	-0.04** (-2.39)	-0.05** (-2.11)	0.12** (2.49)	0.13** (2.40)	0.10 (1.20)	0.09 (1.41)	-0.50*** (-3.77)	-0.53*** (-4.47)
VC Reputation	0.07** (2.37)	0.06** (2.19)	-0.32*** (-4.28)	-0.29*** (-3.17)	0.07 (1.15)	0.05 (1.09)	0.25** (2.40)	0.23** (2.28)
VC Lead	0.05* (1.64)	0.04 (1.17)	-0.23*** (-5.47)	-0.30*** (-5.71)	0.16** (2.16)	0.15* (1.94)	0.33** (2.48)	0.36*** (3.42)
VC Money			-0.09 (-1.39)	-0.10 (-1.42)	0.11 (1.32)	0.09 (0.75)	0.45** (2.50)	0.58** (2.46)
Ln(VC Time)	-0.01 (-0.15)	-0.04 (-1.02)			-0.05 (-1.16)	-0.04 (-1.01)	-0.06 (-1.36)	-0.04 (-1.24)
VC Rounds	0.03 (0.14)	0.02 (0.07)	-0.04 (-0.8)	0.01 (0.55)			0.07 (1.42)	0.04 (1.26)
VC Governance	0.03* (1.74)	0.04** (2.31)	-0.03 (-1.04)	-0.05 (-1.51)	0.02 (0.57)	0.04 (1.12)		
VC Share							0.11* (1.69)	0.18** (2.25)
Ln(Firm Size)	0.05** (2.01)	0.08** (2.48)	-0.20*** (-4.84)	-0.27*** (-7.21)	0.06 (1.01)	0.03 (1.34)	0.32*** (3.11)	0.37*** (3.02)
Firm Profitability	-0.03 (-0.17)	0.02 (1.14)	0.06 (1.02)	-0.04 (-1.38)	0.12** (2.25)	0.15** (2.37)	0.08 (1.09)	0.02 (1.17)
Firm Tangibility	0.05 (0.29)	0.06 (0.91)	0.03 (1.07)	0.06 (0.98)	-0.06 (-1.08)	-0.09 (-0.97)	-0.17 (-0.51)	-0.18 (-0.65)
Firm Location	0.02 (1.07)	-0.04 (-1.48)	-0.02 (-0.57)	-0.01 (-0.47)	0.07 (1.13)	0.09 (1.40)	0.16 (1.39)	-0.12 (-1.27)
Relative Distance X Ln(Firm Size)		0.05* (1.77)		-0.07* (-1.94)		-0.03 (-0.52)		0.24** (2.15)
Constant	0.05 (0.17)	0.06 (0.92)	1.25*** (5.01)	1.50*** (6.01)	0.47* (1.81)	-0.35 (-1.03)	-0.48*** (-5.28)	-0.29** (-2.25)
F/Chi-square	20.84***	19.19***	23.27***	20.77***	12.69	11.36	304.19***	335.22***
Adjusted R ² / Pseudo R ²	0.15	0.16	0.25	0.27	0.11	0.09	0.22	0.30
N	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021

对于地理距离, 本文采用物理距离以及最短旅行时间等不同的计算方式。表 9 是相应的基准回归结果。结果显示地理距离的显著性减弱, 但是基本结论保持不变。

表9 物理距离、最短旅行时间与风险资本投资

	Ln(VC Amount)	Ln(VC Time)	VC Rounds	VC Governance				
Ln(1+Absolute Distance)	-0.06*** (-5.13)	0.05** (1.98)	0.04 (1.33)	-0.16*** (-7.14)				
Ln(1+Journey Time)	-0.27*** (-4.15)	0.03 (1.61)	0.02 (0.80)	-0.27*** (-3.14)				
VC Reputation	0.20** (2.32)	0.16** (2.42)	-0.02 (-0.47)	0.04 (0.88)	-0.05 (-0.78)	0.04 (0.65)	0.10* (1.69)	0.37*** (3.30)
VC Lead	0.08* (1.73)	0.07 (1.55)	-0.11** (-2.34)	-0.07* (-1.81)	0.20** (2.32)	0.17** (2.02)	0.44*** (2.89)	0.26** (2.44)
Ln(VC Amount)			-0.04 (-1.03)	-0.02 (-0.53)	0.13 (1.10)	0.11 (0.82)	0.31** (2.11)	0.58** (2.33)
Ln(VC Time)	-0.02 (-0.94)	0.13 (1.39)			-0.06 (-0.92)	-0.05 (-1.30)	-0.20 (-1.37)	-0.65 (-1.35)
VC Rounds	0.15 (1.50)	0.05 (1.27)	0.01 (0.73)	-0.07 (-1.01)			0.02 (0.51)	0.05 (1.36)
VC Governance	0.09** (2.28)	0.06** (2.31)	-0.02 (-1.11)	-0.08 (-1.55)	0.02 (0.77)	0.04 (1.26)		
VC Share							0.12* (1.75)	0.10* (1.84)
Ln(Firm Size)	0.03** (2.17)	0.04** (2.25)	0.05* (1.70)	0.02 (1.28)	-0.09 (-1.52)	-0.05 (-0.46)	0.30** (2.48)	0.25* (1.82)
Firm Profitability	0.05 (1.39)	-0.16 (-1.19)	-0.03 (-0.22)	0.06 (1.42)	0.07* (1.69)	0.05* (1.70)	1.20 (1.62)	0.06 (1.58)
Firm Tangibility	-0.02 (-0.79)	-0.04 (-0.66)	0.05 (1.20)	0.03 (0.59)	0.08 (0.94)	0.03 (0.88)	0.05 (1.49)	-0.03 (-0.67)
Firm Location	0.10 (1.31)	0.07 (1.22)	-0.03 (-0.19)	0.02 (0.33)	-0.03 (-1.27)	-0.06 (-0.90)	0.05 (1.47)	0.08 (1.52)
Constant	1.86*** (4.06)	2.47*** (9.03)	2.15*** (9.72)	1.42*** (5.24)	0.35** (2.09)	0.14** (2.32)	0.08 (1.01)	0.49*** (3.20)
F/Chi-square	13.28***	17.25***	20.14***	17.10***	10.12	9.54	332.58***	236.45***
Adjusted R ² / Pseudo R ²	0.13	0.18	0.25	0.23	0.08	0.06	0.27	0.17
N	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021	1021

注: 数据处理过程和回归方法同表 5, 不再赘述。括号内为 t 或者 z 统计量的值, *, **, *** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 的水平上显著

2. 内生性问题

为了减轻信息不对称、减少信息收集成本以及增进双方之间的信任, 风险资本与企业都会优先选择靠近对方的地点开展经营活动。从而, 风险资本和企业注册地的选择对风险资本的投资不是随机的, 风险资本与企业之间的地理距离具有内生性。本样本中风险资本的成立和注册时间普遍在被投资企业之后。因此, 内生性问题主要来自风险资本注册地的选择。

首先, 本文利用工具变量法解决内生性问题。参考 Tian^[12] 以及 Butler 等,^[41] 引入表示风险资本注册当年企业所在地相同行业上市公司数目是否超过 3 (Cluster Location) 的虚拟变量,^⑥ 以此作为相对距离 (Relative Distance) 的工具变量。企业所在地相同行业上市公司的数目越多, 具有行业专长的风险资本在当地注册的可能性越大, 双方的地理距离越近, 但是它不直接影响风险资本对企业的投资, 因此符合工具变量相关性和外生

财务管理

性的要求。

表10 稳健性检验模型新增变量描述性统计

变量名称	变量符号	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	观测
企业净资产(万元)	Stockholders' Equity	12577.47	15957.86	58036.21	3600.25	7052.65	1021
相对投资金额	VC Money	0.15	0.12	0.54	0.02	0.73	1021
所在地同行业上市公司	Cluster Location	0.48	0	1	0	0.50	766
经济发展水平(亿元)	Location GDP	6926	6420	36796	162	6297.86	766
重点大学数目	Famous Universities	4	3	20	0	3.90	766
中小企业数目	Small Firms	5512	4858	90619	119	1482.65	766
上市企业数目	Public Firms	42	36	203	0	16.09	766
风险资本数目	VC Firms	120	117	240	8	21.94	766
IPO退出数目	IPO Firms	2	3	10	0	1.76	766

注: 经济发展水平数据来自国家统计局, 重点大学来自国务院规定的全国 88 所全国重点大学目录, 中小企业数目来自《中国中小企业景气指数研究报告》, 风险资本数目来自《中国创业风险投资发展报告》, 上市企业数目以及 IPO 退出来自中小板以及创业板数据

表11 工具变量法回归

First-stage				Second-stage				
	Relative Distance	Relative Distance	Relative Distance	Relative Distance	Ln(VC Amount)	Ln(VC Time)	VC Rounds	VC Governance
Relative Distance					-0.21** (-2.36)	0.07** (2.20)	0.08 (1.27)	-0.47*** (-5.01)
Cluster Location	-0.47*** (-17.48)	-0.30*** (-12.39)	-0.58*** (-22.42)	-0.46*** (-18.94)				
VC Reputation	0.04 (0.26)	0.13* (1.67)	0.05 (1.20)	0.02 (0.63)	0.25*** (4.18)	-0.13* (-1.90)	0.05 (0.93)	0.11* (1.92)
VC Lead	0.15 (1.47)	0.08 (0.92)	0.03 (0.82)	-0.05 (-1.20)	0.17** (2.33)	-0.07* (-1.81)	0.17* (1.86)	0.16** (2.49)
Ln(VC Amount)		-0.03* (-1.76)	-0.02* (-1.80)	-0.03* (-1.82)		-0.02 (-0.85)	0.04 (0.52)	0.06** (2.07)
Ln(VC Time)	0.34** (2.27)		0.20** (2.33)	0.16** (2.04)	-0.16 (-1.07)		-0.18 (-1.28)	-0.03 (-1.20)
VC Rounds	-0.02 (-1.07)	-0.02 (-1.27)		0.01 (0.37)	0.04 (0.92)	0.03 (0.72)		0.17 (0.92)
VC Governance	-0.06* (-1.79)	-0.27** (-2.35)	-0.15** (-1.98)		0.15** (2.43)	-0.06 (-1.46)	0.04 (0.75)	
Ln(Firm Size)	0.03 (1.32)	-0.25** (-2.48)	-0.12** (-2.44)	-0.17** (-2.39)	0.30** (2.07)	-0.05** (-1.97)	-0.07 (-1.26)	0.13* (1.78)
Firm Profitability	-0.20** (-2.17)	0.07 (1.36)	0.02 (0.58)	-0.08 (-1.15)	-0.10 (-1.27)	0.01 (0.56)	-0.10 (-1.53)	0.05 (1.50)
Firm Tangibility	-0.03 (-0.89)	0.02 (0.73)	0.06 (1.28)	-0.11 (-1.36)	0.07 (0.72)	0.19 (1.50)	-0.02 (-0.94)	-0.17 (-1.52)
Firm Location	0.07 (1.13)	-0.06 (-1.32)	-0.03 (-1.40)	0.03 (0.82)	0.06 (1.51)	0.13 (1.32)	0.03 (1.25)	-0.02 (-1.47)
Constant	0.52*** (2.78)	0.23*** (3.52)	0.15** (2.02)	0.19 (1.28)	2.13*** (8.42)	0.75*** (4.63)	0.26 (1.47)	0.29*** (4.46)
F/Chi-square	102.47***	67.97***	36.78***	78.20***	42.70***	23.55***	12.05	35.97***
Adjusted R ²	0.48	0.37	0.28	0.46	0.28	0.15	0.07	0.25
N	766	766	766	766	766	766	766	766

注: 为便于直接使用 Stata 命令, 第二阶段回归均采用 OLS 方法。为便于汇报结果, 解释变量没有包括 VC Share。括号内为 t 或者 z 统计量的值, *, **, *** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 的水平上显著

表 10 是相关变量的描述性统计。表 11 是工具变量法的基准回归结果。本文的工具变量通过了偏 R² 检验和过度识别检验, 表明其具有相关性和外生性。第一阶段的回归结果显示, 工具变量显著影响风险资本注册地的选择。第二阶段的回归结果表明, 地理距离仍然负向

影响风险资本的投资。

其次, 本文利用 Heckman 两阶段回归方法进一步检验地理距离的内生性。第一, 参考 Chen 等,^[2] 将风险资本是否与企业位于不同的省份、自治区或者直辖市作为因变量 (Relative Distance) (风险资本是否在企业的省份、自治区或者直辖市进行注册的反向表达方式), 选择模型中的自变量包括当地经济发展水平 (Location GDP)、中小企业数目 (Small Firms)、上市企业数目 (Public Firms)、风险投资机构数目 (VC firms)、风险资本在当地退出数目 (IPO Firms)、重点大学数目 (Famous Universities) 等, 计算逆米尔斯比率 (Lambda); 第二, 将逆米尔斯比率代入回归方程中, 检验风险资本的私有信息是否影响本文结论。

表12 Heckman两阶段回归

First-stage		Second-stage				
	Relative Distance	Ln(VC Amount)	Ln(VC Time)	VC Rounds	VC Governance	
Ln(Location GDP)	-0.11** (-2.03)	Relative Distance	-0.34*** (-3.57)	0.08** (2.24)	0.04 (1.48)	-0.35*** (-4.14)
Ln(1+Famous Universities)	0.22 (1.61)	VC Reputation	0.11* (1.69)	-0.14** (-2.55)	0.05 (1.34)	0.20** (2.11)
Ln(Small Firms)	-0.03 (-1.07)	VC Lead	0.26** (2.21)	-0.12** (-2.42)	0.08* (1.66)	0.25** (2.16)
Ln(1+Public firms)	-0.05** (-2.25)	Ln(VC Amount)		-0.31 (-1.22)	0.15 (1.49)	1.58** (2.49)
Ln(VC firms)	0.06 (1.02)	Ln(VC Time)	-0.05 (-1.28)		-0.06 (-1.47)	-0.37 (-1.40)
Ln(1+IPO firms)	-0.16*** (-2.83)	VC Rounds	0.03 (1.04)	0.03 (1.33)		0.01 (0.85)
Constant	0.40*** (3.72)	VC Governance	0.16** (2.38)	-0.12 (-0.82)	0.17 (1.16)	
Log likelihood	-522.92	Ln(Firm Size)	0.45* (1.88)	-0.13** (-2.51)	-0.15 (-1.30)	0.40*** (6.27)
LR Chi-square	115.62***	Firm Profitability	0.04 (1.35)	0.06 (1.36)	0.10** (1.98)	-0.31 (-1.29)
Pseudo R ²	0.14	Firm Tangibility	-0.25 (-1.30)	0.04 (1.52)	-0.07 (-1.49)	-0.08 (-1.47)
N	766	Firm Location	0.04 (0.39)	-0.05 (-1.60)	-0.18 (-1.51)	0.15 (1.46)
		Lambda	0.17** (2.32)	0.07 (-1.36)	-0.06* (-1.77)	0.20 (1.63)
		Constant	2.24*** (5.08)	1.36*** (4.73)	0.29*** (2.78)	-0.44 (-1.35)
		Wald Chi-square	272.39***	336.99***	12.78	173.82***
		N	766	766	766	766

注: 为便于直接使用 Stata 命令, 第二阶段回归均采用 MLE 方法。为便于汇报结果, 解释变量没有包括 VC Share。括号内为 t 或者 z 统计量的值, *, **, *** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 的水平上显著

表 12 是 Heckman 两阶段回归模型的基准回归结果。第一阶段的结果表明, 风险资本倾向于在经济发达地区、上市公司数目较多地区以及成功 IPO 退出较多的地区进行注册。第二阶段的结果表明, 风险资本的私有信息影响投资行为, 但是原有结论不发生改变。

五、研究结论与启示

基于2004-2012年中国中小板和创业板披露的1021个风险资本投资案例,本文研究地理距离如何影响风险资本对新企业的投资。研究表明,由于特殊风险和交易成本,地理距离不仅影响风险资本的投资方式,还影响风险资本的投后管理。具体表现为三方面:(1)风险资本与企业之间的距离越远,风险资本对企业投资的金额越少、投资时间越晚、投资后参与公司治理的概率越低。地理距离对风险资本的投资轮次影响不显著。(2)企业规模具有证实企业质量、减少信息不对称以及弥补交易成本的作用,从而减轻地理距离的负向影响。相对于小规模企业,地理距离在大规模企业中对风险资本投资的影响更小。(3)风险资本投资存在“本地偏好”,而且非核心发达地区的风险资本和国有风险资本具有更明显的“本地偏好”,投资行为表现出更加显著的地理邻近特征,投资受地理距离的影响更大。

地理距离是风险投资中的重要变量,“本地偏好”现象广泛存在于风险投资中,也备受学术界关注。^[1] 本文从理论上揭示了地理距离通过特殊风险和交易成本路径对风险资本投资新企业产生影响的作用机理,发现了风险资本“本地偏好”的多种表现形式,论证了经济水平和所有制对风险资本投资的调节作用。本文认为,地理距离不仅通过信息渠道,也通过其他交易成本路径影响风险资本的投资选择。

研究结论也具有重要的实践意义。首先,增加风险资本对本地企业的投资,需要优化投资环境。地方政府应该出台关于税收优惠、经济补贴、信用担保、融资鼓励等利好政策,吸引风险资本注册。其次,国有风险资本除了获利之外,还承担着推动地方经济发展的作用。重视并发挥国有风险资本的导向和带动作用,可以规避风险资本单纯的逐利性,有利于更好地为本地企业服务。最后,从增值服务的角度,新企业进行外部股权融资时,应该优先选择本地风险资本机构,尤其是本地国有风险资本机构。

参考文献

- [1] Cumming, D., Dai, N.. Local Bias in Venture Capital Investments. *Journal of Empirical Finance*, 2010, 17(3): 362-380.
- [2] Chen, H., Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J.. Buy Local? The Geography of Venture Capital. *Journal of Urban Economics*, 2010, 67(1): 90-102.
- [3] McNaughton, R. B., Green, M. B.. Inter-corporate Ownership and Diversification in the Canadian Economy 1976-1995. *Journal of Management History*, 2006, 12(1): 71-89.
- [4] Lutz, E., Bender, M., Achleitner, A., Kaserer, C.. Importance

of Spatial Proximity between Venture Capital Investors and Investees in Germany. *Journal of Business Research*, 2013, 66(11): 2346-2354.

- [5] Mason, C. M., Harrison, M. B.. The Geography of Venture Capital Investments in UK. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 2002, 27(4): 427-451.
- [6] De Clercq, D., Sapienza, H. J.. The Creation of Relational Rents in Venture Capitalist-entrepreneur Dyads. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2001, 3(2): 107-127.
- [7] Wuebker, R., Kraussl, R., Schulze, W.. Is Venture Capital a Local Business? A Test of the Proximity and Local Network Hypotheses. SSRN Working Paper, 2013.
- [8] Dai, N., Jo, H., Kassiech, S.. Cross-border Venture Capital Investments in Asia: Selection and Exit Performance. *Journal of Business Venturing*, 2012, 27(6): 666-684.
- [9] Nahata, R., Hazarika, S., Tandon, K.. Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, forthcoming.
- [10] Humphery-Jenner, M., Suchard, J.. Foreign VCs and Venture Success: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 21(6): 16-35.
- [11] 王元, 张晓原, 赵明鹏. 中国创业风险投资发展报告 2012. 北京: 经济管理出版社, 2013.
- [12] Tian, X.. The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(1): 132-159.
- [13] 李严, 罗国锋, 马世美. 风险投资机构人力资本与投资策略的实证研究. *管理科学*, 2012, 25(3): 45-55.
- [14] 余琰, 罗炜, 李怡宗, 朱琪. 国有风险投资的投资行为和投资成效——来自中小板和创业板公司上市前的证据. 工作论文, 2013.
- [15] Kaplan, S. N., Stromberg, P.. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 2003, 70(2): 281-315.
- [16] Ahlstrom, D., Bruton, G. D., Yeh, K. S.. Venture Capital in China: Past, Present, and Future. *Asia Pacific Journal of Management*, 2007, 24(3): 247-268.
- [17] Lu, H. T., Tan, Y., Huang, H.. Why Do Venture Capital Firms Exist: An Institution-based Rent-seeking Perspective and Chinese Evidence. *Asia Pacific Journal of Management*, 2013, 30(3): 921-936.
- [18] Bruton, G. D., Ahlstrom, D.. An Institutional View of China's Venture Capital Industry: Explaining the Differences between China and the West. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18(2): 233-259.
- [19] Cumming, D., Schmidt, D., Walz, U.. Legality and Venture

财务管理

- Capital Governance around the World, *Journal of Business Venturing*, 2010, 25(1): 54-72.
- [20] Jensen, M. C., Meckling, W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [21] 党兴华, 董建卫, 吴红超. 风险投资机构的网络位置与成功退出: 来自中国风险投资业的经验证据. *南开管理评论*, 2011, 14(2): 82-91.
- [22] Sorenson, O., Stuart, T. E.. Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments. *American Journal of Sociology*, 2001, 106(6): 1546-1588.
- [23] Williamson, O. E.. The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, 1981, 87(3): 548-577.
- [24] Chemmanur, T. J., Hull, T. J., Krishnan, K.. Do Local and International Venture Capitalists Play Well Together? A Study of International Venture Capital Investments. SSRN Working Paper, 2010.
- [25] Caselli, S., Garcia-Appendini, E., Ippolito, F.. Contracts and Returns in Private Equity Investments. *Journal of Financial Intermediation*, 2013, 22(2): 201-217.
- [26] Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T.. Who are the Active Investors? Evidence from Venture Capital. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(3): 488-512.
- [27] Krishnan, C. N. V., Ivanov, V. I., Masulis, R. W., Singh, A. K.. Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance, and Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(5): 1295-1333.
- [28] Bengtsson, O., Ravid, S. A.. Geography and Style in Private Equity Contracting: Evidence from the U.S. Venture Capital Market. SSRN Working Paper, 2011.
- [29] Lerner, J.. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance*, 1995, 50(1): 301-318.
- [30] 李国平, 范洪忠. 生产集中、人口分布与地区经济差异. *经济研究*, 2003, (11): 79-93.
- [31] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 王璐. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究. *经济研究*, 2012, (1): 105-119.
- [32] Brander, J. A., Egan, E. J., Hellmann, T.. Government Sponsored Versus Private Venture Capital: Canadian Evidence. NBER Working Paper, 2010.
- [33] Brander, J., Du, Q. Q., Hellmann, T.. The Effects of Government-sponsored Venture Capital: International Evidence. SSRN Working Paper, 2012.
- [34] Alexy, O. T., Block, J. H., Sandner, P., Ter Wal, A. L. J.. Social Capital of Venture Capitalists and Start-up Funding. *Small Business Economics*, 2012, 39(4): 835-851.
- [35] Nanda, R., Rhodes-Kropf, M.. Investment Cycles and Startup Innovation. *Journal of Financial Economics*, 2013, Forthcoming.
- [36] 黄福广, 彭涛, 田利辉. 风险资本对创业企业投资行为的影响. *金融研究*, 2013, (8): 194-206.
- [37] 王会娟, 张然. 私募股权投资与被投资企业高管薪酬契约——基于公司治理视角的研究. *管理世界*, 2012, (9): 156-167.
- [38] Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., Xuan, Y. H.. Corporate Ownership Structure and the Choice between Bank Debt and Public Debt. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(2): 517-534.
- [39] Kaplan, S. N., Stromberg, P.. Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analysis. *Journal of Finance*, 2004, 59(5): 2177-2210.
- [40] Celikyurt, U., Sevilir, M., Shivdasani, A.. Venture Capitalists on Boards of Mature Public Firms. *Review of Financial Studies*, 2012, Forthcoming.
- [41] Butler, A. M., Goktan, M. S.. On the Role of Inexperienced Venture Capitalists in Taking Companies Public. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 22(9): 299-319.

注释

- ① 风险资本投资分为四个阶段, 即选、投、管、退, 本文研究不涉及选和退。
- ② 本文大部分风险资本首次投资时间发生在企业上市前三年内。若风险资本首次投资在企业上市三年前, 参考王会娟等^[37]以及余琰等^[44]的做法, 利用企业上市前三年数据的平均值进行控制。
- ③ 本文根据畅游网、去哪儿网、火车票网等分别搜索两地汽车、飞机、火车三种交通方式所需时间。在三种交通方式都可行的情况下, 选择最短时间。
- ④ 核心发达地区和非核心发达地区只针对注册地位于中国大陆的国有风险资本和民营风险资本, 不针对注册地位于境外的外资风险资本。
- ⑤ 民营风险资本和外资风险资本分别占有 60% 和 8%。
- ⑥ 样本中有 26% 的风险资本注册时间早于 2004 年, 剔除这些投资案例后, 剩余 766 个分析单位。

作者简介 黄福广, 南开大学商学院教授、博士生导师、博士, 研究方向为公司财务与风险投资; 彭涛, 南开大学商学院博士研究生, 研究方向为公司财务与风险投资; 邵艳, 南开大学商学院硕士研究生, 研究方向为公司财务与风险投资

How Does Geographical Distance Affect Venture Capital's Investment in New Firms

Huang Fuguang, Peng Tao, Shao Yan

Business School, Nankai University

Abstract Based on sample of 1021 venture capital investment events disclosed from 2004 to 2012 on the Small and Medium Enterprise Board and ChiNext in China, this article investigates into how geographical distance affects venture capital's investment in new firms. During the past several years, venture capital has de-

veloped very rapidly in China. Specifically, the number of venture capital institutions, venture capital management capital, as well as venture capital accumulated investment has experienced a sharp increase. Moreover, China's venture capital institutions are distributed rather unevenly, and primarily in developed coastal regions, of which Jiangsu, Guangdong and Zhejiang ranked the top three. China's venture capital industry has seen fierce completion, and greatly differentiated regional developments under the influence of regional policies. Therefore, China's situation in venture capital investment offers several advantages as a suitable setting to examine this issue. Our results suggest that venture capital firms located farther away from new firms tend to invest a smaller amount, enter in later period and participate in new firms' corporate governance with a lower probability. It indicates that geographical distance has a large impact on venture capital investment in new firms. Due to specific risk and transaction cost, geographical distance not only affects venture capital investment patterns, but impacts venture capital involvement in the corporate governance of portfolio firms, as well. Besides, firm size can mitigate the negative effects of geographical distance. It can be explained that small firms are particularly prone to severe agency problems and information asymmetries, thus affecting venture capital investment strategies. However, geographical distance is not significantly associated with the number of financing rounds. This point is totally different from discoveries in the previous literature. In short, strong local bias exists in venture capital investments. Further studies show that geographical distance is more significant for venture capital located in undeveloped areas or sponsored by government both of which exhibit stronger local bias.

Key Words Geographical Distance; Venture Capital; New Firms; Local Bias

(上接第 40 页)

作者简介 李姝, 南开大学商学院、中国公司治理研究院教授、博士生导师、博士, 研究方向为资本市场与信息披露、公司治理与财务会计; 谢晓嫣, 南开大学商学院硕士, 研究方向为公司治理与财务会计

Corporate Social Responsibility, Political Relationship and Debt Financing of Private Enterprises: Evidence from Chinese Capital Market

Li Shu, Xie Xiaoyan

Business School, Nankai University

Abstract With the development of economy, China's private economy has become an important part of the national economy. On one hand, while the private enterprises make more profit, the public require the private enterprises to fulfill their social responsibilities. On the other hand, due to the special nature of private enterprises in China, these enterprises have experienced the difficult problem of financing. This article tries to establish the relationship between corporate social responsibility and debt financing. We find private enterprises can establish political relationship through fulfill more social responsibilities and therefore solve the financing difficulties. Based on resource dependence theory, stakeholder theory and signaling theory, this paper makes a research on the current situation of private enterprises in China, presenting the idea that because of the imperfect economic and legal system, China's private enterprises usually chose political relationship as an alternative mechanism. Stakeholders can get more information through the political relationship as a compensation of asymmetric information to avoid adverse selection. What's more, this paper explains how the alternative mechanism established and how to solve financing difficulties of private enterprises through political relationship. In the perspective of strategic usage of corporate social responsibility, this paper studies political relationship, corporate social responsibility, debt financing of private enterprises in China. After an empirical research with the data of companies from Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2008 to 2010, we find political relationship in the private enterprise is popular, political relationship can provide financing facility, especially the long-term loan. The enterprises which have local political relationship will be easier to get more loans than that of others. The more the enterprises do on raising average wage and donation, the easier to obtain bank loans. The enterprise can establish political relationship by shouldering more social responsibility. The average wage index of corporate social responsibility can enhance the influence of political relationship on debt financing, then enterprise will get more bank loans.

Key Words Corporate Social Responsibility; Political Relationship; Debt Financing; Private Enterprise