

地缘性商会与民营企业跨地区并购绩效^{*}

廖 佳 苏冬蔚 袁 玉

内容提要:本文以 2006—2018 年我国 A 股民营上市公司完成的跨省并购事件为研究对象,考察地缘性商会能否帮助原籍地企业突破商会活动地的跨地区并购障碍、改善并购绩效。研究发现:地缘性商会显著提升了原籍地企业在商会活动地的跨地区并购绩效,且该效应在交易双方所在地之间的市场分割程度严重时更加显著。影响机制分析结果表明,信息优势、关系网络和增进信任是地缘性商会发挥效应的重要途径。进一步研究发现,地缘性商会促使原籍地企业到商会活动地进行并购的概率更高、频率及规模更大;且在地缘性商会的影响下,跨地区并购交易给主并企业带来的长期绩效也更好;此外,地缘性商会这一正式社会网络与原籍地企业的董事网络存在替代作用。因此,地缘性商会具有弥合市场分割这一制度缺陷的功能,在我国地区市场分割的情形下作为替代性制度安排具有必要性和可行性。

关键词: 地缘性商会 跨地区并购 并购绩效 市场分割

作者简介:廖 佳,华侨大学工商管理学院讲师,362021;

苏冬蔚,暨南大学经济学院教授,510632;

袁 玉(通讯作者),暨南大学管理学院博士研究生,510632。

中图分类号:F276.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2022)09-0149-16

一、引 言

跨地区并购是企业突破现有发展边界、提升专业化能力和水平、增强市场竞争力的战略性举措(Braguinsky 等,2015;白雪洁、卫婧婧,2017),有助于促进异地资源有效整合、实现资源优化配置、推动区域协调发展(杨继彬等,2021)。“走出去”进行海外投资和跨国经营曾被视为我国企业发展壮大的必由路径,然而当今世界正经历百年未有之大变局,经济全球化遭遇逆流,尤其是目前新冠肺炎疫情仍在全球肆虐蔓延,企业跨国发展面临比以往任何时期都高的不确定性和风险。因

^{*} 基金项目:国家自然科学基金项目“产能过剩下我国制造业上市公司跨国经营的实物期权价值研究”(71972087);暨南领航计划“金融空转与我国实体经济发展的微观传导效应研究”(19JNLH05)。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。袁玉电子邮箱:wzynah@163.com。

此,在当前我国实施区域协调发展战略、加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,以及国内疫情已得到有效控制的现实背景下,通过国内跨地区并购整合市场、扩大内需将成为我国企业应对错综复杂的国际环境变化、实现跨越式发展的较佳选择。然而长期以来,国内市场分割使得企业跨地区并购的发展势头微弱,并购规模小且并购效率不高(Poncet, 2005; 刘春等, 2015),民营企业进行异地并购更是举步维艰(江若尘等, 2013)。

基于国内市场分割严重这一现实背景,不少学者从“人脉资源”和“社会关系”入手,主要考察了企业家影响力(蔡庆丰等, 2017)、高管政治背景(夏立军等, 2011; 江若尘等, 2013)、高管校友圈(彭聪等, 2020)以及董事网络(江涛等, 2019)等人际关系与社会网络能否帮助企业打破跨地区并购壁垒。关于跨地区并购的价值创造方面,现有研究主要基于人际交往的“差序格局”特征(即“熟人社会”),发现异地独董(刘春等, 2015)、异地风投(李善民等, 2019)以及连锁董事(陈仕华等, 2013)均可利用其信息优势或社会网络资源提升企业跨地区并购的绩效。与自然人主体类似,以法人主体形式存在的企业通过与其他方建立关联也使其处于某种社会网络中,且与依赖于董事、高管等特定个体所建立的社会联结相比,企业自身拥有的社会网络更具持久性,商会便是企业社会网络的一种重要形式。Cai 和 Szeidl(2018)的田野实验研究发现,本地商会能促进网络内部中的信息交流与商业合作,并通过同行学习效应与优化供应链中供需合作关系来提升企业绩效。

随着我国民间资本的跨区域流动,地缘性商会亦不断发展壮大并逐渐受到关注。地缘性商会以经营者之籍贯为结社标准,且秉承“协助同籍企业或商人在商会所在地发展”的宗旨,在原籍地与商会活动地之间构建出以乡籍为纽带的正式社会网络(魏文享, 2015)。曹春方和贾凡胜(2020)以在异地新设子公司测量企业异地发展,发现地缘性商会能通过非市场途径克服信息传递和资源获取障碍,进而显著促进乡籍地企业的跨地区投资。作为企业跨地区发展的另一重要方式,跨地区并购与当地企业的产业联系更强,具有更多的技术溢出(白雪洁、卫婧婧, 2017),且并购引资更有利于企业实现外部成长和低成本扩张、达到协同上下游资源或消灭竞争对手等目的(陈爱贞、张鹏飞, 2019)。然而,尚无文献考察地缘性商会能否帮助原籍地企业突破商会活动地的跨地区并购障碍、改善并购绩效。鉴于此,本文选取 2006—2018 年我国 A 股民营上市公司的数据,考察地缘性商会对跨地区并购绩效的影响及其作用机制,以期有所裨益。

相较于现有文献,本文的创新点和贡献主要体现在以下几个方面。第一,与现有文献侧重于考察高管、董事的个人社会联结对企业并购决策及其绩效产生的影响不同(Renneboog 和 Zhao, 2014; El-Khatib 等, 2015; Arnoldi 和 Muratova, 2019),本文着眼于“以地缘关系为基础、以乡情为纽带”建立的异地同乡企业商会组织,考察地缘性商会对民营企业跨地区并购绩效的影响,拓展了社会网络领域的研究范畴,亦丰富了社会网络影响企业并购绩效的研究成果。第二,以往研究重点考察了企业家的政治影响力(蔡庆丰等, 2017)、高管的政治关联背景(夏立军等, 2011; 江若尘等, 2013)能否帮助民营企业打破跨地区并购壁垒,本文则聚焦于民营企业最集中的社会组织——商会,探讨地缘性商会在民营企业跨地区并购活动中的作用,为中国特殊制度背景下如何有效突破民营企业的跨地区并购障碍提供了新思路。第三,已有研究基于省级层面加总的新增异地子公司数据证实了地缘性商会对企业跨地区发展的正向影响(曹春方、贾凡胜, 2020),本文则借助跨省并购这一典型且重要的资本跨区域流动形式,首次从并购绩效这一更为微观具象的层面探究地缘性商会在民营企业跨地区发展中的作用,是对已有相关研究的有效拓展,亦为商会组织在现代社会中的积极作用提供了新的经验证据。第四,现有研究发现连锁董事(陈仕华等, 2013)、异地独董(刘春等, 2015)和异地风投(李善民等, 2019)能够在跨地区并购的交易双方之间架起“桥梁”,进

而提升并购绩效,本文则发现地缘性商会这一特色中介组织可利用其信息优势、搭建关系网络以及增进信任来助力原籍地企业的跨地区并购,揭示了地缘性商会提升民营企业跨地区并购绩效的具体路径,同时丰富了中介组织“桥梁”作用的相关研究。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献回顾

我国不同地区之间的地理距离(Chambers 等,2018)、制度差异和地方保护主义(Poncet,2005)加剧了市场参与者之间的摩擦,也抬高了交易成本、信息获取成本与监督成本,导致市场难以有效融合,最终出现国内市场分割较为严重的状况。已有研究表明,国内市场分割会阻碍各类资源和要素的优化配置,不仅显著提升了企业退出市场的概率和生存风险(卞元超、白俊红,2021),还会引致低效率企业以出口替代内销等“反常”行为,严重限制了国内市场潜力的发挥(张学良等,2021),在此背景下企业进行跨地区发展可能会损害其价值。从地理因素导致的国内市场“片块化”状态入手,有研究发现交通基础设施建设是降低市场分割程度、促进企业跨地区并购的有效途径(潘爽、叶德珠,2021)。而从地方保护主义导致的区域市场割裂状况入手,不少研究发现企业家的政治影响力或政府任职背景是民营企业打破跨地区并购壁垒的重要社会资本(夏立军等,2011;江若尘等,2013;蔡庆丰等,2017)。彭聪等(2020)则关注高管校友圈这一社会资本,发现校友关系网络的“信息机制”和“润滑剂机制”能减少市场分割给企业跨地区并购带来的阻力。跨地区并购属于典型的合约密集型经济活动(杨继彬等,2021),严重的地区分割自然也会影响并购的绩效。刘春等(2015)发现,当主并企业拥有来自目标企业所在地的异地独董时,跨地区并购绩效更高,揭示了国内市场分割环境下企业自发的替代性策略。与之类似,李善民等(2019)发现异地风投的信息优势和社会网络资源能够抵消市场分割对跨地区并购绩效造成的不利影响。基于我国特有的“关系型”社会情境,江涛等(2019)发现董事网络的信息优势亦对企业跨地区并购绩效具有显著的提升作用。

与依赖于特定个体所建立的社会联结不同,商会是企业基于自身行业、属地等特征而享有的社会网络,更具稳定性和持久性。McMillan 和 Woodruff(1999)认为,商业网络可为供应商提供客户信誉的相关信息,处于网络中的客户可获取更多的商业信用额度。Cai 和 Szeidl(2018)选取江西省南昌市的部分企业进行田野实验,发现本地商会能够促进企业之间的信息交流与商业合作,优化供应链中的供需合作关系,且处于商会社会网络中的企业通过同行学习效应能提升自身的管理水平和研发能力,进而提升企业绩效。区别于本地商会,地缘性商会由异地同籍自然人或法人在某级行政辖区内投资兴办并自愿发起组成,是以地缘为基因、以乡情为纽带、以“服务家乡地企业的异地发展、促进家乡地和商会所在地的经贸联系”为宗旨的综合性组织(魏文享,2015)。曹春方和贾凡胜(2020)利用省级层面加总的民营上市公司新增异地子公司的数据,发现省级异地商会显著促进了家乡地企业的跨地区发展,但其并未具体到单个企业的微观层面,且聚焦于企业跨地区投资的数量规模而非质量效益来考察地缘性商会的作用。鉴于此,本文以跨省并购为研究情景,旨在从企业并购绩效这一更为微观具象的层面探究地缘性商会是否有助于提升企业跨地区发展的质量效益。

(二) 研究假设

地缘性商会以乡籍为结社依据,以“乡土”的情感归属与心理认同为维系纽带,在原籍地企业

跨地区发展过程中发挥着重要作用(魏文享,2015)。本文将从信息优势、关系网络和增进信任等三个方面来阐述地缘性商会提升原籍地民营企业跨地区并购绩效的作用路径。

第一,地缘性商会能充当信息桥梁,为原籍地企业的跨地区并购提供信息支持,助力其识别出合适的目标企业且更准确地评估协同效应,提升并购绩效。并购双方之间信息不对称将导致较差的并购绩效(陈仕华等,2013),目标方信息的收集是异地并购中主并方面临的一大难题(Erel等,2012;Ciobanu,2016)。而社交网络是传递、获取信息的重要渠道,处于社会网络中的企业更具信息优势(El-Khatib等,2015)。地缘性商会是基于“乡情”纽带建立的社会网络,能为原籍地企业提供有关目标方数量更多、角度更全、成本更低的信息。主并企业可通过聘请投行、资产评估机构等第三方对潜在的目标企业进行前期调研,但两者间难免存在委托代理问题,且咨询机构可获取的仅是正式制度层面的清晰明确的信息(李善民等,2019)。以乡情认同为联结的地缘性商会,因代理问题而损害主并企业利益的可能性极小,其提供的信息更加可信,还能提供当地约定俗成的非正式规则及目标企业的文化、管理、客户关系等私有信息(魏文享,2015)。可见,地缘性商会能够促进信息流动,削弱原籍地企业在并购发起阶段和协同效应识别过程中对投行咨询服务的需求、降低信息收集成本,有助于主并方发现更具价值的目标企业并科学评估并购的协同效应,也能提升其在并购谈判中的议价优势,限制来自处于信息劣势的外部竞购者的竞争,降低超额支付的风险(Cai和Sevilir,2012)。地缘性商会的信息传递并非是单向的,亦能将主并企业的相关信息和意思表示有效地传递给当地政府和目标企业,从而缓解被并方对主并方的抵触情绪,减少并购过程中的摩擦,降低并购失败的风险。

第二,地缘性商会可为原籍地企业搭建关系网络,排解跨地区并购过程中的不正当行政干预,降低并购交易成本,提升并购绩效。我国财政分权和地方官员“锦标赛”晋升机制使得地方保护主义大行其道,国内市场零碎分割,民营企业跨地区并购更是困难重重(夏立军等,2011)。在跨地区并购中,随着目标企业控制权的转移,当地政府的财税收入可能会减少,被并方业务也可能被重新布局,裁员、缩减规模等会直接影响当地就业,且控制权转移还易导致“掏空”等机会主义行为,而这些均不利于目标企业所在地的经济发展与社会稳定(江若尘等,2013),因而跨地区并购大多会受到被并方所在地政府的干预。在我国特殊的制度背景下,政治关联在企业发展过程中扮演着重要角色(Tu等,2013),央企可利用其政治影响力、地方国企可通过政治寻租扫除异地发展障碍,而民营企业则不具备打破地域发展限制的特殊资源。地缘性商会既是政府与民营企业之间的中介,又是联系所在地政府与原籍地政府的中介,这一特殊的“十字路口”现象使其在功能上实现了“两个联结”,故地缘性商会可作为原籍地企业的利益代表向目标企业所在地政府表达诉求,进而帮助原籍地主并企业排解跨地区并购中的行政干预。此外,商会组织是工商联下属团体,具有参政议政的资格,且省级异地商会也易于与较高级别政府建立经常性联系(魏文享,2015),可为原籍地主并企业争取更多与政府沟通的机会,继而降低跨地区并购过程中的政治履行成本。

第三,地缘性商会可增进目标企业对主并企业的信任,提升并购绩效。在并购整合过程中,并购双方之间的相互信任程度会影响并购整合效果,且目标企业对主并企业的信任尤为重要(Graebner,2009;王艳、李善民,2017;杨继彬等,2021)。目标企业在并购后会失去控制权,在并购交易中处于相对被动地位,因而当面对不太值得信任的主并企业时,目标企业通过强化正式合约来维护自身利益的需求更强,配合主并企业进行并购整合的意愿则更低,这无疑会加剧并购双方的矛盾冲突、增加交易成本,导致较差的并购绩效。地缘性商会能以团体组织的信誉为原籍地主并企业提供显性的信任背书,降低被并方对并购交易不确定性的预期,提高目标企业对主并企业

的认同感和信任度,促进友好的并购谈判并达成并购交易。此外,地缘性商会还可通过其组织约束力对主并企业的消极行为起到防范和管制作用,促进原籍地主并企业的诚信合作行为,进一步强化目标企业对主并企业的信任。有学者指出,社会网络是声誉和合法性的来源,当与外界联系更为紧密时,企业有动机通过积极行为维护这种声誉和合法性(Youngbin 等,2020)。可见,地缘性商会这一正式社会网络可约束原籍地主并企业的机会主义行为,抑制其并购后“裁员”“掏空”等不良行为的发生。在并购业务合法性得到保证的同时,目标企业也会相应降低对此并购交易风险的预期,促使并购双方有效融合,提高整合过程中员工的满意度、合作意愿、组织认同与工作绩效等,最终使得并购创造更高的价值。基于以上分析,本文提出假设 H1。

H1: 地缘性商会能够帮助原籍地企业提升跨地区并购绩效。

在我国特殊的制度环境下,国内市场分割是跨地区并购研究绕不开的重要话题。刘春等(2015)考察异地独董在跨地区并购中的咨询功能,发现异地独董拥有的当地社会关系网络能够显著提升其任职企业的跨地区并购绩效,且这一作用在地区分割严重的情形下表现得更为明显。李善民等(2019)的研究同样揭示了具有信息优势和社会网络资源的异地风投在我国省际市场分割严重的情境下可充当一种替代性制度安排。彭聪等(2020)研究发现,高管的校友关系网络越丰富,企业参与跨地区并购的概率越高,且该效应在市场分割程度严重的地区更加显著,为降低市场分割对资源流动的阻碍作用提供一个新的路径。杨继彬等(2021)研究省际双边信任对资本跨区域流动的影响,发现当目标企业所在省份对主并企业所在省份的信任程度更高时,企业跨地区并购绩效更好,且该正相关关系在市场分割程度较高的省份配对中更为明显。可见,当并购交易双方所在地之间的市场分割程度更严重时,主并方对从社会网络等非市场化途径中获取信息、资源与信任的需求更强,而基于共同文化归属和认同感成立的异地商会“乡籍网络”恰好能够满足原籍地企业的需求(曹春方、贾凡胜,2020)。相反,在一体化程度较高的市场中,市场机制正常运行即可实现资源高效配置,信息亦能得以充分流动,此时企业跨地区并购将更为顺畅,地域界限被打破后地缘性商会的“用武之地”可能不大。循此思路,不难推断,当主并方所在地与目标方所在地之间的市场分割程度较严重时,地缘性商会凭借其信息优势、关系网络资源以及增进信任对原籍地企业跨地区并购的服务作用将更为凸显,并购绩效也将更高。为此,本文提出假设 H2。

H2: 在市场分割严重时,地缘性商会帮助原籍地企业提升跨地区并购绩效的作用更显著。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2006—2018 年我国沪深 A 股民营上市公司交易成功的跨省并购事件作为初始研究样本,并购交易的基本信息取自国泰安(CSMAR)的“并购重组”数据库,同时借助百度搜索、天眼查等网站手工整理了目标企业所在省份信息。借鉴现有文献的做法(刘春等,2015;李善民等,2019),本文按照以下标准对初始样本进行了筛选:(1)要求上市公司处于“买方”地位,确保以主并企业的视角进行研究;(2)剔除金融保险类上市公司;(3)剔除被 ST、*ST、PT 及退市等特别处理的上市公司;(4)为了避免重复观测对结果的干扰,若同一并购事件涉及多个目标企业或同一企业同一天宣告两笔及以上并购交易,全部予以剔除;若同一企业对同一目标企业进行分次并购,则仅保留首次并购事件;(5)剔除债务重组、股份回购等不涉及并购方对标的地区选择的并购事件;(6)剔除同一企业连续多次发生并购且前后两次间隔时间短于 6 个月的并购事件;(7)剔除交易金

额小于 100 万元的并购事件;(8)剔除关键数据缺失的观察值。经过筛选,最终得到有效观测值 997 个。

本文研究的“地缘性商会”为省级异地商会,一般以“注册地省+乡籍地省+商会”命名,如“江西省浙江商会”指的是在江西省注册成立的浙江籍商会,“重庆市河北商会”则指的是在重庆市注册成立的河北籍商会。因此,本文借助百度搜索引擎以“XX 省/市+XX+商会”为关键词,对 31×30 共 930 个省份配对进行逐一检索,并记录是否存在该商会及该商会成立的具体时间,得到 a 省份在 b 省份是否以及何时建立商会的数据。上市公司财务数据、股票交易数据等均来自 CSMAR 数据库或经过计算整理而得。此外,为了缓和离群值造成的偏误,对连续变量进行双向 1% 的缩尾处理。

(二)实证模型和变量定义

为了验证本文提出的研究假设,设定模型如下:

$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 SH_{i,t} + \alpha_2 Trsize_{i,t} + \alpha_3 Related_{i,t} + \alpha_4 Pay_{i,t} + \alpha_5 Major_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t-1} + \\ & \alpha_7 Lev_{i,t-1} + \alpha_8 Roa_{i,t-1} + \alpha_9 Growth_{i,t-1} + \alpha_{10} OCF_{i,t-1} + \alpha_{11} Dual_{i,t-1} + \alpha_{12} ID_{i,t-1} + \\ & \alpha_{13} BS_{i,t-1} + \alpha_{14} Age_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,被解释变量 CAR 为并购绩效,借鉴已有研究(Ishii 和 Xuan, 2014; 刘春等, 2015; 李善民等, 2019),本文以并购事件首次公告日前后短窗口内的股票累积超额报酬率来测度,为了获取更稳健的研究结论,同时采用市场模型法和市场调整法进行估计。其中,在市场模型法中,将估计窗口期设定为并购事件首次公告日前 150 个交易日至前 30 个交易日,由此测算的并购公告日前后 1 天(即 $[-1, 1]$)和前后 2 天(即 $[-2, 2]$)两个窗口期的股票累积超额报酬率分别表示为 $CARm_{[-1,1]}$ 和 $CARm_{[-2,2]}$;而在市场调整法中,以同一日的市场回报率作为企业的预期收益率,由此测算的 $[-1, 1]$ 、 $[-2, 2]$ 两个窗口期的股票累积超额报酬率分别表示为 $CARa_{[-1,1]}$ 和 $CARa_{[-2,2]}$ 。核心解释变量 SH 是哑变量,对于每笔跨省并购事件而言,若在并购事件发生当年,主并企业所在省份在目标企业所在省份已建立商会, SH 取值为 1,否则为 0。另外,为了控制公司和交易特征等对并购绩效的影响,本文参考已有研究(刘春等, 2015; 王艳、李善民, 2017; 李善民等, 2019),加入并购交易规模($Trsize$)、是否关联交易($Related$)、是否现金支付(Pay)、是否重大资产重组($Major$),以及主并企业的资产规模($Size$)、资产负债率(Lev)、总资产收益率(Roa)、营业收入增长率($Growth$)、经营性现金流量净额占总资产比重(OCF)、董事长是否兼任 CEO($Dual$)、独立董事占比(ID)、董事会规模(BS)、上市年限(Age)作为控制变量,并控制了行业固定效应和年份固定效应。

(三)主要变量的描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果显示, $CARm_{[-1,1]}$ 、 $CARm_{[-2,2]}$ 、 $CARa_{[-1,1]}$ 和 $CARa_{[-2,2]}$ 的均值分别为 0.046、0.059、0.047 和 0.059,均大于 0,表明样本内并购事件总体上取得了较好的短期市场绩效,但最大值与最小值之差分别为 0.505、0.705、0.500 和 0.690,意味着不同并购事件的市场反应存在一定差异。地缘性商会(SH)的均值为 0.615,表明样本中主并企业所在地在目标企业所在地已建立地缘性商会的观测占比为 61.5%。^①

^① 限于篇幅,描述性统计结果未展示,留存备案。

四、基准回归结果和稳健性检验

(一) 地缘性商会与企业跨地区并购绩效

表 1 列示了地缘性商会与企业跨地区并购绩效的回归结果。表 1 第(1)列至第(4)列的被解释变量分别为 $CARm_{[-1,1]}$ 、 $CARm_{[-2,2]}$ 、 $CARa_{[-1,1]}$ 和 $CARa_{[-2,2]}$ ，地缘性商会(SH)的系数分别为 0.012、0.017、0.013 和 0.018，且均在 5% 的水平下显著，表明在控制了其他因素的影响后，地缘性商会能够显著提升企业跨地区并购绩效，验证了本文的 H1。

表 1 地缘性商会与企业跨地区并购绩效

变量	$CARm_{[-1,1]}$	$CARm_{[-2,2]}$	$CARa_{[-1,1]}$	$CARa_{[-2,2]}$
SH	0.012 ** (0.005)	0.017 ** (0.008)	0.013 ** (0.005)	0.018 ** (0.008)
控制变量	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	997	997	997	997
调整的 R^2	0.199	0.208	0.209	0.216

注：括号中为标准误并经过主并企业所在地区层面的 Cluster 调整，*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。下同。

(二) 地缘性商会、市场分割程度与企业跨地区并购绩效

为了验证 H2，本文采用基于“冰川成本”模型的相对价格指数法构建市场分割指数，借鉴盛斌和赵文涛(2020)的做法，本文囊括整个国内市场框架，以国家统计局提供的 16 类商品零售价格指数为基础，测算出全国 31 个省(自治区、直辖市)两两之间的市场分割程度，^①再以其年度中位数为临界点将全国任意两个省份组合划分为市场分割程度高、低两组，分组回归结果列示于表 2。由结果可见，无论以 $CARm_{[-1,1]}$ 、 $CARm_{[-2,2]}$ 、 $CARa_{[-1,1]}$ 还是 $CARa_{[-2,2]}$ 作为被解释变量，地缘性商会(SH)对企业跨地区并购绩效的正向作用仅在市场分割程度较高的一组显著，而在市场分割程度较低的一组未见显著，表明当主并方所在地与目标方所在地之间的市场分割程度较为严重时，地缘性商会对原籍地企业跨地区并购绩效的促进作用更显著，本文的 H2 得到验证。

表 2 地缘性商会、市场分割程度与企业跨地区并购绩效

变量	$CARm_{[-1,1]}$		$CARm_{[-2,2]}$		$CARa_{[-1,1]}$		$CARa_{[-2,2]}$	
	分割程度高	分割程度低	分割程度高	分割程度低	分割程度高	分割程度低	分割程度高	分割程度低
SH	0.022 ** (0.009)	0.005 (0.009)	0.032 ** (0.012)	0.007 (0.012)	0.022 ** (0.010)	0.006 (0.009)	0.033 ** (0.013)	0.007 (0.012)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是

① 限于篇幅，市场分割测度过程及 16 类商品的具体合并及划分方法未列出，留存备索。

续表 2

变量	$CAR_{m[-1,1]}$		$CAR_{m[-2,2]}$		$CAR_{a[-1,1]}$		$CAR_{a[-2,2]}$	
	分割程度高	分割程度低	分割程度高	分割程度低	分割程度高	分割程度低	分割程度高	分割程度低
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	516	481	516	481	516	481	516	481
调整的 R ²	0. 216	0. 179	0. 226	0. 179	0. 231	0. 183	0. 238	0. 179

(三)稳健性检验①

1. 逆向效应分析

前文证实了地缘性商会能够提升原籍地企业的跨地区并购绩效,鉴于地缘性商会的成立可能与两地长期的商业友好关系密切相关,那么地缘性商会是否具有反向作用呢?能否提升商会活动地企业向原籍地企业进行并购的绩效?为了解答这一问题,借鉴曹春方和贾凡胜(2020)的方法,本文构造地缘性商会的逆向指标(SH_fx)进行考察。回归结果显示,无论在全样本中还是在剔除了两地同时互设商会后的子样本中, SH_fx 的系数均未见显著,说明地缘性商会并不能显著提升其活动地企业向乡籍地企业进行并购的绩效,即地缘性商会对跨地区并购的促进作用是单向的。

2. 工具变量回归

为了缓解地缘性商会与企业跨地区并购绩效之间潜在的内生性问题,本文采用工具变量法进行回归分析。借鉴程玲等(2021)的做法,本文以不随时间变化的明清异地会馆($IV1$)或明清异地会馆与时间趋势的乘积($IV2$)作为地缘性商会的工具变量进行两阶段最小二乘分析。工具变量识别不足检验结果和弱工具变量检验结果表明, $IV1$ 和 $IV2$ 均为地缘性商会(SH)的有效工具变量。第二阶段估计结果显示, SH 的系数均在10%的水平下显著为正,表明在校正内生性偏误之后,结论仍与前文保持一致。

3. 改用其他窗口测度并购绩效

前文的实证结果中,采用市场模型法和市场调整法测算 $[-1,1]$ 、 $[-2,2]$ 两个窗口期的股票累积超额报酬率衡量并购绩效。在此,本文更换事件窗口期,分别计算了并购公告日前后5天(即 $[-5,5]$)以及前后7天(即 $[-7,7]$)这两个窗口期的累计超额收益率进行稳健性检验。回归结果显示,无论以何种方式测度企业并购绩效, SH 的系数均显著为正,结论仍与前文保持一致。

五、影响机制分析

(一)信息优势机制检验

按照前文分析,信息优势是地缘性商会提升企业跨地区并购绩效的主要作用机制之一。理论上,获取目标地信息所需付出的成本越高,越会阻碍市场上的信息和资源获取,企业跨地区发展越需要通过非市场途径获取信息和资源(曹春方、贾凡胜,2020)。若地缘性商会的信息优势机制存在,可以预期地缘性商会的作用在市场获取信息的成本更高的地区更强。

① 限于篇幅,稳健性检验结果未展示,留存备索。

1. 地缘性商会、交易双方地理距离与跨地区并购绩效

地理距离对异地信息获取成本的提升作用已被广泛证实 (Erel 等, 2012; Ciobanu, 2016), 故本文以交易双方地理距离作为主并企业获取目标企业相关信息所需成本的一个衡量指标。具体地, 借助百度地图查询各省会城市行政中心所在位置的经纬度坐标, 将全国各省份两两组合, 通过运行 Stata14.0 的 geodist 命令计算出两两省份之间的球面距离, 再以中位数为临界点将各组合划分为地理距离远、近两组。表 3 Panel A 列示的分组回归结果显示, 当交易双方地理距离较近时, 地缘性商会的系数均为正但不显著; 而当交易双方地理距离较远时, 地缘性商会的系数均至少在 5% 的水平下显著为正。

2. 地缘性商会、目标企业所在地互联网发展程度与跨地区并购绩效

在当今经济活动中, 互联网发展能够促进知识、信息和观念的产生与传播 (Freund 和 Weinhold, 2004; 施炳展, 2016), 故本文以目标企业所在地互联网发展程度作为主并企业获取目标企业相关信息所需成本的另一个衡量指标。具体地, 采用省级互联网用户数量除以总人口衡量地区互联网发展程度, 再以中位数为临界点将各地区划分为互联网发展程度高、低两组。表 3 Panel B 列示的分组回归结果显示, 当目标企业所在地互联网发展程度较高时, 地缘性商会的系数均为正但不显著; 而当目标企业所在地互联网发展程度较低时, 地缘性商会的系数均在 5% 的水平下显著为正。以上结果一致表明, 地缘性商会在原籍地企业获取目标企业相关信息所需付出的成本较高时发挥的作用更强, 验证了信息优势是地缘性商会提升企业跨地区并购绩效的一个重要作用机制。

(二) 关系网络机制检验

接下来, 本文进一步对地缘性商会在提升原籍地企业跨地区并购绩效时可能存在的关系网络机制进行检验。若地缘性商会的关系网络机制存在, 可以预期当并购交易对社会网络关系的需求更高时, 地缘性商会的社会网络关系就越发重要, 因而对企业跨地区并购绩效的提升作用就会越发明显。

1. 地缘性商会、主并企业政治关联与跨地区并购绩效

在我国特殊制度背景下, 政治关系对企业跨地区并购具有重大影响 (蔡庆丰等, 2017), 故本文以主并企业政治关联衡量并购交易对社会网络关系的需求。若关系网络机制是地缘性商会发挥效应的重要途径, 那么对于不具有政治关联的主并企业而言, 地缘性商会通过利用自身特殊的关系网络为原籍地企业排解并购过程中的行政干预, 降低政治履行成本就显得尤为重要, 而对于具有政治关联的企业, 凭借自身政治关联优势便可与目标方所在地的官员斡旋, 故对地缘性商会的依赖性不高。本文根据余明桂和潘红波 (2008) 的定义, 若民营企业的董事长或 CEO 曾任或现任政府官员、人大代表或政协委员, 就将其定义为具有政治关联。表 3 Panel C 列示了以主并企业是否具有政治关联分组所得结果, 结果显示, 当主并企业具有政治关联时, 地缘性商会的系数均不显著; 而当主并企业不具有政治关联时, 地缘性商会的系数均至少在 5% 的水平下显著为正。

2. 地缘性商会、是否关联交易与跨地区并购绩效

由于并购交易中主并企业与目标企业之间存在关联关系的情况不在少数, 故本文进一步以并购交易双方是否存在关联关系衡量并购交易对社会网络关系的需求。若关系网络机制是地缘性商会发挥效应的重要途径, 那么当并购交易双方不存在关联关系时, 地缘性商会通过利用自身特殊的关系网络促成双方友好的并购谈判并达成合理的并购交易就显得尤为重要; 而当并购交易双方本就存在关联关系时, 两者之间关系甚密, 通过并购交易整合资源实现协同效应的可能性相对

较高,故对地缘性商会的依赖性不高。表 3 Panel D 列示了以并购是否为关联交易分组所得结果,结果显示,当并购为关联交易时,地缘性商会的系数均不显著;而当并购不涉及关联交易时,地缘性商会的系数均至少在 5% 的水平下显著为正。以上结果一致表明,地缘性商会在并购交易对社会网络关系的需求更高时发挥的作用更强,验证了关系网络是地缘性商会提升企业跨地区并购绩效的一个重要作用机制。

(三)增进信任机制检验

最后,本文对地缘性商会提升企业跨地区并购绩效的增进信任机制进行检验。若该机制存在,可以预期当目标企业所在地对主并企业所在地的信任程度较低时,跨地区并购交易中目标企业对主并企业的信任程度较低,此时地缘性商会的增进信任功能尤为重要,对企业跨地区并购绩效的提升作用也就更加明显。参照杨继彬等(2021)的方法,本文首先从 2000 年“中国企业家调查系统”对全国 31 个省(自治区、直辖市)信任环境进行的问卷调查中获取 i 省对 j 省的信任程度 $Score_{ij}$ 以及 i 省对本省的信任程度 $Score_{ii}$,进而构造相对信任指标 $Relativescore_{ij} = Score_{ij} / (1 - Score_{ii}) \times 100$,再对其进行对数化处理和统一量纲,得到省际双边信任指标 $Trust_{ij} = \ln(1 + Relativescore_{ij}) / 10$ 。本文将主并企业所在地(a 省)对目标企业所在地(b 省)的信任程度记为 $Trust_{i_{a,b}}$,将目标企业所在地(b 省)对主并企业所在地(a 省)的信任程度记为 $Trust_{j_{a,b}}$ 。然后,将 $Trust_{j_{a,b}}$ 按其中位数为临界点将全样本划分为目标企业所在地对主并企业所在地的信任程度高、低两组。

表 3 Panel E 列示的分组回归结果显示,当目标企业所在地对主并企业所在地的信任程度较高时,地缘性商会的系数均为正但不显著;而当目标企业所在地对主并企业所在地的信任程度较低时,地缘性商会的系数均在 5% 的水平下显著为正,表明地缘性商会在目标企业所在地对主并企业所在地的信任程度更低时发挥的作用更强,验证了增进信任是地缘性商会提升企业跨地区并购绩效的一个重要作用机制。

表 3 影响机制分析

Panel A:信息优势机制检验之一:区分交易双方地理距离								
变量	CARm _[-1,1]		CARm _[-2,2]		CARa _[-1,1]		CARa _[-2,2]	
	地理距离远	地理距离近	地理距离远	地理距离近	地理距离远	地理距离近	地理距离远	地理距离近
SH	0.035 *** (0.012)	0.008 (0.006)	0.041 ** (0.015)	0.011 (0.008)	0.035 *** (0.012)	0.009 (0.006)	0.041 ** (0.015)	0.012 (0.008)
观测值	271	726	271	726	271	726	271	726
调整的 R ²	0.125	0.219	0.144	0.223	0.139	0.228	0.159	0.229
Panel B:信息优势机制检验之二:区分目标企业所在地互联网发展程度								
变量	CARm _[-1,1]		CARm _[-2,2]		CARa _[-1,1]		CARa _[-2,2]	
	发展程度高	发展程度低	发展程度高	发展程度低	发展程度高	发展程度低	发展程度高	发展程度低
SH	0.007 (0.007)	0.030 ** (0.011)	0.010 (0.010)	0.038 ** (0.014)	0.009 (0.007)	0.028 ** (0.011)	0.013 (0.010)	0.035 ** (0.014)
观测值	717	280	717	280	717	280	717	280
调整的 R ²	0.206	0.127	0.207	0.135	0.215	0.148	0.214	0.153

续表 3

Panel C:关系网络机制检验之一:区分主并企业是否具有政治关联

变量	$CARm_{[-1,1]}$		$CARm_{[-2,2]}$		$CARa_{[-1,1]}$		$CARa_{[-2,2]}$	
	有政治关联	无政治关联	有政治关联	无政治关联	有政治关联	无政治关联	有政治关联	无政治关联
SH	0.002 (0.007)	0.026*** (0.008)	0.002 (0.011)	0.033** (0.012)	0.003 (0.007)	0.026*** (0.008)	0.006 (0.011)	0.032*** (0.012)
观测值	487	510	487	510	487	510	487	510
调整的 R^2	0.164	0.223	0.172	0.227	0.178	0.230	0.180	0.233

Panel D:关系网络机制检验之二:区分并购是否为关联交易

变量	$CARm_{[-1,1]}$		$CARm_{[-2,2]}$		$CARa_{[-1,1]}$		$CARa_{[-2,2]}$	
	关联交易	非关联交易	关联交易	非关联交易	关联交易	非关联交易	关联交易	非关联交易
SH	-0.000 (0.013)	0.016*** (0.005)	0.003 (0.021)	0.019** (0.008)	-0.000 (0.013)	0.017*** (0.006)	0.003 (0.020)	0.020** (0.008)
观测值	286	711	286	711	286	711	286	711
调整的 R^2	0.287	0.104	0.307	0.106	0.296	0.117	0.313	0.119

Panel E:增进信任机制检验:区分目标企业所在地对主并企业所在地的信任程度

变量	$CARm_{[-1,1]}$		$CARm_{[-2,2]}$		$CARa_{[-1,1]}$		$CARa_{[-2,2]}$	
	信任程度高	信任程度低	信任程度高	信任程度低	信任程度高	信任程度低	信任程度高	信任程度低
SH	0.001 (0.009)	0.019** (0.007)	0.006 (0.013)	0.022** (0.010)	0.002 (0.009)	0.020** (0.007)	0.008 (0.013)	0.023** (0.010)
观测值	492	505	492	505	492	505	492	505
调整的 R^2	0.173	0.218	0.172	0.225	0.185	0.231	0.180	0.239

注:回归结果中均控制了控制变量、行业固定效应以及年份固定效应。

六、进一步分析

(一)地缘性商会与地区间并购活动

本文重点检验地缘性商会对民营企业跨地区并购绩效的影响,但仍值得探讨的一个重要问题是,地缘性商会是否显著促进了原籍地企业在商会活动地的跨地区并购活动。为了解决这一问题,本文将符合样本筛选条件的跨省并购事件在区分并购双方所在地后各自在省份层面加总,由此得到 $31 \times 30 \times 13$ 年共 12090 个省份配对观察值。^① 在杨继彬等(2021)的实证模型的基础上,本文以地缘性商会($SH_{a,b,t}$)作为核心解释变量,构建如下模型来考察地缘性商会对地区间并购活动

^① 此处同样以 2006—2018 年我国 A 股民营上市公司交易成功的跨省并购事件作为初始研究样本,但筛选条件与之前不同,具体如下:(1)要求上市公司处于“买方”地位;(2)为了避免重复观测对结果的干扰,若同一企业对同一目标企业进行分次并购,则仅保留首次并购事件;(3)剔除债务重组、股份回购等不涉及并购方对标的地区选择的并购事件。最终得到 2006—2018 年 1030 家民营上市公司发起并完成的 2223 个有效跨省并购样本。

的影响:

$$\begin{aligned} Activities_{a,b,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 SH_{a,b,t} + \alpha_2 Trusti_{a,b,t} + \alpha_3 Trustj_{a,b,t} + \\ & \alpha_4 GDPi_{a,b,t-1} + \alpha_5 GDPj_{a,b,t-1} + \alpha_6 Marketi_{a,b,t} + \alpha_7 Marketj_{a,b,t} + \\ & \alpha_8 Traffici_{a,b,t-1} + \alpha_9 Trafficj_{a,b,t-1} + \sum Year + \varepsilon_{a,b,t} \end{aligned}$$

(2)

其中, $SH_{a,b,t}$ 为地缘性商会建立与否哑变量,如果第 t 年主并企业所在地(a 省)在目标企业所在地(b 省)已建立商会, $SH_{a,b,t}$ 取值为 1,否则为 0。 $Activities$ 代表地区间并购活动,采用以下三种衡量方式:第一,并购是否发生(Dum),若 t 年 a 省民营上市公司并购 b 省企业,取值为 1,否则为 0;第二,地区间并购次数(Num),等于 t 年 a 省民营上市公司并购 b 省企业的总次数;第三,地区间并购规模($Volume$),等于 t 年 a 省民营上市公司并购 b 省企业的并购总金额加 1 取自然对数。其余为控制变量,包括省际双边信任($Trusti$ 、 $Trustj$)、交易双方所在地的经济发展水平($GDPi$ 、 $GDPj$)、市场化程度($Marketi$ 、 $Marketj$)以及交通设施发展程度($Traffic$ 、 $Trafficj$),并控制了年份固定效应。

表 4 列示了地缘性商会与地区间并购活动的回归结果。表 4 第(1)列至第(3)列的被解释变量分别为地区间是否发生并购(Dum)、并购次数(Num)和并购规模($Volume$),结果显示, $SH_{a,b,t}$ 的系数分别为 0.257、0.283 和 3.339,且分别在 1%、5% 和 1% 的水平下显著,表明地缘性商会的存在使得原籍地民营上市公司选择到商会活动地进行跨地区并购的概率、频率及规模均显著提高。

表 4 地缘性商会与地区间并购活动

变量	Dum	Num	$Volume$
	Logit 模型	Tobit 模型	Tobit 模型
$SH_{a,b,t}$	0.257 *** (0.075)	0.283 ** (0.116)	3.339 *** (1.011)
年份固定效应	是	是	是
观测值	12090	12090	12090
Pseudo R ²	0.300	0.217	0.137

注:括号中为标准误并经过省份配对层面的 Cluster 调整。

(二) 地缘性商会与企业跨地区并购的长期绩效

企业并购的最终经济目的无外乎追求经济利润和发展潜力,主要体现为企业财务绩效的改善与市场价值的提升。前文已证实了地缘性商会对企业跨地区并购短期市场绩效的提升作用,至此,本文想进一步考察地缘性商会能否显著提升企业跨地区并购的长期绩效。借鉴已有研究(陈仕华等,2013;王艳、李善民,2017),本文采用并购首次公告日后一年的超额持有回报率($BHAR$)、并购前后一年经行业均值调整的净资产收益率变化值(ΔROE)分别测度并购的长期市场绩效和长期财务绩效。

表 5 列示的回归结果显示,以长期市场绩效($BHAR$)为被解释变量, SH 的系数为 0.086,且在 5% 的水平下显著,表明地缘性商会显著促进了原籍地企业跨地区并购的长期市场绩效,而以长期财务绩效(ΔROE)为被解释变量, SH 的系数为 0.064,且在 10% 的水平下显著,表明地缘性商会显著促进了原籍地企业跨地区并购的长期财务绩效。以上结果揭示了在地缘性商会的影响下,跨地区并购交易给原籍地主并企业带来的长期绩效也更好。

表 5 地缘性商会与企业跨地区并购的长期绩效

变量	BHAR	ΔROE
SH	0.086 ** (0.039)	0.064 * (0.034)
控制变量	是	是
行业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	699	994
调整的 R ²	0.058	0.048

(三) 地缘性商会与非正式社会网络的关系

本文强调地缘性商会在企业跨地区并购中的作用,这一正式社会网络与其他非正式社会网络是替代的还是互补的,值得进一步探讨。既有研究表明,在我国特有的“关系型”社会的环境下,董事网络对企业并购决策与并购绩效具有积极的正向作用(万良勇、郑小玲,2014),且董事网络对异地并购的绩效提升效果较本地并购更明显(江涛等,2019),尤其当并购双方之间存在董事联结关系时,主并企业获得的长期并购绩效会更好,且此正向影响在异地并购中更明显(陈仕华等,2013)。鉴于此,本文以主并企业的董事网络为代表,探讨地缘性商会与非正式社会网络的关系。本文从 CNRDS 数据库中获取上市公司的董事网络关系数据,并计算出每个企业所有董事的程度中心度的均值以此衡量该企业在董事网络中的位置,再以其年度中位数为临界点将全样本划分为主并企业的董事网络中心度高、低两组。表 6 列示的分组回归结果显示,当主并企业的董事网络中心度较高时,地缘性商会的系数均为正但不显著;而当主并企业的董事网络中心度较低时,地缘性商会的系数均至少在 10% 的水平下显著为正,表明地缘性商会在原籍地企业的董事网络较弱时发挥的作用更强,揭示了地缘性商会这一正式社会网络与其他非正式社会网络呈现出替代作用。

表 6 地缘性商会与非正式社会网络的关系探讨:区分主并企业的董事网络中心度

变量	$CAR_{m[-1,1]}$		$CAR_{m[-2,2]}$		$CAR_{a[-1,1]}$		$CAR_{a[-2,2]}$	
	中心度高	中心度低	中心度高	中心度低	中心度高	中心度低	中心度高	中心度低
SH	0.008 (0.007)	0.019 ** (0.008)	0.014 (0.010)	0.021 * (0.012)	0.008 (0.007)	0.020 ** (0.008)	0.014 (0.010)	0.023 * (0.012)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	500	497	500	497	500	497	500	497
调整的 R ²	0.199	0.196	0.224	0.195	0.209	0.204	0.230	0.203

七、结论与启示

通过“走出去”整合国内市场、拓展国际市场是企业发展壮大的内在需要,但当前新冠肺炎疫情仍在全球蔓延,国际形势中不稳定、不确定因素增多,世界经济形势复杂严峻,企业在国际市场发展面临巨大风险与挑战,相比之下企业在国内跨地区发展不仅具备超大规模市场的优势,亦与“畅通国内大循环”的发展理念相契合。但不可否认的是,信息不对称与地方保护主义也阻碍着企业在国内的跨区域发展。在此背景下,探究突破现有限制以充分开拓国内市场的有效路径,具有重要的现实意义。

本文选取 2006—2018 年我国 A 股民营上市公司完成的跨地区并购事件为样本,研究发现,当主并企业所在地在目标企业所在地已建立地缘性商会时,跨地区并购绩效显著更高,且该正向效应在并购交易双方所在地之间的市场分割程度严重时更强。影响机制分析结果表明,当交易双方间地理距离更远、目标方所在地互联网发展程度更低、主并企业不存在政治关联、并购发生在非关联方之间以及目标企业所在地对主并企业所在地的信任程度更低时,地缘性商会发挥效应的重要途径。进一步研究发现,地缘性商会的存在显著促进了原籍地企业到商会活动地进行跨地区并购的概率、频率及规模;且在地缘性商会的影响下,跨地区并购交易给原籍地主并企业带来的长期市场绩效和长期财务绩效也更好;此外,本文还发现当原籍地企业的董事网络较弱时,地缘性商会能够发挥替代作用,揭示了地缘性商会所构建的正式社会网络与其他非正式社会网络呈现替代作用。

本文的研究结果具有以下政策启示。第一,本文在一定程度上证实了“国内市场分割”现象的存在性,亦说明我国民营企业的跨地区并购面临障碍,而整合市场、促进信息和资源在区域间的流动是实现我国经济高质量发展的重要途径,因此政府有必要从政策层面为企业尤其是民营企业的跨地区并购提供支持,逐步降低市场分割程度。

第二,本文发现地缘性商会可利用其信息优势、搭建关系网络和增进信任来助力民营企业的跨地区并购,这意味着以乡情为联结的地缘性商会确实为原籍地企业的跨地区发展提供了便利,本文可为民营企业利用好地缘性商会这一社会网络突破跨地区并购障碍、提高并购绩效提供指引。

第三,在当前国内市场分割较为严重与促进形成国内大循环的新发展格局的现实背景下,本文研究结论有助于进一步发挥地缘性商会这一替代性制度安排在推动国内市场整合过程中的作用,还可为商会组织转型升级及其综合服务能力的提升提供些许启示。

第四,在我国市场机制尚不健全的情境中,地缘性商会能弥合市场化机制的缺失与不完善之处,削弱市场分割带来的不利影响,但商会具有强烈的地缘性特色,在推动地缘性商会发展的同时,相关监管部门亦须注意防范商会的排外性可能导致的乡籍分割风险。

参考文献:

- 白雪洁、卫婧婧:《异地并购、地区间资源流动与产业升级——基于中国数据的实证研究》,《当代财经》2017 年第 1 期。
- 卞元超、白俊红:《市场分割与中国企业的生存困境》,《财贸经济》2021 年第 1 期。
- 蔡庆丰、田霖、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》,《中国工业经济》2017 年第 3 期。
- 曹春方、贾凡胜:《异地商会与企业跨地区发展》,《经济研究》2020 年第 4 期。

5. 陈爱贞、张鹏飞:《并购模式与企业创新》,《中国工业经济》2019 年第 12 期。
6. 陈仕华、姜广省、卢昌崇:《董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角》,《管理世界》2013 年第 12 期。
7. 程玲、李建成、刘晴:《异地商会与跨区域贸易》,《世界经济》2021 年第 10 期。
8. 江涛、陈富永、汤思禹:《基于“关系型”社会情境的董事网络对并购绩效影响研究》,《中国软科学》2019 年第 11 期。
9. 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》,《财经研究》2013 年第 12 期。
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》,《管理世界》2019 年第 12 期。
11. 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》,《管理世界》2015 年第 3 期。
12. 潘爽、叶德珠:《交通基础设施对市场分割的影响——来自高铁开通和上市公司异地并购的经验证据》,《财政研究》2021 年第 3 期。
13. 彭聪、申宇、张宗益:《高管校友圈降低了市场分割程度吗?——基于异地并购的视角》,《管理世界》2020 年第 5 期。
14. 盛斌、赵文涛:《地区全球价值链、市场分割与产业升级——基于空间溢出视角的分析》,《财贸经济》2020 年第 9 期。
15. 施炳展:《互联网与国际贸易——基于双边双向网址链接数据的经验分析》,《经济研究》2016 年第 5 期。
16. 万良勇、郑小玲:《董事网络的结构洞特征与公司并购》,《会计研究》2014 年第 5 期。
17. 王艳、李善民:《社会信任是否会提升企业并购绩效?》,《管理世界》2017 年第 12 期。
18. 魏文享:《市场中的乡籍网络:异地商会的兴起要因分析》,《河北学刊》2015 年第 6 期。
19. 夏立军、陆铭、余为政:《政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据》,《管理世界》2011 年第 7 期。
20. 杨继彬、李善民、杨国超、吴文锋:《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》,《经济研究》2021 年第 4 期。
21. 余明桂、潘红波:《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》2008 年第 8 期。
22. 张学良、程玲、刘晴:《国内市场一体化与企业内外销》,《财贸经济》2021 年第 1 期。
23. Arnoldi, J., & Muratova, Y., Unrelated Acquisitions in China: The Role of Political Ownership and Political Connections. *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 36, No. 1, 2019, pp. 113 – 134.
24. Braguinsky, S., Ohyama, A., Okazaki, T., & Syverson, C., Acquisitions, Productivity, and Profitability: Evidence from the Japanese Cotton Spinning Industry. *American Economic Review*, Vol. 105, No. 7, 2015, pp. 2086 – 2119.
25. Cai, J., & Szeidl, A., Interfirm Relationships and Business Performance. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 133, No. 3, 2018, pp. 1229 – 1282.
26. Cai, Y., & Sevilir, M., Board Connections and M&A Transactions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, No. 2, 2012, pp. 327 – 349.
27. Chambers, D., Sarkissian, S., & Schill, M. J., Market and Regional Segmentation and Risk Premia in the First Era of Financial Globalization. *Review of Financial Studies*, Vol. 31, No. 10, 2018, pp. 4063 – 4098.
28. Ciobanu, R., Does the Geographic Location Influence Takeovers?. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol. 29, No. 1, 2016, pp. 782 – 798.
29. El-Khatib, R., Fogel, K., & Jandik, T., CEO Network Centrality and Merger Performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, No. 2, 2015, pp. 349 – 382.
30. Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach M. S., Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 3, 2012, pp. 1045 – 1082.
31. Freund, C. L., & Weinhold, D., The Effect of the Internet on International Trade. *Journal of International Economics*, Vol. 62, No. 1, 2004, pp. 171 – 189.
32. Graebner, M. E., Caveat Venditor: Trust Asymmetries in Acquisitions of Entrepreneurial Firms. *Academy of Management Journal*, Vol. 52, No. 3, 2009, pp. 435 – 472.
33. Ishii, J., & Xuan, Y., Acquirer-Target Social Ties and Merger Outcomes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 112, No. 3, 2014, pp. 344 – 363.

34. McMillan, J. , & Woodruff, C. , Interfirm Relationships and Informal Credit in Vietnam. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 4, 1999, pp. 1285 – 1320.
35. Poncet, S. , A Fragmented China: Measure and Determinants of Chinese Domestic Market Disintegration. *Review of International Economics*, Vol. 13, No. 3, 2005, pp. 409 – 430.
36. Renneboog, L. , & Zhao, Y. , Director Networks and Takeovers. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 28, 2014, pp. 218 – 234.
37. Tu, G. , Lin, B. , & Liu, F. , Political Connections and Privatization: Evidence from China. *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 32, No. 2, 2013, pp. 114 – 135.
38. Youngbin, K. , Ying, G. , & Yang, D. C. , Social Networks of Firms and Corporate Social Responsibility. *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 20, No. 7, 2020, pp. 114 – 125.

Geographical Chamber of Commerce and the Cross-Regional M&A Performance of Private Enterprises

LIAO Jia (Huaqiao University, 362021)

SU Dongwei, YUAN Yu (Ji'nan University, 510632)

Abstract: Using the sample of cross-province M&A events of Shanghai and Shenzhen A-share private listed companies between 2006 and 2018, this paper examines whether the geographical chamber of commerce (GCC) can help hometown province firms break barriers to cross-regional M&A in the chamber of commerce's operating province, and obtain better M&A announcement returns. The empirical study results show that the GCC significantly improves the cross-regional M&A performance of hometown province firms, and this effect is more significant when the market segmentation between the two parties in the transaction is severe. The results of the impact mechanism analysis show that information advantages, network resources, and trust enhancement are important paths for the GCC to exert positive effects. Further analyses suggest that the GCC makes it more likely, more frequent, and larger in scale for hometown province firms to implement M&A transactions in the province that the chamber of commerce is registered in. In addition, we show that the existence of the GCC makes cross-regional M&A transactions enable better long-term performance to hometown province firms. Finally, we find a substitutional relation between the GCC and other informal social networks such as the network of directors of hometown province firms. This paper reveals that the GCC, as a formal social network, can influence the formal system that affects market segmentation. In the meantime, this paper also illustrates the importance and feasibility of the GCC as an alternative institutional arrangement against the background of market segmentation in China.

Keywords: Geographical Chamber of Commerce, Cross-regional M&A, M&A Performance, Market Segmentation

JEL: G34, O17, Z13

责任编辑:无 明