

财务共享、丝路联结与“一带一路”跨国并购绩效

周婷婷,王舒婷

(北京第二外国语学院 商学院,北京 100024)

[摘要]立足于财务共享服务中心,从股权投资、高管背景视角度量公司利用联结关系与“一带一路”沿线国家的公司所建立的社会资本网络,综合考量传导机制与政策效应问题,实证探讨中国上市公司的财务共享、丝路联结与“一带一路”跨国并购绩效之间的关系。研究发现:中国上市公司建立财务共享中心后,运营效率得到持续改善,“一带一路”跨国并购绩效也显著提升。中国公司通过股权资本、高管人脉与“一带一路”沿线国家的公司所建立的丝路联结对“一带一路”跨国并购绩效具有积极影响。特质风险是丝路联结影响“一带一路”跨国并购绩效的可能传导路径。“一带一路”倡议具有显著的政策效应。中国上市公司在“一带一路”沿线国家的跨国并购绩效在“一带一路”倡议提出后显著提升。实践表明,“一带一路”倡议在中国政府的大力支持下,仍需中国公司完善内部财务组织,构建“一带一路”社会资本,为公司在“一带一路”沿线国家跨国并购战略的成功实施奠定基础。

[关键词] 一带一路;财务共享;丝路联结;跨国并购绩效;股权投资;高管背景;特质风险;企业国际化

[中图分类号] F270 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2021)03-0102-10

一、引言

“一带一路”倡议为中国企业开展“一带一路”跨国并购提供了良好的发展空间。然而,“一带一路”沿线国家政治、经济环境的复杂性是我国公司海外并购面临的风险与挑战。如何提高中国公司在“一带一路”沿线国家的跨国并购绩效,这是亟待解决的问题。

在已有研究中,学者从多角度阐释了跨国并购绩效差异产生的缘由。依据内部化与反内部化理论,学者采用市场不完善理论分析了跨国并购的价值创造问题,逐步形成了以内部化为核心的分析框架^[1]。“反内部化”观点认为跨国公司通过跨国并购获取发达国家跨国公司的“垄断优势”,通过跨国公司的内部化市场,为公司创造价值^[2]。技术地方化理论强调发展中国家的跨国公司对已引进先进技术的主动改进与升级更好地适应了东道国的市场需求,能够创造更多的市场价值^[3]。跳板理论认为发展中国家跨国公司将海外投资作为获取核心技术资源的“跳板”^[4]。企业成长理论以资源为基础,认为企业管理者的能力、知识和经验推动了组织内部的资源整合与协调,能够为组织带来新的利润增长点^[5]。公司治理学派围绕委托代理理论,从外部治理理论(控制权市场理论)与内部治理理论(自由现金流量假说、自负假说)视角阐释了跨国并购价值创造问题^[6-8]。但是,现有文献疏于探究财务共享、丝路联结引致的跨国并购绩效差异。

财务共享是将分散的、重复的基础财务工作进行流程再造和标准化,实现企业信息共享,形成共享财务、业务财务及战略财务的交融协作。创设财务共享服务中心能够使企业集团将有限的精力专注于自己的主营业务活动,对公司财务业务实行更具专业化的统一管理,因而财务共享服务中心被越来越多的国内大型企业集团所采用。在流程再造理论的研究框架下,财务共享通过对财务组织流

[收稿日期] 2020-12-01

[基金项目] 教育部人文社会科学研究规划基金项目(20YJA630099);国家自然科学基金面上项目(71572053)

[作者简介] 周婷婷(1983—),女,宁夏青铜峡人,北京第二外国语学院商学院副教授,硕士生导师,主要研究方向为公司治理、公司金融;王舒婷(1995—),女,山西运城人,北京第二外国语学院商学院硕士生,主要研究方向为公司治理,通讯作者,邮箱:yawcgssyn@163.com。

程的卓越设计,极大改善了跨国并购复杂的会计处理与财务整合质量,是影响中国企业跨国并购绩效的重要因素。

丝路联结,在本文特指中国上市公司通过特定的方式和途径与“一带一路”沿线国家的公司所建立起的社会资本网络,包含股权投资联结和高管联结。股权投资联结指中国上市公司通过股权投资“一带一路”沿线国家的公司建立起的资本联结,高管联结则指中国上市公司高级管理人员在“一带一路”沿线国家的人际关系和社会关系。作为继物质资本、人力资本、文化资本之外的另一项重要资本,中国上市公司在“一带一路”沿线国家积累的社会资本,借助公司的股权投资联结与高管的社会网络联结,极大缓解了中国公司“一带一路”跨国并购的信息劣势,有利于提升并购绩效。

鉴于此,本文将实证探讨财务共享、丝路联结对中国上市公司在“一带一路”沿线跨国并购绩效的影响效应。本文可能的贡献在于:第一,从当前财经界的全新财务管控模式(财务共享服务中心)切入,揭示财务共享对跨国集团运营水平的影响效应,从主并公司与目标公司的财务行为整合视角拓展跨国并购整合理论。第二,基于中国公司通过股权投资、高管人脉在“一带一路”沿线国家构建的社会网络,刻画丝路联结对中国公司“一带一路”跨国并购绩效产生的推动效应,将为中国主并公司在“一带一路”东道国面临的外来者劣势提供社会资本视角的新的解决路径,丰富外来者劣势理论。

二、理论分析与研究假设

财务共享服务中心将分散的、同质的财务基础业务从集团成员中抽离出来,统一处理,有利于优化资源配置,并对不同财务组织进行有效整合。依据规模经济理论,财务共享服务中心将主并公司与目标公司交叉或重复的财务业务进行集中处理,通过信息化技术,从集团公司层面提供统一的标准化财务服务,提升跨国集团的财务运营效率,实现跨国并购的规模经济效益^[9]。资源配置理论认为,财务共享服务中心通过高效配置并购双方企业的财务资源,实现了庞杂财务信息的合理管控,为跨国并购战略目标的实现奠定了基础^[10]。扁平化理论与委托代理理论也印证了财务共享服务中心实现的资源整合效应,即财务共享服务中心可以实现财务组织的扁平化,拓展管理宽度,增强财务信息处理的灵活性,降低并购双方的信息不对称程度以及代理成本,实现财务资源的有效配置^[11-12]。立足于流程效率角度,流程再造理论认为,以企业内部组织的市场化为基础的共享服务能够有效解决“组织失灵”问题,实现服务职能的集中管理和分散控制^[13],提升企业对内外部环境变化的敏感性和灵活性。依据并购整合理论,并购整合是主并公司与目标公司在战略与组织层面实现充分匹配的必要条件,是并购价值创造的关键因素^[14]。财务共享服务中心促使会计核算人员从基础会计核算业务向业务财务、战略财务转型,推动财务组织变革,增强集团公司的精细化管理程度^[15]。基于以上分析,本文提出假设1。

假设1:拥有财务共享服务中心的公司在“一带一路”沿线国家实施跨国并购战略时取得了更好的并购绩效。

股权投资联结、高管联结对丝路并购绩效的提升效应主要源于社会资本带来的信息获取与经验积累效应。社会资本是生产性资本,从社会网络中获取资源,能够为社会网络结构内的个体(或组织)行为提供资源与便利,在一定程度上决定个体(或组织)实现既定目标的程度^[16]。企业社会资本是企业从企业成员或社会单元的社会关系网络中能够利用的实际或潜在资源^[17]。个体社会资本包括个人及其社会关系网络所能支配或获取的资源^[18]。股权投资联结、高管联结呈现了中国公司在“一带一路”沿线国家拥有的公司与个体双重层面的社会资本,对中国公司“一带一路”跨国并购具有重要意义。

并购双方之间的信息不对称是影响并购绩效的主要因素^[19]。经验在企业国际化的过程中发挥着重要作用^[20]。在“一带一路”沿线国家进行跨国并购时,股权联结公司将积累的丰富经验应用于并购方案的制定、并购时机的选择以及并购后的公司整合环节,提高了并购绩效。董事与其他公司董事的联

结关系越多,越能获取市场环境信息,提高董事的咨询功能,做出科学的并购决策^[21]。上市公司利用丝路联结关系所建构的社会资本网络,有效收集并购关键信息,迅速吸收成功经验,降低了信息不对称程度,进而提升了跨国并购绩效。基于此,本文提出假设2。

假设2:上市公司的丝路联结程度越高,公司在“一带一路”沿线的跨国并购绩效越好。

三、研究设计

(一) 样本的选取和数据来源

本文以中国上市公司为研究样本,选择“一带一路”倡议提出后的第一年为研究起点,立足于财务共享与丝路联结视角,探究2014—2017期间中国上市公司在“一带一路”沿线国家的海外并购绩效的影响因素。确定“一带一路”沿线并购事件的筛选标准如下:首次并购宣告日在2014—2017年间;并购方为中国上市公司;目标企业为“一带一路”沿线国家公司;并购交易已完成。在剔除关键数据缺失的样本后,获得93家公司共计102个观测年数据。

财务共享数据源自对公司网站、国内外知名财务云公司网站等的手工收集。丝路联结变量以CSMAR财务报表附注库与人物特征研究库为基准,结合WIND、公司网站以及百度搜索平台进行数据收集。跨国并购数据来源于Zephyr全球并购交易分析库。

(二) 模型设计和变量选择

借鉴王艳和阚铎的研究^[22],本文建立模型(1),探究财务共享服务中心、丝路联结对中国上市公司“一带一路”跨国并购绩效的影响效应。

$$MAPER = \alpha + \beta_1 FSSC + \beta_2 BR + \beta_3 STATE + \beta_4 TOTCA + \beta_5 DVALUE + \beta_6 SIZE + \beta_7 CYCLE + \beta_8 DTYPE + \beta_9 TNNR + \beta_{10} ATIRE + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (1)$$

MAPER为“一带一路”跨国并购绩效,涵盖并购短期市场绩效(CAR),并购长期市场绩效(BHAR)以及并购长期财务绩效(CROE)三个维度共计七个变量。

借鉴Brown和Warner的研究^[23],并购短期市场绩效(CAR)采用并购事件首次宣告日前后短窗口期内的股票累积超额报酬率来衡量。计算公式如下:

$$CAR_{it} = \sum AR_{it} = \sum (R_{it} - \hat{R}_{it}) = \sum [R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{mt})] \quad (2)$$

其中, AR_{it} 为公司*i*在第*t*天的股票超额回报率,即公司*i*的实际收益率(R_{it})与预期收益率($\hat{R}_{it}$)之间的差额。 R_{it} 为公司*i*在第*t*天的考虑现金红利再投资的股票日收益率。 R_{mt} 为考虑现金红利再投资的日市场回报率,上交所公司采用上证综合指数,深交所公司采用深圳成分指数。 $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 为清洁期内公司*i*的实际收益率与市场收益率进行OLS回归得到的回归系数。借鉴潘红波等的研究^[24],本文选择事件窗之前250个交易日约一年的时间跨度为估计窗口,即将清洁期窗口确定为 $[-300, -61]$ 。并购短期市场绩效(CAR)衡量公司*i*在并购事件短期窗口内,即 $[-5, 5]$ 、 $[-10, 10]$ 、 $[-30, 30]$,各天的股票超额回报率 AR_{it} 的累计总和,涵盖 $CAR[-5, 5]$ 、 $CAR[-10, 10]$ 、 $CAR[-30, 30]$ 三个变量。

借鉴Gregory、李善民等的研究^[25-26],本文利用并购长期市场绩效(BHAR)衡量买入并长期持有主并公司股票所获得的长期异常股票收益率。计算公式如下:

$$BHAR_{i, M} = \prod_{m=0}^M (1 + R_{im}) - \prod_{m=0}^M (1 + R_{pm}) \quad (3)$$

其中, R_{im} 为公司*i*在第*m*月的收益率, R_{pm} 表示对应组合*p*在第*m*月的收益率。为控制公司的规模效应和账面-市值比效应,在计算 R_{pm} 时采用交叉分组方法。具体方法如下:首先,根据公司在*k*年6月份的流通市值大小,将公司规模从小到大分为3组。其次,根据公司在(*k*-1)年年末的权益账面-市值比,即

每股收益/年末收盘价,按从小到大进行排序,再将公司分为3组。每年所有的样本上市公司分为 3×3 共9个组合,分别计算每个组合的等权月收益率 R_{pm} 。每一年都会对9个组合重新进行调整。并购长期市场绩效($BHAR$)衡量购买并持有主并公司股票12个月、24个月的股票收益率超过市场组合收益率的大小,涵盖 $BHAR1$ 和 $BHAR2$ 两个变量。

借鉴冯根福、吴林江等的研究^[27-28],并购长期财务绩效($CROE$)按照并购首次公告日前后各年的净资产收益率的变化计算。并购长期财务绩效($CROE$)包括主并公司并购前后一年、两年的净资产收益率的变化 $CROE1$ 和 $CROE2$ 两个变量。

财务共享($FSSC$)为虚拟变量,当上市公司建立财务共享服务中心时取值为1,否则为0。丝路联结(BR)为虚拟变量,当上市公司近五年(不含当年)对“一带一路”沿线国家的公司进行过股权投资或当公司的董事、监事、高管在“一带一路”沿线国家有过求学或工作等经历时取值为1,否则为0。

本文还控制了以下影响并购绩效的变量:并购方性质($STATE$)、支付方式($TOTCA$)、交易规模($DVALUE$)、并购方的规模($SIZE$)、并购公司的成长性($CYCLE$)、标的类型($DTYPE$)、并购类型($TNNR$)、并购交易的行业相关性($ATIRE$)、年份($YEAR$)和行业($INDU$)虚拟变量。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表1列示了变量的描述性统计结果。 $CAR[-5, 5]$ 的均值为0.003,说明并购公告日前5天到公告日后5天的11天累计超常收益为正,表明中国上市公司的丝路沿线并购行为取得了明显的公告日财富效应。 $CAR[-10, 10]$ 、 $CAR[-30, 30]$ 的均值分别为-0.008、-0.005,说明在 $[-10, 10]$ 和 $[-30, 30]$ 这两个窗口期的股票超额报酬率为负。 $BHAR1$ 和 $BHAR2$ 的均值分别为-0.209和-1.667,标准差分别为0.817和1.737,表明中国公司在“一带一路”沿线进行的跨国并购并未获得正的长期超额回报率,且不同期间不同公司并购的超额收益率存在较大的差异性。 $CROE1$ 和 $CROE2$ 的均值分别为-0.078和-0.094,表明长期并购财务绩效与长期并购市场绩效一致,均未获得正向回报。 $FSSC$ 的均值为0.461,表明有46.1%的上市公司建立了财务共享服务中心。 BR 的均值为0.176,说明在上市公司中有17.6%的公司在近五年内对“一带一路”沿线国家进行过股权投资或者公司董事、监事、高管曾经或正在“一带一路”沿线国家工作、学习等。

表1 变量的描述性统计

变量	平均值	中值	标准差	最小值	最大值
$CAR[-5, 5]$	0.003	0.000	0.069	-0.219	0.257
$CAR[-10, 10]$	-0.008	0.000	0.094	-0.246	0.308
$CAR[-30, 30]$	-0.005	0.000	0.191	-0.487	0.650
$BHAR1$	-0.209	-0.085	0.817	-4.041	1.696
$BHAR2$	-1.667	-0.989	1.737	-9.535	-0.277
$CROE1$	-0.078	-0.024	0.365	-2.770	0.242
$CROE2$	-0.094	-0.051	0.267	-1.684	0.177
$FSSC$	0.461	0.000	0.501	0.000	1.000
BR	0.176	0.000	0.382	0.000	1.000
$STATE$	0.373	0.000	0.486	0.000	1.000
$TOTCA$	0.627	1.000	0.486	0.000	1.000
$DVALUE$	9.473	9.327	1.961	5.050	14.290
$SIZE$	23.270	22.910	2.171	20.230	30.720
$CYCLE$	0.302	0.142	1.267	-0.706	12.560
$DTYPE$	0.451	0.000	0.500	0.000	1.000
$TNNR$	0.225	0.000	0.420	0.000	1.000
$ATIRE$	0.863	1.000	0.346	0.000	1.000

(二) 回归结果分析

表2列示了财务共享服务中心($FSSC$)对并购绩效的回归结果。 $FSSC$ 在10%的水平上对并购短期市场绩效 $CAR[-5, 5]$ 、 $CAR[-10, 10]$ 和 $CAR[-30, 30]$ 产生了显著的积极影响。在并购长期市场绩效方面, $FSSC$ 与并购长期市场绩效之间的回归系数均在5%的水平上显著为正。财务共享($FSSC$)对并购长期财务绩效也产生了显著的正向影响。回归结果支持了假设1,表明上市公司在建立财务共享服务中心之后,公司的财务监督、风险控制、业务管控与管理能力持续完善,信息不对称问题得到有效缓解,资源优化配置与财务业务整合能力显著提升。财务共享服务中心的优势在跨国并购交易中得以凸显,对上市公司在“一带一路”沿线的跨国并购绩效产生了显著的积极效应。

表2 财务共享与上市公司丝路沿线并购绩效的回归结果

	(1) CAR[-5,5]	(2) CAR[-10,10]	(3) CAR[-30,30]	(4) BHAR1	(5) BHAR2	(6) CROE1	(7) CROE2
C	-4.595 *** (-2.712)	-0.390 * (-1.940)	-0.720 * (-1.806)	-1.954 ** (-2.284)	-4.991 * (-1.805)	-1.610 * (-2.021)	-3.050 * (-1.828)
FSSC	0.021 * (1.929)	0.157 * (1.864)	0.007 * (1.744)	0.019 ** (2.488)	0.117 ** (2.170)	0.054 ** (2.240)	0.116 * (1.919)
STATE	-0.043 ** (-2.391)	-0.040 (-1.578)	-0.100 * (-1.981)	-0.133 (-0.740)	-0.289 (-0.826)	-0.290 *** (-2.865)	-0.282 *** (-3.114)
TOTCA	0.205 *** (4.335)	0.089 * (1.698)	0.341 *** (4.622)	0.196 (1.230)	0.299 *** (7.356)	0.055 (0.611)	-0.055 (-0.654)
DVALUE	-0.774 *** (-3.414)	-0.648 *** (-3.617)	-0.004 (-0.473)	0.060 * (1.944)	0.086 (1.436)	-0.065 *** (-3.330)	-0.060 *** (-3.960)
SIZE	0.002 (0.426)	0.009 (1.152)	0.020 (1.289)	0.142 ** (2.633)	0.253 ** (2.410)	0.118 *** (3.478)	0.081 *** (3.138)
CYCLE	0.247 *** (3.508)	0.240 * (1.738)	0.036 ** (2.279)	-0.043 (-0.761)	0.185 ** (2.403)	-0.027 (-1.018)	-0.029 (-1.534)
DTYPE	0.007 (0.413)	0.0170 (0.748)	0.005 (0.112)	0.083 (0.523)	-0.073 (-0.237)	0.051 (0.521)	0.086 (1.188)
TNNR	-1.712 *** (-4.213)	-2.645 *** (-3.338)	-0.006 (-0.098)	-0.428 ** (-2.047)	-0.691 * (-1.695)	-0.258 ** (-2.322)	-0.283 *** (-3.065)
ATIRE	0.029 (1.222)	0.0150 (0.439)	0.024 (0.354)	-0.114 (-0.460)	-0.442 (-0.915)	0.093 (0.563)	0.075 (0.495)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDU	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
F	1.806	1.694	1.710	1.837	1.680	1.865	1.780
Adj. R ²	0.149	0.131	0.134	0.155	0.129	0.159	0.145
N	102	102	102	101	101	62	42

注:括号内为t值;*、**、***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。下同。

表3列示了丝路联结(BR)与并购绩效的回归结果。BR与并购短期市场绩效CAR[-5,5]、CAR[-10,10]和CAR[-30,30],分别在10%、10%和1%的水平上显著正相关。BR分别在1%和5%的水平上对并购长期市场绩效产生了显著的积极影响。BR对并购长期财务绩效的正向推动效应分别在5%和10%的水平上显著。回归结果表明,当中国上市公司与“一带一路”沿线国家的公司具有丝路联结时,公司能够通过股权投资和高管人脉在“一带一路”沿线国家构建社会网络,有助于公司在“一带一路”沿线国家建立信息获取与沟通渠道,降低跨国并购过程中的不确定性和信息博弈的不必要消耗,对中国上市公司“一带一路”跨国并购绩效具有显著提升效应。回归结果支持了假设2。

(三) 稳健性检验

基于传导路径、政策效应视角,本文进一步分析了财务共享、丝路联结、“一带一路”倡议对跨国并购绩效的影响机理,以确保结论的可靠性。

1. 丝路联结的细分研究

本文进一步将丝路联结(BR)分为股权投资联结(BREI)和高管联结(BRBSM),验证股权投资联结与高管联结对丝路沿线并购绩效的影响。其中,股权投资联结(BREI)为虚拟变量,当上市公司近五年(不含当年)对“一带一路”沿线国家的公司进行过股权投资时取值为1,否则为0。高管联结(BRBSM)为虚拟变量,当公司的董事、监事、高管在“一带一路”沿线国家有过求学或工作等经历时取值为1,否则为0。

表4列示了股权投资联结(BREI)与并购绩效的回归结果。BREI与并购短期市场绩效的三个变量均在10%的水平上显著正相关。BREI在1%的水平上对并购长期市场绩效产生了显著的积极影响。

BREI 对并购长期财务绩效的正向推动效应分别在 5% 和 10% 的水平上显著。回归结果表明,股权投资联结对于公司充分获取潜在并购对象的信息,减少信息不对称,积累丰富的“一带一路”沟通经验具有积极的正向影响,提升了上市公司对“一带一路”沿线公司的跨国并购绩效。

表 3 丝路联结与上市公司丝路沿线并购绩效的回归结果

	(1) CAR[-5,5]	(2) CAR[-10,10]	(3) CAR[-30,30]	(4) BHAR1	(5) BHAR2	(6) CROE1	(7) CROE2
<i>C</i>	-4.388 ** (-2.594)	-0.384 * (-1.861)	-2.402 *** (-5.745)	-3.402 ** (-2.199)	-2.017 ** (-2.202)	-2.179 ** (-2.042)	-0.802 * (-1.898)
<i>BR</i>	0.686 * (2.054)	0.100 * (1.707)	0.034 *** (2.767)	0.014 *** (3.366)	0.041 ** (2.109)	0.063 ** (2.210)	0.054 * (1.732)
<i>STATE</i>	-0.050 *** (-3.017)	-0.051 ** (-2.108)	-0.113 ** (-2.254)	-3.299 ** (-2.126)	-0.876 *** (-4.010)	-0.578 ** (-2.262)	-0.391 * (-1.841)
<i>TOTCA</i>	0.018 *** (2.668)	0.028 ** (2.222)	0.013 *** (2.885)	0.158 (0.981)	0.535 * (1.734)	0.060 (0.591)	0.060 (0.566)
<i>DVALUE</i>	-0.001 (-0.376)	0.001 (0.160)	-0.151 ** (-2.243)	-0.266 *** (-3.557)	0.083 (1.386)	-0.075 *** (-3.322)	-0.065 *** (-3.499)
<i>SIZE</i>	0.416 *** (3.383)	0.014 * (1.726)	0.026 (1.615)	0.148 ** (2.520)	0.204 * (1.813)	0.124 *** (2.846)	0.066 * (1.822)
<i>CYCLE</i>	0.007 (0.307)	0.016 (0.560)	0.036 ** (2.251)	0.152 * (1.839)	0.046 * (1.818)	0.193 *** (4.525)	0.031 *** (2.908)
<i>DTYPE</i>	0.001 (0.100)	0.010 (0.480)	-0.001 (-0.013)	0.029 (0.178)	-0.114 (-0.370)	0.042 (0.387)	0.106 (1.177)
<i>TNNR</i>	-0.013 (-0.656)	-0.004 (-0.154)	-1.462 * (-1.804)	-0.384 * (-1.827)	-0.733 * (-1.822)	-0.265 ** (-2.185)	-0.270 ** (-2.360)
<i>ATIRE</i>	0.021 (0.952)	0.004 (0.109)	0.019 (0.281)	-0.012 (-0.049)	-0.458 (-0.959)	0.055 (0.304)	0.014 (0.070)
<i>YEAR</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>INDU</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
F	1.696	1.112	1.093	2.676	4.035	1.528	1.602
Adj. R ²	0.346	0.257	0.254	0.458	0.560	0.480	0.581
N	102	102	102	101	101	62	42

表 4 股权投资联结与上市公司丝路沿线并购绩效的回归结果(简表)

	(1) CAR[-5,5]	(2) CAR[-10,10]	(3) CAR[-30,30]	(4) BHAR1	(5) BHAR2	(6) CROE1	(7) CROE2
<i>C</i>	-0.856 ** (-2.083)	-0.394 * (-1.983)	-0.763 * (-1.933)	-2.394 * (-1.725)	-4.881 * (-1.804)	-0.716 *** (-2.869)	-2.845 * (-1.721)
<i>BREI</i>	0.163 * (1.677)	0.018 * (1.893)	0.163 * (1.810)	0.061 *** (2.678)	0.034 *** (6.977)	0.948 ** (2.270)	0.117 * (1.976)
F	1.819	1.711	1.724	1.851	1.695	1.885	1.823
Adj. R ²	0.151	0.134	0.136	0.158	0.132	0.162	0.152
N	102	102	102	101	101	62	42

表 5 为高管联结(*BRBSM*)与并购绩效的回归结果。*BRBSM* 在 10% 的水平上对并购短期市场绩效产生了显著的积极影响。*BRBSM* 与并购长期市场绩效在 1% 的水平上显著正相关。高管联结至少在 10% 的水平上对并购长期财务绩效产生了显著的正向影响。回归结果表明,上市公司的董事、监事、高管在“一带一路”沿线国家的学习或工作等经历是一笔丰厚的社会资本,有助于公司在“一带一路”沿线建立信息的获取与沟通渠道,降低并购过程中的不确定性和信息博弈的不必要消耗,从而提升上市公司对“一带一路”沿线公司的跨国并购绩效。

表5 高管联结与上市公司丝路沿线并购绩效的回归结果(简表)

	(1) CAR[-5,5]	(2) CAR[-10,10]	(3) CAR[-30,30]	(4) BHAR1	(5) BHAR2	(6) CROE1	(7) CROE2
C	-4.402 *** (-2.650)	-0.388 * (-1.958)	-0.753 * (-1.913)	-4.405 ** (-2.154)	-4.599 * (-1.677)	-1.087 ** (-1.999)	-2.077 *** (-3.498)
BRBSM	0.074 * (1.815)	0.113 * (1.936)	0.008 * (1.869)	0.036 *** (4.906)	0.021 *** (2.641)	0.114 ** (2.123)	0.115 * (1.913)
F	1.890	1.784	1.807	1.932	1.774	1.936	1.946
Adj. R ²	0.162	0.146	0.149	0.170	0.144	0.169	0.171
N	102	102	102	101	101	62	42

2. 财务共享影响“一带一路”并购绩效的传导机制分析

财务共享与跨国并购绩效之间的传导机制是深化财务共享作用研究的关键环节。财务共享通过对业务流程的优化设计,减少了冗余的流程环节,实现了企业运营效率的提升^[13]。鉴于此,本文提出,财务共享对“一带一路”跨国并购绩效产生积极影响的传导机制可能是企业运营效率。

借鉴 Baron 和 Kenny 的研究^[29],本文建立模型(4)至模型(6)探讨运营效率在财务共享与“一带一路”并购绩效中扮演的中介效应:

$$OE = \alpha_1 + \delta FSSC + \beta_{11} STATE + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} MCOMP + \beta_{14} LEV + \beta_{15} ROE + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (4)$$

$$MAPER = \alpha_2 + \eta FSSC + \beta_{21} STATE + \beta_{22} TOTCA + \beta_{23} DVALUE + \beta_{24} SIZE + \beta_{25} CYCLE + \beta_{26} DTYPE + \beta_{27} TNNR + \beta_{28} ATIRE + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (5)$$

$$MAPER = \alpha_3 + \theta FSSC + \omega OE + \beta_{31} STATE + \beta_{32} TOTCA + \beta_{33} DVALUE + \beta_{34} SIZE + \beta_{35} CYCLE + \beta_{36} DTYPE + \beta_{37} TNNR + \beta_{38} ATIRE + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (6)$$

本文采用 OE 代表如下五个公司运营效率变量:(1) 营运资金周转率($WCAP$),等于营业收入与营运资金的比值;(2) 现金及现金等价物周转率($CASH$),用营业收入占现金及现金等价物期末余额的比重衡量;(3) 流动资产周转率($LASS$),为营业收入与流动资产期末余额的比值;(4) 固定资产周转率($FASS$),等于营业收入与固定资产期末净额的比值;(5) 股东权益周转率(SEQ),用营业收入占股东权益期末余额的比重衡量。影响运营效率的控制变量为并购企业规模($SIZE$)、并购方性质($STATE$)、高管薪酬($MCOMP$)、财务杠杆(LEV)、净资产收益率(ROE)、年度($YEAR$) 和行业($INDU$) 虚拟变量。 η 和 θ 分别为企业运营效率对并购绩效的总效应和直接效应; δ 与 ω 的乘积代表运营效率的中介效应。如果 δ 、 η 、 θ 和 ω 都显著,且 η 大于 θ ,则表明运营效率具有显著的中介效应;如果 δ 、 ω 有一个不显著,则 δ 与 ω 的乘积需要进行 Sobel 检验,若显著不为 0,才能表明运营效率具有显著的中介效应。

回归结果显示,营运资金周转率、现金及现金等价物周转率、流动资产周转率具有明显的中介效应。财务共享对股东权益周转率和固定资产周转率的影响不显著,且未通过 Sobel 检验。因此,股东权益周转率和固定资产周转率并不是财务共享影响跨国并购绩效的中介变量。回归结果表明,上市公司的财务共享服务中心有助于推动企业的运营系统向标准化、规范化和信息化方向转型,实现集团业务的全方位管控,提升企业的运营效率。企业运营效率是财务共享影响“一带一路”跨国并购绩效的一个可能的传导机制。

3. 丝路联结对并购绩效的传导机制分析

根据金融资产定价理论,在有效市场中,所有影响个股收益的因素都会被定价,定价模型的残差即为公司的特质风险。基于资本资产定价模型,本文利用市场模型,用两种方法计算特质风险。对于股票 i ,存在以下模型:

$$\gamma_{it} = \alpha_i + \beta_i \gamma_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中, $E(\varepsilon_{it}) = Cov(r_{it}, \varepsilon_{it}) = 0$; r_{it} 为股票 i 第 t 天的考虑现金红利再投资的股票日报酬率; r_{mt} 为第 t 天的考虑现金红利再投资的日市场回报率,按流通市值加权计算。本文利用每只股票年度内所有交易的日数据,用 OLS 对模型(7) 进行回归。

借鉴 Low 的研究^[30],计算模型(7) 所得残差(ε_{it}) 的方差,取对数后作为特质风险(LTR) 的代理变量。在此基础上,借鉴 Ferreira 和 Laux 的研究^[31],本文采用相对特质收益率波动($1 - R^2$) 的自然对数作为特质风险的另一种代理变量,其中 R^2 为模型(4) 的拟合优度。计算公式为 $\ln(1 - R_i^2) - \ln(R_i^2) = \ln(\sigma_{i\epsilon}^2) - \ln(\sigma_i^2 - \sigma_{im}^2)$ 。其中, $\sigma_{i\epsilon}^2 = \sigma_i^2 - \sigma_{im}^2/\sigma_m^2$; $\sigma_i^2 = Var(r_{it})$; $\sigma_{im} = Cov(r_{it}, r_{mt})$; $\sigma_m^2 = Var(r_{mt})$ 。 $R2TR$ 、 $AR2TR$ 分别是考虑现金红利再投资的日回报率回归所得 R^2 和调整后的 R^2 计算的特质风险。 QR 代表 LTR 、 $R2TR$ 、 $AR2TR$ 三个特质风险变量。影响特质风险的控制变量为并购企业规模($SIZE$)、固定资产比率($FIXED$)、红利(DIV)、资产负债率(LEV)、净资产报酬率(ROE)、第一大股东持股比例(LS)、上市时间(AGE)、年度($YEAR$) 和行业($INDU$)。

本文建立以下模型探讨特质风险在丝路联结与“一带一路”并购绩效中扮演的中介效应:

$$QR = \alpha_1 + \delta BR + \beta_{11} SIZE + \beta_{12} FIXED + \beta_{13} DIV + \beta_{14} LEV + \beta_{15} ROE + \beta_{16} LS + \beta_{17} AGE + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (8)$$

$$MAPER = \alpha_2 + \eta BR + \beta_{21} STATE + \beta_{22} TOTCA + \beta_{23} DVALUE + \beta_{24} SIZE + \beta_{25} CYCLE + \beta_{26} DTYPE + \beta_{27} TNNR + \beta_{28} ATIRE + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (9)$$

$$MAPER = \alpha_3 + \theta BR + \omega QR + \beta_{31} STATE + \beta_{32} TOTCA + \beta_{33} DVALUE + \beta_{34} SIZE + \beta_{35} CYCLE + \beta_{36} DTYPE + \beta_{37} TNNR + \beta_{38} ATIRE + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (10)$$

回归结果显示,关键回归系数 δ 、 η 、 θ 和 ω 均在至少 5% 的水平上具有显著性,验证了特质风险具有显著的中介效应。上市公司的丝路联结行为显著提高了并购公司的特质风险。特质风险越高的公司,个性化差异程度越大,能够有效传递股票价格信息,具有较高的盈余信息含量以及资本配置效率^[32]。因此,本文认为,特质风险是上市公司丝路联结行为影响“一带一路”跨国并购绩效的一个可能的传导机制。

4. “一带一路”倡议对丝路沿线跨国并购绩效的政策影响

为了进一步验证“一带一路”倡议的政策效应,本文将研究期间拓展为 2000—2017 年,探究“一带一路”倡议发生前后,中国上市公司对“一带一路”跨国并购绩效的影响差异。“一带一路”倡议($TBAR$) 为虚拟变量,2014 年及以后赋值为 1,2014 年之前赋值为 0。 $TBAR$ 对并购绩效均产生了显著的积极影响。回归结果表明,“一带一路”倡议提出后,亚投行和丝路基金为中国的“一带一路”沿线并购行为提供了金融财税支持,降低了并购成本,同时以国家的综合实力背书,在一定程度上抑制了跨国并购风险,进而提升了并购绩效。(版面所限,具体回归结果略,留存备索。)

五、结论性评述

基于财务流程再造、丝路联结视角,本文从长期与短期、市场与财务双重维度衡量并购绩效,以中国上市公司对“一带一路”沿线国家的跨国并购事件为样本,综合考量传导机制与政策效应问题,实证探讨了财务共享、丝路联结与“一带一路”跨国并购绩效之间的关系。研究发现,拥有财务共享服务中心的上市公司在“一带一路”沿线国家进行跨国并购时取得了更好的并购绩效。财务共享影响“一带一路”沿线跨国并购绩效的一个可能的传导机制是公司的运营效率。上市公司与“一带一路”沿线国家的公司所建立的股权投资联结与高管联结对“一带一路”跨国并购绩效产生了积极的推动效应。上市公司的丝路联结行为因扩大了公司的个性化差异程度,提升了资本配置效率而增大了公司的特质风险,使

特质风险成为丝路联结影响“一带一路”并购绩效的一个可能的传导机制。“一带一路”倡议提出后,上市公司在“一带一路”的并购绩效呈现出显著改善的态势。

本文的结论对中国公司“一带一路”跨国并购行为具有一定的借鉴意义。成功走出国门并不是中国企业“走出去”战略的核心要旨,赢取跨国并购价值才是当务之急。大多数主并公司在跨国并购后并未取得良好绩效,甚至造成价值减损。七七定律显示,在跨国并购中,70%的并购没有实现预期的商业价值。中国公司“一带一路”跨国并购虽然有国家政策的大力支持,但是上市公司仍然需要在财务组织重构、“一带一路”社会资本网络建设等方面做好准备工作。上市公司在集团层面构建财务共享服务中心,将海外业务有机融入集团公司的财务体系,通过公司的股权投资以及高管的个人社会关系为公司构建“一带一路”的社会关系网络,积极推动中国公司在“一带一路”沿线国家跨国并购的价值创造。

本文的研究从财务共享与公司治理视角,立足于跨国并购财务与市场绩效,只能选择上市公司作为研究样本,未能提供中国非上市公司在“一带一路”沿线国家跨国并购的经验证据。未来的研究或可将单体公司治理拓展至集团跨国治理维度,分析制度落差背景下的中国公司“一带一路”跨国并购问题。

参考文献:

- [1] Kiyamaz H, Mukherjee T. The impact of country diversification on wealth effects in cross-border mergers; The official publication of the eastern finance association [J]. The Financial Review, 2000, 35 (2): 37-58.
- [2] 吴先明, 杨兴锐. 跨国并购与企业价值: 资产寻求视角[J]. 经济管理, 2014(1): 45-55.
- [3] Lall S. The new multinationals; The spread of third world enterprises [M]. New York: Wiley, 1983.
- [4] Luo Y D, Tung R L. International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective [J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38 (4): 481-498.
- [5] Penrose E T. The theory of the growth of the firm [M]. Oxford: Blackwell, 1959.
- [6] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26 (2): 301-325.
- [7] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. The American Economic Review, 1986, 76 (2): 323-329.
- [8] Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers [J]. Journal of Business, 1986, 59 (2): 197-216.
- [9] Smith A. An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations [M]. New York: BiblioLife Press, 2009.
- [10] 苗雨君, 郭亚红. 企业集团财务共享服务的流程再造研究——基于创新资源配置的机理分析[J]. 改革与战略, 2017(3): 143-145.
- [11] 黄静. 基于扁平化和委托代理理论对内部控制评价效率的影响[J]. 现代企业, 2019(2): 108-109.
- [12] 胡晶. 企业组织结构扁平化问题研究——基于交易费用理论和委托代理理论思考[J]. 财经界(学术版), 2010(20): 41-42.
- [13] 刘汉进, 方阳. 基于内部资源整合的企业共享服务述评[J]. 管理学报, 2012(10): 1562-1568.
- [14] Haspeslagh P C, Jemison D B. Acquisition integration: Creating the atmosphere for value creation [M]. London: Palgrave Macmillan, 1994.
- [15] 何瑛. 基于云计算的企业集团财务流程再造的路径与方向[J]. 管理世界, 2013(4): 182-183.
- [16] Coleman J. S. Social capital in the creation of human capital [J]. The American Journal of Sociology, 1988, 94(1): 95-120.
- [17] Nahapiet J, Ghoshal S. Social capital, intellectual capital and the creation of value in firms [J]. Academy of Management Best Paper Proceedings, 1997, 23(2): 35-39.
- [18] Lin N, Cook K, Burt R S. Social capital: Theory and research [J]. Contemporary Sociology, 2002, 31 (1): 28-29.
- [19] Faccio M, Masulis R W. The choice of payment method in European mergers and acquisitions [J]. The Journal of Finance, 2005, 60 (3): 1345-1388.
- [20] Buckley P J, Clegg L J, Cross A R, et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment [J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38 (4): 499-518.
- [21] El-Khatib R, Fogel K, Jandik T. CEO network centrality and merger performance [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 116 (2): 349-382.
- [22] 王艳, 阚铎. 企业文化与并购绩效[J]. 管理世界, 2014(11): 146-157.

- [23] Brown S J, Warner J B. Using daily stock returns: The case of event studies [J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1): 3-31.
- [24] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. *经济研究*, 2008(4): 41-52.
- [25] Gregory A. An examination of the long run performance of UK acquiring firms [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1997, 24(7/8): 971-1002.
- [26] 李善民, 朱滔. 多元化并购能给股东创造价值吗? ——兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J]. *管理世界*, 2006(3): 129-137.
- [27] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. *经济研究*, 2001(1): 54-61.
- [28] 李善民, 周小春. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J]. *管理世界*, 2007(3): 130-137.
- [29] Baron R M, Kenny D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1986, 51(6): 1173-1182.
- [30] Low A. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 470-490.
- [31] Ferreira M A, Laux P A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(2): 951-989.
- [32] Durnev A, Morck R, Yeung B. Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(1): 65-105.

[责任编辑:黄燕]

Financial Sharing, the Silk Connection and the “Belt and Road” Cross-border M&A Performance

ZHOU Tingting, WANG Shuting

(Business School, Beijing International Studies University, Beijing 100024, China)

Abstract: Based on the Financial Shared Service Center, from the perspective of equity investment and executive background, this paper measures the social capital network established by the company and the companies in countries along the “Belt and Road” by using connection relationship, and comprehensively considers the transmission mechanism and policy effect. On this basis, this paper empirically explores the relationship among the financial sharing, the silk connection of Chinese listed companies and the performance of the “Belt and Road” cross-border M&A performance. The results show that after the establishment of financially shared service center in Chinese listed companies, the operational efficiency has been continuously improved, which in turn has promoted the company’s performance in the “Belt and Road” cross-border M&A. The silk connection established by Chinese companies through equity capital ties and executive networks have significant positive impacts on the company’s cross-border M&A performance in countries along the “Belt and Road”. Idiosyncratic risk is the possible transmission path of silk connection affecting the performance of the “Belt and Road” cross-border M&A. The Belt and Road initiative has significant policy effects. Practice shows that with the “Belt and Road” initiative strongly supported by the Chinese government, it is still necessary for Chinese companies to improve their internal financial organization and build social capital for the “Belt and Road”, so as to lay the foundation for the successful implementation of cross-border M&A strategy in countries along the belt and road.

Key Words: the Belt and Road; financial sharing; silk connection; cross-border M&A performance; equity investment; executive background; idiosyncratic risk; enterprise internationalization