

并购溢价相关研究回顾与未来展望

孙明

(湖南大学工商管理学院, 湖南省长沙市, 410082)

摘要:近年来,我国企业高溢价并购愈演愈烈,同时其带来的风险也正不断积累并逐渐暴露,对企业经营、投资者财富及市场平稳运行均产生了严重的负面影响,针对我国并购溢价问题进行深入研究迫在眉睫。文章从并购溢价概念、并购溢价度量、并购溢价影响因素及其经济后果等四个方面对国内外相关文献进行了系统梳理与回顾,并进行了简要述评,指出了现有研究的不足及未来可能的研究方向与重点,对后续研究具有较大启示。

关键词:并购溢价;并购溢价度量;并购溢价影响因素;并购溢价经济后果

中图分类号: F272.3 **文献标识码:** A

0 引言

近年我国并购市场发展迅猛,并购规模大幅提升,据证监会按全市场口径统计,我国上市公司并购重组规模已由2013年的8892亿元增至2016年的2.39万亿,年均增长41.14%,高居世界第二。但与此同时,我国企业并购中存在的问题也愈发凸显,特别是愈演愈烈的高溢价并购饱受市场质疑,新华社发布的《新华—上普中国资本市场并购指数报告》显示,2014至2016年我国并购年均溢价水平分别为1.86、1.94和11.38,远超西方发达市场30-50%的一般水平(Simonyan, 2014)^[1],而且溢价几十倍、上百倍的并购交易也频频发生。随着并购整合的推进,高溢价带来的风险不断累积并逐渐显现,近年频频爆出的上市公司商誉减值就是最好的例证,往往大量吞噬公司利润,甚至导致巨额亏损、股价暴跌。然而,市场上高溢价并购情绪依然高涨,与溢价并购的恶劣后果形成了鲜明对比。因此,有必要对我国的并购溢价问题展开深入研究。

学术界对并购及溢价现象关注已久,并取得了丰硕成果。本文拟聚焦并购溢价,从并购溢价概念、并购溢价计量、并购溢价影响因素及其经济后果等四个方面对相关文献进行系统梳理与回顾,以期发现现有研究的不足,发掘未来研究的方向与重点、丰富并购溢价相关研究,为企业并购及溢价决策、并购风险管理提供较有价值的参考。

1 并购溢价概念

并购溢价是一个简单的相对概念,可从溢价绝对量和溢价相对水平两个角度来理解。从溢价绝对量视角来看,现有研究普遍认为并购溢价是并购交易金额与并购标的内在价值的差额(姜英兵, 2014)^[2],即并购交易过程中收购方支付的价款超过标的实际价值的部分,反映并购溢价的绝对金额大小;从相对水平视角来看,并购溢价水平则是指并购交易价格与并购标的内在价值的差额与标的内在价值的比值(Haunschild, 1994)^[3],以此反映并购溢价的相对水平高低,但现有文献并未从这两个角度对并购溢价概念进行严格区分,并购溢价既指溢价金额也指溢价程度。另外,还可以基于并购双方视角理解并购溢价。从收购方来看,并购溢价为正,则意味着并购成本高于标的价值,因此并购溢价对收购公司及其股东而言是一种额外成本,而从目标公司及其股东角度来说,并购溢价则意味着一种超额收益(Alexandridis, 2013)^[4]。可见,从这一辩证角度阐释并购溢价更能清晰地认识并购溢价的本质及其对并购双方可能产生的影响。

随着研究的深入,学者们还对并购溢价进行了多种分类。首先,基于并购过程,Eckbo(2009)^[5]将并购溢价分为初始报价溢价与最终成交溢价;其次,根据并购溢价组成成分,

李彬（2015）^[6]将其分为控制权转移溢价与资产评估溢价；此外，Madura 和 Ngo（2010）^[7]、Bessler 和 Schneck（2016）^[8]则采用回归拟合的方法将并购溢价分为预期溢价（或协同效应）和超额溢价，以区分并购溢价合理与否。现有文献说明，并购溢价本质上是并购的额外成本，其有一定的合理性但同时也包含较多不合理的成分即为溢价泡沫，但在以往大多研究并未对并购溢价进行分解。

2 并购溢价度量

并购溢价度量是开展相关实证研究的首要问题。在最初无法获得交易价格等数据的情况下，学者们多以目标公司股票在并购公告前后的超额累计收益作为并购溢价的替代变量（Ecobok, 2009; Alexandridis, 2013）^[4,5]。目前，公司并购信息披露不断完善为获取有关数据提供了便利，相关文献普遍采用并购溢价相对比率作为溢价程度的衡量指标。基于价值比较基础的不同，并购溢价计算方法可分为两种（Bozos et al., 2014）^[9]：一种基于目标公司股票市场价值（Market Value）（称为“市场价值法”），另一种则基于净资产账面价值（Book Value）（称为“账面价值法”）。股票价格具有前瞻性，能有效反映标的的经营状况、市场投资者预期，但同时还可能包含并购事件内幕知情者买卖标的股票引起的股价波动。因此，利用市场价值法计算并购溢价时会对目标公司股价进行平均化处理以减少其他因素对股价的影响，计算公式见式（1）。

$$MV_Premium = \frac{(\text{交易价格} - \text{并购公告前4周标的的平均市值})}{\text{并购公告前4周标的的平均市值}} \quad (1)$$

然而，我国资本市场发展尚不完善，并购市场中的目标公司也多为非上市公司，没有公开交易的股价数据，加之我国股市壳资源稀缺，上市公司一般不会被收购，同时内幕交易较多、二级市场投机性较强，而且并购交易多以协议转让方式完成，并购定价也多以净资产为谈判基础，因此市场价值法在我国市场适用性较差。为此，我国学者（陈仕华和卢昌崇，2013；姜英兵，2014；陈仕华和李维安，2016）^[2,10,11]多采用账面价值法计算并购溢价，计算方法见式（2）。虽然净资产账面价值相比并不是一个衡量目标公司经济价值的完美指标，据此计算出的并购溢价也具有时滞性，但账面价值法却是在我国市场现实条件制约下的一种更为可取、可靠且适用的方法。

$$BV_Premium = \frac{(\text{交易价格} - \text{标的净资产账面价值})}{\text{标的净资产账面价值}} \quad (2)$$

3 并购溢价影响因素

3.1 并购溢价动因

并购溢价动因是溢价产生的内在机理。现有研究认为并购溢价动因主要有四点：协同效应、控制权市场竞争、委托代理与过度自信。协同效应动因认为，两个相互独立的企业主体通过并购结合一体，合并主体的价值大于两个独立主体的价值之和，从而产生价值增值即为并购协同收益，协同收益越大，并购溢价理应越高，为并购溢价构建了合理性基础（Nielsen and Melicher, 1973）^[12]，但较高溢价会造成过度支付，侵蚀协同收益，甚至使收购公司陷入“协同效应陷阱”（Sirower, 1997）^[13]。控制权市场竞争动因认为，在并购交易过程中多个竞购者的存在会加剧对目标公司控制权的竞争，收购公司为赢得并购竞赛不得不支付较高的溢价，可能因过度支付而使其遭受“赢家诅咒”（Varaiya 和 Ferris, 1987）^[14]。代理动因认为在代理冲突驱使下，管理层往往为构建经济帝国、提高自身权利、声誉及薪酬而滥用公司自由现金流，不顾成本地进行并购扩张，导致并购溢价较高、并购效率低下（Jensen, 1986）^[15]。过度自信动因则基于管理层非理性视角认为，过度自信的管理层往往狂妄自大，并在并购过程中高估并购收益和目标公司价值、低估相关风险，从而支付较高溢价（Roll, 1986）^[16]。上述四种动因分属不同层面（陈仕华和卢昌崇，2013）^[10]（见表1），已成为并购溢价相关研究的重要理论基础，但实证研究对协同效应动因仅提供了微弱证据（Nielsen and Melicher, 1973）^[12]，但对于其他三者则给予了较多的证据支持（Hayward 和 Hambrick,

1997; Mueller 和 Sirower, 2003)^[17, 18]。

表 1 并购溢价动因所属层面

所属层面	市场层面	公司层面	高管层面	
溢价动因	控制权市场竞争	协同效应	委托代理	过度自信

3.2 并购溢价影响因素

以并购溢价动因为基础,学者们从多个角度探究了并购溢价的影响因素,表明并购溢价影响因素具有多样性和复杂性,综合来看可将其分为并购交易特征、并购双方公司特征、双方高管特征及宏观层面因素等类别。

3.2.1 并购交易特征

并购交易特征反映了并购交易过程中的多种特有因素,其中较多因素会对并购溢价高低产生影响,如并购价款支付方式、是否存在多个竞购公司、是否聘请财务顾问、并购类型、敌意并购、并购方式等。Eckbo (2009)^[5]以美国 1980-2002 年并购数据进行的实证检验发现与现金交易相比,以股票作为支付手段的并购交易溢价水平要高得多,并认为通常收购方是为了利用自身被高估的股票而选择以股票支付;葛伟杰等 (2014)^[19]利用我国上市公司 2008-2011 年的并购样本也得到了类似的结论。Bradley et al. (1988)^[20]对并购交易中存在多个竞买方的交易过程进行了理论分析,并采用 1963-1984 年美国的并购交易数据进行了实证检验,研究证实多个收购方对于目标公司控制权的竞争提高了并购溢价。Haunschild 和 Miner (1997)^[3]认为财务顾问能够帮助公司识别目标公司价值,提高其决策质量并缓解并购双方之间的信息不对称,从而降低并购溢价,并利用美国 1986-1993 年公司并购数据给出了实证证据;Haleblian et al. (2011)^[21]以 1994-2005 年美国银行业的并购样本实证研究也发现并购财务顾问的经验以及专业能力有助于降低并购溢价。Flanagan 和 O'Shaughnessy (2003)^[22]研究认为相关并购与非相关并购相比能产生更大的协同效应,降低整合难度和并购失败风险,因此收购公司愿意支付较高的并购溢价,以美国 1986-1995 年制造业公司并购样本实证验证了这一观点。Schwert (2000)^[23]以美国 1975-1996 年并购事件为样本,研究认为敌意收购加剧了目标公司管理层防御并使其进行更积极的谈判,从而要求更高的并购溢价。Bates 和 Lemmon (2003)^[24]认为要约收购往往发生在敌意并购中,并能减少协议合并可能产生的协商成本,从而要约收购的并购溢价比协议合并的要高,以美国市场 1989-1998 年的并购样本对此进行了验证;Eckbo (2009)^[5]得到了较为一致的结论,并认为协议合并的谈判能避免搭便车的问题,有利于发掘标的价值。综上可见,并购交易本身的很多特征会对并购溢价产生重要的影响。

3.2.2 并购双方公司特征

并购双方公司特征往往与并购动机、并购交易特征、协同效应实现、并购整合难度等诸多因素有关,从而对并购溢价的产生极其高低有着重要的影响。Walkling and Edmister (1985)^[25]构建了一个包含债务、营运资本、有关评估变量及谈判能力等多种因素的“并购溢价模型”,利用美国 1972-1977 年的有关数据研究发现,并购溢价与目标公司资产负债率、估值水平(市值账面比)及收购公司并购前持有目标公司股票数量显著负相关,而与收购公司通过并购获得目标公司控制权显著正相关,从而认为目标公司债务融资能力、超额流动性、股票被低估的程度及目标公司对并购的抵抗有利于提高并购溢价,而收购公司谈判能力则降低了并购溢价。Varaiya (1987)^[26]的提出的并购溢价影响因素分析框架认为并购溢价的高低与收购方预期并购收益和目标企业的谈判能力有关,利用美国 1975-1980 年的并购样本实证研究表明并购溢价与目标公司谈判能力显著性较强,而预期并购收益对溢价水平的影响则较弱,管理协同效应并不明显。黄本多和干胜道 (2009)^[27]以 2001-2003 年我国上市公司的并购事件为样本,实证发现自由现金流较高的公司倾向于支付更高的并购溢价。Ismail (2011)^[28]以美国上市公司 1985-2004 年的并购数据研究发现目标公司规模较大、增长潜力较大、并

购前经营业绩较好时,收购方会支付更高的并购溢价。Haleblian et al. (2011)^[21]以 1994-2005 年美国银行业的并购样本检验了收购公司成长性与并购溢价之间的关系,他们认为当收购方陷入内生成长性较差而需依靠外部并购来实现成长的“绝望成长”境遇时,收购方的并购意愿较为强烈,从而愿意支付较高的并购溢价。Svetina (2012)^[29]采用 1980-2005 年美国并购市场的数据,利用 PSM 方法对比了收购方为上市公司与非上市公司的并购溢价差别,实证结果表明上市公司支付的并购溢价较高,并认为原因是上市公司实施的主要是为了对重置资源以追求协同效应的“战略并购”,而非上市公司的并购多是其他目的。Dionne et al. (2015)^[30]利用美国 1990-2007 年的并购数据,探究了多个并购方之间的信息不对称对并购溢价的影响,认为目标公司大股东具有更多的信息优势,能减少收购方与目标方之间的信息不对称性,从而支付较低的并购溢价;同时目标公司的股价上涨趋势、并购前绩效与并购溢价正相关,目标公司与收购公司的相对大小与并购溢价显著负相关。综上,可见收购公司和目标公司各自特征及二者相对特征都会影响并购溢价的高低。

3.2.3 收购公司高管特征

管理层是公司并购行为的决策主体,是并购溢价决策的实际执行者,对溢价高低有着极为重要的影响,收购公司管理层代理冲突、过度自信得到了学者们的重点关注。Shleifer 和 Vishny (1989)^[31]基于代理理论提出的“管理层防御模型”认为并购是管理层为了追求职位、薪酬、权利及决策自由等个人利益而进行防御的重要手段,而不顾交易成本、牺牲股东利益,说明代理冲突是导致并购溢价的重要原因。Jaggi 和 Dorata (2006)^[32]利用美国 1994-1998 年间的并购样本,研究表明并购溢价与 CEO 并购前后的货币薪酬差额显著正相关,当 CEO 持有股票及公司规模收缩时,二者关系会有所减弱,说明当 CEO 薪酬与股东利益一致时,他们会在溢价谈判方面加倍努力。Hayward and Hambrick (1997)^[17]采用美国 1989-1992 年的并购事件实证研究证实了过度自信动因,表明 CEO 过度自信程度与并购溢价显著正相关,同时董事会监督机制的缺失(如较高的内部董事比例、两职兼任)加剧了二者关系。Kind and Twardawski (2016)^[33]利用美国 1980-2014 年间的并购数据,从董事会过度自信的视角也证明高管过度自信提升了并购溢价。Levi (2014)^[34]从性别视角以标准普尔(S&P) 1500 公司的并购事件为样本研究认为,女性董事过度自信心理及构建经济帝国的动机较弱,从而较少发起并购同时也支付了较低的并购溢价,每增加一位女性董事会减少 15.4%的并购溢价。此外,还有学者从管理层组织间关系视角进行了相关研究。Haunschild (1994)^[3]利用 1986-1993 年美国上市公司的并购样本检验了董事联结对并购溢价的影响,研究发现并购溢价与联结企业并购支付的并购溢价显著正相关,在不确定性较大时联结企业的影响更为明显。陈仕华和卢昌崇 (2013)^[10]基于组织间模仿理论,利用 2004-2007 年间我国 A 股上市公司并购事件为样本,研究证实管理层模仿行为的确存在于企业并购溢价决策中,得到了与 Haunschild (1994)^[3]类似的结论。陈仕华和李维安 (2016)^[11]以我国上市公司 2004-2011 年的并购数据研究发现认为管理层在进行溢价决策时除过度自信外,还存在锚定效应的非理性特征,而且内在锚和外在锚对并购溢价决策均有显著影响。可见,收购公司管理层的多种特征都会对并购溢价决策产生作用,影响着并购溢价的高低。

3.2.4 宏观层面因素

除上述交易、公司及高管等微观层面影响因素外,少量研究也关注了行业特征、国家经济状况和相关制度等宏观因素对并购溢价的影响,而且大多基于目标公司角度。Rossi 和 Volpin (2004)^[35]利用 49 个国家和地区 1990-2002 年的并购数据考察了目标公司所在国家和地区的投资保护水平对并购溢价的影响,发现国家和地区投资者保护程度越强,并购溢价越高。Bozos et al. (2014)^[9]以欧盟 2000-2011 年并购事件为样本,从国际财务报告准则(IFRS)采用视角探究了目标公司所处国家的制度因素对并购溢价的影响,认为 IFRS 在欧盟的普遍采用提高了并购双方财务信息的可比性和信息透明度,从而降低并购溢价,特别是当目标公司所处国家被强制采用 IFRS、原国家会计准则与 IFRS 差距较大时更为明显。Madura et al.

(2012)^[36]认为一些行业或经济因素会提高行业发展前景、增加协同效应预期和对相关目标公司的需求,以美国 1986-2007 年的并购样本研究发现目标公司所属行业的增长率越高、行业研发投入越多、行业集中度越高、行业绩效分散度越低,并购溢价就越高,而放松天然气与金融等行业的管制则显著降低了并购溢价,同时,社会资本流动性、GDP 增长率波动也与并购溢价显著正相关,从而使得企业并购溢价随着时间与行业而变动。我国学者温日光(2015)^[37]则利用中国企业 1992-2013 年的并购事件(包括国内和海外并购),探究了国家风险观念对并购溢价的影响,以权力距离、不确定性规避程度和集体主义倾向及三者组合来度量国家风险观念,研究发现目标公司所在国家的风险观念越强、风险规避程度越高,溢价水平就越低。

综合上述对并购溢价影响因素相关文献的梳理和回顾,可以看出并购交易、双方公司及其高管等层面的众多因素都会影响并购溢价,从而使溢价决策充斥着不确定性,并购溢价合理性有待考量。将并购溢价影响因素及各自影响分类归纳如表 2 所示。

表 2 并购溢价影响因素

所属类别	并购交易特征	并购双方公司特征	收购公司高管特征	宏观层面因素
具体因素	现金支付 (-) 存在多个竞购方 (+) 聘请财务顾问 (-) 财务顾问经验与专业能力 (-) 相关并购 (+) 敌意收购 (+) 要约收购 (+)	<u>目标公司特征:</u> 债务融资能力 (+) 超额流动性 (+) 股票低估程度 (+) 对并购的抵抗 (+) 溢价谈判能力 (+) 增长潜力 (+) <u>收购公司特征:</u> 溢价谈判能力 (-) 自由现金流量 (+) 成长性 (-) 是否为上市公司 (+) <u>双方相对特征:</u> 信息不对称程度 (+) 相对规模大小 (-)	管理层防御 (+) CEO 薪酬与股东利益一致性 (-) CEO 过度自信 (+) 董事会过度自信 (+) 女性董事 (-) 董事联结 高管决策模仿行为 锚定效应非理性特征	<u>多为目标公司视角:</u> 投资者保护水平 (+) IFRS 的采用 (-) 行业增长率 (+) 行业研发投入 (+) 行业集中度 (+) 行业绩效分散度 (-) 放松行业管制 (-) 社会资本流动性 (+) GDP 增长率波动 (+) 国家风险观念 (-)

4 并购溢价经济后果

并购溢价反映了并购交易的直接成本,对并购交易成败及并购的效率和效果具有极为重要的作用。并购溢价经济后果也是学者们关注的重点问题,较高的并购溢价毫无疑问会为目标公司原股东带来超额收益,因此学者们大多从收购公司角度考察并购溢价的影响,而且集中在财务绩效、短期市场反应及长期股票收益等公司业绩与股东财富层面,少量学者也从并购交易完成率视角进行了研究。

4.1 并购交易完成率

理论上,并购溢价越高,目标公司股东卖出标的的可能性越大;但对收购公司来说,并购溢价意味着额外成本,因此很可能降低其并购意愿。基于并购交易完成率视角,Officer(2003)^[38]利用美国 1988-2000 年的并购样本实证研究发现,并购溢价与并购交易成功率显著正相关,即较高溢价提高了并购交易完成的可能性,使收购公司赢得竞争并购。但温日光(2015)^[37]基于中国企业 1992-2013 年的并购事件(包括国内和海外并购)实证检验却发现并购溢价在国家风险规避观念与并购交易完成率之间存在中介效应,较高并溢价降低了交易完成率。可见,并购溢价可能会对并购交易完成可能性产生不同方向的影响,这在理论上也是合理的。

4.2 收购公司财务绩效

并购溢价不论能否带来协同效应,均会在公司业绩上有所体现。从收购公司财务绩效视角,Healy et al. (1997)^[39]研究了美国 1979-1984 年的并购公司现金流绩效发现,虽然并购后公司的现金流绩效在并购后的 10 年里明显高于行业中值,但考虑支付的溢价后,其现金流绩效则明显低于行业水平。Krishnan et al. (2007)^[40]探究了并购溢价对收购公司财务绩效的影响机制,以美国 1992-1998 年的并购交易检验发现,并购后 2 至 3 年间在并购中支付的较高溢价会引发公司为缩减成本开支而大量裁员,但进一步会导致公司业绩下降。黄本多和干胜道 (2009)^[27]利用我国上市公司 2001-2003 年的并购数据,实证研究认为,由于代理成本的存在,自由现金流较高但成长性较差的公司,在并购中支付高溢价是导致其并购后绩效大幅下滑的直接客观原因。

4.3 收购公司短期市场反应

利用事件研究法考察并购绩效是现有文献的普遍做法之一,通过检验并购溢价对收购公司并购公告前后的短期市场反应可以看出市场投资者对溢价并购效果的预期。Grullon et al. (1997)^[41]通过对 1979-1984 年美国上市公司并购事件检验发现收购公司股票公告期内超额累计收益显著为负,而且向目标公司支付的并购溢价越高,累计收益越低。Mueller 和 Sirower (2003)^[18]利用 1978-1990 年的美国并购样本也得到了类似的结论,并发现每支付 1 美元溢价就会损害约 1 美元的股东价值。Darrough et al. (2016)^[42]采用美国上市公司 2003-2014 年的并购样本同样也发现并购溢价对收购公司股票公告期内的超额累计收益造成了消极的影响。而 Diaz et al. (2009)^[43]以欧盟公司 1995-2004 年的并购事件检验却发现并购溢价与收购公司股票公告期内的超额累计收益存在倒 U 型关系,当并购溢价超过阈值 (21%) 时则产生负面作用,虽然与前述几位学者的结论有所差别,但同样也表明较高的并购溢价会损害收购公司价值。

4.4 收购公司长期股票收益

并购溢价对并购成败有着极为重要的影响,对公司股票基本面会产生深远的影响,投资者在并购后也会依据收购公司业绩表现逐渐判断并购的效率和效果,并进而调整股价预期,导致相关股票持有收益波动。因此,考察并购后收购公司股票的长期持有收益也是检验并购效果和溢价合理性的重要方法。基于这一视角,Hayward 和 Hambrick (1997)^[17]以美国上市公司 1989-1992 年的并购事件为样本,研究认为收购公司股票并购后一年的超额累计收益显著为负,并且并购溢价越高,超额累计收益越低。Sirower (1997)^[13]认为并购溢价会抵消并购协同收益,过高的并购溢价会使公司陷入“协同效应陷阱”,通过检验美国 1979-1990 年的公司并购,发现 2/3 并购损害了收购公司股东价值,而且随着时间的推移,股东收益呈逐渐下降趋势,至并购后第 4 年平均下降约 20%。Mueller 和 Sirower (2003)^[18]也探究了并购溢价对公司长期股票收益的影响,发现并购溢价会降低公司股票收益、侵害股东价值,并购 2 年后 1 美元溢价会导致股东财富损失约 2.48 美元。Abhyankar et al. (2005)^[44]利用构建基准投资组合的方法,以英国公司 1985-2000 并购数据检验认为并购后三年内,总体上收购公司的股票收益与基准投资组合收益的差异并不明显,但支付较高溢价会使前者低于后者。

综合以上并购溢价经济后果文献可以看出,大量学者较为一致地认为较高并购溢价往往意味着过度支付,会导致并购投资效率下降,降低收购公司并购后业绩,并对公司股票收益产生消极的影响,损害公司价值及其股东财富。对并购溢价经济后果的相关研究总结如表 3。

5 简要述评与研究展望

上述内容对并购溢价相关文献进行了系统梳理和回归,可见学者们在并购溢价概念、并购溢价度量、并购溢价影响因素及其经济后果等方面展开了大量研究,并取得了丰硕成果,对认识并购溢价本质、指导公司并购溢价决策及开展后续研究都具有重要的参考价值。但目前,并购溢价相关研究仍然存在一些不足之处,值得后续学者进行更为深入的研究,主要体现在以下方面:

表3 并购溢价经济后果

研究视角	学者文献	样本国度与期间	检验窗口	主要结论
交易成功率	Officer(2003)	美国 (1988-2000)	--	较高溢价提高并购交易完成的可能性。
	温日光 (2015)	中国 (1992-2013)		较高并溢价降低了交易完成率。
财务绩效	Healy et al. (1997)	美国 (1979-1984)	并购前5年至 后10年	并购溢价降低了收购公司现金流绩效。
	Krishnan et al. (2007)	美国 (1992-1998)	并购后2年至 3年	较高溢价引发公司大量裁员,进一步会导致公司业绩下降。
	黄本多和干 胜道(2009)	中国 (2001-2003)	并购当年至 后3年	并购溢价是自由现金流较高但成长性较差的公司并购绩效下滑的直接客观原因。
短期市场 反应	Grullon et al. (1997)	美国 (1981-1990)	公告前1天至 后1天	并购溢价越高,超额累计收益越低。
	Mueller 和 Sirower (2003)	美国 (1978-1990)	公告前5天至 后5天	每支付1美元并溢价会损害约1美元的 股东价值。
	Diaz et al. (2009)	欧盟 (1995-2004)	公告前20天 至后20天	并购溢价与收购公司超额累计收益存 在倒U型关系。
	Darrough et al.(2016)	美国 (2003-2014)	公告前0天至 后1天	高溢价造成了股东财富损毁。
长期股票 收益	Hayward 和 Hambrick (1997)	美国 (1989-1992)	并购后1年	并购溢价越高,收购公司股票并购后一 年的超额累计收益越低。
	Sirower (1997)	美国 (1979-1990)	并购后1年至 4年	2/3 并购损害了收购公司股东价值,较 高溢价导致“协同效应陷阱”。
	Mueller 和 Sirower (2003)	美国 (1978-1990)	并购后1年至 2年	并购2年后1美元溢价会导致股东财富 损失约2.48美元。
	Abhyankar et al.(2005)	英国 (1985-2000)	并购后1年至 3年	支付较高溢价导致收购公司的股票收 益明显低于基准投资组合收益。

第一,有关并购溢价的度量需要结合并购溢价成分及其合理性进行更为细致的研究。当前,学者们主要采用并购溢价率作为溢价程度的衡量指标,但极少有研究依据并购溢价成分及其合理性进行分解分析和检验。并购溢价可分解为多个成分,但不同影响因素对并购溢价各成分的作用不尽相同,例如哪些因素会影响并购中的控制权溢价、哪些因素会影响资产评估溢价等;另外,并购溢价有其合理成分也有非理性成分,两种成分产生的后果是有所差别的,然而很少有研究关注到这些问题。

第二,对并购溢价影响因素及其后果的研究应当继续深化与拓展。由上述文献可以看出,当前并购溢价相关研究主要集中在并购溢价因素方面,仍有扩展的空间,如并购溢价决策作为一种市场经济行为,除受高管、公司等因素外,还可能受其他市场参与方及政府的影响。而有关并购溢价经济后果的影响则主要集中在财务绩效、短期市场反应及长期股票收益等公司与股票基本面,但较少有研究进一步考虑并购溢价通过降低并购绩效、恶化股票收益而可能产生的衍生风险,如在面对较高溢价导致并购失败之后高管会采取怎样的应对措施、是否会出于保护自身利益而隐藏并购溢价风险消息等。

第三,我国学者对并购溢价问题关注较少,应立足本土实际展开“中国溢价”问题的研究。从前述文献可知,我国仅有少数学者针对并购溢价问题进行了研究,而且多是借鉴国外

的理论和实证设计,缺乏具有中国特色的研究。当前我国并购市场蓬勃发展,并购溢价也大幅提升,较高溢价的风险正不断积累并逐渐暴露,“中国溢价”问题的形成为开展我国本土化研究提供了前所未有的机遇,深化相关研究也是现实市场的迫切需要,有关学者应予以重视并付诸行动。

参考文献

- [1] Simonyan, K. What determines takeover premia: An empirical analysis[J]. Journal of Economics & Business, 2014, 75:93-125.
- [2] 姜英兵.双重政治联系与并购溢价——基于 2003--2012 年 A 股上市公司并购事件的实证研究[J].宏观经济研究,2014:63-71.
- [3] Haunschild, P. R. How Much is That Company Worth?: Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums[J]. Administrative Science Quarterly, 1994, 39(3):391-411.
- [4] Alexandridis, G., K. P. Fuller, L. Terhaar, et al. Deal size, acquisition premia and shareholder gains[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 20:1-13.
- [5] Eckbo, B. E. Bidding strategies and takeover premiums: A review[J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15(1):149-178.
- [6] 李彬.文化企业并购高溢价之谜:结构解析、绩效反应与消化机制[J].广东社会科学,2015:37-43.
- [7] Madura, J., and T. Ngo. CLUSTERED SYNERGIES IN THE TAKEOVER MARKET[J]. Journal of Financial Research, 2010, 31(4):333-356.
- [8] Bessler, W., and C. Schneck. Excess Takeover Premiums and Bidder Contests in Merger & Acquisitions: New Methods for Determining Abnormal Offer Prices[J]. Analysis of Large and Complex Data, 2016, :323-333.
- [9] Bozos, K., Y. C. Ratnaike, and M. Alshairi. How has the international harmonization of financial reporting standards affected merger premiums within the European Union?[J]. International Review of Financial Analysis, 2014, 31(1):48-60.
- [10] 陈仕华,卢昌崇.企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究[J].管理世界,2013:144-156.
- [11] 陈仕华,李维安.并购溢价决策中的锚定效应研究[J].经济研究,2016:114-127.
- [12] Nielsen, J. F., and R. W. Melicher. A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 1973, 8(2):159-162.
- [13] Sirower, M. L. The Synergy Trap :How Companies Lose the Acquisition Game[M]. Simon and Schuster, 1997.
- [14] Varaiya, N. P., and K. R. Ferris. Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner's Curse[J]. Financial Analysts Journal, 1987, 43(3):64-70.
- [15] Jensen, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American economic review, 1986, 76(2):323-329.
- [16] Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. Journal of Business, 1986, 59(2):197-216.
- [17] Hayward, M. L. A., and D. C. Hambrick. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris[J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(1):103-127.
- [18] Mueller, D. C., and M. L. Sirower. The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia[J]. Managerial & Decision Economics, 2003, 24(5):373-391.
- [19] 葛伟杰,张秋生,张自巧.支付方式,融资约束与并购溢价研究[J].证券市场导报,2014,1:40-47.
- [20] Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division

between the stockholders of target and acquiring firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 21(1):3-40.

[21] Halebian, J., J.-Y. Kim, and S. Finkelstein. When Firms Are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2011, 56(1):26-60.

[22] Flanagan, D. J., and K. C. O'Shaughnessy. Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums[J]. *Journal of Business Research*, 2003, 56(8):573-585.

[23] Schwert, G. W. Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?[J]. *Journal of Finance*, 2000, 55(6):2599-2640.

[24] Bates, T. W., and M. L. Lemmon. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(3):469-504.

[25] Walking, R. A., and R. O. Edmister. Determinants of Tender Offer Premiums[J]. *Financial Analysts Journal*, 1985, 41(1):27-37.

[26] Varaiya, N. P. Determinants of premiums in acquisition transactions[J]. *Managerial & Decision Economics*, 1987, 8(3):175-184.

[27] 黄本多, 干胜道. 自由现金流量、并购溢价与我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. *华东经济管理*, 2009, 23:139-143.

[28] Ismail, A. Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives?[J]. *Financial Management*, 2011, 40(4):879-910.

[29] Svetina, M. Managerial Motives in Mergers: Propensity Score Matching Approach †[J]. *Managerial & Decision Economics*, 2012, 33(7-8):537-547.

[30] Dionne, G., M. L. Haye, and A. S. Bergerès. Does asymmetric information affect the premium in mergers and acquisitions?[J]. *Canadian Journal of Economics/revue Canadienne Déconomique*, 2015, 48(3):819-852.

[31] Shleifer, A., and R. W. Vishny. Management entrenchment: The case of manager-specific investments[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(1):123-139.

[32] Jaggi, B., and N. T. Dorata. Association between Bid Premium for Corporate Acquisitions and Executive Compensation[J]. *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 2006, 21(4):373-397.

[33] Kind, A., and T. Twardawski. Board overconfidence in mergers & acquisitions: A self-attribution bias[R]. : Department of Economics, University of Konstanz, 2016.

[34] Levi, M., K. Li, and F. Zhang. Director gender and mergers and acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 28(C):185-200.

[35] Rossi, S., and P. F. Volpin. Cross-country determinants of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 74(2):277-304.

[36] Madura, J., T. Ngo, and A. M. Viale. Why do merger premiums vary across industries and over time?[J]. *Quarterly Review of Economics & Finance*, 2012, 52(1):49-62.

[37] 温日光. 风险观念、并购溢价与并购完成率[J]. *金融研究*, 2015:191-206.

[38] Officer, M. S. Termination fees in mergers and acquisitions[J]. *Journal of Financial economics*, 2003, 69(3):431-467.

[39] Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback. Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?[J]. *Sloan Management Review*, 1997, 38(4):45-57.

[40] Krishnan, H. A., M. A. Hitt, and D. Park. Acquisition Premiums, Subsequent Workforce Reductions and Post - Acquisition Performance[J]. *Journal of Management Studies*, 2007, 44(5):709-732.

[41] Grullon, G., R. Michaely, and I. Swary. Capital Adequacy, Bank Mergers, and the Medium of Payment[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1997, 24(1):97-124.

- [42] Darrough, M. N., R. Huang, and E. Zur. Acquirer Internal Control Weaknesses in the Market for Corporate Control[J], 2016.
- [43] Díaz, K. B. D., S. S. Azofra, and C. L. Gutiérrez. Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns[J]. Quarterly Journal of Finance & Accounting, 2009, 48(3):5-21.
- [44] Abhyankar, A., K. Ho, and H. Zhao. Long-run post-merger stock performance of UK acquiring firms: a stochastic dominance perspective[J]. Applied Financial Economics, 2005, 15(10):679-690.

Merger and Acquisition Premium: Literature Review and Future Research Prospects

Sun Ming

(Business School of Hunan University, Changsha, 410082)

Abstract: In recent years, the high premium Mergers and Acquisitions of Chinese companies have become increasingly fierce. At the same time, the risks that they bring are also accumulating and gradually exposed, which has had a serious negative impact on business operations, investor wealth, and stable market operations. Therefore, it is imminent to conduct in-depth research on the issue of M&A premium in China. The paper systematically combs and reviews the existing related literatures from the concept of M&A premium, the measurement of M&A premium, the influence factors M&A premium, and its economic consequences. It also provides a brief comment and points out the shortcomings of the existing research and possible future research directions, and has great implications for the future research on M&A premium issue.

Keywords: Merger and Acquisition Premium; Measurement of M&A Premium; Influence Factors of M&A Premium; Economic Consequences of M&A Premium

作者简介:孙明 (1989-), 湖南大学工商管理学院硕士研究生, 研究方向: 财务理论与实务、企业并购。