

# 企业战略对并购溢价的影响

赖斌慧<sup>1,2</sup>

(1. 闽南师范大学 商学院, 福建 漳州 363000;

2. 闽南师范大学 商务大数据分析与应用福建省高校重点实验室, 福建 漳州 363000)

**[摘要]** 企业并购是企业进行业务重组、资源配置的重要手段之一, 是企业战略的重要组成部分。并购方支付并购溢价在企业并购中是普遍现象。以2014—2017年中国上市公司实施的并购重组事件为研究对象, 检验企业战略对并购溢价的影响。研究发现: 中国企业多数为观望型战略, 进攻型战略、防御型战略较少; 企业战略对并购溢价具有显著影响, 并购方企业战略越激进, 在并购中支付的并购溢价就越低。在替换了企业战略的度量指标以及依据是否关联交易进行分组后, 该结论依然成立。笔者将战略管理理论应用于并购溢价, 以期丰富企业并购领域的研究。

**[关键词]** 企业战略; 企业并购; 并购溢价

**[中图分类号]** F 275.5 **[文献标识码]** A

**[文章编号]** 1008-889X (2018) 03-0077-08

## 一、引言

越来越多的公司运用并购作为业务重组、资源配置的重要方式, 以实现企业战略。但是, 现有关于并购绩效的研究成果表明并购的成功率并不高, 根据波士顿咨询集团、毕马威会计师事务所、麦肯锡咨询公司等的统计, 企业并购的失败率大约在50%—85%之间<sup>[1]</sup>。相关研究表明, 并购并不一定会为并购方股东创造价值, 至少部分是因为支付较高的并购溢价。并购溢价在并购实践是普遍现象。美国市场的平均并购溢价高达30%~50%; 溢价超过100%的并购案例也是屡见不鲜。<sup>[2]</sup>同花顺iFinD数据统计, 2010—2016年, 中国上市公司作为并购方的并购事件的年平均评估溢价率分别为81.16%、69.47%、134.62%、282.09%、709.42%、757.1%、968.11%。<sup>[3]</sup>2017年广东雪莱特光电科技股份有限公司在并购卓誉自动化时, 交易价格比经审计的净资产金额溢价超过11倍。<sup>[4]</sup>

并购溢价引起了专家学者的广泛关注, 他们从宏观因素、并购企业特征、并购标的特征、交

易特征等角度对并购溢价进行研究, 取得了丰富的研究成果。企业并购作为企业战略的组成部分之一, 应该服从于企业战略的需要并受其约束。那么, 并购溢价是否也受企业战略影响呢? 对这个问题的探讨能够更系统、更全面地剖析并购溢价的相关问题, 为企业并购实践活动提供参考, 丰富并购溢价研究成果。

## 二、理论分析与研究假设

《管理会计应用指引第100号——战略管理》定义“战略”为: 企业从全局考虑做出的长远性谋划, 企业战略是企业各种战略的综合; 根据不同的标准可以将企业战略分为不同的类型, 总体分为战略、业务单位战略和职能战略。<sup>[5]</sup>March将企业战略分为探索型战略、利用型战略。<sup>[6]</sup>Porter将企业战略分为总成本领先战略、差异化战略、目标集聚战略。<sup>[7]</sup>Miles等根据公司财务特征将企业战略分为防御型战略、进攻型战略以及介于两者之间的观望型战略。<sup>[8-9]</sup>Bentley等指出, Miles等的分类可以运用企业财务数据度量, 因而这种战略类型划分方法可以扩

**[收稿日期]** 2018-06-02

**[修回日期]** 2018-06-12

**[基金项目]** 福建省社会科学规划项目 (FJ2017X003)

**[作者简介]** 赖斌慧 (1976—), 男, 福建德化人, 讲师, 博士, 主要从事公司财务及产业经济研究。

大企业战略的研究范围。<sup>[10]</sup>而其他的战略分类只能通过访谈、调查等方法获取相关数据后进行分类,从而限制了它们的使用范围。

企业战略是影响投资决策的一个重要因素,它确定了企业的方向和目标、业务组合、资源配置,企业在不同的发展阶段有不同的发展战略。企业并购和重组,可以看作是为企业实现战略目标而采取的一种手段,并购通常被理解为企业扩张的一种战略。<sup>[11]</sup>企业并购作为企业实现战略的一种手段,与企业的战略紧密相连,必须被纳入企业战略的整体框架之中。企业战略是影响并购成功与否的关键因素之一。并购目标选择、企业价值评估、制定并购方案、并购定价、并购整合等并购活动会受到企业战略的影响。并购溢价是并购企业支付的对价中超过被并企业净资产价格的差额,因而受到支付价格的影响。

根据 Miles 等<sup>[8-9]</sup>的分类,进攻型战略的企业是创新型企业,他们不断开发新产品、开拓新市场,企业增长速度较大但业绩波动很大;由于增长迅速,加上业务变化较快,产品多样性、组织波动性较大。因此,进攻型战略企业需要在研发、市场营销等投入更多的资金,进而减少了其他方面可以投资的资金。Ittner 等研究发现进攻型企业比较容易因现金流不足而陷入财务危机<sup>[12]</sup>; Hambrick 发现进攻型企业的现金流比较少,其经营性现金流量显著低于防御型企业<sup>[13]</sup>。可以预见,进攻型企业在实施企业并购时,由于受到资金的限制,不愿意支付太高的溢价。综合上述分析,笔者认为,进攻型企业在并购中支付的溢价较低,防御型企业支付的溢价则较高。因此,笔者提出研究假设:

H1: 并购方企业战略越激进,并购溢价水平越低。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择

笔者以国泰安数据库 (CSMAR) 中首次公

告日在 2014 年 1 月 1 日—2017 年 12 月 31 日范围内发生的并购重组事件作为初始样本。在此基础上,参照其他学者已有研究的处理方法,按如下标准对初始样本进行筛选和剔除:

- (1) 上市公司在交易中的地位为“买方”;
- (2) 交易最终是成功的;
- (3) 数据库中的重组类型包括:资产收购、资产剥离、资产置换、吸收合并、要约收购、股权转让等 8 种类型,根据研究目的选择资产收购、吸收合并、要约收购 3 种类型;
- (4) 剔除金融行业上市公司样本;
- (5) 剔除相关指标数据缺失的样本;
- (6) 剔除并购方是 ST 类上市公司的样本;
- (7) 剔除溢价率异常的样本,以避免极端值的影响。

经过上述筛选和剔除,最终选取 3 252 个样本。数据利用 Excel、SPSS 进行整理和分析。

#### (二) 变量及模型

1. 核心自变量:企业战略。笔者参照 Bentley 等<sup>[10]</sup>、Higgins 等<sup>[14]</sup>的研究,选择 6 个变量来度量企业战略:(1) 企业创新性:与防御型企业相比,进攻型企业更富有创新性,愿意对研发进行更多的投资。(2) 组织效率:相对于防御性企业,进攻型企业较少关注组织效率,经营效率较低,因此,相同营业收入所需的员工更多,即人均营业收入较低。(3) 企业成长性:由于进攻型企业在研发、市场等有较多的投资,他们拥有更多的成长机会,因而具有更高的成长性。(4) 市场扩张性:进攻型企业倾向于提高其市场占有率,而这需要在客户关系等投入更多的资金,表现为较高的销售费用、管理费用。(5) 组织稳定性:与防御型企业相比,进攻型企业的业务、能力、制度、员工构成等变化较大,导致其组织稳定性更弱、员工的雇佣期更短。(6) 资本密集性:进攻型企业通常会加强人力资本的投资,防御型企业一般会更多投资于固定资产而具有较高的固定资产比重。具体变量定义见表 1。

表1 企业战略度量指标

| 变量    | 变量定义              |
|-------|-------------------|
| 企业创新性 | 当年研发支出占营业收入的比重    |
| 组织效率  | 人均营业收入            |
| 企业成长性 | 营业收入的增长率          |
| 市场扩张性 | 销售费用和管理费用占营业收入的比重 |
| 组织稳定性 | 5年员工人数的标准差        |
| 资本密集性 | 固定资产占总资产的比率       |

参考 Bentley 等<sup>[10]</sup>的方法，笔者对上述6个变量都计算前5年的算术平均值。对于前面5个变量，在每一年按证监会《上市公司行业分类指引（2012）》的每一门类从小到大分成5组，第一组赋值1分，第二组赋值2分，以此类推，第五组赋值5分。第6个变量资本密集性则相反，第一组赋值5分，第二组赋值4分，第五组赋值1分。每一年每一企业6个变量的得分相加就得到“企业一年度”的战略得分，分值范围在6—30之间。参考 Bentley 等<sup>[10]</sup>、Higgins 等<sup>[14]</sup>的方法，6—12分是防御型战略的企业，13—23分是观望型战略的企业，24—30分是进攻型战略的企业。分值越小，表明企业战略趋向于保守，实施防御型战略；分值越大，表明企业战略趋向于激进，实施进攻型战略。

2. 因变量：并购溢价。国外学者研究中常用的并购溢价度量方法为：并购溢价 = （每股收购价格 - 每股市值）÷ 每股市值，这种方法主要适用于以上市公司为目标方的并购。在中国的并购市场，目标方多数不是上市公司，没有活跃的市场以获得市值的相关信息，使上述方法不适用。我国学者孙淑伟等<sup>[15]</sup>、葛伟杰等<sup>[16]</sup>根据中国并购市场的情况，以交易价格超过净资产的部分衡量并购溢价。笔者亦采用这种方法，即溢价率（premium rate）= （买方支付价格 - 目标方净资产）÷ 目标方净资产。

3. 控制变量。根据其他学者已有的研究成果，笔者选取以下变量作为控制变量：

（1）并购方规模（Msize）：并购企业总资产的自然对数。程敏研究认为并购公司规模与溢价率成反比，<sup>[17]</sup>而葛伟杰等发现并购公司规模与溢价率成正比<sup>[16]</sup>。因此，并购企业规模可能影响并购溢价。

（2）标的方规模（Tsize）：根据 Rossi 等<sup>[18]</sup>、徐信忠等<sup>[19]</sup>的研究，标的方的规模与并购溢价相关。

（3）标的相对规模（Rsize）：Hayward 等发现并购标的与并购公司的相对规模对并购溢价产生直接或间接的影响<sup>[20]</sup>。

（4）并购企业盈利水平：Gondhalekar 等研究发现，并购方在并购前一年的经营业绩会影响管理层的自信程度，增强或降低其自大倾向，并影响并购溢价<sup>[21]</sup>。

（5）并购企业成长性：Kim 等<sup>[22]</sup>、朱宝宪等<sup>[23]</sup>发现企业成长性可能影响并购溢价。

（6）并购企业现金流量：Hayward 等<sup>[20]</sup>、黄本多等<sup>[24]</sup>等研究表明并购公司现金流与并购溢价存在正相关关系。

（7）并购企业股权集中度：吴联生等发现，大股东有权参与公司经营管理并行使监督权，特别是包括并购在内的公司重大事项，大股东参与公司经营管理以及监督能够限制管理层在并购中支付较高的并购溢价<sup>[25]</sup>。

（8）并购企业独立董事比例：Gondhalekar 等研究认为，董事会中独立董事比例越高，越能发挥其对管理层的监督作用，进而更好地减少高管的自大倾向<sup>[21]</sup>。

（9）并购企业董事长与总经理是否兼任：王克敏等指出，如果总理由董事长兼任，会提高高管的控制权，降低董事会对总经理的监督<sup>[26]</sup>。

（10）并购企业管理层持股比例：Bargeron 等的研究发现，管理层持股和并购溢价高低有关<sup>[27]</sup>。

具体变量定义如表2所示。

表 2 变量定义

| 变量       | 变量定义                                    |
|----------|---|
| premium  | 并购溢价率                                   |
| Strategy | 企业战略得分，范围 6－30，数值越大表明越激进                |
| Msize    | 并购企业规模，并购企业 t－1 年总资产的自然对数               |
| Tsize    | 标的规模，标的方 t－1 年账面价值的自然对数                 |
| Rsize    | 并购相对规模，t－1 年标的方账面价值除以并购方公司资产            |
| ROA      | 度量并购企业盈利水平，并购企业 t－1 年总资产利润率             |
| IR       | 度量并购企业成长性，并购企业 t－1 年的营业收入增长率            |
| Cash     | 并购企业现金流量，并购企业 t－1 年企业自由现金流量与总资产的比值      |
| First    | 度量股权集中度，并购企业 t－1 年第 1 大股东持股比例           |
| IDR      | 独立董事比例，并购企业 t－1 年独立董事占董事会人数的比例          |
| Dual     | 并购企业董事长与总经理是否兼任，董事长与总经理同一个人 为 1，不同一个为 0 |
| MBO      | 并购企业 t－1 年的管理层持股比例                      |

4. 数学模型。为研究企业战略是否影响并购溢价，笔者构建如下数学模型对假设 1 进行检验：

$$Premium = \beta_0 + \beta_1Strategy + \beta_2Msize + \beta_3Tsize + \beta_4Tsize + \beta_5ROA + \beta_6IR + \beta_7Cash + \beta_8IDR + \beta_9Fivst + \beta_{10}Dual + \beta_{11}MBO + \varepsilon \quad (1)$$

公式（1）中，ε 为随机项，其他各变量的含义如表 2 所示。

（三）描述统计分析

各变量的描述统计分析结果见表 3。如表 3 所示，所有样本的企业战略得分平均数为 17.86，标准差为 3.61，说明不同企业之间的战略得分差异较大，这与王化成等<sup>[28]</sup>的研究结论基本一致。表 4 统计了不同年份各战略类型的样本分布情况，从表 4 可以发现，防御型样本和进攻型样本在总体上数量相差不大，但数量较少，而观望型战略占了全部样本的 87%，表明我国大部分企业是观望型战略。

表 3 变量描述性统计

| 变量       | N     | 最小值   | 最大值    | 平均数   | 标准差   |
|----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Premium  | 3 252 | -0.92 | 285.79 | 5.96  | 16.74 |
| Strategy | 3 252 | 7     | 30     | 17.86 | 3.61  |
| Msize    | 3 252 | 17.78 | 29.07  | 22.13 | 1.25  |
| Tsize    | 3 252 | 8.58  | 24.33  | 17.73 | 1.97  |
| Rsize    | 3 252 | 0.00  | 7.35   | 0.08  | 0.37  |
| ROA      | 3 252 | -0.41 | 0.46   | 0.04  | 0.05  |
| IR       | 3 252 | -0.92 | 167.65 | 0.44  | 4.26  |
| Cash     | 3 252 | -2.41 | 1.03   | 0.00  | 0.13  |
| IDR      | 3 252 | 0.25  | 0.71   | 0.38  | 0.05  |
| First    | 3 252 | 0.02  | 0.85   | 0.34  | 0.14  |
| Dual     | 3 252 | 0     | 1      | 0.29  | 0.45  |
| MBO      | 3 252 | 0.00  | 0.89   | 0.15  | 0.20  |

表4 样本分布情况

| 年度   | 防御型 | 观望型   | 进攻型 | 合计    |
|------|-----|-------|-----|-------|
| 2014 | 48  | 588   | 52  | 688   |
| 2015 | 82  | 865   | 50  | 997   |
| 2016 | 47  | 714   | 56  | 817   |
| 2017 | 35  | 671   | 44  | 750   |
| 合计   | 212 | 2 838 | 202 | 3 252 |

四、实证结果

（一）回归分析

笔者选用普通最小二乘法利用 SPSS22 对模型进行回归估计。表 5 中，列（1）是并购溢价与并购企业战略得分的回归结果。列（2）是加

入了并购企业规模、标的规模、相对规模等规模特征变量的回归结果。列（3）是加入了并购企业总资产利润率、营业收入增长率、现金流量等经营特征变量的回归结果。列（4）是加入并购企业独立董事比例、第一大股东持股比例、董事长与总经理是否兼任、管理层持股比例等公司治理特征变量的回归结果。列（5）是包括所有变量的回归结果。

根据表 5 的回归结果，企业战略对并购溢价的影响为负且在 1% 水平上显著，这证实了假设 H1，既企业的战略越激进，在并购中支付的溢价越低。对于控制变量，并购方规模、标的规模、相对规模、并购企业总资产收益率、并购企业董事长与总经理是否兼任、经管理层持股比例与并购溢价存在显著关系。

表5 企业战略对并购溢价的影响①

|                    | (1)                    | (2)                      | (3)                     | (4)                   | (5)                      |
|--------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|
| Strategy           | -0.036 **<br>( -2.03 ) | -0.038 **<br>( -2.22 )   | -0.049 ***<br>( -2.77 ) | -0.039 **<br>- (2.21) | -0.056 ***<br>( -3.17 )  |
| Msize              |                        | 0.004<br>(0.22)          |                         |                       | 0.038 *<br>( -1.82 )     |
| Tsize              |                        | -0.305 ***<br>( -16.03 ) |                         |                       | -0.297 ***<br>( -15.64 ) |
| Rsize              |                        | 0.052 ***<br>(2.80)      |                         |                       | 0.058 ***<br>( -3.14 )   |
| ROA                |                        |                          | 0.075 ***<br>(4.25)     |                       | 0.051 ***<br>( -2.92 )   |
| IR                 |                        |                          | 0.013<br>(0.72)         |                       | 0.014<br>( -0.82 )       |
| Cash               |                        |                          | -0.014<br>( -0.78 )     |                       | -0.011<br>( -0.67 )      |
| IDR                |                        |                          |                         | -0.009<br>( -0.53 )   | -0.012<br>( -0.70 )      |
| First              |                        |                          |                         | -0.030 *<br>( -1.73 ) | -0.009<br>( -0.53 )      |
| Dual               |                        |                          |                         | 0.071 ***<br>(3.96)   | 0.048 ***<br>( -2.77 )   |
| MBO                |                        |                          |                         | 0.077 ***<br>(4.27)   | 0.041 **<br>( -2.17 )    |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.001                  | 0.086                    | 0.013                   | 0.016                 | 0.095                    |

① \* \* \*、\* \*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著；括号中数值是回归得到的 t 值。

（二）稳健性检验

1. 企业战略度量指标的替换。在前面的实证分析中，出于样本量的考虑，笔者选用战略得分值作为企业战略变量值进行回归。参考 Bentley 等<sup>[10]</sup>、王化成等<sup>[28]</sup>等的研究方法，为检验回归结果的稳健性，笔者引入企业战略的虚拟变量 STDU 以替代企业战略分值，当战略得分值≤12 时 STDU 为 0，当战略得分值≥24 时 STDU 为 1。因观望型战略介于两者之间，同时具有进攻性战略和防御性战略的特点，此处不对其进行考察。将虚拟变量 STDU 代入模型 1 进行估计，结果如表 6 中第 2 列所示。回归结果显示，战略的系数为 -0.125，在 5% 水平上显著，与表 5 结论相同。

表 6 稳健性检验<sup>①</sup>

|                    | 战略虚拟                  | 关联交易                 | 非关联交易                 |
|--------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| Strategy           | -0.125**<br>(-2.189)  | -0.066**<br>(-2.45)  | -0.048**<br>(-2.06)   |
| Msize              | -0.018***<br>(-0.298) | -0.029<br>(-0.89)    | 0.088***<br>(3.22)    |
| Tsize              | -0.327<br>(-6.291)    | -0.210***<br>(-7.09) | -0.353***<br>(-13.95) |
| Rsize              | 0.071<br>(1.338)      | 0.013<br>-0.45       | 0.093***<br>-3.69     |
| ROA                | -0.012<br>(-0.238)    | 0.006<br>(0.24)      | 0.080***<br>-3.53     |
| IR                 | 0.076<br>(1.62)       | -0.002<br>(-0.08)    | 0.017<br>-0.76        |
| Cash               | -0.047<br>(-0.962)    | -0.013<br>(-0.49)    | -0.015<br>(-0.68)     |
| IDR                | 0.008<br>(0.167)      | -0.01<br>(-0.37)     | -0.015<br>(-0.68)     |
| First              | -0.124**<br>(-2.541)  | -0.036<br>(-1.31)    | 0<br>(-0.02)          |
| Dual               | 0.008<br>(0.17)       | 0.060**<br>(-2.26)   | 0.049**<br>(-2.18)    |
| MBO                | 0.004<br>(0.087)      | 0.089***<br>(-3.12)  | 0.035<br>(-1.43)      |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.112                 | 0.1                  | 0.115                 |

2. 是否关联交易分组检验。考虑到关联交易可能影响到并购支付价格的公允性，进而影响并购溢价水平，笔者根据是否为关联交易将样本划分为关联交易、非关联交易两组分别进行回归分析。回归结果如表 6 中第 3、4 列所示，企业战略与并购溢价的系数分别为 -0.066、-0.048，且在 5% 的水平上显著，这与表 5 的结论一致。

五、研究结论

企业并购是实施资源优化配置、创造价值的重要战略决策之一。并购方常常支付较高的溢价以促使并购完成。笔者选取 2014—2017 年间我国上市公司的并购事件为研究对象，用财务指标衡量企业战略，进而探讨了企业战略对并购溢价的影响。实证研究得出以下结论：（1）中国企业的战略多数为观望型战略，实施防御型战略和进攻型战略的企业较少。（2）企业战略对并购溢价有显著影响，而且战略越激进并购溢价越低。（3）控制变量中，标的规模、相对规模、并购方总资产利润率、并购方董事长与总经理是否兼任、经管理层持股比例等对并购溢价高低有显著影响。

现有关于并购溢价影响因素的研究多数关注企业外部环境、并购方特征等对并购溢价的影响，没有涉及企业战略。企业战略影响管理层做出的并购决策，进而影响并购溢价的支付。笔者基于企业战略理论和财务管理理论，以企业战略异质性作为研究视角，探讨企业战略与并购溢价之间的关系，以期拓宽企业并购研究的研究视角。实践方面，认识企业战略与并购溢价可能存在的关系，有助于股东、债权人等利益相关者有针对性地采取切实有效的措施，改善公司治理，提出并购成功率。

研究虽然丰富了并购溢价影响因素研究方面的文献，或许具有较为重要的理论和实践意义。但是，至少在以下几个方面存在不足：（1）企业战略的衡量指标是否适合中国上市公司有待于进一步的验证。（2）样本选择时剔除了并购方

① \*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著；括号中数值是回归得到的 t 值。

为非上市公司以及无标的价值的样本，降低了样本的代表性。(3) 公司战略影响并购溢价的机制需要进一步探索。这些都有待今后继续研究。

### [参考文献]

- [1] FARSCHTSCHIAN F. The reality of M&A governance: Transforming board practice for success [M]. Berlin: Springer - Verlag Berlin Heidelberg, 2012: 2.
- [2] 蒋丽娜, 薄澜, 姚海鑫. 国外并购溢价决定因素研究脉络梳理与未来展望 [J]. 外国经济与管理, 2011, 33 (10): 58 - 65.
- [3] 匡继雄. 并购重组资产高溢价成常态, 股权支付高于现金购买展 [EB/OL]. (2017-08-25) [2018-6-11]. [http://www.sohu.com/a/167099216\\_115124](http://www.sohu.com/a/167099216_115124)
- [4] 李政, 童海. 华雪莱特缘何频频跨界? [N]. 中国经营报, 2017-10-07 (4).
- [5] 财政部. 关于印发《管理会计应用指引第100号——战略管理》等22项管理会计应用指引的通知 [EB/OL]. (2017-10-19) [2018-06-11]. [http://kjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201710/t20171018\\_2727363.html](http://kjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201710/t20171018_2727363.html).
- [6] MARCH J G. Exploration and exploitation in organizational learning [J]. Organization Science, 1991 (2): 71 - 87.
- [7] 迈克尔·波特. 竞争战略 [M]. 陈小悦, 译. 北京: 华夏出版社, 2002: 33.
- [8] MILES R E, SNOW C C, Colema H J. Organizational strategy, structure and process [J]. Academy of Management Review, 1997 (3): 546 - 562.
- [9] MILES R E, SNOW C C. Organizational strategy, structure and process [M]. Stanford, CA: Stanford Business Books, 2003: 12 - 15.
- [10] BENTLEY K A, OMER T C, SHARP N Y. Business strategy, financial reporting irregularities and audit effort [J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30 (2): 780 - 817.
- [11] 张秋生. 并购学: 一个基本理论框架 [M]. 北京: 中国经济出版社, 2010: 8.
- [12] ITTNER C D, LARCKER D F, RAJAN M V. The choice of performance measures in annual bonus contracts [J]. Accounting Review, 1997, 72 (2): 231 - 255.
- [13] HAMBRICK D C. Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types [J]. Academy of Management Journal, 1983, 26 (1): 5 - 26.
- [14] HIGGINS D, OMER T C, PHILLIPS J D. The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness [J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 32 (2): 674 - 702.
- [15] 孙淑伟, 何贤杰, 赵瑞光, 等. 中国企业海外并购溢价研究 [J]. 南开管理评论, 2017 (3): 77 - 89.
- [16] 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.
- [17] 程敏. 交易特征、并购溢价及并购绩效分析——来自上市公司大宗股权协议转让的经验证据 [J]. 证券市场导报, 2009 (2): 41 - 47.
- [18] ROSSI S, VOLPIN P. Cross - country determinants of mergers and acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 74 (2): 277 - 304.
- [19] 徐信忠, 黄张凯, 刘寅. 大宗股权定价的实证检验 [J]. 经济研究, 2006 (1): 101 - 108.
- [20] HAYWARD M, HAMBICK D. Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42 (1): 103 - 127.
- [21] GONDHALEKAR V B, SANT R R, FERRIS S P. The price of corporate acquisition: determinants of takeover premia [J]. Applied Economics Letters, 2004 (11): 735 - 739.
- [22] KIM J J, HALEBLIAN J, FINKELSTEIN S. 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 (3): 26 - 60.
- [23] 朱宝宽, 朱朝华. 影响并购溢价的因素分析 [M]// 东方高圣投资顾问公司, 中国收购兼并研究中心. 中国并购评论: 2003 第3册. 北京: 清华大学出版社, 2003: 118 - 124.
- [24] 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 (4): 139 - 143.
- [25] 吴联生, 白云霞. 公司价值、资产收购与控制权转移方式 [J]. 管理世界, 2004 (9): 123 - 130, 156.
- [26] 王克敏, 王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 管理世界, 2007 (7): 111 - 119.

[27] BARGERON L L, SCHLINGEMANN F P, STULZ R M, et al. Why do private acquirers pay little compared to public acquirers? [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89 (3): 375 – 390.

[28] 王化成, 张修平, 高升好. 企业战略影响过度投资吗 [J]. 南开管理评论, 2016, 19 (4): 87 – 110.

A Study of the Influence of Enterprise Strategy on Acquisition Premiums

LAI Bin-hui<sup>1,2</sup>

(1. Business School, Minnan Normal University, Zhangzhou 363000, China;  
2. Fujian Provincial University Key Laboratory of Business Big Data Analysis and Application, Minnan Normal University, Zhangzhou 363000, China)

**Abstract:** Mergers and acquisitions (M&As) is one of the important means for enterprise business restructuring and resource integration and is also an important part of enterprise strategy. It is a common phenomenon that acquirers pay acquisition premium. Taking the M&As events conducted by Chinese Listed Companies in 2014 – 2017 years as the research subject, the paper examines the impact of enterprise strategy on acquisition premium. It is found that most Chinese enterprises adopt wait – and – see strategies, instead of offensive strategies and defensive strategies; the enterprise strategy has a significant impact on the acquisition premium, the more aggressive the acquirers’ strategy is, the lower acquisition premium paid. The conclusion is still true after replacing the measurement index of enterprise strategy and grouping according to whether or not transactions are related. The paper enriches the research of M&As by applying strategic management theory to acquisition premium studies.

**Key words:** enterprise strategy; mergers and acquisitions; acquisition premium

(责任编辑 林 芑)

(上接第 28 页)

Li Is Qi: Luo Qinshun’s Inheritance of and Surpass over  
Zhu Xi’s Philosophy

SHEN Shun-fu

(Advanced Institute of Confucian Studies, Shandong University, Jinan 250100, China)

**Abstract:** Dualism of Li and Qi is the primary issue of Zhu Xi’s philosophy. Luo Qinshun adheres to Zhu’s view that Li is the ultimate source of all substances and at the same time Luo believes that Qi is also the source of all substances. However, different from Zhu, Luo advocates that the transcending and ultimate Li is actually Qi, convinced that the two are not unified but overlapped instead, that is, Li is a part or a form of Qi. This is completely a realistic view, and thereby transcends Zhu’s philosophy.

**Key words:** Luo Qinshun; Li; Qi

(责任编辑 杨中启)