

# 中国企业境外股权投资交易溢价程度研究

◎黄涛 丁超 姚鸿钦

**摘要：**本文采用中国企业 2000—2022 年的历史投资数据，从交易溢价的维度对中国企业参与境外投资时支付的价格进行了实证检验。结果表明，相比于国际平均估值水平，中国企业的境外投资普遍需要支付更多的投资溢价，一些国内发展较好的行业投资溢价较不显著。本文认为，中国企业在进行海外投资时，高溢价收购有价值的行业标的，实现协同式解决“卡脖子”问题是值得的；但在出手前要审慎全面评估必要性及核心价值，确保交易溢价与其价值相匹配，减少对价中信息成本的占比。

**关键词：**中国企业；境外股权投资；交易溢价；估值水平

**中图分类号：**F831      **文献标识码：**A

股权投资（Equity Investment）是为参与或控制某一公司的经营活动而投资购买其股权的行为，可以发生在公司的发起设立或募集融资场合，也可以发生在股份的非公开转让场合，还可以发生在公

开的交易市场上。中国对外投资起步较晚，直到改革开放初期，才走上发展的道路，以非公开市场交易形式的股权投资为主。相比于发达国家长达数百年的对外投资而言，中国的对外投资探索滞后一段时间。但经过 40 余年的探索和发展，中国企业陆续“走出去”，投身境外投资和并购，中国企业对外投资已经形成了相当大的规模，实现了跨越式的发展。中国政府 2000 年提出实施“走出去”战略，2001 年加入 WTO，2013 年提出“一带一路”倡议，2015 年提出深化供给侧结构性改革，2020 年正式实施《外商投资法》，2021 年“十四五”规划提出“坚持引进来和走出去并重”，2022 年党的二十大报告进一步明确提出“推进高水平对外开放”，持续有效地推动了中国企业对外投资的快速发展。

根据商务部的统计数据，中国对外投资流量稳居全球前列，呈现上升趋势，2010—2021 年中国对外直接投资规模累计超 1.57 万亿美元。2021 年，

作者简介：黄涛，中银集团投资有限公司消费与金融投资部主管；丁超，中银集团投资有限公司消费与金融投资部副总裁；姚鸿钦，中银集团投资有限公司消费与金融投资部分析员。

图1 中国对外直接投资金额

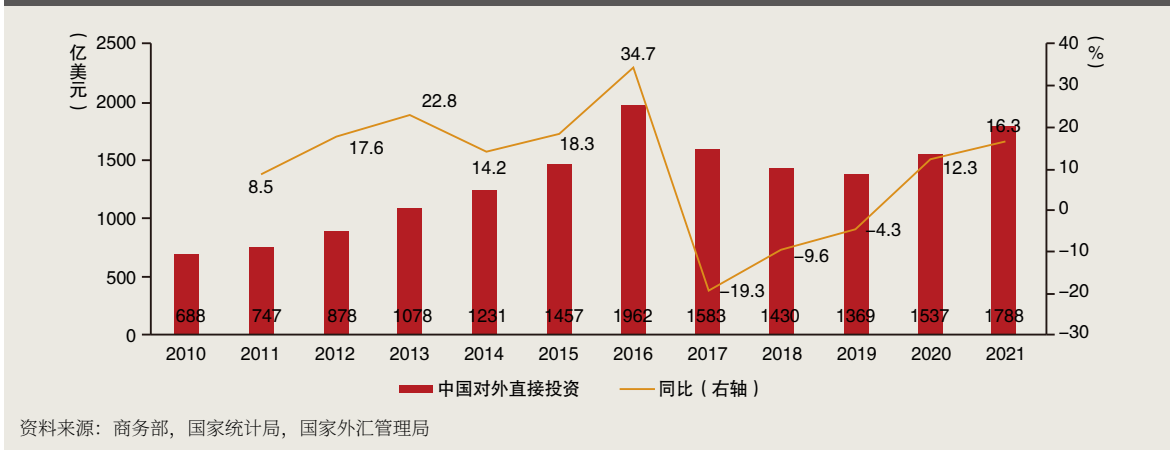
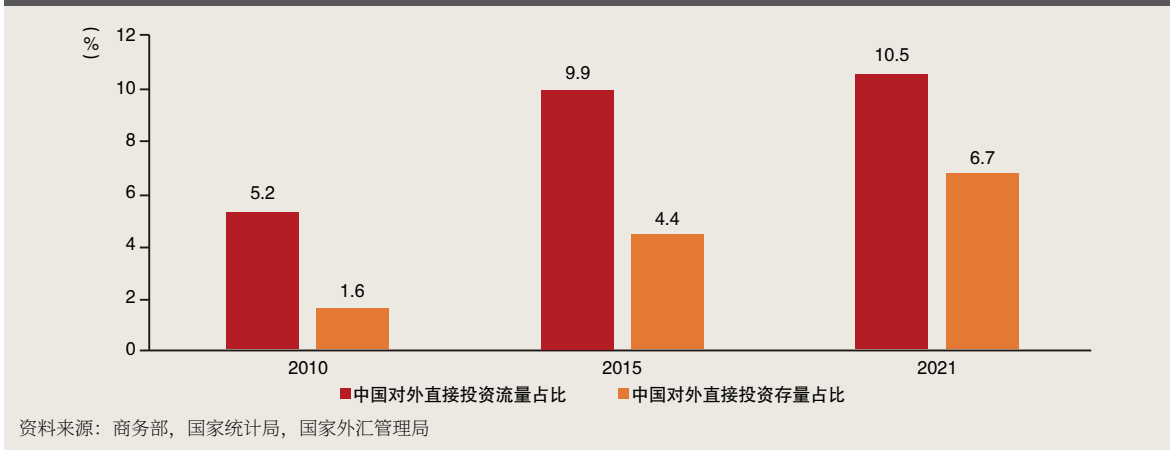


图2 中国对外投资全球占比情况



中国对外直接投资规模为 1788 亿美元，同比增长 16.3%，占当期全球对外直接投资规模的 10.5%，排名世界第二。截至 2021 年年末，中国对外直接投资余额 27851 亿美元，占当期全球余额的 6.7%，比 2012 年提高 4.4 个百分点，排名由第十三位上升到第三位。从全球范围来看，中国在外国直接投资中的影响力不断扩大。

近年来，中国对外直接投资规模与影响力不断扩大，恰与当下中国“坚持对外开放的基本国策、坚定奉行互利共赢的开放战略、坚持经济全球化正确方向”相呼应。在经济全球化主流方向不变的背景下，我国与国际融通程度加深，推动建设开放型世界经济。随着中国资本实力增强，未来我国对外直接投资仍存在巨大的提升空间。

然而，由于新冠疫情的暴发及全球地缘政治的演进，全球各地区的经济复苏呈现分化趋势，外部

环境的不确定性以及内部经济面临的压力给中国企业对海外投资带来新的挑战。IMF 发布的《世界经济展望报告》(2022 年 10 月)强调：全球经济活动普遍放缓且比预期更为严重，各国面临生活成本危机，多数地区的金融环境不断收紧，俄乌冲突、新冠疫情等都对经济前景造成了严重影响。在当前百年未有之大变局下，虽然未来国际形势发展的不确定性升高，但是境外投资面临的风险挑战、趋势及整体特征具有较强的连贯性。因此，本文对中国企业在投资国外项目时的交易溢价情况进行系统性研究，分析不同行业的投资溢价程度，以期在当下复杂的国际环境中，帮助中国企业充分利用信息进行项目分析判断与投资决策。

从历史研究来看，对于投资机构在投资国外项目时是否具有劣势，是具有争议性的。有些学者认为，国际性的投资机构具有更加丰富的投资经验和

投资专家，因此相比于本国投资机构，反而具有更多的信息优势。但另一些学者指出，投资机构在投资国外项目时，相比于投资本国项目或者相较于当地投资机构，对国外政治、经济、文化等情况的了解和理解程度上处于信息劣势。现有的实证研究对该问题有着不同的结论，Dvorak（2005）基于印度尼西亚二级市场（又称“公开市场”）投资的数据、Choe et al.（2001）基于韩国数据证明国内投资者会比国际投资者的业绩表现更好；而 Seasholes 基于中国台湾数据、Grinblatt & Keloharju（2000）基于芬兰数据证明国际投资者的投资表现更好。近年来，学术界对中国机构企业境外投资相关的研究较少。本文认为，进行相关的研究分析工作具有一定的实践价值和理论参考意义，有助于加强对国际股权投资判断的思考。

本文采用中国企业 2000—2022 年的历史投资数据，从交易溢价的维度对中国企业参与境外投资支付的价格进行实证检验，进而判断投资溢价是否具有显著性，并试图对各个细分行业的历史交易估值水平与行业平均水平进行对比、总结，归纳出不同行业交易溢价的不同程度，从而为中国企业未来海外投资策略和资产配置提供有价值的思路和建议。

## 一、交易溢价的理论背景

过往研究中，对交易溢价并没有进行特定的、权威性的定义，经过查证，交易溢价是收购公司在收购目标公司的市场价值之上支付的额外对价（Steffen，2015）。根据学术界的研究和市场实际情况，可以将交易溢价大致分为控制权溢价和非控制权溢价。控制权溢价发生在并购重组的控制权收购中，机构通常愿意支付一定的溢价用以取得目标公司的控股权；非控制权溢价一般发生在非控股权投资中，主要形式为股权投资，这部分溢价主要包括非理性行为下的系统性偏差以及信息租金等学术界关注的重要因素。

### （一）控制权溢价

控制权的支付对价是争夺控制权的双方博弈的结果（田斌、赵彩云，2012）。控制权溢价是指

企业在收购时支付给目标公司的价格中超过目标公司价值的部分。通常，收购方愿意为了取得目标公司的控股权而支付更高的溢价。宋光辉和闫大伟（2007）通过对 1997 年沪深股市上市公司非流通股转让进行的分析指出，平均并购溢价率为 33.96%。唐宗明、余颖等（2005）研究发现，控制权溢价与转让股份比例正相关，与流通股股数、公司净资产收益率、公司规模负相关。胡晓明和张祖遥（2018）选取了 2012—2016 年间中国 2689 起并购样本进行研究分析，得出在我国普遍存在控制权溢价现象，但不同行业的控制权溢价率有所不同，新兴行业比传统行业具有更高的控制权溢价率，企业的成长性和盈利能力与控制权溢价率显著正相关的结论。

### （二）非理性行为

有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis, EMH）是由 Eugene Fama 于 1970 年深化并提出的。有效市场假说认为，市场上的投资者都是理性的，能够迅速对所有市场信息做出合理反应，因而资产价格已经反映了一切有价值的信息，包括企业的当前和未来价值。但是有效市场假说的前提条件较多，在实践中，资本市场的交易现状与这些前提条件往往相悖，例如，投资人并非完全理性、非理性交易不一定能够完全抵消、信息传播速度有限而且真假难辨，等等。因此，行为金融学家将心理学与社会学的理论引入金融学，形成了行为金融学。

行为金融学认为，市场中的投资者并非完全理性的，投资者非理性行为会引起资产价格的异常波动，从而使得资产价格偏离其基本的价值。Lee, Shleifer & Thaler（1991）认为，投资者情绪是投资者对资产未来盈利预期中，不能被基本面解释的一部分。Lee（2002）发现，投资者情绪与股票价格变动呈负相关关系。Mehra & Sah（2002）研究发现，情绪会影响投资者的偏好，从而对资产价格产生影响，且情绪变化将会影响到投资者对风险的评估水平。张迟盼（2015）对投资者情绪与价值溢价进行了实证分析，认为投资者由于偏好、信念、情感、思维、从众等多种因素产生了启发式偏差和框架依

赖式偏差，加上羊群效应，投资者情绪的偏差最终导致了价值偏差。

### （三）信息租金

Myerson (1981) 最早在机制经济学的研究中提出了信息租金的存在。其研究了一个基本的委托代理问题：委托人需要依赖代理人盈利，而代理人拥有关于盈利的关键性私有信息，委托人需要支付给代理人一定的费用，从而双方均实现收益。在投资问题中，可以认为企业经营者（代理人）拥有关于经营成本等的私有信息，但缺少资金；投资人（委托人）拥有资金，但需要经营者来经营企业。投资人从经营者那里购买公司一部分的股权，或者从另一个角度看，为企业经营支付一部分的成本费用。由于不对称信息存在，投资人实际支付的现金往往大于企业的真实成本，即信息租金的存在，或者说需要为不对称信息支付信息溢价。从 Myerson (1981) 模型可以求解得到信息租金  $R$  的具体形式。

$$R(c) = \int_c^{\bar{c}} r(t) dt \quad (1)$$

其中，信息租金  $R(c)$  是关于代理人的私有信息  $c$  的函数； $r(t)$  表示委托人最终从代理人处购买的股权额度，是关于私有信息  $c$  的单调非增函数，也即代理人的真实情况越糟糕，委托人购买的额度越少； $\bar{c}$  是一个外生的参数，表示代理人实际可能出现的最好情形。在信息不对称的博弈情形中，信息租金以直观的形式衡量了信息的价值。

Brennan & Cao (1997) 最早定性关注了国内和国外投资者信息不对称的问题，随后越来越多的学者开始基于具体的实际数据进行研究。Grinblatt & Keloharju (2000) 基于期权交易数据比较了国内和国外投资者的业绩表现。Kang & Stulz (1997) 计算了外国投资者在日本的月度超额收益率，他们采用的方式是计算外国投资者投资组合的加权平均收益率与市场平均收益率的差值，这种方式的好处是其简明直观地给出了超额收益率的衡量方式。Choe et al. (2001) 比较了国内和国外投资者每天的交易价格发现，国外投资者往往买入资产的价格相对较高而卖出价格相对较低。Mark Seasholes (2000) 着眼于中国台湾数据，用三种方式比较了

国内外投资者的收益水平，其中一种是计算外国投资者投资组合每天的加权平均收益，相比于 Kang & Stulz (1997) 采用月度数据，每天根据投资组合考虑加权收益，显然更加考虑市场实时的动态变化。Dvorak (2005) 基于印度尼西亚的二级市场投资交易数据研究了本国投资者是否具有信息优势。研究发现，本国投资者相较于国际投资者会有更高的短期收益率，但是国际投资者会有较高的长期收益，也意味着国内投资者在短期内是有信息优势的，长期来看则是国际投资者更有信息优势。进一步地，他们发现，本国投资者在国外的投资相比于国外投资者在国外的投资会获得更高的收益率，进一步说明本地信息和国际经验的组合会获得更好的投资收益。

尽管上述研究采用不同国家的数据，从不同的角度切入，得出不一致的研究结果，但总体上来看，相关研究主要都是基于二级市场投资交易数据。这主要是因为，一方面，二级市场是公开市场，交易信息更容易获取；另一方面，相比于一级市场，二级市场交易每时每刻都在进行，整体上交易量大，交易数据基础大。但是不同的资本市场之间存在着显著不同的交易特点和市场特征，二级市场的结论是否完全适用于一级市场？目前，学术界基于一级市场交易数据进行的研究较为缺乏，特别是几乎没有本国投资者的境外股权投资是否存在投资溢价涉及的研究方向。本文在研究领域及思路具有一定的参考价值和创新性。

本文发现，中国企业在境外投资中控制权收购的案例较少，绝大多数为少数股权投资。而且，控股型收购显著存在控制权收购溢价，并非本文的主要研究方向。因此，本文主要集中分析中国企业海外股权投资中是否存在显著的非控股权溢价。当然，在实际商业世界中，非控股权溢价的成因并非仅有非理性行为和息租金，还有其他因素，例如，非商业考量和战略因素等，在研究中难以面面俱到。但是本文认为，通过长期大量的数据统计分析，能够尽可能地平滑相关非理性行为以及非商业因素对交易溢价的影响，因而在趋势性分析中信息租金仍是非控股权溢价的主要成因。

本文从投资溢价这一全新视角，针对多个细分



行业，发现中国企业普遍支付了高溢价；并进一步探讨了在未来进行境外投资时，应该重点关注的行业。从理论的角度，本研究填补了实证研究领域在这一问题上的空白；从实践的角度，本文为诸多中国企业坚持高水平“对外开放”进行海外投资，更有效地提升经济效益提供了指导建议。

## 二、中国企业在境外投资中支付对价信息溢价的现象分析

本文选择中国企业进行的海外投资项目作为研究对象，包括在美国、英国等 41 个国家及地区的历史交易。从 2000 年起，中国企业开始在各个细分行业进行海外投资、并购，长达 22 年的交易情况具有代表性和借鉴意义。

### （一）数据和方法描述

本文数据来源于 Bloomberg 行业分析数据库。为验证中国投资者在境外投资中确实需要支付高于行业平均值的溢价，本文选取了 2000—2022 年 10 月已完成、投资标的为境外企业（含港澳台地区）、通过股权方式融资（包含 VC/PE 投资和并购）的交易详细信息（包含所属细分行业、买方机构名称、卖方机构或标的公司名称、交易完成时间、市销率、市净率、市盈率、企业估值 / 息税折摊前利润等）逐笔收集。

投资机构投资时支付的价格往往取决于标的企业的盈利水平和企业的估值倍数。不同的项目可能有完全不同的交易规模，即绝对的盈利水平可能完全处于不同的数量级，因此交易成交时的绝对价格往往相差较大。为使数据保持一致性，本文采用投资时的估值倍数表示投资机构实际支付的价格，估值倍数反映了投资机构对标的企业未来发展、盈利情况、市场潜力乃至宏观周期等诸多因素的综合预期；在相同的盈利水平下，估值倍数越高，投资机构实际支付的价格越高。

一般情况下，投资机构采用的估值倍数主要包括四大类：基于经营规模的估值指标、基于资产规模的估值指标、基于盈利水平的估值指标和基于运营状况的估值指标。第一类指标广泛适用于各个行业，如市销率；第二类指标适用于资本密集型企业，如市净率主要用于金融类企业，因为这些公司的净资产能更准确地反映企业的有形资产价值；第三类指标则对企业的盈利水平有一定的要求，如市盈率、企业估值 / 息税折摊前利润等并不适用于亏损企业，因此不具普适性；第四类指标主要针对较长一段时间都无法盈利但具有良好成长前景的企业，如对大多数互联网企业，企业估值 / 活跃用户数量、企业估值 / 每日网站访问量等指标较能反映公司未来价值与当前运营情况之间的关系。

在这些历史交易中，有相当数量的被投资企业处于亏损状态，市盈率、企业估值 / 息税折摊前利润等基于盈利的指标难以适用。不仅如此，市场上大量交易出于商业保密等考虑并不会披露详细的投资交易信息，为尽可能增大样本数量，本文最终采用市销率<sup>①</sup>作为估值倍数。

针对行业平均价格，本文采用行业平均估值倍数来表示，选取 Bloomberg 各行业市销率中位数作为行业平均值数据。本文采用单一样本 T 检验的统计方法，对不同细分行业（科技、文旅<sup>②</sup>、金融、医疗健康、零售等）分别进行统计检验。其中，选择 T 检验这一非参估计方法的主要原因在于该方法适用于样本量较小的单个样本检验。根据中心极限定理，通常样本数大于等于 30 时，样本均值的抽样分布都将趋于正态分布。而选择对各个行业分别进行 T 检验的原因是，不同的细分行业具有完全不同的行业特征，各个行业之间估值水平相差较大，不具有统一性。例如，医疗行业由于较高的成长性和毛利水平特征，估值往往会高于一般传统行业。假设样本均值为  $\bar{X}$ ，行业均值为  $\mu$ ：

原假设  $H_0: \bar{X} \leq \mu$ ；

<sup>①</sup> 对于金融行业来说，理论上，金融企业收入以资本金驱动，市销率与市净率有一定相关性。本文选取了全球金融行业公司，剔除非市场因素影响并保持数据稳定性后，发现金融行业的市销率与市净率具有相关性，相关系数大于 0.5。因此，为保持估值指标的可比口径，同样选取了市销率指标。

<sup>②</sup> 包含文体娱乐和旅游休闲行业。

表1 不同细分行业假设检验结果

科技行业	样本变量	行业均值	文旅行业	样本变量	行业均值	金融行业	样本变量	行业均值
平均	4.3453	1.80	平均	3.7534	1.81	平均	2.7367	2.27
标准差	5.51106		标准差	3.98422		标准差	4.79928	
t-Stat	4.026		t-Stat	2.627		t-Stat	1.020	
自由度	75		自由度	28		自由度	109	
显著性	< 0.001		显著性	0.014		显著性	0.310	
医疗健康	样本变量	行业均值	零售行业	样本变量	行业均值			
平均	13.5459	3.77	平均	1.0900	0.55			
标准差	19.25837		标准差	1.68698				
t-Stat	3.661		t-Stat	1.973				
自由度	51		自由度	37				
显著性	< 0.001		显著性	0.056				

备择假设  $H_1: \bar{X} > \mu$  ;

单总体 T 检验统计量为:

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{\frac{\sigma_x}{\sqrt{n - 1}}} \quad (2)$$

其中,  $\sigma_x$  是样本标准差,  $n$  是样本容量。

### (二) 实证结果

2000年1月1日—2022年10月31日期间,中国企业在科技、文旅、金融、医疗健康、零售五大行业可查到的境外投资交易总计4614笔,但披露估值详细信息仅有323笔,其中,科技行业80笔、文旅行业31笔、金融行业114笔、医疗健康行业56笔、零售行业42笔。考虑p值为0.05,剔除个别交易的极端估值情况,假设验证结果如表1所示。整体来看,这五个行业中国企业在实际投资中采用的平均估值水平均高于行业平均水平,但从显著性来看,科技、文旅和医疗健康行业的交易平均估值水平显著高于行业平均水平,而零售、旅游休闲和金融行业的交易估值则不存在明显的显著性。

本文发现,五个细分行业的一级市场交易估值平均值均大于行业平均估值,即中国企业投资境外机构均支付了一定程度的溢价。但不同行业的显著性及溢价程度不同,其中,科技、文旅行业和医疗健康行业的交易估值显著存在溢价,且溢价的程度较高,分别为141%、107%和259%。而零售和金融行业则不存在显著溢价。

### (三) 原因分析

结合近年来中国企业在这些领域的实际投资

情况来看,本文认为这些现象的背后有如下几方面原因。

第一,我国整体行业经验不足导致决策时对信息的重视和获取不充分。我国在大部分领域起步晚于大多数发达国家和地区,行业发展时间相对较短,行业经验相比于发达国家和地区明显不够充分,因此往往很难关注到全面、深入地影响投资决策的信息,并进行准确分析。以文体娱乐行业为例。我国影视行业2002年才正式全面放开,至今也只发展了20余年,行业发展历程较短。相比之下,美国的影视行业已有超过110年发展历史,行业更加成熟,运作更加系统化;就体育行业来看,从20世纪80年代起,我国才开始着力发展体育运动,行业仍处于探索学习阶段。相较于欧美成熟、完善的体育市场,我国的行业经营者和投资者在该领域行业经验不足。在本国行业经验不充分的情况下,投资者往往很难考虑到影响投资收益的方方面面的信息;而走向国门之后,需要关注的事项更加复杂,获取信息的途径和方式更加具有挑战性,信息处理、分析更加复杂,相比于国际投资者,中国企业往往处于劣势地位。

第二,追逐投资热点,导致对信息获取、研究分析的忽视,而对热门行业估值的追捧,又造成“赢者的诅咒”(Winner's Curse)这一困境。过去十几年,科技、文娱、医疗健康等行业不管在境内还是境外,都是中国企业投资的热门行业,存在从国内向国外溢出的效应对境外反向的估值参照情况。根据安永统计的数据,2021年中国TMT行业海外

并购达 144 起，总交易金额达 154 亿美元；医疗健康行业海外并购共 92 起，总交易金额高达 77 亿美元；先进制造行业海外并购 61 起，总金额达 77 亿元。在这种大规模投资并购的情况下，出现了多起高估值收购亏损企业或者收购后企业巨亏的案例。例如，2017 年，阿里巴巴集团和蚂蚁金服投资了印度电商企业“Paytm Mall”，该企业成立时，印度互联网市场增长迅猛，电商市场正蓬勃发展，Paytm Mall 也一度被视为亚马逊在印度的强劲对手。然而，由于投资时对印度市场的发展困难认识不足，Paytm Mall 的烧钱返利模式使其陷入增长的困境，2018—2019 年产生了巨额亏损，最终阿里拒绝进一步向 Paytm Mall 注资，2022 年 5 月，Paytm Mall 发布公告称，阿里巴巴集团和蚂蚁集团退出该公司股东。随着蚂蚁金服和阿里退出，Paytm Mall 的估值从 30 亿美元降至 1300 万美元，下降了 99.5%。在这些失败的境外投资案例中，往往也有其他国际投资机构关注、跟进、竞争该项目，但这些项目中可能存在技术、资产、劳工、保护性政策等陷阱，例如，核心技术的数量、有效期、是否被包括在收购标的中，被收购的金融资产和债务估值，劳工工资福利和文化整合等，会令一些投资机构望而却步。而中国企业可能由于行业经验不足或信息获取不足等原因，忽视了上述信息或陷阱，最终为收购支付了更高的溢价。

第三，不同行业的交易溢价程度不同，恰恰体现出行业经验在信息溢价中的重要作用。在科技、医疗健康、文旅行业这类我国发展起步较晚、落后于发达国家的领域中，由于中国企业对行业的认知和投资经验不足，在境外投资中往往需要支付更高的溢价。而像消费零售和金融等行业虽然在境外并购中仍有溢价，但是溢价的绝对值不高，正是因为这两个行业在国内发展相对较为成熟，中国企业在投资决策中拥有更多的行业信息优势，交易溢价并不显著。

### 三、对中国企业境外股权投资的启示及建议

本文从交易溢价的角度对中国企业参与境外投

资时支付的价格进行了实证检验。值得注意的是，中国企业在境外投资上虽然存在不完全信息的情况，但并不能否定境外投资具有广阔的市场空间和盈利潜力的现实。从全球股权投资市场的发展趋势和我国政府的长期发展战略规划来看，中国对外直接投资将继续保持增长，而“一带一路”、高水平对外开放战略引领中国企业“走出去”，全面、深入地融入全球市场。这些都要求中国企业提高对境外信息的关注、采集和研究处理能力，尽量降低由于信息溢价造成的收益率损失，实现健康、快速、可持续发展。结合研究结果，本文提出以下中国企业在境外投资中的对策建议。

第一，加强学习海外优秀投资、管理经验，引进优秀人才，丰富自身知识结构，提升信息敏锐度和处理能力。良好的投资业绩需要行业经验的积累和优秀的人才，在此基础上，才有可能有意识、有针对性地获取对提高投资收益有帮助的信息，并且有足够能力基于已获得的信息进行正确的研究和准确的决策。

第二，在提升自身能力的基础上，对全面、深入的尽职调查给予充分的重视和严格的执行。投资过程中，对海外标的经营环境（包括所在地区宏观经济风险、金融环境、政治、法律、市场规则、企业责任等）、文化和管理方式（劳工关系、管理体系、IT 和支持系统等）、运营和财务情况（收入和盈利波动及持续性情况、大额资产减值风险、负债情况、大额营运资金补充需求）等进行全面、深入的尽职调查，任何一方面信息的缺失都有可能造成投资的失败和潜在的巨大损失，因此需要对这一工作给予足够的重视和认真的贯彻。

第三，对投资热点给予足够的警惕，小心“赢者的诅咒”。中国企业“走出去”，作为外国投资者，在陌生市场中需要时刻警惕可能源于外国身份的信息缺失，以及随之而来的赢者陷阱。保持充分谨慎的投资态度，有助于我们降低信息租金，获取更高的收益。

第四，中国企业高溢价收购有价值的行业标的、实现协同式解决“卡脖子”问题，弥补我国技术发展空白、强化国家战略实力等情况是大有可为的，例如，2018 年 9 月，安踏收购芬兰体育用品巨

头 Amer Sports, 交易总价 46.6 亿欧元, 收购市销率 1.74 倍, 高于行业平均估值, 体现一定的交易溢价。但从战略意义来看, 安踏收购 Amer Sports 是其全球化战略的一部分, 安踏可以借此完成品牌国际化的第一步, 同时继续聚焦运动装备产业, 以多品牌战略满足不断细分的消费者需求和使用场景。2019 年, 我国半导体封测装备公司光力科技收购了世界第三大划片机设备制造商以色列 ADT 公司 100% 股权, 尽管本次收购增值率达到了 1178%, 但为开拓半导体产业高端装备制造业务奠定基础, 且整合了国内外产业链, 实现了高精密装备“卡脖子”核心零部件壁垒突破。但在出手前要全面审慎评估必要性及核心价值, 收购的交易溢价与标的的价值需要匹配。机构对标的的后期盘活, 或能产生协同战略效应, 从而产生高经济价值和社会效益, 则高溢价收购也是值得的, 这将减少在支付对价中信息成本的占比。

#### 参考文献:

- [1]胡晓明、张祖遥. 我国上市公司控制权溢价及其影响[J]. 中国资产评估, 2018 (11): 23-27
- [2]黄涛、王琦. 私募股权投资对商业银行经营绩效影响的实证分析[J]. 国际金融研究, 2014 (9): 61-69
- [3]宋光辉、闫大伟. 并购溢价协同效应分析[J]. 特区经济, 2007 (4): 259-260
- [4]唐宗明、蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析. 经济研究, 2002 (4): 44-50
- [5]田斌、赵彩云. 控制权转移溢价的影响因素研究[J]. 现代管理科学, 2012 (4): 109-111
- [6]张迟盼. 我国投资者情绪对股票价值溢价的影响研究[D]. 中国海洋大学, 2015
- [7]Belloni A, Chen B, Sun P. Structure of Optimal Dynamic Mechanism with Participation Requirements[R]. Working Paper, 2017
- [8]Brennan M J, Cao H H. International Portfolio Investment Flows[J]. Journal of Finance, 1997(52):1851-1880
- [9]Catherine B, Linnan D, Neal R. Emerging Market Transaction Costs: Evidence from Indonesia[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 1999(7):103-127
- [10]Choe H, Kho C B, Stulz R M. Do Domestic Investors Have More Valuable Information about Individual Stocks than Foreign Investors?[R]. NBER Working Paper

No. 8073, 2001

- [11]Dvorak T. Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia[J]. The Journal of Finance, 2005(2):817-839
- [12]Froot K A, Ramadorai T. The Information Content of International Portfolio Flows[R]. NBER Working Paper No. 8472, 2001
- [13]Grinblatt M, Keloharju M. The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set[J]. Journal of Financial Economics, 2000(55):43-67
- [14]Harald H. Location Matters: An Examination of Trading Profits[J]. Journal of Finance, 2001a(56):1951-1983
- [15]Kang J, Stulz. Why Is There Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan[J]. Journal of Finance, 1997(46):3-28
- [16]Lee, Charles, Andrei Shleifer & Richard H. Thaler. Investor Sentiment and Closed End Fund Puzzle[J]. Journal of Finance, 1991(1):75-109
- [17]Lee C M C, Shleifer A, Thaler R. Investor Sentiment and Closed-End Fund Puzzle, 46J. FIN, 2002, 75(2), 76
- [18]Mehra R, Sah R. Mood Fluctuations, Projection Bias, and Volatility of Equity Prices[J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 2002(5), 869-887
- [19]Myerson R B. Optimal Auction Design[J]. Mathematics of Operations Research, 1981, 6(1):58-73
- [20]Rogoff K. International Institutions for Reducing Global Financial Instability[J]. Journal of Economic Perspectives, 1999(13):21-42
- [21]Seaholes M S. Smart Foreign Traders in Emerging Markets[R]. Working Paper, 2000
- [22]Steffen T-H. Transaction Premium Determinants: Empirical Examination of Corporate Control Drivers in Global Public M&A Transaction Premiums between 2002-2014[D]. Copenhagen Business School, 2015

(责任编辑:冯天真)