·经济学研究·

DOI:10.20004/j.cnki.ujn.2025.06.015

上市公司高溢价并购存在同群效应吗?

——基于社会学习理论的研究

唐 蓓[1],刘林荧[2]

(1.山东大学 管理学院,山东 济南 250100;2.中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

[摘 要]基于2004—2023年我国A股市场的高溢价并购事件,实证检验高溢价并购同群效应的存在性及影响同群效应的异质性因素。研究表明上市公司的溢价并购决策会受到同群企业高溢价并购行为的影响。借助社会学习理论,通过决策期望模型进一步研究发现:在社会学习的动机环节,当焦点企业管理者的信息获取能力较弱时,同群效应更明显;在注意环节,同群企业的并购绩效与同群效应呈正相关;在保留环节,当焦点企业的信息处理能力较差、同群企业的信息质量较高时,更容易产生同群效应;在结果再现环节,融资约束程度较低的焦点企业对高溢价并购行为再现的可能性更大。

[关键词]高溢价并购;同群效应;社会学习理论;决策期望模型

[中图分类号]F275 [文献标识码]A [文章编号]1671-3842(2025)06-0143-12

一、引言

近年来,在“双循环”发展格局和“产业升级”相关政策的推动下,监管部门陆续出台措施放宽对企业并购活动的限制,鼓励上市公司通过并购重组实现转型升级。2020年初以来,与新冠疫情相关的各种因素为企业重组和变革提供了时代契机,越来越多的企业期望通过并购实现战略转型,改变产业布局,导致资本市场上高溢价并购层出不穷,并购溢价持续攀升。然而,过高的溢价不仅给企业造成沉重的资本支出压力,后期经营不当还会产生并表利润和商誉减值的双重损失,给资本市场带来巨大的冲击。鉴于此,有必要研究高溢价并购的影响因素。

已有对并购溢价影响因素的研究主要是从企业自身特征及外部环境的角度来考虑的。从外部环境看,并购溢价受产业政策①、国家文化差异②及外部环境的不确定性③等因素的影响。从企业层

[基金项目]国家自然科学基金面上项目“去担保背景下我国网络借贷问题研究:理论分析、实证检验与对策模拟”(项目编号:71773065);山东省自然科学基金面上项目“供给侧改革背景下地方政府经济行为对产能过剩的影响及对策研究”(项目编号:ZR2020MG047);山东省社会科学规划项目“传统制造企业实质性绿色转型的动力机制和推进策略研究”(项目编号:19CQRJ02)。

[作者简介]唐蓓,山东大学管理学院副教授、硕士生导师;刘林荧(通讯作者),中南财经政法大学会计学院博士研究生,邮箱:linyingliu@stu.zuel.edu.cn。

①钟宁桦,温日光,刘学悦:《“五年规划”与中国企业跨境并购》,《经济研究》,2019年第4期。

②孙淑伟,何贤杰,赵瑞光等:《中国企业海外并购溢价研究》,《南开管理评论》,2017年第3期。

③高敬忠,赵思勰,王英允:《经济政策不确定性、产业政策与并购溢价》,《产业经济研究》,2021年第2期。

面看,并购溢价受高管薪酬[①]、并购特征[②]以及管理者过度自信[③]等的影响。然而,上述研究将并购看作是企业的独立经济行为,忽视了企业间并购决策的相互影响。

已有研究发现,在企业决策领域广泛存在着同群效应[④]。具体到企业并购行为,并购决策不仅受外部环境和企业自身特征的影响,还受到同群企业并购行为的带动。由于同群效应中的"乘数效应",个体行为的微小变化可能引发群体行为的显著波动。因此,若该效应运用得当,可促进企业间的良性互动,通过并购实现资源整合与产业升级。反之,若企业盲目从众,易导致并购溢价过高,不仅削弱并购效率与质量,还可能造成资源错配,影响资本市场的健康发展。

同群效应与股市中的羊群效应相比既有联系也有区别。两者均指个体会参考周围群体的行为来进行决策,但不同的是:羊群效应代表处在特定群体中的个体的盲目从众行为,是被动的反应[⑤];而同群效应不仅包括个体在外部压力的影响下产生的被动反应,也包括个体主动模仿和学习同群者的行为。已有研究对并购决策趋同现象的分析,多集中于从众行为和模仿行为[⑥]。然而,观察学习行为也在决策过程中发挥了重要作用[⑦]。因此,仅仅关注并购决策中的模仿行为和从众行为无法全面解释并购决策的趋同现象。本文通过引入社会学习理论中观察学习的分析框架,分析并购同群效应中的学习行为,并进一步探讨影响同群效应强弱的关键因素。

本文基于2004—2023年我国A股市场非金融上市公司的并购事件,实证检验了高溢价并购同群效应的存在性及影响同群效应的异质性因素。研究发现上市公司的高溢价并购存在同群效应,即同群企业的并购溢价与焦点企业的并购溢价呈现正相关关系。接下来,本文借助Bandura的社会学习理论及Moretti的社会学习模型,进一步研究社会学习的四个环节(动机环节、注意环节、保留环节、再现环节)中影响高溢价并购同群效应的异质性因素。通过分析不同环节中的同群信息在企业并购决策中所占的权重,探究高溢价并购同群效应的产生机制。最后,对于本文面临的内生性问题,即焦点企业与同群企业的并购溢价相互影响而产生了互为因果的联立性,本文将同群企业股票特质收益率作为工具变量来缓解这一问题。

现阶段研究企业高溢价并购行为的同群效应及其影响机制的意义在于:首先,揭示了高溢价并购决策在行业内部存在的趋同现象。企业管理层通过考察同行业其他企业的并购行为,能够基于理性学习优化自身的战略决策,避免由于信息不对称或市场过热引发的非理性并购行为。其次,本文对同群效应中理性学习动机的深入分析,有望为政策制定者提供重要参考,帮助其在制定并购监管政策时,更加重视并购行为背后的学习效应与信息扩散机制,从而有效促进市场的健康竞争与资源的合理配置。最后,投资者能够从本研究中更好地理解高溢价并购的复杂性,合理评估并购活动中的潜在风险与回报,从而在资本市场中做出更加理性的投资选择。

与已有研究相比,本文可能的理论贡献如下:第一,本文借鉴社会学习理论,在同群效应的理论框架下研究社会学习行为对高溢价并购的影响,研究发现高溢价并购决策行为在行业内存在同群效应,为研究并购高溢价产生的原因提供了新的理论视角。第二,同群效应既包括非理性的从众

①潘爱玲,吴倩,李京伟:《高管薪酬外部公平性、机构投资者与并购溢价》,《南开管理评论》,2021年第1期。

②蔡春,鲍瑞雪:《并购活动与标的公司共享审计师对并购溢价的影响研究》,《审计研究》,2022年第6期。

③潘爱玲,刘文楷,王雪:《管理者过度自信、债务容量与并购溢价》,《南开管理评论》,2018年第3期。

④袁朋伟,李娇,董晓庆:《共同股权网络下企业ESG表现同群效应研究》,《贵州财经大学学报》,2025年第4期。

⑤张俊瑞,仇萌,张志超:《机构投资者抱团与公司前瞻性信息披露》,《统计与信息论坛》,2023年第5期。

⑥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》,《管理世界》,2013年第5期;万良勇,梁婵娟,饶静:《上市公司并购决策的行业同群效应研究》,《南开管理评论》,2016年第3期。

⑦BANDURA A., Self-efficacy Toward a Unifying Theory of Behavioral Change, *Psychological Review*, Vol. 84, No. 2, 1977, pp. 191-215.

心理也包括理性的学习动机，现有的研究主要侧重于前者。本文集中探讨同群效应作用机制中的理性部分，拓展和延伸了同群效应研究的视野和领域。

二、理论分析与研究假设

（一）同群效应对高溢价并购的影响

1. 文献回顾及理论分析

同群效应指个体在决策时会受到群体行为影响。这一现象在教育、犯罪、社会心理等领域已得到验证。随着行为金融学的发展，企业层面的同群效应也逐渐受到关注，在融资决策、高管薪酬、资本结构、违规行为、慈善、创新、社会责任等方面均有体现①。在并购领域，学者们发现企业的并购决策亦存在显著的同群效应。首先是社会网络中的并购决策同群效应。Haunschild发现，当一个公司的高管同时担任其他公司的董事时，该公司更倾向于模仿其高管所在其他公司的并购行为②。其次是同行业并购决策的同群效应。万良勇等研究发现上市公司的并购概率会受到同行业其他公司并购频次的影响③。最后具体到溢价并购。傅超等研究发现“同伴效应”是导致创业板上市公司巨额并购商誉产生的重要原因④。

然而，上述研究主要从组织间的模仿行为出发，忽视了社会学习机制的作用。Bandura提出，通过模仿做出的行为与通过观察学习产生的行为存在区别，前者为简单复制，后者则涉及理解、预测与理性判断⑤。Foucault和Fresard发现，企业会通过学习同行的股价和信息披露调整投资决策⑥。Grennen的研究进一步表明，学习行为是股利支付同群效应产生的原因⑦。对并购而言，企业不仅可借鉴同行的估值方法、支付方式、资本结构等信息，还能通过观察同行溢价水平，理性更新自身的并购决策过程。

2. 基于社会学习理论的高溢价并购决策模型及同群效应的存在性分析

根据社会学习理论，将企业决策所依赖的信息划分为三类：先验信息、私有信息和同群信息。如果同群信息在决策中所占权重越大，那么企业间行为的趋同程度（即同群效应）越显著。若暂不考虑同群信息，则企业决策仅依赖先验信息与外部私有信息。借鉴Moretti的期望决策模型⑧，本文假设企业i基于先验信息进行高溢价并购事件j带来的收益为U_{ij}：

$$U_{ij} = \alpha_j^* + v_{ij} \tag{1}$$

---

①袁朋伟，任缘，董晓庆：《良师益友：企业ESG表现的区域同群效应》，《重庆大学学报》（社会科学版），2025年第4期。

②HAUNSCHILD P. R.，How Much is that Company Worth?：Interorganizational Relationships，Uncertainty and Acquisition Premiums，*Administrative Science Quarterly*，Vol. 39，No. 3，1994，pp. 391-411.

③万良勇，梁婵娟，饶静：《上市公司并购决策的行业同群效应研究》，《南开管理评论》，2016年第3期。

④傅超，杨曾，傅代国：《“同伴效应”影响了企业的并购商誉吗？——基于我国创业板高溢价并购的经验证据》，《中国软科学》，2015年第8期。

⑤BANDURA A.，Self-efficacy Toward a Unifying Theory of Behavioral Change，*Psychological Review*，Vol. 84，No. 2，1977，pp. 191-215.

⑥FOUCAULT T.，FRESARD L.，Learning from Peers′ Stock Prices and Corporate Investment，*Journal of Financial Economics*，Vol. 111，No. 3，2014，pp. 554-577.

⑦GRENNAN J.，Dividend Payments as a Response to Peer Influence，*Journal of Financial Economics*，Vol. 131，No. 3，2019，pp. 549-570.

⑧MORETTI E.，Social Learning and Peer Effects in Consumption：Evidence from Movie Sales，*The Review of Economic Studies*，Vol. 78，No. 1，2011，pp. 356-393.

其中α_j^*代表某个行业p内进行高溢价并购j带来的平均收益,v_{ij}代表影响焦点企业i的财务特征变量。v_{ij}服从于期望为0,方差为1/d的正态分布,即$v_{ij} \sim N(0, \frac{1}{d})$,假定$\alpha_j^*$是不可观测的。焦点企业$i$会依据先验信息对事件$j$中并购标的资产的价格进行评估,并形成预期交易价格。假设$X_j'\beta$为先验信息,X_j'代表可观测的并购影响因素(如主并方负债水平、标的企业资产规模、盈利能力、成长性等),β为相应系数,此时代表整个行业p内进行高溢价并购j带来的平均收益α_j^*如下所示:

$$\alpha_j^* \sim N\left(X_j'\beta, \frac{1}{m_j}\right) \tag{2}$$

其中m_j代表与高溢价并购事件j相关的先验信息的精确度,m_j越大,先验信息质量越高。不同的并购交易先验信息的精确度有所不同,例如,若焦点企业曾与标的方有过并购交易经验,则其先验信息质量通常更高。

进一步假设焦点企业i拥有关于并购事件j交易价格相关的私有信息s_{ij}:

$$s_{ij} = U_{ij} + \varepsilon_{ij} \tag{3}$$

其中$\varepsilon_{ij} \sim N(0, \frac{1}{k_j})$,假设$k_j$代表私有信息质量,$k_j$越大代表私有信息质量越高。假设先验信息和私有信息是无偏估计的,ε_{ij}和v_{ij}是独立同分布的,彼此独立并且独立于α_j^*,且$X_j'\beta, m_j, k_j, d$对于所有企业来说是可观测的。假设企业不会与其他企业分享私有信息。此时可以得到焦点企业i考虑先验信息和外部私有信息的基础上,高溢价并购事件j的条件期望收益:

$$E_1\left[U_{ij}|X_j'\beta, s_{ij}\right] = \omega_j X_j'\beta + \left(1 - \omega_j\right)s_{ij} = \frac{h_j}{h_j + k_j}X_j'\beta + \frac{k_j}{h_j + k_j}s_{ij} \tag{4}$$

其中$h_j = \frac{dm_j}{d + m_j}$,$E_1[U_{ij}|X_j'\beta, s_{ij}]$代表进行企业$i$高溢价并购能够带来的期望收益为先验信息和私有信息的加权平均值,ω_j反映先验信息在企业决策中的相对权重,其大小取决于先验信息与私有信息的相对质量。当期望收益大于企业i进行高溢价并购所付出的成本q_i时,即$E[U_{ij}|X_j'\beta, s_{ij}] > q_i$时,企业才会促成并购交易的进行。

假设企业能够通过并购公告、财务报表及其他公开信息获取同群企业的并购事件及交易溢价相关数据,并观察其并购完成后的经济后果。焦点企业i可据此将同群企业的并购表现视为"同群信息",以推测自身未来并购可能带来的收益或损失,从而判断是否值得支付更高的溢价以促成交易。在此情形下,企业的并购决策不仅依赖先验信息和私有信息,还将同群信息纳入决策依据。假设焦点企业i有N_i个同群企业,其中n_i个同群企业发生了高溢价并购,参考n_i个高溢价并购的同群信息$U_{1j}, U_{2j}, \cdots, U_{n_ij}$以后,焦点企业$i$会根据同群信息的反馈更新自身对高溢价并购的预期效用,参考该同群信息的预期效用为S_{ij2},$S_{ij2} \sim N(\alpha_j^*, \frac{1}{b_{i2}})$,$b_{i2}$代表同群信息质量精确度,此处假设$N_i$和$n_i$是外生的,并且不同企业观察到的同群企业数量$N_i$是不同的。此时基于所有信息的总效用$E_2\left[U_{ij}|X_j'\beta, s_{ij}, S_{ij2}\right]$由焦点企业的先验信息、外部私有信息、同群信息及各自权重决定。

$$E_2\left[U_{ij}|X_j'\beta, s_{ij}, S_{ij2}\right] = \omega_{j1}X_j'\beta + \omega_{j2}s_{ij} + \omega_{j3}S_{ij2} = \frac{h_j}{h_j + k_j + z_{i2}}X_j'\beta + \frac{k_j}{h_j + k_j + z_{i2}}s_{ij} + \frac{z_{i2}}{h_j + k_j + z_{i2}}S_{ij2} \tag{5}$$

其中$z_{i2} = \frac{b_{i2}d}{b_{i2} + d}$,$\omega_{j3}$代表同群信息所占权重,$\omega_{j1} + \omega_{j2} + \omega_{j3} = 1$。由公式(5)可以得知同群信息可以改变焦点企业的预期收益,从而影响高溢价并购事件j决策。据此本文提出假设1:

H1:同群企业高溢价并购会对焦点企业并购决策产生影响,即高溢价并购存在同群效应。

（二）基于社会学习理论的高溢价并购同群效应的作用机制分析

Bandura的社会学习理论指出，学习过程包括动机、注意、保留和再现四个环节。个体对自身能力的信念决定其学习动机，学习首先依赖注意力的获取，随后通过信息的保留与行为再现实现知识转化。具体到企业并购，焦点企业自身特征决定其学习动机的强弱；注意环节决定其选择观察哪些交易；保留环节决定其对交易的记忆程度；再现环节受资金等因素制约。尽管个体学习受外部环境影响，但企业学习更多表现为自主行为，因此本文仅讨论企业特征对学习强度的影响，不考虑外部环境压力的作用。理论上可以通过公式（5）中的ω_{j3}来判断溢价并购是否与学习同群信息相关。若同群信息权重较大，则表明企业的并购决策在较大程度上受社会学习驱动。由于现实中难以准确区分先验信息、私有信息与同群信息在决策中的作用时点及相对权重，因此直接通过验证ω_{j3}来判断并购溢价是否基于学习行为而产生，这种方式在实践中难以实现。寻找同群信息权重大小的影响因素或许可以解决学习行为的识别问题。借助Moretti的社会学习模型，推导异质性因素如何影响焦点企业的学习行为，进而产生不同程度的同群效应。根据同群信息的反馈更新自身决策的预期效用的最大似然函数$L_{ij2}=L[U_{1j},U_{2j},\cdots,U_{n_ij},n_i|\alpha_j^*]$，结合Fisher信息集得到同群信息的质量$b_{i2}$：

$$b_{i2}=dn_i+(N_i-n_i)\frac{\phi(c)}{\Phi(c)}\left[c+\frac{\phi(c)}{\Phi(c)}\right]\cdot\frac{1}{\frac{1}{d}+\frac{1}{k_j}} \tag{6}$$

$$\text{其中 } c=\frac{q-\omega_j X_j'\beta-(1-\omega_j)a_j^*}{\sqrt{(1-\omega_j)^2\left(\frac{1}{d}+\frac{1}{k_j}\right)}} \tag{7}$$

结合公式（5）和公式（6），可以得到影响同群效应的异质性因素。考虑到数据的可得性，本文选取焦点企业管理者能力、同群企业并购绩效、焦点企业信息接收能力及同群企业信息释放质量、焦点企业现金持有及融资约束程度分别作为学习行为的动机过程、注意过程、保留过程和再现过程中影响同群信息所占权重的异质性因素。

1. 动机环节

为了简便计算，前文已知k_j代表外部私有信息的质量，假设k_j趋向于无穷大，此时c的分母$\sqrt{(1-\omega_j)^2(\frac{1}{d}+\frac{1}{k_j})}$收敛于$\sqrt{\frac{1}{d}}$，将$\sqrt{\frac{1}{d}}$代入$c$可证$b_{i2}$是收敛的，由于$z_{i2}=\frac{b_{i2}d}{b_{i2}+d}$，$b_{i2}$收敛，故$z_{i2}$收敛，此时可证$\omega_{j2}$趋向于1，$\omega_{j3}$趋向于0，这表明当企业能够获得高质量、低噪声的私有信息时，其决策主要依赖自身对并购事件的独立判断，同群信息对决策的影响趋近于零。反之，当k_j较小，即企业难以获得可靠的私有信息时，ω_{j3}将上升，企业更倾向于参考同群企业的行为表现出更强的同群学习效应。从经济含义上看，企业私有信息质量的高低在很大程度上取决于管理者的信息搜集与处理能力。能力较强的管理者通常具备更丰富的专业知识、社会资源和信息网络，能够高效地识别和整合分散的信息，从而形成高精度的私有信号。这类企业在并购决策中依赖内部信息分析，较少依赖外部同群行为信息。相反，信息获取和处理能力较弱的管理者，由于难以形成高质量的私有判断，更倾向于通过观察同群企业的并购行为及其经济后果来修正自身预期，表现出更明显的同群学习行为。由此本文提出假设2：

H2：焦点企业管理者获取信息的能力越低，高溢价并购的同群效应越强。

2. 注意环节

在注意环节中，焦点企业会选择观察和学习对自身决策有用的并购交易。Bandura指出，示范者的成功行为可以强化学习者对该行为的倾向。陈仕华和卢昌崇发现，焦点企业在并购决策时倾

向于跟随同群公司中有利于公司价值提升的并购行为,而非盲目跟从[①]。因此,当同群企业的并购绩效较好时,焦点企业学习意愿更强,而绩效差时则降低学习意愿。在(5)式的基础上加入同群企业并购绩效参数ρ_1,得到考虑同群企业并购绩效后的高溢价并购决策模型:

$$E_2\left[U_{ij}|X_j'\beta, s_{ij}, S_{ij2}\right] = \frac{h_j}{h_j + k_j + \rho_1 z_{i2}} X_j'\beta + \frac{k_j}{h_j + k_j + \rho_1 z_{i2}} s_{ij} + \frac{\rho_1 z_{i2}}{h_j + k_j + \rho_1 z_{i2}} S_{ij2} \quad (8)$$

其中,$\rho_1 \in [0,1]$。为简便计算本文只考虑ρ_1为0和1的情况。当ρ_1趋向于0时,此时同群企业并购绩效较差,同群信息权重趋于零,企业决策基本不依赖同群信息。当$\rho_1 = 1$时,本模型等同于(5)式。由于同群信息所占权重$\frac{\rho_1 z_{i2}}{h_j + k_j + \rho_1 z_{i2}}$是$\rho_1$的单调增函数,因此,同群并购绩效越好,同群信息在高溢价并购决策中所占权重越大。由此本文提出假设3:

H3:同群企业的并购绩效越好,高溢价并购的同群效应越强。

3. 保留环节

保留环节反映并购交易被企业记忆和内化的程度,是社会学习的重要环节。虽然企业可能注意到某项并购,但若未将其视为学习对象,便难以再现后续行为。根据 Bandura 的研究,记忆的形成受信息接收方和信息释放方的共同影响。在并购决策情境下,前者指焦点企业的信息处理能力,后者指同群企业的信息质量,这两者共同决定焦点企业对并购信息的保留程度。从信息接收方看,焦点企业吸收与处理外部信息的能力越弱,对私有信息的保留越少,决策时越依赖同群信息。Donaldson指出,董事长与总经理两职分离不利于提升外部信息处理效率与处理速度[②]。因此,两职分离的企业更倾向于参考同行信息,从而强化同群效应。从信息释放方看,若同群企业信息质量较高,将提升公式(6)中同群信息质量参数b_{i2},增强其在决策中的权重。当同群企业信息披露质量越高时,焦点企业能更深入地学习其特质信息,提升信息的保留与利用水平,从而进一步强化同群效应。由此本文提出假设4:

H4A:相对于董事长和总经理两职合一的焦点企业,董事长和总经理两职分离的焦点企业高溢价并购的同群效应更强。

H4B:同群企业披露信息质量越高,高溢价并购的同群效应越强。

4. 再现环节

社会学习的最后阶段是再现,即个体在实际行动中再现示范者的行为特征。在并购情境下,企业需综合考虑预期收益与成本,判断是否实施并购。当预期收益高于成本时,企业才具有并购意愿。然而,并购能否实现取决于支付能力,即便存在并购意愿,资金约束仍可能导致交易无法达成。因此,评估企业是否具备实施高溢价并购的能力,是学习再现阶段的核心问题。从内部资源看,现金持有水平较高的企业更易进行并购并支付高溢价[③]。从外部融资角度看,融资约束较强的企业具有谨慎投资的动机[④],担忧并购后资金周转困难,即便同行企业实施高溢价并购,也不易盲目跟随。相反,融资约束较弱、现金充裕的收购方资金压力较小,谨慎投资动机较弱,更易受同群企业影响,从而在并购中支付较高溢价。由此本文提出假设5:

H5A:焦点企业融资约束程度越低,高溢价并购的同群效应越强。

---

①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》,《管理世界》,2013年第5期。

②DONALDSON L., The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory, *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, 1990, pp. 369-381.

③HARFORD J., Corporate Cash Reserves and Acquisitions, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6, 1999, pp. 1969-1997.

④葛伟杰,张秋生,张自巧:《支付方式、融资约束与并购溢价研究》,《证券市场导报》,2014年第1期。

H5B：焦点企业现金持有量越大，高溢价并购的同群效应越强。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

由于我国上市公司并购交易的信息披露数据从2004年开始才相对完整[①]，因此本文选择2004—2023年期间A股非金融上市公司的并购事件作为研究样本。本文对研究样本进行了如下处理：剔除金融行业上市公司的样本；剔除ST、*ST类样本；剔除交易金额小于100万的样本；对于同一企业在同一年份进行多次并购的样本，仅保留并购溢价最大的一次；剔除并购溢价小于零的样本；剔除关联交易样本；剔除交易失败的样本；剔除关键变量缺失的样本；将并购溢价高于行业年并购溢价均值的并购事件定义为高溢价并购事件。本文对连续型变量在1%和99%的水平上进行缩尾处理，以避免极端值的影响。经筛选本文得到2709个全部并购事件样本及851个高溢价并购事件样本。本文数据来自CSMAR数据库。

（二）变量定义

1. 被解释变量：$y_{i,j,t}$为处于行业j中的焦点企业i在t年度的并购溢价，借鉴周泽将等[②]的做法将并购溢价定义为：（交易总价-目标公司的净资产账面价值）/目标公司的净资产账面价值。由于本文的研究对象是高溢价并购的行业同群效应，因此本文将并购溢价高于行业年度并购溢价均值的并购事件定义为高溢价并购事件。

2. 解释变量：$Peer_{-i,j,t-1}$代表同行企业的并购溢价，为企业所在行业内所有上市公司（去除i企业）在$t-1$年度的并购溢价均值。

3. 控制变量：参考陈仕华和李维安[③]的研究，本文控制了如下三类变量：（1）$X_{i,j,t-1}$表示企业自身的特征，包括公司规模（*Size*），托宾Q值（*TobinQ*），收入增长率（*Growth*），资产负债率（*Lev*），资产收益率（*ROA*），高管过度自信程度（*Overcon*），股权集中度（*HH5*），产权性质（*Property*），独立董事比例（*Indep*）和两职兼任（*Dual*）。（2）$\overline{X}_{-i,j,t-1}$代表同群企业的特征，计算方式为焦点企业所在行业的同群企业相关指标的平均值。（3）并购交易的特征，包括标的资产规模（*Size_ED*），支付方式（*Pay*）。

4. 分组变量：（1）管理者能力。参考何威风和刘巍[④]的做法，本文采用数据包络分析法（DEA）和Tobit模型结合计算的管理者能力（*MA*）度量管理者能力。（2）信息沟通效率。参考刘慧龙等[⑤]的做法，本文采用焦点企业董事长和总经理是否两职合一衡量信息沟通效率。（3）同行企业信息披露质量（*Disc*）。参考杨国超和盘宇章[⑥]的做法，本文采用深交所上市公司信息披露考评结果进行度量。（4）同行企业并购绩效。参考孙乾等[⑦]的做法，短期绩效（*CAR*）为并购方在并购宣告日前后一天的累计超额回报，估计窗口期使用并购方公司在并购宣告日前150个交易日至并购宣告日前30个交易日。长期绩效为净资产收益率变化值（$\triangle ROE$），将其测量为经行业调整后的并购宣告日前两年的净

①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》，《管理世界》，2013年第5期。

②周泽将，王浩然，雷玲：《商誉存在顺周期效应吗》，《会计研究》，2021年第4期。

③陈仕华，李维安：《并购溢价决策中的锚定效应研究》，《经济研究》，2016年第6期。

④何威风，刘巍：《企业管理者能力与审计收费》，《会计研究》，2015年第1期。

⑤刘慧龙，王成方，吴联生：《决策权配置、盈余管理与投资效率》，《经济研究》，2014年第8期。

⑥杨国超，盘宇章：《信任被定价了吗？——来自债券市场的证据》，《金融研究》，2019年第1期。

⑦孙乾，程小可，杨鸣京：《高铁开通能否提升企业并购绩效》，《管理评论》，2022年第11期。

资产收益率均值的变化量。(5)融资约束程度。参考毛其淋和王玥清[①]的方法,本文采用KZ指数(*KZ*)衡量焦点企业面临的融资约束程度。(6)现金持有量。参考杨兴全和尹兴强[②]的做法,将现金持有(*Cash*)定义为(货币资金+短期投资(2007年后为交易性金融资产))/(总资产-现金及现金等价物)。

(三)实证模型

本文借鉴Leary和Roberts[③]的研究思路构建了高溢价并购同群效应的检验模型:

$$y_{i,j,t} = \alpha + \beta Peer_{-i,j,t-1} + \lambda' X_{i,j,t-1} + \gamma' \overline{X}_{-i,j,t-1} + \delta' \mu_i + \phi' \nu_t + \varepsilon_{ijt} \quad (9)$$

参考陆蓉等[④]的研究,本文将同群企业定义为与焦点企业处于同一行业的公司。若同行企业并购溢价$Peer_{-i,j,t-1}$的系数β显著为正,则说明焦点企业的并购溢价会受到同行业其他企业并购溢价的正向影响,即高溢价并购的行业同群效应是存在的。μ_i和v_t分别代表企业个体固定效应和时间固定效应。$\varepsilon_{i,j,t}$代表扰动项。同时本文将所有控制变量滞后一期。

四、实证结果

(一)高溢价并购同群效应的存在性检验

表1为基于模型(1)对假设1的检验。结果显示,第(1)列全样本中*Peer*系数为0.001,且不显著,表明在全样本中,同行业并购溢价并未显著影响焦点公司的并购溢价。因此,本文将全部样本按照行业年均值划分为低溢价并购样本组及高溢价并购样本组,进行分组检验。在第(3)列高溢价并购样本中,*Peer*系数为0.083,并在1%水平上显著,说明同行业溢价每上升1个单位,焦点公司溢价平均上升约8.3%。本文通过费舍尔组合检验对组间系数差异进行检验,并使用Bootstrap方法进行1000次自助抽样,结果得出经验P值为0.000,通过组间系数差异检验。可见,同群效应显著推动了上市公司高溢价并购,假设1得到验证。基于本部分的检验结果,本文对余下研究中的样本进行重新定义,在原有样本的基础上剔除了并购溢价小于等于行业年并购溢价均值的样本,仅保留高溢价样本开展后续分析。

表1　溢价并购同群效应存在性检验

	(1) 全样本	(2) 低溢价并购	(3) 高溢价并购
Peer	0.001	0.001	0.083***
	(1.02)	(1.63)	(8.68)
	(4.59)	(2.12)	(1.09)
常数项	1.444	23.126	65.019
	(0.06)	(0.68)	(0.63)
控制变量	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制

①毛其淋,王玥清:《ESG的就业效应研究:来自中国上市公司的证据》,《经济研究》,2023年第8期。

②杨兴全,尹兴强:《国企混改如何影响公司现金持有?》,《管理世界》,2018年第11期。

③LEARY M. T., ROBERTS M. R., Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?, *The Journal of Finance*, Vol. 69, No. 1, 2014, pp. 139-178.

④陆蓉,王策,邓鸣茂:《我国上市公司资本结构"同群效应"研究》,《经济管理》,2017年第1期。

续表

	（1） 全样本	（2） 低溢价并购	（3） 高溢价并购
年份固定效应	控制	控制	控制
组间系数差异p值		0.000	
样本量	2709	1858	851
R^2	0.305	0.383	0.625

注：括号中的数值是经过聚类稳健标准误调整的t值；***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著。下同。

（二）同群效应的作用机制检验

1. 动机环节同群效应的检验

管理者能力基于Tobit模型的企业经营效率回归残差计算得到。为减弱残差中其他未观测因素的干扰，按残差高低将样本划分为高低两组，高于样本均值赋值为1，低于均值赋值为0。数值越大表示管理者能力越强。表2第（1）列的结果表明在管理者能力低的子样本中，回归系数0.097，在1%的水平上显著，当同行业的并购溢价上升1个单位时，焦点公司的并购溢价也会相应增加9.7%。第（2）列在管理者能力高的子样本中回归系数不显著。以上结果说明在社会学习的动机环节，低能力管理者由于能力不足难以获取并购相关的高质量私有信息，在并购决策时参考同行企业的并购溢价的动机更强，同群效应更显著，假设2得以证实。

2. 注意环节同群效应的检验

将同群企业并购绩效按照t-1年的行业均值划分为高、低两个子样本组进行分组检验。表2中第（3）列和第（5）列的结果显示，在同行并购绩效较高的样本中，无论是短期绩效还是长期绩效，回归系数均为正且在1%的水平上显著，其中短期绩效对应的系数为0.106，长期绩效对应的系数为0.011。也就是说，当同行业并购溢价上升1个单位时，焦点企业的并购溢价平均相应增加10.6%和1.1%。上述结果表明在社会学习的注意环节中，并购绩效优异的同群企业更容易吸引焦点企业的关注，并对其并购溢价决策产生正向影响；而当同群企业并购绩效较差时，其溢价对焦点企业的影响不显著，假设3得到验证。此外，相较于长期绩效，短期并购绩效对焦点企业的影响更为显著，这可能是因为短期绩效能更快反映在股价变化中，从而更易被焦点企业观察与学习。

表2　动机环节和注意环节的检验结果

	（1） 管理者 能力低	（2） 管理者 能力高	（3） 同行短期 并购绩效高	（4） 同行短期 并购绩效低	（5） 同行长期 并购绩效高	（6） 同行长期 并购绩效低
Peer	0.097***	0.078	0.106***	-0.250	0.011***	0.754
	（6.92）	（0.06）	（5.88）	（-0.22）	（4.76）	（1.01）
常数项	28.670	32.512	152.393	-81.474	1.448	-45.468
	（0.11）	（0.17）	（1.16）	（-0.36）	（0.03）	（-0.30）
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
组间差异检验p值	0.009		0.001		0.000	
样本量	552	299	347	504	375	476
R^2	0.766	0.749	0.857	0.557	0.550	0.783

3. 保留环节同群效应的检验

表3第(2)列报告了董事长和总经理两职分离样本组的回归结果,回归系数为0.042且在10%的水平上显著,当同行业的并购溢价上升1个单位时,焦点公司的并购溢价也会相应增加4.2%,说明两职分离的企业在溢价并购时更依赖同群企业的信息,同群效应更强,假设4A得以证实。表3的第(3)列和第(4)列将同群企业信息披露程度按照t-1年行业均值分为高低子样本,检验同群企业信息披露质量对同群效应的影响。第(3)列的结果表明在同群信息披露质量高的子样本中,回归系数为0.049且在1%的水平上显著,当同行业的并购溢价上升1个单位时,焦点公司的并购溢价也会相应增加4.9%,说明当同群企业信息披露质量高时,焦点企业并购溢价受同群企业信息的影响较大,假设4B得以证实。

4. 再现环节同群效应的检验

表3第(5)—(8)列展示了假设5的检验结果,根据焦点企业t-1年现金持有量和KZ指数的行业中位数进行分组检验。第(5)列和第(7)列分别报告了高现金持有样本组和低融资约束样本组的回归结果,回归系数分别为1.815和1.552,并且分别在1%和10%的水平上显著。这表明当同行业并购溢价上升1个单位时,焦点公司的并购溢价相应增加1.815和1.552个单位。这一结果表明高现金持有量和低融资约束的企业受同行业高溢价并购影响更大,这与已有文献中"融资约束较小、现金持有量较多的公司更容易支付高额并购溢价"的观点相符。相反,对于高融资约束、现金持有量较少的企业,由于并购溢价过高带来的资金压力较大,它们较少受到同行业高溢价并购的影响,因此同群效应较弱。假设5因此得以验证。

表3　保留环节和再现环节的检验结果

	(1) 两职 合一	(2) 两职 分离	(3) 信息披露 质量高	(4) 信息披露 质量高	(5) 高现金 持有	(6) 低现金 持有	(7) 低融资 约束	(8) 高融资 约束
Peer	0.964 (0.99)	0.042* (1.77)	0.049*** (3.56)	0.834 (0.62)	1.815*** (5.13)	0.558 (0.86)	1.552* (1.66)	-0.524 (-0.39)
常数项	217.890 (1.34)	-22.498 (-0.17)	103.897 (0.55)	-130.038 (-1.16)	12.760 (0.28)	88.744 (0.60)	205.552 (0.75)	-291.992 (-1.03)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制		控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应				控制				
组间差异检验p值	0.087		0.000		0.019		0.055	
样本量	322	529	545	306	313	538	394	457
R^2	0.695	0.855	0.832	0.866	0.397	0.822	0.837	0.802

注:由于样本量问题,第(4)列在控制个体固定效应时无法得出有效估计,故在该列检验中本文仅控制到行业及年份层面的固定效应,相应的组间差异检验替换为控制行业及年份固定效应时的系数差异。

五、稳健性检验和内生性分析

(一)替换回归模型

考虑到本文的研究样本仅包括并购溢价大于等于0的样本,而实际存在并购溢价小于0的样本,因此样本被截断。为避免结果存在偏差,本文选用Tobit模型进行重新估计,实证结果如表4第

（1）列所示。替换解释模型后本文的结果并未发生实质性变化。

表4 稳健性检验和内生性分析

变量名称	（1） Tobit模型	（2） 替换中位数	（3） 伪同行企业	（4） 第一阶段	（5） 第二阶段
Peer	0.154***				0.415**
	(0.04)				(0.197)
Peer_med		0.856***			
		(0.09)			
Peer_pseudo			0.070		
			(0.06)		
IV				28.784***	
				(6.125)	
常数项	50.174	9.950	-45.36	57.501	31.249
	(32.85)	(32.90)	(51.43)	(43.843)	(40.302)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	435	435	435	435	435
Cragg-Donald Wald F				22.411	
R^2		0.513	0.162	0.677	0.416
pseudo R^2	0.069				

（二）替换关键解释变量

依据Manski[①]的做法，本文替换主要解释变量*Peer*的计算方法，将同行企业年度并购溢价的均值替换为中位数作为主要解释变量（*Peer_med*）重新进行检验，实证结果如表4第（2）列所示。以上检验并未发生明显变化，证明本文的结果是稳健的。

（三）安慰剂测试

若企业高溢价同群效应是由某些不可观测的因素导致，那么同群效应不应依赖于行业的集聚效应，即便随机选取同群企业，同群企业的平均并购溢价也会正向影响焦点企业的并购溢价。基于此本文进行以下安慰剂测试：在所有企业中随机抽取样本企业作为焦点企业的“伪同行企业”，抽取数量与原有同行企业数量相同，计算伪同行公司的平均并购溢价（*Peer_pseudo*），代入基准回归模型重新进行检验。表4的第（3）列显示，*Peer_pseudo*系数不显著，说明高溢价并购的同群效应并非由不可观测因素所致。

（四）工具变量法

考虑到焦点企业与同群企业的并购溢价相互影响而产生反向因果的内生性问题，本文除采用滞后一期的解释变量以缓解此问题外，还通过构建同行企业（不包括该企业）在*t*年度的股票特质收益率作为工具变量进行处理。借鉴袁朋伟等的方法[②]，通过模型（2）构建同行企业*t*年度股票特质

①MANSKI C. F.，Identification of Endogenous Social Effects：The Reflection Problem，*The Review of Economic Studies*，Vol. 60，No. 3，1993，pp. 531-542.

②袁朋伟，董晓庆，任缘：《产业链绿色技术创新的同群效应研究》，《郑州大学学报》（哲学社会科学版），2024年第1期。

收益率(*IV*),作为本文的工具变量。

$$R_{ijt}=\alpha+\beta_{ijt}^{M}\times\left(R_{t}^{M}-Rf_{t}\right)+\beta_{ijt}^{Ind}\times\left(R_{ijt}^{P}-Rf_{t}\right)+\varepsilon_{ijt} \tag{2}$$

其中,R_{ijt}表示j行业i企业在第t月的股票收益率,选取考虑现金红利再投资的月个股回报率来衡量。R_{t}^{M}表示第t月的市场回报率,选取考虑现金红利再投资的月市场回报率来衡量。R_{ijt}^{P}表示焦点企业i的同行业企业在第t月的平均股票收益率,Rf_{t}表示第t月度无风险收益率,选取一年期定期存款利率作为无风险收益率的指标。$R_{t}^{M}-Rf_{t}$表示第t月的平均市场溢价,$R_{ijt}^{P}-Rf_{t}$表示第t月的行业平均风险溢价,ε_{ijt}表示随机扰动项。工具变量的构建方法如下:首先,在每个样本的年初,根据企业前3年的月度数据对模型(2)进行滚动回归,利用各变量回归系数,拟合出企业的月度期望股票收益率$\hat{R}_{ijt}$。其次,将实际股票收益率R_{ijt}与期望股票收益率$\hat{R}_{ijt}$相减,得到企业月度股票特质收益率$IRET_{ijt}$。随后,对企业t年度的月度股票特质收益率取平均值,得到每个企业的年度股票特质收益率。最后,计算同行企业在t年度股票特质收益率的平均值,将其作为本文的工具变量。表4的第(4)列报告了工具变量第一阶段的检验结果,工具变量与*Peer*显著正相关,且弱工具变量Cragg-Donald Wald F统计量为22.927,超过10%显著性水平下的临界值16.38。第(5)列表示第二阶段的回归结果,可以看出本文的结论依然稳健。

六、研究结论与启示

本文基于2004—2023年我国A股上市公司的并购事件,实证检验了高溢价并购的同群效应及其异质性影响因素,其形成机制可从社会学习理论的四个环节加以解释:在动机环节,当焦点企业获取并购相关信息的能力较弱时,其学习动机更强,表现出更显著的同群效应;在注意环节,同行企业并购绩效越好,越能吸引焦点企业关注,从而增强溢价决策的学习效应;在保留环节,信息处理能力较弱的企业更依赖同群企业的并购信息进行决策;在再现环节,融资约束较低、资金充裕的企业更容易学习同行的高溢价并购行为。

从社会学习理论的角度来看,高溢价并购中的同群效应具有双重影响。一方面,学习同行企业的并购行为有助于企业在信息不充分或环境不确定的情况下快速决策。通过观察同行并购及其结果,企业能够降低信息搜集成本,并借鉴成功经验以提升决策效率,尤其在动机与注意环节表现突出。另一方面,若企业在学习过程中忽视自身资源、市场环境与企业战略等因素,可能导致过度依赖同行经验,从而做出不当的并购决策,会增加财务风险,特别是在信息处理能力较弱或融资约束较低时更为明显。总体而言,同群效应既能提高企业的学习效率与信息利用能力,也可能带来决策偏差和风险。基于此,本文提出以下建议:在动机环节,相关部门应重视管理者能力在并购决策中的作用,支持相关教育培训项目,培养并引进专业化并购人才;在注意环节,监管机构应加强对具有明显同群效应的高溢价并购案例的审查,要求企业提供充分的战略规划与风险评估;在保留环节,应建立由政府与行业协会共同参与的并购信息平台,完善行业动态与案例信息披露机制,促进企业间信息共享,降低信息不对称,提升企业信息获取与处理能力;在再现环节,政府和金融机构可为具有战略价值但受融资约束的并购提供适度支持,如低息贷款或税收优惠。同时,企业应优化内部决策机制,确保并购行为符合长期战略导向,并加强并购后整合与创新能力建设,以发挥并购的协同效应并防范并购后的整合风险。

[责任编辑:袁朋伟]