

面面俱到还是顾此失彼：机构投资者“分心”与企业并购溢价

吴倩¹, 黄鑫凤², 牛璐³

(1. 山东财经大学 工商管理学院, 山东 济南 250014; 2. 北京科技大学 经济管理学院, 北京 100083;

3. 中国海洋大学 管理学院, 山东 青岛 266100)

[摘要]实施多元化投资的机构投资者因注意力分散导致的“分心”可能会削弱其治理效能,进而对企业并购决策产生影响。以 2007—2024 年沪深 A 股上市公司并购事件为研究样本,检验机构投资者“分心”对企业并购溢价的影响及作用机制,发现机构投资者“分心”与企业并购溢价显著正相关,即机构投资者“分心”会推高企业并购溢价。机制检验结果表明,机构投资者“分心”通过减少信息支持和弱化监督治理推高并购溢价。进一步分析发现,专注型机构投资者的“分心”行为更易引发高溢价并购,高质量的信息披露、丰富的并购经验和有效的媒体监督能够显著缓解该效应。研究拓展了机构投资者“分心”经济后果与高溢价并购动因的研究边界,也为实践中的并购决策与监管优化提供了参考依据。

[关键词]机构投资者“分心”;企业并购溢价;信息披露;媒体监督;治理效应

[中图分类号]F272.3 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2025)06-0084-10

一、引言

防范化解重大风险是维护资本市场健康稳定发展的关键任务,其中,高溢价并购引发的巨额商誉及其减值风险已成为威胁上市公司稳健经营的重大隐患^[1]。例如,世纪华通在 2014—2019 年间连续发起多笔高溢价并购,积累了巨额商誉,至 2022 年因标的业绩未达标,公司计提商誉减值准备 54.28 亿元,导致净利润亏损约 71 亿元。因此,深入探究高溢价并购的成因与治理机制对于防范化解资本市场重大风险具有重要意义。

机构投资者作为资本市场上长期资金的主要来源,凭借资金规模与信息优势影响企业战略资源配置和决策。已有研究普遍认为,机构投资者在并购决策中发挥着积极作用,能够通过介入董事会投票或发起股东提案抑制管理层自利性支付行为^[2],降低并购溢价^[3],但这种治理效应也受到机构投资者认知水平和投入时间等因素的制约。机构投资者是有限注意力主体,无法对市场信息进行全盘分析和消化,当投资组合中的某些公司受到外生事件冲击时,机构投资者会被迫分散注意力资源,将注意力焦点从未受冲击的公司转移到受冲击影响的公司,从而表现出对未受冲击公司的“分心”^[4]。如在 2018 年影视行业税务稽查风暴期间,明星偷税漏税问题引发监管部门全面核查,机构重仓的影视股股价暴跌,迫使投研资源紧急转向危机处置,致使同期机构对其他持仓企业的调研频次下降,表现出明显的“分心”特征。机构投资者的注意力稀释可能会影响其治理作用,并产生一系列负面效应,如加剧企业研发数据操纵^[5]、加大年报积极语调调整^[6]、减弱企业投资—股价敏感性^[7]、降低企业 CSR 评级^[8]等。

并购活动复杂性高、专业性强、金额大,其中交易定价作为核心环节,极易因信息不对称和代理问题而引发高溢价,也因此成为机构投资者关注的重点。那么,“分心”情境下的机构投资者能否发挥有效的治理作用进而抑制高溢价风险?其影响机理是什么?本文拟参考 Kempf 等^[4]的做法,以行业极端收益率事件作为外生冲击构建机构投资者“分心”指标,检验机构投资者“分心”对并购溢价的影响及其作用机制,并进一步考察该影响在机构投资者异质性以及企业信息披露、并购经验、媒体监督等其他治理因素下的不同表现。

本文的边际贡献主要体现在三个方面:第一,将机构投资者非理性因素纳入并购决策分析框架,拓展了高溢

[收稿日期]2025-05-20

[基金项目]山东省自然科学基金项目(ZR2023QG046;ZR2024QG038);山东省社会科学规划研究项目(25DGLJ34)

[作者简介]吴倩(1991—),女,山东泰安人,山东财经大学工商管理学院讲师,从事公司并购与绿色管理研究;黄鑫凤(2002—),女,浙江永嘉人,北京科技大学经济管理学院硕士研究生,从事战略管理研究;牛璐(1992—),女,山东淄博人,中国海洋大学管理学院讲师,从事技术创新与市场转化、数字化转型研究,通信作者,E-mail:niulu1003@ouc.edu.cn。

价并购动因的相关研究。以往研究多基于协同效应^[9]、信息不对称^[10]或代理理论^[11]等理性视角探索高溢价并购的动因,少量研究虽考察了非理性因素的影响,但也仅涉及高管这一决策主体^[3,12]。本文基于注意力基础观,揭示机构投资者这一外部重要制衡主体因注意力资源竞争引发的治理失灵而导致高溢价的机制,提供了高溢价并购动因研究的新视角。第二,从并购溢价角度丰富了机构投资者“分心”经济后果的相关研究。已有研究多聚焦机构投资者“分心”如何加剧各类代理问题^[5-6,13-14],较少关注其对企业重大战略决策的影响。本文从并购决策角度出发,研究机构投资者“分心”对企业并购溢价的影响,发现“分心”会导致更多价值破坏型并购,深化了对机构投资者“分心”负面治理作用的认识。第三,揭示了机构投资者“分心”影响并购溢价的机制及作用边界,为进一步提高机构投资者的治理效果、推动资本市场稳定健康发展提供了理论支持和经验借鉴。

二、理论分析与研究假设

并购溢价是指并购方支付的对价超过被并购标的净资产收购比例的部分^[15]。从溢价形成过程来看,并购溢价主要与估值判断和价格谈判环节密切相关,估值判断环节是并购溢价形成的起点,可能因买方对标的资产信息获取不足、行业经验缺失而导致估值偏差,也可能因管理层的私利动机或过度自信等非理性因素而推高溢价。

已有研究指出,机构投资者对上市公司并购重组具有显著治理偏好^[16]。根据有效监督假说,机构投资者有动机和能力支持上市公司进行复杂的并购活动^[17],如通过实地调研^[16]、专业咨询^[18]及股东投票等方式深度参与并购过程,有效缓解信息不对称并约束管理层代理行为^[3]。值得注意的是,机构投资者对公司并购决策的影响力受限于投资组合的分散性和精力的有限性。注意力基础观(Attention-based view)认为注意力是一种稀缺资源,其配置受到情境因素的动态影响,通过注意力焦点迁移影响战略选择和行为模式^[19]。当低概率、高影响、不可预测的罕见事件出现时,决策者需要使用非常规手段予以应对,会在该事件上分配更多的注意力^[20];当罕见事件引发行业出现极端收益率时,机构投资者倾向于将更多注意力分配至投资组合中受此影响显著的公司上。这种注意力的重新分配可能导致投资组合中未受此类事件直接影响的其他公司获得的关注度相对减少,进而对这些公司的并购溢价决策产生间接影响。本文认为当机构投资者因外生冲击“分心”时,可从信息支持和监督治理双重渠道减弱其对并购溢价的治理作用,间接推高并购溢价。

(一)机构投资者“分心”通过减弱信息支持影响并购溢价

机构投资者凭借其拥有的专业知识、经验和人脉为高管团队提供咨询,但鉴于注意力资源的有限性,机构投资者在同一时期难以对投资组合内的每一家公司提供同等质量的信息支持服务。特别是在面对外生事件冲击时,机构投资者可能会优先分配注意力至受冲击公司,对持仓的其他公司并购活动的参与度降低,信息支持减弱,具体表现为:在并购估值阶段,“分心”的机构投资者对潜在并购目标的实地调研及信息收集频次锐减^[21],使其难以充分挖掘标的资产的真实价值与潜在风险,无法为高管提供关键的决策支持^[22],致使公司对标的估值产生偏差,从源头加剧高溢价风险;在价格谈判过程中,“分心”的机构投资者与高管的战略沟通显著减少,无法向其传递有价值的市场信息与议价经验,使得高管在并购谈判博弈中处于信息劣势地位,难以获得最有利的定价结果,最终导致高溢价。综上,机构投资者“分心”导致的专业信息支持缺位加剧了高溢价并购风险。

(二)机构投资者“分心”通过减弱监督治理效力影响并购溢价

有研究发现,机构投资者的有效监督可以降低高管并购决策失误的可能性^[23],然而,当机构投资者“分心”时,其参与公司重要会议的频次和积极性降低^[14],信息处理模式从系统性分析退化为启发式简化^[4],即仅依靠经验或关键指标进行粗略判断,对高管并购决策的审查强度下降。在此情况下,高管出于提升权力和个人薪酬水平等目的,倾向于在价格方面向目标方做出让步,以尽快推动交易顺利完成^[24]。有研究发现,通过并购业务扩张公司规模以及提升业务复杂度可以帮助高管向董事会争取更高的薪酬^[25]。由于缺乏深入调研与审慎评估,机构投资者可能会草率地通过溢价方案或直接放弃投票,从而导致高溢价并购交易的顺利实施。这种决策过程中的监督弱化助长了高管的机会主义行为,加剧了委托代理问题,最终推高并购溢价。

综上所述,当机构投资者因外生冲击“分心”时,其对企业的信息支持减弱会加剧企业估值能力不足,监督缺位将放大管理层代理问题,两者共同导致风险抑制机制失效,间接推高并购溢价。由此,本文提出假设H。

H:机构投资者“分心”会推高企业并购溢价。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2007^①—2024 年沪深 A 股上市公司并购事件为研究样本,并根据研究需要进行如下筛选:(1)保留标的为股权或资产的样本;(2)剔除交易失败、交易未完成、交易数据不全、标的净资产账面价值为负的样本;(3)剔除企业同一年度有多个并购事件以及同一事件有多个标的的样本;(4)剔除 ST、*ST、PT、金融行业的样本;(5)剔除控制变量数据缺失的样本。最终,本文得到 2420 个观测值。

本文采用的机构投资者数据、并购数据以及相关财务指标、治理结构等数据均来源于 CSMAR 数据库,媒体报道数据来源于 CNRDS 数据库。为控制极端值的影响,本文对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 并购溢价(PRE)

并购溢价是指单次并购活动中收购方支付的对价超过目标公司净资产收购比例的部分^[15],国际上通常采用每股市值作为并购溢价的计算依据。考虑到中国资本市场的波动性和不稳定性,市值难以准确反映企业实际价值,且国内并购主要通过协议转让方式进行,主要以净资产作为交易双方定价谈判的基准,因此本文以交易标的净资产作为溢价的测量基础,并参考潘爱玲等^[3]的方法设计模型(1)计算并购溢价。

$$\text{并购溢价} = (\text{交易总价} - \text{标的净资产账面价值} \times \text{收购比例}) / (\text{标的净资产账面价值} \times \text{收购比例}) \quad (1)$$

2. 机构投资者“分心”(INATT)

本文借鉴 Kempf 等^[4]的做法,以“极端收益率引起投资者关注”的思路构造投资者“分心”变量。我国机构投资者普遍存在短视倾向及羊群效应^[26],其投资行为极易受到监管政策变化及行业黑天鹅事件等外生冲击的影响,而此类冲击往往会直接触发极端收益波动。因此,本文认为“极端收益率引起投资者关注”是捕捉中国情境下机构投资者“分心”的有效代理变量。

假设机构投资者 i 同时持有 f_a, f_b 两家公司股票, f_a, f_b 分别属于不同的行业,当 f_a 公司所在行业出现极端收益率,且 f_a 公司在机构投资者 i 的投资组合中占有一席之地时,持股公司 f_b 的机构投资者 i 更有可能“分心”。本文设 D_{fq} 反映公司 f 的机构投资者在时点 q 上的“分心”程度,如模型(2)所示,该数值越高,机构投资者“分心”程度越高。

$$D_{fq} = \sum_{i \in F_{q-1}} \sum_{IND \neq IND_f} w_{ifq-1} \times w_{iq-1}^{IND} \times IS_q^{IND} \quad (2)$$

其中, F_{q-1} 表示公司 f 在 $q-1$ 季度末的机构股东集合; IND_f 表示公司 f 所在行业类别; IS_q^{IND} 表示极端收益率事件是否发生在 IND_f 以外的行业,当第 q 季度 IND_f 的收益率位居所有行业首位或末位时, IS_q^{IND} 取值为 1,否则为 0; w_{iq-1}^{IND} 表示在 $q-1$ 季度末,公司 f 所在行业占机构投资者 i 投资组合的权重。

已有研究表明,机构投资者倾向于将更多时间和精力投入所持投资组合中占显著比例的核心头寸进行深度剖析^[27]。因此, w_{ifq-1} 综合反映 $q-1$ 季度末机构投资者 i 对公司 f 的持股比例 $PercOwn_{ifq-1}$ 和其持有公司 f 的股票市值占其投资组合总市值的比例 $PFweight_{ifq-1}$,表示公司 f 对机构投资者 i 的重要程度。

$$w_{ifq-1} = \frac{QPfweight_{ifq-1} + QPercOwn_{ifq-1}}{\sum_{i \in F_{q-1}} (QPfweight_{ifq-1} + QPercOwn_{ifq-1})} \quad (3)$$

为了减少异常值和测量误差的影响,本文将市值权重按 $PFweight_{ifq-1}$ 顺序排列并均分为五组,标记为 $QPfweight_{ifq-1}$;将持股比例按 $PercOwn_{ifq-1}$ 顺序排列并均分为五组,标记为 $QPercOwn_{ifq-1}$ 。最终,本文将每个公司四个季度的机构投资者“分心”指标加总取平均,得到年度指标 $INATT$ 。

3. 控制变量

参照潘爱玲等^[3]、王攀等^[5]的研究,本文控制企业特征、公司治理特征和并购特征方面的变量。企业特征方面,规模大、现金流充足、负债少、盈利性强、成长性好的企业更有能力在并购中进行超额支付,不同股权性质企业通过资源禀赋效应影响议价能力。公司治理特征方面,董事会规模、独立董事比例反映董事对高管的监督

①2007 年中国实施新会计准则,为确保企业财务数据标准的一致性和可比性,本研究选取 2007 年作为样本观测的起始年。

效力;两职合一反映管理层权力水平,权力越大的高管越有能力在并购中追求自身利益最大化;高管薪酬及高管持股比例的高低会加剧或抑制代理问题,从而影响非理性溢价^[28];第一大股东持股比例反映控股股东可能引发的掏空效应或治理效应。并购特征方面,现金支付可能与更高的溢价率有关,关联方之间可能会因存在利益输送而导致溢价异常。另外,本文还控制了行业和年份固定效应。变量具体定义见表1。

(三)模型设计

本文借鉴袁玉等^[6]的研究,构建回归模型
(4)检验机构投资者“分心”对企业并购溢价的影响。

$$PRE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INATT_{it} + \alpha_2 \sum CONTROL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中, *INATT* 为机构投资者“分心”, *PRE* 表示并购溢价, *CONTROL* 为控制变量, ε 为回归残差。为应对潜在的异方差问题,所有回归结果的标准误差均经过企业层面的聚类调整。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2结果显示,并购溢价(*PRE*)的中位数为0.032,低于平均值0.144,表明并购溢价数据分布是有偏的;标准差为0.412,远大于其平均值,表明并购溢价在不同样本间存在显著差异。机构投资者“分心”(*INATT*)的平均值为0.050,中位数为0.027,最大值为0.228,最小值为0,说明数据呈右偏态分布,机构投资者“分心”情况较为普遍。由此,机构投资者“分心”(*INATT*)与并购溢价(*PRE*)的分布特征差异性为本文提供了研究的基础。

(二)基准回归

表3列(1)显示,在未加入控制变量时,机构投资者“分心”的回归系数为0.893,在5%的水平上显著;列(2)显示,在加入控制变量后,机构投资者“分心”的回归系数为0.896,在5%水平上显著,说明机构投资者“分心”与并购溢价显著正相关。从经济意义上看,机构投资者“分心”水平每提高1个标准差,并购溢价相对其均值提高35.47% ($0.896 \times 0.057 /$

0.144)^①。结果表明,机构投资者“分心”会导致公司在并购中过度支付,进而形成高溢价,假设H得到支持。究其原因,我国机构投资者具有明显的“散户化”操作特征,其注意力更易被外生冲击所吸引,“分心”的机构投资者无法为企业提供关键的估值参考与行业信息,对高管非理性驱动下的并购决策审查强度下降,从而导致并购高溢价。由此可见,机构投资者充足的注意力资源是防控高溢价并购风险的重要基础。

(三)稳健性检验

1. 替换解释变量

在上文机构投资者“分心”变量的设计中,以行业最大收益率和最小收益率表示极端收益率。稳健性检验中,

表1 变量定义表

类别	符号	名称	定义
被解释变量	<i>PRE</i>	并购溢价	见模型(1)
解释变量	<i>INATT</i>	机构投资者“分心”	参考 Kempf 等 ^[4] 的方法计算
控制变量	<i>SIZE</i>	企业规模	年末总资产的自然对数
	<i>CF</i>	企业现金流	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	<i>LEV</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>ROE</i>	企业盈利性	净资产收益率 = 净利润/股东权益平均余额
	<i>GROW</i>	企业成长性	主营业务收入增长率 = (当年主营业务收入 - 上年主营业务收入)/上年主营业务收入
	<i>SOE</i>	股权性质	国有企业取值为1,否则为0
	<i>BOARD</i>	董事会规模	董事会成员人数的自然对数
	<i>INDEPR</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
	<i>EPAY</i>	高管薪酬	前三名高管薪酬总额的自然对数
	<i>EO</i>	高管持股比例	高管持股数量/总股本
	<i>DUAL</i>	两职合一	董事长兼任 CEO 取值为1,否则为0
	<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量/总股本
	<i>PAY</i>	支付方式	现金支付为1,股份支付为0
	<i>RELE</i>	关联交易	涉及关联交易取1,否则取0

表2 描述性统计

变量	观测值	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>PRE</i>	2420	0.144	0.032	0.412	0	3.182
<i>INATT</i>	2420	0.050	0.027	0.057	0	0.228
<i>SIZE</i>	2420	22.220	21.960	1.295	20.000	26.140
<i>CF</i>	2420	0.044	0.042	0.061	-0.124	0.219
<i>LEV</i>	2420	0.427	0.423	0.196	0.066	0.897
<i>ROE</i>	2420	0.064	0.067	0.084	-0.145	0.324
<i>GROW</i>	2420	0.234	0.122	0.542	-0.286	3.767
<i>SOE</i>	2420	0.312	0	0.464	0	1
<i>BOARD</i>	2420	2.097	2.197	0.196	1.609	2.565
<i>INDEPR</i>	2420	0.379	0.364	0.053	0.333	0.583
<i>EPAY</i>	2420	14.660	14.650	0.676	13.040	16.670
<i>EO</i>	2420	15.650	3.200	19.51	0	65.220
<i>DUAL</i>	2420	0.319	0	0.466	0	1
<i>TOP1</i>	2420	0.329	0.308	0.141	0.082	0.719
<i>PAY</i>	2420	0.806	1	0.396	0	1
<i>RELE</i>	2420	0.387	0	0.487	0	1

①计算公式为:基准回归结果列(2)中解释变量的系数×描述性统计结果中解释变量的标准差/被解释变量的均值。

本文使用最大行业收益率和行业极端交易量两种方法重新构建机构投资者“分心”(INATT1、INATT2)指标进行回归。表 4 列(1)和列(2)回归结果显示,INATT1、INATT2 的系数分别为 1.311 和 0.277,均通过了显著性检验,表明机构投资者“分心”能提高企业并购溢价,本文结论稳健。

2. 替换被解释变量

本文使用三种方法替代被解释变量:第一,不同行业在资源结构、竞争动态、监管强度方面存在明显差异,由此导致其并购溢价水平也显著不同^[29],为排除行业特性的影响,本文使用经行业标准化处理后的并购溢价(ADJUSTED_PRE)作为被解释变量重新进行回归。第二,本文使用并购溢价金额(交易总价-交易标的净资产账面价值×收购比例)的自然对数(PRE_AMOUNT)作为替代变量重新进行回归。第三,参考冯科和杨威^[30]的做法,本文使用当年商誉变化值(GW)作为并购溢价的替代变量进行回归。结果见表 4 列(3)至列(5),机构投资者“分心”(INATT)的系数均显著为正,表明即使采用新的代理变量衡量并购溢价,机构投资者“分心”对并购溢价的促进作用依然存在。

3. 排除高技术企业的影响

高技术企业的决策逻辑和对并购溢价的接受程度有别于其他行业企业,高技术企业更看重技术创新能力、知识产权等无形资产,而这类资产较难准确估值。出于对并购协同效应的期待,高技术企业通常愿意支付更高的并购溢价。根据国家统计局颁布的《高技术产业(制造业)分类(2017)》以及《高技术产业(服务业)分类(2018)》标准,借鉴曾国安等^[31]的研究,本文主要选取 C26、C27、C34、C35、C37—C40、C43、I63—I65 共 12 个大类产业作为高技术行业,其余则归为非高技术行业,且仅保留非高技术行业的企业进行检验。表 4 列(6)结果显示,在排除高技术企业后的样本回归结果中,机构投资者“分心”(INATT)与企业并购溢价(PRE)的回归系数仍然显著为正。

表 4 稳健性检验结果

变量	替代解释变量		替换被解释变量			排除高技术企业	排除宏观因素
	(1) PRE	(2) PRE	(3) ADJUSTED_PRE	(4) PRE_AMOUNT	(5) GW	(6) PRE	(7) PRE
INATT			1.648 *	4.406 *	0.035 **	1.239 **	1.149 **
			(1.857)	(1.747)	(2.021)	(2.498)	(2.244)
INATT1	1.311 **						
	(2.336)						
INATT2		0.277 *					
		(1.911)					
CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND/YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.180	-0.157	-3.332	-0.872	-0.089 *	-1.611	-1.215
	(-0.196)	(-0.174)	(-1.487)	(-0.121)	(-1.662)	(-1.107)	(-1.409)
观测值	2420	2420	2420	2420	2420	1075	1864
调整 R ²	0.029	0.024	0.033	0.194	0.125	0.042	0.059

注:列(6)和列(7)中样本量减少为剔除部分样本所致;控制变量回归结果未列示,备索,下同。

4. 排除宏观因素的干扰

本文以行业极端收益率衡量机构投资者“分心”,然而,宏观因素(如金融危机、新冠疫情)可能会对机构投资者“分心”与并购溢价的关系产生影响。由于在特殊时期企业估值难度增大,并购溢价易出现波动,因此两者

之间关系的变化可能是宏观事件冲击导致的,并非机构投资者“分心”本身的影响。为了排除宏观因素的干扰,本文剔除金融危机及新冠疫情期间的样本后重新进行回归,结果如表4列(7)所示,机构投资者“分心”(INATT)与并购溢价(PRE)的回归系数在5%显著性水平上为正。

(四)内生性检验

1. 倾向得分匹配(PSM)

机构投资者是否“分心”并不是完全随机的,可能是个体选择的结果。例如,机构投资者通常偏好治理有效和财务优良的公司^[32],那么财务状况欠佳的公司本身就难以吸引机构投资者的目光,因此投资此类企业的机构投资者相对更易“分心”,同时这类企业在并购过程中出现较高或较低并购溢价情况的可能性也更大。本文通过倾向得分匹配(PSM)方法进行样本配对来解决选择偏差问题,根据机构投资者“分心”(INATT)的中位数将样本划分为两组:实验组(机构投资者“分心”程度高组)和控制组(机构投资者“分心”程度低组)。本文运用一对二近邻匹配法进行倾向得分匹配,选取基准回归模型中的控制变量作为协变量,运用Logit模型计算机构投资者发生“分心”行为的倾向得分值。平衡性结果(未列示,备索)显示,实验组和控制组机构投资者除了在企业并购溢价方面存在差异外,在协变量方面不存在显著差异。将匹配后的样本重新进行回归,结果如表5列(1)所示,机构投资者“分心”(INATT)的系数显著性与符号均未发生改变。此外,本文使用熵平衡法再次进行匹配和验证,结果如表5列(2)所示,机构投资者“分心”(INATT)的系数为0.866,在5%水平上显著,结果依然稳健。

表5 内生性检验结果

变量	一对二近邻匹配	熵平衡法	处理效应模型		工具变量法		安慰剂检验
	(1) PRE	(2) PRE	(3) INATT_DUM	(4) PRE	(5) INATT	(6) PRE	(7) PRE
INATT	1.178 * (1.692)	0.866 ** (2.062)		0.904 ** (2.096)		1.317 * (1.831)	
INATT_RANDOM							0.244 (1.224)
IV					38.869 *** (20.331)		
IMR				0.089 (0.462)			
CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND/YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.653 (-0.531)	0.467 (0.539)	13.892 *** (9.209)	0.742 (0.388)	-0.101 (-1.320)	-0.246 (-0.266)	-0.149 (-0.164)
LM					43.247 ***		
Wald F					159.654		
观测值	1789	2420	2420	2420	2420	2420	2420
调整 R ²	0.033	0.222	0.259	0.026	0.615	0.084	0.021

注:列(1)样本量因PSM匹配而减少。

2. 处理效应模型

为了避免不可观测因素导致的样本自选择问题,本文采用Heckman两阶段回归方法进行内生性处理。参考严若森和张素各^[33]的做法,在第一阶段回归中,将机构投资者按是否“分心”设置成虚拟变量,并与前文控制变量进行回归,将得到的逆米尔斯比率(IMR)放入第二阶段回归模型中。表5列(3)和列(4)显示,在第二阶段回归结果中,INATT的系数显著为正,IMR的系数并不显著,表明样本不存在自选择问题。

3. 工具变量法

为缓解潜在的内生性问题,本文参考严若森和张素各^[33]的方法,以解释变量机构投资者“分心”与其均值作差后的立方作为工具变量(IV)。该方法不需要借助外部因素构建工具变量,能够同时满足工具变量外生性和相关性的要求,且在很大程度上能规避内生性偏误导致的估计效率下降问题。表5列(5)为第一阶段的回归结果,IV的系数显著为正,表明工具变量会加剧机构投资者“分心”;列(6)是第二阶段回归结果,INATT的回归系数显著为正,表明在控制内生性问题后,机构投资者“分心”推高企业并购溢价的结论仍然稳健。此外,LM统计量在1%的水平上显著,Wald F统计量大于16.38,证明工具变量的选择是合理的。

4. 安慰剂检验

考虑到外部环境的波动可能会影响机构投资者的注意力分配以及企业并购的市场环境,进而影响并购溢价,本文采用安慰剂检验方法进一步排除遗漏变量的影响。为此,本文构造了一个与机构投资者“分心”类似但实际上随机生成的变量,若该随机生成的安慰剂变量对企业并购溢价有显著影响,则说明原模型存在遗漏变量问题,原结果不可靠。随机生成的机构投资者“分心”变量为 *INATT_RANDOM*,表 5 列(7)中 *INATT_RANDOM* 的系数不再显著,说明企业并购溢价的上升的确是由机构投资者“分心”引起的。

五、进一步分析

(一) 机制分析

1. 信息支持的机制检验

机构投资者通常具备深厚的行业知识积淀、敏锐的市场洞察力以及对潜在并购目标运营状况的深刻理解,但在“分心”状态下,这些宝贵的信息资源和实践经验无法有效地整合并传达给并购方,导致高管在并购决策的过程中缺乏来自机构投资者的信息支持,从而更倾向于采取过于乐观的估值策略,最终表现为较高的并购溢价。由于机构投资者的信息支持效应难以直接观测,本文以机构投资者实地调研次数的增长率(*VISIT*)替代表示。调研活动是机构投资者有效发挥咨询职能的重要手段,调研活动的频次在一定程度上体现了机构投资者对企业的信息支持强度^[34],频繁的调研行为意味着机构投资者积极参与上市公司重大事项,信息的及时传递有助于高管准确评估标的企业的内在价值和发展潜力,进而降低溢价风险。为了检验信息支持机制,本文参考江艇^[35]的方法构建式(4)和式(5)中介效应模型,表 6 列(1)展示了机构投资者“分心”(*INATT*)对实地调研(*VISIT*)的影响,*INATT* 的系数为 -0.261,且在 5% 的水平上显著,说明机构投资者“分心”会显著减少对被投资企业的实地调研活动,这从侧面印证了机构投资者“分心”对并购溢价的推动作用源于信息支持的减弱。

$$VISIT_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 INATT_{it} + \gamma_2 \sum CONTROL_{it} + \varepsilon_{it} \tag{5}$$

2. 监督治理的机制检验

公司治理水平是影响企业并购溢价的重要因素。Mueller^[36]指出,相比利润最大化和股东福利,高管更倾向于追求企业规模的扩张,为此甚至会选择那些预期回报较低的并购项目。机构投资者“分心”会减弱对公司的监督治理作用,导致高管自利行为增加,进而引发高溢价。为了验证这一机制,本文以公司的代理成本衡量监督治理效力,借鉴冯科和杨威^[30]的做法,采用管理费用率(*MER*)作为公司代理成本的度量指标。管理费用率越高,通常意味着公司用于管理层面的支出相对越多,可能存在过度消耗公司资源、侵蚀股东价值等问题,这一指标从侧面体现了潜在代理问题的严重程度。本文构建式(4)和式(6)中介效应模型进行机制检验,表 6 列(2)展示了机构投资者“分心”(*INATT*)对公司代理成本(*MER*)的影响,*INATT* 的系数为 0.125,且在 10% 的水平上显著,说明机构投资者“分心”加剧了代理问题,减弱了监督治理效力,印证了机构投资者“分心”通过弱化监督治理推高并购溢价的机制。

$$MER_{it} = \beta_0 + \beta_1 INATT_{it} + \beta_2 \sum CONTROL_{it} + \varepsilon_{it} \tag{6}$$

(二) 异质性检验

1. 机构投资者异质性的影响

本文进一步划分机构投资者类型来考察其作用边界,按照持股比例和持股稳定性可将机构投资者分为专注型和临时型两类。相较于临时型机构投资者,专注型机构投资者通常持股比例较大,并且倾向于长期稳定持股^[37],能够更有效地监督和约束高管的行为。然而,当专注型机构投资者“分心”时,原本较强的监督力度随着注意力转移突然下降,缺乏监督的高管可能会基于提升公司短期业绩和满足个人利益的目的,难以尽职地审慎评估目标企业,从而导致并购高溢价。本文参考王垒等^[38]的做法,首先,依据行业、年份中位数大小确定机构投资者持股比例高低,若企业的机构投资者持股比例大于行业、年份中位数,则赋值为 1,反之赋值为 0;其次,计算

表 6 机制检验结果

变量	信息支持 (1) <i>VISIT</i>	监督治理 (2) <i>MER</i>
<i>INATT</i>	-0.261 ** (-2.114)	0.125 * (1.922)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制
<i>IND/YEAR</i>	控制	控制
常数项	-0.189 (-0.542)	0.548 *** (3.120)
观测值	2420	2420
调整 R ²	0.071	0.291

机构投资者当年持股比例与过去三年机构投资者持股比例标准差的比值,若该比值大于行业、年份中位数,则取值为1,反之取值为0;最后,当机构投资者同时满足持股比例较高、持股较稳定时,将其定义为专注型机构投资者,其他则为临时型机构投资者。分组检验结果如表7列(1)和列(2)所示,在专注型机构投资者样本组中,机构投资者“分心”与并购溢价显著正相关,而在临时型机构投资者样本组中两者的关系不显著,说明专注型机构投资者“分心”对企业并购溢价产生的负面影响更明显。

2. 企业信息披露的约束作用

信息披露质量是影响公司决策的重要因素^[39],如果企业积极进行信息披露,那么即使面临机构投资者“分心”的情况,缺乏机构投资者密切监督和信息支持的企业接受了不合理的并购溢价,其他市场投资者也可以通过分析披露的信息发现问题并产生怀疑,从而促使高管审视和修正并购决策。由此可以推测,当企业信息披露机制较完善时,机构投资者“分心”对并购溢价的推动作用会减弱。本文参考李志辉等^[40]的研究,选取KV指数作为信息披露水平的代理变量,KV指数是反映市场信息的重要指标,在一定程度上可视为投资者针对信息不对称程度所给出的客观评价,KV指数越高,代表信息披露质量越低。本文根据KV指数的中位数将样本分为两组,大于中位数的为信息披露程度较低组(赋值为0),小于中位数的为信息披露较高组(赋值为1),并进行分组检验。表7列(3)和列(4)展示了在不同信息披露程度下机构投资者“分心”对并购溢价的异质性影响,机构投资者“分心”(INATT)的系数在信息披露程度较低样本组中显著为正(0.697),在信息披露程度较高样本组中不显著,说明高质量的信息披露更易暴露高管自利行为,在机构投资者“分心”时会起到一定的约束作用,抑制高管做出高溢价并购决策。

表7 异质性检验结果

变量	机构投资者		信息披露程度		公司并购经验		媒体监督	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	专注型	临时型	较低	较高	较丰富	较匮乏	较强	较弱
	PRE	PRE	PRE	PRE	PRE	PRE	PRE	PRE
INATT	1.308 *	0.001	0.697 *	0.981	0.523	1.438 *	0.286	2.881 ***
	(1.948)	(0.004)	(1.727)	(1.619)	(1.390)	(1.784)	(0.888)	(2.730)
CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND/YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.024	-1.338	-2.155	-0.914	1.706	-1.247	-0.086	1.003
	(1.297)	(-1.061)	(-1.644)	(-0.350)	(1.284)	(-1.000)	(-0.039)	(0.461)
观测值	876	1544	1214	1206	1210	1210	1085	1020
调整 R ²	0.196	0.040	0.068	0.100	0.039	0.046	0.074	0.101

注:列(7)和列(8)中样本量之和不足2420是因为数据库中媒体数据仅更新到2023年。

3. 企业并购经验的支持作用

知识基础观强调知识作为核心资源在企业战略决策中的关键作用,拥有丰富并购经验的企业通常建立了较为完善的评估体系和决策流程,对目标企业的价值判断更为准确,不易受到市场情绪或非理性因素的影响,因此即使在机构投资者“分心”的情境下,这些企业也能依靠自身的经验和专业知识有效评估并购风险和收益,避免因信息支持不足而支付过高的并购溢价。本文参考张志平等^[18]的做法,采用企业过去五年内成功实施并购事件占全部并购事件的比重来衡量企业并购经验,按照并购经验的中位数将样本分成两组,回归结果见表7列(5)和列(6)。INATT的回归系数在并购经验较匮乏的样本组中显著为正,在并购经验较丰富的样本组中不显著,这一结果证实了并购经验对于企业并购决策的重要性,企业在过往并购事件中积累的经验能够在一定程度上对冲机构投资者“分心”对并购溢价的不利影响。

4. 外部媒体的治理作用

媒体监督对上市公司的治理作用日益增强,不合理的高溢价可能潜藏着并购方和目标方之间的利益输送、内幕交易等问题,媒体跟踪报道会引发投资者和社会公众的广泛关注,促使并购方重新审视决策,对溢价进行合理修正,防止因不合理的高溢价而损害股东利益和市场公平。当机构投资者因外部事件“分心”时,媒体关注也会对高管的并购决策产生较好的监督作用,降低高溢价并购的发生率。为了验证媒体监督的作用,本文利用CNRDS财经数据库提供的媒体正面、负面、中性报道数量,采用Janis-Fadner系数(J-F)构建媒体监督指标。有

关企业的积极报道越多, J-F 系数越接近于 1, 企业面临的媒体监督压力越小; 有关企业的负面报道越多, J-F 系数越接近于 -1, 企业面临的媒体监督压力越大。本文根据企业媒体监督指标的中位数将样本划分为两组, 检验结果如表 7 列(7)和列(8)所示, 机构投资者“分心”(INATT)的系数在媒体监督较强样本组中不显著, 在媒体监督较弱样本组中显著为正, 说明媒体监督尤其是负面报道是一种有效的外部治理机制, 媒体监督较弱公司的高管在机构投资者“分心”时更容易做出损害公司利益的高溢价并购决策。

六、研究结论与启示

本文以 2007—2024 年沪深 A 股上市公司并购事件为研究样本, 实证检验机构投资者“分心”对企业并购溢价的影响。研究发现, 机构投资者“分心”程度越大, 企业并购溢价越高; 机制检验结果显示, 机构投资者“分心”对并购溢价的推动作用在机构投资者信息支持较弱、监督治理效力较低的样本中更为明显; 进一步分析发现, 相较于临时型机构投资者, 专注型机构投资者“分心”对推高并购溢价的影响更为显著; 高质量的信息披露、丰富的并购经验以及有效的媒体监督能够缓解机构投资者“分心”对并购溢价的不利影响, 发挥重要的补充治理作用。

本文结论在理论层面丰富了机构投资者非理性因素对企业并购决策影响的相关研究, 并为实践层面防控高溢价并购风险提供了参考。第一, 企业应提高信息披露质量和透明度, 强化与机构投资者的沟通, 缓解因机构投资者“分心”加剧的信息不对称, 减小并购定价决策偏差。同时, 应建立并购经验积累与共享机制, 在重大并购决策前, 引入第三方估值机构或行业专家进行评估, 为高管谈判提供专业支持。第二, 机构投资者一方面应优化投后管理, 建立针对高溢价并购交易的专项预警机制, 当被投资企业启动重大并购而自身可能处于“分心”状态时, 需调整内部决策流程以降低注意力分散的负面影响; 另一方面应强化对被投资企业的信息支持能力, 通过电话会议、实地调研、私下沟通等方式深度参与企业并购交易过程, 为管理层提供专业化的定价估值建议, 弥补自身“分心”期间的支持不足。第三, 监管部门应加强并购信息披露监管, 强化对定价合理性的审查及管理层责任; 引导机构投资者建立持续跟踪机制, 减少“分心”的负外部性影响; 鼓励媒体等发挥市场监督作用, 形成风险防控合力。

参考文献:

- [1] Gu F, Lev B. Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and goodwill impairment[J]. The Accounting Review, 2011, 86(6): 1995-2022.
- [2] Brav A, Jiang W, Partnoy F, et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4): 1729-1775.
- [3] 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[J]. 南开管理评论, 2021(1): 39-49+59-60.
- [4] Kempf E, Manconi A, Spalt O. Distracted shareholders and corporate actions[J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30(5): 1660-1695.
- [5] 王攀, 郭晓冬, 吴晓晖. 机构投资者“分心”与企业研发操纵[J]. 科研管理, 2023(8): 109-118.
- [6] 袁玉, 吴战旄, 廖佳. 机构投资者分心会加剧管理层语言膨胀吗? ——基于年报文本语调的实证研究[J/OL]. 南开管理评论, 1-33.
- [7] 吴战旄, 袁玉. 机构投资者分心与股价反馈效应——基于管理层学习的视角[J/OL]. 系统工程理论与实践, 1-29.
- [8] Xiang C, Chen F, Jones P, et al. The effect of institutional investors' distraction on firms' corporate social responsibility engagement: Evidence from China[J]. Review of Managerial Science, 2021, 15: 1645-1681.
- [9] Kim J Y, Canina L. Acquisition premiums and performance improvements for acquirers and targets in the lodging industry[J]. Cornell Hospitality Quarterly, 2013, 54(4): 416-425.
- [10] Dionne G, La Haye M, Bergerès A S. Does asymmetric information affect the premium in mergers and acquisitions? [J]. Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie, 2015, 48(3): 819-852.
- [11] Qiu B, Trapkov S, Yakoub F. Do target CEOs trade premiums for personal benefits? [J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 42: 23-41.
- [12] Hayward M L A, Hambrick D C. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris[J]. Administrative Science Quarterly, 1997: 103-127.
- [13] Li B, Liu Z, Wang R. When dedicated investors are distracted: The effect of institutional monitoring on corporate tax avoidance[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2021, 40(6): 106873.
- [14] Liu C, Low A, Masulis R W, et al. Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance[J]. The Review of Financial Studies, 2020, 33(10): 4489-4531.
- [15] 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(5): 144-156.
- [16] 陈诣之, 潘敏. 机构投资者调研与并购绩效——基于信息不对称视角的研究[J]. 经济管理, 2022(4): 175-192.

- [17] Ma L. The effect of institutional ownership on M&A performance: Evidence from China[J]. *Applied Economics Letters*, 2020, 27(2): 140–144.
- [18] 张志平, 潘爱玲, 吕风光. 连锁机构投资者的双重功能与企业并购价值[J]. *经济管理*, 2022(11): 148–166.
- [19] Ocasio W. Towards an attention-based view of the firm[J]. *Strategic Management Journal*, 1997, 18(S1): 187–206.
- [20] Lampel J, Shamsie J, Shapira Z. Experiencing the improbable: Rare events and organizational learning[J]. *Organization Science*, 2009, 20(5): 835–845.
- [21] 谭劲松, 林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. *南开管理评论*, 2016(5): 115–126 + 138.
- [22] 李曜, 宋贺. 风险投资支持的上市公司并购绩效及其影响机制研究[J]. *会计研究*, 2017(6): 60–66 + 97.
- [23] Andriosopoulos D, Yang S, Li W. The market valuation of m&a announcements in the United Kingdom[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2016, 48: 350–366.
- [24] Conyon M J. Corporate governance changes in UK companies between 1988 and 1993[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 1994, 2(2): 87–100.
- [25] 张洽, 袁天荣. CEO 权力、私有收益与并购动因——基于我国上市公司的实证研究[J]. *财经研究*, 2013(4): 101–110 + 122.
- [26] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. *管理世界*, 2013(7): 31–43.
- [27] Fich E M, Harford J, Tran A L. Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118(1): 21–48.
- [28] 张鸣, 郭思永. 高管薪酬利益驱动下的企业并购——来自中国上市公司的经验证据[J]. *财经研究*, 2007(12): 103–113.
- [29] Laamanen T. On the role of acquisition premium in acquisition research[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(13): 1359–1369.
- [30] 冯科, 杨威. 并购商誉能提升公司价值吗? ——基于会计业绩和市场业绩双重视角的经验证据[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2018(3): 20–32.
- [31] 曾国安, 苏诗琴, 彭爽. 企业杠杆行为与技术创新[J]. *中国工业经济*, 2023(8): 155–173.
- [32] 史永东, 王谨乐. 中国机构投资者真的稳定市场了吗? [J]. *经济研究*, 2014(12): 100–112.
- [33] 严若森, 张素各. 同伴企业环境信息披露质量与家族企业绿色创新——基于二元合法性视角的检验[J/OL]. *南开管理评论*, 1–25.
- [34] 钱爱民, 张晨宇. 股权质押与信息披露策略[J]. *会计研究*, 2018(12): 34–40.
- [35] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. *中国工业经济*, 2022(5): 100–120.
- [36] Mueller D C. A theory of conglomerate mergers[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1969, 83(4): 643–659.
- [37] Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2): 279–305.
- [38] 王垒, 曲晶, 赵超超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. *管理世界*, 2020(7): 132–153.
- [39] 王生年, 董令威. 自愿披露客户信息影响了债券违约风险吗? [J]. *南京审计大学学报*, 2024(1): 67–75.
- [40] 李志辉, 李向楠, 季山. 上市公司信息披露质量对市场操纵的影响研究[J]. *财经科学*, 2025(2): 33–46.

[责任编辑: 王丽爱]

Comprehensive or Compromised: Institutional Investor Distraction and M&A Premiums

WU Qian¹, HUANG Xinfeng², NIU Lu³

- (1. School of Business Administration, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;
2. School of Economics and Management, University of Science and Technology Beijing, Beijing 100083, China;
3. College of Management, Ocean University of China, Qingdao 266100, China)

Abstract: The “distraction” caused by the scattered attention of diversified institutional investors may weaken their governance effectiveness, and its impact on corporate mergers and acquisitions (M&A) decisions has not been fully explored. Taking M&A events of Chinese A-share listed companies from 2007 to 2024 as a sample, this paper empirically examines the impact of institutional investors’ “distraction” on M&A premiums and its mechanism. The study finds that institutional investors’ “distraction” is significantly and positively correlated with M&A premiums. Mechanism tests indicate that institutional investors’ “distraction” drives up M&A premiums by reducing information support and weakening governance effectiveness. Further analysis reveals that the “distraction” behavior of focused institutional investors is more likely to trigger high-premium M&As than transient institutional investors; high-quality information disclosure, extensive M&A experience, and effective media supervision can significantly mitigate this effect. This study expands the research boundary of the economic consequences of institutional investors’ “distraction” and the motivations behind high-premium M&As, and provides a basis for M&A decision-making and regulatory optimization in practice.

Key Words: distracted institutional investors; M&A premium; information disclosure; media supervision; governance effect