

经济政策不确定性与参照点效应^{*}

——基于中国公司并购溢价的实证研究

国文婷¹ 陈冀伟²

(1. 华东师范大学经济与管理学部 上海 200062)

(2. 信阳师范学院财务处 河南信阳 464000)

摘要: 本文以2007—2019年中国公司收购境内外上市目标公司的并购案例为研究对象,发现目标公司国家经济政策不确定性会增强参照点效应,即不确定性会正向调节参照点对并购溢价的影响。拓展研究发现,对于私有性质收购方或通过债务方式融资的收购方,该调节效应更大;在股市震荡时期或并购金融及地产类目标公司时,参照点效应更容易受不确定性的影响;更进一步地,好的外部治理环境、较强的收购方流通能力、聘请财务顾问、实施横向并购、采用股票支付方式,可以降低不确定性对参照点效应的影响。

关键词: 经济政策不确定性 并购溢价 参照点效应

中图分类号: F272 **JEL 分类号:** G34 G12 G28

一、引言

经济增长不平衡的加剧、国际政治局势的紧张,以及全球公共卫生安全事件的突发,对世界各国经济体系造成了明显的冲击。为此,各国政府对政策工具组合及实施力度做出了调整,在此过程中伴随的不可预测性、不透明性和模糊性,会导致经济政策的不确定性(Gulen和Ion,2016)。尤其是对于企业并购,可供收购方选择的目标公司遍布全球,但各国政府将在何时、采取何种经济政策不得而知。在此背景下,经济政策不确定性成为企业并购实务和学术研究的热点。

现有文献主要集中在经济政策不确定性如何影响目标公司的选择、并购支付方式、并购意愿以及并购绩效等方面。一是目标公司的选择。贾玉成和张诚(2018)认为,2008年金融危机后的“四万亿”计划是推动中国经济政策不确定性上升的主要力量,政策强调促进投资、扩大开放等,这使得企业更倾向于选择境外标的;Aguiar和Gopinath(2005)发现在东南亚金融危机时期,外资倾向于收购资产被严重低估的标的;Bonaime等(2018)认为,政策不确定性不仅会增加目标公司估值的风险,而且会增加并购后整合的风险,收购方会更加谨慎,选择能够为其带来财富效应的并购标的。二是并购支付方式。Nguyen和Phan(2017)认为制度政策不确定性会增加资本成本和流动性风险,恶

^{*} 本文为国家自然科学基金青年项目“全球价值链下的企业并购研究:基于网络分析的方法”(项目编号:71803048)、华东师范大学经济与管理学部博士研究生科研创新计划一般项目“信息不对称条件下并购溢价决策的锚定效应研究”(项目编号:2018FEM-BCKYB010)的阶段性成果。作者感谢匿名评审专家以及“2020年北京大学经济科学博士生学术论坛”参会学者的宝贵意见。文责自负。

化企业的财务状况，收购方更愿意选择非现金的支付方式。三是并购意愿。支持企业并购的观点认为，经济政策不确定性升高，不仅会使管理者通过兼并重组建立“帝国大厦”（Duchin 和 Schmidt，2013），还会促使企业通过垂直并购降低其他层面的不确定性（Garfinkel 和 Hankins，2011）；反对企业并购的观点认为，经济政策不确定性会带来前景预期的不确定性，管理者更倾向于等待时机或推迟并购（Bonaime 等，2018）。四是并购绩效。一种观点认为经济政策不确定性不会对并购绩效产生负面影响（Bonaime 等，2018；Nguyen 和 Phan，2017），另一种观点认为不确定性会导致较低的并购绩效（黄灿等，2020）。

上述研究都忽视了决策者的心理因素。Tversky 和 Kahneman（1974）在前景理论中提出“参照点”概念，决策者会根据已有的基准信息进行调整，但认知偏差和调整惰性会导致调整不足，使最终的决策严重依赖于基准信息，他们把这种心理行为因素界定为非理性特征，并将此纳入决策分析框架中。本文将研究视角转向参照点，即在并购溢价决策中存在参照点效应的前提下（Ma 等，2019；蓝发钦和国文婷，2020），研究经济政策不确定性对参照点效应的影响。

具体而言，本文基于蓝发钦和国文婷（2020）、陈仕华和李维安（2016）、Baker 等（2012）的研究成果验证了参照点效应的存在性，研究目标公司国家经济政策不确定性会增强还是减弱并购溢价决策中的参照点效应。本文以 2007—2019 年中国公司收购境内外上市目标公司的并购案例为样本，发现目标公司国家经济政策不确定性会增强参照点效应，并检验经济政策不确定性对参照点效应影响的并购估值机制和现金持有机制，分类研究不同所有权结构、债权结构、股市波动周期和标的行业下的影响，又基于政府、企业和并购策略三大维度，探究降低该影响的措施。

本文的贡献体现在：其一，拓展交叉学科的研究范畴。经济政策不确定性是企业并购决策的重要影响因素，学者在研究经济政策不确定性影响企业并购决策时，更多基于理性预期，但是，决策的主体是管理者，其心理及行为特征很可能会影响并购决策，表现出非理性倾向。其二，丰富参照点效应的研究视角。在对参照点效应的研究中，多数学者重点考察并购溢价决策中参照点效应的存在性（蓝发钦和国文婷，2020；陈仕华和李维安，2016；Baker 等，2012），本文另辟蹊径，在此基础上把研究视角转向经济政策不确定性，拓展了相关领域的研究范畴。其三，为企业并购实践提供理论借鉴和现实参考。在 2020 全球经济大震荡，以及 2021 世界各国持续受疫情冲击的时代背景下，企业并购举步维艰，管理者和股东之间的利益冲突愈发激烈，非理性决策的现象愈发严重，本文从政府宏观层面、企业微观层面以及并购策略层面出发，提出降低经济政策不确定性影响的措施，这对中国公司并购决策具有重要的参考价值。

二、理论基础与研究假设

（一）参照点效应的理论分析

参照点效应是企业决策重要的非理性因素（陈仕华和李维安，2016），其理论根源于 Tversky 和 Kahneman（1974）提出的锚定和调整机制。决策者在不确定情境下，会被看似重要实则不重要的信息所吸引，并以该信息为基准进行调整，直到他们认为最优的点。其中，既有的“信息”就是参照点，“最优的点”就是前景理论下决策者的信念和期望，从参照点调整到他们认为最优的点这一过程被称为调整过程。在调整过程中，决策者的

认知惰性会导致调整不足，产生调整偏差，使决策结果严重依赖于参照点。

决策环境中的不确定性（Tversky 和 Kahneman, 1974）或决策者的信息匮乏（Mussweiler 和 Strack, 2000）是参照点效应存在的前提。不确定的决策环境或信息劣势使决策者无法精确地估计各种情况发生的概率，也无法准确地预测情况发生后可能出现的结果（Milliken, 1987），因此不得不通过先验性事实进行决策，从而产生决策偏差。企业并购最典型的特征是信息不对称，即在目标公司价值方面，收购方存在信息劣势，因此基于 Mussweiler 和 Strack（2000）的理论，企业并购决策很有可能会受到参照点的影响。

并购溢价决策是企业并购的重中之重，不仅关乎交易成败，还关系到合并后企业的协同和整合。并购溢价的决策主要依赖于并购价格，并购价格又源于目标公司的价值和合并后实体的评估价值，以及并购双方的相对议价能力。但是在评估目标公司价值过程中，收购方与目标公司之间存在信息不对称——目标公司更清楚自己的真实价值而收购方却不够清楚，基于 Mussweiler 和 Strack（2000）的观点，信息劣势的收购方在价值评估过程中存在参照点效应，即参照点会影响收购方对目标公司的价值评估。另外，目标公司的价值估值是并购定价的主要依据，估值水平越高，收购方愿意支付的溢价也越高，因此参照点会通过并购估值机制影响并购溢价。本文提出研究假设 1。

H1：并购溢价决策中存在参照点效应。

（二）经济政策不确定性对并购溢价的影响

与参照点对并购溢价的影响机制类似，经济政策不确定性也会通过并购估值机制影响并购溢价。在并购估值过程中，收购方基于所能获取的目标公司信息估计其独立价值和双方合并价值；但是信息不对称使收购方无法准确地估计目标公司的独立价值，因此为了成功收购目标公司，收购方不得不在其可接受的价格范围内报出更高价格。而经济政策不确定性会进一步加剧收购方的信息劣势（Nguyen 和 Phan, 2017），使其在评估目标公司独立价值时存在更大困难，导致收购方支付更高的并购溢价。

经济政策不确定性还会通过价格博弈机制影响并购溢价。当目标公司的估值基本确定后，并购双方会开展价格博弈，因为经济政策等宏观层面的不确定性会影响整个国家的经济发展，所以目标公司所在国家的经济政策不确定性会对价格博弈结果产生影响。例如，Gulen 和 Ion（2016）发现与税收、政府支出以及监管和货币政策相关的不确定性阻碍了大衰退后美国的经济复苏；美媒报道也表明，债务危机和布什执政党期间对减税政策的争议导致不确定性的激增，使得 2011—2012 年的美国 GDP 下降超 1 个百分点和至少 100 万次工作机会的削减（Nguyen 和 Phan, 2017）。在国家宏观发展受到阻碍时，企业并购的合并效应也难以继和提高。基于这种潜在可能性，收购方在价格博弈中占据优势，议得较低的并购溢价。

由此可见，目标公司国家经济政策不确定性会通过并购估值机制提高溢价，又会通过价格博弈机制降低溢价，二者作用方向相反，因此本文提出竞争性研究假设 2。

H2a：目标公司国家经济政策不确定性会提高并购溢价。

H2b：目标公司国家经济政策不确定性会降低并购溢价。

（三）经济政策不确定性对参照点效应的影响

经济政策不确定性会导致并购溢价决策环境的不确定性，而决策环境的不确定性是参照点效应存在的一个前提（Tversky 和 Kahneman, 1974），因此目标公司国家经济政策不确定性很可能对并购溢价决策中的参照点效应产生影响，那么究竟会增强参照点效

应还是会减弱参照点效应？

目标公司国家经济政策不确定性可能会增强并购溢价决策中的参照点效应。一方面，目标公司国家经济政策不确定性会提高价值评估的难度，进而提高并购溢价决策中对参照点的依赖程度。实务界在对持续经营的目标公司进行价值评估时主要采用收益法和市场法。收益法是基于效用价值论的评估方法，效用价值论认为资产的价值取决于预期未来的获利能力，因此收益法是以未来获利的多少来估计目标公司的价值，即目标公司未来预期收益的现值。在这种价值评估方法下，收购方需要把握两大要素：一是目标公司的未来预期收益，二是预期收益折现的风险。当目标公司国家经济政策不确定性较大时，收购方对目标公司未来预期收益的评估存在难度，因为宏观环境和经济政策的不确定性往往涉及国家层面对产业支持的力度以及对消费需求的刺激程度等的不确定性，而这些都与目标公司未来预期收益息息相关。不仅如此，对目标公司未来预期收益评估之后，收购方还要确定未来收益实现的风险因素——折现率，折现率会随着金融环境不确定性、国家层面不确定性、国与国之间的不确定性等发生变化。市场法是建立在替代原理基础上的一种评估方法，替代原理认为在公开、竞争充分的市场上，相同或相似的资产应该拥有相同或相似的交易价格，因此市场法是在公开交易市场上寻找相同或相似的资产作为可比对象，通过可比对象的市场价值分析目标公司的价值。这就要求市场是有效的，也就是说可比对象的市场股价信息可以反映其特有的企业信息，但是在目标公司国家经济政策不确定的背景下，可比对象的市场股价信息难以准确反映企业特有信息。靳光辉等（2016）认为经济政策不确定性的提升会增加投资者的风险感知和对不确定性的厌恶程度，从而导致投资者情绪下降，影响投资者对政策信息的理解和把握，降低投资者的理性程度（Jr 和 Sharfman, 1993），而当大量投资者的行为受非理性情绪驱动时，市场的股价同步性就会提高，股票价格就难以反映出企业的特有信息，从而使市场法的评估效果大打折扣。因此，目标公司经济政策不确定性的提高会增加采用收益法和市场法并购估值的难度，而 Tversky 和 Kahneman（1974）认为不确定性的提高和决策难度的增加会导致收购方在并购决策中更依赖于参照点，即目标公司国家经济政策不确定性会增强参照点对并购溢价的影响。

另一方面，目标公司国家经济政策不确定性会增加目标公司的现金持有，从而降低目标公司对流动性的需求，增加并购博弈中目标公司的议价能力及参照点对决策的影响力。Bates 等（2009）认为，当外部宏观环境不确定性较高时，资本市场的波动会更加频繁，企业会基于风险规避动机提高现金持有；汪弘等（2019）也认为，经济政策不确定性的增加会增强企业现金持有的动机，使其愿意持有更多的现金资产和其他流动性资产，以缓冲日后的借款需求或减小未来外部冲击的影响。而目标公司的现金持有会在价格博弈过程中影响并购双方的相对议价能力，因为高现金持有的目标公司不存在对现金的迫切需求，在同等条件下其议价地位会高于低现金持有的目标公司。Officer（2007）对此进行研究，即目标公司对现金的需求是否会影响价格博弈的结果，他用目标公司的上市状态衡量其对现金的需求，认为上市公司的现金留存高于预期，而非上市公司不得不花费大量的成本获取现金流，因此非上市公司往往比上市公司对现金流存在更迫切的需求；并得出非上市目标公司要比上市目标公司的资产出售价格平均低 15% 至 30% 的结论，而且如果买方采用现金支付的话，非上市目标公司的出售折扣会更低。由此可见，目标公司国家经济政策不确定性会通过增加目标公司的现金持有水平来增强其议价地位，而相

对较高的议价地位又会增强目标公司在并购博弈中的话语权和决定权，故而当参照点有助于目标公司获得更高并购溢价时，比如并购前一段时间的股票最高收盘价与并购溢价正相关时，经济政策不确定性会增强参照点效应。

目标公司国家经济政策不确定性还可能会减弱并购溢价决策中的参照点效应。一方面，目标公司国家经济政策不确定性较高意味着收购方面临着较大的信息不确定性，因此收购方会更加勤勉尽责，实施更多、更细致的尽职调查，以缓解并购双方之间的信息不对称程度（Li 和 Tong，2018）。收购方通过尽职调查，更了解目标公司的信息，从更加综合和全面的角度对目标公司价值进行评估，因此参照点就成为众多可供参考信息之一，其所占的比重和重要性会有所下降，收购方的行为决策也会因为尽职调查而变得更理性和有效。基于这一假定，目标公司国家经济政策不确定性会通过收购方的尽职调查机制降低并购溢价决策中的参照点效应。

另一方面，目标公司经济政策不确定性较高不仅意味着收购方面临较大的不确定性，还意味着市场也面临较大的不确定性，这会使市场对目标公司价值和信息的预期存在较大分歧，更容易导致股价的错误估值（Li 和 Tong，2018）。尤其是在并购前出现的不确定的政策冲击，往往会对国家和企业产生更长远的影响，比如美国大选、中美贸易摩擦等，容易导致投资者过度紧张或悲观情绪，使得市场在此期间对企业的定价存在偏差。这种情况下，收购方就不大可能相信参照点，比如收购方很难相信并购后目标公司的股价能够达到并购前一段时间最高股票收盘价的历史高度。因此在目标公司国家经济政策不确定性较大时，收购方不会轻易把参照点作为并购溢价决策的重要依据。

综上所述，目标公司国家经济政策不确定性可能会正向调节也可能会负向调节参照点对并购溢价的影响，因此本文提出竞争性研究假设 3。

H3a：目标公司国家经济政策不确定性会增强并购溢价决策中的参照点效应。

H3b：目标公司国家经济政策不确定性会减弱并购溢价决策中的参照点效应。

三、研究设计

（一）数据来源

本文并购数据来源于 SDC 全球并购数据库，以 2007—2019 年中国公司收购境内外上市目标公司的 4 089 宗并购案例为研究对象。目标公司国家经济政策不确定性数据来源于 Baker 等（2016）构造的国家月度经济政策不确定性指数（Economic Policy Uncertainty, EPU）^①。具体来说，为计算各国的经济政策不确定性指数，Baker 等人依托当地若干家主流媒体，通过文本分析提取每月与经济、政策以及不确定性术语相关的新闻报道，然后进行频次加权和标准化处理。考虑到目标公司国家之间的经济、政策、制度环境存在差异，本文在目标公司国家层面对样本进行稳健性聚类回归；为剔除异常值的影响，对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平下缩尾处理。

（二）变量定义

1. 并购溢价

被解释变量为并购溢价。国外文献对于并购溢价的衡量方法主要基于市场法，用收

^① Baker 等（2016）构造的 EPU 指标的数据来源和构建方法参见：<http://www.policyuncertainty.com/>。

购方的出价与公告前目标公司的股价之比再减 1 衡量 (Nguyen 和 Phan, 2017; Bonaime 等, 2018)。但是这种方法并不适合国内的研究, 因为该方法主要依赖于资本市场的有效性, 而中国资本市场中的诸多因素, 如壳资源的稀缺性、地方政府对并购行为的政治干预、市场投资者的非理性跟风等, 都可能会使基于股票价格的市场测量方法失效 (陈仕华和李维安, 2016)。因此, 借鉴陈仕华和李维安 (2016) 的方法, 本文采用并购交易成交价与目标公司净资产账面价值之比再减 1 衡量, 记为 *Premium*。

2. 参照点

已有研究主要把并购价格 (陈仕华和李维安, 2016) 或股票价格 (Baker 等, 2012; Ma 等, 2019; 蓝发钦和国文婷, 2020) 作为企业并购决策的参照点, 包括收购方及其关联公司过去并购价格、收购方或目标公司过去一段时间的股价, 其中后者被称为股价参照点。学者对股价参照点的选取主要包括最高价和最低价, 时间范围通常是并购前 52 周。因为从现实情况来看, 52 周的最高股价是在财经媒体上被经常报道和讨论的一个时间点, 对高管、董事会和投资者都很重要 (Baker 等, 2012); 从学术证据来看, 在员工股权期权行权、盈余公告漂移、投融资决策 (Heath 等, 1999; George 等, 2014; George 等, 2018) 等方面, 52 周的股价高点和低点都是一个重要的参照点。本文用并购前 52 周目标公司的最高股票收盘价作为参照点, 但股票收盘价是绝对值, 可能存在不同企业、不同行业不可比的问题。为解决这一问题, 用股票收盘价与滞后一期的目标公司净资产作商计算相对指标, 如式 (1) 所示, 记为 *RPRHigh*。值得注意的是, 本文并没有采用临近并购目标公司的股价 (Baker 等, 2012) 作为计算相对指标的基准, 理由是: 一方面该指标与并购前 52 周的股票最高收盘价存在较强相关性, 容易吸收掉最高股票收盘价的影响, 另一方面中国资本市场不同于欧美发达资本市场, 存在信息提前泄露或市场提前反映的可能性, 这两种原因都会导致因果效应的低估。

$$\text{股价参照点} = \frac{\text{并购前 52 周目标公司股票最高收盘价}}{\text{并购前一财务报告日目标公司净资产}} \quad (1)$$

3. 目标公司国家经济政策不确定性

由于不同国家之间的经济政策不确定性不可横向比较 (Baker 等, 2016), 本文在 Baker 等 (2016) 研发的经济政策不确定性指数基础上, 计算并购当月目标公司国家经济政策不确定性指数较上月的变动率, 记为 *TarEPU*。之所以采用当月增长率而非滞后一月增长率衡量经济政策不确定性, 是因为 Baker 等人研发的月度经济政策不确定性指数是在每月月初公布, 因此反映的是滞后一月的不确定性。本文控制月度指数而非年度指数, 不仅是因为月度指数比年度指数拥有更强的变异性, 还因为经济政策不确定性年度指数多是通过将月度指数加总平均获得 (贾玉成和张诚, 2018; 黄灿等, 2020), 与月度指数没有本质上的差异, 更是由于境外并购目标的存在, 月度指数不会被年度固定效应吸收, 即模型中不容易出现共线性的问题。

$$\text{目标公司国家经济政策不确定性} = \frac{\text{当月经济政策不确定性指数}}{\text{上月经济政策不确定性指数}} - 1 \quad (2)$$

此外, 本文还控制目标公司财务、收购方特征和并购交易特征变量, 但未控制收购方财务变量。理由是: 控制收购方财务变量会导致样本观测值数量骤减, 以至于不足 300 个, 不符合统计检验的大样本要求, 还会导致样本选择偏误; 而且收购方财务指标不是必须控制的关键变量, 因为它不会直接影响解释变量股价参照点。在并购特征变量中,

本文并未控制是否跨境并购的 0—1 变量，因为实证模型控制了比是否跨境并购更细致的目标公司国家层面虚拟变量，如果还同时控制是否跨境并购变量，就会导致模型存在严重的共线性问题。控制变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
目标公司资产规模	<i>TarSize</i>	目标公司滞后一期总资产自然对数
目标公司成长性	<i>TarGrowth</i>	目标公司滞后一期销售收入与滞后两期销售收入之比再减 1
目标公司总资产收益率	<i>TarROA</i>	目标公司滞后一期净利润与总资产之比
目标公司市值账面比	<i>MVtoNA</i>	目标公司滞后一期市场价值与净资产账面价值之比
股票支付	<i>Stock</i>	支付方式中包含股票取 1，否则取 0
关联并购	<i>Relevance</i>	关联并购取 1，否则取 0
横向并购	<i>Horizontal</i>	收购方和目标公司前两位 SIC 编码相同取 1，否则取 0
高科技标的	<i>TarHighTech</i>	目标公司属于高科技行业取 1，否则取 0
财务顾问	<i>Advisors</i>	收购方聘请财务顾问取 1，否则取 0
收购方产权性质	<i>AcqOwnership</i>	国有性质收购方取 1，否则取 0
收购方上市状态	<i>AcqPublic</i>	收购方是上市公司取 1，否则取 0
收购方外部治理环境	<i>AcqGreatCity</i>	收购方属于北京、上海、广州、深圳取 1，否则取 0

（三）模型设定

$$Premium = \alpha_0 + \alpha_1 RPRHigh + \alpha_2 Control + AcqIndustry + TarIndustry + TarNation + Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$Premium = \beta_0 + \beta_1 TarEPU + \beta_2 Control + AcqIndustry + TarIndustry + TarNation + Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$Premium = \gamma_0 + \gamma_1 RPRHigh + \gamma_2 TarEPU + \gamma_3 RPRHigh \times TarEPU + \gamma_4 Control + AcqIndustry + TarIndustry + TarNation + Year + \varepsilon \quad (5)$$

其中，式（3）研究股价参照点对并购溢价的影响，验证并购溢价决策中参照点效应的存在性，如果 α_1 显著为正，则存在参照点效应。式（4）检验目标公司国家经济政策不确定性对并购溢价的影响，如果 β_1 显著为正，说明目标公司国家经济政策不确定性会正向影响并购溢价，如果 β_1 显著为负，说明目标公司国家经济政策不确定性会负向影响并购溢价。式（3）和式（4）的系数显著异于 0 是进行后续实证检验的基础。式（5）是本文研究的重点，即目标公司国家经济政策不确定性对参照点效应的影响，如果 γ_3 显著为正，意味着经济政策不确定性会增强参照点效应；如果 γ_3 显著为负，意味着经济政策不确定性会减弱参照点效应；如果 γ_3 不显著，意味着经济政策不确定性不会影响参照点效应。此外，由于研究对象聚焦于目标公司，本文除了控制收购方行业固定效应和年份固定效应，还控制目标公司行业固定效应和国家固定效应。

（四）基本统计分析

本文还对各变量的基本描述性统计结果、Pearson 相关系数检验以及经济政策不确定性的调节效应图进行阐释和分析，初步验证研究假设 H1、H2a、H3a。^①

^① 因篇幅所限，本文省略了描述性统计、相关系数检验、调节效应图形，感兴趣的读者可在《经济科学》官网论文页面“附录与扩展”栏目下载，具体见第一部分。

四、实证结果分析

（一）基准回归

表2为实证模型（3）至（5）的检验结果，其中（1）、（2）、（3）列分别对应实证模型（3）、（4）、（5）。结果显示：首先，*RPRHigh*的系数为1.826且在1%水平下显著，说明股价参照点会正向影响并购溢价，即并购溢价决策中存在参照点效应，验证了参照点效应存在性的研究假设H1。基于并购估值机制，在信息不对称情境下，收购方会把能够获得的目标公司信息作为价值评估的参考信息，尤其是股价在一定程度上反映的是市场预期和想象空间；而且既然目标公司在近段时间内达到过这样的高点，那么就有理由相信，同样的高点在未来也是可以实现的（Baker等，2012）。其次，*TarEPU*的系数为0.314且在1%水平下显著，说明目标公司国家经济政策不确定性会抬高并购溢价，验证了研究假设H2a。这意味着目标公司所在国家的经济政策不确定性一方面会提高收购方的估值难度，另一方面会提升目标公司的现金持有水平，增强目标公司在并购博弈中的话语权和决定权，导致并购溢价决策更依赖参照点（Tversky和Kahneman，1974）。最后，交乘项系数在1%的水平下显著为正，表明参照点对并购溢价的影响还取决于目标公司国家经济政策的不确定性，随着不确定性程度的提高，并购溢价决策会更依赖于参照点，即参照点效应会更强，证实了研究假设中的加强假设H3a，原因是：一方面不确定性的提高会提高收购方的估值难度，而决策情境中的难度和风险更容易导致参照点效应（Tversky和Kahneman，1974；Mussweiler和Strack，2000），另一方面不确定环境下目标公司会增加对预防性现金的持有量，随着目标公司现金留存量的增多，其议价能力将会提高（Officer，2007），因此当依赖于参照点的决策更有助于目标公司获得高溢价时，经济政策不确定性会进一步增强参照点效应。

表2 目标公司国家经济政策不确定性影响参照点效应的实证检验

被解释变量： <i>Premium</i>	(1)	(2)	(3)
<i>RPRHigh</i>	1.826*** (0.350)		1.706*** (0.321)
<i>TarEPU</i>		0.314*** (0.065)	-0.314** (0.112)
<i>RPRHigh</i> × <i>TarEPU</i>			0.781*** (0.116)
Constant	-1.492** (0.607)	2.664*** (0.864)	-1.379** (0.556)
Control	Yes	Yes	Yes
行业、年份及国家固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4089	4089	4089
Adj. <i>R</i> ²	0.602	0.591	0.603

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著，括号内的值为聚类稳健标准误；行业、年份及国家固定效应包括收购方行业、目标公司行业、年份及目标公司国家固定效应。

有趣的是，在不含交乘项的模型中*TarEPU*系数显著为正，如表2第（2）列，而在包含交乘项的模型中*TarEPU*系数却显著为负，如表2第（3）列，即*TarEPU*对*Premium*

的影响在不同模型中存在矛盾,这似乎于理不合。但事实并非如此,在不含交乘项的模型(2)中, $TarEPU$ 对 $Premium$ 的影响就是 $TarEPU$ 的系数0.314,而在含交乘项的模型(3)中, $TarEPU$ 对 $Premium$ 的影响是对 $TarEPU$ 求偏导数后的偏效应 $-0.314 + 0.781 \times \overline{RPRHigh} = 0.249$,而不是 -0.314 ,因此即便是在含交乘项的模型中, $TarEPU$ 对 $Premium$ 的影响依然为正。正如伍德里奇(2015)所言,只关注交乘项模型中 $TarEPU$ 前面的系数是没有意义的,应当关注 $TarEPU$ 对 $Premium$ 的偏效应。^①

(二) 稳健性检验

为验证实证结论的稳健性^②,本文采用如下方法进行检验:一是剔除交易失败的案例。并购失败的一个重要原因是价格未能协商一致,这类样本可能会造成参数估计的偏差,因此予以剔除。二是替换股价参照点的衡量指标。本文用并购前104周目标公司的股价高峰值、并购前156周目标公司的股价高峰值、并购前52周目标公司股价的低谷值分别除以并购前一财务报告日目标公司净资产账面价值,作为股价参照点的替代指标。以上三个指标对应的变量符号分别为 $RPRHigh2Lags$ 、 $RPRHigh3Lags$ 、 $RPRLow$ 。三是替换目标公司国家经济政策不确定性的衡量指标。借鉴Gulen和Ion(2016)的处理方法,本文对季度内3个月的权重依次赋值1/6、2/6、3/6,具体来说,并购当月权重赋值为3/6、并购前1个月的权重赋值为2/6、并购前2个月的权重赋值为1/6,得到经济政策不确定性的加权指标,再根据本文目标公司国家经济政策不确定性的计算方法,用加权指标与上月指标之比作为 $TarEPU$ 的替代指标之一,记为 $TarEPU1$,该衡量方法的核心思想在于:距离观测值越近的月份,经济政策不确定性对并购决策的影响越强。另一种替代指标是把经济政策不确定性的月度指数替换为年度指数,先把月度经济指数加总为年度指数,然后再用当年与上年经济政策不确定性指数之比作为 $TarEPU$ 的替代指标之二,记为 $TarEPU2$ 。四是替换并购溢价的衡量指标。借鉴Nguyen和Phan(2017)、Bonaime等(2018)的方法,本文用成交价与并购公告日前1周目标公司的股票价格之比再减1衡量。五是采用固定效应模型。固定效应模型允许个体效应和解释变量相关,而且对于面板数据,采用固定效应模型可以在一定程度上缓解内生性问题。在设定面板数据时,对于同一期发生多起并购交易的收购方,本文只保留当期并购金额最大单。

稳健性检验不仅验证了参照点效应的存在性和目标公司国家经济政策不确定性对并购溢价的影响,还得到交乘项的系数至少在10%水平下显著为正的结论,说明目标公司所在国家经济政策不确定性会增强并购溢价决策中的参照点效应,证实了研究假设H1、H2a、H3a。除此之外,本文还借鉴黄灿等(2020)的方法进行安慰剂检验,验证了本文结论的可靠性和稳健性。

(三) 内生性检验

研究问题是目标公司国家经济政策不确定性对并购溢价决策中参照点效应的影响。本文以参照点和经济政策不确定性对并购溢价存在影响为前提,因此需要解决二者与并购溢价之间的互为因果关系导致的内生性问题。^③第一,股价参照点是否会受并购溢价的反向影响?基于时序分析,如果选择并购很久之前的股价最高点作为参照点,且该点

① 本文其余不含或含交乘项模型中 $TarEPU$ 系数存在差异的原因与之类似。

② 稳健性检验结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”的第二部分。

③ 联立方程组及内生性检验结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”的第三部分。

出现在并购意向之前,那么并购溢价就很难反向影响股价参照点,因为并购溢价是在股价参照点之后形成的;但是假如股价参照点恰好落在双方敲定溢价之后、并购公告之前这一窗口期,就可能会导致并购溢价因为信息提前泄露或内幕交易等影响股价参照点,即存在时序上反向因果的可能性。第二,经济政策不确定性是否会受并购溢价的反向影响?基于层级分析,经济政策不确定性受国家政策及宏观经济影响,而并购溢价受并购双方企业及利益相关者影响,相较而言,前者属于高决策层级,后者属于低决策层级,低层级很难对高层级产生直接影响,因此经济政策不确定性不大可能受到并购溢价的反向影响。由此可见,实证模型的互为因果关系可能主要存在于参照点与并购溢价之间,为此本文通过联立方程组,验证了实证研究的稳健性和因果关系。

五、进一步分析^①

(一) 经济政策不确定性对参照点效应影响的机制检验

实证结论表明,目标公司国家经济政策不确定性会正向调节股价参照点对并购溢价的影响。为验证其传导机制,本文基于并购估值和现金持有探究经济政策不确定性对参照点效应的影响。借鉴 Li 和 Tong (2018) 对并购估值乘数的定义,本文采用收购方报价与目标公司 EBITDA 之间的比值作为并购估值乘数,记为 $OV/EBITDA$; 采用现金及现金等价物的自然对数作为企业的现金持有,记为 $CashEquivalents$; 再结合控制变量的选择标准,分别选择并购估值机制和现金持有机制模型中各自的控制变量。

在并购估值机制检验中, $RPRHigh$ 会正向影响并购估值,说明收购方认为目标公司股价高点的“历史会重演”(Baker 等, 2012); $TarEPU$ 会负向影响并购估值,说明目标公司需要为自己国家宏观环境的不确定性买单; $RPRHigh \times TarEPU$ 系数显著为正,说明一方面目标公司国家经济政策不确定性会增强股价参照点对并购估值的影响,即当面临宏观环境不确定性时,收购方对目标公司的估值会更依赖于股价参照点,另一方面,并购估值又是并购溢价决策的重要影响因素,所以目标公司国家经济政策不确定性会正向调节股价参照点对并购溢价的影响,由此验证不确定性影响参照点效应的并购估值机制。

在现金持有机制检验中, $RPRHigh$ 会正向影响目标公司的现金持有,即目标公司并购前一段时间股价参照点较高时,企业的现金及现金等价物存量会增加; $TarEPU$ 会正向影响目标公司的现金及现金等价物存量,说明经济政策不确定性会影响企业的现金持有行为,企业在外部宏观环境存在较高不确定性背景下,会增加现金持有量,以预防未来可能的冲击(汪弘等, 2019); $RPRHigh \times TarEPU$ 的系数显著为正,一方面表明目标公司国家经济政策不确定性会正向调节股价参照点对现金持有的影响,即当面临国家层面宏观不确定性时,从资本市场获得的现金流会更多地留存于企业以备不时之需,另一方面,当目标公司拥有足够的现金存量时,对现金流的需求下降,无须通过“折价出售”的方式在并购溢价方面做出让步(Officer, 2007),从而表现为预防性现金流量与并购溢价正相关,由此验证目标公司国家经济政策不确定性对参照点效应影响的现金持有机制。

^① 机制检验、异质性检验、措施检验结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”的第四部分。

（二）经济政策不确定性对参照点效应影响的异质性检验

为进一步分析目标公司国家经济政策不确定性对并购溢价决策中参照点效应的影响，本文按照收购方所有权性质、债权结构、股市波动周期以及目标公司行业属性对样本进行分类。

1. 所有权结构异质性

按照收购方最终控股股东的股权性质，本文将样本分为“私有及个体户”、“政府”、“公众”三组。基于 SDC 数据库，收购方最终控股股东股权性质包括个体户 (*individual*)、私有 (*Private*)、政府 (*Government*)、公众 (*Public*)、特殊目的公司 (*SPV*)、附属公司 (*Subsidiary*)、基金公司 (*Fund*)、信托公司 (*Trust*) 等。样本中特殊目的公司、附属公司、基金公司、信托公司合计 22 家，仅占总样本量的 0.5% 且难以划分其究竟属于政府、个人还是公众所有，因此在分样本检验中忽略不计，只对个体户、私有、政府、公众性质的收购方进行分类，分为“私有及个体户”、“政府”、“公众”三组。该种分类方法比民营或国有更细致，也能够更明确地区分管理者和股东的代理问题。原因是：“私有及个体户”组与“民营”组相比，前者归属于个人或家庭所有，管理者通常就是所有者，或与所有者存在亲缘关系或密切关系，第一类代理问题较小，而“民营”组涵盖的范围相对较广，除国有独资、国有控股外，其他只要没有国有资本参与的企业就属于民营性质；“政府”组与“国有”组基本类似，第一类代理问题较大；“公众”组是从传统的国有及民营分类中剥离出的公众公司，它的所有者和管理者可能是同一人或不同人，但由于公众属性，会受到社会、媒体和市场的监督，第一类代理问题相对于“政府”组较小，但又比“私有及个体户”组大。

所有权结构异质性检验结果表明：第一，私有及个体户组的参照点效应最大，其次是公众组，最后是政府组，说明第一类代理问题越小参照点效应越强，即并购溢价决策更依赖于主观判断，而且权力制约或“不同声音”可以在一定程度上优化公司的决策效率；第二，调节效应系数在私有及个体户组显著为正，但在公众组显著为负，说明市场、社会和媒体的监督可以缓解外部不确定性对企业非理性决策影响的冲击，因此健全和完善市场、社会、媒体等公众的外部监督机制有助于企业做出更理性的决策。

2. 债权结构异质性

按收购方并购融资方式，本文将样本分为“债务融资”和“非债务融资”两组，如果收购方采用债务方式融资，被划定为债务融资，如果收购方采用非债务方式融资或不融资，被划定为非债务融资。在不考虑经济政策不确定时，债务融资组的参照点效应明显大于非债务融资组；在考虑经济政策不确定性时，交乘项系数仍是债务融资组更大；似无相关检验表明，债务融资时的交乘项 $RPR_{High} \times TarEPU$ 系数显著异于非债务融资时交乘项的系数，Chi2 统计量为 40.76，在 1% 水平下显著，说明债务融资时收购方在并购溢价决策中更依赖参照点，而且受目标公司国家经济政策不确定性的影响也更大，意味着债权人的引入会影响收购方的并购溢价决策。因此企业在债务融资决策前，需综合权衡债务融资的利弊，认识到债务融资除显性利息成本外，还包括债权人影响企业决策的隐性力量。

3. 股市波动异质性

按照目标公司所在国家的股票市场指数趋势图，本文把股票市场分为相对平稳期和相对震荡期。结果发现，目标公司所在国家的股市震荡期交乘项系数在 1% 水平下显著

为正,说明经济政策不确定性在股市震荡时期对参照点效应的影响更大;似无相关检验表明,股市震荡期的交乘项系数在1%水平下显著异于股市平稳期的交乘项系数,Chi2统计量为45.45。这与经济学直觉一致,资产价格剧烈波动时,行为人的非理性决策会被进一步放大(胡昌生和池阳春,2013)。这是因为股市是资本市场的晴雨表,当股市价格剧烈震荡时,投资者的心理状态容易两极分化,部分投资者保持积极乐观,另一部分投资者紧张焦虑,导致股价更剧烈的波动,大大提高资本市场的不确定性;而不确定的环境会使决策者无法准确估计各种可能结果出现的概率(Milliken,1987),从而导致更大的参照点效应(Tversky和Kahneman,1974)。

4. 目标公司行业异质性

按照目标公司第一位SIC行业编码,本文把样本分为10组。结果显示,几乎所有行业的股价参照点都会对并购溢价产生显著正向影响。而且,SIC编码为“2”、“6”、“7”时,交乘项系数显著为正,尤其是“金融、保险和房地产”组(SIC编码为“6”)的交乘项系数高达5.151,且在1%水平下显著,远超其他各子样本组以及实证研究全样本组的系数,说明与国家经济及政策密切相关的行业,并购溢价决策的参照点效应更容易受宏观环境不确定性的影响,因此中国收购方在并购这类目标公司时应当尤其关注并保持谨慎。

(三) 降低经济政策不确定性影响的措施

实证结论和分样本检验表明,目标公司国家经济政策不确定性会增强并购溢价决策中的参照点效应,即在经济政策不确定性升高时,管理者的决策更容易受非理性因素的影响。那么在经济政策不确定性较大时,各利益相关主体应当采取什么措施降低经济政策冲击对并购决策的影响?为了回答这一问题,本文基于政府宏观层面、企业微观层面和并购策略层面三个维度进行分析。

首先,在政府宏观层面, $RPR_{High} \times TarEPU \times AcqGreatCity$ 的系数显著为负,说明更完善的外部市场、经济和法制环境,可以降低目标公司国家经济政策不确定性对参照点效应的影响,因此完善收购方国家的外部治理水平,推进国家治理环境和治理能力现代化建设,可以在很大程度上减小全球经济大震荡对企业并购决策的非理性影响。其次,在企业微观层面, $RPR_{High} \times TarEPU \times AcqPublic$ 和 $RPR_{High} \times TarEPU \times Advisor$ 的系数显著为负,表明当收购方为上市公司或在并购交易中聘请财务顾问时,经济政策不确定性对参照点效应的正向影响较小,意味着提高企业的流动性和风险抵御能力、完善治理结构,或提高管理者并购决策时的谨慎程度和勤勉尽责意识,可以在很大程度上减小全球经济大震荡对企业并购决策的非理性影响。最后,在并购策略层面, $RPR_{High} \times TarEPU \times Horizontal$ 和 $RPR_{High} \times TarEPU \times Stock$ 的系数显著为负,说明实施横向并购或采用股票支付方式,可以降低目标公司国家经济政策不确定性对参照点效应的影响,所以选择更熟悉的目标公司、做出风险共担的决策,可以在很大程度上减小全球经济大震荡对企业并购决策的非理性影响。

之所以改善宏观环境、增强企业能力和完善治理结构、聘请财务顾问、实施横向并购、采用股票支付方式可以大幅降低经济政策不确定性对并购溢价参照点效应的影响,最根本的原因在于降低了信息不对称。信息不对称是并购交易中最重要的问题,主要存在于收购方内部管理者和股东之间以及并购双方之间。前者会直接导致代理问题,代理问题会阻碍企业经营效率的提高,已有研究发现,法律、投资者保护、产权保护、政治

干预等外部治理机制（Maung 等，2019），以及董事会结构、大股东治理、管理层激励等内部治理机制（王满四和王旭东，2020）对解决企业代理问题具有重大意义。因此，改善宏观环境、完善治理结构可以缓解收购方管理者和股东之间的信息不对称。后者会导致决策者做出失当甚至错误决策，降低并购效率、阻碍合并企业高效发展，而聘请财务顾问事实上是引入一个专业第三方，可以扮演并购双方之间信息传递的角色。类似地，由于行业协会、行业交流、行业熟悉度等，横向并购双方之间的信息不对称程度较低；股票支付方式除了可以降低并购双方之间的信息不对称程度，还可以降低目标公司管理者的道德风险。因此，聘请财务顾问、实施横向并购、采用股票支付方式可以缓解并购双方之间的信息不对称。

六、结论与启示

本文以 2007—2019 年中国公司收购境内外上市目标公司的并购案例为样本，基于蓝发钦和国文婷（2020）、陈仕华和李维安（2016）、Baker 等（2012）的研究成果验证了参照点效应的存在性，研究目标公司国家经济政策不确定性是否会影响并购溢价决策中的参照点效应。实证结果表明，目标公司国家经济政策不确定性会增强并购溢价决策中的参照点效应，即不确定性会正向调节股价参照点对并购溢价的影响。原因在于：目标公司国家经济政策不确定性会通过增大收购方价值评估的难度，提高并购溢价决策对参照点的依赖程度；还会通过增加目标公司的现金持有，降低流动性需求，提高并购博弈中目标公司的议价能力及参照点对决策的影响力。

进一步研究表明：第一，与“政府”性质收购方相比，“私有及个体户”性质收购方的参照点效应更容易被目标公司国家经济政策不确定性正向调节，“公众”性质收购方的参照点效应更容易被负向调节，即在不确定的宏观环境下，私有性质收购方的并购溢价决策更容易受主观因素影响，而公众性质收购方的溢价决策更客观，说明市场、社会和媒体的监督可以部分缓解外部不确定性对企业非理性决策的冲击，因此需健全和完善市场、社会、媒体等公众的外部监督机制。第二，采用债务方式融资时，收购方更容易受不确定性影响，并购溢价决策中的参照点效应更强，说明债权人的引入会影响收购方的企业决策，所以在做出债务融资决策前，需综合权衡债务融资的利弊，认识到债务融资除了显性利息成本，还可能包括影响企业决策的隐性力量。第三，股市震荡时期，不确定性对参照点效应的影响更大。第四，金融及地产类目标公司更容易受到不确定性的影响，说明在收购政策敏感型目标公司时，收购方应当尤其关注并保持谨慎。第五，好的外部治理环境、较强的收购方流动性、聘请财务顾问、实施横向并购或采用股票支付方式，可以降低不确定性对参照点效应的影响。

本文具有很强的政策启示：首先在宏观层面，政府、社会及其他宏观主体应当持续推进国家治理体系和治理能力现代化建设，不断规范和完善企业所处国家的外部治理环境和水平；其次在微观层面，企业一方面应不断提升自身的风险抵御能力，比如现金流水平或流动性，另一方面应要求管理者提高并购决策谨慎程度和勤勉尽责的主观意识；最后在并购策略层面，企业可以考虑对更熟悉的目标公司开展并购，比如行业相同或熟悉度较高，还可以考虑采用纯股票支付或混合股票支付方式，与目标公司股东共担并购风险。

本文虽然从心理学视角为经济政策不确定性对并购决策的影响提供了理论支撑，但

这只是相关领域的初步探索,未来可能还有诸多拓展空间。比如,基于心理学的学习效应,过去的并购交易会为本次交易提供经验和技术支持,如果考虑了管理者的学习效应,经济政策不确定性对参照点效应的影响可能会有所不同。此外,基于格兰诺维特的社会关系理论,并购双方高管之间的联结,或并购双方通过中介机构的联结等,可能也会影响经济政策不确定性下的非理性并购决策。

参考文献:

1. 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年第6期,第114—127页。
2. 黄灿、俞勇、郑鸿:《经济政策不确定性与企业并购:中国的逻辑》[J],《财贸经济》2020年第8期,第95—109页。
3. 胡昌生、池阳春:《投资者情绪、资产估值与股票市场波动》[J],《金融研究》2013年第10期,第181—193页。
4. 贾玉成、张诚:《中国企业“逆周期”跨国并购研究》[J],《南方经济》2018年第9期,第50—67页。
5. 杰弗里·M. 伍德里奇:《计量经济学导论现代观点(第五版)》[M],中国人民大学出版社,2015年。
6. 靳光辉、刘志远、花贵如:《政策不确定性、投资者情绪与企业投资——基于战略性新兴产业的实证研究》[J],《中央财经大学学报》2016年第5期,第60—69页。
7. 蓝发钦、国文婷:《并购溢价的参照点效应——来自中国上市公司换股并购样本的经验证据》[J],《山西财经大学学报》2020年第4期,第109—126页。
8. 汪弘、冯文伯、钟笑寒:《经济政策不确定性与企业并购》[J],《金融学季刊》2019年第2期,第201—224页。
9. 王满四、王旭东:《关系型融资、关系治理与企业创新——来自沪深A股高科技上市公司的实证研究》[J],《中国软科学》2020年第5期,第118—129页。
10. Aguiar, M., Gopinath, G., 2005, “Firm-sale Foreign Direct Investment and Liquidity Crises” [J], *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87, No. 3: 439-452.
11. Baker, M., Pan, X., Wurgler, J., 2012, “The Effect of Reference Point Prices on Mergers and Acquisitions” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 106: 49-71.
12. Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., 2016, “Measuring Economic Policy Uncertainty” [J], *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131: 1593-1636.
13. Bates, T. W., Kahle, K. M., Stulz, R. M., 2009, “Why do U. S Firms Hold so Much More Cash than They Used to” [J], *Journal of Finance*, Vol. 5: 1985-2021.
14. Bonaime, A., Gulen, H., Ion, M., 2018, “Does Policy Uncertainty Affect Mergers and Acquisitions?” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 129: 531-558.
15. Duchin, R., Schmidt, B., 2013, “Riding the Merger Wave: Uncertainty, Reduced Monitoring and Bad Acquisitions” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 107: 69-88.
16. Garfinkel, J. A., Hankins, K. W., 2011, “The Role of Risk Management in Mergers and Merger Waves” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 101: 515-532.
17. George, T. J., Hwang, C., Li, Y., 2014, “Anchoring, the 52-Week High and Post Earnings Announcement Drift” [J], *SSRN Electronic Journal*, SSRN. 2391455.
18. George, T. J., Hwang, C., Li, Y., 2018, “The 52-Week High, Q-Theory and the Cross Section of Stock Returns” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 128, No. 1: 148-163.
19. Gulen, H., Ion, M., 2016, “Policy Uncertainty and Corporate Investment” [J], *Review of Financial*

- Studies, Vol. 29, No. 3: 523-564.
20. Heath, C. , Huddart, S. , Lang, M. , 1999, “Psychological Factors and Stock Option Exercise” [J] , *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 2: 601-627.
 21. Jr, J. W. D. , Sharfman, M. P. , 1993, “Procedural Rationality in the Strategic Decision-making Process” [J] , *Journal of Management Studies*, Vol. 30: 587-610.
 22. Li, L. , Tong, W. H. S. , 2018, “Information Uncertainty and Target Valuation in Mergers and Acquisitions” [J] , *Journal of Empirical Finance*, Vol. 45: 84-107.
 23. Ma, Q. , Whidbee, D. A. , Zhang, W. , 2019, “Acquirer Reference Prices and Acquisition Performance” [J] , *Journal of Financial Economics*, Vol. 132: 175-199.
 24. Maung, M. , Shedden, M. , Wang, Y. , Wilson, C. , 2019, “The Investment Environment and Cross-border Merger and Acquisition Premiums” [J] , *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 59: 19-35.
 25. Milliken, F. J. , 1987, “Three Types of Perceived Uncertainty: Heuristics and Biases” [J] , *Science*, Vol. 185: 1124-1131.
 26. Mussweiler, T. , Strack, F. , 2000, “Numeric Judgements Under Uncertainty: The Role of Knowledge in Anchoring” [J] , *Journal of Experimental Social Psychology*, Vol. 36: 495-518.
 27. Nguyen, N. H. , Phan, H. V. , 2017, “Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions” [J] , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 52, No. 2: 613-644.
 28. Officer, M. S. , 2007, “The Price of Corporate Liquidity: Acquisition Discounts for Unlisted Targets” [J] , *Journal of Financial Economics*, Vol. 83: 571-598.
 29. Tversky, A. , Kahneman, D. , 1974, “Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases” [J] , *Science*, Vol. 185: 1124-1131.

Economic Policy Uncertainty and Reference Point Effect: Evidence from Chinese Firms on M&A Premium

Guo Wenting¹, Chen Jiwei²

(1. Department of Economics and Management, East China Normal University)

(2. Financial Office, Xinyang Normal University)

Abstract: This paper takes M&A of Chinese firms acquiring domestic and overseas listed targets from 2007 to 2019 as the subject, and finds that the economic policy uncertainty (EPU) of the country where the target firms locate significantly enhances the reference point effect in M&A premium decision, that is, EPU positively moderates the effect of reference point on M&A premium. Extended results show that the moderating effect is greater for private acquirers or debt-financed acquirers; the reference point effect is more likely to be affected by EPU when the stock market is volatile or when the target firms of finance and real estate are acquired. Furthermore, good external governance environment, strong liquidity capacity of acquirer, financial advisers, horizontal M&A and stock payment methods can reduce the impact of EPU on the reference point effect.

Keywords: economic policy uncertainty; M&A premium; reference point effect

JEL Classification: G34; G12; G28