

Valuation in Cross-border M&A: Based on the Case of "CNOOC's Acquisition of Canada NEXEN"

Chang Yifan^{1,a}

¹School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing, China

^a18813093513@163.com

Keywords: Cross-border M&A, Valuation, Analysis of Rationality

Abstract. Based on the theoretical analysis of valuation in cross-border M&A, this paper takes "CNOOC's Acquisition of Canada NEXEN" as an example to get the value of the target company, and makes a an analysis of the rationality of this valuation. The rationality is tested by the actual situation after the acquisition. The study finds that, represented by "CNOOC's Acquisition of Canada NEXEN", the results of valuation in cross-border M&A of Chinese enterprises are higher in many cases than it should be. Then some suggestions for improvement are put forward. This paper analyses the rationality of valuation and pricing of cross-border M&A of Chinese enterprises, which provides a basis for Chinese enterprises to implement the "Going out" strategy while avoiding irrational overseas investment and preventing the loss of the interests.

1. 引言

并购是企业重组资产、实现持续发展的重要途径，而跨境并购是标的在境外的一种特殊形式的并购。2012年后，中国企业的跨境并购进入蓬勃发展时期，在并购的数量、金额、涉及行业上都有了更为突出的发展，去境外寻求资源、技术、市场成为更多中国企业全球化战略的实现方式。同时，中国企业跨境并购的交易金额也屡创新高，“中国溢价”现象备受瞩目，引发界内外的持续关注。

中国企业跨境并购目标企业的真正价值是否真的有如此之高？所谓“中国溢价”究竟是战略布局的“高招”还是补救能力缺乏的“学费”？从理论需要及案例估值定价典型性、案例完成进度、现时被关注程度等角度，本文从跨境并购价值评估特点及难点出发，以“中海油并购尼克森”为分析案例，通过对案例过程，尤其是价值评估和交易定价的研究，分析该案例估值定价的合理性，并以此为基础，对中国企业跨境并购价值评估给出合理的建议。研究中国跨境并购估值定价的合理性，是当今海外投资发展的需要；在合理性研究的基础上，对中国企业跨境并购价值评估提出建议，能够避免非理性的海外投资，防止我国利益的流失，对于中国企业海外投资的健康发展和我国“走出去”战略的顺利实施有着重要的意义。

2. 理论与文献综述

并购的价值评估指购买方对并购目标投资价值的评估，即对目标市场价值与协同效应之和的评估；并购的交易价格一般介于目标市场价值与投资价值之间，即卖方能接受的最低价格与购买方能付出的最高价格之间；交易价格与目标市场价值之间的差额，构成了并购溢价。因此，并购的价值评估是交易定价的基础，切实关系到并购双方的利益。跨境并购体现并购双方更长远的战略，涉及更多方利益，各程序上的难度和成本都加大，谨慎衡量目标企业的价值和交易价格成为并购双方共同的选择。

2.1 并购中的价值评估

对于并购标的的市场价值的评估一般认为与企业价值评估的方法类似。Modigliani和Miller首先建立了以收益法为观点的现代企业价值评估理论，Myers1977年在麻省理工大学首次提出实物期权概念，Sten Stewart&CO咨询公司1991年提出了经济附加值(EVA)价值评估模型，

在之后的应用中都极大地丰富了企业价值评估的方法。市场法、资产基础法的运用，也使得不同类型的目标企业有了相适应的价值评估方法。

并购的价值评估也会考虑并购的价值驱动因素，价值创造和价值评估是动因和结果的关系，二者结合使外部评估者明确企业价值生成的动因[1]。并购的整合战略及结果、支付方式和收购比例等并购结构要素，会成为并购的价值驱动因素[2][3][4]。购买方和目标企业的资本利用效率、创利创收能力等也是并购中关键的价值驱动因素[5]。

目标价值通过评估得到，而收购交易定价会通过购买方心理变化[6]、双方博弈[7]等得出。并购评估价值和交易定价在概念、主体、性质等方面是有差异的，应该将二者有机结合而不是用其中之一来评估并购目标的价值[8]。

2.2 跨境并购价值评估研究

跨境并购中的目标企业价值评估方法，一般与普通企业价值评估类似。但由于跨境并购的目标企业处于境外，在价值评估时也会考虑这方面特殊性。例如，购买方在价值评估时会考虑资本市场的差异对目标价值的影响；并购双方的差异可能对影响并购整合效益，进而改变目标投资价值。目标企业不确定性、企业竞争力等也会影响跨境并购评估价值[9]。中国企业跨境并购价值评估中，造成风险的主要因素来自信息不对称，也与并购动因相关[10]，甚至是价值评估的方法存在问题而导致的[11]。购买方的并购行业时机选择、会计报表信息准确也会产生影响[12]。

高溢价是我国企业的跨境并购估值定价的突出特点，其并购交易价格普遍远高于目标企业的资产价值和实际股价，被称为“中国溢价”现象。信息不对称是影响中国企业跨境并购溢价率的基本因素，企业高管的过度自信、企业国际化程度以及盈利能力也会产生不同程度的影响[13]。克服政治制度等阻碍、并购战略动因可以解释一部分我国企业溢价并购的原因[14]。在案例研究方面，王震、周静（2009）通过比率法、收益法和基于储量的经验法对中石化所收购的Addax石油公司进行价值评估，并分析其并购溢价的合理性[15]，此外案例研究大多分析并购过程中的问题和单纯的交易定价合理化问题[16]，很少涉及价值评估的内容。

总体来说，并购中目标企业价值评估的方法与传统企业价值评估方法类似，也要考虑价值驱动因素和协同效应；由于目标企业处于境外，价值评估会受信息获取、地区差异等因素影响；从我国企业跨境并购价值评估的现状来看，由于信息不对称、政治阻碍、文化距离等，价值评估和定价还存在很多问题。已有文献很少有结合我国现状、针对跨境并购的价值评估案例研究，基于跨境并购价值驱动因素的合理性分析也有限，这为本文研究提供了依据。

3. “中海油并购尼克森”案例情况介绍

“中海油并购尼克森”的并购双方属石油能源行业。石油资源为传统一次能源，是保障制造业、交通运输业等国民经济重要产业发展的主体资源，具有战略属性，也属于资金密集型行业。引起该行业变动的因素非常复杂，使其具有较高风险性。虽然国际油价的上涨一度造成石油需求的下降，太阳能、风能、氢能等新能源的发展也对其有一定的冲击，但无论从并购发生的2012年还是从今天看来，全球经济的增长依然推动石油及其制品需求量的增加，新能源技术不成熟仍然不能得到广泛应用，短期来看石油能源地位依然难以撼动。

本案例由中国海洋石油总公司（以下简称中海油）通过子公司主导。中海油是1982年成立的国务院国资委直属特大型国有企业，我国最大的海上油气生产商，主营石油勘探、开发和销售业务。截至2012年底，中海油在全球拥有石油储量20.32亿桶，并购完成前总资产4561亿元。与并称为国内“三桶油”的另两家石油公司相比，中海油石油储量、油当量规模较小，国际地位不高。由于国内海洋石油资源和自身技术水平的限制，中海油想快速发展海洋石油产业，跨境并购是最有效方法。因此，中海油在2012年提出“二次跨越”战略，希望通过并购获取国际化管理经验和深水石油开采技术，成为先进的国际化海洋石油企业。

标的尼克森石油公司（Canada NEXEN）于1971年在加拿大成立，是集原油、天然气及化学品业务于一身的公司，在此次收购前于多伦多和纽约证券交易所上市。尼克森主要有三项核心业务：常规油气勘探开发、油砂资源开采和页岩气项目。尼克森年报显示，其收入、现金流和净利润在并购前波动较大，原因其一是页岩气革命中美国从加拿大进口的石油和天然气急剧减少，天然气价格下跌；其二是尼克森卖掉部分轻油资产，开采成本高且市场价格低的重油资产占据主要。尼克森经营面临巨大的困难，急需外源资金的注入来改善公司情况。

从发展战略出发，根据国际石油市场状况、尼克森面临挑战等情形，中海油于2012年7月23日发出收购公告，宣布将以每股27.50美元和每股26.0加元的价格，现金收购尼克森公司所有流通中的普通股和优先股，交易总价格约151亿美元。尼克森是全球性的公司，在各国拥有资产，中海油的收购方案需尼克森股东、多国政府及监管机构的批准，过程历经曲折。2013年2月26日，双方在加拿大成功交割，这一截至当时亚洲国家最大规模的跨境并购宣告完成。

中海油收购尼克森以151亿美元的价格成交，包含其普通股及优先股的收购价款以及股份期权的结算价款，中海油同时还需承担尼克森43亿美元的债务。此次对于尼克森普通股的收购价格为27.5美元每股，相对于在交易公告日前一日尼克森普通股在纽约证券交易所的收盘价溢价61%，相对于其普通股公告日前20个交易日期间的成交量加权平均价，溢价66%，创造了当时中国企业跨境并购溢价的新纪录。

4. “中海油并购尼克森”案例价值评估及合理性分析

中海油在公告中对于估值的具体过程没有做详细的披露。一般来说能源资源类企业会考虑采用资产基础法进行评估，但本案例的目标企业尼克森石油公司虽然属于石油能源企业，但其资产大多对国际油价敏感，在复杂的国际经济政治环境中经营风险比较大，资源不一定会为企业带来价值。且尼克森作为上市公司，其价值在很大程度上受到股票市场波动以及投资者的影响。因此本文认为相对资产储量而言，尼克森的经营情况和资本市场情况更能反映其真实的价值，故采用收益法和市场法对其进行价值评估。

4.1 运用收益法的价值评估

收益法采用现金流贴现的方法，根据尼克森往年的自由现金流状况以及发展前景，预测尼克森的实体自由现金流，计算加权平均资本成本，然后将自由现金流进行贴现，最终得到尼克森的公司整体价值。

（1）预测尼克森现金流

本文以收购发生前后即2012年6-7月为价值评估的时点，因而以尼克森2007-2011年年报的财务数据为基准计算其历史自由现金流，按照“实体自由现金流量=息前税后利润+折旧及摊销-资本支出-营运资本增加额”，计算得出尼克森2007-2011年度净利润和自由现金流变化较大（表1，数据来自谷歌财经），没有明显的变化趋势，因而不能作为预测依据。对于尼克森自由现金流的预测只能根据国际石油市场整体情况以及尼克森自身的状况来综合分析。

表1 尼克森2007-2011实体自由现金流情况 （单位：百万加元）

项目/年份	2007	2008	2009	2010	2011
税后利润	1,104.01	1,710.95	497.78	230.05	344.30
加：折旧	796.00	2,424.00	570.00	-926.00	-152.00
减：营运资本增加	-63.00	2,091.00	-105.00	-1,170.00	-965.00
减：资本支出	949.00	1,298.00	983.00	-812.00	534.00
自由现金流	1,014.01	745.95	189.78	1,286.05	623.30

中国产业信息网2012年5月研究报告显示，由于2012年世界经济形势总体严峻复杂，不稳定性、不确定性上升，预计全球经济增速低于2011年；另外受到欧债危机、美国货币政策、中东地区地缘政治事件等方面的影响，综合来看预计2012年石油价格先降后回升 但总体水平

低于2011年。由于石油资源的有限性，加之人们对于新能源开发和利用，未来石油的需求不会继续快速增长，会逐渐趋于稳定。考虑到中海油和尼克森双方都是石油行业领先企业，未来将会有良好的合作，应该会呈现互利共赢的状态，并购协同效应会呈现良好趋势。

综合上述宏观石油市场及微观环境的具体情况，并考虑并购完成后中海油与尼克森的协同效应，本文认为尼克森2012年自由现金流将会仅有3%的上升，而2013-2016年会以5%的速度快速增长，之后保持2%的固定增长速度不变。因而本次用收益法进行尼克森价值评估将采取二阶段贴现模型。

(2) 计算加权平均资本成本

本文采用尼克森的加权平均资本成本作为收益法的贴现率及资本化率。无风险利率采用加拿大十年期国债收益率1.83%。尼克森公司公开交易的股票的β值为1.481。尼克森的资本市场中，美国股市风险溢价一般为5%；考虑到多伦多证券市场的成熟程度不如美国证券市场，本文将风险溢价确定为5.5%。本文计算尼克森公司的权益资本成本为9.97%。计算公式：

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \quad (1)$$

(其中：R_f为尼克森的无风险利率，(R_m-R_f)为风险溢价。)

债务资本成本，采用尼克森在被收购时平均债务利率平均6.7%。尼克森的资产负债率在2009-2011年分别为66.9%、60.5%和58.3%，处于逐年下降的状态，因此本文预测尼克森未来资产负债率约为55%。尼克森在加拿大、英国、美国、哥伦比亚等国进行石油开采均需缴纳所得税，据中海油收购尼克森公告，尼克森集团2008-2010年有效所得税税率分别为47%、32%、49%，2011年有效税率偶然上升为77%。综合以上，本文将尼克森未来综合所得税税率设定为49%。本文最终计算得出加权平均资本成本为5.97%。计算公式：

$$WACC = K_e \times W_e + K_d \times (1 - T) \times W_d \quad (2)$$

(其中：K_e为权益资本成本，K_d为债务资本成本，T为综合所得税税率，W_e和W_d分别为权益和债务所占的权重。)

(3) 贴现计算尼克森价值

本文用二阶段增长模型对尼克森现金流进行贴现，价值评估结果如表2所示。计算公式：

$$V = \sum_{i=1}^5 \frac{R_i}{(1+r_1)^i} + \frac{R_5(1+g)}{(r_2-g)} \times \frac{1}{(1+r_1)^5} \quad (3)$$

(其中：V即为评估的企业价值，R_i为第i年的预测现金流；r₁、r₂为折现率、资本化率，均采用加权平均资本成本；g为永续增长率。)

表2 尼克森收益法价值评估结果 (单位：百万加元)

年份	2012	2013	2014	2015	2016	固定增长	尼克森价值
自由现金流	642.00	674.10	707.81	743.20	780.36	780.36	-
加权平均资本成本	5.97%	5.97%	5.97%	5.97%	5.97%	5.97%	-
固定增长率	-	-	-	-	-	2.00%	-
贴现现金流	605.83	600.29	594.79	589.35	583.95	14,709.17	17,683.38

根据尼克森年报公布2012年美元对加元的平均汇率为1: 1.0004，尼克森的企业价值176.83亿加元折合为176.90亿美元。中海油收购尼克森支付151亿美元现金并承担尼克森43亿美元的债务，相当于共支付194亿美元，相对于评估的投资价值高出9.66%。

4.2 运用市场法的价值评估

尼克森经营业绩引起价值变化明显，所处资本市场较为成熟能体现企业的价值；其在价值评估时点前五年中一直盈利， β 值接近于1，具备使用市盈率模型的条件。本文选用上市公司比较法市盈率模型对尼克森的普通股股票价值进行评估。

(1) 选择可比公司

本文在纽约证券交易所石油资源类企业中选择了与尼克森资产规模、资产负债率相近的公司，剔除数据缺失以及亏损样本后，最终确定12家企业作为市场法的可比公司，平均资产规模为尼克森的1.28倍。由于各可比公司经营情况差异较大，本文采用修正市盈率模型进行价值评估，将净利润增长率作为公司市盈率的增长率。可比公司2009-2011年平均净利润增长率平均值为18.39%（表3，数据来源：上市公司年报、Yahoo财经）。

表3 可比公司相关数据

序号	公司名称	资产负债率(%)	2011平均市盈率	三年平均增长率(%)
1	OXY	37.35	11.49	-0.42
2	APA	44.3	9.46	86.04
3	MRO	45.33	9.21	-5.83
4	DVN	47.88	6.74	18.29
5	EOG	49.11	24.38	-23.50
6	HFC	49.55	7.69	103.99
7	CNQ	51.57	16.55	-19.07
8	PXD	52.37	12.65	55.94
9	NBL	55.82	34.56	-30.51
10	NFX	56.4	14.74	9.26
11	CHK	57.07	12.74	18.64
12	TSO	62.92	5.8	7.82
-	平均值	50.81	13.83	18.39

(2) 预测尼克森数据

根据相关投资机构、产业信息部门对于北美经济形势和国际石油市场的预测，2012年北美经济宏观增长约为4%，再加上石油价格变化的影响，12家可比公司2012年的平均增长率为20%，尼克森2012年增长率类似，但考虑重油资源对国际油价更敏感，再加之并购后的协同效应，本文预测目标企业尼克森2012年的增长率为22%。根据尼克森年报，其在2009-2011年的每股收益折合成美元分别为0.88、2.10、1.22元，平均值1.4元。若尼克森股权结构不会发生变化，本文预测尼克森2012年每股收益在前三年平均值的基础上增长约22%，预测每股收益为1.71美元。

(3) 计算价值评估结果

本文采用修正平均市盈率法对尼克森进行价值评估，可比公司修正平均市盈率=可比公司平均市盈率/(可比公司平均增长率 $\times$ 100)，目标企业每股股权价值=可比公司修正平均市盈率 $\times$ 目标企业增长率 $\times$ 100 $\times$ 目标企业每股收益。运用市场法对尼克森进行价值评估的计算得到，可比公司修正平均市盈率为0.6915；目标企业每股股权价值为26.01美元。中海油的收购价格27.5美元每股比该估值结果高出5.71%。

4.3 案例价值评估的合理性分析与检验

中海油收购尼克森的交易价格151亿美元并承担43亿美元的债务，收购普通股每股价格27.5美元，相对于本文收益法、市场法价值评估的结果分别高出9.66%和5.71%。可以判断中

海油对于尼克森投资价值评估结果高于本文的估值结果。下面从定性因素角度对其合理性进行分析，并根据实际情况，对价值评估的合理性进行检验。

4.3.1 宏观因素：市场环境等

国际石油市场中，2012年国际油价处于高位震荡阶段，且在中海油提出收购尼克森的2012年中期刚好处于低位，因此中海油判断市场前景比较乐观。然而，2012年世界经济正处于复杂的波动期，面临很大不确定性；政治突发事件也极可能对世界经济造成打击，国际石油面临价格下行的压力。中海油在并购价值评估只看到好的情况，没有充分评估宏观环境变化造成尼克森价值下降的可能性。

并购后几年，国际油价的状况并没有一直如中海油所预料，而是在2013年继续高位震荡后进入下降，2014年国际油价从每桶106美元“断崖式”下跌直至每桶60美元，2016年下降到26美元。受其影响，尼克森的经营业绩受到大冲击，为中海油带来的价值也随之急剧下降。尼克森资源中占比64%的油砂，对国际油价变动极为敏感，不仅没有如预期成为优势，反而成了中海油沉重的负担。中海油在2016年半年报中对加拿大油砂资产计提了104亿减值，致使集团整体亏损77亿；2016年年报中，集团年度净利润较上年下降96.9%。

因此，从宏观环境的角度，“中海油并购尼克森”的价值评估结果乐观来看是较为合理的，然而也面临着较大的风险。从长期上看，由于国际油价的持续下降，在一定程度上造成了价值评估的不准确。这主要是由于中海油在并购价值评估阶段没有对宏观环境不确定性透彻认识，没有充分认识油价下降的风险。

4.3.2 微观因素：企业发展情况

此次跨境并购目标企业尼克森发展较为成熟，石油资源储量丰富，拥有先进的石油开采技术和先进的管理团队，能够满足中海油战略发展的多项需求。然而尼克森一直实行剥离轻油资产而重视重油资产的战略，重油开采成本较高，成本劣势明显。中海油对尼克森进行价值评估时，也没有考虑这样的风险可能造成尼克森价值的下跌。

此次跨境并购后，中海油合成油、天然气储备超过并购前的15%，资源储备显著上升；作业费用、每桶油当量的销售管理费用逐年下降，说明中海油取得尼克森的先进技术和管理经验，减少了开发管理成本。然而，尼克森重视重油项目的发展战略在并购后依然没有得到改变，使其面临着带来很大的成本劣势，再加上国际油价下跌的影响，数年处于亏损状态，中海油收购后也未能补救。此外，尼克森2015年长湖油砂项目漏油、2016年炼化厂爆炸等事故，使中海油在加拿大的形象严重受损。这是由于中海油并购后对尼克森整合不到位的结果。

综合来看，尼克森为中海油的战略发展起到了很大的积极作用，但同时由于尼克森发展战略以及中海油整合能力的缺陷，也有很大的负面效应。并购后尼克森的经营失败、中海油的整合失败等，使尼克森成为中海油的负担。其原因除了信息不对称造成对尼克森发展战略认识不足，也有中海油对尼克森高开发成本问题没有充分重视，对于整合效果估计过于乐观。

4.3.3 其他定性因素

其他方面，首先中海油为了获得尼克森的控制权，在价值评估时相对当时股票市值有提高是合理的。其次，由于石油资源具有战略资源属性，我国石油企业在跨境并购中极易遭受来自目标企业所在国的政治阻碍，中海油在价值评估中考虑为尽量减少审核过程中的阻碍，得出较高结果也是较为合理的情况。

从并购结果来看，首先中海油最终获得了尼克森的全部普通股和优先股，实现了对尼克森的控制，价值评估合理性得到检验。其次，在并购审核过程中，中海油虽然受到了多方面的阻碍，但最终还是通过重重困难，高价收购的决策在其中起到了一定的作用。然而，从跨境并购整合的角度，中海油没有充分认识尼克森的情况，致使整合未达到预期，协同价值没有实现。这是中海油对于并购协同效应的高估导致的。

对尼克森采用收益法、市场法两种方法进行价值评估结果显示，中海油对于尼克森的实际价值评估结果高于本文结果。从宏观市场环境、微观企业发展情况以及其他因素方面，“中

海油并购尼克森”真实的价值评估认识到了短期内乐观情况，但没有深入认知尼克森的状况以及面临的长期环境、经营、整合等方面的风险。诸多因素导致中海油对尼克森的经营和并购协同效应过于乐观，价值评估结果偏高。而并购后实际情况显示，尼克森的经营业绩远价值评估时预测差，经营不利、并购整合失败在很大程度上导致了中海油的亏损。从实践来看，本文对于价值评估和定价的合理性分析结论是更为准确的。

5. 结论与一般性建议

本文在研究中国企业跨境并购价值评估的特点和难点的基础上，以“中海油并购尼克森”为例，对其进行了价值评估，并从市场环境、企业发展等角度对案例实际的估值结果合理性进行了分析研究。“中海油并购尼克森”案例的价值评估及合理性分析检验结果作为典型代表，从中可以总结出中国企业跨境并购价值评估的一般问题。第一，信息不对称。目标处于境外时，我国企业在跨境并购中对其往往不能了解充分，获得信息有很大局限性会造成对协同效应的高估及并购风险的低估，对目标价值的高估，造成购买方的损失。第二，对环境认识不足。中国企业跨境并购时面对目标企业宏观微观环境，有时难以看到深层次问题或不够重视，这一般是并购团队能力和经验不足造成的，会引起对并购潜在风险的忽视，从而导致估值偏高。第三，盲目持有乐观态度。中国企业跨境并购往往是战略发展的需要，购买方在渴求企业迅速发展、希望尽量促进并购项目的达成的心理状态下，难免在主观上对其前景持有乐观态度，从而导致对目标企业价值的高估。第四，高估并购整合效果。并购整合是决定并购项目能否成功的关键因素。中国企业与跨境并购的目标存在很大的差异，整合过程中很多困境难以预料。很多中国企业对并购整合的难度不能准确估计，从而高估并购协同效应。

“中海油并购尼克森”是中国企业跨境并购的典型案列，其高价收购、失败结果的现象也是很多中国企业面临的情况。本文根据案例价值评估及其合理性分析的结果，对中国企业跨境并购价值评估提出如下建议。首先，风险存在于跨境并购的整个过程中，中国企业应充分了解分析信息、客观评价目标企业内外环境、客观看待自身并购能力，理性对待并购风险，从而准确评估标的价值，避免盲目支付高额溢价造成不必要的损失。其次，并购的协同效应构成复杂，受多重因素影响，在实践中难以准确估计。中国企业跨境并购中，应尽量准确预测资产转移效率、客观估计并购整合效果，得出靠近现实协同效应价值。最后，中国企业培养和选用业务水平高、经验丰富的并购团队，不仅能在尽职调查时获取有效的信息、充分预测风险，还能在并购整合中发挥积极作用，减少整合失误。目前中国企业跨境并购取得了一定成果，但多数企业和中介机构在依然缺乏能力和经验，需要改善。面对境外投资、海外扩展新局面的发展，中国企业和并购中介机构需要在实践中不断积累跨境并购经验、提高业务水平，从而准确评估目标价值，减少不必要的并购成本，提高跨境并购的投资收益和成功率。

References

- [1] S. Liu, Research on enterprise value assessment and value creation strategy: Two value models and six driving factors, *Accounting Research*, No.09, pp. 67-71, 2004.
- [2] O. P. Lemieux and J. C. Banks, High-tech M&A – Strategic valuation, *Management Decision*, vol. 45, pp. 1412-1425, 2007.
- [3] X. Zhou and S. Li, Influence factors of value creation in mergers and acquisitions, *Management World*, No.05, pp. 134-143, 2008.
- [4] B. Tang, L. Tian and J. Cao, How to create value in M&A - Based on the case of M&A of Eastern Airlines and Shanghai Airlines, *Management World*, No.11 pp.1-8+44, 2012.
- [5] Y. Chen and S. Li, Research on value decomposition and value drivers in M&A, *Statistics and Decision*, No.20, pp. 58-60, 2008.

- [6] J. Wurgler, X. Pan and M. Baker, The psychology of pricing in mergers and acquisitions, *General Information*, vol.74, pp. 277–304, 2009.
- [7] G. Li, Y. Wang and W. Zhang, The optimization strategy of pricing negotiation in M&A of mining enterprises based on evolutionary game perspective, *Journal of Central University of Finance and Economics*, No.07, pp. 91-97, 2015.
- [8] F. Cheng, X. Liu and X. Wen, Study on the relationship between asset value assessment and transaction pricing of the subject of mergers and acquisitions of listed companies, *Accounting Research*, No.08, pp.40-46+96, 2013.
- [9] D. Mescall, How do transfer pricing policies affect premium in cross-border mergers and acquisitions?, *Social Science Electronic Publishing*, 2014.
- [10] X. Yang, A. Yu and P. Liu, Problem and countermeasure of valuation of target enterprises in overseas mergers and acquisitions, *Business Accounting*, No.16, pp.65-66, 2011.
- [11] Q. Fu, W. Wan and J. Han, Research on pricing theory and practice of overseas M&A of Chinese enterprises. *Price theory and Practice*, No.04, pp. 144-147, 2016.
- [12] M. Ye, J. Li, Z. Zhou, T. Zheng and C. Gu, Study on risk prevention of value assessment in overseas M&A, *Friends of Accounting*, No.09, pp.54-56, 2015.
- [13] Q. Jiang and C. Yang, Empirical analysis on influencing factors of premium decision-making in overseas M&A of Chinese enterprises, *Technological Economy*, No.34, pp.104-111, 2015.
- [14] J. Fan and H. Chen, Research on overseas premium M&A of Chinese enterprises -Based on the dimension of regulatory distance and regulatory distance of host country, *Price Theory and Practice*, No.04, pp.107-109, 2015.
- [15] Z. Wang and J. Zhou, Research on the rationality of the premium in Sinopec's acquisition of Addax Oil, *China Management Studies*, No.04, pp.105-122, 2009.
- [16] H. Chen, L. Fan and Z. Jing, Pricing strategies for overseas acquisitions by China's central enterprises: A case study of CNOOC's acquisition of NEXEN, *Friends of Accounting*, No.35, pp.48-52, 2013.