

学校编码：10384
学号：18420141150614

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

业绩承诺对并购溢价影响研究
——基于中国 A 股上市公司经验数据
Study on the Impact of Performance Commitments
on the M&A Premium
——Evidence from A-Share Listed Companies in China

陈婷

指导教师姓名：苏新龙教授

专业名称：M P A c c 专业

论文提交日期：2017 年 3 月

论文答辩时间：2017 年 月

学位授予日期：2017 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2017 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

随着并购重组市场持续火热，业绩承诺制度被广泛应用于并购交易中。近年来，“高业绩承诺、高溢价”、业绩承诺不达标、不兑现等问题凸显。业绩承诺制度设计的初衷是防止估值泡沫、促进公允定价、保护中小股东的利益，而近年来的“双高”现象却直指高业绩承诺对高并购溢价的推动作用，因此研究业绩承诺对并购溢价的影响具有一定的意义。本文将并购重组中业绩承诺对并购溢价的影响作为研究主题，具体研究了业绩承诺对并购溢价的影响及其背后的影响路径。

本文手工收集了 2014 年至 2016 年已经交易完成的重大资产重组事件作为样本，对业绩承诺制度应用概况进行统计分析，在理论分析业绩承诺对并购溢价影响路径的基础上，用实证检验了业绩承诺对并购溢价的影响及其背后的影响路径。研究表明，通过信号作用、期权功能、激励效应，业绩承诺对并购溢价有显著正向影响，存在业绩承诺的并购重组中，并购溢价更高；在同一并购重组事件中，承担业绩承诺及补偿义务的标的公司原股东会获得更高的交易对价和并购溢价。业绩承诺程度越高时，并购溢价也越高，并且相对于相关并购，在信息不对称程度更高的非相关并购中，业绩承诺对并购溢价的影响更显著，但是相对于单向业绩承诺，激励效应更明显的双向业绩承诺对并购溢价的影响并不显著，因此说明业绩承诺对并购溢价的影响主要是基于信息不对称，通过信号作用和期权功能实现的，通过激励效应的作用路径对并购溢价的影响并不显著。而业绩承诺的估值调整作用主要体现在并购重组完成后通过业绩补偿实现对交易对价的调整，无法在达成并购协议阶段确定交易对价时对并购溢价起到约束调整作用。

关键词：业绩承诺；并购溢价

Abstract

In recent years, with mergers and acquisitions market increasingly booming, performance commitments are widely used in M&A deals. Over the past three years, there have been some new problems in the M&A market, such as “high performance commitments, high M&A premium” phenomenon. The original intention of performance commitments is to promote the performance of fair pricing and protect the interests of minority shareholders. But new problems have shown that high performance commitments promote M&A premium in recent years. Therefore, this paper is intended to investigate the impact of performance commitments on M&A premium and how the performance commitments influence M&A premium.

In this paper, 319 Major Assets Restructuring events of Listed Companies completed between 2014 and 2016 are selected as samples. Manually collected, first of all, these data are used to summarize the application of performance commitment system. Then, the empirical study is conducted on the impact of the performance commitments on the M&A premium and how to influence. Investigation results show that the performance commitments make a difference to the M&A premium through signal function, option function and incentive effect. If there is performance commitment in the M&A deal, underlying asset will get a higher price and a higher M&A premium. In the M&A deal, the original shareholders of the underlying assets, who bear the performance commitments and compensation agreements, will get higher price and higher M&A premium than the original shareholders who don't. The empirical results show that there is a very significant positive correlation between the degree of performance commitments and the rate of M&A premium. In the M&A deals with higher degree of asymmetric information, the performance commitments have a more significant impact on the M&A premium. However, the performance commitments with performance rewards do

not have a more significant impact on the M&A premium. So we can conclude that the impact of performance commitments on the acquisition premium is mainly based on information asymmetry, through the signal function and option function. Through the path of incentive effect, the impact of performance commitments on M&A premium is not significant. What's more, the valuation adjustment function of performance commitments will not have an impact on the M&A premium in reaching a merger agreement, which will just adjust the merger premium after completion of the merger.

Key Words: Performance Commitments ; M&A Premium

目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 第 1 章 绪论 | 1 |
| 1.1 研究背景和意义..... | 1 |
| 1.2 文献综述..... | 2 |
| 1.2.1 业绩承诺..... | 2 |
| 1.2.2 并购溢价的影响因素..... | 5 |
| 1.3 研究方法和内容..... | 9 |
| 1.3.1 研究方法..... | 9 |
| 1.3.2 研究内容..... | 9 |
| 1.4 研究创新点..... | 10 |
| 第 2 章 业绩承诺简介和应用概况 | 12 |
| 2.1 业绩承诺制度的概念..... | 12 |
| 2.2 业绩承诺发展历程..... | 13 |
| 2.3 业绩承诺的相关规定..... | 14 |
| 2.4 业绩承诺条款总结..... | 15 |
| 2.5 业绩承诺应用概况..... | 19 |
| 2.5.1 分板块统计..... | 20 |
| 2.5.2 资产评估方法及其业绩承诺签订情况..... | 20 |
| 2.5.3 按照并购交易特征对样本案例进行分类统计..... | 21 |
| 2.5.4 按照业绩承诺条款内容进行分类统计..... | 22 |
| 第 3 章 业绩承诺对并购溢价影响的理论分析 | 26 |
| 3.1 信息不对称理论..... | 27 |
| 3.1.1 期权功能（风险管理作用和估值调整作用）..... | 27 |
| 3.1.2 信号作用..... | 34 |
| 3.2 激励理论（激励效应）..... | 35 |

| | |
|----------------------------|-----------|
| 第 4 章 实证研究 | 37 |
| 4.1 研究假设 | 37 |
| 4.2 样本选择与数据来源 | 39 |
| 4.3 变量设计 | 40 |
| 4.4 模型构建 | 44 |
| 4.5 描述性统计 | 44 |
| 4.6 相关性分析 | 45 |
| 4.7 回归分析 | 46 |
| 4.8 稳健性检验 | 49 |
| 第 5 章 研究结论与建议 | 50 |
| 5.1 研究结论 | 50 |
| 5.2 研究建议 | 51 |
| 5.2.1 业绩承诺的改进与完善 | 52 |
| 5.2.2 提高监督和惩罚力度 | 55 |
| 5.3 研究不足与展望 | 56 |
| 参考文献 | 58 |
| 致谢 | 61 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter 1 Introduction | 1 |
| 1.1 Background and Significance of the Research | 1 |
| 1.2 Literature Review | 2 |
| 1.2.1 Performance Commitments..... | 2 |
| 1.2.2 M&A Premium..... | 5 |
| 1.3 Research Methods and Research Contents | 9 |
| 1.3.1 Research Methods..... | 9 |
| 1.3.2 Research Contents..... | 9 |
| 1.4 Innovative Point of the Research | 10 |
| Chapter 2 Introduction of Performance Commitments | 12 |
| 2.1 Concept of Performance Commitments | 12 |
| 2.2 Development Course of Performance Commitments | 13 |
| 2.3 Legal Regulations of Performance Commitments | 14 |
| 2.4 Contents of Performance Commitments | 15 |
| 2.5 Development Situation of Performance Commitments | 19 |
| Chapter 3 Theoretical Analysis | 26 |
| 3.1 Asymmetric Information Theory | 27 |
| 3.1.1 Option Hypothesis..... | 27 |
| 3.1.2 Signal Action..... | 34 |
| 3.2 Motivation Theory | 35 |
| Chapter 4 Empirical Study | 37 |
| 4.1 Hypothesis | 37 |
| 4.2 Data and Samples | 39 |
| 4.3 Variables | 40 |
| 4.4 Conceptual Mode | 44 |
| 4.5 Descriptive Statistics | 44 |
| 4.6 Variable Correlation Analysis | 45 |
| 4.7 Multiple Regression Analysis | 46 |
| 4.8 Robustness Tests | 49 |
| Chapter 5 Conclusions and Suggestions | 50 |
| 5.1 Conclusions | 50 |
| 5.2 Suggestions | 51 |
| 5.3 Research Deficiency and Prospect | 56 |

| | |
|-----------------------|----|
| References | 58 |
| Acknowledgments | 61 |

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第 1 章 绪论

1.1 研究背景和意义

近年来,随着 IPO 搁置及审核趋严、产业整合升级、上市公司寻求外延式成长的心愿日益强烈,并购重组市场日益活跃,其中,产业并购越来越占据主导地位。并购重组金额从 2011 年的 4,528 亿元猛增到 2015 年的 22,069 亿元,重大资产重组从 2008 年的 47 单猛增到 2015 年的 296 单,其中,重大资产重组中签订业绩承诺条款的比例从 2008 年的 38.3%增至 2015 年的 92.57%,业绩承诺及补偿制度在并购重组中得到广泛地应用。业绩承诺起源于股权分置改革时期,大股东将优质资产注入到上市公司时对这部分的盈利能力进行承诺。后来,在上市公司通过发行股份及支付现金购买资产的并购重组中,为了防止收益法使用引起的估值泡沫,并购重组中交易对方对标的公司并购后的盈利能力进行承诺:若标的公司实际实现的利润数不及承诺数,交易对方将向上市公司进行赔偿。业绩承诺的初衷是防止过高溢价、降低资产估值泡沫、保护中小股东的利益。在业绩承诺制度执行的初期,特别在大股东注入资产、借壳上市等关联交易中发挥着积极的作用。但是,近年来,随着产业并购的兴起,并购市场上“高业绩承诺、高估值、高溢价”的现象日益凸显,频频出现业绩承诺不达标、商誉大规模计提减值、交易对方没有及时兑现业绩补偿甚至在业绩承诺不达标情况下变更业绩承诺及补偿协议等损害中小股东利益的现象。业绩承诺的初衷是降低估值风险,但是近年来却有推动并购重组中的高溢价现象的倾向,因此本文将从业绩承诺制度对并购溢价的影响角度出发对业绩承诺制度进行研究,审视当前情况下业绩承诺制度在并购重组中发挥的作用。一方面,本文研究的主题直指当下并购市场中的高业绩承诺高溢价现象,具有较强的现实意义。制度的设计是服务于实践的发展需要的,我国的业绩承诺制度从 2005 年股权分置改革开始发展至今,曾发挥着积极的作用,但是如今是否还发挥着促进公允定价的作用还需要探讨,因此在现在这个时点对业绩承诺制度进行探讨和审视是非常有必要的,分析业绩承诺对并购溢价的影响路径,在此基础上提出相关建议,从而让业绩承诺制度更加有利于并购重组实践的发展。另一方面,本文的研究具有一定的学术意义。在此前关于业绩承诺的研究中,实证研究较少,关于业绩承诺对于并购溢价的影响也仅仅停留在对“高

业绩承诺高溢价”现象的描述和抨击上，并没有从理论和实证上进行分析和验证业绩承诺对并购溢价的影响以及背后的影响路径。如若本文的实证结果证明业绩承诺对并购溢价的影响，也将进一步丰富关于并购溢价影响因素的研究。

1.2 文献综述

1.2.1 业绩承诺

由于欧美国家的资本市场较发达，并购重组中多采用市场法对标的资产进行评估，确定一个价格区间，交易对价由并购双方谈判形成的，在并购重组中并没有像中国这样签订业绩承诺及补偿协议。因此国外没有关于业绩承诺制度的相关研究。在国外被广泛应用的是与业绩承诺制度概念相似的对赌协议。

在我国，并购重组中的业绩承诺制度最早出现在 2005 年，开始于股权分置改革时期，关于该制度的研究文献较少，2013 年开始才陆续增多，但是在理论上并未形成关于业绩承诺研究的完整体系，大部分文献主要是从实务的角度展开研究。近年来对于业绩承诺的研究主要集中在法学领域和经济学领域，由于法学领域不属于本文的研究范围，因此不展开论述，经济学领域主要从业绩承诺补偿制度的会计处理及税务处理、实践总结、盈余管理等角度展开研究，其中大部分研究以案例研究为主，少数研究涉及到实证研究。

关于业绩承诺的定义以及与对赌协议的区别，宁静等（2013 年）从目的、签约主体、评判标准、赌注、权利和义务、执行后果等角度出发，分析了业绩承诺与对赌协议的不同，认为业绩承诺具有对赌协议的某些特点，但是它们之间有明显的区别，不能将业绩承诺等同于对赌协议^[1]。

在我国已有的研究文献中，很大一部分是关于业绩承诺及业绩补偿的会计处理的探讨。由于这部分研究不是本文的研究方向，因此本文不展开论述。

研究业绩承诺的文献中，还有一部分是从业绩承诺的实践出发，分析和总结业绩承诺的实践概况、业绩承诺制度的作用、存在的问题以及相关建议。周士杰（2014）对中国并购重组中的业绩承诺实践进行了概述和总结^[2]。陈瑶，杨小娟（2016）选取 2008 年 6 月到 2012 年 12 月上市公司的重大资产重组数据用实证研究法研究业绩承诺的影响

因素以及承诺行为背后的动机。研究表明，标的公司重组前的盈利能力与公司业绩承诺程度负相关，即盈利能力越高，公司做出的业绩承诺越保守；并且相较于非关联重组，关联重组的业绩承诺更加激进；但是标的公司重组前的盈利能力并不会影响业绩承诺的达标率，因为标的公司一般都是具有增长潜力但是业绩暂时受挫的公司；在挖掘业绩承诺的动机时发现，业绩承诺一方面可以提高标的资产的评估增值率，这与业绩承诺的初衷不符；另一方面业绩承诺可以激励管理层提高业绩^[3]。

业绩承诺的实施有助于提高并购协同效应。吕长江等（2014）选取了2011年至2013年期间中小板和创业板532起并购重组事件作为样本实证研究了并购交易中业绩承诺对并购协同效应的影响，以及协同效应在并购双方之间的利益配置。业绩承诺通过信号作用和激励效应影响了协同效应。结果表明，业绩承诺制度能够显著提高并购交易的协同效应水平，并且在信息不对称程度更高的非相关并购中影响更为显著；业绩承诺在显著提高并购溢价的同时，也提高了主并购方的股东收益，具有“双赢”的作用^[4]。

除了并购协同效应，业绩承诺制度还会对上市公司股价产生影响、对标的公司的业绩提高具有激励作用。李剑（2016）采用事件研究法以及实证研究法研究业绩承诺对公司股价以及标的公司估值的影响。研究表明，在重大资产重组中，存在业绩承诺的并购重组事件相较于没有进行业绩承诺的重组事件，业绩承诺对上市公司的长短期股价有显著正向影响，并且主并购方与标的公司的相对规模越大，业绩承诺对上市公司短期股价的正向影响越显著^[5]。杨洋（2016）以2010年至2013年中小板和创业板的并购重组事件作为样本进行实证研究业绩承诺制度的激励效应。研究表明，业绩承诺对标的公司的业绩具有激励效应，业绩承诺中的业绩增长率与激励效应呈倒U型关系，即在某一临界值之前，承诺的业绩增长率越高，业绩承诺的激励效应越明显，超过这一临界值则成反向关系；同时证明了以股份进行补偿的业绩承诺相较于现金补偿方式的业绩承诺更具有激励效应，而双向业绩承诺并没有比单向业绩承诺显现出更显著的激励作用^[6]。陈瑶等（2016）也通过实证证明了业绩承诺对标的公司具有激励作用^[3]。虽然业绩承诺会激励标的公司提高业绩，但是业绩承诺在实践中也存在诱发盈余管理的问题，刘浩等（2010）以2005年至2009年股权分置改革中进行业绩承诺的上市公司作为样本，研究了业绩承诺与盈余管理的关系，研究表明进行业绩承诺的公司的确诱发了盈余管理行为，在方法的选择上倾向于采用非经常性交易进行盈余管理；民营企业的大股东承诺

向中小股东追送的股份越多时，在业绩承诺无法实现时利益损失越大，因此盈余管理越严重^[7]。王萍（2013）以 2006 年至 2007 年股权分置改革中进行业绩承诺的制造业上市公司作为样本进行实证分析，研究表明，进行业绩承诺的企业相较于未进行业绩承诺的企业在业绩承诺期间的生产成本和费用支出的异常情况更明显，说明业绩承诺诱发上市公司通过操纵成本和费用进行盈余管理^[8]。

关于业绩承诺是否起到保护中小股东利益的作用，高闯等（2010）通过对世荣兆业和苏宁环球两个案例进行比较分析，研究股份补偿和现金补偿这两种不同业绩承诺补偿方式与保护中小股东利益的关系。案例分析结果表明，股份补偿和现金补偿两种业绩补偿方式都能一定程度上起到保护社会公众股东利益的作用，但是股份补偿方式比现金补偿方式更能制约并购重组中的过高盈利预测、过高估值、过高定价的行为，更能够激励标的公司提高业绩，因此更能保护中小股东的利益；但是股份回购方式补偿也更容易诱发盈余管理行为^[9]。刘建勇等（2014）以海润光伏为例进行案例研究，海润光伏在公司大股东业绩承诺数无法完成的情况下宣布进行高额派发现金股利，有向大股东输送利益的嫌疑以满足大股东进行业绩补偿，损害了社会公众股东的利益。由于大股东具有侵占中小股东利益的动机和条件，因此建议加强对大股东业绩承诺以及业绩补偿的监管^[10]。

业绩承诺制度的初衷是防止并购重组中过高定价，促进公允定价，保护中小股东的利益。在执行初期，业绩承诺发挥了积极作用，吴延坤（2011）建议将业绩承诺机制引入到 IPO 中^[11]。但是近年来随着产业并购的兴起，业绩承诺机制在运行的过程中出现了新特征、新问题。赵立新、姚又文（2014）梳理了我国并购重组中业绩承诺的现行规定以及运行概况，分析了业绩承诺的主要特征、补偿形式及其影响因素，剖析了市场化条件下强制进行业绩承诺会导致扭曲交易对价、妨碍公平交易、阻碍并购整合等弊端，建议对该制度进行修正，根据并购类型的不同采取差异化策略，保留借壳上市中业绩承诺要求，短期保留整体上市和大股东注入资产中业绩承诺的要求，长期取消此硬性要求，以及取消第三方并购中的强制性业绩承诺及补偿要求^[12]。在该文章发表的当年，中国证监会取消了非关联并购交易中业绩承诺强制性安排。谢欣灵（2016）梳理了业绩承诺的发展历程、实施情况，深度剖析了现行业绩承诺制度存在的主要问题，并提出了初步的完善建议。谢欣灵指出随着近年来产业并购的兴起，业绩承诺成为重组方合谋的利器、扭曲交易对价，助推了估值泡沫；强制性的业绩承诺，干涉了正常商业谈判、弱化了整

合效应^[13]。宁清宇（2015）通过对业绩补偿中出现的争议事件进行梳理，根据并购类型分成关联性重组和市场化并购两类，归纳出了不同并购类型的业绩补偿存在的问题并提出相对应的解决思路，建议在我国市场化并购中引进盈利能力支付计划^[14]。王军辉（2016）通过对业绩承诺实施情况进行统计，展现和分析了证券市场并购重组中的高业绩承诺高估值的“双高”现象。文中分别阐述了高业绩承诺和高评估值的定义以及在证券市场中的表现，剖析了“双高”现象带来的问题，并且从资产评估机构角度提出相关建议；该文献的创新点在于关于业绩承诺实施情况大量的描述性统计和分析，以及从业绩承诺实施情况这一角度反观并购市场中的“双高”现象^[15]。方重（2016）通过梳理并购重组及业绩承诺基本情况，发现并购市场呈现出高业绩承诺高溢价的“双高”现象，业绩承诺呈现“高承诺低兑现”的特征，破坏了市场资源的有效配置，有悖于保护中小股东利益，并且引发了商誉减值，建议强化信息披露、优化业绩承诺方式、完善业绩承诺的制度环境^[16]。

1.2.2 并购溢价的影响因素

关于并购溢价的影响因素研究，国外主要是从并购协同理论、代理动机理论、管理层过度自信假说等并购动机展开研究。协同效应理论认为并购重组后，并购双方各项资源整合带来的协同效应会实现一加一大于二的效果，因此会影响并购溢价。协同效应具体可以分为经营协同、管理协同和财务协同^[17]。代理动机理论是指主并购方管理层是基于自身利益的考虑进行并购重组。管理层过度自信假说指的是并购重组中管理层由于过度自信以及对于未来的估计过于乐观导致并购溢价。

Walking 等（1985）的研究结果表明并购双方创造的预期协同效应以及并购后的绩效会对并购溢价产生正向影响^[18]。

Slusky 和 Caves（1991）从代理动机理论和协同效应理论出发，选取了美国 1986 年至 1988 年期间 100 起并购重组事件实证研究了并购溢价的影响因素，研究表明，财务协同效应和代理动机因素对并购溢价有非常显著的影响^[19]。

Hambrick 等（1997）研究了主并购方的管理层过度自信对并购溢价的影响，研究中管理层过度自信的衡量指标选择了主并购方并购前期的业绩、媒体的正面报道、管理层自我重要性以及此三者的综合指标，实证研究结果表明，管理层过度自信显著提高了并

购溢价^[20]。

Raj 和 Forsyth 通过对 1990 年至 1999 年期间发生在英国的 106 个并购事件进行研究，发现控制权收益会影响并购溢价，并购溢价与股份转让比例正相关。

蒋丽娜，薄澜，姚海鑫（2011）系统完整地梳理了近几十年来国外对并购溢价影响因素的研究，并且按照财务视角、管理层和公司治理视角以及其他并购参与者视角进行分类总结。国外关于并购溢价的相关研究主要采取实证研究的方法，变量的选择涉及的范围广、多且细致。财务视角中，西方对于并购溢价的影响因素的研究主要集中在主并购方预期的并购收益、被并购方的抵制和支持策略和被并购方的行业特征等；在研究主并购方预期的并购收益对并购溢价的影响时，多位学者的研究结果表明协同效应对并购溢价的解释力不足；在研究被并购方的抵制和支持策略对并购溢价的影响时，国外学者发现抵制策略一般会提高并购溢价，支持策略也会不同程度地提高并购溢价。管理层和公司治理视角下，国外的研究主要从管理层持股、主并购方管理层过度自信、组织间关系、投资者保护等角度展开分析对并购溢价的影响；投资者保护主要是针对跨境并购而言的，被收购方国家的投资者保护程度越高往往并购溢价也越高；国外学者主要是从代理动机理论出发研究管理层持股对并购溢价的影响，从主并购方和被并购方两个角度展开，主并购方又具体分为上市和非上市，研究结果表明管理层持股对并购溢价有影响，但是不同的研究中的影响方向不一致；对于主并购方管理层过度自信的研究，Roll（1986）、Hayward 和 Hambrick（1997）、Sharma 和 Ho（2002）、Lin 等（2008）的研究结果都表明并购方管理层的过度自信会提高并购溢价；关于组织间关系对并购溢价的影响的研究结果表明，组织间其他成员过往的并购经验会影响并购溢价的高低。在其他并购交易参与者的视角下，国外的研究中表明中介机构的收费高低、参与程度以及服务水平、跨境并购中被并购方所在国家的贸易壁垒和政治壁垒等都会对并购溢价产生影响^[21]。

我国资本市场有其特殊性，早期资本市场不成熟，存在大量的国有股，流通股和非流通股并存，直至股权分置改革结束后，我国的资本市场才慢慢进入市场化时期。因此国外关于并购溢价的研究不能完全解释我国并购市场中的并购溢价。早期，我国学者借鉴国外的并购动机理论研究和解释我国并购市场中的并购溢价问题。

张新（2003）以 1993 年至 2002 年共 1216 个并购重组事件作为样本，采用事件研究法和会计研究法研究并购事件是否创造了价值，研究认为国外传统的协同动机理论、

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库