

论证券市场发展与企业兼并

王 永

一、引言

企业兼并是指一切旨在谋取潜在利润或出于其他目的,以产权投资为主要手段对其他企业实施控制的行为。企业兼并的根本动因如同其他企业行为一样,在于谋取潜在利润。由于通过企业兼并可以提高经济规模,降低双方企业运行中的成本,进行有效的企业重组和资产重组,优化资源配置,从而获得更多的利润,因此,企业家总是想方设法利用企业兼并的途径获得更多的利润。投资银行家受高额佣金的诱使,也在极力促使企业兼并的成功。企业兼并也不排除可能会有非利润目的。随着企业经营权和所有权的分离,企业代理人(经营者)可能背离委托人(所有者)的意愿而追求自己的效用最大化,如企业规模的扩大、企业在社会中的影响和地位等,这也促使了企业兼并行为的发生。

现代企业收购兼并的方式可归纳为四种方式:

(1) 收购兼并方以现金购买对方公司资产的全部或绝大部分实现兼并。

(2) 收购兼并方以现金购买对方公司的大部分股票,以实现控制对方产权及经营权。

(3) 收购兼并方发行本公司的股票以交换对公司所拥有的大部分资产,使对方公司解散,成为本公司的一个组成部分。

(4) 收购兼并方发行本公司的股票以交换对方公司的大部分股票,使对方在本公司的实际控制之下。

上述四种方式中,除了第一种方式是直接购买产权之外,其余三种都是通过购买对方公司的股权方式达到兼并或控股的目的,即收购兼并活动经常是通过股权的转换来实现,而股权的转换一般是在证券市场上进行的。这样,证券市场的发展便会直接促进企业兼并行为的发生。在美国的第一次兼并高潮中,差不多有 60% 的兼并事件是在纽约证券交易所进行的。“工业股票的上市,为兼并大开方便之门。成熟了的有组织的证券市场承受和支持了世纪之交的巨大兼并浪潮。”

中国企业兼并的肇始,源于 1984 年全面开始的城市经济体制改革。然而,长期以来,中国的企业兼并是因为企业亏损严重,失去竞争力而被迫做出的选择,兼并基本上靠行政手段推动,动机是为了掩盖破产。在此期间,很少发生经济效益较好的企业被兼并的情况,更不用说敌意的收购兼并活动,企业兼

并也较少引起公众注意。中国的企业兼并真正引起公众注意,在证券界、学术界和企业界惊起波澜是证券市场在中国兴起,上市公司收购兼并事件发生之后。“此时,传统的企业兼并方式逐渐被新崛起的四种兼并方式所代替,相当多的产权交易活动是通过证券市场完成的。”

企业兼并作为一种追逐利润,优化资源配置的经济行为,已紧密地与证券市场联系在一起。这样,证券市场的种种特性便会直接影响企业兼并行为。因此,要研究企业兼并,研究证券市场对企业兼并的影响就成为必要。

二、证券市场的时间特性

传统经济理论的一个基本假设是人和企业是理性的,追求自身效用最大化是他们行为决策的出发点和归宿。但现代信息理论认为,由于现实中信息的不完备性和不对称性,经济主体的理性只能是一种“有限的理性”。证券市场作为一种虚拟资本的市场与产品市场相比较,投资者能获取的信息量及对这些信息的理解和认识,都要差得多。加上各种系统外因素对证券市场的影响和干扰使得信息的清晰度进一步降低,使不确定性大大增加。在这样一种市场环境中,必然导致投资者在证券市场上的非理性行为,如:投机、盲目、盲从等,也就是所谓的“市场幻觉”。

理性投资者对于证券的投资是建立在对宏观经济的发展、行业与市场前景、公司业绩的预测以及国家政策取向等因素进行综合分析的基础上,挖掘证券收益的潜力。但由于投资者,包括机构投资者并不是某行业的专家,他们难以真正把握这些信息,在有的情况下还会产生误解。另外,企业为了使自已更具吸引力,或发生问题时使自已得到最大限度的保护,经常用各种方式包装、描述自己。这样,投资者要想从企业的财务状况、行业的经济周期这些经济和技术因素上形成对企业发展前景的理性预期,就是非常困难的。

由于市场幻觉和非理性预期的存在,投资者往往不愿意观察企业绩效并对企业未来盈利作出判断,再进行交易,而愿意按照趋势来进行短期性交易赚取差价。因此,股票市场上从事短期投机的人比长期投资的人多得多,使股票市场充斥了大量短期行为。股票市场本是建立在对企业绩效(特别是未来的绩效潜力)的评价机制之上对资本进行再配置,这是理想中的关

于股票交易行为的信息基础,而现实与理想模式是相悖的。大量的短期行为使股市不很稳定,短期性投机过多,易制造泡沫经济以及企业所有权频繁易主。这样,就形成了证券市场的短周期特性。

在当前的股票交易市场中,已普遍建立了网络计算机化的自动报价和成交系统。从技术上讲,网络交易系统含有自动撮合方式。所谓自动撮合就是把一段时间提交交易愿望的信息输给中心计算机,然后由计算机软件自动成交。这样,股市交易的操作变得迅捷简便,强化了证券市场的短周期特性。

证券市场的高频率和短周期特性造成了相当数量的程序股权交易基本上不涉及对企业的长期绩效评价,特别是计算机的普及更加剧了依靠趋势进行程序交易的短期套利投机行为。而股票市场运作的方便灵活,股权的频繁易手,恰恰为收购兼并以及杠杆收购提供了便利条件,更为恶意兼并提供了可能。因为当兼并方确定目标公司后,可以在较短时期内,收购到足够的股票,达到控股。当今世界上发达国家的资本市场上出现大量的兼并与收购活动,是什么样的环境为兼并行为提供了便利条件呢?“答案可能在于,正是那种方便短期交易的资本市场在很大程度上提供了这样的条件”。

根据有效资本市场假说,在一个有效率的股票市场中,股价已充分反映了所有可以获得的信息。法码(Evgeny F. Fama)教授将有效市场界定为三种不同的形式,即弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。在强式有效市场上,目前股价已充分反映所有公开及未公开的信息,这样,兼并方只能以包含收购信息的较高股价收购股票,短周期特性不会带来成本的降低。在半强式和弱式有效市场上,股价不包含未公开的信息,这就为兼并方以较低价格收购股票提供了可能。短周期性使兼并方在收购信息公开前可获得较多股权,大大节省兼并成本。经实证研究,强式有效市场是不存在的,半强式有效市场也不普遍,弱式有效市场假说普遍成立。这样,证券市场的短周期特性通常会使得控股成本降低。

我们可以得出结论:证券市场的短周期特性,提供了过度的短期便利,使股权频繁易手,使控股成本降低,将促进企业兼并行为的发生,且容易成功。

三、证券市场的短周期特性与企业兼并:中美日比较

下面我们就中美日证券市场的时间特性及其对收购、兼并的影响逐一进行分析。

在美国的证券市场上,资本是流质的,股权经常易手,短周期特性十分明显。这一特性与股票市场的投资者结构有关。美国上市公司中,个人持股占有支配地位,平均为60%以上,法人持股主要是各类机构投资者(养老基金、互助基金等),约占36%左右。一般说来,机构投资者比个人投资者较看重长期效益,对股价波动有较大承受力,更能克服盲目性,因此,机构投资者比个人投资者更有利于证券市场的稳定,弱化短周期特性。美国股票市场以个人投资者为主导,短周期特性得以强化。美国股票市场具有灵活方便的运作机制,使得股权易手比较容易,投资者自然要利用这样的特性来为自己谋取利益。对于个

人投资者而言,他不愿让自己过多地卷入到公司的治理结构中,而是考虑投入资本以后,随时能易手并投向收益更高的方面。“在证券市场具有明显的短周期和高频率特性的情况下,风险及风险的变化会表现得更加明显”(周小川,1994)。为回避风险,加上美国传统上的反对垄断和大户操纵等观念,养老基金和互助基金采取了多元化投资,明确规定每一项投资不能超过一定比例,这使得社会上实质上掌握所有权的庞大基金无法参与企业的经营与发展——成为稳定股东,而是为避免风险不断调整投资组合。这样,美国上市公司的大量在外股权的频繁易手就不可避免。当兼并方确定目标公司后,就能较容易地购买到目标公司的股票。另外,由于个人持股导致股权分散,往往收购较小比例的股权就可达到控股之目标,这样会降低控股成本。因此,美国证券市场的这种特性决定了美国证券市场上的收购与兼并行为(M&A)会较容易发生,企业兼并事件会频繁出现。经验事实也证实了这一点(参见表1)。

表1 1980-1986年美国企业兼并数、兼并价值和股价指数

	兼并数	兼并价值(10亿美元)	股票价格指数
1980	1560	33.0	891.4
1981	2329	67.3	932.9
1982	2298	60.4	884.4
1983	2395	52.6	1190.3
1984	3176	126.0	1178.5
1985	3489	145.4	1328.2
1986	4463	204.4	1792.8

说明:关于兼并数,龚维敬的《企业兼并论》中,表2.13(56页)与表6.2(170页)不一致,由于缺乏进一步资料,以表6.2为参考。股价指数为道·琼斯平均指数。

资料来源:转引自龚维敬《企业兼并论》,73页,170页,复旦大学出版社,1996。作者整理。

而在日本,则与美国有很大的不同。日本的上市公司中,法人股占有支配地位,平均为73%,个人股权占23%。由于机构投资者会弱化短周期特性,日本证券市场的机构投资者占有较大比重,使证券市场的短周期特性有所减弱。更为重要的是,日本大量存在的相互持股及稳定股东工作,有效制止了股权频繁易手,使证券市场的短周期特性明显减弱。相互持股在日本非常普遍,大约法人股中的一半属于相互持股。相互持股能有效制止股权频繁易手,因为自己的股份也有部分为对方所持有,如有不慎,对方可能会采取报复手段。另外,稳定股东工作也是日本的具有特色的做法之一。稳定股东一般分为职工持股、集团内银行持股、事业公司持股以及其它友好公司持股等。公司要求它们除非发生极端意外的情况,否则不得出售所持有的股份。这样,由于相互持股和稳定股东工作,日本企业便拥有了大量的稳定股东,自由流动频繁易手的股权比例就大大减少。即使兼并方企图收购目标公司,也很难购买到足够的股权以实现控股。所以,尽管日本1971年就引进了股票公开买卖制度,但通过股票市场收购企业的案例并不多见,甚至可以说没有一起通过收购股票从而成功兼并企业的案例。虽然日本每年也有许

多公司兼并事件,但大多是为拯救濒临绝境的企业,且往往是通过相互协商,然后互换股票的形式进行,无论是从兼并事件数量、兼并数额,还是发生兼并的行业分布,都与美国无法比拟。

如果从中国股票集中交易的流通市场建立算起,1990年12月19日开业的上海证券交易所及1991年7月1日正式开始营业的深圳证券交易所至今都有六年左右的历史。综观这六年来,我国股票市场经历的风风雨雨,股价的大起大落,可以明显感到中国股市投机性很强。尤其是上海股市,从一开始就充满了投机的色彩,如果说通过投资股票,可以获得长远而稳定的投资回报,那么绝大多数的股民还根本没有这方面的渴望和概念,他们有的只是如何在短期内就立刻致富的梦想。二级市场上,短线投机成为主导。“中国的股票市场换手率高达60~70%,是一个过度投机的市场。”过度投机的市场,导致股权易手极其频繁,中国股票市场的短周期特性就十分明显。因此,当兼并方确定目标公司以后,就应该能够购买到足够的股权以达到兼并之目的。另外,据实证研究,中国股市基本属于弱效率市场,因此短周期特性会使控股成本降低,从而刺激兼并需求。也就是说,从理论上讲,中国证券市场的短周期特性决定了中国证券市场上的收购、兼并行为较容易发生,中国的企业兼并应该如美国那样频繁。然而,经验事实是,中国企业兼并并非没有形成美国那样的兼并浪潮,就是连日本也不及。

这样,关于中国证券市场的短周期特性对企业兼并的影响,理论分析与经验事实就出现了不一致,称之为“企业兼并悖论II”。

四、简单回顾:中国证券市场收购、兼并案例概述

为解释“企业兼并悖论II”,有必要对中国证券市场的收购、兼并事件作一简单回顾。

案例1.“宝延”风波

1993年9月30日,深圳宝安集团上海分公司发布公告:“本公司于本日已拥有延中实业股份有限公司发行在外的普通股百分之五以上的股份,现根据国务院《股票发行与交易管理暂行条例》第四章‘上市公司的收购’第四十七条的规定,特此公告。”此公告的发布标志着我国股票市场上拉开了“上市公司

收购”的序幕。10月4日宝安集团上海公司再次公告,本公司截止当日持有延中实业股份有限公司股票4794300股。这个数字约为“延中”总股本的16%。宝安集团上海公司表示,“想做延中第一大股东”。至10月6日,宝安集团上海公司又发布公告称,该公司持有的“延中”股票又增加了2%,至此,已占“延中”总股本的18%。在这段时间内,宝安集团上海公司通过二级市场购买了“延中”的大量股票,导致“延中”股票从9元暴涨至42元。同时,延中公司出于维护自身利益,声称将“反收购”。这就是“宝延风波”。事情的结果是圆满的,两家公司握手言和,宝安集团上海公司成了“延中”合法的第一大股东,其总经理当选为延中公司的董事长,从产权及经营管理权上实现了全面的控股。

案例2.“万申”事件

1993年11月10日,上海证券交易所大厅内,深圳万科企业股份有限公司董事长王石发布收购上海申华实业股份有限公司公告,声称已持有“申华”5%的股份;申华公司老总表示欢迎其他公司参股,希望借双方优势发展。14日双方就参股一事宣布合作,万科集团两名领导成员陈祖智、郁亮进入申华董事会,且称此举为“中国证券市场首宗善意参股经营的范例”。16个月,“万申”事件以万科公司减持申华股票至1.7%、“出于调整经营策略考虑”,陈祖智、郁亮辞去申华董事职务而划上句号。

案例3.“天飞”事件

“万申”事件之后不久就发生了“天飞事件”,即深圳天极公司在上海股市购买上海飞乐音响股份有限公司股票,占“飞乐音响”总股本的5%以上,“天极”也参加了“飞乐音响”董事会和监事会。但是到了1994年秋,“天极”也减少了对“飞乐音响”的持股数。

案例4.“国爱”事件

1994年6月,辽宁国发(集团)公司与其四家关联公司数次举牌公告,五家公司持有的上海爱使股份公司股份达到5.2%,而后又增至11.2%。“国爱”事件与前几次的大宗购股控股事件有所不同,不是一个法人持股5%以上,而是若干家关联公司联合持股5%以上。此事引起一番纷争,最终不了了之。

表2 兼并案例基本情况一览表

案例	类型	方式	日期	成功/失败	控股比例
宝-延	上市公司控股上市公司	场内收购	9/93	成功	19.8%
万-申	上市公司控股上市公司	场内收购	11/93	失败	5%
天-飞	非上市公司控股上市公司	场内收购	12/93	失败	5.2%
国-爱	非上市公司控股上市公司	场内收购	6/94	失败	11.2%

资料来源:李康,曹建华:《沪市上市公司购并控股案例实证分析》,载《证券市场导报》,1996(12)。

五、我国证券市场收购、兼并的障碍

——对“企业兼并悖论II”的一种解释

我国上市公司的收购源于“宝延事件”,这是一起成功的兼

并案例。但随之而来的“万申”、“天飞”和“国爱”兼并案,则以失败而告终。中国证券市场的场内收购案例如此之少,成功率如此之低,与之所具有的短周期特性和高频率特性是不相符合

的。那么,要解释“企业兼并悖论 II”,就必须找到二级市场收购的障碍所在。

1. 国家股、法人股不流通是二级市场收购的主要障碍

中国的上市公司大多数都是从国有大中型企业改造过来的。国有企业的净资产折合成国家股,然后再公开增发新股,卖给社会公众,社会法人认购的成为社会法人股,社会个人认购的成为社会个人股。因此,以持股者划分,有国家股、法人股和社会个人股。由于历史的原因及从市场承受能力考虑,国家股

和法人股尚不能流通,只有社会个人股才能在二级市场上流通。我国股市存在着非流通股份,这是其它任何国家股市不存在的现象。而大部分上市公司国家股和法人股占了绝大多数比例,约占发行总股票的 80%,社会个人股只占 20% 左右(参见表 3)。也就是说,对大部分上市公司来说,绝大多数股权处于沉淀状态。在这种情况下,要想在股票二级市场上实现兼并或控股是不太可能的。

表 3 上海证券交易所上市公司分行业股本结构表
(1995 年 12 月 30 日)

单位:亿股

上市公司	A 股非流通股份						A 股可流通股份	A 股总计	B 股	H 股	总股本
	数量	国家持股	法人持股	内部职工持股	转配遗留	小计					
总计	188	248.67	120.6	1.41	4.04	374.73	95.20	469.87	34.65	62.42	566.94
工业	109	188.22	76.25	0.81	1.21	266.48	64.35	330.77	24.77	62.42	417.96
公用	12	29.46	11.94	0.00	0.39	41.79	4.67	46.47	0.78	0.00	47.25
商业	34	13.58	11.19	0.51	1.13	26.40	13.17	39.57	2.40	0.00	41.97
综合	24	5.10	16.36	0.10	0.38	21.96	8.98	30.95	1.61	0.00	32.55
地产	9	12.32	4.83	0.00	0.94	18.09	4.03	22.12	5.09	0.00	27.21

资料来源:韩德宗:《我国证券市场和期货市场发展研究:理论和实证》,13 页,北京,中国商业出版社,1996。

那么,我们来看一下为什么“延中”、“申华”、“飞乐音响”和“爱使”会发生被兼并的情况呢?这决不是偶然的,是由这四个公司独特的股本结构决定的(参见表 4)。这四个公司都属上海市“老八股”范畴,都是 80 年代中期发行股票的。因为当时上海搞股份制改造,发行股票尚属小范围试点,选择的企业都不属于国有企业,而是小型集体企业。所以这四家公司股本中仅有法人股和社会个人股,而且公司规模很小。从 1986 年 9 月以后,这几个公司股票,已在中国工商银行上海信托投资公司静

安公司实行柜台交易,1990 年 12 月 19 日上海证交所成立之日正式挂牌交易。因此,这几家公司的所有股票,不管是社会个人股还是法人股(包括发起人法人股)已全部进入流通市场。“宝安”收购“延中”的成功就得益于“延中”这种特殊的股本结构。“延中”没有国家股,股权的绝大部分为分散的流通股份,“宝安”只持有“延中”总股本的 18%,就成为第一大股东,从而取得控制权,兼并成功。

表 4 被兼并企业股权结构及控股成本定量分析表

	股权结构(万元)				股价 (元)	成长性(%)	
	总股本	国家股	法人股	流通股		主营收入增长	利润总额增长
延中	3000	无	270	2730	11.00	144.03	56.99
申华	2700	无	232	2468	29.00	408.19	152.33
飞乐音响	1000	无	82	918	11.00	92.00	120
爱使	6739	无	无	6739	2.39	16.20	28

资料来源:李康、曹建华:《沪市上市公司购并控股案例实证分析》,载《证券市场导报》,1996(12)。

作者整理。

2. 高成本是二级市场收购的重要障碍

在二级市场上收购一个上市公司不能不考虑收购成本,即购买对方公司股票的成交总额。在中国股市上,收购成本往往是很高的。首先,中国股市的投机性极强,一旦收购方暴露意图,那么,股价必然暴涨。其次,一旦被收购方不予合作,以反收购方式对抗,那么更导致股价狂升。第三,现有法规造成场内收购的困难。根据规定,收购方在持有目标公司发行在外的普通

股达到 5% 时要作出公告,以后增持股份 2% 时都要作出公告,且自该事实发生之日起两个工作日内不得购进该种股票。当持股数达到 30% 时,应当发出收购要约。¹⁰

由于初次公告时持股比例偏低,只有 5%,致使收购者目的过早暴露;持续购买比例只有 2%,当持股数达到 30% 应当发出收购要约时,收购方已公告 13 次。这样算下来,收购上市公司股权 30% 至少要十几个交易日,持续一个多月,使股票市

场的短周期特性和高频率特性丧失殆尽,股价不断上涨,给兼并方带来巨大的成本障碍,抑制了兼并需求。“在中国这个投机性较强的股市中,按《股票发行与交易管理暂行条例》中有关上市公司收购的规定操作,要想在二级市场上收购一个上市公司不太现实。”

“宝安”控股“延中”获得成功,有其特殊的背景。1993年9月30日,“宝安”购买“延中”股票第一次举牌公告时,已远远超过5%的界限,一下子达到了“延中”总股本的17.07%。实际上已“闯红灯”。9月29日,宝安上海公司通过场上交易,已秘密持有延中股票的4.56%,同时,其关联企业宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司所持有延中股票分别达到了4.52%和1.57%。因此,9月29日宝安上海公司及其关联企业持有延中公司股票为10.65%。在已经远远超过法定报告比例的情况下,宝安上海公司于9月30日下单扫盘(即无论价位多高,一概买入),持股比例一举达到17.07%。宝安成功收购延中,很大程度上依赖这种“故意闯红灯”的做法,充分利用股市的短周期特性,9月30日一笔买进延中股票342万股,绕过5%的规定,一举成功(参阅案例1)。

3. 法律法规不健全是二级市场收购的限制条件

“万申”、“天飞”及“国爱”收购事件的失败,与我国证券法律法规不健全有一定关系。万科公司和天极公司在分别持有中华公司和飞乐音响公司5%股份,举牌公告之后,进入了董事会。然而,事隔几个月之后,“万科”和“天极”又大量抛售股份,退出了董事会,这就使人对其当初大量购股之目的有所怀疑。在我国证券法律法规不健全之时,利用收购或控股题材来炒作相关股票,获取暴利,也并非不可能。¹¹“国爱”事件又有新的特点。“宝延”、“万申”、“天飞”事件购股方都是单独一家公司,而这次却是以辽宁国发为首的若干家公司持有爱使股票,关联公司共同持有5%股票而举牌公告,是否符合有关法规?以“辽国发”为首的若干家金融公司究竟是意欲参资工业性公司“爱使”,还是借机炒作股票?¹²如果我国证券法律法规对上述种种情况有明确的规定,也许这三起收购、兼并事件就不是以失败而告终了。

通过对中国上市公司收购、兼并障碍的分析,我们基本完成了对“企业兼并悖论II”的解释。

六、结束语

证券市场是资本市场的重要组成部分,它的功能应该不仅仅是集资,更重要的是起到优化资源配置功能。而优化资源配置的重要表现就在于,股权在二级市场上的流通,通过对上市公司收购、兼并及参股等手段使资源配置在更高层次上重组及优化,从而产生更多的效益。应该看到,我国证券市场为收购、兼并、资产重组已创造了一定的条件,但仍然存在着许多障碍。

国家股、法人股不流通,使得资本市场被人为地划分为流通和不流通两个部门,致使国家持股和法人持股的资本难以流动,限制了场内收购兼并行为的发生,制约了证券市场资源优化配置功能的发挥。如果国家股、法人股能够流通,我国的股票市场就形成了具有统一流通性的资本市场,就会大大增加兼并供给,刺激企业兼并行为的发生。因此,国家股、法人股的上市

流通是期待解决的问题之一。

根据现行规定,兼并方在持有目标公司在外普通股的5%时,要作出公告,随后每增持2%都要作出公告。规定进攻性公司公布收购意图过早,使目标公司管理者有了充分的应变时间,反兼并变得容易,这实际上是政府出面为被兼并方提供人为的保护。况且,收购到足够的股权所需时间太长,使短周期特性大大削弱,导致收购成本的增大,从而抑制了进攻性公司的兼并动机,减少了兼并需求。因此,应对《股票发行与交易管理暂行条例》第48条适当修改,对股市收购与兼并中信息披露的严格要求适当放宽,这是期待解决的问题之二。

“北海正大”假收购“苏三山”案给中国股市的收购题材泼了一瓢冷水,以至于“天飞”、“国爱”事件在股票二级市场的反应极其平淡,股价非但未象延中那样狂涨,反而趋于平静,甚至下跌,这表明市场对于这种收购和控股背后的意图怀有戒心。因此,要通过证券市场实现资本重组、产权转让这一功能,应制定详尽的完备的操作性强的法规,从而在法律上保护、鼓励为经营目的而产生的收购和控股,限制和预防借此名义恶炒股票、高度投机的操纵市场行为,这是期待解决的问题之三。

总之,我国的证券市场应该而且能够为上市公司的收购兼并创造更完善的条件,向资本市场深层次功能开拓,这符合市场经济发展的潮流,也是一种必然的归宿。

注释:

于鸿君:《交易成本理论与企业兼并实践:中美日企业兼并比较》(未出版)。

吴德庆、邓荣霖:《企业兼并问题研究》,274页,北京,中国人民大学出版社,1992。

王韬光、胡海峰:《企业兼并》,178页,上海,上海人民出版社,1995。

周小川等:《企业改革要与培育和改造资本市场相结合》,载《改革》,1996(6),20页。

股票换手率代表的是股票周转的速率。

韩德宗:《我国证券市场和期货市场发展研究:理论与实证》,241页,北京,中国商业出版社,1995。

于鸿君老师在其博士论文中,就产权结构对企业兼并的影响提出了“企业兼并悖论”,这里以示区别,称为“企业兼并悖论II”。

通过本文的分析可知,在以个人投资者为主的证券市场上,短周期特性明显,较易购买到兼并目标公司的股票;另外,由于股权分散,持有较小比例股份,就可达到控股,因此,个人持股为主应有利于兼并的发生,且容易成功(如美国)。在机构投资者为主的证券市场上,短周期特性有所减弱,较难购买到兼并目标公司的股票,甚至由于相互持股或不能流通等原因(如日本和中国),根本购买不到足够控股的股权而无法实现兼并。因此,可以得出结论:个人资本主义社会里,兼并较易发生,而法人资本主义社会里,兼并较难发生,尤其是故意兼并几乎不会发生。中美日三国的经验事实证实了这一点。

上海股市唯有五家上市公司的股票是全流通的(还有一家“兴业房产”,1992年1月13日上市流通)。

10 国务院:《股票发行与交易管理暂行条例》,第四十七条,第四十八条。

11 1993年11月发生的“北海正大假收购苏三山”案就属此类情况。

12 在国外,金融机构在企业兼并市场上玩弄手法,以赚取高额利润,是屡见不鲜的。

(作者单位:北京大学光华管理学院 北京 100872)
(责任编辑:向运华)