

我国上市公司资产重组的行业分析

蔡红艳 韩立岩 *

摘要 本文首先从工业行业运行状况的角度, 定量化地研究了我国资本市场中兼并频发行业的成因。研究发现, 工业行业的集中度偏低是其中最主要的原因。本文还以各个兼并频发行业内发生资产重组的上市公司为研究对象, 发现我国不同的行业, 资本市场中资产重组的方式有所不同。同时资本市场中行业资产的重组对于不同行业的产业结构调整有着不同的积极或消极的作用。这表明我国资本市场上的资产重组将导致我国工业各行业的竞争力呈分化状态。

关键词 资产重组, 工业行业, 动因分析

一、问题的提出

与财务危机、破产以及股票价格是否可预测一样 (Fama, 1999), 根据公开信息分析什么样的上市公司容易被并购者看中, 一直是金融理论界、股票投资实际部门关注的问题。已有的研究大都以上市公司的财务状况来预测上市公司的兼并收购。如 Gilman and Chan (1990) 的研究表明, 市账比 (P/B)、市盈率 (P/E) 较低, 资产流动性较好的上市公司容易成为兼并的对象。赵勇、朱武祥 (2000) 以 1998 年我国资本市场上发生并购的上市公司为研究对象, 发现股权较为分散、总股本较小、每股净资产和市账比较低的上市公司具有较高的被收购概率。

以上的研究都是停留在公司的水准上对兼并收购进行研究。而近年来, 国内外兼并浪潮中的一个显著特点是, 兼并行为的发生往往集中在几个特定的行业内。20 世纪 90 年代, 我国的资本市场中上市公司的资产重组行为, 无论是绝对数量还是相对数量都明显集中在几个行业之内。那么, 是什么因素促使有的行业成为并购频发行业, 而有的行业的上市公司却极少发生并购? Mitchell, Mark L., 和 J. Harold Mulherin (1996) 研究了 1982—1989 年接管和重组活动的行业方式, 发现在 51 个样本行业中, 各行业发生并购活动的比率以及活动时机选择有显著的不同。大部分的并购活动发生在相对少数的几个行业之中。其中, 行业管制的取消、1973 和 1979 年的石油危机、行业内外国公司的竞争压力 (用进口渗透比率来衡量)、行业的创新能力是导致行业内接管和重组活动频发的主要因素。Richard Schoenberg 和 Richard Reeves (1999) 针对 1991—1995 年间, 英国的资本市场中的并购频繁发生在某几个行业内的现象

* 北京航空航天大学管理学院。通讯作者及地址: 蔡红艳, 北京市北京航空航天大学, 100083; 电话: (010) 82317842; Email: flycaiy@hotmail.com。作者感谢清华大学经济管理学院李子奈对本文所作的中肯而有价值的学术评议。尤其感谢匿名评稿人的评论和审阅。

进行研究,从而发现:政府对于某一行业的放松管制、行业的成长性和行业集中度是导致行业内频繁发生并购的主要原因。

随着企业并购的浪潮向纵深发展,它已经成为关系到产业结构的调整、整个国民经济结构乃至全球经济格局的重要因素。以日本为例,日本的产业政策历来有促进企业兼并、提高市场集中度的传统。20世纪50年代,日本政府颁布的《产业振兴法》的核心部分,就是推动产业内企业间的合并与兼并,促进规模经济的利用。进入90年代,随着经济持续萧条和来自国外竞争压力的增大,日本政府进一步放松对电子、信息通讯、金融业企业的合并与兼并的管制,鼓励企业重组,从而加强了这些行业寡头垄断企业的地位。在我国,随着国有企业改革的深入,股票市场在推动企业改制、促进资产重组、改善资源配置等方面的重要作用会愈加突出。

实现产业结构升级、增强工业竞争力是实现有效经济增长的重要形式。长期以来,我国产业结构处于失衡状态,大量的存量资源利用效率低下。而产业经济结构的动态演进是通过产业之间、企业之间的兴衰,导致资源的配置在各企业之间发生变化。从而使生产率较高的企业和行业在资源配置中的比重上升。而资本市场是资源配置的一个重要场所。进入90年代末,我国资本市场的上市公司重组愈加频繁。上市公司的重组事件1997年发生405起,1998年有657起,1999年升至1110起。90年代也同时是我国产业结构调整的一个重要阶段。那么,我国资本市场中行业内上市公司资产重组是否有力地促进了我国的产业结构调整?产业结构调整中,各行业的发展将呈现出不同的态势,成长性不同的各行业对于资金有着不同程度的需求,作为资本再配置的重要途径—兼并收购,是否使金融市场中资本的流动(流量和流向)做出了相应的调整,从而提高了金融市场的资本配置效率?

金融市场的基本职能是实现资本的优化配置。资本配置效率是衡量金融市场运行的一个主要指标。韩立岩、蔡红艳(2002)以我国39个工业行业间的资本流动为研究对象,发现与发达国家甚至是许多发展中国家相比,我国的资本配置效率的整体水平很低,并且在90年代末出现进一步恶化的迹象。那么,资产重组作为资本再配置的重要途径之一,它在以怎样的方式影响着我国的工业行业间的资本流动?兼并的发生在以怎样的方式对各行业的产业结构升级起作用?对各行业未来的发展产生什么样的不同影响?在下文中我们将作进一步的研究。

二、资本市场中上市公司资产重组与行业发展的关系

(一)模型方法

本文采用Logit概率模型,对2000年我国资本市场中各工业行业的资产重

组成因进行研究。对于并购频发行业，取 $y = 1$ 。对于并购非频发行业，取 $y = 0$ 。

首先，依据 2000 年我国资本市场中各工业行业内发生资产重组的上市公司的数目来确定并购频发行业。同时，我国资本市场中上市公司的行业分布非常不均匀。有的行业内上市公司很多，有的行业内上市公司极少。这样，当某行业内上市公司较多时，其行业内发生并购的几率也相应增多。所以，仅仅以行业内发生并购的绝对数量多少作为衡量标准还是不够的。这里再引入行业内发生并购的相对数量，即：发生资产重组的上市公司的数目占该行业上市公司总数的百分比。结合相对数量和绝对数量的情况来确定并购频发行业。

依据各行业内发生并购的绝对数量从大到小进行排序。选取排在前 15% 的样本点作为并购频发行业。再依据相对数量从大到小进行排序。选取排在前 15% 的样本点也作为并购频发行业。发现两组中部分行业是相重合的。这样，得到的并购频发行业为：纺织业、服装及其他纤维制品制造、印刷业记录媒介的复制、医药制造业、化学纤维制造业、非金属矿物制品业、金属制品业、专用设备制造业、电子及通讯器材制造业、橡胶制造业。

(二) 变量的选择

选取行业集中度、行业盈利能力、行业成长性和政府所给予行业的非市场化扶持力度作为描述行业运行状况的指标，并且作为方程中的自变量。其中，行业集中度 (CR8) 选取行业内前八家规模最大的企业销售额之和占市场总份额的比重。行业盈利能力 (Profit) 为我国各工业行业的利润总额。并且以兼并发生前一年 (1999 年) 的数据为出发点来考察 2000 年中并购频发行业成因。行业盈利能力 (Profit) 数据取自《中国统计年鉴 (2000)》。行业的集中度 1999 年的数据不可得，所以用 1998 年工业行业的集中度代替，两者应该不会有太大出入。此数据出自国家统计局和国务院发展研究中心联合课题组 (1999)。

行业成长性 (b) 和政府所给予行业的非市场化扶持力度 (a) 两个指标来自蔡红艳 (2002) 的模型计算。采用以下模型度量行业成长性：

$$\ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} = a_i + b_i \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， I 为固定资产存量， V 为利润， i 为工业行业的编号， t 为年份。

(1) 分别以我国 39 个工业行业中的每一个行业为研究对象，定量刻画了一个行业内的资本流动状况。公式中， b_i 为弹性指标，表明第 t 年内，某一行业内投资的追加 (或撤出) 对此行业盈利能力变化的弹性水平。

对于某一行业，当它对应一个较大的 b 时，说明在 t 年，当此行业有一

个单位的利润增长时,此行业对应着一个较大的投资增长。我们说,人们在做出投资决策时依据的不仅仅是当年或以前的利润,而更看中于现在的投资在未来的价值增长。高成长性行业,是指具有较大的潜在市场需求,并且未来的盈利能力将有较快增长的行业。对于成长性高的行业,人们对之会有一个更乐观的预期,则在巨大的潜在需求驱使下,利润的少量增长,便可引发投资的大量增长。那么,当高成长行业与低成长行业在当期有一个相同的利润增长时,高成长行业会吸引更多的投资,而低成长行业吸收的投资会相对较少,甚至是投资负增长。所以, b 可作为度量行业成长性的指标。高成长行业将对应着一个较大 b 。低成长行业或衰退行业所对应的 b 较小。

资本流动的原始动力是资本升值。当金融市场中的资本依据资本升值的原始动力而在各个行业之间流动时,称为市场行为。否则,为非市场化行为。由(1)式可以看出,斜率 b 可表示为行业所吸收投资的变化对于盈利能力变化的敏感度。那么,截距 α_i 表示与盈利能力变动或资本升值无关的其他因素对于投资增长的贡献。即,非市场因素在投资变动中的作用程度。当某一行业对应一个较大的 α ,说明此行业投资中非市场因素起了较大的作用。其中,非市场因素我们可以理解为市场参与者有悖于市场运行规律的行为。由于我国现有的工业各行业投资仍旧以政府投资为主。则市场参与者的非市场化行为可理解为国家宏观调控中的非市场行为。那么 a 可以表示为政府对于某行业的非市场化扶持力度。

(1)式中使用了《中国统计年鉴》列出的39个工业行业的数据,具体行业见附录一。统计数据时间跨度为1990—1999年。并且去除了利润为负值时样本点。我国39个工业行业的 a 、 b 值数据见蔡红艳(2002)。

(三)实证研究

表1 行业内收购兼并和行业运行指标的回归结果

解释变量:	(1)	(2)	(4)	(5)	(6)	(7)
CR8	-0.114*				-0.141*	-0.113*
(S.E)	(0.062)				(0.075)	(0.066)
Profit		0.001				
(S.E)		(0.005)				
a			16.924*		21.672*	
(S.E)			(10.361)		(11.603)	
b				-2.300		-2.451
(S.E)				(2.413)		(2.414)
截距	0.337	-1.035	-4.315	-0.899	-3.496	0.503
(S.E)	(0.721)	(0.430)	(2.188)	(0.399)	(2.327)	(0.817)
Nagelkerke R Square	0.206	0.022	0.147	0.037	0.460	0.228

* 表示10%显著程度,**表示5%显著程度,***表示1%显著程度。括号内为标准差。

由表1中(1)、(4)项可见,行业集中度和政府给与行业的非市场化扶持力度对一个行业是否为兼并频发行业具有显著的影响。其中,(1)项中方程的决定系数(Nagelkerke R Square = 0.206)明显大于(4)项中方程的决定系数(Nagelkerke R Square = 0.147)。这说明行业集中度是最重要的影响因素。(1)项表明:当行业的集中度较低时,将会导致此行业内有较多的上市公司发生兼并。

工业集中度是衡量市场结构的一个重要指标。日本产业组织专家植草益根据市场集中度CR8值从大到小的顺序,将市场结构划分为高寡占型($CR8 \geq 70\%$)、一般寡占型($40\% \leq CR8 \leq 70\%$)、低集中竞争型($20\% \leq CR8 \leq 40\%$)、分散竞争型($CR8 \leq 20\%$)四种市场结构形态。国家统计局和国务院发展研究中心联合课题组(1999)计算了我国20世纪90年代各工业行业的集中度。以1993年、1995年和1998年为例,我国分散竞争型行业占工业行业总数的比重分别为:74%、66%、71%。低集中竞争型和分散竞争型行业占工业行业总数的比重分别为:87%、92%、95%。其中,仅石油天然气开采业为高寡占型的产业。石油加工及炼焦业和烟草加工业为接近于一般寡占型的产业。这是因为此三个行业都具有较高的行政进入壁垒,和巨额的初期资金投入。从中可见,我国绝大部分工业行业的市场集中度都非常低,我国的工业行业处于明显的分散竞争状态。而且,整个90年代内,此状况并无明显的改变。

$$\text{Profit} = 25.441 + 2.256CR8. \quad (2)$$

t 值 (1.334) (2.537)

(2)式中, $R^2 = 0.155$, D. W. = 2.102。可见,我国工业集中度与各行业利润两者显著正相关($\text{sig} = 1.6\%$)。说明我国工业各行业集中度低、行业内市场无序竞争的加剧确实是导致我国工业各行业利润普遍偏低的重要因素。进入90年代,国内企业间、国内企业与外资企业间的竞争日趋激烈。国有大型企业虽然资产规模上占有绝对优势,但其市场占有率却不断萎缩,竞争力急剧下降。其结果是:国内产业链过于分散,很多行业没有主导性企业,这使得我国各行业集中度普遍偏低,许多行业内存在过度竞争。从而进一步降低了行业利润率。行业中企业间的过度竞争将降低市场中用于产生和维持信用的“经济租金”。而缺乏足够的“经济租金”,企业将会倾向于追求短期效益,从而导致市场信号失真和资源配置严重偏离帕累托最优状态。同时,分散竞争型的行业进入壁垒较低,往往表现为企业的过度进入。那么,表1的(1)项中行业集中度的系数为负表明可能有更多的“进入者”在以兼并的方式进入集中度低的行业中。然而,此种方式的兼并只能进一步降低行业的集中度,加大行业内的无序竞争状态。

表1中(4)项表明政府对于某行业的非市场化扶持力度较大时,也会导致此行业内有较多的上市公司发生兼并。这表明2000年,我国资本市场上的

兼并仍以政府主导型为主。同时,政府的力量在资本市场中,正在通过上市公司资产重组,影响着我国的产业结构调整。我国资本市场中90%上市公司的普通股被人为分割为具有不同流通性的国家股、法人股、社会公众股,因此在上市公司资产重组中,政府干预是不可避免的。而且,实际情况应该为:不是要放弃政府干预,而是政府应该积极地参与到资本市场中的产业资产重组和产业结构调整中来。新加坡和韩国等亚洲国家就是依靠政府的力量完成了产业结构的升级,进入了工业化国家的行列。也就是说,在产业结构升级中,政府应该以何种方式参与其中,值得我们借鉴,同时应针对我国的情况做进一步的研究。

表1的(6)项中两者同时进入回归模型。并且,随着进入变量的增加模型的 R^2 有所提高。说明(6)项中两个变量在以不同的方式导致某行业成为兼并频发行业。表1中(2)项表明我国资本市场中,行业是否为兼并频发行业与行业利润率无关。(5)项表明行业是否为兼并频发行业与行业成长性无关。

《中国并购报告》显示,2000年,大多数上市公司的资产重组方式是股权转让与扩张型收购兼并。其中股权转让的方式多以协议受让为主,这是由于在我国上市公司国有法人股的份额很高,且不可流通。通过协议及上级有关部门的批准,原第一大股东将自己的股权转让给新的投资者,这种做法在国内债务问题的解决中最为常见。而扩张型收购兼并多为上市公司收购与公司经营业务有关的资产。需要注意的是:本文所考察的2000年资本市场中的资产重组,可细分为行业内的兼并和跨行业的兼并。当兼并为行业内兼并时,往往是行业内有竞争力的大企业兼并其他竞争力弱的企业,这有利于提高行业集中度,从而加强行业内的有序竞争程度。此种兼并方式也正是90年代,西方国家大规模的企业并购浪潮中的主要并购方式。这种发生在相同行业生产同类产品企业之间的并购的一个基本特征是能够显著提高市场集中程度。并购的目的是增强企业的核心竞争力。当兼并为跨行业兼并时,说明不断有新的进入者进入此行业。其结果是行业的集中度降低。

2000年,我国资本市场中的兼并收购涉及到各具体的行业,其并购方式也存在显著差异。即:有的行业以股权转让的方式为主,有的行业以扩张型兼并收购的方式为主。有的行业以行业内兼并为主,有的行业以跨行业兼并为主。那么,当各行业采用的主要的兼并方式相互不同时,兼并的发生又会对各行业未来的发展产生什么样的不同影响?下面,我们在并购频发行业中选取两个典型的例子——电子及通讯器材制造业和医药制造业来对这一问题进行研究。这两类行业的行业市盈率在2000年均处在中高水平,是股票二级市场中表现活跃的行业。其中,医药制造业,2000年共有14家上市公司发生了资产重组。电子及通讯器材制造业(此行业所属上市公司,包括电子类、通讯设备制造类、计算机硬件及设备制造类上市公司)共有17家上市公司发

生了资产重组：

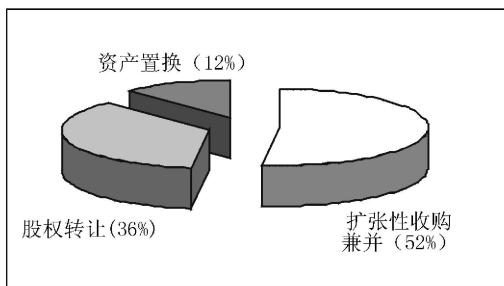


图1 医药制造业上市公司资产重组方式分布

由《中国并购报告》中的数据整理得出

若不考虑其他重组方式，而重点考察股权转让和扩张性收购兼并这两种较常见的兼并方式，由图2可见电子及通讯器材制造业的上市公司资产重组以股权转让为主。并且，经进一步考察发现此行业的上市公司资产重组以跨行业并购为主，即在2000年资本市场，电子及通讯器材制造业的上市公司资产重组中，有更多的新的进入者以股权转让的方式进入此行业。这将进一步降低行业的集中度，加大行业内的无序竞争状态，从而使行业的利润率进一步降低。图1表明医药制造业的上市公司资产重组以扩张性收购兼并为主。并且，经进一步考察发现此行业的上市公司资产重组以行业内并购为主。从中可见医药制造业的上市公司的资产重组将有助于增加行业集中度，降低行业内的无序竞争程度。

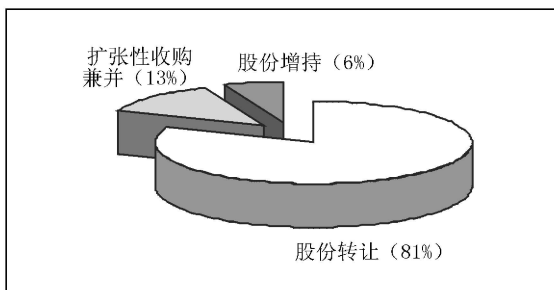


图2 电子及通讯器材制造业上市公司资产重组方式分布

由《中国并购报告》中的数据整理得出

1998年，我国医药制造业的集中度(CR8)为12.6%，电子及通讯器材制造业的集中度(CR8)为16.6%。¹从植草益的分类标准来看，两者都属于分散竞争型(CR8≤20%)行业。从中我们可以初步推断：有鉴于我国目前工业

¹ 数据来自国家统计局和国务院发展研究中心联合课题组(1999)。

各行业的集中度普遍偏低,资本市场中的上市公司资产重组是否能够成为提高我国的行业集中度、增强行业竞争力、降低行业内的无序竞争的有效手段,这将因不同行业的不同情况而定。以上的分析以医药制造业、电子和通讯产品制造业为例。涉及到其他并购高发行业也必然呈现出各行业自身特点。那么,为什么一年内有的行业以行业间并购为主,有的行业以行业内并购为主。有的行业以股权转让的方式为主,有的行业以扩张性兼并收购的方式为主?行业内部有何具体原因,促使各行业采用不同的兼并方式?这各自不同的资产重组方式与我国各行业的产业结构调整有何关系,它在以怎样的方式作用于各行业的产业结构升级?下面,我们将深入到各行业内部,在并购频发行业中选取样本行业,对这一问题进行研究。

三、行业内上市公司资产重组方式的考察

20世纪90年代,就我国资本市场中资产重组的性质来说,其可分为两种截然不同的类型:实质性重组和虚假重组。对于产业内资产的整合来说,实质性重组将利用证券市场的融资功能,使公司主业得以发展,从而提高行业的竞争力。问题是如前文所讨论的我国工业各行业集中度过低,国内产业链条过于分散,很多行业内没有主导性企业。这样,实质性行业资产重组难度较大。在大量中小上市公司已形成的割据共存的局面中,迫切需要它们当中的领先者对同行业的其他上市公司进行产业整合。然而,20世纪90年代,我国上市公司掀起的重组浪潮中,许多上市公司进行资产重组,都不过是为了提高企业的净资产收益率,从而能够在股票市场上通过配股方式进行再“圈钱”或避免ST、PT及退市命运。

在前文中我们已知:我国资本市场中有的行业以行业内兼并为主,有的行业以行业间兼并为主。那么,实质性重组和虚假重组在各行业重组中扮演着什么角色?我们在以下的研究中将得出进一步的答案。

(一)模型的建立

选用Logit概率模型,分别对此两行业内各上市公司的资产重组动因做分析。并定义发生兼并状况为1,未发生收购兼并状况为0。

(二)样本的选择

2000年,医药制造业中共有14家上市公司发生了并购,电子和通讯产品制造业共有17家上市公司发生了并购(见《中国并购报告》)。再选取未发生兼并的,财务状况正常的25个上市公司分别作为两行业各自的对比样本。

(三)变量的选择

选取能够反映公司运营状况的财务指标作为自变量。其中,能较好反映

公司盈利能力的指标为资产收益率和净资产收益率。但我国资本市场中发生资产重组的公司中有一部分是 st 或 pt 公司。由于 st 或 pt 公司的净资产可能出现负数。当公司亏损时,净资产收益率也将体现为正数。这不能反映实际盈利状况。流动比率和速动比率一般用来反映公司的短期偿债能力。因为我国上市公司期末存货和应收账款余额一般均较大且变现能力差,这影响了它们的计算意义。

那么,本文选择资产周转率、资产收益率、每股现金流、杠杆率、现金流增长指数(期末每股现金流/期初每股现金流)几个财务指标来研究公司的资产重组。并且,带入模型计算时,选取1999年,即:公司兼并前一年的财务指标。计算结果如下:

表2 医药制造业回归模型

	B	S.E.	Wald	df	Sig.
现金流增长指数	0.366	0.207	3.144	1	0.076
每股现金流	-1.874	2.126	0.777	1	0.378
资产收益率	0.031	0.158	0.039	1	0.844
资产周转率	4.129	2.068	3.986	1	0.046
杠杆率	-0.031	0.040	0.632	1	0.427
Constant	-1.414	1.928	0.537	1	0.463

由表2可见,医药制造业中,资产周转率、现金流增长指数两财务指标对公司是否发生资产重组具有显著的影响。其中,资产周转率较大,现金流有较快增长的公司容易发生资产重组。即:财务状况好的公司易发生兼并。且模型的正确判断率为82.4%。

表3 电子及通讯设备制造业回归模型

	B	S.E.	Wald	df	Sig.
现金流增长指数	0.148	0.148	0.999	1	0.318
每股现金流	-1.352	1.449	0.870	1	0.351
资产收益率	-0.100	0.070	2.028	1	0.154
资产周转率	3.934	1.476	7.101	1	0.008
杠杆率	0.000	0.028	0.000	1	0.992
Constant	-1.230	1.352	0.827	1	0.363

表3中,资产周转率进入模型(sig = 0.8%)。资产收益率次之(sig = 15.4%)。从中可见,在电子及通讯产品制造业中,资产周转率较高,资产收益率较低的上市公司容易发生资产重组。即:财务运营出现问题的公司易发生兼并。模型的正确判断率为75.0%。

表4 医药制造业中发生兼并的上市公司财务指标分布情况

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
杠杆率	13	13.08	100.95	42.1808	25.3017
资产周转率	13	0.164	1.264	0.53615	0.32307
资产收益率	13	1.09	16.78	7.4054	4.5869
每股现金流	13	-0.32	0.96	0.2531	0.3522
现金流增长指数	10	-2.00	19.00	5.6617	8.0558
Valid (N listwise)	10				

表5 电子及通讯产品制造业中发生兼并的上市公司财务指标分布情况

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
杠杆率	16	7.32	66.38	45.6100	16.0832
资产周转率	16	0.020	1.361	0.56431	0.36650
资产收益率	16	-16.61	21.40	3.2850	9.0163
每股现金流	17	-1.52	0.89	4.118E-02	0.5316
现金流增长指数	15	-4.10	45.50	2.3953	11.9924
Valid (N listwise)	15				

由表4、表5可见,医药制造业中发生资产重组的上市公司的资产收益率、每股现金流和现金流增长指数要明显高于电子及通讯器材制造业中相应的上市公司。即:前者总体的财务状况和运营状况要明显好于后者。上文中我们已经知道医药行业中以行业内兼并和扩张性收购兼并为主。在此我们终于找到了问题的答案。即:医药行业内发生资产重组的公司以行业内竞争力强、财务状况良好的公司为主。为进一步增强其竞争力,扩大市场份额,扩张性兼并收购行业内其他企业。其结果是竞争力强的公司的核心业务被进一步加强。这必将使整个行业的竞争力得到加强。这也同时表明医药行业内多以战略性并购为主。

上文中我们已知道电子及通讯器材制造业中上市公司资产重组以行业间兼并和股权转让为主。表5中,电子及通讯器材制造业发生资产重组的上市公司平均每股现金流接近于零,并且资产收益率对于公司是否发生资产重组具有较强影响。资产收益率较低的上市公司容易发生资产重组。根据证监会“关于上市公司配股工作有关问题的通知”,上市公司必须在3个完整会计年度内,净资产收益率要达到一定的标准才具有配股资格。那么,电子及通讯器材制造业中上市公司资产收益率对于公司是否发生资产重组具有较强影响并且资产收益率的值普遍较低。这说明此行业中上市公司的资产重组有可能是为了提高企业的净资产收益率,从而能够在股票市场上通过配股方式进行再“圈钱”或避免ST、PT及退市命运。即:电子及通讯器材制造业中的资产重组以解决财务问题为目的投机性重组为主。

从中可见,电子及通讯器材制造业的重组与医药行业的重组性质完全不同。那么,这表明现阶段我国资本市场中各行业资产重组可能导致我国各行业

的发展呈现出分化状态。即：有的行业通过资产重组会使行业的竞争力逐步加强，有的行业由于行业资产重组行业竞争力将进一步下降。我国加入WTO以后，各行业都将面临着更加严峻的市场竞争，市场发展到目前的阶段，企业需要合并，产业需要整合的内在要求已经非常迫切，而资本市场中的行业资产重组对于行业的发展有重要的作用。那么，我们更应该关注各行业产业重组的动态，尽快制定出相应的法规，以规范资本市场中的产业重组，使之有利于行业竞争力的提高。

四、结 论

我国资本市场中，兼并频发行业的成因是：工业行业集中度偏低和政府对于行业的非市场化扶持力度较大。同时，通过考察并购频发行业中电子及通讯器材制造业与医药制造业中上市公司的资产重组，发现我国资本市场中行业资产的重组对于不同行业的产业结构调整有着不同的作用。那么，有鉴于我国目前工业各行业的集中度普遍偏低，资本市场中的上市公司资产重组是否能够成为提高我国的行业集中度、增强行业竞争力、降低行业内的无序竞争的有效手段，这将因不同行业的不同情况而定。

参 考 文 献

- [1] 蔡红艳，“我国产业结构调整与资本市场运行两者间关系评价研究”，《国际金融年会论文集》，2002年，第600—606页。
- [2] Fama, Eugene F., Kenneth R. French, “Forecasting profitability and earning.” CRSP Working Paper No. 456, 1999.
- [3] Gilman, R. and P. S., Chan, “Merger and takeovers.” *Management Decision*, 1990, 28, 26—37.
- [4] 国家统计局公交司、综合司和国务院发展研究中心管理世界杂志社联合课题组，“经济发展、体制转轨、对外开放与中国大型工业企业的成长”，《管理世界》，1999年第5期，第118—131页。
- [5] 韩立岩、蔡红艳，“我国资本配置效率及其与金融市场关系评价研究”，《管理世界》2002年第1期，第65—70页。
- [6] 韩立岩、蔡红艳、郗冬，“基于面板数据的中国资本配置效率研究”，《经济学季刊》第1卷第3期，第541—552页，2002年。
- [7] Mitchell, Mark L., and J. Harold Mulherin, “The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity.” *Journal of Financial Economics*, 1996, 41, 193—229.
- [8] Richard Schoenberg and Richard Reeves, “What determines acquisition activity within an industry?” *European Management Journal*, 1999, 17(1), 93—98.
- [9] 王巍、康荣平，《中国并购报告》，北京：中国物资出版社，2002年。
- [10] 赵勇、朱武祥，“上市公司兼并收购可预测型”，《经济研究》2000年第4期，第19—25页。
- [11] 植草益，《产业组织论》，北京：中国人民大学出版社，1989年中译本。

An Industrial Analysis of Mergers and Acquisitions in China 's Stock Market

HONGYAN CAI LIYAN HAN

(*Beijing University of Aeronautics and Astronautics*)

Abstract This paper studies the variation of the M&A rate across industries. An empirical investigation reveals that low industrial concentration is the most important factor for high M&A rates. Then using firm-level data in two sample industries , we analyze the impact of M&A on industrial development. We find that M&A plays a different role in different industries , positive or negative. We also show that the abuse of M&A in some industries weakens their competitiveness.

JEL Classification G14 , O16 , C33