

# 分拆上市新规下公司分拆的动因和经济后果 相关研究

■ 刘颖

(浙江财经大学会计学院, 浙江 杭州, 310018)

在日益复杂严峻的经济形势下,以往年度的“并购潮”的负面效应开始加速显现,部分公司开始陷入“多元恶化”的困境。而为了优化资本市场的资源配置,分拆上市成为促进市场化重组的一个重要手段,在境外市场已被广泛运用,但A股市场的分拆案例较少。2019年12月,证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市时点若干规定》,为引导和规范上市公司分拆所属子公司在境内上市奠定了政策基础。在此背景下,本文从上市的模式选择、分拆上市的动因及经济后果的相关研究三个方面出发,系统地阐述了国内外的相关成果,并对进一步的研究方向进行了简要评论。

## 一、分拆上市与整体上市的模式选择

在我国上市的集团公司中,按上市模式的不同可以分为整体上市和分拆上市。在我国证券市场发展初期,集团公司一般将其发展前景较好、成长性较高的资产剥离出去,进行股份制改造,继而进行上市融资,此为初期的分拆上市。在发展初期,分拆上市模式较好地推动了我国资本市场的发展,但由于证券法律和制度等方面不健全,分拆上市模式也带来了一系列的负面效应:大股东通过对上市公司的控制来转移利润或者通过各种关联交易损害中小股东的利益。在此之后,集团公司整体上市成为我国公司进行改革的一项重要的制度。但随着我国相关法律法规的完善,加之部分集团公司陷入“多元恶化”的困境,经营情况逐步恶化,分拆上市又逐步成为集团公司改善经营业绩的一项重要手段。

从两者的优势和劣势来说,黄清(2004)认为分拆上市是历史的产物,存在公司治理等问题。对比了分拆上市和整体上市的案例后,他认为整体上市对于解决上市公司与存续公司之间的矛盾及控股股东与中小股东利益的一致性方面很有帮助,整体上市也可以使股权结构清晰。另外,资本市场融资平台可以促进公司不断进行内部优化和重组,从而对提高公司核心竞争力有所帮助。而林旭东、聂永华(2009)利用期权创造假说分析,论证分拆上市

能够增加股东的财富。他们认为,分拆上市具有实物复合期权的特征,可以将公司股权视为一份看涨期权。该期权以公司整体价值为标的资产,母公司可选择分拆或持有,后续还可选择回购或出售。因此,分拆上市相当于对同一资产创造两份期权,比一份期权情况更有价值。

## 二、分拆上市动因研究

### (一)基于归核化战略

通过股权分拆(equity carve-outs)或分立(spinn-offs),母公司可以重新专注于其核心业务,从而提高业绩(Leventis,2018)。与此同时,他们发现,在对业绩不佳、高度多元化和杠杆率更高的公司进行剥离的情况下,股票市场通常会在宣布剥离(divestiture)时显示出异常回报。然而,也有文献表明,一些公司倾向于长期保留其子公司的大部分所有权,或在剥离后重新收购子公司(Desai et al. 2011; Otsubo 2013; Perotti and Rossetto 2007),这意味着公司可能出于不同的动机进行剥离。

### (二)基于信息不对称假说

一方面,基于管理者和投资者之间的不对称信息,Nanda(1991)、Powers(2003)和Slovin(1995)等人认为,母公司倾向于在被低估时进行股权分拆,并选择出售被高估的子公司,从而专注于有前景的业务。其研究表明,分拆是公司向市场上的投资者传达母公司及其所在行业被低估的信号,市场对此会做出积极的反应,从而使得母公司的股价能向上修正。因此,分拆上市会使母公司获得超常收益。另外,当经理们认为其子公司的未来业绩高于其估计的市场估值时,他们也可能诉诸剥离(Baker和Wurgler 2002; Powers 2003)。当投资者在分拆前不知道合并后公司的实际价值并做出保守反应低估股权时,分拆也可能降低信息的不透明性(Elsas和Loffler 2001)。

另一方面,不对称信息还体现在多元化公司部门与总部管理者信息的不对称及内部资本分配程序上。Myerson(1982)等讨论了在多元化公司中,高层

管理者与部门管理者之间的不对称信息成本问题。这种成本在集团中比在专业化公司中要高,这是由于在集团公司中信息更加分散。Harris 和 Raviv (1982) 描述了部门管理者与总部管理者之间的信息不对称与偏好分歧在内部资本配置过程中会导致低效率的情况。在多元化的公司中,拥有较好投资机会的部门或子公司无法从总部获得最佳数量的资本,当资本生产率高(低)时,信息的不对称与不完善的激励会带来投资不足(过度投资)的问题。Myer(1992) 等指出,业绩不佳的部门经理有动机去粉饰在他们控制下的投资机会来保证其职位。Milgrom(1988) 等也描述了绩效很差的部门管理者有动机向高层管理者误导性地陈述投资机会,这将会产生“影响成本”,使绩效很差甚至亏损的部门从绩效优良的部门中抽取资本,导致资本利用的效率较低。Schipper 和 Smith(1986) 认为分拆后子公司的业绩改变在很大程度上是由于分拆使子公司被置于资本市场的严格监督之下,为股东和管理者提供了一个基于市场价值基础上的、更加有效的激励契约。

就子公司剥离后的母公司角色而言,股权分拆与其他形式的公司重组(比如分立、资产出售等)有很大不同。Allen 和 McConnell (1998) 表明,母公司保留了子公司 69% 的所有权。Zingales(1995) 指出,相对于分立,当母公司拥有控制性权益时,会比较倾向于分拆,这是由于对业务与母公司相关的子公司保持控制权可以带来有形或无形的协同效应。

Bergh(2008)、Perotti 和 Rossetto(2007) 表明,分拆(carve-outs) 为母公司提供了一种真正的选择,可以从市场上吸引有关其子公司的内在价值及与子公司的协同作用的信息,这有助于管理者对是否应完全退出或重新获得对子公司的控制权提供参考。一些母公司决定通过次要事件终止母子公司关系(Klein et al. 1991; Otsubo 2009),而一些母公司则最终会重新收购子公司,当母公司进行分拆交易的动机是释放子公司的价值、母公司保留多数股权及母公司与子公司建立长期业务关系时,分拆交易的收购速度会更快(Desai et al. 2011)。

### (三) 基于激励假设

研究表明,分拆可以增加股东财富,它们可以修改子公司经理的激励合同,从而重新调整经理的利益与股东的利益(Michaely and Shaw 1995; Schipper and Smith 1986)。

最近的研究更多支持分离收益的假说。分离收

益假说是由一系列独立的但又相互联系的假说构成。相关研究表明,股权分拆可以提高效率和管理激励合同(Aron,1991),并减少母公司和子公司之间的负面协同效应,尤其是当它们的业务存在战略不兼容时(Vijh,2002)。Pengda Fan(2021) 认为通过创建新的上市公司,母公司可以为有前途的年轻员工提供更多的高层管理职位和制订更好的激励措施,这将促使他们更加努力地增加股东财富。

### (四) 基于融资策略

有研究表明,股权剥离可能与筹资等融资动机有关(Vijh,2002),母公司通常使用筹集的资金来支付母公司或子公司的债务或偿还其他现金流动需求(Lang et al.1995),或为新的正 NPV 投资提供资金(Schipper,1986)。王发清(2006) 认为公司通过分拆经营不佳的业务来融资,可以满足公司对短期现金流收入的需要。分拆以后母公司对子公司还有控股权,但会引入新的投资者。分拆以后母公司所控制的资本增加,子公司可以以自己的名义在资本市场上进行资本运作。

### (五) 基于资本保值增值

在我国,部分上市公司在上市前多会强调整体上市,但公司不免会出现为达到上市要求而拼凑资产的行为。在此背景下,由于拼凑资产之间的协同效应不协调,将影响公司的业绩。为避免被摘牌,公司会将拼凑出的资产进行分拆,这有利于公司未来的发展(王正斌,2004)。

另外,在 2019 年证监会 A 股分拆上市新政实施之前,我国的诸多上市公司迫于新业务发展的资金需求,不得不选择到香港等境外交易所分拆上市。在这种情况下,优质的上市资源不能被国内投资者分享(刘卓琳,2001),加上公司运作成本的提高和违规行为监管难度的加大,对国内投资者产生直接或间接的影响(贺丹,2009)。基于此,对在境内经营的上市公司来说,在 A 股分拆上市有利于境内资本的保值和增值。

## 三、分拆上市的经济后果研究

### (一) 股权分拆与内部劳动力市场

虽然公司董事会的作用通常被视为提供监督和建议功能之一,但 Hermalin 和 Weisbach (1988) 认为内部人主导的董事会充当了教育下一任 CEO 的内部劳动力市场。然而,随着员工在公司阶梯上的提升,高层职位变得稀缺,这意味着许多有能力的员工由于职位有限而无法持续晋升。股权分拆可以为有能力的员工提供高级管理职位,并使公司基

于市场的激励措施来缓解这一问题 (Aron 1991; Ito 1995; Ito and Rose 1994)。与此同时, Pengda Fan (2022) 的研究表明, 双重董事为分拆公司和母公司创造了价值, 而 CEO 职位为内部劳动力市场的年轻员工提供了努力工作的强烈动力。在用股权分拆来检验双重董事的影响时发现, 当双重董事在剥离子公司担任 CEO 职位时, 内部劳动力市场纪律和长期职业问题会激励他们为子公司和母公司创造价值。

### (二) 股权分拆与内部资本市场效率

一直以来, 公司集团是否可以作为公司的有效模式的争议不断, 现有的研究表明, 公司集团市场估值低于其组成业务的总个体价值 (Lamont, 1997)。这种低估通常归因于公司集团资本配置功能的失灵, 即内部资本市场 (ICM) 的失灵。为了解决母公司 ICM 效率低下的推定原因, 多元化公司可以选择以抛售、分立和股权分拆 (ECO) 的形式剥离其业务部门。一些研究检验了分拆和抛售对母公司 ICM 配置效率的直接影响。Colak 和 Whited (2007) 得出结论: 在这些重组事件之后, 母公司 ICM 的分配效率没有明显改善。但 Valeriya Vitkova (2018) 研究发现, 股权分拆会改善多元化公司的内部资本市场 (ICM) 的运作, 其研究结果表明, 母公司的分配效率在股权分拆之后会显著提高, 而这种分配效率的提高是由母公司治理特征的改善推动的。

### (三) 股权分拆与市场反应

由于股权分拆可能与公司的筹资等融资动因有关, 母公司使用筹集的资金来支付母公司或子公司的债务或满足其他现金流的需求 (Allen and McConnell, 1998), 或为新的正 NPV 投资提供资金 (McConnell and Muscarella 1985)。因此, 投资者可能会认为股权剥离是一种有利可图的剥离策略, 从而产生积极的股价反应。先前的研究记录了股权剥离公告的平均异常回报率接近 2%。

虽然大多数研究表明, 股权剥离的短期市场反应通常是积极的, 但也存在证据表明, 剥离母公司的长期业绩微不足道或消极 (Chemmanur and Paeglis 2001; Michaely and Shaw 1995; Vijh 1999)。虽然最初的积极反应是市场预期结果, 但长期的重估 (the long-term revaluation) 反映了市场的实现 (Agrawal et al. 1992)。Madura 和 Nixon (2002) 研究了股权剥离后母公司和单位的长期业绩, 他们发现, 如果母公司没有从狭隘的焦点 (the narrow focus) 中获益, 随着时间的推移, 分拆就会产生负面影响。事实上, 股权剥离提供了一种折中方案, 即最大限

度地降低完全整合的成本, 同时仍保持与所有权和控制权的相关利益。母公司可以选择在分拆的子公司中保持运营和管理控制。母公司通过所有权和重叠的高管、董事持续参与的可能性抵消了母公司与分拆子公司之间的分离和独立, 这可能对母公司的业绩产生不利影响 (Boone et al. 2003)。从长远来看, 母公司不会从提高重点中获得全部好处, 而且母公司的严格控制可能会导致额外的代理成本。

### (四) 股权分拆与公司价值

从母公司与分拆子公司之间的相互作用来看, 虽然母公司股权剥离后创建了一家新的上市公司, 但母公司可以通过各种渠道继续对其子公司施加重大影响。首先, 即使在分拆之后, 大多数母公司仍然是子公司最大的股东, 这允许它们为子公司任命一个高级管理团队 (Allen and McConnell 1998)。此外, 母公司还可以与子公司签订长期的业务协议 (Atanasov et al. 2010)。

徐宗宇 (2022) 等人的研究发现, 从公司集团整体价值来看, 分拆上市后, 公司集团的价值能得到显著提升, 并且, 分拆上市会通过缓解融资约束、改善经营效率和提高信息透明度三条路径正向影响公司集团价值。与国有企业相比, 分拆上市对公司集团价值的提升作用在非国有公司中更为明显。

## 四、进一步的研究方向

目前, 国内对分拆上市的研究多集中在动因、公司价值和绩效及市场反应等方面。而在现阶段国外对分拆上市的相关研究, 更关注公司内部资本市场效率、内部劳动力市场及公司治理等方面, 对分拆上市之后母公司的回购行为进行了相关研究。国外有关上市公司分拆上市的理论研究和实践活动对于完善我国资本市场功能、促进上市公司健康发展及提高公司治理水平具有重要意义。通过回顾现有研究, 结合我国资本市场发展现状, 本文认为, 集团公司可对分拆上市带来的公司内部劳动力市场结构的改变、内部资本市场效率的变化、公司治理质量及分拆上市过程中的分拆条款设计和风险应对等方面进行进一步研究。

【作者简介】刘颖 (1994—), 女, 山东潍坊人, 研究生在读, 浙江财经大学会计学院, 研究方向为管理会计。