

上市公司分拆上市的策略分析

孙飒飒

(厦门大学经济学院金融系, 福建 厦门 361005)

摘要:分拆上市作为一种金融创新的工具,在国外成熟金融市场上早已出现并得到较大范围内的应用。我国在2000年10月31日,北京同仁堂分拆旗下的子公司——同仁堂科技在香港创业板上市,从而揭开我国企业分拆上市的序幕。结合我国实际,论述上市公司分拆上市的动机以及分拆上市对上市公司和资本市场发展的影响。

关键词:分拆上市;上市公司;资本市场;影响

中图分类号:F83

文献标识码:A

文章编号:1672-3198(2010)11-0201-02

1 分拆上市概述

1.1 分拆上市概念

指一个母公司通过将其在子公司中所拥有的股份,按比例分配给现有母公司的股东,从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去。分拆上市有广义和狭义之分,广义的分拆包括已上市公司或者未上市公司将部分业务从母公司独立出来单独上市;狭义的分拆指的是已上市公司将其部分业务或者某个子公司独立出来,另行公开招股上市。在分拆过程中,母公司对分拆出去的公司可以是完全控股或部分控股,我国法律规定对于分拆上市的公司要进行股份的公开发售,发售的股本一般不应超过总股本的50%,即分拆不会改变母公司对子公司的股权和控制权。

分拆上市后,母公司控制的资产增大了,但实际运作的资产却减少了,属于紧缩型资产重组的范畴。同时,由于子公司可以自己的名义在资本市场上运作,从另一方面加大了母公司进行资本运作的空间和力度。

1.2 分拆上市与整体上市、借壳上市的区别

在上市公司的上市模式中,除了分拆上市还有整体上市和借壳上市,以下将对分拆上市与整体上市和借壳上市的异同展开分析。

整体上市是一家公司将其主要资产和业务整体改制为股份公司进行上市的做法;而相比之下,分拆上市则是一家公司将其部分资产、业务或某个子公司改制为股份公司进行上市的做法。整体上市属于分总式的上市方式,而分拆上市则属于总分式的上市方式。

借壳上市是通过收购已上市公司来上市的做法,实质是一个并购重组的过程,属于扩张性资产重组的范畴。而分拆上市则是将母公司中的一个部分或某一个产业分离上市的做法,属于紧缩性资产重组的范畴。

2 上市公司分拆上市的动机

上市公司选择何种上市模式,必然会从母公司价值能否得到提高以及价值提高的幅度的角度出发,以实现利益最大化。以下几个假说从不同角度阐释了上市公司选择分拆上市的原因。

2.1 信息不对称假说

所谓的信息不对称主要指完全掌握公司信息(包括过去信息、现有公开的信息和公司内幕信息)的管理者之间和不完全掌握公司信息(仅了解公司过去信息和市场上公开的信息)的投资者之间的信息不对称。

信息不对称假说是由南达(Nanda, 1991)首次提出的,他认为由于公司管理者与投资者之间信息不对称的存在,

导致市场对公司价值的估计与公司的真实价值是不一致的,当母公司整体价值(或者母公司所处行业的整体价值)被市场相对低估,而子公司价值被市场相对高估时,母公司管理者会采取分拆上市的方式来筹集资金。在这种情况下,在分拆上市之前,母公司管理者掌握着公司内部不为投资者所了解的信息,能够更准确的评估公司真实价值;在分拆上市后,母公司需要更详细地披露其财务状况,原来的内幕信息可能就此成为公开信息为投资者所获悉。由于母公司整体价值或其所处行业的整体价值被低估,内幕消息的公开对于母公司原有股东来说是一个利好消息,市场必会对此作出积极反应;虽然对于分拆的子公司来说,这是个利空信息,但由于子公司规模较小,依托于母公司的价值,故整体来说市场对母公司的反应是积极的,从而使母公司股价上涨,原有股东价值增加。

2.2 管理层激励假说

管理层激励假说最早是由Aron(1991)和Alen(1998)提出的。该假说主要从期权激励措施的局限性出发,认为该激励措施仅对母公司高级管理层起到激励作用,而对于分支机构的管理层由于其经营绩效无法与公司股价发生直接联系,故难以对子公司管理层起到激励作用。但分拆上市可在一定程度上解决该难题,因为分拆上市后,子公司处于独立经营状态,直接接受资本市场和投资者的检验。这样就使得子公司管理层的管理业绩通过股票市场直接与公司业绩联系起来,公司经营业绩良好相应地管理层的业绩也就得到相应的肯定和较高回报,而如果公司经营业绩较差就立即通过股票市场得到反映,从而影响管理者的收益。在这种策略下,激励子公司管理层为实现自身利益而更加用心经营子公司,这就弥补了期权激励措施的不足。

2.3 核心化战略假说

核心化战略假说由Commen和Jarrel(1995)提出,他们认为:公司业务分散化会导致较低的权益价值,而业务的核心化将导致较高的权益价值。目前对于分拆上市的公司而言,分拆的部分多为与母公司主营业务不相关的新兴业务,如传统产业公司分拆高科技公司,这两类公司由于业务上关联度较低,增加了传统产业公司管理内部高科技产业的成本和难度,从而出现了企业内部的负协同效应,而分拆上市可较好地解决这一问题。通过分拆上市,母子公司可专注于经营各自的核心业务,从而提高了管理效率,减少企业管理成本,增强企业经营策略上的灵活性,实现资源的合理配置。

3 分拆上市对上市公司的影响

分拆上市作为一种资产重组方式,可以说对上市公司

而言是一把“双刃剑”，对上市公司既有积极影响，也有消极影响。

3.1 分拆上市对上市公司的积极影响

3.1.1 降低负协同效应，提高管理效率

由于资本市场、法律法规、经营技术等因素是不断变化的，公司的经营环境和经验策略也要相应不断调整。这就使得原本有利的联合在新的市场监管制度或生产技术提高后变成低效率的联合，这样选择把子公司从母公司中分拆出去便是更有效的选择。正如核心化战略假说所认为的，公司业务分散化会导致较低的权益价值，而公司业务的核心化将导致较高的权益价值。通过分拆上市可将母公司主营业务以外的次要业务，或者与其主营业务差异明显的业务，以及不符合母公司长期发展目标的业务剥离，从而使得母公司主营业务更加突出，提高公司的管理效率。分拆后，母公司和子公司均可集中精力从事各自擅长的业务，有利于母公司和子公司发挥各自经营优势，提高市场竞争力，制定公司的长远发展战略。

3.1.2 拓宽融资渠道，提升母公司股价

通过分拆上市，分拆出去的子公司的资本来源将不再仅限于母公司这一渠道，还可以从外部筹集资本，即不再把母公司其他业务的收益作为其现金流的唯一来源。此外，根据实践可知，分拆上市的地点多选择在海外证券市场或国内创业板，这就为公司在国际资本市场融资提供了新的渠道。

同时，根据信息不对称假说，子公司分拆上市后，证券市场的价值发现功能将迅速发现母公司被低估的价值，从而使公司价值增值。母公司的合理价值应当等于公司在子公司市值中所占权益的市值加上母公司自身的价值（扣除这部分权益后的价值）。股价是公司价值的有效指标，当公司价值增值时，其股价必然会同步反映，从而推动母公司股价的上涨。

3.1.3 改善管理激励，解决委托代理问题

根据管理层激励假说，在一个分支机构较多的多元化经营企业中，基于公司整体价值的股权激励措施仅对公司高级管理层有激励作用，但对于与公司经营绩效联系不是很紧密的分支机构的管理层的激励作用较为微弱。此外，由于高级管理层与分支机构管理层之间存在信息的不对称，在选择经营方针和投资策略时，分支机构管理层倾向于从自身利益最大化而非公司和股东利益最大化来做出相应决策。在这种情况下，一旦子公司管理层利益目标与公司发展目标不一致时，就可能出现分支机构发展有悖于整个公司发展趋势的情况。而拆分上市则很好的解决了这一问题，通过拆分，分支机构管理层利益与子公司经营效益直接挂钩，对子公司的经营状况承担直接责任，其经营行为直接接受资本市场的检验和监督。这样就使得子公司管理层从公司和股东利益最大化目标出发，实现了激励作用。

3.2 分拆上市对上市公司的消极影响

3.2.1 稀释原股东股权

分拆上市后无疑需引入新的投资者，虽母公司对子公司仍处于控股地位，但终究有部分原本属于母公司完全控制下的股权被其他投资者转移占用，使得母公司原始股东股权得到一定程度上的稀释，从而不可避免地摊薄了A股股东利益。

3.2.2 引起关联交易和同业竞争

分拆上市后的子公司与母公司之间很难在短时间内分拆完全，不可避免存在千丝万缕的联系，特别是子公司由于从母公司分离，无论是经验策略还是管理模式上都对母公司有很强的依赖性，很多资源需要母公司的输送，在此情况下，很难杜绝母公司利用子公司初期的依赖性来为自己牟利的行为。

此外，虽然大多数拆分上市的子公司都是与母公司主营业务不同的分支机构，但仍存在分拆上市公司与母公司经营同类业务的情况，这样的分拆对母公司和子公司都是一种同业竞争行为，若子公司经营不善，很可能面临市场份额下降，甚至破产的境地。

4 分拆上市对资本市场的影响

4.1 提高市场信息披露的正确性

从母公司角度而言，分拆前，母公司的经营业绩是对整个公司经营绩效的整体反应，未明确列示各个分支机构或子公司的经营效果，不利于投资者判定各个机构的经营业绩，从而不利于其作出正确的投资决策；分拆后，母公司和子公司主营业务更加突出，更有利于投资者对其价值的正确估计，在一定程度上缓解了信息不对称带来的投资失误。从财务报表的角度而言，分拆前，母公司和子公司披露的是合并报表，子公司的经营业绩是由合并财务报表间接体现的，投资者对子公司的业绩和财务状况很难做到全面、深入的了解，因而会干扰投资者作出正确的投资决策；分拆后，母公司和子公司分别编制独立的财务报表，有利于提高信息披露的正确性和充分性，有利于有关机构进行监管和评级，有利于投资者作出正确的投资决策。

4.2 提升中小板市场的企业质量

对于母公司分拆后的子公司，多选择在海外市场和创业板市场上市，随着我国创业板市场的推出，为处于增长期的高科技公司开创了一个融资和发展的新市场，由于分拆上市的公司多为蓝筹公司的高科技分支机构，因而越来越多的分拆公司选择在国内创业板市场上市。这些高科技公司以母公司为依托，资金来源较为稳定，有来自母公司的人才、管理、技术的支持，使得这些高科技公司拥有资金和管理上的双重优势。这样的公司大多有广阔的发展前景，将这样的企业推向创业板市场，可以提高我国创业板上市公司的质量，稳定创业板市场，提高投资者投资的安全性，有利于我国创业板市场快速、健康地发展。

5 结论

根据我国资本市场形势，分拆上市必将随着创业板市场步伐的不断加快成为一个新的市场热点。分拆上市作为资本重组的一种有效方式，对上市公司及资本市场都有重大影响，但我们在看到它的积极作用的同时，也必须认识到分拆上市存在的不足。因此，上市公司必须从自身发展状况出发，不能为了“圈钱”融资和上创业板市场的目的而盲目跟风，而选择拆分上市，从而造成不必要的损失。

参考文献

- [1] 张国栋. 企业分拆上市的意义 [EB/OL]. <http://http://bj148.blog.bokee.net>.
- [2] 许京婕. 介拆上市的介析与探讨 [J]. 经济视点, 2005, (2).
- [3] 赵敏, 张莉芳. 西方分拆上市经济动因综述 [J]. 北方经济, 2006, (1).
- [4] 秦耀林, 胡开春. 上市公司缘何频频分拆上市 [J]. 新财经, 2005, (1).