

分拆上市相关研究综述

郭海星 万迪昉

(西安交通大学管理学院, 陕西 西安 710049)

摘要: 随着我国资本市场的不断完善和发展, 以及上市公司对收缩性资产重组方式的分拆上市需求的日渐强烈, 分拆上市研究越来越受到理论界和实务界的关注和重视。基于坚实的理论基础和丰富的数据环境, 国外有关分拆上市的研究在二十多年来得以快速发展。本文从分拆上市的内涵、分拆上市与其他几种收缩重组方式的区别以及分拆上市研究的主要视角几个方面系统阐述了国外相关研究成果, 并对进一步研究的方向进行了简要评论。

关键词: 资产重组; 分拆上市; 分拆动机; 资产重组

Abstract: As China's capital markets continue to improve and develop, as well as the listed companies having increasingly strong demand for Equity Carve-Outs which is the way of assets contraction reorganization, equity Carve-Outs have received more and more concern and attention. Based on solid theoretical foundation and rich data environment, foreign-related research in Equity Carve-Outs has developed rapidly over the past two decades. This paper systematically discusses foreign related research achievements in the connotation of Equity Carve-Outs, the difference between Equity Carve-Outs and several other ways of assets contraction reorganization and main research perspective on Equity Carve-Outs. And the direction of further study is briefly commented.

Keywords: Assets reorganization, Equity Carve-Outs,

作者简介: 郭海星, 西安交通大学管理学院博士生, 研究方向: 公司治理与公司金融。万迪昉, 西安交通大学管理学院教授、博士生导师。

中图分类号: F276 **文献标识码:** A

随着全球经济一体化的深入发展, 产业结构的调整和市场竞争的日益激烈, 公司重组作为当代企业发展变革的一部分变得越来越重要。仅 2007 年, 我国上市公司重组规模就高达 4500 亿元。然而, 国内的公司重组主要涉及的是兼并收购以及资产置换, 在欧美发达国家近年来经常使用的分拆上市(Equity Carve-outs)却很少涉及。在美国, 从 1993 年至 2003 年, 参与分拆上市和分立(Spin-off)的公司每年超过 1700 家, 在欧洲, 从 1984 年至 2004 年, 上市公司利用分拆上市进行公司重组涉及的金额超过 900 亿欧元。公司重组的根本目的是为了促进公司良性发展, 提升公司的竞争力, 增加公司股东价值。为了追求企业的协同效应以及规模经济, 上市公司可以采取兼并收购的重组方式, 而分拆上市可以帮助公司集中于核心业务, 放弃业绩差的业务部门, 消除不同部门间负的协同效应以及减轻债务负担。分拆上市作为公司重组的重要方式的快速发展受到了越来越多的学者的关注。在国外, 众多的理论学者对分拆上市的动机、价值增长的来源以及分拆上市后的公司绩效进行了大量的理论研究和实证研究。本文对近年来国外在分拆上市研究方面所取得的理论成果和实证成果进行了系统的综述, 以期更好的指导国内企业的重组实践活动, 增强企业在复杂多变环境下的竞争力, 同时促进国内分拆上市研究的进一步发展。

分拆上市的内涵

Schipper 和 Smith (1986)^[33]将 ECOs 定义为母公司完全所有的子公司首次向投资者公开募股。Vijh(1999)^[37]的定义与 Schipper 和 Smith 类似, 定义为母公司将完全所有的子公司

的部分或全部出售给公众。上述对 ECOs 的定义都强调子公司为母公司完全所有。Powers(2003)^[30]将 ECOs 定义为母公司通过 IPO 出售子公司的部分所有权,并未强调母公司在子公司的所有权大小。

从上述的定义中,我们可以看到分拆上市有以下几个特点:

一、分拆上市是子公司首次公开募股。子公司从原来母公司的下属公司变成直接面对公众的上市公司,需要对外披露更多的有关公司经营和发展的信息。子公司的公开募股引进了范围更广的投资者,使得子公司的股东变得多样化。分拆上市后,子公司的股票可以在二级市场公开交易,母公司可以通过二级市场转移子公司的控制权。子公司公开募股可以为子公司融入现金,母公司也可以通过出售子公司股份融入资金。因此,分拆上市既是一种公司重组方式,也是一种融资方式,会引发组织结构和资本结构的动态变化。

二、分拆上市尽管是面对公众募股的,但是对于母公司现有股东仍然具有比一般投资者有优势的地方。母公司现有股东在分拆上市的过程中允许在非母公司股东之前优先购买子公司的股份,这样可以防止非母公司的股东以母公司的股东没有增加配置子公司股票为代价,获取子公司股票上市初始交易当天的正向回报。

三、母公司拥有子公司的绝对控制权。子公司在分拆上市之前是母公司的一个部门或者是下属的子公司,如果是法律上独立的子公司,母公司必须拥有子公司的超过半数的股份,拥有绝对控制权。

四、从分拆上市的定义中,我们无法判断在子公司分拆上市后,母公司在子公司中所持有的股份。通常情况下,子公司分拆上市后母公司要么保持多数的股权,要么出售大量的股份,保持较小的份额,甚至完全退出。Perotti 和 Rossetto(2007)^[28]给出的模型表明,分拆上市作为公司的实物期权战略可以帮助公司从公开市场中获得有关子公司作为独立实体时的大量信息,有利于识别子公司的真实价值,在获得有关子公司的价值信息后,母公司再做出退出子公司或者保持对子公司控制权的决策。

分拆上市与其他几种收缩重组方式的区别

公司重组根据资产以及产权配置的特点可以划分为资产扩张型重组以及资产收缩型重组,扩张型重组包括了合并、兼并、收购等几种方式,而资产收缩型包括了分拆上市、分立、资产剥离等方式。人们通常容易将上述几种收缩重组方式与分拆上市混淆,除此之外还有股权再融资以及发行追踪股票等产权变化方式需要与分拆上市做出区分。

一、分拆上市与分立 (spin-off) 的区别

1.在公司分立中,子公司中所有的股份按比例分配给母公司的股东,母公司的股东获得子公司的股份,而在分拆上市中子公司的股份会出售给新的股东,母公司在子公司的股份是以母公司法人形式持有,母公司的股东并不直接持有子公司的股份。

2.公司分立后,子公司股票并未在二级市场公开交易。

3.在公司分立中,无论对母公司还是子公司都不会产生现金流,而在分拆上市中,母公司或者子公司会产生现金流。

4.公司分立通常是母公司和子公司完全的分离,而分拆上市中,母公司通常在子公司中保持一定的股份。

二、分拆上市与股权再融资 (SEO) 的区别

1.在股权再融资中,母公司出售自身的股份,在分拆上市中,母公司出售的是子公司的股份。

2.母公司的股份在 SEO 之前已经公开交易,而在分拆上市以前子公司的股票是不能被公开交易的。

3.股权再融资会稀释母公司的股份，并且降低每股净资产价值。

三、分拆上市与资产出售（asset sale）的区别

资产出售是把母公司下属某个的业务单位完全剥离，母公司在该业务单位中不再持有股份，母公司获得现金流。该业务单位也不会被立即在二级市场交易。显然，分拆上市不会直接导致母公司完全退出子公司。

四、分拆上市与追踪股票(tracking stock)的区别

追踪股票是由母公司发行，追踪股票的价值由母公司中的特定子公司的业绩决定。从法律上讲，在发行追踪股票的过程中，子公司并未从母公司中分离出去。母公司发行追踪股票的目的一方面是在子公司和母公司之间保持协同作用，另一方面股东可以从子公司的快速发展中获得收益。追踪股票主要在美国发行，而在欧洲及其他地区较少。

五、分拆上市与解散式分立（split-up）的区别

解散式分立是指母公司将所有的资产转移到两个或者更多的新公司里，母公司的股东接收每个新公司的股份，母公司不再存在。分拆上市后，母公司和子公司都会延续存在。

分拆上市研究的主要视角

众多学者从不同角度对分拆上市问题进行了大量研究，归纳起来可以发现目前该领域的研究主要从以下几个方面展开，即母公司为何在众多的公司重组方式中选择分拆上市，从分拆上市的动机角度研究。分拆上市对母公司和子公司的影响如何，从分拆上市后母公司和子公司的市场价值和业绩表现角度研究。当学者实证研究发现为数不少的分拆上市子公司在上市后几年往往被母公司再次回购或者被第三方收购时，把研究兴趣转移到分拆上市后子公司被母公司回购的原因以及回购后对母公司的影响。此外，学者将分拆上市，分立等公司紧缩方式从对公司市场价值影响以及信息传递内容等方面进行了比较研究，下面将从这四个视角对分拆上市的研究现状进行总结和评论。

一、母公司选择分拆上市的动机

需要指出的是，母公司选择子公司分拆上市的最终目标是为了增加股东的价值。但是，母公司在做出分拆上市决定时的具体动机则可能是多样的。以往的文献表明，分拆上市的决定是复杂的，有多种可能的动机驱动分拆上市交易。各种各样的假设被理论研究者提出以解释分拆上市的动机，这些动机大致可以分为七个可实证的假设，包括公司业务集中假设、融资假设、市场时机假设(the market timing hypothesis)、信号假设、管理层激励假设、内部资本市场假设和公司控制权假设。

公司业务集中假设表明母公司可能从公司战略的角度出发，某个业务部门不再适合公司总体的长期战略将被分拆上市。Comment 和 Jarrell(1995)^[8]对美国上市公司的研究发现在1978至1989年期间，随着上市公司业务集中公司股东财富也与之剧增。Daley, Mehrotra 和 Sivakumar(1997)^[9]检验了涉及跨行业的公司分立要比仅涉及同行业的公司分立要创造更多价值的假设。结果发现跨行业的公司分立引起价值显著增加，而同行业内的公司分立则没有明显价值变化，验证了剔除不相关的业务，管理者将精力集中在核心业务对公司价值是有益的假设。尽管尚未有直接针对分拆上市引起的公司业务集中对公司价值影响的研究，但是学者普遍将包括分拆上市在内的公司紧缩式的重组方式与公司业务集中将增加公司价值的假设联系起来，用来解释管理者做出分拆上市决定的动机问题。

融资假设由 Allen 和 McConnell(1998)^[3]提出，分拆作为融资受限制的公司的融资工具。母公司管理者被迫放弃对子公司资产的控制权。分拆上市最显著的动机就是融资，分拆和资产出售相比（Lang, Poulsen 和 Stulz, 1995）^[21]，不是针对一个买家而是面对公众，母公司仍然可以保持控股股东地位。Harris 和 Raviv (1996)^[15]提出，高管可以从其控制的资产中获

得私人收益,在此基础上 Allen 和 McConnell(1998)^[3]提出了融资假设,基于高管建立企业帝国的管理偏好,通常会避免公司部门的公开交易从而减少所控制的资产,因此分拆上市释放出了一个明显的信号,母公司受到资金限制,需要融资。

市场时机假设表明分拆上市的主要原因是母公司在交易中出售溢价的股权, Baker 和 Wurgler (2002)^[5]的研究证实这一点, Pagano, Panetta 和 Zingales (1998)^[27], Hand 和 Skantz(1999)^[14]以及 Powers(2003)^[30]的研究进一步研究发现分拆上市主要从市场时机角度考虑驱动的。如果子公司的市场价值高于行业内同类型的企业,也就是分拆后的市场价值大于本身内在的价值,母公司会倾向于进行分拆上市。

Nanda(1991)^[26]提出了市场信号假设,公司公告分拆上市是为了向外部投资者传递公司价值被低估的信号。Nanda 进一步拓展了 Myers 和 Majluf (1984)^[25]的理论,认为管理者知道公司资产的错误估值,但是外部投资者并不清楚。该模型有助于解释分拆上市消息公告后,市场上出现的积极的公告效应。

管理层激励假设基于 Aron(1991)^[4], Meyer (1992)^[24] 以及 Holmstrom 和 Tirole(1993)^[18]的研究,认为分拆是内部激励问题的结果。在这个假设下,母公司的管理者使用分拆上市作为公司重组的工具提升部门经理的激励水平。分拆后子公司雇员在获得公开交易的股票或者期权时可以受到更大的激励,通过分配股票或者期权,分拆上市允许雇员参与子公司的成功,子公司管理层的收益与子公司在二级市场的股票价值紧密的联系在一起。针对委托代理问题,分拆上市促使子公司除了面对内部治理机制外,还要受到资本市场、产品市场、法律法规等外部治理机制的激励约束,增强了对管理层的激励水平。

内部资本市场假设,分拆前子公司作为母公司的一部分,是母公司内部资本市场的一部分。内部资本市场是大型公司的最显著的特征,母公司拥有附属各单位的剩余控制权 (Williamson, 1975; stein, 1997)^{[39] [36]},总部可以在各部门之间重新配置现金流。高度多样化的结构会天然的导致低效的内部资本市场。以往的研究表明,内部资本市场的效率依赖于公司规模和内部多样化程度,公司各部门之间或者集团内各子公司之间的相关度也会影响内部资本市场的效率,进而影响公司价值,母公司的管理者通过放弃子公司的控制权,部分的关闭内部资本市场,提升内部资本市场效率,从而影响公司价值。

Hulburt (2003)^[19]提出的公司控制权假设认为分拆上市作为一种经济的方式将子公司的控制权转移给潜在的可以创造更多价值的买方。通过实证得到了最优的子公司 IPO 时母公司拥有的股权比例在 10%到 50%。该模型无法从理论上解释为什么子公司 IPO 时母公司拥有的最优比例在上述范围, Perroti 和 Rossetto (2007)^[28]建立的分拆上市战略期权模型完美的从理论上的回答了这个问题,并将控制权和企业战略期权结合起来解释了子公司分拆上市后临时性特征。

二、分拆上市后的绩效表现

子公司分拆上市后对母公司以及子公司的市场价值会产生怎样的影响一直是相关领域学者感兴趣的问题,做出了大量深入的研究。学者们从短期绩效、长期绩效、母公司和子公司绩效相关性等不同视角对母公司和子公司分拆上市后的绩效表现进行了实证检验。

最早关注分拆上市绩效表现的是 Schipper 和 Smith, Schipper 和 Smith(1986)^[33]对 1963-1984 年期间的 76 家进行分拆上市的公司研究后发现,子公司分拆上市公告宣布后,

母公司的股价有积极的反应, 平均有 1.83% 的超额收益。Slovin, Sushka 和 Ferraro (1995)^[34]切换了研究视角, 对分拆上市子公司所在行业内的竞争对手的股价反应进行了研究, 发现存在 -1.1% 的异常收益率, 但是该研究的样本量偏小, 只有 36 个分拆样本, 同时并没有研究母公司所在行业的竞争对手的收益率。Hand 和 Skantz (1997)^[13]发现母公司公告子公司分拆上市之后五天股价的累计收益率为负值, 这个结果与之前公告期收益率的研究结果相反, 对积极地公告期效应的结论产生了质疑。Prezas, Tarimcilar 和 Vasudevan (2000)^[31]扩大了样本量, 对 1986-1995 年期间的分拆上市样本研究后发现, 子公司确实存在短期的超额收益。Allen 和 Mcconnell (1998)^[3]对 1978-1993 年间的 188 个分拆样本进行研究, 发现母公司在公告期三天内的累计超额收益为 2.12%, 其中 54 个样本在公告中阐明分拆上市子公司发行股票筹集来的资金主要是用来偿还债务或者向股东分红, 平均超额收益为 6.63%。60 个样本在公告中声明子公司上市发行股票筹集来的资金主要用来与投资有关的目的, 平均超额收益只有 -0.01%, 这个结果与管理者判断假设一致。上述研究着重于子公司与母公司在分拆上市后的短期绩效表现, 从研究结果中我们可以确信分拆上市对母公司和子公司均存在短期的超额收益。

Vijh (1999)^[37]对分拆上市后的长期绩效表现给予了关注, 对 1981-1995 年期间的 628 个分拆样本进行了研究, 发现分拆后的三年内子公司的业绩并不低于相应的基准收益, 这与之前的文献中对 IPO 和 SEO 的研究结果是相反的。Madura 和 Nixon (2002)^[22]研究发现母公司和子公司在分拆后的长期业绩是下降的, 这个结果和 Ritter (1991)^[32]对 IPO 的长期绩效研究的结果相一致。特别是在分拆前处于财务困境的母公司, 分拆后母公司和子公司的长期绩效越差, 表明母公司并没有通过分拆子公司有效地减轻压力, 子公司会经历长期不利的价值效应。现有的研究对分拆上市后母公司以及子公司的长期收益并未得到一致的结论, 究竟是存在正面影响还是负面影响以及影响长期收益的因素是什么是值得进一步研究的。

Vijh (2002)^[38]对影响分拆上市股票价格收益的因素进行了研究, 发现当分拆上市子公司的资产比非分拆上市资产大时, 公告期的超额收益为 4.92%, 当分拆上市子公司的资产小于非分拆上市资产时, 公告期的超额收益仅为 1.19%。这个结果与非对称信息假设不符, 但是与分拆收益假设相一致。Hogan 和 Olson (2004)^[17]比较了证券市场正常期和泡沫期分拆上市收益率的差别, 发现在 1990 至 1998 年期间子公司上市首日平均收益率为 8.75%, 在 1999 至 2000 年的泡沫期, 上市首日平均收益率为 47.76%, 该研究表明证券市场波动性对分拆上市的收益也有重要影响。Benveniste, Fu, Seguin 和 Yu (2008)^[6]对子公司分拆上市折价问题的研究进一步深化了对分拆上市短期超额收益影响因素的理解, 他们发现子公司上市首日回报和母公司在子公司股票发行询价期的回报显著相关, 但是和母公司同期的回报无关。而子公司在 IPO 之前的价格修正和母公司在子公司初始上市日的回报是无法预测的。

从现有研究可以看到, 无论是分拆上市后母公司和子公司的短期绩效还是长期绩效都是用公司的市场价值来表示, 即用股票价格的异常收益率来表示公司绩效, 研究方法采用的是事件研究法, 研究短期绩效的时间窗口往往将公告日当天选为 0, 公告前一天为 -1, 公告后一天为 1。长期绩效研究的时间窗口通常在公告后一年以上, 六年以内。在金融市场不成熟、不完善的地方, 公司市场价值并不能准确反映公司绩效, 因此我们可以尝试使用公司财务指标来度量公司绩效。针对影响超额收益的因素研究, 需要建立恰当的模型来解释和验证, 不是仅仅采用探索性的实证研究方法, 这样的研究深度是不够的。

三、分拆上市后母公司再回购研究

Klein, Rosenfeld 和 Beranek (1991)^[20]对 1966-1983 年间的 28 家分拆上市样本研究后发现, 分拆上市通常是两阶段过程的第一步, 第二步要么完全放弃母公司的利益, 要么重新收购分拆上市的子公司, 表明分拆上市具有临时性的特征。子公司分拆上市公告后, 母公司的股价通常会有积极地反应, 存在正的超额收益, 而在母公司回购子公司公告后, 母公司的超

超额收益并不显著。Slovin 和 Sushka (1998)^[35]对母公司回购子公司与普通的子公司被第三方收购进行了比较研究,首先分析了在母公司回购子公司公告期内母公司和子公司的股价反应,发现在母公司回购中子公司公告期间,子公司和母公司均存在正的超额收益,并且子公司的超额收益至少与第三方收购中的子公司的超额收益一样大。表明母公司回购子公司可以提升母公司和子公司股东的价值,合并后公司的价值要大于合并前母公司和子公司价值的总和。第三方收购子公司和母公司回购子公司中小股东均会产生正收益,并且不存在显著差异。但是在第三方收购子公司中,母公司会获得比母公司回购子公司更多的超额收益,并且作为买方的第三方的收益为负。表明母公司在第三方收购当中获得的较大收益并不是由子公司自身价值造成的,而是从第三方的财富转移形成的。因此, Slovin 和 sushka 认为母公司回购是有效的资源配置方式,可以产生更高的价值。该研究采用了 1970-1993 年间 105 家样本,其中被回购子公司属于分拆上市的样本为 51 家,作者对总样本和分拆上市样本分别做了检验,得到了相同的结论。Gleason, Madura 和 Pennathur (2006)^[12]对 1981-2002 年间 129 家分拆样本研究,发现子公司被回购的母公司在分拆上市公告期间的异常收益以及公告后一年半内的长期异常收益为负值,被回购的子公司相对于未被回购的子公司业绩更差,与 Klein, Rosenfeld 和 Beranek(1991)^[20]研究结论不同,母公司和子公司在回购公告期间有显著的超额收益,子公司被完全回购时母公司的长期异常收益为正,部分回购时母公司的长期异常收益为负,这与该研究采用了更大的样本量有关。

Perroti 和 Rossetto (2007)^[28]构建了分拆上市的战略期权模型,解释了分拆上市的临时性特征。Perroti 和 Rossetto 认为子公司分拆上市可以帮助母公司从市场上获取有关子公司作为独立实体的价值的信息,以便母公司做出实施完全出售或者回收控制权期权的决定。通过该模型,还可以计算出完全出售或者回购的最佳时点以及母公司保留的最佳股权比例。事实上,该研究与以往的研究相比,脱离了一般的实证研究采用的概念模型,首次构建了严谨的数学模型来解释与分拆上市相关的问题,将分拆上市动机、绩效以及回购等问题纳入到一个同一的研究框架内,对分拆上市研究的发展具有重要意义。

四、分拆上市与分立等公司紧缩形式的比较研究

分拆上市作为公司紧缩的主要方式之一,学者们除了关心公司管理层选择分拆上市的动机之外,对于管理层如何决定选择分拆上市而不是其他方式的紧缩重组表现出了浓厚的兴趣,显然公司紧缩方式的选择机制对于我们深刻认识分拆上市有着重要的意义。Michaely 和 Shaw (1995)^[23]对分拆上市和公司分立两种紧缩方式的选择机制进行研究,样本公司为 1981-1988 年间 91 家美国上市公司,发现风险越大,杠杆越高,利润越少的公司越倾向公司分立。实施公司分立的公司要比实施分拆上市的公司规模要小,利润要低,这表明在选择公司紧缩方式的时候,公司进入资本市场的难易程度也是一个重要因素。分拆上市要比公司分立受到更严格的审查和信息披露。该研究并没有支持管理层在资产被低估时倾向公司分立的假设以及对资金需求越高的公司越倾向分拆上市的假设。Frank 和 Harden(2001)^[10]的研究扩大了样本量,对 1991-1997 年间的 140 家实施分拆上市或者公司分立的样本公司研究,得到了与 Michaely 等人不同的结论,支持了与公司分立相比,对现金需求越高的公司越倾向采取分拆上市的假设。此外, Frank 和 Harden 发现子公司所在行业发展越快,利润增长越高,越倾向分拆上市,子公司所在行业与母公司关系越密切,越倾向分拆上市。Powers(2001)^[29]进一步将紧缩方式的比较扩展到公司分立,分拆上市和资产出售三种,对影响公司分立,分拆上市和资产出售三种紧缩方式选择的决定因素进行研究,选取了 1981-1998 年间 187 家公司分立样本, 204 家资产出售样本和 181 家分拆上市样本,发现母公司对外部资本的需要以及被分拆部门的质量是影响分拆方式选择的主要因素。Chen 和 Guo(2005)^[7]对 1985-1998 年间 2674 家公司样本进行研究,其中包括 206 家分拆上市样本, 146 家公司分立样本, 2322 家资产出售样本。结果发现运营效率低下的高度多样化公司更倾向实施公司分立、分拆上市

以及资产出售等分拆业务单位的重组方式，从而支持了公司业务集中假设。高杠杆、低现金收入的公司更倾向分拆上市和资产出售。在分拆同行业中较小的业务单位时，公司主要采用资产出售方式。在分拆较大的业务单位时，则倾向公司分立和分拆上市方式。高收益增长，高账面市值比以及市场情绪较高时，母公司较少采用公司分立形式。高分红，低信息不对称，分拆的业务单位在不同的行业时更倾向分拆上市方式。

学者们还从其他角度对分拆上市等公司紧缩方式进行了比较。Slovin, Sushka 和 Ferraro(1995)^[34]对同一行业内采取紧缩重组的公司从信息传递视角进行了比较研究，公司紧缩形式包括分拆上市、公司分立以及资产出售。发现分拆上市子公司的竞争对手的股价存在显著的消极的反应，母公司分立出的子公司的竞争对手的股价存在积极地反应，被公司出售的业务单位的竞争对手股价没有特别的变化。Slovin 等认为分拆上市与公司分立和资产出售相比传递了不同的信息，当母公司的管理者发现外部投资者对公司所属业务单位的估值高于管理者认可的价值时，母公司的管理者将会采取分拆上市的重组方式。Geersing (2007)^[11]对 1995-2006 年间美国上市公司中进行公司分拆和分立的 136 家样本进行研究，比较了公司分拆与公司分立哪种重组形式可以创造更多的价值。从长期看，公司分立为母公司创造了 39.6% 的异常收益率，子公司分拆上市为母公司创造了 27% 的异常收益率。在短期，公司分立使母公司市场价值增加了 30.9%，公司分拆则仅使母公司价值增加了 17.3%。Geersing 认为公司分立比公司分拆创造了更多的价值。

分拆上市和其他紧缩重组方式的比较研究中仍然有一些问题困惑着我们，如何从理论上解释管理层采用分拆上市方式重组而不是其他方式，现有的研究结论都是从实证研究中得到和发现的，无法纳入到一个统一的框架中解释，不具有系统性和普适性。还有，分立为什么比分拆上市创造了更多的价值，影响价值创造的因素是什么都没有一个合理的答案。

进一步研究方向

分拆上市作为公司资产重组的重要方式被欧美国家众多上市公司所采用。然而在我国，因为涉及上市公司分拆上市的有关制度尚未建立，上市公司分拆上市仍然是一片空白。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，提高公司治理水平具有重要意义。通过回顾现有研究，结合我国资本市场现实状况，我们认为以下几个方面是需要进一步研究的方向。

一、分拆上市对母公司和子公司长期绩效的影响。

现有关于母公司和子公司长期绩效的实证研究存在明显矛盾的结果，在剔除样本选择不同的因素外，更重要的是没有完善的理论研究来解释分拆上市是如何影响母公司和子公司长期绩效的，进而再通过实证研究去检验分拆上市对母公司和子公司的长期绩效影响究竟是正面的还是负面的。

二、从控制权动态配置视角研究分拆上市对公司治理的影响。

子公司分拆上市前，母公司管理层对子公司拥有实际控制权；分拆上市后，子公司管理层拥有实际控制权，而母公司拥有名义控制权，名义控制权支配和约束实际控制权（Aghion 和 Tirole, 1997）^[2]。母子公司治理机制的核心就是对子公司管理层进行恰当的激励约束。最优控制权配置就是实现货币收益和控制权私人收益的最大化（Hart, 2001）^[16]。母公司作为控股股东根据子公司的业绩表现相机配置一定比例的实际控制权给子公司管理层，实现社会福利的最大化。我们可以从控制权动态配置视角出发，将分拆上市和金融契约相结合，研究分拆上市对公司治理的意义。

三、我国证券市场分拆上市制度建设研究。

原证监会主席刘鸿儒在 2007 年指出，一方面上市公司本身有着分拆上市的巨大需求；

另一方面,随着股权分置改革的进行,股份的全流通为分拆上市创造了切实可行的市场环境,有关部门正在研究制定《上市公司分立、分拆上市工作指引》。鉴于我国上市公司对分拆上市的需求和分拆上市在国外的资本市场的成熟发展,我国资本市场亟需建立分拆上市相关制度,对于完善和丰富上市公司资产重组方式以及改善公司治理水平具有重要意义。

四、进行我国上市公司分拆上市实验研究。

由于我国资本市场尚未建立分拆上市制度,上市公司无法在国内进行分拆上市,为数不多的上市公司是通过借道香港和海外资本市场进行分拆上市,因此直接搜集数据进行实证研究在目前是困难的。仅仅依赖建立模型进行分拆上市理论研究显然是不够的,实验研究方法不失为一个好的选择。实验经济学和行为经济学中得到广泛应用和认同的实验研究方法的最大优点是在实验中可以将相关因素控制,研究特定变量之间的关系,特别适合机制设计(万迪昉, 2006)^[40]。通过实验,我们可以检验相关理论研究结论的正确性,还可以发现和建立新的理论。

五、分拆上市对国有企业改革的重要意义。

我国国有企业改革的重点就是实现企业产权的多元化,优化配置企业的产权结构,进而完善公司治理结构,解决企业内部激励不足和外部监督不严的问题。目前我国的国有企业主要通过股份制改造和兼并重组进行企业改革和优化资产配置,扩张型重组模式对规模经济不明显或者多元化效率低下的公司影响是负面的。作为收缩型重组方式的分拆上市为国有企业改革带来了新的模式,通过对国有企业分拆上市相关问题的研究必然会推动国有企业改革的进一步深入发展。

参考文献:

- [1]Aghion, Philippe, and Patrick Bolton. An incomplete contract approach to financial contracting [J]. *Review of Economic Studies*, 1992, 59(3): 473-494.
- [2]Aghion and Tirole. Formal and real authority in organizations [J]. *Journal of Political Economy*, 1997, 105(1): 1-29.
- [3]Allen and McConnell. Equity carveouts and managerial discretion [J]. *Journal of Finance*, 1998, 53(2): 163-86.
- [4]Aron. Using the capital market as a monitor: Corporate spinoffs in an agency framework [J]. *RAND Journal of Economics*, 1991, 22(4): 505-518.
- [5]Baker and Wurgler. Market timing and capital structure [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(1): 1-32.
- [6]Benveniste, Fu, Seguin, and Yu. On the anticipation of IPO underpricing: Evidence from equity carve-outs [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, (14): 614-629.
- [7]Chen and Guo. On corporate divestiture [J]. *Review of quantitative finance and accounting*, 2005, (24): 399-421.
- [8]Comment and Jarrell. Corporate focus and stock returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 37:67-87.
- [9]Daley, Mehrotra and Sivakumar. Corporate focus and value creation: Evidence from spinoffs [J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 45(2): 257-281.
- [10]Frank and Harden. Corporate restructuring: a comparison of equity Carve-outs and spin-offs [J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2001, 28(3): 503-529.
- [11]Geersing. What creates more value: Equity carve-outs versus spin-offs. Working paper, 2007.
- [12]Gleason, Madura and Pennathur. Valuation and performance of reacquisitions following equity carve-outs [J]. *The Financial Review*, 2006, 41(2): 229-246.
- [13]Hand and Skantz. The bad news in equity carveouts. Working paper, 1997.
- [14]Hand and Skantz. The market-timing characteristics of equity carve-outs. Unpublished working paper, 1999, UNC Chapel Hill.
- [15]Harris and Raviv. The capital budgeting process: Incentives and information [J]. *Journal of Finance*, 1996, 51(4): 1139-1174.
- [16]Hart. Financial contracting [J]. *Journal of Economic Literature*, 2001, 39(4): 1079-1100.
- [17]Hogan and Olson. The pricing of equity carve-outs during the 1990s [J]. *The Journal of Financial Research*, 2004, (4): 521-537.

- [18]Holmstrom and Tirole. Market liquidity and performance monitoring [J]. *Journal of Political Economy*, 1993, 101(4): 678-709.
- [19]Hulburt. Equity carve-outs and changes in corporate control [J]. *The Journal of Applied Business Research*, 2003, 19(1): 29-42.
- [20]Klein, Rosenfeld and Beranek. The two stages of an equity carveout and the price response of parent and subsidiary stock [J]. *Managerial and Decision Economics*, 1991, 12(6): 449-460.
- [21]Lang, Poulsen and Stulz. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 37(1):3-37.
- [22]Madura and Nixon. The long-term performance of parent and units following equity carve-outs [J]. *Applied Financial Economics*, 2002, (12):171-181.
- [23]Michaely and Shaw. The choice of going public: spin-offs vs. carve-outs [J]. *Financial Management*, 1995, 24(3): 5-21.
- [24]Meyer, Milgrom and Roberts. Organizational prospects, influence costs, and ownership changes [J]. *Journal of Economics and Management Strategy* 1992, 1:9-35.
- [25]Myers and Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2):187-221.
- [26]Nanda. On the good news in equity carve-outs [J]. *Journal of Finance*, 1991, 46(5): 1717-1737.
- [27]Pagano, Panetta and Zingales. Why do companies go public? an empirical analysis [J]. *Journal of Finance*, 1998, 53(1), 27-64.
- [28]Perroti and Rossetto. Unlocking value: equity carveouts as strategic real options [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(5): 771-792.
- [29]Powers. Spinoffs, selloffs and equity carveouts: an analysis of divestiture method choice. Working paper, 2001.
- [30]Powers. Deciphering the motives for equity carve-outs[J]. *Journal of Financial Research*, 2003, 26(1):31-50.
- [31]Prezas, Tarimcilar and Vasudevan. The pricing of equity carve-outs[J]. *Financial Review*, 2000(35), 123-138.
- [32]Ritter. The long-run performance of initial public offerings [J]. *Journal of Finance*, 1991, 46(1): 3-27.
- [33]Schipper and Smith. A comparison of equity carveouts and seasoned equity offerings: share price effects and corporate restructuring [J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15(1/2): 153-186.
- [34]Slovin, Sushka and Ferraro. A comparison of the information conveyed by equity carveouts, spinoffs and asset sell-offs [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 37(1):89-104.
- [35]Slovin and Sushka. The economics of parent-subsidiary mergers: An empirical analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 49(2): 255-279.
- [36]Stein. Internal capital markets and the competition for corporate resources [J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(1): 111-133.
- [37]Vijh. Long-term returns from equity carveouts [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, (51):273-308.
- [38]Vijh. The positive announcement-period returns of equity carveouts: asymmetric information or divestiture gains? [J]. *Journal of Business*, 2002, 75(1):153-190.
- [39]Williamson. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications* [M]. The Free Press, 1975, New York.
- [40]万迪昉. *实验管理学*[M].第一版. 北京: 高等教育出版社, 2005.