

境内上市公司创业板分拆上市的价值创造机制

刘永泽, 唐大鹏, 于 焜, 贾兴飞

(东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116023)

[摘 要]境内上市公司分拆上市到创业板的过程分为分拆重组和上市到创业板两个阶段。分拆前后交易成本和组织成本的变化说明分拆后企业总体的效率得到了提高。分拆后上市的价值创造机制主要体现在信息公开化程度的提高、对成长型业务资产组成长价值的重估和成长型业务独立性的建立三个方面。

[关键词]分拆; 上市; 价值创造; 企业重组; 创业板; 上市公司; 资本经营; 资本市场

[中图分类号]F230.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2012)01-0004-08

一、引言

随着经济全球化的继续纵深发展,产业结构不断升级,以资本经营为手段的价值创造理念已经成为现代企业价值观的一个重要组成部分,相应地,重组也就成为企业价值创造的一个重要引擎。在美国,从1993年至2003年,参与分拆上市(Equity Carve-outs)和分立(Spin-off)的公司每年超过1700家;在欧洲,从1984年至2004年,公司利用分拆上市进行重组涉及的金额超过900亿欧元^[1]。可见,分拆上市和分立已经成为国际发达资本市场上企业重组的重要手段,然而我国国内的重组手段主要还是传统的兼并收购和资产置换。

2000年同仁堂股份有限公司在香港联交所创业板分拆上市成功,成为我国境外分拆上市成功的第一例,此后也有为数不多的上市公司通过借道香港和海外资本市场来实现分拆上市。2010年4月,证监会规定上市公司在同时满足6个条件的情况下可以分拆子公司到境内创业板上市,引起了市场对分拆上市概念股的特别关注,分拆上市概念股一度被市场剧烈炒作。有学者指出由于我国资本市场存在“信息噪音”较大、个别投资者“看透”(see through)的能力不强等问题,资本市场发展还不成熟,过早地盲目地放开分拆上市的限制会导致占据信息优势的上市公司一方在巨大的“圈钱”动机驱使下,做出损害投资者利益的行为,对市场的稳定性造成冲击。基于此,证监会对“分拆上市”的态度从“明确允许”转变为“从严把握”。

那么,我国上市公司的效率能否通过分拆上市到创业板得到提升?能否借助分拆上市实现价值创造?本文在界定分拆上市的概念基础上,从制度经济学的角度对分拆过程的价值创造机制进行分析,试图回答这些问题。

[收稿日期]2011-08-11

[作者简介]刘永泽(1950—),男,河北唐山人,东北财经大学中国内部控制研究中心主任,教授,博士生导师,中国会计学会副会长,全国工商管理类专业教学指导委员会委员,全国MPAcc教学指导委员会委员,国务院政府特殊津贴获得者和国家级教学名师,主要研究方向为财务会计和内部控制;唐大鹏(1985—),男,辽宁大连人,东北财经大学会计学院博士生,主要研究方向为财务会计;于焜(1988—),男,辽宁盘锦人,东北财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为资本市场会计和内部控制;贾兴飞(1986—),男,山东济宁人,东北财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为公司理财和内部控制。

二、文献回顾

正如上文所述,分拆上市在发达的资本市场中普遍存在,国外众多学者围绕分拆上市进行了大量的理论研究和实证研究。在分拆上市的动机方面,国外学者提出了诸多假设来解释企业选择分拆上市的动机,包括公司业务集中假设、融资假设、市场时机假设、市场信号假设和管理层激励假设。1995年Comment和Jarrell提出公司业务集中假设,认为发起人有动机将不再适合自身发展战略的业务部门分拆上市,通过实证检验发现公司股东财富随着上市公司业务的集中化程度的加大而增加^[2]。1996年Harris和Raviv提出管理层可以从其控制的资产中获得私人收益,因此他们通常会避免业务部门的公开交易从而避免所控制资产减少^[3]。在此基础上,1998年Allen和McConnell提出了融资假设,认为分拆上市具有信号传递作用,母公司进行融资则说明其资金使用受到限制^[4]。市场时机假设认为分拆上市的主要动机是母公司可以通过出售溢价股权获得超额收益,Pagano, Panetta和Zingales等人的研究都证实了市场时机是企业进行分拆上市一个主要动因,如果子公司的自身价值被市场高估,即分拆后的市场价值大于其本身内在的价值,那么进行分拆上市便是母公司提升企业价值的有利选择之一^[5]。Nanda在1991年提出了市场信号假设,他认为选择分拆上市能够使这些被低估的资产有机会被市场重新正确估值,因此分拆上市可以看成是管理层向市场传递的资产被低估的信号,该理论成功地解释了为什么分拆上市公告的市场反应是积极乐观的^[6]。管理层激励假设是在Holmstrom、Tirole以及Aron和Meyer研究的基础上提出的,认为分拆产生于公司内部的激励机制,分拆上市是发起人的管理层激励部门经理的有力措施,因为分拆上市后子公司(原业务部门)的雇员不但可以获得相应的股票或期权,而且其决策自主性也会得到相应的提高^[7-9]。

尽管企业选择分拆上市的动机可能是多样的,但有一点是肯定的,即分拆上市的最终目标是为了增加股东的财富积累,也就是实现价值创造,这一点与现代企业资本经营目的是一致的。因此国外学者们又从短期绩效、长期绩效、分拆后形成的母子公司绩效相关性等不同视角对分拆上市的绩效表现进行了实证检验。Schipper和Smith以1963年至1984年间的76家分拆上市的公司为研究样本,发现分拆上市公告宣布后,母公司的股价有所上升,平均超额收益达1.83%^[10]。Allen和McConnell对1978年至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%^[4]。Prezas, Tarimcilar和Vasudevan以1986年至1995年间进行分拆上市的公司为研究样本,发现分拆上市后子公司也存在短期的超额收益^[11]。上述研究主要针对母子公司在分拆上市后的短期绩效表现,研究结果均表明母子公司在分拆上市后都存在短期的超额收益。1999年Vijh首先对分拆上市后公司的长期绩效进行探究,他选择1981年至1995年期间的628个分拆样本作为研究对象,研究发现子公司在其分拆后三年内的业绩并不低于相应的基准收益,这与之前的文献中对首次公开募股(IPO)和再融资(SEO)的研究结果是相反的^[12]。2002年Vijh又细致分析了影响分拆上市股票价格收益的因素,发现若分拆上市子公司的资产大于非分拆上市资产,其超额收益在公告期达4.92%,若分拆上市子公司的资产小于非分拆上市资产,其超额收益在公告期仅为1.19%^[13]。Hogan和Olson对证券市场正常期和泡沫期分拆上市收益率的差别进行对比分析,发现在1990年至1998年的正常期,子公司上市首日平均收益率为8.75%,而在1999年至2000年的泡沫期,上市首日平均收益率达47.76%,由此可以得出证券市场波动性也是影响分拆上市收益的一个重要因素^[14]。

我国资本市场起步较晚,在2010年4月之前我国上市公司不允许在境内创业板进行分拆上市,为数不多的进行分拆上市的公司也是通过借道香港和海外资本市场来实现分拆上市的,如2000年同仁堂股份有限公司成功登陆香港联交所创业板。因此,国内对分拆上市这方面的研究相对较少。2003年王化成、程小可基于期权理论构造出了分拆对母公司股权价值效应模型,模型显示分拆能为母公司股东财富带来正的溢价效应,他们还以同仁堂分拆上市为例做了市场反应的检验^[15]。2004年王正斌、洪安玲根据科斯关于企业边界的界定,解释了影响企业实行一体化的扩张还是非一体化的分

立(包括分拆)的主要因素,在一定程度上说明分拆能够为企业带来效率的提高^[16]。

总之,基于对国内外文献的回顾,笔者发现,无论企业选择分拆上市的动机是什么,其根本目的都是利用分拆上市实行更有效率的资本经营,实现价值创造,同时无论是国外的大样本统计分析还是国内的单案例研究,都为分拆上市的价值创造提供了经验证据。

然而,国外的研究大多数都是将分拆上市界定为母公司将自己旗下的子公司公开募股上市的过程,而忽略了有些分拆上市还包括原上市公司(发起人)将自身资产剥离重组为全资子公司(分拆上市的发行人)的过程,也就是说分拆上市包括分拆(资产剥离成立子公司)和上市(子公司 IPO)两个阶段。虽然国内的研究如王化成、程小可将分拆上市分解为分拆和上市两个阶段来考虑,但是他们只是以分拆到境外创业板上市为例,而不是主板公司分拆到境内创业板上市,更不可能考虑 2010 年 4 月证监会对分拆上市所要求的 6 个前提条件。本文首先对分拆上市进行明确界定,然后结合我国资本市场的特点以及证监会对分拆上市到创业板的具体规定,将分拆上市分解为分拆和上市两个过程,对其价值创造的机制分别进行分析。

三、分拆上市在资本经营中的定位

根据资产以及产权配置的特点,公司重组概念具体分为资产扩张型重组和资产收缩型重组,而收缩型重组又包括分拆上市(Equity Carve-out)、公司分立、资产剥离等方式。由此可见,分拆上市隶属于收缩型重组的范畴但又区别于公司分立。Schipper 和 Smith 将分拆上市定义为母公司将其完全所有的子公司 IPO 的过程^[10]。Vijh 的定义类似于 Schipper 和 Smith,即分拆上市是母公司将其完全所有的子公司的部分或全部所有权出售给公众投资者的过程。上述对分拆上市的定义都强调了子公司为母公司完全所有^[12]。而 Powers 将分拆上市定义为母公司通过 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^[17]。本文将分拆上市界定为已上市公司(发起人)将自身资产剥离重组为全新控股子公司(发行人)并在创业板 IPO 的全过程。可见,分拆上市具体包括分拆重组和上市两个阶段的过程,并且分拆上市并未改变会计主体。

现代企业理论认为企业的经营模式已经从原有的生产经营(一个生产适销对路的商品并实现其销售的产品研产销过程)逐步演化为资本经营(一个持续地进行资本吞吐、资源配置和结构聚合与裂变的资本运动过程),实现了企业经营与资本经营的高度统一。张先治从纵向结构上将企业经营分为四个层次,见图 1^[18]。

根据本文对分拆上市含义的界定,图 1 中的虚线框充分地反映了分拆上市在资本经营中的定位。由此可见,分拆上市不是目标本身,而是实现目标的手段,它是企业资本经营的一种方式,资本经营是为了保证资本的保值与增值,也就是价值创造的可持续实现。

从横向结构上看,王化成将企业资本运作所依赖的市场分为内部资本市场和外部资本市场,内部资本市场是指整个集团内部关联方企业之间资本运作的场所,而外部资本市场就是现实意义上的市场,是企业赖以生存和发展的外部环境^[15]。这样资本运作就分成了内部资本市场运作和外部资本市场运作。分拆上市作为资本

经营的一种手段,具体分为分拆和上市两个阶段的过程,分拆是指已上市公司(发起人)将自身资产剥离重组为全新控股子公司(发行人)的过程,属于内部资本市场运作;上市是指发行人在创业板 IPO 的过程,属于外部资本市场运作,所以分拆上市是内部资本市场运作和外部资本市场运作的融合。

综上,在基于价值创造的企业资本经营的框架下,在纵向上分拆上市是资本运作与资产运作的融

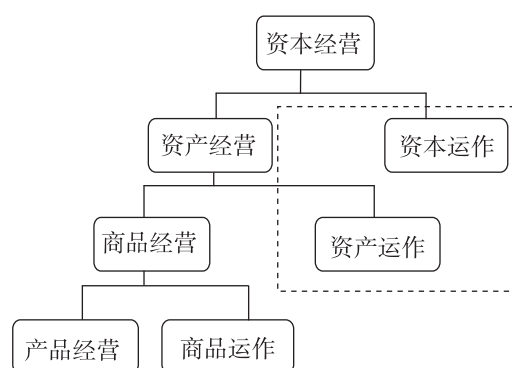


图 1 资本经营层次结构图

合,在横向上分拆上市是内部资本市场运作和外部资本市场运作的融合,即企业通过分拆和上市两个阶段的过程实现了价值创造。

四、分拆重组的价值创造机制

新制度经济学认为,企业是一组契约(covenant)关系的集合,市场上存在诸多的摩擦因素(friction),例如人的有限理性和机会主义行为,再加上经济社会的不确定性等等,因此市场使用价格机制自发地配置资源存在着交易成本(transaction cost),这些交易成本的存在导致了市场效率的损耗。假设在理想市场下(无摩擦因素)一组资源配置过程 Q 的效率为 $EFF_{市}$,而在现实市场中由于摩擦的存在, Q 的效率将减为 $EFF_{市} = EFF - TRA_COST$,其中 TRA_COST 代表市场使用价格机制实现这组资源配置 Q 的成本,即交易成本。如果 Q 不以市场为手段,而是依赖企业这组契约关系(包括企业家的决策)进行的,那么 Q 的效率为 $EFF_{企} = EFF - ORG_COST$,其中 ORG_COST 代表企业的组织成本(organization cost),如果 $ORG_COST < TRA_COST$,即 $EFF_{企} > EFF_{市}$ 就说明依靠企业这组契约关系实现 Q 的效率要比市场运用价格机制实现 Q 的效率高,从而企业就此产生了,它可以作为价格机制的替代物在市场中生存与发展,并且 ORG_COST 比 TRA_COST 小得越多,即 $EFF_{企}$ 比 $EFF_{市}$ 大得越多,该企业就越具有效率。

现代企业理论将合并分为横向合并、纵向合并和多元型合并三类。为了分析之便,本文参照合并的分类,将分拆分为横向分拆、纵向分拆和减元分拆三类。鉴于我国证监会对分拆上市条件明确规定“上市公司与发行人不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺”,因此横向分拆我们可不予考虑。同时,纵向分拆往往伴随着产业链的折断,致使企业需要重新回到市场上寻找上游产品(服务)或者下游产品(服务),这样无形间扩大了其发现价格的成本,交易成本也随之增加,加之证监会提出的分拆上市限制条件“上市公司及发行人的股东或实际控制人与发行人之间不存在严重关联交易”,那么纵向分拆也不在我们考虑范围之内。因此,本文所研究的分拆仅指减元分拆,即多元化经营的企业将其一个业务单元剥离出去后,以该业务单元为基础重新组建子公司并在创业板上市的全过程。

先来看分拆前后交易成本 TRA_COST 的变化。减元分拆的主要特点是分拆出去的业务(记作 Q_1)与企业剩余的业务(记作 Q_2)在业务流程上存在较强的独立性,即 Q_1 与 Q_2 的效率不互相影响,其次, Q_1 与 Q_2 不在同一条产业链上,分拆不会伴随生产链条的折断,从而交易成本不会随之增加。因此,可以认为分拆前 Q 的交易成本不会改变,即 $TRANS_COST(Q) = TRANS_COST(Q_1) + TRANS_COST(Q_2)$,这里 $Q = Q_1 + Q_2$ 。再看分拆前后企业的组织成本 ORG_COST 的变化,在现代经济学理论中, ORG_COST 会随着企业规模(资源配置的规模)的扩大而逐渐增加,即 ORG_COST 是企业规模 $SIZE$ 的函数,记作 $ORG_COST = F(SIZE)$, $SIZE$ 与 $F(SIZE)$ 均恒为正,且 $ORG_COST = F(SIZE)$ 是一个单调递增的凹函数,见图2。根据凹函数本身的性质, $F(SIZE)$ 的导函数 $F'(SIZE) > 0$,二阶导函数 $F''(SIZE) > 0$,这样我们便可以得到 $ORG_COST(Q) > ORG_COST(Q_1) + ORG_COST(Q_2)$ ^①,这里 Q 、 Q_1 、 Q_2 的含义同上。

综上, Q 分拆为 Q_1 和 Q_2 后,原来的交易成本 $TRANS_COST(Q)$ 与分拆后形成的 Q_1 和 Q_2 的交易成本的总和即 $TRANS_COST(Q_1) + TRANS_COST(Q_2)$ 相等,这也就是说减元分拆前后市场使用价格机制自发地配置资源 Q 的成本没有发生改变。但是,分拆后形成的 Q_1 和 Q_2 的组织成本的总和 $ORG_COST(Q_1) + ORG_COST(Q_2)$ 却小于原来的组织成本 $ORG_COST(Q)$,这也就是说减元分拆后依靠企业这组契约关系实现对 Q 的配置所需要的成本减少了。因此,相对于减元分拆前,减元分拆后企业依靠契约关系实现对资源配置所需要的成本比市场使用价格机制所需要的成本小得更多了,也就是说, Q 分拆成 Q_1 与 Q_2 后,总体的效率 EFF 提高了。

^①如果 $F(X)$ 是一个单调递增的凹函数,这里 $X > 0$,同时 $F(X) > 0$,则有 $F(X_1 + X_2) > F(X_1) + F(X_2)$ 恒成立,具体证明见附录。

除此以外,如上所述,由于从事多元化经营的企业将具有较高发展潜力的业务剥离出来注册成为一个全新的公司,那么原公司内该业务主管的权限分配以及管理范围会得到相应的提高,这一点也为企业降低了代理成本,因为经济人普遍具有这样的倾向——相对于作为一个大公司里某一部门的主管,他们更偏好于选择作为一个较小公司的主管^[19],管理者获得了一个更高的偏

好满足程度,因此企业可以相对减少为弱化代理问题对管理者进行激励而付出的成本。综上,既然分拆能够为企业带来成本降低的空间,这也就变相地为企业价值创造这一最终目标的实现提供了一个强有力的推动力量。

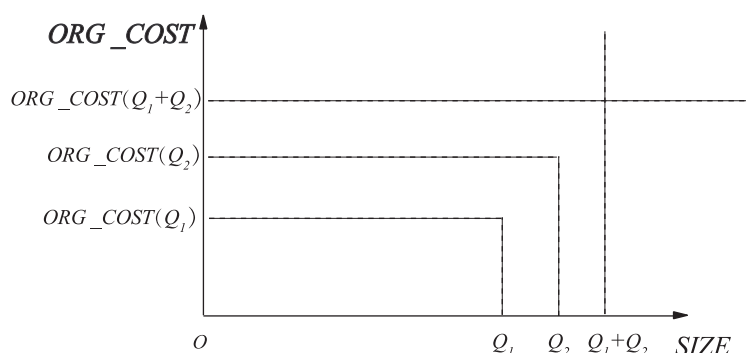


图2 组织成本随公司规模变化的曲线

五、分拆后上市的价值创造机制

分拆不是目的,分拆是为了上市。公司分拆重组后到创业板上市的价值创造机制主要体现在提高了信息公开化程度、重估了成长型业务资产组成长价值和建立了成长型业务独立性三个方面。

(一) 信息公开化程度的提高

随着信息技术的迅猛发展,信息在市场中的作用凸显,人们更是将信息与土地、资本、劳动力、企业家并称为五大生产要素,可见信息具有价值创造功能。加大信息公开程度、提升信息透明度可以有效降低委托人与被委托人之间的信息不对称性,因此信息公开程度的提高可以弱化代理问题,从而降低代理成本。上市公司分拆上市可以提高信息公开化程度,原因有两个:一是一旦企业分拆上市到创业板,必定要按照我国上市公司创业板的相关规定编制公开的、较透明的财务报告;二是上市公司将优质资产剥离注册为子公司在创业板上市,可以吸引更多的投资者注资,有效防止股权的过度集中,增强股权结构的多元化,而且分拆上市还将企业置于投资者、股东、相关监管部门等多方面的监督之下,能够有效提升企业信息的“透明度”。

(二) 成长型业务资产组成长价值的重估

根据创业板上市的相关规定,分拆出来的业务资产组一定是具备高新科技技术、具有较强的成长性的资产^①。由以上论述可知,这些业务资产组的成长性价值并未反映在公司的财务报表中,因为上市公司会计核算部门在对这些具有高成长性的资产组进行初始计量时只是按照实际取得或者实际发生的成本入账,而不是按照公允价值对其进行计量,这样一来就难以反映这些资产或者资产组的价值变化。这些高成长性的资产组所创造出来的经济利益具有逐年递增的趋势,而对这些资产的摊销是均匀的或者递减的,这在一定程度上违背了配比原则,同时,由于上市公司很少会具体披露个别资产的成长特性及其未来现金流的生产能力等信息,特别是在中国资本市场并不成熟的环境下,资本市场更是难以实现成长性资产的价值发现功能。然而,分拆上市为这种“成长性价值”提供了一个重估的机会,为这种潜在能力的体现迎来了“曙光”。一方面,相关资产的详细信息及其未来的创利能力均要在上市之前做出具体的披露,另一方面分拆资产在上市之后还要按照相关准则和规定出具财务报告,其财务信息将会置于大众的审查与监督之中。这样一来,以往难以准确反映的相关资产的“成长

^①包括固定资产、具有高新科学技术的无形资产以及自行研发支出资本化形成的无形资产。

性价值”便能够被市场充分发现,并且这部分价值还能体现在子公司财务报表中。虽然上文主要论述的似乎是分拆上市的价值发现机制,但这种价值的重新定价,从长期来看,有利于价值的再创造,这一点对于企业自身和整个资本市场都是有利的。但是,本文并不否认由于市场存在着非有效性,这种成长性价值容易被高估,甚至诱发上市公司的“圈钱”行为。

(三) 成长型业务独立性的建立

上市公司在进行分拆上市之前,各业务单元相互融合、交织在一起,共同出具一份财务报告,因此这时企业内具有成长潜力的业务链与其他业务链在财务状况、经营成果上以“和”的形式体现在一起,相关财务信息在呈报上不具有独立性,所有业务元、业务链条的业绩信息按照相关法规以简单加和的形式体现在共同的财务报告中。随着企业将某一或某些业务在创业板成功上市,这种具有高成长性、发展潜力的业务元与其他业务元之间便呈现单向的联动性,即创业板上子公司的价值能够体现在主板上,但主板上母公司的价值却不能体现在创业板上。这些独立在创业板上市的业务元,无论是进行再融资,还是对自身资本结构进行优化,都更加便利,更加容易。

六、结论与建议

(一) 结论

本文通过分析在资本经营中分拆上市的定位,将分拆上市分为分拆和上市两个阶段。在分拆重组阶段,从交易成本的变化可以看出,减元分拆前后市场使用价格机制自发地配置资源的成本没有发生改变。从组织成本的变化可以看出,减元分拆后依靠企业这种契约关系实现配置所需要的成本减少了。因此,相对于减元分拆前,减元分拆后依靠企业这组契约关系实现资源配置所需要的成本比市场使用价格机制所需要的成本小得更多了,即分拆后,总体的效率提高了。在分拆后到创业板上市阶段,其价值创造机制主要表现在信息公开化程度的提高、成长型业务资产组成长价值的重估和成长型业务独立性的建立三个方面。

(二) 对策建议

自从2010年4月起,分拆上市概念股一度成为各界关注的焦点,证监会对分拆上市的态度也经历了从“明确允许”到“从严把握”的巨大转变。本文认为,在中国经济发展迅速、资本市场亟待完善的前提下,证监会对分拆上市的态度确实应该“从严把握”。当然,分拆上市作为一种有效的价值创造手段,我们还应该正确、积极引导那些真正具有发展前景和成长能力的公司顺利地完成分拆上市,并为其保驾护航,使其在正确的轨道和方向中实现价值“腾飞”。这样不仅有利于我国高科技产业的创新发展,还可以丰富上市公司资本经营的手段,促进我国资本市场的多样化发展。可见,要想真正发挥分拆上市的价值创造功能,市场的完善和正确的引导必不可少。

首先,我国政府监管部门应该进一步推进资本市场的发展。根据有效市场假说,市场的有效性代表着资产定价的合理性,市场越有效资产定价越合理,也就越能防止对分拆上市资产的高估,抑制上市公司依靠分拆上市“圈钱”的动机。鼓励发展机构投资者是提高我国资产市场效率的现实之选。具体来说,机构投资者持股能够优化上市公司的股权结构,有效地弱化上市公司的盈余管理行为,提升财务信息的透明度和真实性^[20-21];同时相对于个人投资者来说,机构投资者的信息渠道更为广阔,估值更加准确,监管也更加强势,优质机构投资者的注入更能稳定促进资本市场的发展。因此,本文建议积极鼓励机构投资者的发展,建立更多优质、高效的投资机构,以促进我国资本市场效率的提升。

其次,监管部门应加强对分拆上市的引导,合理确定上市公司分拆上市资格。投资者必须认识到不是所有的分拆都能实现价值创造。如果分拆出去的业务元 Q_1 与剩余的业务元 Q_2 不具备较高的独立性,或者分拆出去的业务元 Q_1 是剩余业务元 Q_2 的上游或者下游产品(服务),这样分拆后交易成本非但不会保持不变,反而会有所增加,不利于分拆后母子公司的未来发展。投资者在对分拆后价值

重估时应将这一问题考虑在内。对于上市公司来说,如果不考虑各业务元之间的独立性而一味地进行分拆^①,小股东的利益就会受到侵占。因此,本文建议监管部门在对分拆上市进行资格审查和认定时,应该充分考量分拆对母公司业务流程及产业链结构的影响,引导企业不应为了上市而分拆,而是要合理分拆、谨慎入市。

总而言之,对于分拆上市我们应该引导与监督并行,合理鼓励与从把握并重。在正确引导公司分拆上市时也要关注其各业务单元的关联性,防止切断业务链的内部联系盲目上市的行为;在鼓励优质业务单元拓展其经营发展空间的同时也要防止一些企业“圈钱”动机的蔓延。与此同时,资本市场的完善以及监管部门的严格审查对于充分发挥分拆上市的价值创造机制、丰富企业资本经营手段也是必不可少的^[22]。

参考文献:

- [1]郭海星,万迪昉.分拆上市相关研究综述[J].证券市场导报,2010(2):61-67.
- [2]Comment R, Jarrell G. Corporate focus and stock returns[J]. Journal of Financial Economics,1995,37:67-87.
- [3]Harris M, Raviv A. The capital budgeting process: incentives and information[J]. Journal of Finance,1996,51:1139-1174.
- [4]Allen J, McConnell J. Equity carveouts and managerial discretion[J]. Journal of Finance,1998,53:163-186.
- [5]Pagano M, Panetta F, Zingales L. Why do companies go public? An empirical analysis[J]. Journal of Finance,1998,53:27-64.
- [6]Nanda V. On the good news in equity carve-outs[J]. Journal of Finance,1991,46:1717-1737.
- [7]Aron D. Using the capital market as a monitor: corporate spinoffs in an agency framework[J]. RAND Journal of Economics,1991,22:505-518.
- [8]Meyer M, Milgrom P, Roberts J. Organizational prospects, influence costs, and ownership changes[J]. Journal of Economics and Management Strategy,1992,1:9-35.
- [9]Holmstromand B,Tirole J. Market liquidity and performance monitoring[J]. Journal of Political Economy,1993,101:678-709.
- [10]Schipper K, Smith A. A comparison of equity carveouts and seasoned equity offerings: share price effects and corporate restructuring[J]. Journal of Financial Economics,1986,15:153-186.
- [11]Prezas A, Tarimcilar M, Vasudevan G. The pricing of equity carve-outs[J]. Financial Review,2000,35:123-138.
- [12]Vijh A. Long-term returns from equity carveouts[J]. Journal of Financial Economics,1999,51:273-308.
- [13]Vijh A. The positive announcement-period returns of equity carveouts: asymmetric information or divestiture gains? [J]. Journal of Business,2002,75:153-190.
- [14]Hogank M,Olson G T. The pricing of equity carve-outs during the 1990s[J]. The Journal of Financial Research,2004,4:521-537.
- [15]王化成,程小可.分拆上市与母公司股权价值研究——“同仁堂”分拆子公司上市的实证分析[J].管理世界,2003(4):112-121.
- [16]王正斌,洪安玲.我国上市公司分拆行为的分析与思考[J].管理世界,2004(5):138-139.
- [17]Powers E. Deciphering the motives for equity carve-outs[J]. Journal of Financial Research,2003,26:31-50.
- [18]张先治.企业资本经营论:现代企业财务管理新探[M].北京:中国财政经济出版社,2001.
- [19]Coase R H. The nature of the firm[J]. Economica Newseries,1937,4:386-405.

①我们不排除上市公司会利用对子公司的实际控制权进行不恰当的关联方交易,以弥补分拆后交易成本的增加。

- [20]程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界,2006(9):129-136.
- [21]续芹,叶陈刚. 机构投资者对上市公司作用的实证研究——依据我国 A 股市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2009(5):94-98.
- [22]唐大鹏,于焜. 论创业板分拆上市的价值创造[J]. 兰州商学院学报,2011(3):70-73.

[责任编辑:杨凤春]

附录

函数 $F(X)$ 为单调递增的凹函数, $F(0) = 0$, 且 $X > 0, F(X) > 0$, 则可以得到当 $X_1 \neq 0, X_2 \neq 0$ 时, $F(X_1 + X_2) > F(X_1) + F(X_2)$ 。

证明:由于 $F(X)$ 为凹函数,

因此 $F''(X) > 0$ 恒成立。

这时 $F'(X)$ 也是一个单调递增的函数,

令函数 $\Phi(X) = F(X + X_2) - F(X) - F(X_2)$, 其中 X_2 为大于 0 的任意常数,

当 $X = 0$ 时, $\Phi(0) = 0$,

又 $\phi'(X) = F'(X + X_2) - F'(X)$ 。

由于 $F'(X)$ 是一个单调递增的函数,

当 $X \geq 0$ 时, $X + X_2 > X$ 恒成立,

因此当 $X \geq 0$ 时, $\phi'(X) > 0$ 恒成立, 即 $\Phi(X)$ 为单调增函数,

又 $\Phi(0) = 0$ 。

综上 $\Phi(X) = F(X + X_2) - F(X) - F(X_2) > 0$ 在 $X > 0$ 时恒成立,

令 $X = X_1 \neq 0$

则 $F(X_1 + X_2) > F(X_1) + F(X_2)$ 。

Mechanism Of Value Creation During Equity Carve-out On Domestic GEB

LIU Yong-ze, TANG Da-peng, YU Kun, JIA Xing-fei

Abstract: The process of domestic listed companies listing on the GEM is divided into two stages, one is carving out assets and the other is IPO. The change of transaction and organization costs before and after the carving out shows that the efficiency of the whole company is improved. The value creation mechanism after carving out and IPO is mainly reflected in the increased information disclosure, reevaluation of the growth value of asset group in a growth business and the independence of growth business.

Key Words: carving-out; IPO; value creation; asset reorganization; GEM; listed companies; capital operation; capital market