

# 资产收缩型重组创造价值的动因研究

顾丽娟 赵自强(教授)

(南京师范大学 南京 210046)

**【摘要】**国外学者对各种资产收缩型重组创造价值的动因进行了大量的理论和实证研究,而我国对于资产收缩型重组的研究尚不多。本文对资产剥离、分立、分拆上市以及追踪股票这四种资产收缩型重组方式在创造价值动因方面的理论依据进行了归纳,为国内企业的资产重组提供一些理论指导和实践借鉴。

**【关键词】**资产剥离 分立 分拆上市 追踪股票 价值创造

近年来,并购重组在我国证券市场如火如荼地开展,仅2007年我国上市公司重组规模就高达4 500亿元,2009年重组规模达3 205.96亿元。上市公司的并购重组活动成为社会各界关注的焦点,并成为我国实现经济结构调整、产业升级、效益增长的强大推动力。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和资产收缩型重组,资产扩张型重组包括合并、兼并、收购等几种方式,而资产收缩型重组则包括分拆上市、分立、资产剥离和追踪股票等方式。

国外的众多学者对各种资产收缩型重组是否影响绩效及创造价值的动因进行了大量的理论和实证研究。国内的公司重组主要是兼并收购和资产置换,也即资产扩张型重组,欧美发达国家近年来经常使用的资产收缩型重组也开始在我国出现。然而国内学者目前主要集中于资产扩张型重组的研究,关于资产收缩型重组的研究很少,尤其是对资产收缩型重组创造价值的动因研究很少涉及。本文特对西方发达国家实施的资产剥离、分立、分拆上市以及追踪股票这四种资产收缩型重组方式在创造价值动因方面的理论依据进行了归纳,以期为国内企业的资产重组提供一些理论指导和实践借鉴。

## 一、资产剥离创造价值的动因分析

资产剥离通常是公司为实现利润最大化或公司整体战略目标,而将其现有的某些子公司、组织机构、固定资产或无形资产等出售给其他公司所进行的资本运作行为。

1. 公司业务集中。典型的资产剥离都是剥离掉公司非核心业务的资产,因而使得剩余业务更集中。John&Ofek(1995)研究了出售非核心业务资产对企业业绩的影响,发现剥离后企业的剩余资产盈利能力确实得到了提高。他还提出了归核化理论假说,指出公司出售与本身核心业务不相关的资产后可以提高营运集中度,公司能更有效地经营剩余的资产,并且能够发挥公司的潜能,使公司价值得到提升。此后一些学者的研究都证实了这一假说,例如:Kaiser & Stouraitis(2001)发现Thorn EMI通过出售非相关资产而成功筹得资金,并将所得收入再投资于核心业务;Schlingemann et.al(2002)发现规模相对较小且非核心的业务部门容易被剥离掉。

2. 消除负协同效应。如果说企业并购的目的是追求“1+1>2”的协同效应,那么资产剥离则旨在追求“2-1>1”甚至“2-1>2”的经济效果。如果被剥离资产和其他资产有负协同效应,那么通过剥离,着力消除负协同效应就可以创造价值。Kaplan&Weisback(1992)以1971~1982年间271家公司收购为样本,检验资产剥离是否是收购失败的证据,结果显示44%的被收购公司在1989年底被卖掉。他们得出结论:收购者出售的是那些已经得到改善的或者曾经有协同作用但现在不再有协同作用的资产。这个结论也见之于Fluck & Lynch(1999)构建的模型:在他们的模型中,多元化收购是为了给获利微薄的项目融资。之后,一旦这些项目盈利并且可自筹资金时便将收购的企业剥离掉。此外,Dittmar&Shivdasani(2003)检验了剥离公司的投资效率,研究表明:通过剥离投资效益低的企业、减少对剥离企业高昂的补贴能够创造价值。

3. 缓解代理问题。Tehranian et.al(1987)认为,对高层管理人员提供长期激励计划的企业的剥离公告收益更显著。Hirschey&Zaima(1989)发现股权集中度和公司的剥离公告收益成正比。Hirschey et.al(1990)证明有银行负债的公司的公告收益更高。资产剥离可能会使股东财富最大化,但是一些现任管理者出于私利却会逆向选择。Berger&Ofek(1999)发现剥离公告发出之前通常会出现公司控制权和激励机制改变等现象,包括管理层变更、管理层增加薪酬、改变投资方向、外部股东“用脚投票”等。Hanson&Song(2000)的研究表明外部董事比例和管理层持股高的公司剥离收益会增加。总之,对管理层实行有效监督和对资产进行剥离能创造出更多价值。

4. 化解财务危机。Nixon et.al(2000)认为财务困难的公司更喜欢剥离而不是分立,因为分立并不产生现金收入。还有一些研究表明,财务困难的公司通过出售资产来筹得资金,即剥离公告前一段时间其股价收益为负、经营业绩较差。此外,高负债公司更倾向于出售资产(Kruse,2002)。Officer(2007)的研究表明,出售资产的公司通常现金余额低,现金流转不畅,债券评级低,这些都说明公司受到流动性约束。然而,Eckbo & Thorburn(2008)通过研究瑞典拍卖的破产公司认为大甩卖

假说并不成立,因为没有什么证据可以证明企业因持续经营问题而打折甩卖。

## 二、分立创造价值的动因分析

分立是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,从而在法律和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去。子公司分立上市后,母公司按照持股比例享有子公司的净利润分成,即获取股权投资收益。和资产剥离相反,分立不产生任何现金收入,并且因为新股上市会使得其交易成本和时间都超过资产剥离。

1. 公司业务集中。和资产剥离一样,分立也是通过消除不相关部门使公司业务集中而创造价值。Desai & Jain (1999)发现提高公司业务集中度所进行的分立与不进行公司业务集中的分立相比,公告收益、长期平均超额收益及经营业绩改善更显著。Burch & Nanda (2003)研究了分立前后一年的母公司多元化折价的变化,发现若公司提高业务集中度时进行分立,则多元化折价会减少,反之没有变化。

2. 消除负协同效应。不相关部门的独立减少了和剩余部门的负协同效应。Allen et.al (1995)认为,分立为挽救错误即收购失败提供了一个有效途径。他通过检验94个分立之前被母公司并购的子公司,发现最初的收购损害了价值:收购公司和目标公司连同竞标公司一起的平均公告收购收益是负值;而且分立公告收益为正,和收购收益负相关,即收购损失越大,分立预期收益便越大。这和消除母子公司之间的负协同效应一致。Gertner et.al (2002)检验了分立是否消除了多元化公司中有损价值的交叉补贴,发现分立后子公司的投资决策对公司的投资机会变得更敏感。具体而言,低托宾Q行业的资本支出减少了,而高托宾Q行业的资本支出增加了。Seoungpil & Denis (2004)进一步研究后发现,分立前母公司和竞争者相比有交易折价且在高托宾Q行业投资不足,但分立后,多元化折价消失了,且高成长性部门的投资增加了。

3. 减少信息不对称。多元化公司的组织结构复杂,财务数据汇总可能会加剧外部投资者和内部人员的信息不对称。Krishnaswami & Subramaniam (1999)检验了分立能否减少信息不对称,发现与同行业相比,信息不对称程度较高的公司更可能分立,且分立后不对称程度有所降低。Gilson et.al (2001)认为,金融分析师传播公司信息可以缓解公司与投资者之间的信息不对称性。Huson & MacKinnon (2003)进一步证实分析师倾向于调高短期预期收益,以示对分立的回应。他还发现,公司分立后,持有股票收益波动增加了,且当分立的子公司跟母公司没有关系时波动更大。他们得出结论:股票的价格对公司特有信息反应变得更加灵敏,和非知情交易者相比,这对知情交易者更有利。

4. 改善公司治理。Wruck & Wruck (2002)分析了分立子公司的管理团队,发现48%的内部管理者是母公司的高层管理者。这是因为当子公司公开上市时,其管理者缺乏必要的公司治理专业知识,因而当子公司由母公司具有公司治理和经营经验的高层管理者进行治理时,分立引起的超额收益最大。此外,在分立中,母公司的管理层可以制定子公司的股权结构,

而不需要征求股东的同意。Daines & Kausner (2004)发现分立子公司的章程和同规模同行业的IPO公司相比,包含大量抵御收购的条款。Pyo (2007)发现,分立后子公司CEO对薪酬、业绩更敏感,其欲望越强,公司经营业绩提高越快。

另外,分立使得通过购买股权来获取子公司的控制权变得可能,这又会增加子公司日后成为收购目标的概率。分立也增加了母公司将来被合并的概率,因为母公司分立后规模更小、业务更集中。Cusatis et.al (1993)研究了1965~1988年期间146个免税的分立公司,结果表明:和匹配样本相比,母公司和分立的子公司更可能成为被收购的目标。他们表示,作为收购目标,由分立造成的两个纯公司比联合公司更有吸引力,而且大多数的收购发生在分立后2~3年内,以保证分立的免税地位。考虑到控制权交易中支付的大额费用,他们将分立时的正超额收益归因于被合并概率的增大。

## 三、分拆上市创造价值的动因分析

分拆上市是指母公司对所持有下属公司的股权(通常是少数股权)进行的公开发行,也被称作部分公开发行。

1. 公司业务集中。Vijh (2002)发现当母公司与分拆的子公司属于不同行业时,市场或许将分拆行为看成是走向主业更突出的一步,这与通过资产剥离和分立来提高公司的专业化和核心化程度从而使股东财富增加是一样的。分拆后母子公司相互独立,且都受到市场监控,这减少了跨行业子公司的低效率,也减少了分拆前母公司股东无法监控子公司而导致的财富损失,更减少了母子公司间不相容业务而导致的消极影响,因此分拆上市能够创造更高的权益价值。但是分拆后公司的经营能否改善,现有证据不一致。Hulburt et.al (2002)认为,分拆后一年母子公司的经营业绩相对于同行业都得到提高。而Powers (2003)认为分拆后子公司经营业绩降低了。Boone et.al (2003)认为只有当分拆四年后母公司彻底放弃了对子公司的所有权,母公司的经营才会得到改善。

2. 为子公司成长融资。公司和外部投资者的信息不对称增加了资本成本(Myers & Majluf, 1984)。分拆前,外部投资者可以获得母公司的财务信息,但不易获得各部门的信息,这一信息不透明增加了部门的筹资成本。子公司公开上市使得投资者获得财务信息的质量提高。Schipper & Smith (1986)认为,分拆给高成长性的子公司提供了资金。其数据表明,人们经常说的分拆动机就是为子公司的未来发展提供资金,且子公司通常比母公司具有更高的市盈率,也预示着更高的成长性。Vijh (2002)发现分拆后的三年,相比于同行业同规模的公司,进行分拆的母子公司的确进行更多的配股(SEO),分拆为高成长性的子公司增加融资机会,同时增加融资成本。

3. 使子公司价值被高估。Nanda (1991)首次提出了信息不对称假说,他认为由于公司管理者与投资者之间存在信息不对称,导致市场估值与公司的真实价值不一致,母公司的管理者只有在母公司整体价值被市场低估而子公司价值被高估时,才会进行分拆,因此分拆带来正的公告收益。Slovin et.al (1995)检验了分拆公司所处行业的竞争对手,假定市场的误估值对整个行业都适用,则分拆子公司的行业竞争者的公告

收益为负,这和高估值理论一致,同时母公司的竞争者的公告收益不显著。但是,Hulburt et.al(2002)发现母公司的竞争者的公告收益为负,他们反对分拆母公司价值被低估的假设。总之,分拆旨在出售被高估的子公司的结论尚未得到一致证实。

不过,Klein et.al(1991)认为分拆只是资产剥离的第一阶段,当后续发生资产出售时,母公司的公告收益为正,而且被分拆的子公司成为收购目标的可能性一般要比匹配公司大(Hulburt,2003)。如上所述,子公司上市减少了信息不对称,并受市场的控制。Perotti & Rossetto(2007)认为,分拆只是作为母公司获得市场对子公司估值的一种方式(尽管成本较高),因为部分一体化会导致中央管理激励机制变弱,从而降低了公司的整体利润。也就是说,母公司以降低整体组织的效率为代价从市场获得了关于子公司所有权优化配置的信息。因而,分拆是为了行使出售或再收购的选择权,是一种暂时性选择。

分拆上市过程中也存在代理问题。Allen & McConnell(1998)认为一些管理层不愿剥离资产,因为他们的薪酬依赖于所管理的资产,当投资需要资金而必须出售资产时,更倾向于出售子公司的小部分股权以使资产仍受自己控制。他们以188个分拆上市样本为研究对象,发现分拆前母公司的业绩相对较差。母公司和行业竞争者相比,利息保障比率较低、负债较高、盈利能力较差、资产回报率较低。总之,这些母公司的业绩较差且受到资金约束。Powers(2003)指出,管理层运用关于子公司前景的内部消息来决定出售哪一部分股权,随后子公司经营业绩的提高易于增加母公司留存股权的规模。相似的,Atanasov et.al(2005)认为只有当母公司保留少于50%的所有权时,子公司的业绩才比同类公司差。

#### 四、追踪股票创造价值的动因分析

追踪股票是一家公司所设计的专门跟踪公司内部某一些特定部分(一般都是优质资产)或某一特定附属子公司的经营业绩的公开发行上市的一种特殊股票。

1. 降低信息不对称。金融分析师一般只擅长于某一个行业,而要他对同时在多个行业经营的公司准确地进行评估是很困难的。因而追踪股票的创立可以增加分析师的数量,使他们分析自己擅长的行业,提高评估的质量,使投资者们得到更好的信息服务,使市场真实地反映追踪股票公司的价值,进而增加了母子公司股票的需求(Clayton&Qian,2004)。此外,公司管理层对子公司所拥有的信息比对母公司所具有的信息越少,创立追踪股票就越有可能降低管理层与投资者之间信息不对称的程度,从而增加公司的市场价值。

2. 改善公司治理。追踪股票使公司保留内部资本市场,保持协同效应,分享部分固定资产和资源(Billett&Mauer,2000;Danielova,2008)。发行追踪股票后,母公司可以继续在各部门之间分配资源,保持各部门之间的经营协同和财务协同,还可以继续获得多元化经营的利益。此外,追踪股票还具有期权的作用,能使管理人员的报酬直接与其子公司的绩效挂钩,使得用股权激励子公司管理层成为可能。

3. 合理避税。尽管按照GAAP的规定,发行追踪股票的公

司需要编制两套资产负债表,即合并资产负债表和追踪股票资产负债表,每个追踪股票子公司单独计算每股收益和红利,但是发行追踪股票的公司是作为一个联合体交纳公司税的,一个追踪股票子公司的经营损失可以由另一个追踪股票子公司的应税所得来弥补,从而可以少交税。由于追踪股票交易被认为是母公司资产的分配,且直接与母公司的风险挂钩,因此它仅仅是优先股的分配,其收益是不交税的。

应当指出的是,追踪股票的优点虽然很突出,但它也有明显的缺陷,就是存在一些潜在的风险因素,其最大的风险就是股票资产的法律保护不足。当母公司发行追踪股票时,附属子公司在法律上并不脱离母公司,在法律上并不独立,母公司仍然保留控制权,母公司董事会对被追踪业务及公司其他业务都进行监管。当子公司情况恶化时追踪股票还能转换为母公司的普通股票,这是它的突出优点。但是,对母公司和追踪股票子公司来说,一套资产、两套股票、一个董事会,追踪股票子公司的管理层与董事会之间必然会暗中发生利益冲突。

#### 五、结论

国外学者从重组动机、价值增长动因及重组对长短期绩效的影响进行了大量的研究,总的来说,从公司业务集中假设、融资假设、代理假设、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来看,重组的确创造了价值。但是,目前重组在长短期绩效的影响方面没有得到一致结论,可能是受到样本数量和时间长短的限制,有待进一步研究。

此外,学者对一些假设创造价值的解释也不一致:如资产剥离提高了投资效率是否是重组本身的影响,财务困难的公司剥离资产时是否产生甩卖折价,是否重组前母公司价值被低估而子公司价值被高估的企业选择分拆等。国内对重组的研究仅限于扩张型重组模式,而收缩型重组可以为优化产权结构、完善公司治理结构、增加公司价值提供一种更有效的方式,因而对收缩型重组的深入研究可以为我国公司重组提供理论指导和实践借鉴。而且,在我国特殊背景下对各种重组方式进行理论探讨和实证研究,也可以丰富相关研究。

#### 主要参考文献

1. Seoungpil, Ahn, Mark D. Walker. Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance*, 2007; 13
2. Thomas W. Bates. Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *The Journal of Finance*, 2005; 60
3. Timothy R. Burch, Vikram Nanda. Divisional diversity and the conglomerate discount: Evidence from spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 2003; 70
4. Clayton, Matthew J., Yiming Qian. Wealth gains from tracking stocks; Long-run performance and ex-date returns. *Financial Management*, 2004; 83
5. Danielova, Anna N.. Tracking stock or spinoff determinants of choice. *Financial Management*, 2008; 37
6. Gertner, Robert, Eric Powers, David Scharstein. Learning about internal capital markets and corporate spinoffs. *Journal of Finance*, 2002; 57