


SHANGSHI GONGSI

上市公司

整体上市与分拆上市财务 战略研究

ShangShi GongSi ZhengTi ShangShi Yu FenChai ShangShi
CaiWu ZhanLue YanJiu

严洪◎著

 中国金融出版社

013059221

F279.246
383

上市公司整体上市与 分拆上市财务战略研究

严洪 著



中国金融出版社



北航

C1665542

F279.246
383

133020310

责任编辑：赵燕红 张黎黎
责任校对：李俊英
责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究 (Shangshi Gongsi Zhengti Shangshi yu Fenchai Shangshi Caiwu Zhanlüe Yanjiu) / 严洪著. —北京: 中国金融出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6952 - 1

I. ①上… II. ①严… III. ①上市公司—财务管理—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 086301 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14. 75

字数 280 千

版次 2013 年 7 月第 1 版

印次 2013 年 7 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6952 - 1/F. 6512

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

国内外学术界从经济学与管理学视角对公司整体上市与分拆上市的研究,一般是从上市动机、影响因素、上市方式与经济后果等某一方面或角度来进行,相对缺乏一个全面和整体的理论与应用综合研究。严洪博士的《上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究》一书,立足公司财务战略及国家财务战略的高度,系统地研究了上市公司整体上市与分拆上市在微观企业和宏观经济上的必要性、相应的理论依据、实施模式及效应、财务战略相机抉择原理和战略组合模型、在国有资本领域中的运用等问题,是关于资本市场财务问题研究的新成果,有着重要的学术价值与应用价值。

本书主要包括问题的提出与相关研究综述、研究的主要理论基础、上市公司整体上市财务战略、上市公司分拆上市财务战略、整体上市与分拆上市相机抉择、国有上市公司领域的应用、研究的主要结论及展望等内容,并在其中贯穿了大量境内上市公司案例分析研究,其学术价值与应用价值主要有以下几个方面:

1. 从中国国情出发,构建了我国上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究的理论框架。在我国企业股份制改造的特定历史背景下,未上市公司一般是通过先分离出部分优质资产进行包装整合,在资本市场先行上市,再以这一上市公司为主体收购母公司未上市资产等方式实现整体上市;某些已上市公司为实现战略扩张或者产业结构调整,将其某个子公司的产业资产通过资本市场重新进行股票首次公开发行(IPO),从而实现已上市资产的再次分拆上市。本书对这两种看似相悖的财务行为进行了深入分析,全面地分析和揭示了这两种财务行为的动机、特点、模式、影响因素、组合模型以及经济效应,从而构建了一个动态的理论分析框架,开辟了我国资本市场上市公司财务战略研究的新领域,具有重要的学术价值,对今后从事这方面学术研究的学者也具有重要的参考价值。

2. 本书揭示了上市公司整体上市与分拆上市财务战略的相机抉择原理,并构建了相机组合模型。上市公司在某一时期选择整体上市还是分拆上市,或者同时进行这两种安排,取决于企业该时期所处的外部经济环境变化与公司自身

发展战略需要。整体上市是一个资产证券化过程，而分拆上市是一个证券化资产的再证券化过程，两者都可以通过权益融资产生增量的财务投资行为，也由此带来了增量的财务收益及分配活动，使得上市公司可以迅速在某个产业领域进行低成本扩张，从而对内部产业资产投资组合进行完善和结构调整。无论是整体上市还是分拆上市，都可以摆脱之前企业内部行政化管理可能存在的各种弊端，充分利用资本市场的功能与机制对上市公司资源配置效率及公司治理结构进行优化，有利于企业中长期经营发展。更为重要的是，整体上市与分拆上市财务战略组合的动态实施，可以实现“产业培育/投资—上市流通/融资—卖出减持/变现（或者买入增持/回购）—产业再培育/再投资”的“有进有退和结构调整”过程，通过保持上市公司内部合理的产业资产投资组合实现公司财务目标。同时，作者还借助资产组合理论与套利理论，进一步从宏观经济周期、产业生命周期、企业生命周期及资本市场周期等纬度，构建了上市公司整体上市与分拆上市的动态组合模型。本书上述理论观点与模型，对我国上市公司资本重组具有重要的指导意义。

3. 本书发展了资本市场条件下国家财务调控的理论及政策。国家财务理论是关于国有资本宏观运作的理论，国家财务调控是关于国有资本布局在地区结构、产业结构和技术结构方面调整与控制的理论。在国家财务调控理论的研究方面，过去对国资委与中介经营公司的国有资本配置的研究较多，而对国有企业在资本市场中进行国有资本布局的研究较少。本书不仅论证了国有上市公司整体上市与分拆上市财务战略相机抉择对发展壮大国有经济、调整优化国有经济结构、促进资本市场健康发展以及传导国家宏观调控政策与产业导向等方面的宏观作用，而且对国有上市公司整体上市与分拆上市财务战略实施过程中的周期选择、路径安排及政策建议等进行了具体的微观分析。该书对国有上市公司通过运用整体上市与分拆上市财务战略实现国有资本优化配置的研究，对国家财务调控理论进行了延伸和补充，作出了理论性的贡献。

本书作者严洪博士是一位长期从事金融实际工作的年轻学者。他在西南财经大学攻读财务学专业博士学位期间，善于学习、勤于思考、勇于创新，在从事繁忙的实际工作同时，完成了这部理论联系实际的学术型著作。这一事实，证明了实际工作者通过自身的努力，同样可以在学术上作出自己的贡献。作为严洪博士的指导教师，我也为他取得的成绩而高兴，并期盼更多的年轻学者，在财务学科理论研究中取得新的学术成果，把财务学这门新兴学科的理论研究不断推向前进。

郭复初

二〇一二年十二月于西南财经大学

目 录

导言	1
1 问题的提出与相关研究综述	4
1.1 问题的提出	4
1.1.1 研究的相关背景	8
1.1.2 研究的目的和意义	13
1.2 整体上市研究综述	15
1.2.1 整体上市概念的主要观点	15
1.2.2 本书对整体上市概念的界定	16
1.2.3 整体上市研究的主要方向与现状	17
1.2.4 本书对整体上市研究的主要方向	19
1.3 分拆上市研究综述	19
1.3.1 分拆上市概念的主要观点	19
1.3.2 本书对分拆上市概念的界定	20
1.3.3 分拆上市研究的主要方向与现状	21
1.3.4 本书对分拆上市研究的主要方向	25
1.4 财务战略研究综述	26
1.4.1 关于财务战略概念的主要观点	26
1.4.2 本书对财务战略概念的界定	28
1.4.3 财务战略研究的主要方向与现状	28
1.4.4 本书对财务战略研究的主要方向	30
2 研究的主要理论基础	32
2.1 经济学理论基础	32
2.1.1 经济周期理论	32
2.1.2 产业经济理论	34
2.1.3 新制度经济学理论	36

2.1.4	规模经济理论	38
2.2	管理学理论基础	40
2.2.1	企业生命周期理论	40
2.2.2	效率理论	42
2.2.3	管理层激励理论	43
2.3	财务学理论基础	44
2.3.1	国家财务与发展财务理论	44
2.3.2	资本市场与内部资本市场理论	47
2.3.3	财务战略理论	49
3	上市公司整体上市财务战略	52
3.1	整体上市类型和途径	52
3.1.1	整体上市的类型	52
3.1.2	整体上市的途径	53
3.2	整体上市动因与实施条件	58
3.2.1	整体上市的动因分析	58
3.2.2	整体上市应具备的基本条件	61
3.3	整体上市财务战略的效应分析	62
3.3.1	整体上市对企业自身的影响	62
3.3.2	整体上市对资本市场的影响	64
3.4	境内资本市场整体上市事件研究	66
3.4.1	整体上市的累计超额收益率统计与分析	66
3.4.2	整体上市的 CAR 值统计检验与分析	71
3.5	东方电气整体上市案例研究	73
3.5.1	东方电气集团主要基本情况	73
3.5.2	东方电气整体上市背景与动机	74
3.5.3	东方电气整体上市方案及评价	75
3.5.4	东方电气整体上市的市场反应与财务效应	78
3.6	本章小结	81
4	上市公司分拆上市财务战略	83
4.1	分拆上市类型和途径	83
4.1.1	分拆上市的类型	83
4.1.2	分拆上市的途径	85
4.2	分拆上市动因与实施条件	89

4.2.1	分拆上市的动因	90
4.2.2	分拆上市应具备的准入条件	95
4.3	分拆上市财务战略的效应分析	97
4.3.1	分拆上市对企业自身的影响	99
4.3.2	分拆上市对资本市场的影响	102
4.4	同仁堂科技境外分拆上市案例研究	104
4.4.1	同仁堂科技的基本情况 & 分拆上市过程	104
4.4.2	同仁堂科技分拆上市的市场反应与财务效应	106
4.4.3	同仁堂科技分拆上市的动因分析	108
4.5	同方股份分拆上市预期案例研究	112
4.5.1	控股股东清华控股的基本情况	112
4.5.2	上市公司同方股份的基本情况	115
4.5.3	同方股份分拆上市的资本运作历程	122
4.5.4	具备分拆上市预期的子公司分析	129
4.5.5	同方股份案例总结与启示	132
4.6	本章小结	133
5	整体上市与分拆上市相机抉择	136
5.1	整体上市与分拆上市悖论下的相机抉择原理	136
5.1.1	整体上市与分拆上市的悖论分析	136
5.1.2	财务环境及其对财务战略的影响	137
5.1.3	整体上市与分拆上市的相机抉择机制	139
5.2	经济周期与整体上市、分拆上市相机抉择	141
5.2.1	经济周期阶段特征与对应宏观调控政策组合	142
5.2.2	经济周期阶段下的整体上市与分拆上市相机抉择	145
5.3	产业生命周期与整体上市、分拆上市相机抉择	152
5.3.1	产业生命周期及其各阶段特征	152
5.3.2	产业周期阶段下的整体上市与分拆上市相机抉择	153
5.4	企业生命周期与整体上市、分拆上市相机抉择	159
5.4.1	企业生命周期理论及相机抉择原理	159
5.4.2	企业生命周期阶段下的整体上市与分拆上市相机抉择	163
5.5	资本市场波动与整体上市、分拆上市相机抉择	173
5.5.1	公司价值、股票价值与股票价格的关系	173
5.5.2	股票市场波动与宏观经济运行状态的背离	175
5.5.3	股票价格波动下的套利机制与市值管理	177

5.5.4 市场波动下的整体上市与分拆上市相机抉择	180
5.6 本章小结	187
6 国有上市公司领域的应用	190
6.1 国家财务视角下的整体上市与分拆上市财务战略	190
6.1.1 整体上市、分拆上市中的财务活动与财务关系	191
6.1.2 整体上市、分拆上市中的财务机制与调控关系	194
6.1.3 整体上市、分拆上市与中国资本市场发展	198
6.2 国有上市公司整体上市财务战略安排分析	201
6.2.1 国有上市公司整体上市的效应	202
6.2.2 国有上市公司整体上市相机抉择	204
6.3 国有上市公司分拆上市财务战略安排分析	206
6.3.1 国有上市公司分拆上市的效应	207
6.3.2 国有上市公司分拆上市相机抉择	208
6.3.3 国有上市公司分拆上市的政策建议	209
6.4 本章小结	211
7 研究思路、主要结论及展望	213
7.1 本书选题思路与逻辑	213
7.2 本书主要观点的总结	215
7.3 后续研究方向的展望	216
参考文献	219
后记	225

导 言

在一个动态的、充满风险与不确定性的世界中，时间、空间和行为的变化将导致风险与收益的动态波动运行，经济和市场存在周期性是公认的客观事实。凯恩斯主义认为，政府应当以主动的宏观调控避免“市场失灵”，通过平滑周期来确保经济和市场运行的相对稳定。然而，自1933年“罗斯福新政”以来，尽管政府越来越频繁地干预经济和市场运行，经济周期性却并未消失^①。从微观公司财务的角度，既然经济和市场存在着周期性，那么公司经营就无法避开这一外部环境状态，经济与市场周期因素必然成为公司财务战略目标函数的变量，从而对公司财务战略行为抉择产生重大影响。

伴随着中国经济不断发展的中国资本市场^②，目前在整个国民经济中的地位与作用已经不容小觑。在宏观层面上，资本市场是优化社会资源配置、实现帕累托改进的金融平台，是体现国民经济运行状态的“晴雨表”与运行趋势的先行指标；在微观层面上，资本市场又是完善公司治理结构、促进企业经营发展的动力机制，特别是其融资功能与定价功能对公司财务行为抉择和战略目标实现尤为关键。不同财务战略安排必然导致不同财务经济后果，基于资本市场环境下的公司财务战略行为抉择一直是理论界与实务界的关注重点，这也正是本书研究的大方向。

① 根据美国国家经济调查局对美国1854年6月至2007年12月经济运行的统计，其间总共经历了完整的32个经济周期，且平均周期跨度呈上升趋势。自2008年金融危机诱发全球性经济危机至2012年，经济依然没有明显的复苏迹象，以至于美联储在2012年9月宣布启动第三轮量化宽松货币政策（QE3）来支持经济复苏。

② 资本市场（Capital Market）又称长期金融市场、长期资金市场，通常是指进行期限在一年以上的各种资金借贷和证券交易的场所，因其涉及资金期限长、风险大，具有长期较稳定收入，类似于资本投入，故称为资本市场。大量经济文献通常只将主要属于长期资金的债券市场和完全属于长期资金的股票市场称为“资本市场”；而随着金融产品的创新，债券市场也开始推出一些短期工具，这导致“资本”性质的弱化。股票融资属于权益融资，股本是一个标准的、无到期期限的资本，本书中如无特别指出，“资本市场”通常是指股票市场。从主权国家及法律意义上看，“中国资本市场”毫无争议地包括了香港、澳门、台湾地区的资本市场。但鉴于上述三个地区资本市场在很多方面的相对独立性以及本书研究的对象，除特别说明外，本书所指的“中国资本市场”范围限定在“境内资本市场”。

上市公司整体上市的迅猛浪潮开始于 2006 年末,而在其方兴未艾之际,上市公司分拆上市概念在 2009 年下半年又迅速成为市场投资者追捧的对象。作为我国境内资本市场的两个新兴热点,上市公司整体上市与分拆上市从逻辑上看完全是两个反向行为,那么,为什么会同时存在两个看似相悖的现实路径?公司整体上市与分拆上市分别具有哪些类型、模式和特点,可以通过什么样的实施安排来促进公司财务战略目标实现?整体上市与分拆上市两种战略行为相互之间的关系是什么,主要影响因素有哪些,应该如何根据这些变量进行相机行为抉择?从国家财务的视角,整体上市与分拆上市应如何发挥国家财务机制与调控作用,以支持国有经济发展与战略性结构调整、促进资本市场健康发展,以及有效传导国家宏观调控政策及产业导向?

根据上述思路和需要回答的问题,本书试图综合运用经济学、管理学、财务学等学科的理论与方法,对基于上市公司整体上市与分拆上市抉择的公司财务战略问题进行研究。全书共分为 7 章,具体内容安排如下:

第 1 章,问题的提出与相关研究综述。该部分从研究上市公司整体上市和分拆上市财务战略行为的背景、目的和意义出发,对整体上市、分拆上市、财务战略的概念和研究现状进行综述和评价,旨在提出本书研究对象——整体上市、分拆上市与公司财务战略的内涵和外延。

第 2 章,研究的主要理论基础。该部分是本书的理论平台,主要运用相关经济学理论、管理学理论以及财务学理论对上市公司整体上市与分拆上市相机抉择行为的理论支撑及影响等问题进行了探讨,目的是为两种财务战略相机抉择行为机制的设计和运用打下理论基础。

第 3 章,上市公司整体上市财务战略。该部分首先阐述了整体上市财务战略的类型和模式,并对其财务战略抉择的动因和条件进行了分析;其次就上市公司整体上市对自身以及资本市场的影响进行了探讨;最后就 2004—2009 年 A 股上市公司整体上市事件的资本市场反应进行了实证分析,并对具有代表性的东方电气(600875.SH)整体上市进行了案例研究。

第 4 章,上市公司分拆上市财务战略。该部分首先在阐述上市公司分拆上市财务战略类型和模式基础上,对分拆上市财务战略抉择动因和条件进行了分析;其次就上市公司分拆上市对母、子公司以及资本市场的影响进行了探讨;最后对同仁堂(600085.SH)分拆同仁堂科技(01666.HK)到境外上市、同方股份(600100.SH)的“疑似境内分拆上市”及分拆上市预期进行了案例研究。

第 5 章,整体上市与分拆上市相机抉择。该部分首先基于公司财务战略的宏观环境、中观环境和微观环境论证了上市公司整体上市与分拆上市的相机抉择原理;其次根据上述外部变量的相应周期与波动下不同阶段状态的运行特征,在产业投资组合理论及套利理论框架基础上建立了上市公司整体上市与分拆上

市财务战略行为的动态组合模型。

第6章，国有上市公司领域的应用。该部分从国家财务和发展财务的宏观视角，分析了国有上市公司整体上市与分拆上市财务战略安排对发展国有经济、调整国有经济结构、促进资本市场健康发展以及传导国家宏观经济调控政策等方面的财务机制与调控原理；并就国有上市公司整体上市与分拆上市财务战略行为相机抉择进行了探讨^①。

第7章，研究思路、主要结论及展望。该部分介绍了本书的选题过程、写作思路与逻辑，对本书的主要观点和结论进行了总结，并指出了可能需要进行后续研究的主要内容与方向。

本书的主要贡献在于：对上市公司整体上市与分拆上市财务战略行为进行了结合性的系统研究，对其各自的类型、模式和路径进行了全面的归纳和分析；提出了上市公司整体上市与分拆上市财务战略行为相机抉择原理，认为两种反向战略路径是基于复杂财务环境变量下，财务主体通过调控财务行为与方向从而进行公司价值动态管理的过程；构建了上市公司整体上市与分拆上市财务战略行为相机组合模型，从周期性和波动性因素研究了两种战略的动态组合机制，试图揭示企业根据对财务依存状态的判别，运用产业投资组合原理和套利理论实现企业财务战略目标的可能性。本书同时也拓展了国家财务理论和国家财务机制与调控理论的研究领域，对国有上市公司整体上市与分拆上市财务战略下的财务活动与财务关系、财务机制与调控原理，以及与资本市场发展的逻辑关系等进行了分析；试图揭示两种战略组合在宏观层面传导国家宏观调控政策与产业导向，在中观层面促进我国资本市场健康发展，在微观层面支持国有经济发展和战略性结构调整的机理与相应需要采取的财务战略安排。

^① 社会主义相对于资本主义在宏观调控能力方面的某些优势似乎并没有太多的争议，甚至有一些经济学家认为，随着计划技术的日趋完善，资源协同能力可以得到充分发挥，从而“市场失灵”可能得到较好的解决。前苏联及东欧国家曾试图将宏观经济的集中计划与市场机制下的企业自主经营进行融合，但明显的微观低效率使得改革并不成功。我国社会主义市场经济确立以来，市场化进程和现代企业制度改革似乎更为彻底，经济成效也较为显著，但同样也存在着一些微观低效率问题（这也加大了近年来要求深化经济体制改革的呼声和要求）。本书试图在国家宏观调控与市场化资源配置机制及治理机制之间寻求一种宏观经济发展与微观效率提高的路径。

1 问题的提出与相关研究综述

1.1 问题的提出

“战略”(Strategy)一词源于军事术语,按照最早将其引入管理学领域的美国管理学家钱德勒(Chandler)教授的定义,战略是“企业确定的长期基本目标,以及执行这些目标所制订的行动和资源配置方案”。尽管后来学术界对“战略”概念进行了多方的演绎和延伸,对其的定义也千差万别,但按照主流观点,战略显然不同于战术、方法、策略等概念,它是基于时间、空间和外部环境变化下的动态行为抉择,具有显著的长期性、全局性和创新性特征。

公司财务战略作为公司整体战略的子战略,同样具有“战略”的普遍性特征,是公司组织财务活动和处理财务关系的长期性、全局性、创新性指导思想 and 原则,构成了公司财务管理的基本纲领。实际上,在一个竞争的市场中,参与竞争的每个企业都有其隐性或显性的财务战略。一个显性的财务战略往往能够产生显著的效益,它至少可以促进企业内部各单元在财务行为选择及财务资源配置上与一系列共同的公司战略目标相协调,并接受这些目标的指导。由于市场环境、发展阶段、企业文化等多方面因素的影响,中国大多数企业财务战略通常处于相对的静态和隐性状态,或者说更多地停留在类似完全信息静态博弈下的策略选择状态。然而,公司财务战略并不是孤立的、静态的系统,它不仅要从属性地适应和配合公司整体战略目标,而且需要与宏观经济、行业经济和资本市场等外部环境下的周期性变量实现协调均衡。

资本市场是建立在实体经济之上的虚拟经济平台,并借助市场价格机制来进行自发的资源配置。资本市场的各种指标综合反映了人们对宏观经济、行业经济和微观企业运行状态的评价及其预期,因此被称为“国民经济的晴雨表”。按照主流理论观点,公司财务目标是实现公司股东财富最大化或者公司价值最

大化^①，但无论是“公司价值”还是“股东财富”，其最佳的计量方法都是计算公司权益和负债的市场公允价值。如果负债市场价值主要决定于公司无法控制的负债利率水平（或者说将负债价值视为一个定量），那么“公司价值”和“股东财富”将决定于公司权益价值。由此，在资本市场条件下，上市公司财务目标也就最终简化为实现其发行在外的股票市场价格最大化^②。然而，公司股票价格主要取决于市场投资者对公司经营发展的预期，这种预期又是结合宏观经济周期、行业经济周期和企业自身经营管理水平的一种综合判断。

(1) 经济周期与股票定价

在不同的经济周期阶段，资本市场往往有不同的市场整体市盈率（P/E）定价水平。从2006—2010年上海证券交易所上市公司月度市盈率趋势变化^③来看（见图1-1），在2007年之前的宏观经济景气和经济上行周期阶段，市场整体市盈率不断攀升，从2006年初的18倍左右一直攀升到2007年1月的近50倍，之

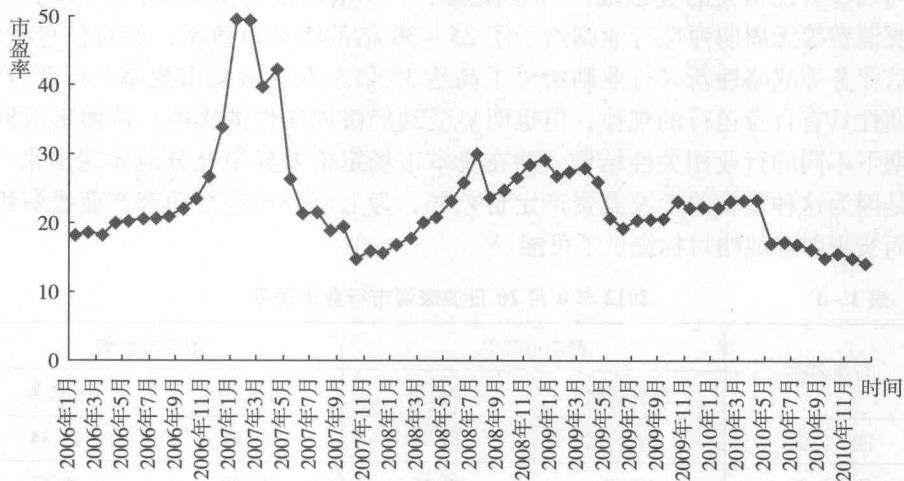


图 1-1 2006—2010 年上海证券交易所上市公司月度市盈率趋势

① 按照本书的观点，上市公司都是股份制公司，按照公允市价计量标准，股东财富最大化或者公司价值最大化的财务目标无非就是结构性最大化与总量最大化的关系，即公司价值等于全部股东财富之和，因此，从这一角度上，公司价值财务目标与股东价值财务目标从根本上并无差异。而关于财务目标问题的争议，当前理论界主要的分歧在于是否需要兼顾公司员工、债权人、客户、政府等利益相关者的利益。按照本书的观点，利益相关者的利益关系的制度安排及其治理更多应依赖市场竞争和法律法规的完善，从微观财务角度对相互冲突的复杂利益关系进行协调事实上并不现实。

② 关于公司财务目标的计量，本书 5.5.1 节有专门的分析论述。在资本市场条件下，公司财务目标与公司股票价格存在极高的关联性，也正是因为对此的认识，无论是理论界还是企业界，目前都对“市值管理”予以了高度重视。

③ 数据来源：根据上海证券交易所网站公开数据整理，<http://www.sse.com.cn/>。

后国际金融危机引发经济下行,整体市盈率又跌至14倍左右,随着我国经济刺激计划的实施,经济运行预期有所改善,整体市盈率水平在2009年4月前后又逐渐恢复到25倍左右。再之后世界主要经济体经济刺激政策逐步退出、欧债危机等因素导致了经济下降的预期,整体市盈率一路下行,到2012年8月已经不足14倍。在上市公司每股收益(EPS)一定的条件下,市盈率水平最终决定了其股价水平,从上述经济周期与市场整体市盈率水平的波动状态看,经济周期对上市公司股价的影响非常明显,从而也就在很大程度上影响着上市公司价值与股东财富。

(2) 行业周期与股票定价

在同一经济周期阶段,资本市场对不同行业的景气度评价也体现出行业整体市盈率差异。按照巨潮行业分类标准,从截至2012年8月20日沪深两市行业市盈率统计情况^①(见表1-1)看,在我国经济下行预期下,市场对与宏观经济周期显著正相关的金融地产行业仅赋予了8倍的滚动市盈率,对医药卫生、主要消费等无周期弹性行业则给予了25~30倍的滚动市盈率,而对信息技术、电信业务等战略性新兴行业则给予了高达33倍左右的滚动市盈率。行业/产业周期性具有自身运行的规律,但也明显受到经济周期性的影响,从而形成同一时期下不同的行业相关性结构,并在资本市场定价差异中充分地体现出来。也正是因为这种负相关性及其资产定价差异,为上市公司进行动态产业投资组合从而实现财务战略目标提供了可能。^②

表1-1 2012年8月20日沪深两市行业市盈率

行业名称	静态市盈率		滚动市盈率	
	加权平均	中位数	加权平均	中位数
能源	11.67	28.85	11.69	23.84
原材料	19.67	28.45	20.99	28.61
工业	14.67	25.86	15.00	26.77
可选消费	16.42	25.80	16.11	25.76
主要消费	29.27	37.93	25.80	37.17

① 数据来源:巨潮指数网站, <http://index.cninfo.com.cn/>。

② 马柯维茨(Markowitz)在其著名的投资组合理论中,通过“预期报酬—方差”分析得出各种证券组合在给定预期报酬下期望组合风险最小以及期望投资收益最大的一般规则,论证了证券投资者可以通过不同证券投资组合实现不同的风险与收益水平。根据该理论,如果把上市公司视为一个对不同产业的投资组合,由于不同产业有着不同的风险与收益预期并呈现出不同的相关性结构,因而上市公司就可以通过改变其自身的产业投资组合来实现不同的收益与风险匹配,从而实现公司战略目标,这一点也正是本书的一个重要理论依据。

续表

行业名称	静态市盈率		滚动市盈率	
	加权平均	中位数	加权平均	中位数
医药卫生	30.44	38.82	29.44	37.52
金融地产	8.46	20.27	8.00	22.15
信息技术	33.27	35.69	32.57	35.05
电信业务	33.73	34.51	33.06	34.95
公用事业	23.60	31.83	21.51	27.20

(3) 企业经营管理与股票定价

对于同一经济周期和同一行业下的不同企业, 资本市场同样根据其不同的发展预期给出了不同的股票定价水平, 截至2012年6月30日沪深两市银行业上市公司动态市盈率统计情况^① (见表1-2) 就非常具有代表性。^② 尽管资本市场总会存在整体估值水平在不同时期的波动, 而且在同一时期证券价格也会受到“噪声”干扰而与公允价值之间出现一定程度偏离, 但同一时期的同一行业估值水平与标准体系则是相对稳定和可比的。按照有效资本市场理论, 资本市场在某个时期内, 其相同行业内不同企业的估值水平差异能够体现投资者对企业经营管理状况及发展预期评价的差异。

表1-2 2012年6月30日沪深银行业上市公司动态市盈率

代码	名称	动态市盈率	代码	名称	动态市盈率
002142	宁波银行	6.78	601169	北京银行	4.77
601009	南京银行	5.67	601288	农业银行	4.63
000001	平安银行	5.60	600016	民生银行	4.57
601398	工商银行	5.45	600036	招商银行	4.53
601988	中国银行	5.24	601328	交通银行	4.23
601998	中信银行	5.22	600000	浦发银行	4.07
601939	建设银行	4.93	601818	光大银行	4.05
600015	华夏银行	4.90	601166	兴业银行	3.93

^① 数据来源: 国金证券行情交易系统。

^② 估值最高的宁波银行的动态市盈率达到6.78倍, 估值最低的兴业银行的动态市盈率则只有3.93倍, 估值差异高达73.77%。由于银行业基本属于完全竞争行业, 并具有产品高度同质化和可模仿性的特点, 这种估值差异基本上可以反映市场投资者对各个银行经营发展的预期。

综上所述,宏观经济面、中观产业面、微观企业面,以及资本市场,都显著地存在着周期性和波动性运行特征,这些特征影响着整个资本市场到个体公司的股票定价。上市公司股票价格决定了其可变现市值,从而以无可争议的公允价值准确地反映了某个时点上的公司价值以及股东财富,换句话说就是,经济与市场波动因素最终在很大程度上决定了公司财务目标,即公司价值最大化或者股东财富最大化。同时,上市公司股票价格又是诸多市场投资者对上市公司再融资成本的市场均衡定价^①,从而通过资本结构和资本成本影响着上市公司的再投资收益机会和能力,而后者又在很大程度上影响着增量的公司价值和股东财富。市场中的公司都是一个多产品甚至多产业的投资组合,在周期性和波动性的经济与金融环境下,不同产品和产业投资组合决定了不同的风险收益预期,而这种周期与波动的存在本身也为通过无风险套利从而增加公司价值提供了可能。由此,上市公司财务战略作为一个开放和动态的系统,必须针对内外部环境变量的周期性波动性,权衡和相机地采用适应性甚至是逆向性财务战略行为抉择,以确保财务战略目标的实现。

上市公司整体上市与分拆上市是两种反向的战略行为路径,但也是我国境内资本市场近年来两个新兴的且并存的热点现象或者趋势。并存的反向路径是一个令人疑惑并值得研究的问题,本书试图综合运用经济学、管理学、财务学等学科的理论与方法,对上市公司整体上市与分拆上市的两种财务战略行为,以及这两种财务战略行为相机抉择机制、组合模型进行研究。同时,结合我国社会主义市场经济特点,本书还将进一步从国家财务视角,对国有上市公司整体上市与分拆上市的财务战略行为抉择及其机制进行应用研究。

1.1.1 研究的相关背景

(1) 关于上市公司整体上市的背景

在我国资本市场建立和发展初期,上市公司较高的政策门槛与拟上市公司相对较低的质量、拟上市公司巨大的融资需求与资本市场有限的资金供给的矛盾形成了一种困局。基于特定历史背景下的利弊权衡,在国民经济和资本市场发展与规范的矛盾之中,制度安排最终还是选择了在发展中逐步规范的路径依赖。绝大部分企业在进行上市安排时,都是拿出一块优质资产进行分离,在包装整合并进行股份制改造之后,到资本市场进行新股首次公开发行(IPO)以融取权益资本。应该说,在我国经济发展相对落后、货币资本非常稀缺的特定历

^① 上市公司股票的增发价格,通常都是按照公告日前某一时期公司股票市价的加权平均价格确定的。在再融资总量一定的情况下,公司股票市价决定了其增发股份的数量,从而对资本结构和资本成本形成了影响。