

上市公司分拆上市的 利弊分析及监管要点

陈洁* 徐聪**

摘要:作为资产重组的重要方式,分拆上市在资本市场发达国家及地区被广泛采用。但在我国企业资产重组的方式中,分拆上市却很少涉及。究其原因,我国学界及监管层对上市公司分拆上市的价值理念和监管逻辑尚未形成统一的认识,关涉境内上市公司分拆上市的具体操作规范几未建立,以致境内上市公司分拆上市的实践也是举步维艰。鉴于当前我国资本市场上市公司对分拆上市的客观需求以及分拆上市在域外资本市场发展的成熟经验,大力推进上市公司分拆上市的理论研究和实践活动,切实从制度层面为分拆上市创造妥实高效的法律环境,这对丰富我国上市公司资产重组方式,完善我国资本市场功能无疑具有重要的现实意义。

关键词:分拆上市 监管逻辑 监管重点

* 中国社会科学院法学研究所商法研究室主任、研究员、博士生导师。

** 中国社会科学院研究生院经济法专业博士研究生。

一、我国现行制度框架下分拆上市与分立上市的关系辨析

(一) 分拆上市的内涵界定

我国现行《公司法》、《证券法》及相关规范性文件并未对分拆上市做出明确的概念界定。学者对其内涵理解多有不同。代表性的观点有：“分拆上市通常指上市公司运作具有独立盈利能力、稍加整合就具有上市资格的部分业务或者经营单位独立上市的过程和结果”；^{〔1〕}“分拆上市指已上市公司剥离出一部分资产和业务，组建股份有限公司，而后到资本市场上市的资本运营行为。本质上，分拆上市属于公司收缩经营的范畴”；^{〔2〕}“分拆上市是指上市公司将其部分资产，或者其以风险投资形式控股的企业进行改造，实现上市的一种资本运作方式”；^{〔3〕}“分拆上市是一个源于资本市场的话语，通常指一个上市公司将其部分资产、业务或者某个子公司独立出来，另行公开招股上市，子公司上市后，母公司仍然占有相对控股或者绝对控股地位”；^{〔4〕}“上市公司分拆是指上市公司将其部分业务或者某个控股子公司相对独立出来，另行公开募集股份并上市的行为，子公司公开募集股份上市后，母公司继续保持对子公司控股或者实际控制人地位”；^{〔5〕}“分拆上市是指上市公司作为分拆公司的控股股东或者作为从控股关系转变为参股关系的股东，将分拆公司的股份出售给社会公众，使分拆的公司作为独立的法律实体单独上市，在证券市场上公开发行的股票的一种资本运作方式”；^{〔6〕}等等。

上述观点尽管文字各异、表述不一，但存在一定的共识，即分拆上

〔1〕 李园园：《上市公司分拆上市法律问题研究》，载《证券市场导报》2009年第3期。

〔2〕 贺丹：《上市公司分拆上市的差异性分析》，载《证券市场导报》2009年第3期。

〔3〕 念延辉：《我国创业板分拆上市问题探究》，载《现代经济信息》2010年第16期。

〔4〕 王彦明、傅穹：《论公司转投资及其立法完善》，载《吉林大学社会科学学报》1997年第5期。

〔5〕 上海证券交易所：《上市公司分拆分立专题研究报告》，2013年8月。

〔6〕 马其家：《公司分拆上市中小股东权益保护研究》，载《社会科学战线》2011年第10期。

市是将原来的公司(分拆公司)的一部分拆解后形成新的股份公司(继受公司),继受公司公开发售股份并上市,从而使分拆公司和继受公司同时变成上市公司的资本运作方式。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中分离出来单独上市;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。但是,在此共识前提下,对公司分拆后所形成的两个公司彼此的关联性上,又有两种不同的观点。一种是“非控制说”。此派观点认为,分拆公司将其财产分拆出去形成继受公司,其所发行的股份除了公众认购的外,其余的由继受公司按比例转移给分拆公司的股东。分拆公司和继受公司彼此之间相互独立,不再具有控制与被控制的母子式的关联关系。另一种是“控制说”。此派观点认为,尽管分拆公司将其财产分拆出去形成新的继受公司,继受公司公开发行股票并上市,但分拆公司仍然对继受公司具有控制性,在股权关系上成为分拆出去的新上市公司的控股股东,从而使分拆公司和继受公司彼此之间是实际上的“母子公司关系”。

对上述两派分歧,实无正误定论。笔者参考2004年8月20日中国证监会颁布的《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市的有关问题的通知》(证监发[2004]67号),该通知指出,“上市公司所属企业到境外上市,是指上市公司有控制权的所属企业到境外证券市场公开发行股票并上市的行为”。〔7〕虽然该通知没有明确使用上市公司“分拆上市”的提法,也没有明确指出所属企业上市后,母公司在子公司中所持有的股份比例问题,但从该通知的具体内容看,所指事项基本具备了上市公司分拆上市的特征和要素,而且业界也约定俗成地认为这是我国关于上市公司分拆上市的首个部门规章。基于此,笔者以为,在该通知中,监管层针对“上市公司有控制权的”所属企业到境外上市诸问题做了规范,但并没有提及所属企业上市后母公司控制权的存续或变更问题,其潜在的含义应该是母公司的控制权在分拆前后没有发生根本性的变更,否则监管层理应对其有所考虑规范。因此,笔者以为,仅

〔7〕 参见中国证监会《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》第1条之规定。

就此规定而言,监管层应该更倾向“控制派”观点。本文也是基于“控制派”的观点而展开。

(二) 分立上市的内涵界定

我国现行《公司法》第 175 条及 176 条是关于公司分立的条款,但该条文没有对公司分立进行明确的定义,也未对公司分立方式中所涉及的必要构成要素给出清晰的答案。在国内外关于公司分立的理论中,公司分立有多种类型,可按照不同标准进行划分。其中,关于“分立事业的的对价向谁来支付”是一个关系到分立路径、分立结构、公司的股东与债权人利益的重要问题。^[8]以“分立事业的的对价向谁来支付”为标准划分,公司分立“则可区分为物的分割(母子型分割)及人的分割(兄弟型分割)。前者是指运用类似营业让与之方式,间接将被分割公司全部或部分之营业或财产,自被分割公司分离移转给受让公司,同时被分割公司则取得承受公司所发行之新股,作为让与营业或财产之对价;后者则指受让公司将其所发行之股份,直接依被分割公司股东之原持股比例,分配给被分割公司之股东”。^[9]换言之,以继受公司的股权是支付给分立公司还是分立公司的股东,公司分立可以区分为物的分立与人的分立,也可分别称为分社型公司分立和分割型公司分立。物的分立是指分立公司将营业或者财产转移给另一公司,同时分立公司取得继受公司所发行的股份,以为对价。因此,物的分立的后果是分立公司因为分立成为继受公司的股东。人的分立则是指在分立时继受公司的股权被直接分配给分立公司的股东^[10]。

从上述物人分立两分法的视角出发,就有公司分立立法的国家来看,其公司分立大体分为两种模式,即法国模式和德国模式。在法国模式下,针对公司分立立法,考虑到继受公司是新设公司还是既存公司会导致不同的分立程序,主要将公司分立分为纯粹分立(吸收分立)和分立合并(新设合并)。在一般情况下,分立公司本身应当在分立之后消灭,因此,继受公司所支付的股权对价当然会直接分配给分立公司的股

[8] 朱大明:《分立公司方式的构建与选择——以中日公司法比较为中心》,载《清华法学》2015 年第 5 期。

[9] 王志诚:《企业组织重组法制》,北京大学出版社 2008 年版,第 75 页。

[10] 彭冰:《论公司分立行为的界定》,载《证券法苑》2013 年总第 9 卷。

东,即实现的是人的分立。但法国模式在分立公司仍然存在的情况下,并不完全排除物的分立,并将其称之为不完全分立。法国《商业公司法》第387条允许其当事人选择适用公司分立的程序,对于不完全分立公司所取得的继受公司股份,允许其选择由分立公司持有还是直接分配给分立公司的股东,^[11]但这种情况未直接规定在公司分立的类型中。^[12]可见,法国模式将人的分立作为公司分立的主流,并在不完全分立的情况下将物的分立作为当事人的选项加以补充。德国模式则以公司分立是否存续为主要标准,并辅之以继受公司的股份是否交付给分立公司的股东为标准,将公司分立分为三种类型:^[13]一是分裂式分立,即我们一般所说的消灭分立,原公司消失,其财产被分给多个公司,原公司的股东获得存续公司的股份;二是分割式分立,即转移财产的公司仍然存在,接受财产的公司将股份交付给转移财产公司的股东;三是派生式分立,这种类型与分割式分立一样,但区别是由此产生的股份不是提供给转移财产的法律主体的股份所有人,而是转移财产的法律主体的本身(即从一个公司分出一个母公司和一个子公司)。三种类型中的前两种认可了人的分立,后一种认可了物的分立。综上域外立法可见,尽管物的分立并没有直接排除在公司分立概念之外,但物的分立较之于人的分立对于公司分立并非主流。

就我国而言,尽管我国公司法并没有对公司分立进行定义,也没有对公司分立的构成要件进行规定,^[14]不过,2009年财政部、国家税务总局联合颁布的《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》(财税[2009]59号)对公司分立及其股东获得对价从征税的角度

[11] 柯芳枝:《法国公司法上公司分割制度之研究》,载柯芳枝:《公司法专题研究》,台湾1976年自刊。

[12] 同注[10]。

[13] [德]格茨-怀特、克里斯蒂娜-温德比西勒:《德国公司法》,殷盛译,法律出版社2010年版,第727页。

[14] 《公司法》第175条规定:“公司分立,其财产作相应的分割。公司分立,应当编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出分立决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告。”第176条规定:“公司分立前的债务由分立后的公司承担连带责任。但是,公司在分立前与债权人就债务清偿达成的书面协议另有约定的除外。”

作了规定。该通知第1条第6项规定：“分立，是指一家企业（以下称为被分立企业）将部分资产或全部资产分离转让给现存或新设的企业（以下称为分立企业），被分立企业股东换取分立企业的股权或非股权支付，实现企业的依法分立”；其第4条第5款第3项规定：“被分立企业继续存在时，其股东取得的对价应视同被分立企业分配进行处理。”依照这两条规定，可以推定我国公司分立中的对价应该支付给分立公司的股东，从而确定了我国的公司分立指的是人的分立。由此可以认为，在我国现行制度框架下，我国证券行政部门规章间接认可了上市公司的“物的分立”，实务界往往把这种“物的分立”称作上市公司分拆上市；而在税收管理层面，公司分立应该主要指“人的分立”这一种类型。

（三）分拆上市与分立上市的差异辨析

如前所述，在学理层面以及多数国家立法层面，公司分立既包括物的分立，也包括人的分立。所以，公司分拆作为物的分立无疑是公司分立的下位概念。不过，从我国当前的市场实践出发，考虑到在部门规章层面的理解差异以及理论界实务界对这两概念的混乱适用，笔者以为，从股权结构与融资视角厘清公司分拆上市与分立上市的差异，还是非常必要的。具体而言：

一是股权结构差异。在分拆上市之前，被分拆出去的是母公司的一个部门或者是下属公司。在公司分拆上市中，被分拆出去的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。这样，公司分拆上市的结果是，已上市的母公司对子公司的持股比例虽然有所下降，但仍然保持控股或者实际控制地位，即公司分拆上市后分拆公司和继受公司之间形成母子公司关系；而公司分立上市的结果是出现两个或两个以上股权结构一致的公司，原公司对分立形成的新公司不具有控制权，即分立后的关系无论是新设分立还是派生分立^[15]均为兄弟公司。

二是融资效应差异。公司分拆上市一般都是通过子公司 IPO 实

[15] 一般认为，公司分立方式包括新设公司分立和派生分立。新设公司又称解散公司，是指一家公司分为两家或者两家以上的新公司，原公司解散；派生公司又称存续分立，是指一家公司分为两家或两家以上的公司，但原公司仍存续。

现,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,子公司的公开募集引进了范围更广的投资者。伴随着融资行为,子公司可以获得新的资金流入。而且公司分拆上市后,子公司作为上市公司,其股票可以在二级市场公开交易,母公司也可以通过出售股份融入资金。因此,公司分拆上市是一种融资方式,会引发资本结构的动态变化。至于公司分立上市,情形则比较复杂,需要根据不同的分立方式以及上市方式考量其融资效应。

三是适用情形差异。公司分拆上市中,通常被分拆的子公司占上市公司合并报表的营业收入、净资产、净利润比例等方面均较小;公司分立上市则一般适用于已有两类主营业务,且两类业务规模较为接近,两项业务的营业收入、净资产、净利润都相当的情形。

正因为有着这些明显的差异,无论在立法上还是实际操作中,对上市公司分拆上市和上市公司分立上市就不能采取同样的监管方法。事实上,由于公司分拆上市涉及股份公开发行、资金融入、社会公众和现金流,其和投资者尤其是中小投资者的利益攸关,并且由于公司分拆上市所形成的两个上市公司存在母子关系,母公司形成对子公司控股,两个上市公司的关联性极为密切,关联交易、利益输送等发生的可能性很大,因而在立法和监管上对公司分拆上市较之于公司分立上市更应审慎和严格。

二、多维视角下上市公司分拆上市的利弊分析及其监管逻辑

目前我国境内资本市场尚未建立上市公司分拆上市的具体规则,上市公司分拆上市实际上处于被禁止状态。就是否允许上市公司分拆上市,争议很大。赞成派认为,尽管上市公司分拆上市利弊各显,但综合而言,利大于弊,应允许上市公司分拆上市。其主要理由在于“分拆上市可消除集团化经营的负协同效应,可作为反并购策略、可为上市公司提供新的融资渠道,可解决业务部门管理者激励和约束

不足问题,等等”;^[16]反对者则认为在上市公司分拆上市的利弊关系中,总体上弊大于利,主张我国境内目前不宜推出上市公司分拆上市。其主要理由是,“分拆控股子公司上市难以真正提高公司的核心竞争力和价值;现有再融资渠道可以有效满足上市公司及其控股子公司的融资需求;上市公司可以通过现有股权激励制度实现对控股子公司管理层的激励安排”;^[17]“国内目前上市资源充裕,在拟上市公司‘排队’的情况下,允许分拆上市会加大市场扩容压力;而且分拆上市程序复杂,涉及多方面利益主体的利益协调问题,监管起来较为困难”。^[18]

上述对上市公司分拆上市的利弊分析各有道理。笔者认为:分拆上市作为资本运作的一种方式,与其他资本市场的工具一样,利弊互现实属正常。但是,利弊是相对而言的。要探讨上市公司分拆上市的利弊问题,不同的角度、不同的主体、不同的利益方对分拆上市的看法可能迥然不同。对一方有利的恰恰可能对另一方形成不利。因此,分析上市公司分拆上市是利大还是弊大,必须站在不同的角度逐一分析,并就此综合得出在何种情况下,从何种利益主体出发选择分拆上市的结论。

(一) 多维视角下上市公司分拆上市的利弊分析

1. 上市公司视角下的公司分拆上市

分拆上市对于上市公司而言是有利的。不管是基于经济上的,或者经营上的,或者组织上的原因,公司需要通过分拆上市减少资产、缩减规模,其目的是创造公司价值、提高公司效率,使公司利益最大化。当然,因上市公司的差异,分拆上市的动机也有所差异。有的学者总结了上市公司分拆上市的八个方面的利益和动因,包括管理层激励说、战略聚焦说、产业发展说、独立融资说、紧缩式重组说、母子公司融资能力

[16] 同注[1]。

[17] 田正大、袁钰菲:《上市公司分拆子公司境内上市之研究》,上海证券交易所部门研究报告,2010年。

[18] 同注[1]。

限制说、掠夺说、反购并说,^[19]还有学者提出了各种各样的假设来解释上市公司分拆上市的动机,这些动机大致可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、信号假设、管理层激励假设、内部资本假设和公司控制权假设。^[20]研究表明,七种假设无论采用哪一种,对于上市公司都是有利的,它有利于公司的价值创造,提高公司效率。

当然,除了研究上市公司实施分拆上市的动机之外,对于上市公司为何决定选择分拆上市而不是其他的紧缩重组方式也具有重大的实践意义。其实,在选择手段上,仅就上市公司缩减经营和规模、独立部分经营的目的而言,上市公司无论是资产出售还是转投资这两种交易类型,都可以实现上述目的。但为什么仍然选择分拆上市方式?究其原因,在某些情况下,公司缩减规模通过资产出售或转投资无法做成,通过公司分拆却能够得到解决。例如,如果上市公司转移资产是附带债务的,相应的债权人若不同意,就很难成就该资产的转移。迄今为止,我国公司法和民法制度中并没有所谓营业让与或者概括转移的制度安排。^[21]在这种情况下,公司不能以营业让与为目的,仅仅通过通知或者公告的方式,不经相应债权人的同意,就直接将部分债务打包放入资产池,用于出资或者资产转让,而应经过相应债券人的同意。即使相应债权人(被转移债务的债权人)同意,其他未被转移的债权人仍然可以提出异议,要求受让公司在接受财产范围内对原转让公司的债务承担

[19] 赵华宇:《子公司上市动机的研究综述》,载《商业时代》2006年第13期。

[20] 郭海星、万迪昉:《分拆上市相关研究综述》,载《证券市场导报》2010年第2期。

[21] 概括转移是把全部或者某一特定的债权债务全部转移给受让人。这种转移实际上包括了债权让与和债务承担两个行为。营业让与是将商事主体的全部或者部分营业财产作为客体进行转让的行为。作为让与的客体“营业”,指的是在经营活动中所使用的物、权利、技术秘密、商业信誉、客户关系等共同构成的有机整体,是为实现一定的营业目的而组织化了的,被作为有机一体的机能性财产。参见王文胜:《论营业转让的界定与规制》,载《法学家》2012年第4期。

连带责任^[22]。这种必须经过债权人同意才能转移债务的要求,使上市公司资产转移变得十分困难。而上市公司分拆上市对拟转移的附带债务的财产,不必经过相应债权人的同意即可实现。因此,公司分拆作为公司的一项重大组织变迁,其可以采取一揽子协议的方式,在特殊的程序和债务承担安排下,公司转移其全部或部分资产,即使其中涉及某些债务转移的,也不需要经过债权人的同意。^[23]这种方式对上市公司而言,无疑是便捷有效率的。

2. 利益相关者视角下的公司分拆上市

上市公司作为商事主体和营利性组织,其存续运营的首要目的在于追求公司利益的最大化。但对公司利益的界定,理论上存在分歧,实践中也不一致。一种观点认为:公司具有自身的独立利益。美国学者沃尔曼教授主张此观点。他认为公司的利益就在于增强其创造财富的

[22] 最高人民法院2003年2月颁布的《关于审理与企业改制相关的民事纠纷案件若干问题的规定》第6条规定:“企业以其部分财产和相应债务与他人组建新公司,对所转移的债务债权人认可的,由新组建的公司承担民事责任;对所转移的债务未通知债权人或者虽通知债权人,而债权人不予认可的,由原企业承担民事责任。原企业无力偿还债务,债权人就此向新公司主张债权的,新公司在所接受的财产范围内与原公司承担连带责任。”第7条规定:“企业以其优质财产与他人组建新公司,而将债务留在原企业,债权人以新设公司和原企业作为共同被告提起诉讼主张债权的,新设公司应当在所接受的财产范围内与原企业共同承担连带责任。”但也有学者认为,“在企业部分改制这一统称之下,我国实践中的企业产权变动存在三条路径:派生分立、转投资、营业(资产)出售”,“采取转投资或者资产出售方式进行的部分改制受到的法律约束更少,新设公司承担的债务责任更轻”,进而认为最高人民法院的这一“改制司法解释”的起草者对正常改制下出现的债权僵局与改制企业恶意逃债两类性质完全不同的纠纷缺乏清晰的认识,对基本交易规则与例外规则的区分把握不到位,是第6条、第7条存在重大缺陷的根源。而司法解释所依附的民法基本原则隐含的语境与我国现阶段改制中逃债现象的普遍化,进一步将学者们的注意力引向了单纯的债权人保护的角度,没有意识到首要的任务是为企业部分改制确立一项兼顾公平与效率的债务分配规则。参见楼建波:《化解企业部分改制下债券僵局的制度设计——兼对最高法院改制司法解释第6条、第7条理论基础之争的反思》,载《清华法学》2009年第3期。

[23] 按照我国《公司法》第176条和第177条的规定,公司分立只要通知债券人即可,并不需要他们同意,甚至没有给他们提出异议的权利。上市公司分拆同样也适用这样的规定,这是因为上市公司分立和上市公司分拆尽管有所不同,但在公司资产转移方面具有共性。

能力,而不仅仅为了股东现有利益的最大化。^[24] 公司的利益是公司自身的独立利益,既不是股东利益,也不是全体利益相关者利益的简单相加。公司利益体现为营利性,体现为促进公司的生存与发展,其中后者更具有基础意义;^[25] 另一种观点认为:公司利益即全体股东利益。他们认为“公司利益之认定并非仅指公司自身,而应是股东全体之利益结论上,绝大部分之情形会将公司利益视为全体(或多数)股东之利益。因此,公司之存续目的在于追求全体股东利益之极大化,并且是一种经济上之利益”;^[26] 第三种观点认为:公司利益等同于利益相关者利益。他们主张公司利益具体表现为投资者的利益、职工利益和其他参与者的利益。企业的机构在进行决策时必须考虑到各方的利益^[27]。

上述三种观点中,除第三种观点强调公司利益相关者与公司利益的一致性外,另外两种观点则将利益相关者的利益全部或部分排除在公司利益外。事实上,公司是多元利益的载体,公司股东、董事、经理人、债权人和公司员工等主要参与者之间由于法律地位存在客观上的不平等,经济利益存在实际上的不一致,因此,利益冲突在所难免,并且法定资本多数决原则使得少数股东以及利益相关者的意志极易受到漠视。就上市公司分拆上市而言,上市公司的大股东、控股股东、实际控制人、董事及高级管理人员凭借其优势地位,在追求所谓“公司利益最大化”的前提下,完全可能损害中小股东、债权人及其他利益相关者的利益。事实上,在上市公司动议分拆、实施分拆以及在分拆完成之后均可能产生不公平的情况。我国资产重组实践中,常常伴有母公司或控股股东利用其优势地位排挤中小股东、债权人及其他利益相关者的行为。诸如控股股东凭借持股优势操纵股东大会,决定公司的重大决策,当母公司或者大股东的利益与中小股东、其他利益相关者不一致时,控股股东往往会滥用股东权利做出有利于自己的不公平的决策,而置上

[24] 车传波:《公司分立法律问题探析》,载《东岳论丛》2010年第11期。

[25] 李小军:《董事对谁承担责任》,载王保树主编:《实践中的公司法》,社会科学文献出版社2008年版。

[26] 王文宇:《公司法论》,台北元照出版有限公司2008年版,第31页。

[27] [德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔:《德国资合公司法》,高旭军等译,法律出版社2005年版,第31页。

市公司的利益相关者的利益于不顾。不过,这种利益冲突之“弊”并非上市公司分拆上市特有的“弊”。对利益相关者来说,只要立法得当,监管到位,则上市公司为了公司的发展,追求公司价值、提高公司效率选择分拆上市,对利益相关者而言,这种分拆应该也是利大于弊。

3. 资本市场视角下的公司分拆上市

一般而言,衡量一个资本市场的发展水平具有三大主要指标,即市场的融资额、总市值和总交易量,^[28]它是市场的活力、规模和流动性的标志。一个好的资本市场应该在这三个方面具有较好的表现。资本市场的活力、规模和流动性往往和这个市场的创新能力、竞争能力以及市场产品、融资方式、交易手段紧密相连。市场产品越丰富、融资方式越多、交易手段越灵活,市场的创新能力和竞争能力就越强,市场的活力、规模和流动性也就越好。从这三个标志出发,上市公司分拆上市作为资本市场的一种融资方式、交易手段和创新产品,对资本市场而言无疑是有利的。因为上市公司通过分拆将子公司上市,实现了“一种资产,两次使用、多次交易”。它不仅使上市公司缩减经营和规模、独立部分经营有了更多的选择手段,也使投资者有了新的投资渠道,使市场有了更多的融资渠道、市场产品,同时也丰富了交易方式和手段,使资本市场有了更大的灵活性、包容性和流动性,提升了资本市场的功能,提高了资本市场效率。当然,上市公司分拆上市也可能给资本市场带来一些问题。尤其在现阶段制度不健全、监管力量不足的情况下,不排除一些上市公司分拆至创业板上市主要是谋求高市盈率,分拆上市被当作“圈钱”的工具。利益输送、内幕交易、高管腐败、权力寻租等现象也势必加大分拆上市的道德风险。^[29] 这些问题其实正是上市公司分拆上市的监管难点。

(二) 上市公司分拆上市的监管难点

时至今日,我国境内资本市场对上市公司分拆上市采取严格的管制态度,不允许上市公司分拆上市。人们疑惑:为什么在国外被普遍认

[28] 世界交易所联合会(英文简称WFE)的统计月报均以这三个为主要指标对其旗下的会员进行排名,以此统计各交易所的资本市场竞争力。

[29] 天亮:《分拆上市监管应堵疏相宜》,载《董事会》2013年第3期。

可的上市公司分拆上市在我国境内资本市场就不能实现呢?为什么我国境内的上市公司分拆上市只能到境外资本市场呢?在笔者看来,监管部门之所以对上市公司境内分拆上市采取“关闭”的政策,还是在指导思想认为上市公司分拆上市弊大于利,允许境内资本市场上市公司分拆上市可能会带来如下几方面的监管难题:

一是可能诱发利益输送和违规关联交易等,最终损害中小投资者的利益。境内资本市场中,不公允、不透明的关联交易等行为一直是控股股东进行利益输送、掏空上市公司、侵害中小投资者权益的重要工具。在母子公司组织架构下,天然隐藏着难以发现和监管的利益输送和关联交易等行为。可以预见,如果监管不到位,我国上市公司分拆过程中就会存在虚假操作行为,可能出现高估不良资产、低估优良资产的现象,从而达到转移利润、逃避债务的目的。对上市公司而言,在分拆过程中的虚假行为最终会导致上市公司中小股东的损失。^[30]此外,分拆上市也可能引发不当关联交易,损害资本市场和投资者。其可能表现为:(1)关联销售,被分拆公司和分拆上市公司之间进行利益输送;(2)集团公司与股份公司之间的资产买卖,进行内幕交易和市场炒作等;(3)资金占用的关联交易,可能发生新申请上市公司的资产被掏空;(4)股份公司为集团公司提供担保,转嫁费用负担;(5)集团公司的债务与股份公司的债权冲抵,增加三角债风险,^[31]等等。

二是可能诱发二级市场炒作,助长投机文化,不利于资本市场的长期稳定发展。我国现阶段的资本市场是一个弱式有效的资本市场,也是投机氛围浓郁的市场。当前市场上,公司股票“三高”现象普遍存在,个人投资者是最大的投资主体,散户投资者依然热衷于盲目炒新、狂热炒小、博傻炒差、频繁交易“四炒”操作,而投资者利益保护机制,尤其是证券民事赔偿诉讼制度尚不健全。可以预测,分拆控股子公司

[30] 王正斌、洪安玲:《我国上市公司分拆行为的分析与思考》,载《管理世界》2004年第5期。

[31] 吴勇毅:《分拆上市:盛宴还是泡沫》,载《新财经》2010年第6期。

上市极有可能成为炒作的对象。^[32] 在当前中国 A 股市场大部分上市公司的价值已经被高估的情形下,分拆上市有可能导致更高的估值泡沫。

三是可能引发相关政策的调整。在我国资本市场发展初期,证券发行额度有限、市场容量较小、资金匮乏,一些企业将部分优质资产单独上市成为当时证券市场发展的无奈选择,但由此也带来了非公允关联交易、同业竞争、大股东占用上市公司资金、掏空上市公司等一系列问题,长期困扰着监管部门。随着证券市场的不断扩大和成熟,整体上市成为市场进一步发展扩张的必然选择。近年来,监管部门也一直大力倡导上市公司通过整体上市做大做强,减少关联交易和同业竞争。分拆上市和整体上市的相关政策显然并不一致,允许分拆上市势必引发相关政策的调整。

诚然,上述三个方面给境内资本市场分拆上市带来了一定的负面影响,但仔细分析一下,其中的第一、第二方面的问题并不是上市公司分拆上市所特有的现象。在股票发行上市(IPO)、公司并购重组等活动中同样普遍存在且情况相当严重。^[33] 那么,为什么允许股票发行、公司并购重组的存在,唯独将上市公司分拆上市的大门关上,令人费解。就第三个问题来看,鼓励公司整体上市与上市公司分拆上市并不矛盾。这是因为目前政策鼓励企业整体上市的重点是集团型企业、大型企业尤其是大型国有企业,通过整体上市,发挥协同效应、整合产业链、提高产业集中度、打破上市公司资源边界限制,促进上市公司进一步做大做强。但是,上市公司分拆上市与整体上市针对的是不同的上市公司群体,彼此着眼解决的问题也有所不同,即使是针对大型集团和

[32] 2010年,在中国证监会创业板发行监管业务情况沟通会与保荐代表人培训会议上,中国证监会相关人员谈及境内上市公司分拆子公司上市的若干条件,二级市场由此掀起了一股炒作分拆上市概念股的热潮,若干分拆上市概念股在短短几个交易日内的涨幅超过了30%,与大盘指数的偏离值超过了40%,在部分投资者获利出逃的同时,众多投资者被高位套牢。

[33] 在中国证监会股票发行上市和上市公司并购重组的审核中,无论是发行审核部门还是发行审核委员会,历年来审核的重点都是关联交易和同业竞争。上市新股、并购重组概念股在二级市场的炒作之风盛行,业已成为内地资本市场的一个奇特现象。

企业,从上市公司分拆的作用来看在许多情况下,恰恰也能够解决集团公司本身具有的毛病,减少集团化经营“大而全”引发的“负协同效应”。

综上所述可以看出,不同的角度和立场,所追求的目标并不一致,对上市公司分拆上市的利弊分析所得出的结论并不相同。总体而言,上市公司和资本市场会欢迎这种方式,它有利于上市公司在不同的情况下、出于不同的目的采取多样化的手段完成上市公司的资产和经营收缩,实现上市公司的资产和经营重组,也有利于资本市场创新,丰富资本市场产品、融资方式和交易手段。但对上市公司分拆上市的相关利益者而言,可能存在各种不利情形,如果解决得不好,对这些利益相关者而言显而易见弊大于利。而对监管者来说,分拆上市就是一个经济工具和市场工具。在这个工具投入资本市场后,要进行严格的监管。这种监管应依据好的规则和制度安排。监管者在进行分拆上市的制度安排、制定分拆上市的监管规则时,要把握好分拆上市的利弊得失,最为重要的是平衡好公平与效率,处理好各方利益,使上市公司及其相关利益主体各得其是。

三、上市公司分拆上市的监管要点

允许上市公司分拆上市,当务之急就是积极制定境内分拆上市的相关规定。监管者要通过制度和规则对上市公司分拆行为进行严格监管,平衡好效率与公平所要解决两个问题,即哪些上市公司分拆上市是有效的,以及如何保护利益相关者的合法权益不受侵害。考察我国资本市场的现状,借鉴境外市场的成熟经验,笔者认为,构建上市公司分拆上市的法律和监管制度应该特别关注以下几个方面:

(一)明确企业分拆上市的限制性标准

由于分拆上市势必会对企业本身及利益相关者乃至资本市场产生重大影响,而且并非每一个上市公司的各项资源和条件都是适合分拆的,因此,要科学设置上市公司分拆上市的资格条件,明确分拆上市的限制性标准。

2004年8月20日中国证监会颁布的《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市的有关问题的通知》对上市公司分拆上市的资格条件作了规定。^[34]此外,2010年4月召开的创业板发行监管业务情况沟通会传出消息,证监会已允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市,但需满足6个条件:上市公司公开募集资金未投向发行人业务;上市公司最近三年盈利,业务经营正常;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,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;发行人净利润占上市公司净利润不超过50%;发行人净资产占上市公司净资产不超过30%;上市公司及下属企业董、监、高及亲属持有发行人发行前股份不超过10%。从上述规定及对分拆上市的条件看,主要规定了三种情况:其一,必须满足一定的财务指标,这是分拆上市的主要条件;其二,同业竞争、关联交易、资金资产占用的禁止和资产、财务的独立;其三,关联人员的约束。笔者以为,在我国目前市场条件下,放开上市公司分拆上市仅仅规定上述条件还不够,应该有更为严格的限制性标准,必须对分拆上市需要处理的业务、资产、负债、人员,以及母公司分拆之后的资产、盈利能力、母子公司的业务依赖程度、子公司的股份分配方式等设定明确的标准,并可以考虑针对不同类型的分拆模式,分别设定具有针对性的条件和要求。至少可以增加以下内容:(1)要对分拆后母公司的剩余业务及盈利要求作出规定。现有规定仅考虑业务分拆上市前的财务条件,容易造成分拆而造假。必须规定,在新公司上市后,母公司保留有足够的业务运作及相当价值的资产,以支持母公司分拆后持续的上市地位。即母

[34] 该通知第2条规定了上市公司所属企业到境外上市的八个条件,即“(一)上市公司在最近三年连续盈利;(二)上市公司最近三个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产不得作为对所属企业的出资申请境外上市;(三)上市公司最近一个会计年度合并报表按权益享有的所属企业净资产利润不得超过上市公司合并报表净利润50%;(四)上市公司最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业净资产不得超过上市公司合并报表净资产的30%;(五)上市公司与所属企业不存在同业竞争,且资产、财务独立,经理人员不存在交叉任职;(六)上市公司与所属企业董事、高级管理人员及其关联人员持有所属企业的股份,不得超过所属企业到境外上市前总股本的10%;(七)上市公司不存在资金、资产被具有实际控制权的个人、法人或其他组织及其关联人占用的情形,或其他损害公司利益的重大关联交易;(八)上市公司最近三年无重大违法违规行为。”

公司除保留其在新公司的权益外,自己亦须保留有相当价值的资产及足够业务的运作(不包括其在新公司的权益),以独立地符合上市规则的规定。(2)要对分拆的业务做要求。将主要业务分拆还是将次要业务分拆要做不同的规定。不能接纳以一项业务(新公司的业务)支持两个上市公司(母公司及新公司)的情况;还可以规定母子公司所属行业不同且均为国家重点鼓励行业,母子公司业绩优良,且双方业务发展到一定规模而确有必要对子公司进行分拆上市,避免单纯为了在二级市场高价减持为目的而分拆上市等。

(二)规范分拆上市的运作程序

上市公司分拆上市对上市公司意义重大。在上市公司的相关当事人中,强势地位的一方由于和其他利益相关方的利益并不完全一致,往往会利用自己的优势地位做出有损中小股东、债权人、公司员工等弱势一方利益的决定。因此,在分拆上市过程中,要特别关注上市公司分拆上市的程序正义,对分拆上市过程中可能存在较大风险的环节加以规范和控制,明确决策程序和申请程序,充分体现对股东和投资者权益的保护。重点要抓以下几个环节:(1)要建立类别股东表决制度。借鉴我国股权分置改革的成功经验,对涉及可能损害中小股东等相关利害关系人的事项,要让他们充分主张权利、发表相关意见。在上市公司分拆子公司上市时,对涉及控股股东、董事、高级管理人员股权激励等自身利益的事项,在股东大会通过的基础上,还应进行类别股东表决,即由社会公众股东^[35]对涉及事项表决,由社会公众股东半数以上甚至2/3以上同意的,方能通过实施。(2)发挥独立董事和相关专家作用。如何正确评估公司分拆时的营业或资产转让时的市场价格及计算母公司对子公司股份交换比例,是全体股东最为关心的问题,然而由于中小股东处于公司经营管理的边缘,与大股东、董事、高级管理人员所掌握的信息可能存在严重的不对称,对于分拆的资产和营业情况的真实性及股份交换比例的合理性缺乏足够的认知。因此,有必要发挥独立董

[35] 社会公众股东是指除了以下股东之外的上市公司其他股东:(1)持有上市公司10%以上的股东及一致行动人;(2)上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。参见《上海证券交易所股票上市规则》(2014年修订)。

事作用以及听取第三方专家的意见,让公司独立董事或者第三方专家介入其中,以专业技能发表独立意见,提出合理分配建议,保障中小股东和相关利益方的权益不受侵害。(3)异议股东现金选择权,即异议股东股份收买请求权。这一权利是指当公司股东不同意公司进行某一重大基础性变更行为时,依法给予异议股东得请求公司以公平价格购买其所持股份的权利。从而赋予了中小股东简便直接的救济方法,使其利益得到保障。这种安排是“对少数股东的保护与维护公司正常经营之间、多数股东的整体利益与少数股东的个别利益,公司的长远利益与部分股东的现实利益之间的一种平衡和协调”。^[36] (4)关注弱势相关利益者的其他权利,如表决权、提案权、质询权、知情权、损害赔偿请求权等。

(三) 重视利益相关者的权益保护

由于分拆上市涉及母公司资产的变化,对母公司股东及债权人的利益有较大影响,特别是中小股东的利益保护问题需要通过制度性安排加以明确。事实上,规范分拆上市的程序规范与利益相关者的权益保护是密不可分的。除上述通过特别表决规则、赋予异议股东股份回购请求权等外,还要关注以下几个方面:(1)要关注上市公司大股东、董事、经理人的信义义务。在现代公司中,几乎所有的一方当事人允诺另一方当事人履行某种义务的关系中,都会产生代理问题。实践中,股东和董事、经理人之间会产生代理问题,控股股东和中小股东之间,股东和债权人之间,甚至在股东和职工之间也会产生代理问题。在正常情况下,代理人会为了公司的利益和被代理人的利益从事相关工作,不会做出不利于被代理人利益的行为。但是,由于存在利益冲突的可能性,在股东与经营者的被代理与代理关系中,作为代理人的董事、经理人等经营者一旦“认为追求股东利益最大化可能侵害或威胁到其自身利益,或者当其不再满足于现状时,那么就完全有可能为了自身利益而违背代理职责”。^[37] 在控股股东与中小股东的被代理与代理关系中,

[36] 焦津洪:《论持异议股东的股份评估及补偿权》,载沈四宝主编:《国际商法论丛》,法律出版社2002年版。

[37] 葛伟军:《英国公司法:原理与判例》,中国法制出版社2007年版,第239页。

当控股股东和中小股东的利益不一致时,公司经营权一旦落入控股股东,就对中小股东相当不利。同样对于股东和债权人、股东和职工的被代理与代理关系中,股东也完全可以做出不利于后者的行为。^[38]因此,监管者要特别注意大股东、董事、经理人的信义义务,为公司、公司全体股东及利益相关者尽注意义务和忠实义务。(2)要加强对债权人的保护。比起对中小股东保护的关注,除了我国《公司法》第20条规定的公司法人人格否认制度对公司债权人有所保护外,上市公司分拆上市过程中对债权人的保护方面相对薄弱。^[39]债权人很难通过股东大会、类别股东大会、股东各种权利的行使,实现或者保护自己的合法权益。因此,有必要加强对债权人的特殊保护,在上市公司分拆上市所涉纠纷时,可以引进“衡平居次”的法律制度。这一法律制度是美国法院在审理子公司破产案件是,对母公司的债权于特定情形下进行劣后处理的法律制度,它是指“如果母子公司之间存在控制关系,并且母公司基于不符合营业常规的经营或者交易行为而对子公司享有债权,那么当子公司破产或者申请重整时,母公司对子公司所享有债权应当劣后于子公司其他债权人受到偿还”。^[40]“衡平居次”制度充分考虑了母公司债权的特殊性,规定了债权平等的例外,可以有效防止母公司股东滥用控制权侵害债权人合法权益。(3)要加强对违法违规的监管力度。建立具体的监管措施和处罚措施,重点加强对分拆上市中的利益输送、掏空公司、关联交易、内幕交易、权利滥用、市场炒作等违法违规行为的监管;还要加强事后监管,即监管机构应加强对分拆上市后的公司治理、独立性、规范运作等情形的持续监管,避免或减少由于利益输送和不公允的关联交易所带来的负面影响。

[38] 同注[24]。

[39] 相关国家法律为了保护债权人利益在公司分拆时赋予其异议权,即债权人有权对公司分拆提出异议,债权人提出异议时,公司应进行清偿或提高相应担保,如日本《公司法》第789条。反观我国《公司法》于2005年修改后,取消了公司分立中的债权人异议权。有学者认为,公司法作这样的变更,是考虑程序效率,并给予当事人更多的自治空间。参见张民安、左传卫主编:《公司法》,中山大学出版社2007年版,第297页。

[40] 朱慈蕴:《公司法人人格否认法理研究》,法律出版社1998年版,第286页。

(四) 强化分拆上市信息披露的监管

要特别关注上市公司分拆上市的信息披露,阳光操作分拆上市。对上市公司分拆上市的信息披露作出更严格的规定。监管层针对分拆上市应当制定专门的信息披露规则,就分拆协议、财务顾问报告、独立董事意见,以及拟分拆业务与母公司主营业务之间的关联程度等信息的披露要求、披露程序和披露方式作出规定。同时强调上市公司是分拆上市信息披露的法定义务人和第一责任人、中介机构是保证义务人和责任人的角色,强化连带责任制度。要处理好分拆上市过程中的母公司停牌—披露—复牌环节和过程,用好阶段式停牌手段;要特别关注子公司公开发售股票各个阶段的信息披露。母公司在分拆子公司上市以及子公司在股票公开发售过程中,操作要公开、透明,所做的信息披露要真实、准确、完整、及时;所披露的文件要齐备、一致、简单、明了,具有可理解性。

四、结语

作为境内资本市场上的新问题,上市公司分拆上市制度的创建离不开公司法、证券法这两个基本法律的支持,也需要具体的制度创新和监管部门的严格监管。对此问题的解决不但要将着眼点放在分拆上市本身,还应该运用联系的、整体的、全局的眼光看待问题和解决问题。综观境外发达国家和地区的监管情况,大多将分拆上市看成公司重组的一种模式,没有制定专门的法规,而是将该制度纳入整个公司法和证券法中,仅就上市公司分拆上市的特殊情况作出规定。就我国而言,上市公司分拆上市制度的建立需要系统地考虑,除了上市公司分拆上市需要具体规则外,还要着眼于上市公司分拆上市的整个过程,联系与其紧密相关的其他法律制度和监管措施,通过完善相关的法律制度和监管措施构建起上市公司分拆上市完整制度,切实使上市公司分拆上市发挥应有的效率,同时又能真正保护利益相关者的合法权益,做到公平与效率共赢。