

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 生益科技分拆上市路径选择及效果评价研究

研究生姓名: 赵一帆

指导教师姓名、职称: 邢铭强 副教授 高海燕 副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 赵一帆 签字日期： 2022.06.04

导师签名： 邵敏强 签字日期： 2022.06.05

导师(校外)签名： 高海燕 签字日期： 2022.6.6

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 赵一帆 签字日期： 2022.06.04

导师签名： 邵敏强 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 高海燕 签字日期： 2022.6.6

**Research on route selection and effect
evaluation of The spin-off and listing of
Shengyi Technology**

Candidate : Zhao Yifan

Supervisor: Xing Mingqiang Gao Haiyan

摘 要

分拆上市是一种集团公司将内部业务进行重组的行为,把内部部分业务整合为子公司的形式,并以独立姿态进行上市。分拆上市为企业增添了新的融资平台,并为其优质资产注入了新活力。

随着“互联网+”的普及,许多大规模企业开始朝着多元化经营的目标前进,分拆上市也越来越成为企业寻求新融资平台、实现专有化经营战略的重要手段。在科创板的到来之前,由于A股分拆在准入机制上尚未形成明文规定,因此让子公司在境外分拆或是在新三板挂牌便成为了我国企业实现分拆上市的主要路径。2019年底,证监会为了加强对分拆行为的监管以及对分拆流程与条件的规范,正式出台了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》,使得我国企业想要境内分拆子公司的想法得以落地。当前,《试点规定》的发布仅仅过去两年多,成功分拆的公司就已接近10家,紧跟其后的还有60多家企业,也相继公布了分拆上市意愿。可见分拆上市在资本市场上已然成为热门议题。因此,对于分拆上市的研究也是迫在眉睫。

生益科技分拆生益电子作为《试点规定》出台后,首例A股企业分拆旗下公司至A股上市的案例,颇具时效性与典型性。从类型上看,生益科技属于高科技制造业,与目前多数有着分拆意愿的企业存在众多相同点。通过对不同资本市场下分拆上市规定的解读、对生益科技分拆上市动因的剖析、对其路径选择的分析以及对生益电子分拆上市后的效果的评价,本文可以在一定程度上帮助我国现阶段有着分拆想法的上市公司作出是否分拆、以何种方式实现分拆的决策,尤其对于注册制下旨在通过A股科创板实现分拆上市的公司有着较高的参考价值。

本文采用了案例研究的方法,对上市公司为什么分拆上市、通过什么途径进行分拆上市以及分拆上市后的效果如何进行研究。首先,界定企业何种条件下的行为属于分拆上市的范畴,为本研究划定明确的范围;其次,对本文所需的有关分拆理论进行整理后作为本案例研究的理论支撑;然后,归纳出以前学者对于分拆上市的研究并找到此基础下还需深入研究的问题;接下来,介绍现阶段下我国上市公司可选的分拆途径并对不同资本市场下的分拆规定进行对比;紧接着,针对所选取的案例,对成功分拆的子公司生益电子及其在母公司中的战略地位进行

介绍，并描述其分拆上市的过程；然后，对案例公司分拆上市的目的，通过什么途径实现的分拆上市以及分拆后的效果做出详细的分析。最后，针对案例提出本文研究结论、建议并指出本研究不足之处。

经细致分析后得出结论有：第一，生益电子分拆上市的主要驱动因素为实现归核化经营战略与获得融资。第二，与生益电子存在共性的科技型企业在进行分拆时，选择 A 股作为分拆上市地点总体优势比境外资本市场更大。第三，分拆上市使得母子公司的估值均有所提升，而在不改变公司业务的情况下，在短期内对财务指标的影响很小。

关键词：分拆上市 动因 路径选择 效果

Abstract

A spin-off listing is a reorganization of the internal operations of a group of companies, where parts of the internal operations are consolidated into a subsidiary and listed as a separate entity. Spin-off listings add a new financing platform for companies and breathe new life into their quality assets.

Companies with large-scale businesses are moving towards diversification as the internet increases in popularity, and spin-off listings are increasingly a key means of seeking new financing platforms and achieving proprietary business strategies. Before the arrival of the science and innovation board, spin-offs of subsidiaries outside of China or listing on the New Third Board became the main route for Chinese companies to achieve spin-off listings, as there were no explicit rules on the entry mechanism for A-share spin-offs. Certain Provisions for Pilot Domestic Listing of Spin-off Subsidiaries of Listed Companies were officially issued by the CSRC at the end of 2019 to strengthen the supervision of spin-offs and the regulation of the process & conditions of spin-offs, enabling the idea of domestic spin-offs of subsidiaries wanted by Chinese companies to take hold. Now, nearly 10 companies have been successfully spun off just over two years after the publication of the Pilot Regulations. This is closely followed by more than 60 companies that have also announced their intention to spin-off listings. It is clear that

spin-off listing has become a hot topic in the capital market. Therefore, research into spin-off listings is also imminent.

Shengyi Technology's spin-off of Shengyi Electronics is the first case of an A-share company spinning off its subsidiary to an A-share listing since the introduction of the Pilot Regulations, which is quite timely and typical. In terms of type, Shengyi Technology belongs to the high-tech manufacturing sector which shares many similarities with most of the companies that are currently willing to spin-off. this paper will help listed companies with spin-off ideas in China to make decisions on whether or not to spin off and how to do so via the interpretation of the spin-off listing regulations in different capital markets, the analysis of the motivation of Shengyi Technology's spin-off listing, the analysis of its choice of path and the evaluation of the effect of Shengyi Electronics' spin-off listing. It is particularly useful for companies aiming to achieve spin-off listing through the A-share science and innovation board under the registration system.

This paper adopts a case study approach to examine why listed companies undergo spin-off listings, what route they take to spin-off listings and how about the effect after spin-off listings. Firstly, a definition of the conditions under which a company's behaviour falls within the scope of a spin-off is made, to define a clear scope for this study; secondly, the relevant spin-off theories required for this paper are

collated and then used as the theoretical support for this case study; then, a summary of the previous studies on spin-offs is presented and the issues that need to be studied in-depth on this basis are identified; next, the options for spin-offs of listed companies in China at this stage are introduced together with a comparison of the spin-off provisions in different capital markets; a description of the successful spin-off subsidiary, Shengyi Electronics and its strategic position within the parent company is presented immediately afterwards in relation to the selected case, and the process of its spin-off is described; next, a detailed analysis of the purpose of the spin-off, the means by which the spin-off was achieved and the effects of the spin-off is presented. Finally, they are the conclusions, recommendations, and shortcomings of the study.

The conclusions drawn from a detailed analysis are: firstly, the main drivers for the spin-off listing of Shengyi Electronics are the achievement of a refocusing business strategy and access to finance. Secondly, the overall advantage of choosing A-shares as the location for spin-off listings for technology-based companies with commonalities with Shengyi Electronics is greater than that of overseas capital markets. Thirdly, spin-off listings increase the valuation of both parent and subsidiary companies, with little impact on financial metrics in the short term without changing the company's business.

Keywords: Spin-off Listing; Motivation; Path selection; Effectiveness

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景及研究内容	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究内容	1
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	2
1.2.2 现实意义	3
1.3 研究思路及基本框架	3
2 相关概念及理论基础	5
2.1 分拆上市概念界定	5
2.2 理论基础	6
2.2.1 融资理论	6
2.2.2 信息不对称理论	6
2.2.3 管理层激励理论	7
2.2.4 业务集中理论	7
3 文献综述	9
3.1 分拆上市的定义	9
3.2 分拆上市的动机	9
3.3 分拆上市的绩效表现	11
3.4 分拆上市的路径选择	12
3.5 文献述评	13
4 案例背景	15
4.1 现行分拆相关法规	15
4.1.1 我国上市公司可选分拆路径	15
4.1.2 可选分拆路径下的不同法规对比	15
4.2 分拆上市母子公司简介	20

4.2.1 生益科技简介	20
4.2.2 生益电子简介	20
4.2.3 生益电子在生益科技中的战略地位	21
4.3 生益电子分拆上市过程	23
4.3.1 上交所受理	24
4.3.2 科创板注册生效	24
4.3.3 完成分拆上市	24
5 案例分析	26
5.1 生益科技分拆上市动因分析	26
5.1.1 企业融资驱动	26
5.1.2 企业战略驱动	27
5.1.3 企业经营管理驱动	28
5.2 分拆上市的路径选择	30
5.2.1 生益科技的分拆上市方式	30
5.2.2 生益电子的分拆上市地点	30
5.2.3 生益科技分拆上市案例的特殊性	31
5.3 分拆上市的效果评价	32
5.3.1 分拆上市对估值的影响	33
5.3.2 分拆上市后的财务绩效	36
6 结论与不足	42
6.1 案例结论	42
6.2 案例建议与启示	43
6.3 本文研究局限性	44
参考文献	45
后 记	49

1 绪 论

1.1 研究背景及研究内容

1.1.1 研究背景

中国经济的崛起使得资本市场也愈发成熟，相应地，分拆上市也就越来越成为那些涉及众多行业的集团公司开辟新渠道并获得发展资金、实现专有化经营战略的重要手段。随着证监会于 2004 年 7 月出台了《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》，我国也拥有了首个关于分拆上市的政策。2010 年，虽然监管层讨论过同意我国上市企业在创业板分拆其子公司上市，但鉴于当时市场环境成熟度较低等现实因素的制约，分拆子公司至 A 股上市并未发展为主流。因此，相较于其他资产重组的方式，以分拆方式来实现资产重组的案例在我国上市公司中并不多见。在注册制的试点尚未推行之前，由于 A 股分拆尚未出台明确规范的制度，因此新三板挂牌和境外分拆上市便成为了我国企业实现分拆上市的主要路径。2019 年 8 月，为加强对分拆上市的监管，证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定(征求意见稿)》，此文件的问世让市场看到了建立 A 股分拆准入机制的希望。仅一个月时间，力帆股份、航锦科技、上海电气等多家 A 股公司就向市场进行了表态，表明其愿意促成子公司于 A 股进行分拆。四个月后，证监会颁发了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（下文简称试点规定），将我国企业 A 股分拆子公司变为了可能。自此，沪深两市也有了标准的分拆准入程序与条件。

伴随着注册制在国内的全面推行、市场成熟度的逐渐提升，分拆上市也逐步发展为资本市场的热门议题。在这一背景下，大量涉足于众多行业的集团公司有着借助于分拆上市来融资并实现其专有化经营战略的意愿，却同时面临着是否分拆、如何实现分拆等种种困惑，鉴于此，开展关于分拆上市的研究势在必行。

1.1.2 研究内容

本文将研究重点集中于作出分拆行为的理由、选择分拆路径的优劣以及完成

分拆以后的效果。首先，笔者界定了企业何种条件下的行为属于分拆上市的范畴，以此明确本研究的范围；其次，对本文所需的有关分拆理论进行整理作为本案例研究的理论支撑。然后，归纳出以前学者对于分拆上市的研究并找到此基础下还需进一步研究的问题；接下来，介绍现阶段下我国上市公司可选的分拆途径并对不同资本市场下的分拆规定进行对比；紧接着，针对所选取的案例，介绍母子子公司以及本次分拆的子公司在母公司中所处的战略地位；然后，对案例公司分拆上市的目的、通过什么途径实现的分拆上市以及分拆后的效果做出详细的分析。最后，以上述案例分析为基础得出本文研究结论，并据此提出一定改善建议并指出本研究不足之处。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

西方国家资本市场相较于我国发展历史更为悠久，因此拥有着更加完善的制度。为避免因企业扩张和并购等手段所带来的适得其反的效果，西方早在 40 余年前就掀起了以分拆上市来实现企业结构重组的热潮。在这一背景之下，西方资本市场上存在着大量有关分拆上市的案例，如此一来，也就为学术界开展深入研究提供了素材基础，使得他们在分拆上市的研究方面有着颇为丰硕的成果，因此分拆理论体系也相对健全。而我国资本市场由于 1990 年才起步，因此本世纪初才有分拆行为的发生，与之相对应的研究也是在彼时才开始进行。此后，虽然出现了首例成功分拆案例，但是国内学者的研究也还是由于相关制度不健全所导致的成功分拆案例较少而受到了限制。现阶段，在“互联网+”的冲击与挑战下，我国的市场环境发生了较大改变，随之而来的就是产业结构的调整，为了应对这一变化，大量企业尤其是大型集团企业逐步开始将互联网与其传统业务相融合，呈现出多元化经营的发展态势。有鉴于此，为了更好地发展旗下优质子公司并为其提供更多的资金支持，集团企业便产生了分拆经营的想法。鉴于在科创板分拆有了相关政策的支持，再加上我国大量企业都存在着借助于分拆上市获取资金支持的现实需求，亟需对分拆上市展开研究。

1.2.2 现实意义

生益科技分拆生益电子赴科创板上市这一案例颇具时效性与典型性。证监会于 2019 年 12 月发布的境内分拆上市《试点规定》实际上向资本市场传递出利好信号，随之而来的就是不少上市公司的积极响应。生益科技是首例境内上市企业成功在 A 股分拆子公司的实例，事实上，在我国首例“A 拆 A”的企业生益科技成功分拆上市后，仅仅 20 多天的时间内，便有近 90 家上市公司表达出了想分拆部分业务独立面对资本市场的意愿，可见分拆话题在资本市场中的热度。在结合文章所归纳的相关分拆规定后对生益科技分拆行为所经过的路径进行分析，并评价生益电子分拆后的效果后，本文可以为存在分拆需求的企业，尤其是注册制大背景下旨在 A 股分拆的企业提供一定的参考，为他们作出分拆相关决策、选择不同路径提供一定的帮助。

1.3 研究思路及基本框架

首先，本文基于相关分拆理论，对生益科技分拆上市的驱动因素做出了检验。其次，在结合我国现有分拆路径的基础上，分析生益科技分拆上市的所选路径优劣。最后，对生益科技的分拆效果从分拆对母子公司估值的影响以及分拆后子公司的财务绩效表现两个方面做出评价，并从财务指标的角度对部分分拆上市动因作出验证。

研究思路图如 1.1 所示。

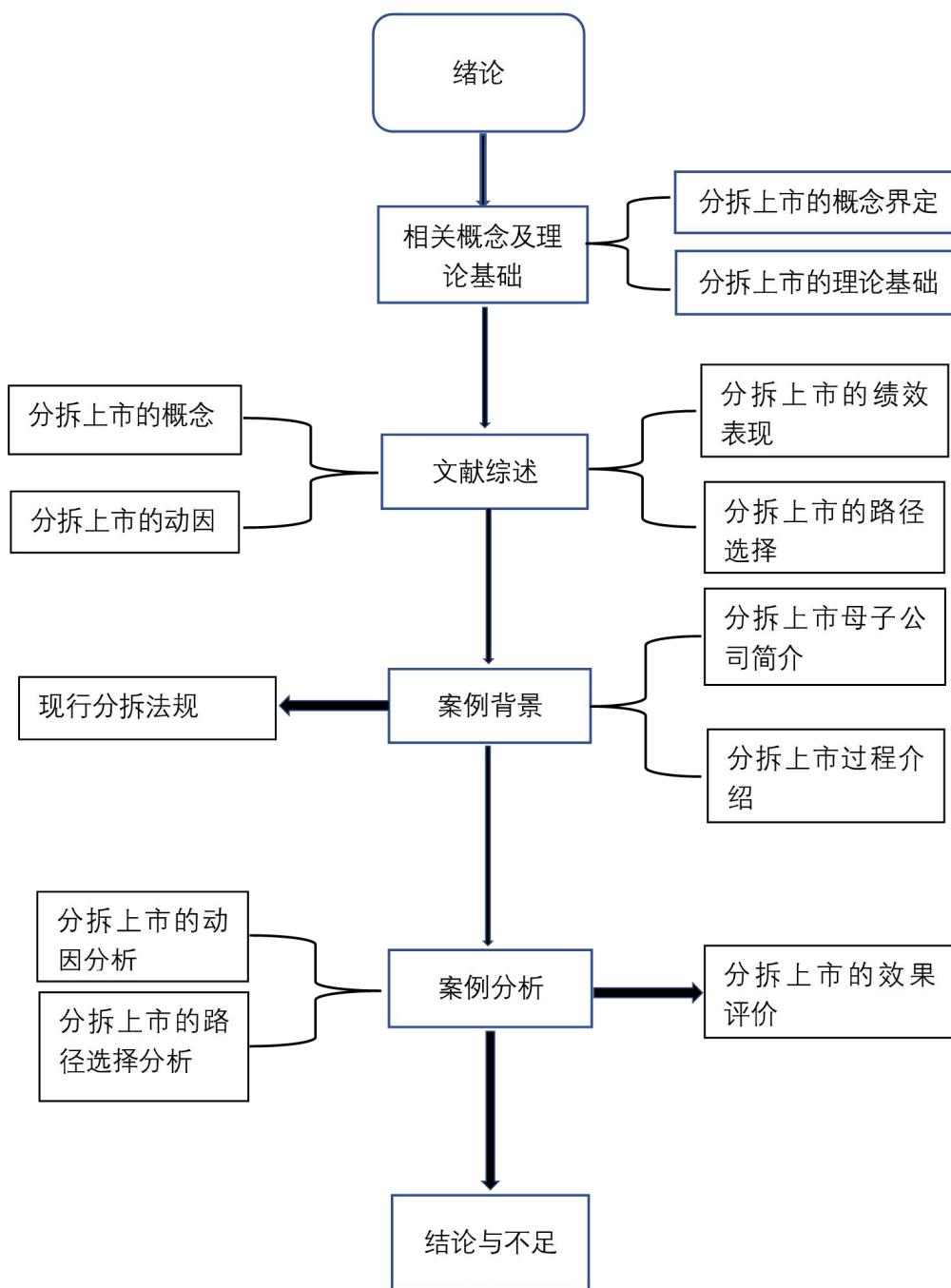


图 1.1 研究思路图

2 相关概念及理论基础

2.1 分拆上市概念界定

分拆上市可以简单理解为母公司在组织层面与法律层面分离出子公司的经营权，从而使得子公司以独立姿态公开上市的行为。分拆上市是公司实施收缩重组行为的方式之一，能够以重整与配置企业资源的方式实现企业资本在数量与质量上的“双增值”。进一步对分拆上市的概念进行细化，能够将其划分为广义层面与狭义层面。二者在分拆行为的表述上与上述概念大同小异，本质性差别体现在前者并不要求分拆前的母公司已经上市，而后者则对此作出了限定。生益科技分拆上市属于狭义层面的理解范畴。

而对于分拆上市后原母子公司之间的关联性问题，学术界虽然并未对其明确限定，但在实务中却更倾向于分拆后的母公司仍保留对子公司控制权的说法。缘由可以追溯到证监会于 2004 年出台的《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》这一文件。其中明确提出：“上市公司所属企业到境外上市，是指上市公司具备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”。从条文表述中不难看出，此文件仅对纳入合并报表的所属企业进行了描述。换句话说，假定上市公司的分拆行为使得其丧失了对子公司的控制权，那么诸如此类的分拆不必受到上述文件的约束。所以上述规定对上市公司分拆纳入合并报表的子公司到 H 股上市有约束力。虽然证监会在表述过程中并未使用“分拆上市”这一说辞，但业内人士依旧将该文件视为我国第一个关于分拆上市的规定，文件中所指代的子公司需符合纳入集团合并报表的条件，并未就其完成分拆后母公司的控制权变更问题规定。鉴于此，实务届也更倾向于分拆前后控制权不变的说法。本文也将在此基础上展开有关分拆上市的分析，依据此观点，子公司成功分拆后，虽然母公司持股比例会被相应稀释，但并未丧失对已分拆子公司的控制，并依旧可以按照稀释后的比例计算应获得的收益。

2.2 理论基础

2.2.1 融资理论

融资理论的初次提出可以追溯到 1998 年，是由 Allen 与 McConnell 二位学者所提出。该理论指出，企业实施分拆行为，最主要的目的就是筹集资本。原因是对于需要进行业务扩张的集团公司来说，是否有足够的资本是其未来发展的关键，所以，在这个时候，集团的资本需求往往非常大。而如果集团直接将其资产卖出，则会因买家数量太过集中而面临着丧失对子公司的控股权的风险。此时分拆上市的优势便得以体现，因为进行分拆的时候，股权的买家通常为分散型投资人，所以分拆后子公司的控制权并未发生改变。

从监管角度来看，我国对上市公司在筹资路径上向来有很多约束条件，因此通常情况下，若子公司处于高速发展期，仅依靠母公司的融资可能无法同时满足母公司本身以及有着大量资金需求的子公司的运行与发展。而分拆上市则为企业创造了又一融资途径，防止出现子公司只依赖母公司自身的投入资金无法满足其业务发展的窘境，为企业的发展提供了新能源；其次，母公司在此过程中由于转出了一些股权，所以也能够取得相当的投资回报，对它自己所面临的资金负担也产生相应的减轻效果，还能够相应减小对子公司进行管理所投入的工作量。子公司实现分拆所募集的资金通常有两种用途，一是流入企业内部作为储备资金，二是流向企业外部用以债务清偿或股利分配。而资本市场通常会给予子公司第二种资金用途更为积极的回应，即会使其股价产生更高的超额收益率。

2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论的首次出现可以追溯到 1991 年，提出者为 Nanda。该理论指出，企业外部人员在获取公司信息的能力上存在固有限制，因此无法像企业内部管理人员那样获取到企业的全部信息。这种偏离会反映到资本市场中，导致公司价值与市值不对等的情形出现。随着研究的深入，Nanda 同时还发现，集团采取分拆作为融资手段的条件之一是母公司价值小于其市值。母公司增高了所披露信息的详细程度，使得投资者能够尽可能多的掌握充分的信息，以此来确保投资

者可以修正以往由于获取信息不全面而对母公司进行的估值,使其真正价值能够通过市值得以反映。此种条件下,虽然信息的修正使得子公司价值有所下降,但由于集团整体的市值增加足以覆盖子公司的市值下降,所以整体的市值仍会上升。然而市场若高估了母公司市值,那么上述信息偏离在被资本市场调整后则反而对母公司估值不利。综上所述,业务繁多的集团在实施分拆行为的过程中,资本市场很可能修正他们的市值,从而导致真实价值得以反映。

由于会计信息质量要求的重要性限制,规模庞大的集团企业无法在其合并报表披露每一子公司的财务数据,更无法对每个子公司或者业务在附注进行详细描述,这就导致了其中的优质资产或业务难以被市场客观评价,因此子公司的价值在很大程度上被埋没。

2.2.3 管理层激励理论

管理层激励理论是 1991 年由 Aron 首次提出的。Aron 认为用股票期权实行一定的奖励措施给公司管理者,可以有效地解决两权分离所产生的矛盾,从而在降低相关治理费用的基础之上进一步提升企业的经营绩效。然而,此种激励手段也体现出了一些特有的不足之处。这是由于激励子公司高管的股票是母公司股票,其股票价格并未与子公司的经营绩效产生直接的关联,因此股权激励措施对于子公司管理人员产生的效果并不明显。而分拆上市则在一定程度上能够解决该类不足。成功分拆后,子公司将会遵守监管层的要求独立运作,资本市场也会对其独立运作的结果以股价的形式进行客观反映。这样一来,股价犹如镜子一般反映着子公司的业绩成果,而子公司管理层由于获得了一定数量的子公司股票期权,其自身利益便与公司业绩产生了直接联系。如果治理得当,经营业绩变好,股价水涨船高,管理层就会获得更高的收益;反之如果治理不当,则会导致企业的业绩每况愈下,从而对子公司管理者的收益产生不利影响。

综合来看,分拆上市的优势主要表现在可以促使子公司管理层将自身利益与子公司业绩紧密联系起来,借此来弥补采取期权激励机制的局限性与不利影响。

2.2.4 业务集中理论

业务集中理论是 1995 年由 Comment 首次提出的。他认为,由于多元化集团

业务范围较广，所以难免会存在与母公司的主营业务相关度较低的业务。母公司通常需要将资本与精力集中在主营业务来确保其市场竞争力，此时进行分拆可谓一石二鸟，不但为子公司提供了新融资平台，更是减轻了母公司在管理精力的投入。分拆上市后，企业的管理者可以通过股价的变化来评估企业投资管理以及战略实施的适当性。另一方面，通常情况下能够满足分拆门槛的子公司都是在企业中蕴藏巨大发展潜能的优质资产，成功分拆后由于变为了独立运营，也会加速其业务发展。

因此，分拆上市后，由于母子公司变为了各自独立运营，所以更有助于双方各自做大做强自身的业务，形成双通道快速发展的局面。

3 文献综述

3.1 分拆上市的定义

通过梳理相关文献可以得知，在 Schipper（1986）与 Smith,K（1987）看来，分拆行为是一种 100%控股子公司将其股票首次卖给公众的行为。Vijh（1999）对分拆行为的理解与前述两位学者比较相像，认为分拆上市是母公司用旗下子公司的股票进行公开发售的行为。Powers（2003）对于分拆行为的描述与前述学者类似，本质区别在于他的定义中并没有将分拆前母公司对子公司的持股比例作出要求，而前述三位学者却对此进行了限定，即 100%。

从上述学者对分拆上市的理解中不难看出：分拆行为发生之前，母公司在子公司的决策中有绝对表决权。若子公司在法律上具备独立法人资格，那么母公司在子公司中的股份，至少要超过一半，即拥有绝对的控制权；然而，定义中并未界定分拆上市后母公司是否依旧能控制子公司的问题。

3.2 分拆上市的动机

资产重组行为的最终目标均是实现股价最大化，分拆上市也不例外。然而，以往的研究表明，会促使企业作出分拆决定的具体因素却是不尽相同的。有关于分拆动因的研究，国外学者已经有了较为成熟的研究成果。

Nanda（1991）指出，当企业内外部人员对企业信息不能有同样程度的了解时，即市场非强势有效时，企业进行分拆主要是为了将内部所知悉的信息告知外部投资人以使得市场做出反应。Nanda 将 Myers 以及 Majluf（1984）的成果进行外延后发现，由于市场非强势有效时企业在市场的估值并不是已对内部信息作出反应的估值，所以外部投资者无法迅速知道。这也在一定程度上说明了为什么企业通常情况下会在发布分拆公告的时点后出现股价攀升的现象。

Aron（1991）和 Tirole（1992）的研究成果表明，将内部激励水平提升至更高水平是企业分拆行为的动因。分拆上市后，子公司内部管理人员获得了子公司股票期权，与此同时，子公司自身的股票价格还将和其经营成效相互联系，因此分拆上市能够把子公司内部的管理人员的利益与二级市场股价直接相连，此时子

公司的管理人员随之受到了更大鼓舞。

Comment 和 Jarrell (1995) 基于美国在上世纪八十年代的上市企业样本进行研究, 并认为, 上市企业的业务集中度越高时, 股东财富也会提升, 换言之企业业务集中度与股东财富正相关。Sivakumar (1997) 则是在此基础之上, 对母子公司分拆前后的行业分类, 并对其进行了实证研究, 结果表明, 在分拆之前, 不同产业的母子公司的价值增长幅度要比在分拆之前同行业的母子公司要高得多。上述研究结论对业务集中假说有支持作用, 当母公司认为某个业务部门与企业的长期战略不再契合时, 采取包括分拆上市在内的收缩性资产重组方式有助于提升企业业务的集中化程度, 对提升或稳固核心竞争力作出贡献。

Allen、McConnell (1998) 的研究结果表明, 母公司采取分拆上市行为的最主要动因是为了获取融资。具体来看, 在母公司出现资金需求的情形下, 管理人员把公司的资产或者是经营业务立即对外销售给那些单一买家将造成自身掌控的资产规模变小。为了避免这一情况的出现, 分拆上市就成为了较为理想的融资方式。MeijuiSun 和 Pei-GiShu (2011) 选取了自 1990 年起的十年间成功在台湾省分拆的样本, 发现分拆公告与企业股价存在正相关的效应; 并且指出, 概念本身对资产剥离假设有支持作用, 当企业将主营业务相关度低的业务从自身中剥离出去, 并用剥离过程中取得的收益去投资其他业务时, 会得到更高的市场估值。MinoruOtsubo (2013) 指出, 日本企业进行分拆主要是为了寻求新平台来筹资。

综上, 国外的研究成果表明, 分拆行为的主要驱动因素包括以下几点: 第一, 告知外部投资人企业市值低于其价值; 第二, 提升企业对于管理层的激励; 第三, 实施专有化经营战略; 第四, 为企业寻求新融资平台并募集资金。

我国学者则主要使用实证分析的方法对国内已成功分拆的案例进行检验, 借此来剖析企业分拆的动机。赵敏 (2004) 对同仁堂科技的分拆目的做了实证检验, 并检验了其余中成药企业的股价走势, 其研究结论指出, 同仁堂科技的分拆有助于缓解信息不对称, 因为市场对同仁堂科技与其母公司价值均进行了重估; 而王永海等人 (2004) 同样针对此次分拆进行研究, 并认为本次分拆的目的是提升同仁堂科技的激励水平并为其寻求独立融资平台。张莉芳与赵敏 (2006) 将股东财富增长的缘由基于西方已有理论进行分类, 分别为信息不对称理论和股权剥离理论。前者认为成功分拆使得信息不对称程度得到缓解增加了所有者权益; 而后者

认为是分拆时部分股权脱离价值的产生才增加了股东财富。聂永华（2009）在对分拆行为进行控制权权益等多视角分析后，认为分拆公告期时段股价收益高于预期的原因是信息不对称得到了缓解，而分拆后财务绩效变好的原因是企业各自实现了专有化经营。罗欣等人（2013）选取同方泰德的案例作为研究对象，其研究结果指出，该案例分拆上市的主要驱动因素为拓宽融资渠道和推动企业估值。

关于分拆上市的动因，我国学者基于国外的理论成果，验证了分拆上市的动因。除此之外，还提出了符合我国企业分拆上市实情的驱动因素，具体包括提升企业业绩、提升企业核心竞争力以及寻求可持续发展机会等因素。

3.3 分拆上市的绩效表现

（1）对公司短期绩效的影响

在企业分拆行为带来的母子公司短期绩效变化方面，国内外的学者们都在事件研究法下对股票实际收益与预期收益的差额进行计算，以此来衡量分拆上市所带来的母子公司短期绩效变化。

Schipper 和 Smith（1986）是众多学者中较早关注分拆上市在绩效方面有哪些表现的学者。他们从上世纪六十年代起的 20 余年中期间挑出了 70 余家成功分拆的样本加以研究后，发现母公司的股票在发布分拆公告后的实际收益平均会高出正常预期近 2%。Ferraro 以及 Slovin（1995）虽与上述学者研究方法相同，但基于的视角却有差别，选择研究了与成功分拆的子公司处于竞争状态的公司股价走势，结果表明，实际收益率反而低于正常收益近 1.08%。但是该研究选取公司还不足 40 家，因此样本偏小，同时他们并未研究母公司同行的股价走势，所以代表性也相对不足。Hand 和 Skantz(1997)的研究结论对上述学者研究结论产生了质疑，因为母公司股价在分拆公告后连续一周的实际收益均低于正常预期。Tarimcilar, Prezas 和 Vasudevan（2000）的研究样本量较大，在对 1985 年起十年间成功分拆的样本研究后，对短期子公司股价走势向上的结论予以支持。Alen 和 Mcconnell（1998）基于 1977 年后五年间成功分拆的企业近 200 个样本展开了研究，结果表明母公司股价仅 3 天时间就出现了 2.23% 的累计超额收益，其中的 54 个样本平均超额收益更是高达 6.63%，这部分样本均在分拆上市公告中表明其分拆上市募集资金的用途为偿还债务或者分配股利；还有 60 个样本的平均收益

率为-0.01%，这部分样本则在分拆公告中表明其募集资金用途主要与扩大生产经营等投资有关。

以上的研究主要集中在企业分拆对其短期绩效的影响，从结果上看，短期内，母子公司的股价都会因分拆上市呈现出上涨趋势。

而国内由于分拆规定在之前的真空状态，因此多样本分析较少，最具参考性的也只有两个。于海云（2011）在 A 股上市公司中选择了从本世纪初开始的十年内实现分拆的上市公司作为样本并研究其股价后发现，在董事会发布其分拆公告的前后股票实际收益远大于正常预期，而从股东大会到正式分拆公告出台前后则有着负面效应。林旭东等（2015）所得出的结论与上述学者不同，他们发现我国近 20 家企业在分拆公告期后的 20 天时间内，企业出现了约 0.9% 的超额收益。

（2）对公司长期绩效的影响

国外学者大多使用企业股价的异常收益率作为标准来衡量成功分拆后母子公司的长期绩效。Vijh（1999）指出，成功分拆后的母公司在此后的较长时间的财务绩效都会呈现出较好趋势。而 Prezas, Tarimcilar, Vasudevan（2000）以及后来的学者 Madura 和 Nixon（2002）均持有不同观点，他们均得出了母公司的股价在成功分拆后较长时间内确有着下行趋势的结论。

林旭东（2015）则将近 20 家我国成功分拆企业作为样本，对其长短期绩效均进行研究后发现，长期绩效方面，母公司有所提升但子公司却与之相反。王新红等（2015）在分拆后长期绩效方面与上述学者有着不同结论，他们用极大似然估计原理对 10 家我国分拆案例计算验证，发现母公司在此方面有所下降。

综上，国内外学者关于分拆上市对于企业长期财务绩效的影响所得出的研究结果存在不一致性，尚未达成共识。其中，有一部分学者指出，分拆行为让公司长期绩效的表现不尽人意，而另一部分的学者则认为会对企业长期绩效产生积极影响。

3.4 分拆上市的路径选择

对于分拆上市路径选择方面的研究，国外学者的研究重点主要集中在不同地区所制定的分拆上市监管政策以及市场准入门槛的不一致等方面。在此基础上，紧密结合不同地区的资本市场的成熟度以及特点，为准备分拆上市的企业提

供指导意见,并且针对分拆后是采取 IPO 上市还是借壳上市这两种模式的不同之处以及各自的优劣势进行详细的解释。

Mendel-son 等人(1992)选取美、英、澳三地资本市场中的上市企业作为样本,对比了资本市场不同时利率构成的差异,发现选择分拆子公司至流动性偏高的资本市场,由于利率方面补偿较少所以筹资成本就低,如此一来,也就有助于提升企业的核心竞争力。Cantale 以及 Moel(1999)的研究结果表明,不同资本市场针对信息披露的内容以及标准存在差异性且境外更严格,此时更严格的披露制度意味着可以更好地为中小投资者的利益提供维护且公司在此种制度下只能通过经营绩效的改善来提升股价,形成了良性循环。Miller(2006)对境内外成功分拆的企业的经营绩效分析后发现,得出了分拆路径选择与公司长期绩效只是两个现象并无逻辑关系的结论。Weisbach(2012)的研究指出,投资者保护体系的完善度越高则企业越容易筹资。

而国内学者则将视角主要聚焦在如何敲定分拆上市的位置以及怎样挑选交易所实施分拆上市。

贺强(2001)指出境外资本市场分拆门槛更高,所以公司为满足此门槛也会对产权结构进行多元化调整。王凤荣(2004)则从不同角度阐述了境外分拆的优势,认为境外资本市场可以作为帮助企业打开国际市场的平台。丁育生(2005)则对成功分拆于港交所与深交所的两个案例的市盈率、股价等指标的差异进行了整合,从而对拟分拆上市的企业选择交易所的问题上提供一定指导。蒋叶琴(2012)在分析了各分拆路径的特点后得出了境内分拆的优势更大的结论,并对子公司选择 IPO 方式和借壳方式实现上市的利弊作出了说明。王伟(2015)选择了同属“联想系”的神州数码及联想电脑在 H 股、A 股上市的案例进行研究,在考虑了 A 股、H 股的市场环境后,提出了企业应当权衡利弊来谨慎考虑所选分拆路径是否为最优路径。

3.5 文献述评

总的来说,国内外学者在对于分拆理论体系的完善都作出了或多或少的贡献。国外关于分拆上市的理论体系较为完善,并且有着大量的研究案例进行实证分析,这得益于国外比较发达完善的资本市场体系。而我国在 2019 年底,分

拆上市在政策上一直处于真空状态，因此与之相关的政策法规的完善度也较低，如此也就致使我国的成功分拆上市案例较少，故而，我国关于分拆上市的研究多以个案为重点，日后随着分拆企业的增多，之前个案研究的结论也会为日后我国在大样本分拆研究方面提供宝贵的参考。

在分拆上市的动因方面，多数国内外学者均认为实现归核化战略、消除信息不对称以及提升管理层激励等因素导致了企业分拆上市行为的发生；在分拆上市对企业长短期绩效的影响方面，由于国内外分拆案例差异性明显导致了学者们选取的样本存在诸多不同点，因此目前尚未对这方面结论形成共识；在分拆上市的路径选择方面，国外学者大多聚焦于选择境内还是境外实现分拆上市，而国内学者主要聚焦于分拆上市的实现地点及方式上。

4 案例背景

4.1 现行分拆相关法规

4.1.1 我国上市公司可选分拆路径

目前,可供我国公司选择的分拆上市路径主要有三种,分别是:分拆子公司至 A 股、境外及新三板挂牌上市。

在这当中,A 股分拆上市在政策上则是历经了一段漫长的真空期。在 A 股分拆新规出台之前,我国上市公司有 120 多家实现了新三板挂牌分拆、10 多家实现了境外分拆,而 A 股分拆只有零星的案例,且主要是控股子公司剥离后上市,也就是母公司以丧失其对子公司控制权为前提实现的分拆,并不属于笔者在前文分拆概念界定中的范畴。2019 年 12 月 13 日,证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》,这意味着此前分拆政策的真空期成为了历史,A 股分拆的准入机制也由此建立。上述规定明确表示:A 股上市公司的控股子公司在符合一定情况后可以进行分拆上市。截止 2021 年末,上交所和深交所均有成功“A 拆 A”的公司;在生益电子成功分拆后,接连有 8 家企业子公司得以顺利分拆,有 7 例选择了科创板,1 例选择了创业板。

4.1.2 可选分拆路径下的不同法规对比

1. A 股上市公司实现境外分拆上市的相关规定

当前,已经实现境外分拆的我国 A 股上市公司中,大多数企业选择让子公司将香港作为其分拆地点。

现阶段,境内上市公司分拆子公司至港股上市的条件是基于证监会于 2004 年出台的《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》这一文件所产生的。笔者经总结后将相关条件归纳为了以下几个方面:其一,已上市母公司发展前景良好,同时净利润在分拆子公司前的三年均大于 0;其二,为避免分拆后母子公司的利益输送问题,欲分拆的子公司需独立运作;其三,已上市母公司并未与欲分拆子公司发生同业竞争行为;其四,已上市母公司并未出现利用

重大关联交易致使公司利益受损的情形。

此外，A股上市公司想要分拆子公司至港股上市，需同时遵守香港联交所关于当地资本市场的相关规定。该规定除了表明分拆上市不得减弱母公司盈利能力、母子公司应具有独立性以及母公司所需达到的盈利指标之外，还对母公司上市时间作出了不低于三年的强制性规定。鉴于母公司最初上市时，监管层所作出的上市审核是以母公司整体业务为基准，而这恰恰也就是相关投资者所期望的母公司应当继续经营的业务。从这一角度来看，为了更好地保护投资者的初衷与期望，若母公司上市时间还不到三年的话，除特殊情况将驳回公司的分拆申请。

而对于实现境外分拆上市的方式上，主要有直接分拆子公司至港股上市以及间接红筹分拆，两种方式各有利弊。首先，出于分拆成本的考虑，分拆子公司至港股上市仅需要让子公司在港股首发上市并改制其为股份制公司，但选择“红筹”分拆的方式则先要在境外设立“壳”公司后再对其注入资产，因此，分拆子公司至港股上市的前期成本会更低。其次，出于监管要求的考虑，“红筹”上市的方式下，拟分拆的子公司处于海外，并不在中国证监会的监管范围内，因此只需要接受香港证监会及联交所监管；而直接分拆子公司至港股上市，则还需在此基础上额外接受中国证监会的监管。

2. A股上市公司实现新三板挂牌分拆上市的相关规定

新三板挂牌在审核条件上较主板、境外上市来说相对宽松，相应的准入门槛也就更低。这也是目前我国上市公司实现分拆上市的案例中，新三板挂牌为绝大多数的原因之一。新三板对于拟通过挂牌方式实现分拆上市的子公司财务指标并无明确要求，而是将重点聚焦在审核母子公司是否为竞争关系、是否真正意义上独立运营等方面。

3. A股上市公司实现境内分拆上市的相关规定

2009年创业板的设立使得内地企业想要实现境内分拆的想法成为了可能。一年后，当证监会在其交流会中被提问到能否许可境内公司分拆子公司于创业板时，也当即给出了肯定的答复。随后也指出了几项境内公司需达到的标准：其一，明令禁止上市公司将上市所筹资金投入发行人业务当中；其二，已上市母公司在分拆行为发生的前三年净利润均 >0 ；其三，欲分拆子公司与已上市母公司净资产、净利润的比值分别不高于30%、50%；其四，过去母子公司并未发生同业竞

争且双方均需承诺未来也不会出现此情况；其五；不论是母子公司股东均没有与欲分拆子公司出现超过正常经营范围的关联交易；其六，已上市母公司或其子公司的董监高对欲分拆子公司的持股比率均需 $\leq 10\%$ 。

然而，监管层也没想到此消息会滋生投资者的不满情绪。原因是投资者对上述条件能否使分拆过程中产生的潜在问题得以实质性解决持极大的怀疑态度，例如分拆后潜在的关联交易问题。在此情况下，证监会后续也并未跟进出台有关 A 股上市公司分拆至创业板上市的正式法律文件；或许是受到了投资者的提醒，证监会为防止分拆上市沦为母子公司利益输送的工具，对此种行为的监管也变的更为小心起来。2010 年 9 月，证监会随即表明了其不建议企业分拆的立场。仅两个月后，证监会又一次重申境内公司分拆到创业板的事项需从严考量。至此，A 股上市公司在境内实施分拆行为的消息也经历了数十年之久的尘封期。

2018 年底，科创板的设立传递出了我国资本市场制度愈发健全、体系更加成熟的信号。证监会开始重新考虑 A 股上市公司分拆子公司至我国境内上市的决议。随着 2019 年 12 月证监会《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（下文简称试点规定）的出台，也表明了 A 股分拆的通道就此打开。此文件明确了 A 股的非金融行业上市公司在符合一定条件的情况下可以分拆其子公司上市，并同时提出了几个考核标准，主要为：其一，已上市母公司在分拆前其在 A 股上市时间不低于三年；其二，已上市母公司分拆前三年净利润均 ≥ 0 且分拆前三年属于其净利润在按持股比例扣除欲分拆子公司净利润后的总和 ≥ 60000 万元，同时，分拆前一年按比例扣除欲分拆子公司净利润、净资产后的数值与合并报表中净利润、净资产的比值均 $\geq 1/2$ ；其三，对于已上市母公司在过去既未出现资产被股东或关联方占用的情况，同时也不能出现通过重大关联交易致使其他公司利益受损的情况；其四，在没有实际控制人的前提下，已上市母公司或其控股股东在以分拆的前一年度起算，需满足：三年内并未被证监会行政处罚、一年内未被交易所公开批评且最近一年会计师事务所的审计报告类型不得为非无保留意见；其五，如果已上市母公司近三年内在资本市场进行再融资，且这部分资金的投资已经占到净资产的 10%以上，则不得分拆这部分资金所投资的资产；其六，对于已上市的母公司、其余子公司的董监高，对欲分拆子公司上市前的总持股比例 $\leq 10\%$ ，而对于欲分拆子公司的董监高，对自己公司分拆前的总持股比例 $\leq 30\%$ ；

最后,除满足上述条件外,已上市母公司还需要对此次分拆严格遵守了证监会种种条件作出承诺。

从《试点规定》可知,A股分拆的准入机制虽被建立,但监管层还是持有较为谨慎的态度。不但从母子公司的独立性等方面做了更为具体详细的要求,而且对于分拆前的母公司财务方面也有着更为严格的限制,具体化了有分拆意图的公司需要达到的硬性指标。与2009年证监会提出的分拆至创业板的条件对比,新规定在各方面都明显更加严苛,不仅规定了分拆上市具体的“硬性”财务指标,而且会集中审核一些“弹性”披露要求。比如,规定已上市母公司承诺拟实施的分拆行为有助于其主业的突显及独立运营能力的增强;保证欲分拆的子公司并未出现重大独立性缺陷的情形等。从对于投资者的保护方面来看,《试点规定》也更加契合当下资本市场的状况。一方面,此规定填补了A股分拆上市制度上的空白;另一方面,也表明了证监会对于“概念炒作”、“忽悠股民”式分拆的严厉监管态度。

4. A股上市公司境内外分拆路径优劣势对比

由于实践中A股上市公司在分拆路径选择上大多为新三板分拆、H股分拆以及去年兴起的A股分拆,而新三板分拆在审核条件上远不如H股、A股分拆严格,常常作为上市公司不满足A股、H股上市条件下的备选项。因此,由于篇幅限制,本文重点针对A股、H股两种分拆路径的优劣势做出对比。

(1) 境内分拆上市的准入门槛更高

从上述规定中不难看出,虽然境内外均需满足母公司上市三年内不得将子公司分拆上市的限制,但境内对于母子公司的盈利性、所筹得资金的用途、母子公司是否为竞争对手、欲分拆的子公司的净利润、净资产等财务及非财务要求都作出了更为严格、细致的规定,笔者初步整理上市公司年报披露的重要子公司后发现,若按照《试点规定》的“弹性”标准对公司进行筛选后,仍然能满足《试点规定》“硬性”门槛的A股上市公司仅仅只有不到一百家,仅为所有上市公司数量的2.7%左右。

(2) 境内分拆上市更能获得政策支持

证监会以及地方政府出于内地资本市场协调发展的因素来考虑,通常会支持企业的境内分拆行为;而境外分拆时子公司通常会面临一定的制约。若企业选择将子公司以H股分拆的方式使其在港交所上市的话,则需要在符合联交所相关

规定的情况下进一步取得中国证监会的同意，即需要无条件接受两地监管。

2019年底《试点规定》的出台得益于2019年初科创板的正式设立，早在同年一月，证监会决定试点注册制时，便在一则有关科创板设立的文件中表态，赞成了上市公司在满足一定审核要求的前提下可以在科创板进行分拆。而国家对科创板所属企业的定位，就是主要服务于国家战略的高科技企业，相应的也会得到政策上的重点支持。

（3）境内分拆上市会获得更高的估值

在市盈率定价法下：发行价格=每股收益*发行时的PE，不难看出，公司在同等盈利能力的条件下，股票的发行价格直接由发行市盈率的大小决定。A股市场股票发行通常会以公司对应行业平均一个月的市盈率为标准。H股由于权重股、流动性溢价、制度与投资者结构等方面与A股存在根本性差异，所以市盈率显著低于A股；这就造成了A股分拆融资额度更大，市场对其估值也更高。此外，目前我国有分拆意图的子公司大多是依靠创新技术生存，属于战略性新兴产业或高科技公司，顺应了科创板对行业的定位，外界投资者对此类公司的成长性普遍持认可态度，相应的市盈率也会较高。而且，科创板发行条件对市盈率的要求较为宽松，并没有按照主板不得高于23倍的规定。根据Choice的数据，我国A股市场平均发行市盈率约为30.67，而科创板发行市盈率的均值则是达到了57.46。因此，境内分拆上市会获得更高的估值。此外，股价高意味着原始股东的变现价格也高，股票的流通性也随之增加。

（4）境内分拆上市有利于再融资

依据前文的分析，目前A股上市公司的市盈率普遍高于H股，意味着选择A股作为分拆上市地点将会收获更高的股票价格。而企业再融资时的股票价格的确定基础就是公告前20个交易日的股票均价，所以A股分拆上市显然会获得更大的再融资规模。此外，再从监管角度来看，在H股分拆上市的子公司再融资时也同样无法避免被中国证监会审核。因此从总体上来看，A股分拆上市的再融资优势也更为明显。

（5）境内分拆上市费用更低

通常，企业上市费用由保荐、承销、法律及审计这四方面费用组成。现阶段，上市公司选择在A股上市的话，一般只需在发行上市时支付承销费用与保荐费

用给保荐机构。根据 Wind 统计的相关数据可以得知，近几年来 A 股市场发行上市时的费用率存在一定的波动性，但也都大致集中于 3.5%-6.7%这一区间；而港交所 H 股则集中在 8%-15%的区间，后续的审计及法律费用也平均高出 A 股市场 4.5 倍左右。因此选择境内分拆上市在发行成本上更低。

综上，对比境内外分拆上市的制度，尽管 A 股分拆新规出台后境内分拆上市在准入门槛上更高，但却更迎合当下的经济政策；同时还有着估值更高、流通性更强、再融资规模更大以及上市费用较低的优势。因此，除非不满足 A 股分拆条件，否则境内分拆在未来则很可能成为分拆上市的主流、首选路径。

4.2 分拆上市母子公司简介

4.2.1 生益科技简介

广东生益科技有限公司是一家 1985 年成立于广东省东莞市的中外合资企业（以下简称生益科技）。生益科技成立之初，注册资本为 1960 万元。从设立至今，生益科技便一直专注于覆铜板、粘结片和印制电路板的设计、生产和销售，产品涉及的领域是当下正处于快速增长阶段的电子信息行业。经过三十余年的不断努力，从最早的不足七十万平方米，其主要产品“生益覆铜板”实现了产量上的大幅增加，及至 2020 年已经达到了近三千万平方米。生益科技在产品方面一直坚持着“性能为先”、“品质为先”的制造与销售理念，这也是他们的产品普遍被各类电子产品应用的原因，在 5G 天线及基站中、各类计算机产品及部分附属产品中、服务器中、各类通信终端中、汽车电子技术中、甚至是医疗器械中，都能见到“生益系产品”的身影。在其完善的销售网络下，生益科技七成以上的产品都远销至南北美、东南亚以及欧洲的众多国家，获得了如诺基亚、华为、中兴、京信电讯、浪潮、博世集团、大陆集团、格力、国美等行业领先制造商的广泛称赞。

4.2.2 生益电子简介

广东生益电子有限公司是创立于 1985 年，属于高新技术企业（以下简称生益电子），主要产品为印制线路板（PCB）。生益电子所生产的产品特点较为突出，具有较高的精确度与密度，同时在品质方面口碑极佳。截止 2022 年 2 月，

生益电子的大型制造厂区的规模已经扩展到东莞市东城区、东莞市洪梅镇以及江西省吉安市三地。生益电子的营运管理模式较为成熟、质量管理体系较为完善。在生益电子的经营理念中，有三个关键词，分别是质量、客户满意度以及创新。围绕着上述理念，生益电子营造了全员参与的品质管控体系，以此来保证产品质量；同时，公司注重人才的管理，以优异的人才管理与招聘制度保证了团队人员的优异，进而保证其研发技术上处于先进水平，以此确保公司的创新发展需求；此外，公司还营造了客户价值为导向的产品价值管理体系，以此保证提升客户满意度的同时创造更多的收益。经过数年的努力，公司也变成了 PCB 领域的极具行业地位的企业。同时，生益电子也采用集成方式来为客户提供“整合式”的印制电路板服务，可以从设计一直服务到符合客户需求的印制电路板的成品出现为止。其产品与母公司一样，在众多领域的客户中普遍认可度极高，与此同时，也与众多优质企业成为了稳定的合作伙伴。此外，得益于其由上而下的先进管理制度，生益电子也相继获得了如质量管理、环境管理等多个体系认证。综合来看，生益电子是一家发展势头迅猛、有一定行业地位并持续高速发展的电子设备制造企业。

4.2.3 生益电子在生益科技中的战略地位

通过上文介绍可知，生益科技是一家电子设备制造企业，其分拆前主要业务为覆铜板及相关制品以及印制电路板的两类产品的生产与销售。依照其主要产品，生益科技的营业收入也可以进一步细分为两个部分，一是销售覆铜板及相关制品贡献的收入，二是销售印制电路板贡献的收入。表 4.1 列示了生益科技主营业务构成情况：

表 4.1 生益科技主营业务构成情况表

生益科技主营业务构成情况表			
报告日期	2020 年年报	2019 年年报	2018 年年报
营业收入(亿元)			
覆铜板及相关制品	108.49	100.02	97.67
印制线路板	35.58	30.42	20.36
营业成本(亿元)			
覆铜板及相关制品	80.78	75.26	77.98
印制线路板	26.31	21.62	15.07
营业利润(亿元)			
覆铜板及相关制品	27.71	24.77	19.69
印制线路板	9.27	8.80	5.29
毛利率(%)			
覆铜板及相关制品	25.54	24.76	20.16
印制线路板	26.05	28.92	25.99
收入构成(%)			
覆铜板及相关制品	75.30	76.68	82.75
印制线路板	24.70	23.32	17.25
利润构成(%)			
覆铜板及相关制品	74.94	73.79	78.82
印制线路板	25.06	26.21	21.18

资料来源：生益科技年度报告

从 2018-2020 年年报来看，生益科技的营业收入中，除了 2018 年印制线路板的收入占比为 17.25% 之外，2019 年以及 2020 年印制线路板的收入在总营业收入的占比均为 20% 以上；而生益科技的营业利润中，印制线路板带来的营业利润也均为总营业利润的 20% 以上。尤其是 19、20 年，印制电路板带来的利润更是构成了生益科技总利润的四分之一，可见印制电路板业务对于生益科技的重要性。

由前文可知，生益电子在成立之初就一直致力于印制电路板的生产与销售，所以印制电路板带给生益科技的营业收入几乎全部由子公司生益电子所贡献，可见生益电子在生益科技当中的战略地位以及受重视程度。

此外，生益科技的发展战略就是将覆铜板发展壮大；有资料表明，生益科技硬质覆铜板的营收排名，已位居全球第二。此外，覆铜板行业的市场竞争由来已久，行业格局也逐渐清晰稳定，全球前十家公司就瓜分了四分之三的市场份额，存在着严重的行业内两级分化；因此想要稳固在行业内的领先地位，就必须一心一意的专注于主业，即覆铜板的生产销售业务。另一方面，基于产业链视角，覆铜板是制作印制线路板的主要材料，能占到其制造成本的近 50%，所以在产业链上是印制线路板的重要原材料，与印制线路板联系十分紧密。生益科技在其发展战略中也明确表态：“公司在通常情况下没有像上下游扩张的打算”；而以覆铜板为主要产品的生益科技，下游企业正是以印制线路板为主要产品的子公司，只有做到不向着下游扩张，才能保证子公司的独立性。

综上，生益电子在生益科技中的战略地位也就变的清晰了，一方面，子公司每年贡献近乎于 25% 的利润，可见生益电子的重要程度；另一方面，母子公司在产业链上的上下游关系使得母公司不得不寻求更好的办法来保证子公司的独立性，这样才能更好地维持自己的发展战略。这也为生益电子的分拆上市埋下了伏笔。

4.3 生益电子分拆上市过程

从产业链的角度来看，生益科技的覆铜板与生益电子的印制电路板属于上下游的关系，而这恰恰与生益科技年报中所披露的“发展壮大其覆铜板”的发展战略有所不符。像生益科技这样一个经营了数年的多元化企业，想要维持自己在覆铜板行业的国内龙头地位，就必须保证将十足的精力投入主业当中，此时就需要将其余业务独立。实际上，生益科技分拆上市的打算也许早已经过了深思熟虑。在 2019 年 8 月，生益科技的 CEO 就曾在公共场合表达过，若政策适当，可能会让印制线路板业务独立运营。2019 年底，《试点规定》的出台使得生益科技的分拆想法得到了政策上的支持。在 2020 年 2 月下旬，生益科技就发布了一份分拆生益电子的预案，并将分拆方案和分拆上市对生益科技及生益电子各类利益关

联者的影响在此预案中进行了细致描述。

4.3.1 上交所受理

2020年5月初，生益科技召开了有关是否在科创板对生益电子进行分拆的会议，所有参与投票的股东一致同意了分拆决议。2020年5月27日，在发布分拆预案的三个月后，生益电子正式将在科创板首次公开发行股票申请材料递交给了上交所，依据有关规定，上交所对生益电子在科创板首次公开发行股票的相关申请材料及部分申请文书进行了比对与检查，指出此项申请文书比较完善，并认为生益电子满足了法定形式要求，所以同意受理而且依法对生益电子进行审核。次日，上交所就向生益电子发送了上交所出具的《关于受理生益电子股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请的通知》。

至此，生益科技正式成为了《试点规定》新规定下有望率先实现内地分拆的A股上市公司。

4.3.2 科创板注册生效

从2020年5月28日开始，生益电子提交在上交所的上市申请便开始处于受理状态中。同年6月底，约一个月左右，也顺利来到了IPO问询阶段。10月16日，也就是五个月后，生益科技在其公告中表示，在上市委的会议中，已经通过了生益电子在科创板首次公开发行股票的申请；紧接着，生益电子在12月初便提交了注册，并于次年1月初注册生效。回顾整个过程，从交易所受理生益电子的上市申请一直到完成注册，整个进程不过持续了短短七个多月的时间。

4.3.3 完成分拆上市

2021年2月25日，生益电子正式在上海证券交易所上市，这也可以称得上是A股一个新的“里程碑”式的时刻，这意味着首例真正意义上的A股拆A股的行为的成功，由此也就对我国上市公司传递出了在满足一定标准的基础上无需选择境外分拆的信号。

根据生益电子的招股说明书披露，本次发行股票共计16636.40万股，每股

价格 12.42 元，募集资金的总额为 20.67 亿元，扣除各项费用后的净额为 19.74 亿元。

值得说明的是，在此次公开发行人前，生益科技在生益电子中拥有的股份数为 52348.31 万股，持股比例约为 78%；发行后，生益科技在子公司拥有的股份数不变，而持股比例被相应的摊薄至 62.9%。因此，发行前后，生益科技对生益电子的持股比例都超过了半数，仍然为生益电子的第一大控股股东，符合前文对“分拆时点前后控制权不发生改变”的分拆概念界定。尽管此前也出现过例如康恩贝在创业板分拆子公司的案例，但却是以丧失对子公司的控制权为前提所实现的分拆，不符合实务届对分拆上市概念的倾向性。因此，生益科技分拆生益电子至科创板上市被视为是我国首例“A 拆 A”案例也得到了实务届的广泛认可。

5 案例分析

5.1 生益科技分拆上市动因分析

根据前文笔者在理论基础部分整理的关于企业实施分拆行为的已有理论，现有分拆理论分别从融资、战略、经营管理以及估值的角度对分拆上市的动机进行了阐述。下文也将依据已有理论对案例公司分拆上市的动机做出检验，以求证生益科技实施分拆行为的真实驱动因素。

5.1.1 企业融资驱动

通常情况下，融资是企业选择上市的最显著动机。任何企业在发展过程中，都伴随着业务的扩张，而这就意味着企业需要更多的资金支持。无论是母公司生益科技还是其分拆的子公司生益电子，都是国家认证的高新技术企业，要想维持业务的高速发展，就必须加大研发投入，仅靠母公司对生益电子财务上的支持可能会无法满足自身覆铜板业务的发展并同时维持生益电子 PCB 业务的迅猛增长。

通过分拆上市，生益电子会拥有独立面对资本市场、吸收权益资金的能力。如此一来，从融资角度来看，相较于未分拆上市前，生益电子就获得了独立的融资渠道，在很大程度上将不再受到母公司对其资金支持上的种种束缚，不论是以后的融资或者投资，都将拥有更高的自由度；对于生益科技而言，分拆上市则能为其优质资产注入活力，从一定程度上缓解其融资压力，使得生益科技更有能力去专注于覆铜板业务的研发生产。表 5.1 列示了生益科技在分拆上市前三年的现金流量情况：

表 5.1 生益科技现金流量情况表

单位：亿元

项目	2018	2019	2020
投资活动现金流量净额	-11.97	-15.65	-18.32
筹资活动现金流量净额	-12.51	-1.74	-2.14

资料来源：生益科技年度报告

从表 5.1 数据可知，生益科技在分拆上市前三年：投资性净现金流与筹资性净现金流均小于 0。通常，如果投资性现金净流量为负数，不外乎两种可能：1. 企业当下正在扩张，固定资产的投资金额较大；2. 投资流出大于前期投资的流入。而筹资性现金净流量如果为负数，也是有两种可能：1. 公司偿还了前期借款 2. 在没有新吸收借款的前提下，支付了前期借款利息或者支付了现金股利。

生益科技是否符合上述情况呢？笔者在生益科技的年报中发现，生益科技从 2018 年—2020 年投资活动现金流量的净额出现连年负数且保持下降的原因，都是由于生益科技当期构建资产所支付现金所致。在筹资活动方面，2018 年—2020 年生益科技现金流量净额均为负数则是吸收的筹资额小于归还借款以及支付利息、股利的金额，这也印证了前文所述的生益科技经过多年发展，产品已经进入了成熟期的事实。值得注意的是，2018 年筹资活动现金流出量要远远大于之后的两年，这是由于在 2017 年生益科技发行了可转债并在 2018 年归还了到期借款所导致的。2017 年生益科技在发布的有关可转债的募集文件中，说明了募集资金的使用情况：除了 11% 左右的研发办公楼建设投入外，几乎 90% 的募集资金都投入了与覆铜板相关的项目建设。

因此，通过对生益科技 2018 年—2020 年的现金流量情况进行分析可知，生益科技在分拆的前三年，就一直处于扩张投入阶段。

此外，笔者对生益电子的招股说明书中披露的资金用途进行了整理，发现生益电子拟将募集资金的 85% 左右用于与印制电路板直接相关的项目建设投资。

那么分拆所募集资金究竟去往何处呢？笔者在生益电子 2021 年半年报中的现金流量表找出了答案，除了“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”之外，再无其他任何投资活动导致企业现金流出。这也印证了生益电子也处于扩张投入阶段，急于将募集资金投入主营业务相关的项目建设的事实。

因此，综合以上数据，不管是分拆前的生益科技还是分拆后的生益电子，母子公司均处于高速发展的扩张阶段，亟需大量的资金投入来确保有序运转。所以，融资动机在生益科技分拆案例中较为突出。

5.1.2 企业战略驱动

初创期成立于广东东莞的生益科技，为迎合其战略发展的目标，已然变成了

拥有众多控股子公司的多元化集团。经过生益科技不懈的努力，他们已然成为国内覆铜板行业中的佼佼者，产量也从最初的年产量区区几十万平方米实现了现在的近三千万平方米。同样的，生益电子经过多年的发展，也具有了一定的行业地位；在一则来自 CPCA 的中国电子行业排行榜单中显示，早在 2019 年，生益电子的总收入就位于国内 PCB 企业的第七位，世界 PCB 制造企业的第二十位。生益电子的 PCB 产品竞争力极佳，在通信领域得到了众多知名公司的认可，因此也是通信行业内各大优势企业 PCB 的主要供货来源。

2019 年，“5G”的商用以及新基站的建设势必会带来电子行业需求的爆发，这样的新经济形势又与生益科技的产品息息相关，将生益科技的发展推向了一个新的高度。虽然在 2020 年，新冠病毒像“黑天鹅”一样重创世界经济，但是印制电路板行业却依然在经济如此萧条的情况下实现了约 6% 的增长，可见生益电子势如破竹的发展趋势。

如前文所述，在母子公司产业链上来看，覆铜板是制造印制线路板的核心材料，母子公司为上下游的关系。如今，母子公司都有着一定的行业地位，想要更加专注于各自的产品，实现各自的专有经营，分立上市和分拆上市都可以作为参考的方式。2013 年，生益科技以大约 7.04 亿元人民币作为对价在迅达科技公司得到了约 70% 的生益电子股权，之后的 8 年内，生益电子一直专注于印制线路板的业务并在 PCB 行业中拥有了一定的行业地位。如今，“互联网+”的大背景下，芯片的需求量也远远高于以往；显然生益科技不想放弃这个既迎合了经济形势又能为公司贡献不低营收的子公司的控制权，所以进行分拆便成了二者专注于各自主业发展的最佳途径。

前文也提到过，生益科技在年报中描述的发展战略为“在不向行业上下游扩张的基础上，发展壮大其覆铜板业务”。因此，分拆生益电子上市的举措能够有效帮助生益科技整合其内部资源、完成其战略布局。

5.1.3 企业经营管理驱动

我国的资本市场在经过约 34 年的发展后，逐渐向成熟的资本市场靠拢，制度上也更加规范化、市场化。生益电子完成分拆上市后，作为我国 A 股科创板的上市公司，必定会在公司治理、制度以及模式方面作出相应的调整，以满足中

国证监会对于上市公司严格的制度规范。因此，分拆上市迫使生益电子不得不去接受我国资本市场的监督，相应的，生益电子就不得不去建立更加规范的公司治理制度与更加契合现代化的公司经营机制、优化公司的治理结构。对于生益科技来说，生益电子分拆上市后由于客观因素需要接受外部监管，相应的生益电子内部的自我管理意识也会加强，那么生益科技对生益电子的管理成本也就随之降低。

其次，从前文所述的管理层激励理论来看，生益科技成功分拆后，集团公司可以通过股权激励的方式将生益电子所创业绩和其管理人员获益的高低更紧密的联系起来，也就在很大程度上提升了企业管理的效率。此外，生益科技作为一家盈利性企业，最终目标自然是增加股东财富，而股权激励则在很大程度上缓解了生益电子两权分离所产生的矛盾，避免了道德风险的发生，更有助于此目标的实现。另外，生益电子是一家高科技制造企业，先进的技术是其立命之本，如果股权激励实施的恰当，主观上来说，可以更好调动其技术人员的积极能动性，客观上来说，行权条件的限制也能防止人才外流。因此综合来看，股权激励可以在一定程度上增强生益科技的核心竞争力。

实际上，生益科技在 2013 年就推出过股权激励计划，截止 2018 年，已经实施完全部三期，近 300 名员工获益，真正实现了培养员工“将企业视为自己所创办”的意识、构建员工与企业的利益共同体的目的。2019 年，生益科技又推出了新一轮的股权激励计划，激励对象更是扩大到了 483 人。在行权条件方面，均是以上一年度生益科技扣非净利润的增长百分比为基础。一定程度上说明生益科技激励的目的还是想使得自己的主业有更好的发展，希望通过此种激励手段达到主营业务收入逐步稳定增长的目的。这也可以从侧面印证生益科技不断朝着自己“发展壮大其覆铜板业务”的战略目标而努力。生益电子由于登陆科创板不到一年的时间，在上市后并未用自身股票推出股权激励计划。

因此，虽然在本案例中，企业经营管理驱动的动机并不突出，但是未来如果生益电子推行股权激励计划，一定会在一定程度上更好的实施管理层激励，降低生益科技的管理成本，增强公司的经营管理效率。

5.2 分拆上市的路径选择

5.2.1 生益科技的分拆上市方式

目前，企业有两种上市方式，一种为 IPO 首发上市，另一种是借壳上市。

2013 年，生益科技通过非同一控制下的企业合并，获得了生益电子 70.2% 的股权，作为其印制电路板业务的营运主体，直至生益电子分拆上市前，PCB 相关业务所贡献的收入成长性很高，相关毛利率也呈现整体上涨的态势。得益于 PCB 业务的稳步增长，2017—2019 年，生益电子的营收分别为 17.2 亿元、20.4 亿元以及 30.8 亿元，无论从增长率还是营业收入额方面，均符合了科创板的上市条件。另外，生益电子的研发投入与发明专利数也远远超过了科创板上市的门槛。而借壳上市在大多数情况下都是公司不满足 IPO 门槛时的上市方式，显然生益电子已经具备 IPO 资格，因此生益科技选择的分拆生益电子的上市方式是通过首次公开发行实现上市。

5.2.2 生益电子的分拆上市地点

对于上市地点的选择，也就是资本市场的选择，我国上市公司有两种可选项，一种是境内上市，另一种是境外上市。

如前文所述，过去 30 余年的发展为我国 A 股资本市场向着成熟的方向发展奠定了基础。目前，随着科创板的设立、分拆新规定的出台，我国资本市场也越来越成熟，中国内地也成为了分拆上市的地点中较好的选择。从具体的分拆上市条件来看，《试点规定》要求，在分拆的前一年，在合并报表中母公司按持股比例扣除欲分拆子公司的净利润后，至少还有 1/2 的净利润；同时，在分拆前一年，已上市的母公司在合并报表中按其持股比例扣除欲分拆的子公司的净资产后，剩余净资产与原值的比不得低于 70%。在 2019 年，生益科技按其持股比例扣除生益电子的净利润后，净利润与其未扣除前的比值为 75.87%，满足不得低于 1/2 的指标规定；同时，生益科技按其持股比例扣除生益电子的净资产后，净资产与未扣除前合并报表所列示的净资产比值为 84.91%，满足不得低于 30% 的指标规定。因此，生益电子选择的上市地点是境内 A 股资本市场。

5.2.3 生益科技分拆上市案例的特殊性

生益科技分拆生益电子的案例中,有几个通过本案例反映出来的问题值得思考:首先,在证监会发布分拆新规定后,生益科技选择了在科创板实现分拆上市,是否因为自身条件只满足这一种上市路径所以只能通过此种路径实现分拆上市?其次,作为中国证监会 2019 年底出台分拆上市《试点规定》后第一例实现 A 股分拆上市的我国上市公司,案例中是否反映出《试点规定》还有值得优化的地方?

在期限方面, A 股与 H 股均要求母公司上市期限需要在各自资本市场期满三年,生益科技于 1998 年上市,显然满足两地资本市场对于上市期限的要求。在盈利性方面,香港交易所要求在分拆上市前的五个会计年度,任选三年母公司净利润,在扣除欲分拆子公司净利润的情况下进行加总,数值不得低于 5000 万港币。而境内则要求已上市母公司在分拆前三年的净利润均为正,同时,分拆前三年在按其持股比例扣除欲分拆子公司贡献的以及自身的非经常性净利润后,其加计额不得少于 6 亿元人民币。可以看出,境内分拆对于盈利性的要求明显高于境外,从结果上来看,既然生益科技满足了 A 股市场的盈利测试,那么也同样满足 H 股的盈利要求。在防止分拆对于母公司股东利益的不利影响方面,《试点规定》要求在分拆的前一年,已上市母公司在合并报表中按其持股比例扣除欲分拆的子公司净利润后,剩余净利润与原值的比不得低于 50%;同时,在分拆前一年,已上市的母公司在合并报表中按其持股比例扣除欲分拆的子公司的净资产后,剩余净资产于原值的比不得低于 70%。H 股则是给予了母公司股东一个表决权,当分拆出去的子公司,资产以及盈利性指标等占到母公司 1/4 及以上时,母公司股东对子公司分拆的决议具有表决权。2019 年度,尽管生益科技在按照持股比例扣除生益电子净利润后与合并利润表中净利润的比为 75.87%且按照持股比例扣除生益电子的净资产后与合并资产负债表中净资产的比值为 84.91%符合了《试点规定》的要求,但是生益电子 PCB 业务的收入占比却高达了 30%,这显然不符合 H 股的分拆规定。但是,在整理案例分拆上市的过程时笔者发现,生益科技的全体出席股东均同意了生益电子分拆至科创板 IPO 的预案。因此,生益科技可以视同为满足 A 股、H 股对于防止分拆对于母公司股东不利影响的限制条件。在防止母子公司利益输送的方面,两地还均对母子公司的独立性做出了

规定；生益科技与生益电子也均对母子公司不存在关联交易、在业务上独立经营做出了声明。综上所述，生益科技并非只能选择 A 股作为分拆上市的路径。换言之，选择科创板作为生益电子分拆上市的路径更大可能是因为综合考虑了境内分拆的优势后作出的选择。

通过对比后也不难发现中国内地和中国香港均对分拆上市的各个方面作出了一系列规定。为了防止分拆行为会严重影响母公司股东利益，两地均在盈利能力上做出了实质性财务指标的规定。然而，由于本案例为《试点规定》出台后第一例实现境内分拆的 A 股上市公司，案例除了有成功的经验借鉴之外，也反映出了分拆新规还有值得完善的地方。通过分析本案例可以发现，在防止母子公司关联交易方面，生益科技与生益电子仅做出了不存在关联交易的声明便得到了证监会的许可。这样的声明虽然在一定程度上是母子公司不存在关联交易的必要形式要件，但却无法作为充分的实质性条件来保障母子公司不存在关联交易。另外，在分拆上市的决议上，生益科技出席会议的全体股东均同意了分拆上市的决议，如果有股东不同意分拆上市的决议，投否决票的股东利益如何得到保障，《试点规定》中并没有体现。

综上所述，在分拆路径选择的问题上，站在上市公司角度，生益科技综合了 A 股科创板具有更高的估值、更符合政策导向的优势后选择了我国 A 股作为分拆上市的路径，而非只满足 A 股分拆门槛所以选择了此种路径。站在监管层的角度，还需要在制度上加以完善，以加强对中小股东的利益保护。

5.3 分拆上市的效果评价

根据前文理论，分拆上市可以获得融资、寻求新融资平台、提升企业估值。在资本市场当中，经过了数年的经营，上市公司逐步形成多元化经营格局，此时，出现分拆上市的行为也不足为奇。例如平安集团就对旗下的平安好医生实施了分拆。然而，本案例却无法与之前案例相提并论。原因是中国平安这一类的公司拥有着极大的规模，涉及的业务从数量及其复杂程度上来说要远高于生益科技，被分拆出的业务相对于其整体来看甚至可以说是微不足道，分拆对于其母公司的利润影响甚微。而生益电子作为生益科技的优质子公司，不仅拥有极好的发展前景而且能贡献给生益科技不俗的利润，分拆上市后会对母公司产生什么样的影响

呢？分拆上市会使得子公司的财务绩效有更好的表现吗？下文将从分拆上市对母子公司估值的影响以及分拆上市后子公司的财务指标角度对案例公司分拆效果做出评价。

5.3.1 分拆上市对估值的影响

从理论层面分析，信息不对称理论指出，外部投资者由于无法像公司内部人员那样获得全面、完整的信息，所以产生了信息偏差。生益科技拥有九个子公司，所以无法对每个子公司的业务进行详尽的披露。分拆上市前，由于生益电子没有公开其个别财务报表，投资者想要从财务角度对生益电子的情况进行分析只能依据生益科技的合并财务报表，而合并报表由于提供信息有限，无法准确的反映生益电子的价值。生益电子属于生益科技中业绩较好的子公司，在自己所属的行业中也有较高的地位，再加上“互联网+”的经济形势下，PCB 业务急剧发展前景，这就很可能导致生益电子的价值被严重低估，进而导致生益科技整体的价值被低估。分拆上市后，生益电子将会独立的面对资本市场，单独披露其经营过程中的相关事项，并拥有单独的核算和管理机制，在信息更加透明的同时，投资者也能够更加全面的分析其经营管理情况。因此，分拆上市有助于释放生益电子的潜在价值，使得生益科技整体获得更高的估值。

目前，在《试点规定》出台后，我国上市公司实现境内分拆上市的公司共有 8 家，除华邦健康分拆子公司凯盛新材至创业板上市外，其余 7 家均分拆子公司至科创板上市。那么实际情况是否如上述理论层面所述的那样呢？分拆上市后，子公司的重新估值会提升母公司的估值吗？笔者整理了上述八家上市公司分拆后母子公司的市盈率与市值情况，详见表 5.2:

表 5.2 A 股上市公司分拆子公司 A 股上市的比较

单位：亿元

项目 上市日期	分拆的子公司			对应的母公司		
	公司	市盈率	市值	公司名称	市盈率	市值
2021 年 2 月 25 日	生益电子	33.75	178.34	生益科技	33.26	553
2021 年 5 月 19 日	电气风电	20.90	156.67	上海电气	20.18	797.79
2021 年 6 月 22 日	铁建重工	24.03	406.12	中国铁建	4.18	1021.18
2021 年 6 月 25 日	百克生物	116.97	489.22	长春高新	47.74	1612.81
2021 年 8 月 5 日	夏钨新能	122.16	306.06	厦门钨业	48.39	411.35
2021 年 9 月 27 日	凯盛新材	87.81	140.91	华邦健康	22.41	154.04
2021 年 10 月 20 日	高铁电气	32.73	40.07	中国中铁	5.04	1339.12
2021 年 10 月 28 日	成大生物	36.28	333.16	辽宁成大	9.87	312.37

资料来源：东方财富 choice 数据库

就市值角度而言，成大生物的市值已经超过了母公司的市值，凯盛新材的市值也基本与母公司市值相当；除了中国中铁这样拥有极大体量的公司外，其余子公司在实现分拆上市后，其市值至少也有母公司市值的近五分之一；而本案例中，生益电子在分拆上市后，市值也达到了母公司 30% 以上，可见分拆上市有助于释放子公司的价值。

在分拆上市前，子公司并未单独面对资本市场，市场对于母公司的估值是将拟分拆的子公司和其余子公司或者其他业务一并进行估值；而分拆上市后，子公司由于独立面对资本市场，有了市场独立给出的市盈率，市场对于母公司的估值则变为了扣除分拆上市的子公司的后，对其余的子公司或者业务进行估值，给出相应的市盈率，再将市场对已经分拆子公司的独立市盈率计算估值后与其余部分估值加权汇总，以此对母公司整体给出估值。由表 5.2 可知，目前我国 8 家实现了 A 股分拆上市的企业中，子公司的市盈率均超过了母公司。因此，分拆上市有助于提升母公司整体的估值。

由生益电子的年报得知，在分拆上市的前一个年度，生益电子 2020 年的归

属于母公司的净利润为 4.39 亿元。2021 年 2 月 1 日,生益科技的市盈率为 31.28,此时由于生益电子并未上市,所以还应当采用母公司的市盈率对生益电子进行估值,由此可以推算出生益电子的市值约为 137.31 亿元。而在 2021 年 2 月 25 日生益电子成功分拆上市当天,市值便达到了 178.34 亿元。以尚未分拆前的 137.31 亿元作为对照,分拆上市在市盈率估值法下使得生益电子的市值增加了 41.03 亿元。

对于生益科技来说,在成功分拆前对生益电子的持股比例为 78.6%,而成功分拆后持股比例被相应的稀释到了 62.9%。由此可以计算得出,在分拆上市前,生益电子对母公司估值的贡献为 $137.31 \times 78.6\% = 107.93$ 亿元;而分拆上市后,生益电子对母公司估值贡献为 $178.34 \times 62.9\% = 112.18$ 亿元。因此,分拆上市使得生益科技的估值也相应的增加了 4.25 亿元。

同理,如果采用市净率对生益电子进行估值,2021 年 2 月 1 日生益科技的市净率为 5.98,按照 2020 年度生益电子的净资产 19.42 亿元来计算,生益电子的估值为 $5.98 \times 19.42 = 116.13$ 亿元。在 2021 年 2 月 25 日,生益电子上市当天的估值就达到了 178.34 亿元,因此,分拆上市在市净率估值法下使得生益电子的估值增加了 62.21 亿元。对于生益科技来说,在市净率估值法下,分拆上市使得生益科技的估值增加了 $178.34 \times 62.9\% - 116.13 \times 78.6\% = 20.89$ 亿元。

同理,如果采用市销率对生益电子进行估值,在 2021 年,生益科技 2 月 1 日的市销率为 3.7,按照 2020 年度生益电子的营业收入 36.34 亿元来计算,生益电子的估值为 $3.7 \times 36.34 = 134.46$ 亿元。2021 年 2 月 25 日生益电子上市当天的估值为 178.34 亿元,因此,分拆上市在市销率估值法下使得生益电子的估值增加了 43.88 亿元。对于生益科技来说,在市销率估值法下,分拆上市使得生益科技的估值增加了 $178.34 \times 62.9\% - 134.46 \times 78.6\% = 6.49$ 亿元。

综上数据,分拆上市后,不论市场是采用市盈率、市净率以及市销率的方法对母子公司进行估值,从估值计算结果来看母子公司的估值都会由于分拆上市而有所增加,这也意味着生益科技原股东财富的增加。因此,从估值的角度来看,分拆上市的产生了良好的效果。

5.3.2 分拆上市后的财务绩效

生益科技分拆生益电子至科创板上市发生于 2021 年 2 月末，距离现在仅过去一年时间，由于公开数据不多，所以本文仅针对分拆前三年及分拆后一年内的可获得数据对生益电子的偿债、盈利、营运能力及成长性作出分析，并选取电子设备制造行业作为对比参照，以试图找出分拆上市前后上述指标的变化与分拆上市本身的逻辑关系。

1. 偿债能力分析

对于企业偿债能力的分析，从期限上可进一步分为长期与短期。相应的，笔者挑选了“流动比率与速动比率”对生益电子短期偿债能力进行衡量，并挑选了“资产负债率”对生益电子的长期偿债能力进行衡量。表 5.3 列示了生益电子上市前三年及上市后半年的偿债能力指标：

表 5.3 生益电子偿债能力对比

财务指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年上半年	
	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子
流动比率 (倍)	1.42	1.37	1.55	1.00	1.68	0.68	1.74	1.35
速动比率 (倍)	1.11	0.96	1.22	0.71	1.31	0.46	1.30	1.06
资产负债率 (%)	40.83	39.39	47.09	54.13	47.37	57.45	47.09	39.39

资料来源：生益电子招股说明书及东方财富 choice 数据库

可以看出，生益电子分拆前的流动比率、速动比率这两个短期偿债能力指标均低于行业均值；在分拆上市后，虽然生益电子短期偿债能力指标依旧低于行业均值，但相较于分拆前的年度已经有所好转，在分拆上市的前一年，生益电子的流动比率速动比率均低于 1，而分拆上市后则回到了 1 倍以上，说明生益电子的短期偿债能力有所改观。而长期偿债能力方面，生益电子在成功分拆的前三年，

唯独 2018 年资产负债率与行业均值十分接近，2019 及 2020 年度资产负债率均高于行业均值；而在分拆上市后，生益电子的长期偿债能力有所改观，低于行业均值近 8%。

根据生益电子 2021 年的半年报披露，本年度资产变动幅度最大的是由于生益电子科创板上市募集资金导致的货币资金结余，相较于上年末上涨了 7.35 倍，占到了期末总资产的 21.22%；而在上年末，货币资金仅仅占期末总资产的 3.45%。分拆上市由于会募集到大量的资金，所以导致了货币资金的增加，而货币资金又是影响流动比率、速动比率这两项财务指标的关键因素。因此，综合上述数据，分拆上市导致了生益电子的偿债能力有所好转。

2. 营运能力分析

对于企业营运能力的分析，笔者主要挑选了“应收账款、存货的周转率和总资产的周转率”来分析生益电子的经营营运效率，表 5.4 列示了上述三项指标在分拆上市前三年及分拆后的半年间的情况，并列示电子设备制造的均值作对比。

表 5.4 生益电子营运能力对比

财务指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年上半年	
	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子
应收账款周转率	3.78	3.91	4.02	3.96	4.44	3.94	2.15	1.88
存货周转率	4.90	5.41	5.16	5.30	4.94	4.90	2.07	2.18
总资产周转率	0.77	0.89	0.82	0.83	0.77	0.80	0.38	0.27

资料来源：生益电子招股说明书及东方财富 choice 数据库

由表 5.4 可知，首先，在成功分拆的前两年，生益电子的应收账款周转率均低于行业平均水平，这意味着生益电子的大部分营运资金都“卡壳”在了应收账款上，这会对生益电子的资金流动造成一定的负面影响。；而上市后的半年，情况也并未出现好转，生益电子应收账款的周转率依旧低于行业均值。其次，对于存货的周转率，生益电子在上市的前三年一直在下降，从 2018 年的高于行业平均水平下降到 2020 年的略低于行业基本水平。这主要是因为铜的价格上涨导致了覆铜板的价格上涨，而覆铜板又是印制线路板的重要原材料。根据生益电子招股

说明书的披露，2018-2019年原材料同比增长了8.9%、37.9%，导致了存货的积压，这也就解释了生益电子上市前三年存货周转率连年下降的原因。在成功分拆后，存货周转率有所上升，从行业均值对比的角度来看，生益电子由上市前一年的略低于行业均值转为略高于行业均值。根据生益电子的2021年的半年报披露，虽然全球经济在这几年内萎靡不振，但是PCB的需求由于得益于5G的高速发展依旧实现了小幅增长。因此，存货周转率较上市前一年未有所好转主要是因为业务需求使得存货账面价值减少所导致。最后，总资产周转率在上市前三年内变化不大，与行业均值的差距也并不明显，2021年上半年，和生益电子同类型的电子设备制造企业中，只有环旭电子总资产周转率达到了0.69，其余大多为0.3左右；这说明了中国的电子设备制造行业依旧处于快速发展阶段，生益电子也不例外，正在经历着快速消耗资本、增加投入的发展时期。如果生益电子未来在上市后可以继续提升自己的行业地位，那么就可以将现阶段的资本投入转化为营收，从而进一步增加总资产周转率。

综上所述，生益电子存货周转率由分拆上市前的略微低于行业均值变为分拆后略微高于行业均值，这是由于经济形势导致了产品需求增加；而总资产周转率的基本与行业均值持平也是因为电子设备制造行业处于发展阶段所致。因此，分拆上市对于生益电子营运能力的影响，在短期来看并不显著。

3.盈利能力分析

对于企业盈利能力的分析，有多项财务指标可以作为分析依据，笔者主要选取了“销售毛利率、销售净利率、总资产收益率及净资产收益率”四个指标来分析生益电子的盈利能力，表5.5列示了上述四项指标在分拆上市前三年及分拆后的半年间的情况，并选取电子设备制造行业的均值做对比。

表 5.5 生益电子盈利能力对比

财务指标	2018年		2019年		2020年		2021年上半年	
	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子
销售毛利率 (%)	22.54	26.10	22.14	29.76	22.12	27.30	20.74	21.16
销售净利率 (%)	6.21	10.38	6.97	14.25	7.90	12.09	7.85	7.63
总资产收益率 (%)	4.77	9.24	5.72	11.76	6.09	9.60	3.00	2.07

续表 5.5 生益电子盈利能力对比

财务指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年上半年	
	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子	行业平 均值	生益 电子
净资产收益率 (%)	10.93	16.11	12.44	28.62	13.27	24.72	5.92	3.99

资料来源：生益电子招股说明书及东方财富 choice 数据库

由上表可以看出，首先，在分拆上市前后，生益电子的毛利率均高于行业均值。2018 年，生益电子的毛利率是行业均值的 1.15 倍，2019 年为行业均值的 1.34 倍，2020 年为行业均值的 1.23 倍；然而，在分拆上市后，2021 年的上半年，生益电子的毛利率却只有行业均值的 1.02 倍，与行业均值的差距甚微。根据生益电子 2021 年半年报披露，生益电子的营业收入在上半年同比减少了 11%左右，主要是由于行业内竞争导致的单位价格同比下降所致。生益电子的销售净利率在分拆上市的前三年也均高于行业平均水平，而在分拆上市后的半年报中却低于行业平均水平；如前文所述，铜的价格上升导致了覆铜板的价格上升，而覆铜板作为生益电子印制线路板的核心原材料，直接导致了生益电子营业成本的增加。因此，销售净利率在分拆上市后的半年报中，出现了低于行业均值的情况。值得一提的是，生益科技在分拆生益电子上市时说到：“在生益电子分拆上市后，公司仅对生益电子做财务上的投资支持，双方虽处于产业链上下游，但是不会出现内部交易价格，公司与生益电子保持独立性，以市场价格进行交易。”而生益电子销售净利率在分拆后首次低于行业均值也从侧面印证了母子公司各自经营上的独立性。其次，生益电子的总资产收益率与净资产收益率也在分拆上市的前三年显著高于行业的均值，而在分拆上市后，却出现了低于所属行业均值的情况；根据生益电子的半年报，在 2021 年前半年中，综合营业收入减少、营业成本上升等因素，直接导致了净利润减少 56.59%，因此，上述两项指标也出现了在分拆上市后低于行业均值的情况。

综上所述，生益电子分拆上市后，盈利能力指标相较于之前有着较差的变化趋势，主要是因为宏观经济因素所导致的原材料价格上涨、营业收入变少这两个因素所导致，与分拆上市并无直接关系。因此，分拆上市对于生益电子的盈利能力的影 响，在短期看来也并不显著。

4. 成长能力分析

在生益电子成长能力的分析方面，笔者主要挑选了总资产、营业收入以及净利润的增长率这三个指标进行分析，表 5.6 列示了生益电子的上述三项指标与上年同期同比增长情况。

表 5.6 生益电子成长能力对比

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
总资产增长率 (%)	7.41	62.66	21.86	36.01
营业收入增长率 (%)	20	50.78	17.35	-11.41
净利润增长率 (%)	53.96	106.94	-0.44	-56.59

资料来源：根据生益电子财务报表计算所得

由表 5.6 可知，生益电子在分拆上市前后，总资产一直处于增长的水平，分拆上市后，仅半年时间，总资产增长率就达到了 36% 之多，这主要得益于分拆上市所募集到的资金。其次，分拆上市前三年中，总资产一直在增长，说明生益电子处于业务的扩张阶段，也印证了 PCB 业务的迅猛势头。营业收入及利润在分拆上市后有所下滑，如前文所述，是由于生益电子原材料价格上升、商品单价降低所导致的。

综上所述，分拆上市由于募集到大量资金，所以总资产增长率的攀升与分拆上市有着直接的关系，而营业收入增长率以及净利润增长率的变化则与分拆上市并没有直接联系。

5. 现金流量分析

表 5.7 列示了生益电子现金流量状况：

表 5.7 生益电子现金流量情况

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
经营活动的现金净流量	3.19	2.63	8.38	1.02
投资活动的现金净流量	-2.30	-5.66	-10.25	-4.52

续表 5.7 生益电子现金流量情况

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
筹资活动的现金净流量	-1.11	4.68	1.17	15.18
现金及现金等价物净增加额	-0.18	1.66	-0.72	11.66

资料来源：生益电子财务报表

从表 5.7 可以看出，生益电子 2021 年上半年现金及现金等价物增加 11.66 亿元，这主要来自于分拆上市所募集到的资金，根据生益电子 2021 年的半年报可知，目前生益电子已按照招股说明书中对上市募集资金的用途对资金投入了项目的扩建。由此可以看出，生益电子正处于成长期，需要资本投入来维持其 PCB 业务在行业内的地位。生益电子在科创板实现分拆上市后，具有了独立融资的优势，而且日后再融资时也会获得更高的融资额，因此，如果本次募集资金的运用情况合理、经营得当，随着公司不断的发展，日后必定会有更高的成长性。

6 结论与不足

6.1 案例结论

本文对《试点规定》出台后的第一例 A 股分拆上市案例进行了深入研究。以前文整理的分拆相关理论为基础,再结合现阶段我国与分拆相关的政策以及不同资本市场的特点,对于生益科技实施分拆的动因、进行分拆的路径和成功分拆后的效果三个方面进行了集中性的研究,得出了以下结论:

1.获得融资和实现战略布局是生益科技分拆上市的最主要驱动因素

从企业融资驱动角度来看,分拆上市后,生益电子会以独立姿态面对资本市场,这意味着生益电子有了全新的融资平台,相应的也会减轻生益电子在成功分拆前生益科技对它的资金方面的限制;从上市前的现金流量情况来看,母子公司均需要大量的资本投入以稳固自身的行业地位;从募集资金的实际流向来看,生益电子在获得了科创板上市的权益融资后,除了补充少部分营运资金外,将融资额的大部分都迅速投入到与印制线路板业务相关的项目建设当中。因此,获得融资是本案例主要的驱动力。

从战略布局角度来看,生益科技的战略是进一步发展壮大其覆铜板业务,而生益科技的覆铜板与生益电子的印制电路板处在产业链的上下游。要想迎合生益科技的发展战略,就必须使得子公司独立经营管理。因此,生益电子的分拆上市有助于形成自己的独立经营管理体系、帮助生益科技实现良好的内部资源整合,让母公司更好地朝着自己的战略目标发展。

2.对于像生益电子这样的科技型企业来说,A股分拆比境外分拆综合优势更为明显。

由于《试点规定》出台时间仅仅两年,境内分拆的通道开启时间不久,目前我国上市公司的成功分拆案例中,还是 H 股分拆和新三板分拆的案例占据大多数。而新三板分拆则通常是有分拆意向的上市公司在不满足 A 股、H 股上市条件下的“备选项”。因此,本文重点对比了 H 股、A 股分拆路径。通过对比,笔者发现,尽管 H 股在分拆的实质性要求上更为宽松,但 A 股分拆确有着符合政策导向、市场估值更高、可能更有利于再融资的优势,所以在整体层面来说,如果

有分拆意愿的上市公司，想要像案例公司生益科技及生益电子一样，寻求新的融资平台，并更好的迎合自身发展战略，那么在 A 股分拆一定是满足条件后总体优势更大的路径。

3.分拆上市使得母子公司的估值均有所提升，而在不改变公司业务的情况下，在短期内对财务指标的影响很小。

本文运用了市盈率、市净率及市销率的估值方法，对分拆上市前后生益科技及其子公司生益电子的估值进行了计算检验；结果发现，上述三种估值方法下，生益科技与生益电子的估值均由于分拆上市而得到了提升。因此，从提升估值角度来评价，分拆上市产生了良好的效果。

而对于成功分拆后的财务绩效，笔者在分析后发现，除了分拆上市募集资金导致了生益电子的资产负债率、流动比率及速动比率有所好转外，其余财务指标在分拆前后的变化主要取决于企业的业务、宏观经济因素对于案例公司的影响，因此，分拆上市在短期内对财务指标的影响微乎其微。

6.2 案例建议与启示

在如今“互联网+”的大环境下，众多企业都将互联网与自身传统业务相融合，试图形成多元化的发展态势。因此，为数不少的 A 股上市公司希望通过分拆的方式使其子公司得以进一步的发展。本文在研究了分拆新规定下首例实现境内分拆上市的案例后，希望从上市公司以及监管层面两个角度为分拆上市提供下列建议：

首先，站在上市公司的角度，分拆上市应当是为迎合企业的发展战略而作出的决策，而不能由于近两年来分拆现象的盛行而产生“羊群效应”，将分拆上市作为一种“敛财”的手段。对于母公司来说，不能仅着眼于分拆上市带来的估值提升、以及分拆对于融资压力的减轻等优势，还应当结合自身财务状况，充分考虑分拆是否会导致优质资产流失等劣势，在综合优劣势后，作出是否分拆的决定；对于子公司来说，在母公司作出分拆上市的决定后，一定要按预定用途使用募集资金，严格遵守中国证监会对于上市公司的管理制度，将分拆上市的优势发挥出来，明确自己在母公司战略布局中的地位，对分拆上市后如何配合母公司实现集团整体的资源整合有明确、清晰的规划。同时，在满足境内外分拆上市的条件，以自

身需求为导向选择适合的分拆路径。

其次，从监管层的角度来看，H股与A股在分拆上市后母子公司的独立性、关联交易方面都有着相应的规定，目的是为了保护中小股东的利益，防止母子公司假借分拆上市之名行损害中小股东利益之实。然而，这些规定却不像分拆上市的财务指标要求那样具有“实质性”，大多表现为要求上市公司出具母子公司不存在关联交易、均为独立经营的承诺函，因此这些条款颇具“形式性”。因此，从完善现有规定的角度，应当进一步加强上市公司的披露要求，例如要求上市公司在不泄露商业机密的情况下尽可能披露自身分拆上市的详细动因，以保护外部投资者不会因为“炒概念”式的分拆而蒙受利益损失；从增加新规定的角度，本文建议加入分拆上市决议上的“异议股东回购请求权”，以保护中小股东不会因为无法对分拆决议形成关键性表决而损害自身利益。

6.3 本文研究局限性

1. 业绩分析所使用数据的时间跨度较短

截止本文写作时间，生益科技分拆上市案例成功上市仅一年多时间，因此只能以成功分拆后不到一年的财务数据来研究分拆对生益电子短期绩效的影响，并未对案例公司分拆后的长期绩效进行分析。

2. 财务指标分析深度不足

本文的案例结果表明，案例公司分拆前后财务指标的变化与分拆上市本身并无直接关联，因此本文也并未用完整的综合分析体系继续分析分拆对案例公司的影响，而仅停留于业绩方面的简单财务指标分析。

3. 估值分析可能与实际情况有差距

本文运用市盈率、市净率及市销率的估值方法，对分拆上市后母子公司的估值提升情况进行了计算检验，得出分拆上市释放了子公司价值也提升了母公司估值的结论。然而，在资本市场中，股价受到多方因素的影响，所以股价在分拆上市时的走势可能存在与分析不一致的情况。

参考文献

- [1]. Allen, McConnell. Equity carveouts and managerial discretion[J]. The Journal of Finance,1998(2):105-135.
- [2]. Alexandros, Prezas, Murat Tarimcilar. The Pricing of Equity Carve-Outs[J]. Financial Review,2015(4):451-456.
- [3]. Apostolos Dasilas, Stergios Leventis. The performance of European equity carve-outs[J]. Journal of Financial Stability,2018(3):13-18.
- [4]. Goold M, Luchs K. Why Diversify-Four Decades of Management Thinking[J]. The Academy of Management Journal,2013(11):219-225.
- [5]. Jeff Madura, Terry. The long-term performance of parent and units following equity carve-outs[J]. Applied Financial Economics,2002(3):113-121.
- [6]. John R.M Hand, Terrance R Skantz. The economic determinants of accounting choices: The unique case of equity carve-outs under SAB 51[J]. Journal of Accounting and Economics,1997(2):64-69.
- [7]. Kimberley E, WilliamHarden. Corporate Restructurings: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs[J]. Journal of Business Finance & Accounting,2017(3):56-84.
- [8]. Lawrence M. Benveniste, Huijing Fu,Paul J. Seguin,Xiaoyun Yu. On the anticipation of IPO underpricing: Evidence from equity carve-outs[J]. Journal of Corporate Finance, 2018(5):94-123.
- [9]. Lewis H. K. Tam. The impacts of parent's listing status on subsidiary's financial constraint and cost of equity capital: the case of equity carve-outs[J]. Accounting & Finance,2014(1):77-82.
- [10]. MinoruOtsubo. Gains from equity carve-outs and subsequent events[J]. Journal of Business Research,2008(11):90-99.
- [11]. MalcolmBaker, JeffreyWurgler. Market Timing and Capital Structure[J]. The Journal of Finance,2012(1):45-52.
- [12]. Nanda. On the good news in equity carve-outs[J]. The Journal of Finance,2018(5):14-26.
- [13]. Prezas,Alexandros P,Tarimcilar,Murat,Vasudevan,Gopala K. The pricing of equity

- carve-outs [J]. The Financial Review,2000(5):43-58.
- [14]. Powers. Deciphering the motives for equity carve-outs[J]. The Journal of Finance,1998(1):15-19.
- [15]. Robert Comment, Gregg A. Jarrell. Corporate focus and stock returns[J]. Journal of Financial Economics,2015(1):145-156.
- [16]. Schipper, K,Smith. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: share price effects and corporate restructuring[J]. The Journal of Finance,1986(8):24-36.
- [17]. The Rand. Using the capital market as a monitor: Corporate spinoffs in an agency framework[J]. Journal of Economics,1991(6):56-76.
- [18]. Vijh. The positive announcement-period returns of equity carveouts: asymmetric information or divestiture gains [J]. Journal of Business,2002,75(1):153-190.
- [19].邓建平,曾婧容,饶妙.房地产企业分拆上市的资本逻辑——以碧桂园为例[J].财会月刊,2020(19):156-160.
- [20].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.
- [21].贺丹.上市公司分拆上市的差异性分析[J].证券市场导报,2009(3): 23-27+34.
- [22].胡嘉晨.资产剥离:理论与实践——“摩托罗拉-飞思卡尔”和“东北高速”案例研究 [M].2010.
- [23].黄清.国有企业整体上市研究——国有企业分拆上市和整体上市模式的案例分析[J].管理世界,2004(2):126-130.
- [24].蒋叶琴.境内上市公司分拆上市的路径分析[J].经济视角,2012(5):62-63+61.
- [25].李青原,王永海,韩晖.分拆上市与股东价值创造——“同仁堂”案例的再分析[J].经济管理,2004(8):51-59.
- [26].李欣,王颖.对国有商业银行上市途径的现实思考[J].金融论坛,2001(5):29-33.
- [27].林凌.上市公司面对二板市场的选择:分拆上市[J].证券市场导报,2000(7):36-43.
- [28].林旭东,聂永华.基于复合实物期权理论的分拆上市价值研究[J].价值工程, 2009, 28(3):61-66.
- [29].林旭东,聂永华.分拆上市与价值创造:多视角的经济动因分析[J].深圳大学学报:人文社会科学版,2009,26(2):57-63.
- [30].林旭东,唐明琴,程林,等.分拆上市的价值创造:来自中国市场的实证研究[J].南方经

- 济,2015(7):47-60.
- [31].刘永泽,唐大鹏,于焜,等.境内上市公司创业板分拆上市的价值创造机制[J].南京审计学院学报,2012(1):4-11.
- [32].毛洪涛.上市公司财务战略与国家宏观调控路径的新探索——评严洪博士《上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究》[J].会计之友,2014(5):2-3.
- [33].念延辉.上市公司分拆上市的财务效应分析——以康恩贝分拆佐力药业上市为例[J].会计之友,2013(24):58-60.
- [34].皮海洲.现阶段不宜提倡分拆上市[J].武汉金融,2010(5):71-72.
- [35].沈佳焯,郭飞.中概股回归国内资本市场的路径及动因——药明康德“一拆三”回归的案例分析[J].财会月刊,2018(11):95-102.
- [36].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.
- [37].王晶华,金铭.集团公司整体上市与上市公司绩效研究[J].陕西科技大学学报:自然科学版,2010,28(1):165-169.
- [38].王婷婷,和会娣.金山软件分拆上市价值研究[J].企业管理,2021(9):116-119.
- [39].王新红,薛焕霞.创业板分拆上市公司经营绩效评价研究[J].财会通讯,2014(9):29-31+35.
- [40].肖大勇,罗昕,邓思雨,等.企业分拆上市动因:市值管理还是拓展融资渠道——同方股份分拆上市案例研究[J].上海管理科学,2013,35(6):72-78.
- [41].严洪.上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究[M].中国金融出版社,2013.
- [42].于海云,杨庆林,罗正英,等.我国A股上市公司分拆上市动因的实证研究[C].中国会计学会第八届全国会计信息化年会论文集.2009:337-357.
- [43].杨杨,于芝麦,杜剑.股权分拆上市背景下企业税负与企业价值关系研究[J].税务研究,2018(7):103-109.
- [44].杨羽.公司换股吸收整体上市后的业绩表现问题研究[J].财会通讯,2020(12):110-113.
- [45].章和杰.国有商业银行分拆上市的悖论[J].经济学家,2004(1):117-119.
- [46].赵家国.企业分析上市中的战略思维[J].财务与会计,2008(11):48.
- [47].赵敏.分拆上市经济动因的实证研究[D].南京理工大学,2004.
- [48].赵敏.同仁堂分拆上市经济动因的实证研究[J].南京财经大学学报,2004(6):64-67.

- [49].赵敏,张莉芳.西方分拆上市经济动因综述[J].北方经济,2006(2):14-15.
- [50].赵霞.分拆上市能否创造价值?——基于用友网络分拆畅捷通上市的案例[J].财会通讯,2020(16):98-102.
- [51].赵勇.国有商业银行分拆上市后的不当关联交易问题研究[J].首都经济贸易大学学报,2004(5):36-39.
- [52].周黎,赵亚男.上市公司分拆上市研究——基于对同仁堂分拆上市的案例分析[J].财会通讯,2009(20):114-118.

后 记

本学位论文是在邢铭强导师的指导下完成的。邢老师严谨的教学精神、严肃的科学态度、精益求精的工作作风，深深地感染和激励着我。老师不仅在学业上予以悉心指导，更是在生活上给我无微不至的关怀，在此谨向邢老师表达我最诚挚的谢意和崇高的敬意！

其次，还要感谢兰州财经大学会计学院答辩组的各位老师，在论文的开题以及写作过程中提出了许多宝贵意见，才有了今天完整的论文。

最后，我要感谢我的父母，感谢父母二十多年来对我的培养，是你们在背后默默无闻的奉献，成就现在的我，以前是你们为我遮风挡雨，以后是我让你们昂首挺胸！

谢谢！