

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



MBA 学位论文

论文题目 甘肃工程咨询集团整体上市动因及绩效研究

研究生姓名: 贺勇

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授

学科、专业名称: 工商管理

研究方向: 企业管理

提交日期: 2022年9月28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： 贺勇 签字日期： 2022. 12. 16

导师签名： 方文彬 签字日期： 2022. 12. 16

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： 贺勇 签字日期： 2022. 12. 16

导师签名： 方文彬 签字日期： 2022. 12. 16

Research on the overall listing motivation and performance of Gansu Engineering Consulting Group

Candidate : He Yong

Supervisor: Fang Wenbin

摘 要

由于我国国有企业在国民经济中占有非常重要的地位,所以对其改革一直是社会的热点难点问题。2016年国务院国资委、财政部、证监会印发《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》,2017年党的十九大提出要完善各类国有资产管理体制,加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组,促进国有资产保值增值以及2020年我国正式启动了《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》,方案明确了以管资本为主的国资监管体制,推动国有经济布局优化和结构调整,提高国有企业活力和效率等等,每次最新国企改革相关文件的出台必将引起全社会和资本市场的广泛关注。

甘肃工程咨询集团是甘肃省内工程咨询业务类型最齐全的地方性国有资本控股的工程咨询服务类企业,其在甘肃省工程咨询行业中占有十分重要的地位,虽然在过去的发展中取得了一定的成绩,但是其在过去的发展中也面临筹资渠道不足、业务范围不大、缺乏有效地股权激励措施以提高员工的积极性等现实问题,而本次甘肃工程咨询集团整体上市可以有效解决以上难题,为其今后高质量的健康、稳定、可持续发展奠定了更加坚实的基础。本文在系统的整理、总结国内外学者对于整体上市相关研究的基础上,结合甘肃工程咨询集团整体上市这一具体案例,运用事件研究法、财务能力分析以及非财务指标分析法,并且本文在研究的过程中积极引用国内工程咨询行业整体的经营财务数据,最后对甘肃工程咨询集团整体上市进行系统的总结,首先,在本次整体上市的研究窗口期内,甘咨询的月均超额收益率为0.207%,整体上市事件窗口期短期收益为正,说明甘咨询整体上市扩大了市场影响;其次,通过上市前后财务数据对比分析,得出甘咨询整体上市后企业的财务绩效得到了明显的改善;再次,甘咨询通过2018年整体上市后其EVA值上升显著增加了企业价值;最后,甘咨询上市之后企业的融资能力、股权激励措施等相比上市之前有了明显的提升。由此可以看出,甘肃工程咨询集团整体上市是一个多赢的局面,这必将为今后甘肃省内国有企业的改革提供非常有价值的参考意义。

关键词: 甘咨询 整体上市 动因 绩效

Abstract

As state-owned enterprises play a very important role in the national economy, their reform has always been a hot and difficult social issue. In 2016, the State owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council, the Ministry of Finance and the Securities Regulatory Commission issued the Opinions on the Pilot Implementation of Employee Stock Ownership in State holding Mixed Ownership Enterprises. At the 19th National Congress of the Communist Party of China in 2017, it was proposed to improve the management system of various state-owned assets, accelerate the optimization of the layout, structural adjustment and strategic restructuring of the state-owned economy, promote the preservation and appreciation of state-owned assets. In 2020, China officially launched the Three Year Action Plan for the Reform of State owned Enterprises (2020-2022), The plan clarifies the state-owned assets supervision system focusing on capital management, promotes the optimization of the layout and structural adjustment of the state-owned economy, and improves the vitality and efficiency of state-owned enterprises. Every time the latest documents related to the reform of state-owned enterprises are issued, the whole society and the capital market will pay close attention to them.

Gansu Engineering Consulting Group is a local state-owned capital holding engineering consulting service enterprise with the most complete

types of engineering consulting business in Gansu Province. It plays a very important role in the engineering consulting industry in Gansu Province. Although it has made some achievements in the past, it has also faced insufficient financing channels and small business scope in the past. The lack of effective equity incentive measures to improve the enthusiasm of employees and other practical problems, while the overall listing of Gansu Engineering Consulting Group can effectively solve the above problems, laying a more solid foundation for its high-quality, healthy, stable and sustainable development in the future. Based on the systematic arrangement and summary of relevant research on overall listing by domestic and foreign scholars, combined with the specific case of the overall listing of Gansu Engineering Consulting Group, this paper uses the event study method, financial capability analysis method and non-financial index analysis method, and actively quotes the overall operating financial data of the domestic engineering consulting industry in the process of research, and finally systematically summarizes the overall listing of Gansu Engineering Consulting Group. First of all, during the research window period of this overall listing, the monthly average abnormal return rate of Gan Consulting was 0.207%, and the short-term return in the window period of the overall listing event was positive, indicating that Gan Consulting's overall listing expanded the market impact; Secondly, through the comparative analysis of financial

data before and after the listing, it is concluded that the overall financial performance of Gan Consulting has been significantly improved after the listing; Thirdly, after Gan Consulting's overall listing in 2018, its EVA value has risen significantly, increasing the enterprise value; Finally, Gan Consulting's financing ability and equity incentive measures after listing have been significantly improved compared with those before listing. It can be seen that the overall listing of Gansu Engineering Consulting Group is a win-win situation, which will certainly provide a very valuable reference for the reform of state-owned enterprises in Gansu Province in the future.

Key words: Gan consulting; Overall listing; Motivation; Performance

目录

1. 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外研究现状	3
1.2.1 整体上市动因相关研究	3
1.2.2 整体上市绩效相关研究	6
1.2.3 文献评述	10
1.3 研究内容与研究方法	11
1.3.1 研究内容	11
1.3.2 研究方法	12
2. 相关概念及理论基础	13
2.1 相关概念	13
2.1.1 整体上市概念	13
2.1.2 整体上市主要模式	13
2.2 理论基础	16
2.2.1 寻租理论	16
2.2.2 激励理论	16
2.2.3 企业边界理论	17
2.2.4 协同效应理论	17
2.2.5 规模经济理论	18
2.3 整体上市绩效分析方法	18
2.3.1 事件研究法	18
2.3.2 财务能力分析	19
2.3.3 EVA 指标分析	19
2.3.4 非财务指标分析	20
3. 案例介绍	21

3.1 甘肃工程咨询集团上市背景	21
3.2 甘肃工程咨询集团上市参与方概况	21
3.2.1 甘肃工程咨询集团基本概况	21
3.2.2 兰州三毛实业股份有限公司基本概况	22
3.2.3 甘肃省国有资产投资集团有限公司基本概况	23
3.2.4 甘肃工程咨询集团与兰州三毛实业股份有限公司的关系	24
3.3 甘肃工程咨询集团上市方案及过程	25
3.3.1 整体上市方案	25
3.3.2 整体上市过程	26
4. 甘肃工程咨询集团上市动因分析	28
4.1 企业资本市场需求	28
4.1.1 提升行业地位	28
4.1.2 满足企业融资需求	29
4.2 企业盈利能力需求	30
4.2.1 规模经济优势	30
4.2.2 增强盈利能力	31
4.3 企业整合发展需求	32
4.3.1 发挥协同效应	32
4.3.2 引进外部管理经验	33
5. 甘肃工程咨询集团整体上市绩效分析	34
5.1 整体上市市场绩效分析	34
5.1.1 事件分析窗口及数据	34
5.1.2 回归模型设定	35
5.2 整体上市财务绩效分析	38
5.2.1 盈利能力分析	38
5.2.2 偿债能力分析	43
5.2.3 营运能力分析	46
5.2.4 成长能力分析	50
5.3 EVA 分析	53

5.3.1 税后净营业利润的调整 (NOPAT)	53
5.3.2 资本总额的调整 (TC)	54
5.3.3 加权平均资本成本率的计算 (WACC)	54
5.3.4 EVA 值的计算	56
5.4 整体上市非财务绩效分析	57
5.4.1 融资能力分析	57
5.4.2 企业协同效应分析	58
5.4.3 外部管理经验分析	58
6. 研究结论与不足	59
6.1 研究结论	59
6.2 研究不足	60
参考文献	62
后 记	66

1. 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

国有企业是我国国民经济健康稳定发展的中坚力量,在我国国民经济发展中起着主体作用。党的十八届三中全会重申了混合所有制经济在我国地位和作用,一致认为它对我国经济制度的完善起着非常重要的补充作用,2017年党的十九大又进一步强调了当前我国国有企业改革的主要任务,其重点就是要完善各类国有资产管理体制,改革国有资本授权经营体制,加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组,促进国有资产保值增值,推动国有资本做强做优做大,有效防止国有资产流失,让更多的非国有资本参与到国有企业改革的进程中来,2020年,我国正式启动了《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》,方案明确了以管资本为主的国资监管体制、推动国有经济布局优化和结构调整、提高国有企业活力和效率,而整体上市是多年来国企改革的重要战略任务之一,其承担着实现国有企业改革高质量发展的重任。

兰州三毛实业股份有限公司是一家成立于上世纪七十年代的主要生产经营纺织类业务的国有企业,虽然其在过去近五十年的发展中也为甘肃省、西北地区乃至全国作出了突出贡献,但是进入二十一世纪之后随着东南沿海纺织企业的快速成长崛起,其发展方式就仍然略显传统粗放,纺织品生产主要集中在中低端产品,高附加值产品占全部纺织品的比重不高,高端原料纺织面料长期依赖进口,在织造、染色以及后整理等纺织高科技领域仍然与东南沿海纺织企业甚至西方的意大利、德国以及亚洲的日本等纺织强国有不少差距,2010年以后其经营发展举步维艰连续多年亏损甚至一度到了退市的边缘地步。

甘肃工程咨询集团股份有限公司成立于2018年4月份,是一家营业范围主要包括咨询评估、项目管理以及工程设计等综合性的工程服务企业集团,虽然其成立的时间不是很长,但其下属子公司均设立时间悠久,技术实力比较雄厚,经营范围遍布甘肃省内外,获得过多项国家以及甘肃省的表彰奖励,为甘肃省乃至西

北地区的经济和社会发展做出了重大贡献,2017年荣获全国优秀水利水电勘察设计金质奖和甘肃十佳卓越建筑企业,但是其在发展中也面临诸如国有资本占比过大、缺乏有效的员工业绩考核激励机制、经营管理水平较低、融资手段单一、业务范围局限于甘肃省内等突出现实问题。

因此,如何改善兰州三毛实业股份有限公司和甘肃工程咨询集团股份有限公司的经营管理现状就成为了企业管理高层必须面对的难题。作为当下国企改革中普遍采用的新模式,实施企业整体上市可以最大限度的解决以上问题,有着其他企业上市模式无法比拟的优点,因此此种模式是实现国企改革效益最大化的有效选择。2018年上半年,为了解决甘肃工程咨询集团经营中存在的现实问题和三毛派神连续多年亏损的经营困境,继续维持三毛派神的上市资格,根据国家关于国企改革的相关政策以及甘肃省国资委的具体要求,上市公司三毛派神与甘肃省内最大的本土工程咨询企业甘肃工程咨询集团股份有限公司进行了重大的资产重组事项,甘肃工程咨询集团整体上市的工作就此拉开序幕。

本文通过研究分析甘肃工程咨询集团整体上市这一具体案例,从整体上市动因研究出发,最终以整体上市绩效作为检验本次整体上市成功与否的标准。鉴于传统的财务指标分析方法不能完全客观真实的反映本次整体上市的最终结果,本案例在引用传统的财务统计数据计算分析外,还通过查阅相关文献特别是对工程咨询服务行业整体经营平均财务数据的引入并结合EVA分析研究方法,最终得出其整体上市前后的绩效变动情况;通过盈利能力、偿债能力以及成长能力等财务指标的研究评价其财务绩效;通过融资能力、协同效应以及积极引进股权激励措施的研究评价整体上市后的整合效果,最终通过一系列的计算分析来验证企业最初选择整体上市的目的是否科学合理,并在论文结尾阐述自己的研究结论与研究不足。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

仔细查阅有关整体上市相关文献可以发现,由于每个企业的发展历程不同、经营模式不同、主营业务不同以及企业管理人员的管理风格都不尽相同,每个企业都会选择适合本企业特点的模式选择整体上市的方式,理论界对于整体上市也

研究多年，并且已经形成了几套逻辑清晰、理论科学的研究方法，但是仔细查阅文献可以进一步发现，目前整体上市的研究大多主要集中在银行业、制造业、快递业以及房地产等行业中，对于国有工程咨询企业整体上市的研究寥寥无几。本文通过深入分析甘肃工程咨询集团上市动因、研究对比甘肃工程咨询集团整体上市前后的经济绩效，最终得出研究结论，进一步完善丰富了国内对于国有地方工程咨询类企业整体上市动因以及绩效理论的研究方法，具有一定的现实理论意义。

(2) 现实意义

我国国有企业改革从1992年开始到现在，每年都会有新的改革举措出台，国有企业经过了长时间的发展壮大，已经在我国国民经济中牢牢占据主导作用。2020年，全国国有和国有控股企业全年营业总收入约为63.29万亿，同期我国全年GDP约为101.6万亿，可以看出，我国国有经济占全国经济总额的比例已经超过了一半。进入新发展时期，就必须用新的发展理念研究国企改革的新方法，随着国家对资本市场越来越重视，更多的国有企业选择整体上市，以此积极响应国家关于国企混合所有制改革的要求。不同行业的国企选择何种整体上市方式，上市后把不同的业务如何进行高效的整合以及上市后如何进行绩效评价，对这些问题的探讨可以为国企改革者提供有用的意见建议。甘肃工程咨询集团现已整体上市四年左右，上市后的经济效益已经初步显现。本文期望通过对这一案例的详细研究，提炼总结出甘肃工程咨询集团整体上市过程中比较新颖的做法，以期为同类国企改革提供新颖的方法路径。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 整体上市动因相关研究

由于每个企业的发展模式和业务模式不尽相同，每个企业发展过程中遇到的问题都不同，所以，各个企业想通过整体上市实现什么目的，整体上市会给企业经营管理方面带来哪些变化和创新，对企业整体上市目的的研究是整体上市研究的起点。梳理国内外相关文献，可以发现学者们对企业整体上市原因的研究主要分为以下四个方面：

(1) 解决分拆上市的弊端

我国的资本市场经过近 30 年的发展,从小到大,从弱到强,截止 2020 年底我国资本市场总市值全球第二,已经发展成为企业融资手段的重要平台。由于各种原因,我国相当一部分上市公司期初都选择分拆上市,其通常做法是将企业集团中盈利能力强、发展前景比较广阔的优质资产从集团中剥离出来进行资产重组整合后进行上市,而之前原有的成长性较差资产则被继续留在集团内部。针对这种现象,我国学者王妮(2019)指出,大多数企业选择整体上市这种模式,最重要的原因就是希望彻底解决通过资产分拆上市这种模式带来的各种弊端,比如,集团内部企业之间关联交易比较频繁、上市公司内部产业链过于单一等问题;张文、马俊峰(2014)通过对江西铜业进行整体上市全过程的详细研究,发现整体上市主要是为了避免分拆上市以后产生的各种缺陷而选取的上市模式,整体上市可以有效解决企业之间的同业竞争和减少内部之间的关联交易;杨羽(2020)通过研究强调,伴随着企业集团规模的不断扩大,集团选择进行分拆上市的企业数量越来越多,集团内部越来越多的盈利性较差资产逐渐被剥离,使各个企业之间的发展更加不平衡、不协调,不利于集团以后的健康可持续发展,而整体上市这种模式可以很好的解决这种问题。

(2) 改善治理结构,产生规模经济

企业借助整体上市这一发展过程中重要的战略机遇窗口,可以对管理部门、技术部门、销售部门等进行大刀阔斧的改革,进一步合理设置部门层级精简人员编制、结合集团实际统一调度内部资金,通过引入集团外部的战略投资者,可以引进外部先进的生产技术和管理经验使企业可以更加高效的使用现有资源,进一步减少企业内部的交易费用和成本,进一步压缩企业综合生产经营成本,更加突出主业优势,各产业协调发展,保持集团发展的连续性,充分发挥规模经济的优势进一步增强企业抵抗经营风险的能力。丁凌梓(2020)发现企业选择整体上市的主要原因之一就是整体上市可以进一步提高集团的规模效应和协同效应,上市后企业运行效率明显提高,企业价值得到进一步提升;肖万、宋光辉(2013)强调部分国有企业选择整体上市进行股份制改革过程中,可以通过非公开发行新股等多种方式积极引进集团外部的战略投资者,他们有更加先进的企业管理经验和外部社会资源,可以多渠道帮助国有企业盘活现有的资源,积极解决国有企业经营管理效率低下、资产盈利质量不高等突出问题,从而进一步提高企业的盈利能力;

钟冰(2020)通过研究发现整体上市不仅可以有效的解决企业内部之间的关联交易,避免同质化恶性竞争,还可以最大化的完善拓展上市企业的产业链,增强企业抵抗经营风险的能力,给上市公司带来协同效应。国外学者通过研究也发现整体上市可以完善企业内部的组织结构,提高企业的经营效率,使企业的价值得到提升产生规模经济。Aggarwal(2015)指出,企业通过整体上市可以引进外部先进的管理理念,破除以前陈旧的管理方式,进一步创新公司治理新方式,推动企业产生规模经济,保持企业主次业务均衡协调发展使协同效应最大化;Hein A(2020)强调,企业通过整体上市可以引进更加先进的生产设备进一步加速企业内部的产业升级,增加企业产品的附加值,从而推动企业价值的进一步提升。

(3) 拓宽融资渠道和筹集资金

夏铭敏(2020)强调通过定向增发股票的形式实现整体上市,有利于上市公司募集到生产经营所需要的大量资金,定向增发的企业可以通过指定的银行账户对上市公司募集资金的使用情况进行时时监督,确保募集的资金使用到指定的用途;许奇挺(2005)通过对 TCL 实施整体上市过程进行研究后指出,企业通过实施整体上市有利于扩大企业的社会影响力,更加有利于企业从金融机构、资本市场等多渠道全方位筹措到使用成本很低的资金,企业可以根据生产经营需要合理安排统筹调度资金,有利于企业持续稳定健康的发展;徐畅(2019)指出通过整体上市不仅可以大量优质的资产注入到上市公司,有利于增强企业今后的盈利能力,而且可以为上市公司筹措到生产经营所亟需的大量资金,对企业今后的发展起到了至关重要的作用。

(4) 满足利益相关者的需求

周健(2009)强调随着国内经济的快速发展,国家愈加重视资本市场在国民经济中的重要作用,鼓励企业进入到资本市场募集资金,伴随着国有企业混合所有制改革的深入推进,大股东出于自身的利益考量叠加企业管理层的现实需求使得大量的国有企业通过整体上市的方式登陆到国内资本市场;赵宇华(2008)通过研究提出企业实施整体上市有两种动机,一是企业通过整体上市对集团内部的组织结构进行战略重组,从整体上内化企业的生产经营成本,提高企业在市场上的竞争力,二是以整体上市为幌子,通过财务手段挖空上市公司达到非法目的。

1.2.2 整体上市绩效相关研究

(1) 短期绩效研究

查阅相关文献可以发现,企业整体上市绩效的研究主要分为短期绩效和长期绩效。国内外专家学者对于短期绩效的研究多半采用事件研究法以及实证研究法,细化到具体个案上市公司的研究中多以前者即事件研究法居多。国内外学者对于短期绩效的研究结论较为一致,即企业的短期绩效会随着整体上市而出现了明显的提升。

西方的资本市场经过了近200年的发展,由期初的野蛮生长到现在的规范化运行,取得了不错的成绩。西方学者们对于整体上市短期绩效的研究比较多并且也提出了许多具有建设性的意见。Jensen、Ruback(1983)通过选取美国1970年—1980年大型企业集团进行资产重组后研究发现,企业资产重组会对企业短期绩效的改善起到明显的促进作用,但从长期绩效的研究来看,企业价值的波动会随着时间的推移而趋于平缓; Bruner(2002)在详细研究了1971年—2001年近136篇并购重组相关的文献后得出,并购重组能够提升企业的短期价值; Devi S(2020)借助市场绩效法的分析研究发现,上市公司通过整体上市使得其股价在整体上市重新复牌三天后出现了较大幅度的增长。

我国的资本市场起步较晚但是发展迅速,上市公司的数量和质量相比期初都有了质的变化,公司可选择的上市方式也日趋多元化,学者们对于公司整体上市短期绩效的研究也日趋深入。谢菲(2011)对整体上市企业股票回报率通过运用事件研究法研究后得出,企业股票的短期回报率随着整体上市的实现出现了显著提高;李聪(2020)研究发现,资本市场对于企业公告整体上市信息日前后表现出来的反映是乐观的;张丹(2014)在对A股资本市场61家已实现整体上市的企业借助事件研究法分析其短期绩效出现了相同的结论,她发现案例企业的超额累计回报率在整体上市方案公告前后45个交易日内总体呈现上升趋势;佟岩(2015)在对国内2004年—2013年实现整体上市的企业通过实证分析法研究后得出,整体上市对于企业短期绩效的影响是正向的;胡挺和沈文华(2015)通过研究后发现,整体上市通常会给上市企业带来新的优质资产,更有利于企业日后稳健经营发展,多数情况下会对企业的财务状况产生积极的作用;吴艳菊和郑继兴(2016)着重从上市公司资本市场短期股价的反映角度进行研究后发现,上市企业的股价由于整体

上市工作的推进出现了较大幅度的上涨，会提高企业的总体市值；张自巧(2019)通过对近几年整体上市的案例研究后强调，整体上市不仅为上市公司注入新的优质资产，而且带来新的经营理念和管理方式，进一步激发了企业的积极性和创造性，提升了企业短期的财务绩效和管理水平。

(2) 长期绩效研究

学者们通过案例研究得出整体上市对于企业长期绩效的影响结论不尽一致，一部分学者通过研究论证分析发现整体上市能够为企业带来积极的正面影响，企业价值得到了进一步的提升；但是另一部分学者通过研究后强调整体上市给企业带来了负面效应，企业价值不仅没有提升反而进一步减少，不利于企业今后的发展。

国外关于整体上市对于企业长期绩效的研究比较早，案例企业比较多，得出的结论有积极影响的一面。Healy和PalePu(1992)通过选取美国1980年—1990年近52个进行重大资产重组的案例研究后发现，通过进行资产重组企业内部有限的资源得到了更进一步高效的整合，机构设置也更加合理，企业的盈利能力得到了提升，资产重组为企业带来了非常显著的正向效应；Kaplan和Weisbach(1992)通过选取1971年—1982年12年间近280个资产重组案例研究后发现，近60%的企业收购后利润为正或是基本处于微利状态，其余的40%利润出现了负数；Verna E C(2020)通过研究案例企业整体上市以后绩效的变化，发现多半企业在进行资产重组并剥离不良资产以后的发展中企业的绩效出现了明显的提升，得出了整体上市提升了企业的综合竞争能力；Shi S M(2020)通过对案例企业进行资产重组前后续效的变化研究发现，资产重组后企业的盈利能力、成长能力以及吸引人才的能力都有了非常大的提升，资产重组对于企业今后的发展起到了非常巨大的促进作用。

国外学者对于企业进行重大资产重组后绩效变化的研究并不全是积极乐观的一面，也有部分研究人员通过对于案例企业进行资产重组后绩效的变化发现，重组后部分企业的利润出现了下滑甚至亏损的现象。国外研究较早的如Geoffery Meeks(1977)通过选取233个英国比较典型的进行资产重组的案例企业并进行详细的调查研究后得出的结论是，这些资产重组企业中的155家重组以后的绩效连续5年中低于行业绩效的平均水平，并且这些案例企业在重组完成后的五年中部

分财务指标如总资产收益率出现了持续性下滑的现象,得出资产重组不利于企业今后发展的观点; Cascio W F(2021)研究后得出的结论是由于各种原因企业在完成资产重组后其业绩并没有出现显著的提高; Devi S(2020)同样通过选取部分进行资产重组企业绩效前后的变化研究得出,资产重组后部分目标企业的盈利能力、成长能力并未出现明显的提高反而出现了下滑的不利现象;对资产重组前绩效进行详细量化研究比较突出的学者如 Bruner, Bruner(2002)通过对200家企业进行资产重组前后其绩效变化的具体研究计算分析后得出,有且仅有27%的企业在重组后其绩效出现了明显的提升,60%的企业在重组后其业绩变化并不明显,甚至出现了13%的案例企业在重组后其绩效出现了大幅度的下滑。

我国的研究人员对于企业实现整体上市以后长期绩效的研究大多采用财务指标分析法和实证研究法,并结合其他诸如事件研究法等辅助方法加以研究运用,在众多的研究方法中相比较而言财务指标研究法对于研究对象的限制比较少,所以,这种方法在国内对于整体上市研究中得以普遍运用。通过查阅国内对于企业整体上市以后长期绩效的研究,发现我国学者对于整体上市长期绩效研究的结论既有积极的观点也有消极的观点。部分研究人员研究后强调企业的长期绩效会随着企业整体上市而出现较大幅度的提升。党国豪(2022)通过对整体上市以后企业的治理结构研究发现,整体上市可以明显降低公司之间的关联交易数额并且进一步加强公司的控制权,这些举措都进一步促进了公司经营绩效的提升,有利于公司以后的长远发展;吕强(2018)通过对企业整体上市绩效的研究得出,整体上市有利于企业进一步完善公司的治理结构,引进外部先进的管理经验和高素质的人才队伍,这些措施都对公司今后稳定健康的发展起着至关重要的作用,进一步增强了公司以后发展的韧劲和耐力,提升了企业自身的价值;张国富和王晨(2018)通过对案例企业整体上市过程研究发现,为了更加高效的利用企业整体上市的效用,企业的管理层会更加重视内部资源的优化整合,简化公司内部不必要的工作流程,最大限度的降低公司自身的综合成本;任振宇(2019)研究后发现,随着企业的整体上市,企业会进一步压缩自身各项不必要的开支,资源流入到最需要的地方,综合成本随之下降,此外,整体上市会进一步优化公司的股权结构,公司的治理水平和经营绩效都得到了提升。

另一部分研究人员通过对我国企业特别是国有企业实现整体上市以后长期

绩效的研究发现,整体上市未能显著提升企业的业绩水平。莫磊、胡国强(2013)通过选取2004年—2010年7年间通过各种方式完成企业整体上市的71家公司研究后强调,虽然整体上市从长远看进一步扩大了企业的经营规模,但是企业的经营效率并没有得到同步的提升,企业长期绩效变化不是非常明显;尹筑嘉、杨晓光和黄建欢(2013)通过对我国国有企业整体上市以后的绩效研究发现,整体上市有利于提升企业的短期绩效,但是这种提升作用无法形成可持续性,故对企业长期绩效影响不大;曹雪娟(2022)研究后发现,企业集团为了进行资产重组实现整体上市,通常会多方筹措数额巨大的资金,如果企业集团整体优质资产整合效果不及预期,企业就会面临非常大的资金压力,那么整体上市就不会为集团公司带来长期的效益;赵春雪(2020)研究后认为,企业集团的证券化率会随着优质资产的整体上市而不断提升,集团内部公司间交叉持股的现象时有发生,并且集团内部子公司之间、子公司与上市公司之间的内部交易频繁,集团公司内部之间的同业竞争问题很难在预期的时间内加以解决,不利于企业集团的长远发展。

(3) EVA 分析绩效研究

除此之外,近年来学者们除了运用传统的财务指标研究企业整体上市前后续效的变化之外还积极采用EVA分析法研究其整体上市后价值的增值情况。EVA分析法是由美国著名的咨询公司斯特恩·斯图尔特于1990年首次提出,之后在学术界得到了广泛的推广运用。Shawn Tully(1993)经过深入的思考研究对EVA分析法进行了进一步的补充和完善,提出了提高企业经济附加值3种可行性的具体方法;Mansurya(2021)为了进一步研究分析影响企业最终价值的决定因素,对EVA分析公式运用连续替代理论进行了部分转换,得出的结论更加可靠和完善,对于提高企业管理层科学的制定公司以后的发展战略规划具有非常重要的意义;曾繁荣(2016)运用传统财务指标研究方法和EVA分析方法对我国国内上市的新能源企业的价值创造能力进行研究对比发现,EVA分析方法研究的最终结果更加科学和高效;郑智伟(2017)运用EVA分析方法并结合FCFF模型计算研究了我国国内房地产龙头企业万科的数据,研究的结果与万科后来的市场表现基本一致;谢蕾蕾(2016)则以我国新三板上市公司中的软件企业金和网络为具体研究对象,计算其具体的财务数据结合对其价值的评估,得出EVA分析在测算企业近期股价走势方面比市盈率分析更有优势。综上所述,对企业整体上市前后续效的研究除了采用传统的

财务指标计算以外加以运用EVA 分析研究模型，得出的结果会更加全面，进一步增加研究结论的说服力。

1.2.3 文献评述

经过对整体上市相关文献的研究和梳理发现，西方国家由于资本市场起步早发展快速，得益于现实条件西方学者对于企业整体上市研究成果丰硕，我国由于资本市场起步较晚并且关于整体上市相关的法律法规等规章制度还在进一步完善阶段，企业整体上市可选择的模式少、数量也不是很多，我国国内对于整体上市的研究大多处于理论分析和实证研究阶段。进入21世纪，国家对于资本市场愈加重视，鼓励企业通过多种合法途径进入资本市场进行融资，随着我国要求国企改革要进一步不断深化，我国国企通过整体上市企业的数量日渐增多，理论界对于整体上市动因和绩效的研究也逐渐增加。本文通过对整体上市动因和绩效两个方面的研究，在系统整理相关文献后总结出如下观点：

(1) 大部分学者研究后发现整体上市有利于企业的长远发展，但也有少部分学者指出整体上市对企业今后的发展会产生一定的负面作用。整体上市的优点集中表现在如下几个方面：企业通过整体上市可以降低内部的交易成本、进一步加快构建企业完整的产业链、充分发挥企业之间的协同效应进一步提升集团公司的市场竞争力，整体上市可以使得企业充分利用资本市场进行融资扩大企业的影响力。并且通过整体上市可以天然性的弥补分拆上市所带来的缺陷，如减少企业之间的同业竞争和关联交易等。

(2) 学者们对于整体上市企业短期绩效的研究大多运用事件研究法；对于整体上市企业长期绩效的研究大多运用实证研究法或会计研究法，在实际研究过程中也会积极采用相关财务数据加以研究分析。学者们对于整体上市短期绩效的研究结论基本一致，随着企业整体上市成功股票恢复交易，企业的股票市价短期会出现不断上涨，企业的市值随之提升，即整体上市短期会对企业的绩效产生积极的正向作用；对于整体上市对企业长期绩效影响的研究方面，国外学者出现了不同的研究结论，一部分认为会产生正向作用，也有一部分认为会产生负面的消极影响，我国由于资本市场形成较晚，相关的法律法规也不是非常健全，企业可选择的上市模式有限，导致我国整体上市的企业数量有限，并且影响长期绩效的

因素多种多样,我国学者关于整体上市对企业长期绩效影响的研究结论也不是非常一致。

近年来,随着EVA分析法被我国学者普遍采用,这种研究方法不仅能够很好的弥补传统财务指标研究方法的部分缺陷而且在部分方面也会反映出股东财富的变动情况。本文将对整体上市相关的理论文献进行系统的整理归纳,在此基础上以甘肃工程咨询集团整体上市为例,运用事件研究法、财务指标研究法和EVA分析法等分析其上市的动因和绩效并对影响绩效的因素加以研究分析,最终得出研究结论和启示,希望对此后有意通过整体上市登陆资本市场的企业提出有益的建议。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文将对我国国有企业重组上市模式的研究分为以下6个部分,其主要内容包括以下几个方面:

第一章为绪论和文献评述。主要将从本文的研究背景、研究目的及意义并对国内外相关文献进行了整理和述评,随后介绍了全文的研究内容和研究方法,梳理全文的思路框架。

第二章为概念的界定和相关理论的介绍。首先,介绍了整体上市的相关概念;其次,研究分析目前整体上市主要模式和其各自特点;最后,主要介绍了整体上市动因方面的相关理论。通过以上三个方面的归纳概括,为本文的案例研究提供理论支持。

第三章为案例介绍。主要通过对甘肃工程咨询集团整体上市的背景、目的和具体上市方案的介绍,为下文整体上市前后的财务效应研究分析做好案例铺垫。

第四章为整体上市的动因分析。通过对资本市场需求、盈利能力需求以及整合发展需求三个角度的分析探讨,对其整体上市后的成效检验做基础。

第五章为甘肃工程咨询集团整体上市后的绩效分析。首先,通过研究对比整体上市前后股票市值的变化研究分析对企业价值的影响;其次,运用财务数据对比分析法研究对企业财务绩效的影响;最后,对甘咨询上市后融资能力、协同效

应、股权激励的分析研究整体上市后公司治理是否得到了优化和改善；此外，本文引进国内建筑设计咨询行业平均的财务数据，对本文的案例企业做出整体上市成功与否的评价。

第六章为结论和不足部分。通过本文具体的案例分析研究得出结论，以期通过此研究为其他同类型企业整体上市提供一些有益的参考，同时指出本文研究的不足之处和可改进的地方。

1.3.2 研究方法

本文拟采取的研究方法大致如下：

(1) 财务指标评价法：在分析企业的经营状况以及对整体上市前后财务绩效的对比研究时都是以财务指标为基础的。本文选取的财务指标主要包括盈利能力、偿债能力、营运能力以及成长能力四大类，希望通过以上四方面研究分析得出客观、公正的研究结论。

(2) 比较分析法：为了更加客观、真实的反映整体上市对企业财务数据变化的影响，本文在进行财务指标评价法具体的研究过程中，采用比较分析法，将案例企业甘肃工程咨询集团与其同行业公司的平均财务绩效进行了横向的对比研究。

(3) 事件研究法：本文在对甘肃工程咨询集团整体上市前后长短期财务数据的变化以及短期市场绩效和长期市场绩效进行研究分析时，为使研究全面主要采用事件研究法和财务指标评价法。

2. 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 整体上市概念

企业整体上市这种上市模式是在我国现实特有的经济环境中产生的,是在我国管理层针对国内资本市场发展现状科学分析研究之后提出的,有利于实现我国的政策导向和监管需要,因此这种上市模式是带有中国特色经济制度的,所以国外理论界对于“整体上市”这一模式并没有太多的具体研究。我国的证券市场从1990年诞生已有31年,但是直到2004年TCL集团通过换股合并同时实施IPO的方式成功实现整体上市,为我国企业实现上市探索出一条新的路径,揭开了我国证券市场企业整体上市的大幕。我国的研究人员对整体上市的研究起步较晚,并且对企业整体上市的研究是相对于企业分拆上市而言的,但是随着我国通过整体上市登陆资本市场上企业的数量越来越多,国内学者对于整体上市的研究成果也广泛而丰富起来,总体而言,整体上市的概念本质就是企业集团的资产重组。综合现有的研究结论,学者们对于整体上市的定义主要分为以下两类:

一种是指现有企业集团内部没有已经上市的子公司,集团公司为使其主要经营资产整体上市进行资产重组实施股权多元化改革,最终集团公司变为上市子公司的控股股东。

另一种是指企业集团现已有一个或多个已经上市的子公司,集团母公司选用一家已经上市的子公司当做上市平台,企业集团母公司运用资产重组手段使其资产负债并入已上市子公司,最终集团公司的主体业务完成了整体上市。

本文认为甘肃工程咨询集团整体上市属于第二种整体上市类型,通过上市公司三毛派神与甘肃工程咨询集团股份有限公司进行重大的资产重组事项,甘肃工程咨询集团成功实现了整体上市。

2.1.2 整体上市主要模式

国内学者们对于企业整体上市模式的研究结论不尽一致,理论界普遍认为的

模式有三种、四种也有七种的，出现了百家争鸣、百花齐放的状态。不过在当下学术界普遍认为整体上市的模式主要有以下四种。

(1) 换股IPO 模式

换股IPO 模式具体是指集团公司合并已经上市的子公司，集团公司用其股份与上市子公司的股份进行交换，然后注销子公司，最终集团公司发行新股，实现整体上市的目的。在这种模式下，集团所有的资产都要实现上市，因此是一种干净、透彻的上市模式。概括来说，母公司整合集团所有的资产，子公司完成退市，最终集团母公司通过IPO的方式登陆资本市场。具体而言，这种模式主要通过吸收合并和IPO两个步骤实现，首先进行吸收合并股份帮助集团公司完成内部的产业整合、精简机构提高效率、理顺全产业链管理，通过以上可以进一步压缩集团整体的生产经营成本，然后集团母公司聘请中介机构进行IPO发行新股，最终通过资本市场获取大量的资金。由于在我国进行IPO要满足很多上市的硬性指标要求，整个流程比较烦杂，大量的企业无法完全满足上市的基本条件，整个上市期间耗时也比较久，所以此种模式主要适用于集团公司整体资产质量好实力强劲但上市子公司整体实力偏弱的情况下，整体而言只有部分少数企业愿意通过这种模式实现整体上市，比如2000年上市的上港集团等。

(2) 定向增发模式

就目前来看，定向增发是一种广泛应用的整体上市模式。操作方式大概如下：集团内已经上市的子公司根据监管部门的批复向其集团控股股东定向发行股票，集团控股股东通过用集团公司的资产置换股票的方式，完成集团公司整体上市。由此可见，这种模式不仅使上市子公司取得了集团公司部分或全部的资产，上市子公司的资产规模进一步扩大，集团公司也由于成功上市社会影响力进一步增强，而且此种模式简单易行、上市成本低、审批程序少，所以很多集团公司都愿意采用这种模式达到整体上市的目的。这种模式通常应用于集团公司部分主营业务资产和相关辅助业务相关资产规模都相对较大的情况下，这些集团公司有内部统筹协调产业资源、最大限度减少内部交易的能力。由于这些集团公司早期通常将优质资产进行分拆上市，剩余的低值资产往往难以满足上市监管的要求，为了集团整体利益最大化，集团公司往往将符合要求的剩余资产通过这种方式并入上市子公司。比较典型的如鞍钢股份。

（3）反向收购模式

此种模式与定向增发基本相类似，也是将有上市需求的集团企业和已上市公司的股份进行换购，从而实现整体上市。但是该模式和定向增发还是有本质性的差异，主要表现为已上市的公司实际控制权并不在有上市需求的集团公司这边。其实仔细研究不难发现，此模式实质就是借壳上市，资产总量较小的上市公司根据监管部门批复发行股票换购资产总量较大的集团企业股权，当然，站在法律的角度，上市公司为合并方，但是实际操作过程中，集团企业才是真正的合并方。通过查阅相关文献得出，此模式一般适用于集团企业内部之前盈利能力差的资产出现了业绩拐点，盈利能力逐渐增强，集团企业通过采用此模式将这些资产并入上市公司，这样可以进一步减少集团企业内部之间的关联交易，进一步充分发挥协同效率，增强集团公司发展的能力。比较典型的如宝钢股份和武钢股份。

（4）换股吸收合并模式

若集团公司资产实力雄厚并且拥有若干家已经上市的子公司，集团公司从上市子公司中选择一家为上市的载体，吸收合并其余的上市子公司，之后仅仅保留运作载体上市子公司的法人资格，其他的子公司法人资格全部注销，此模式就为换股吸收合并模式。由于所有子公司都处于同一集团公司的控制之下，并且子公司基本都是同行业或者临近产业链的合作方，集团公司运用这一模式可以横向、纵向高效的进行内部资源的整合，进一步理顺产业链、合理配置资源、统一协调统一调度，最大限度的提高生产经营效率，采取积极措施有效的减少集团内部之间的同业竞争和关联交易。当然，这种模式的缺点也显而易见，由于只保留一家上市子公司作为整体上市的载体，其余上市子公司都要被注销甚至退市，在我国公司上市监管日趋严格的背景下无疑造成了大量上市资源的浪费。从以上分析可以发现，若集团公司下辖的几家已上市子公司处于相近产业链条的上下游或者他们的业务范围有交叉重叠部分，集团公司可以采用这种模式实现整体上市。比较典型的如美的集团和百联集团等。

本文分析的甘肃工程咨询集团整体上市属于通过定向增发模式成功实现企业的整体上市。

2.2 理论基础

2.2.1 寻租理论

寻租理论最早的提出者是 Gordon Tullock，他于上世纪 60 年代在他的论文中对这一理论进行了初步的概括和解释，但是这一理论概念是由美国经济学家 Anne. Krueger 于上世纪 70 年代在她研究国际货物贸易中为什么各国会出台贸易保护主义政策的一项研究中被正式提出。她认为，租金产生的根源是由于社会对某种生产要素的需求有了大幅度的提高而此种生产要素的供给却因种种原因未能增加从而导致供需失衡所产生的的差价。从目前我国资本市场的发展现状来看也存在着比较严重的寻租行为，目前我国企业上市的主要途径就是 IPO，但是此种方式需要经过监管层严格的审核备案，随着社会经济的飞速发展越来越多的企业选择登陆资本市场，所以排队时间久、审核手续复杂且严格是这种模式最主要的缺点，鉴于此已经成功上市的企业就成为了一种非常稀缺的资源。很多企业会选择手续简单、时间短的借壳上市模式，但是由于壳资源的稀缺性所以就产生了寻租行为。通常而言借壳上市获取租金的途径一般有两条：一是借壳成功上市之后股票的发行、定价以及在资本市场流通所带来的收益；另一种为成功借壳上市之后增发配股所带来的收益。寻租理论为借壳上市提供了理论支撑。

2.2.2 激励理论

激励理论的目的是了解员工的需求并去尽可能的满足，从而调动员工的工作积极性和主观能动性，从而驱使员工为了企业与自身的利益去努力工作，最后推动了公司企业利润与员工权益最大化的实现。根据激励机制学说，激励机制分为两种类型，一种为短期性激励机制类型；另一种为长期性激励机制类型。短期绩效激励类型是以调整员工的薪酬水平为核心，主要通过提升员工薪酬水平来实现激励效果；长期激励机制类型是指能够让员工长时间为企业服务而着眼于企业未来的长远发展，目前主要通过给予公司股份来实现激励效果。具体来看，通过股份激励机制能够使得企业员工更多的从公司的利益全局出发，认同企业的愿景，以此更好的使员工与企业的利益紧紧联系在一起，在追求自身利益的同时也推动

企业价值的最大化。此外，在企业面临重大问题的抉择时，拥有股份的员工也会积极支持维护其股东权益，从而规避掉经营者可能损害其利益的潜在风险。

2.2.3 企业边界理论

企业边界理论是由著名的经济学家、新制度经济学的创始人科斯最早做了系统阐述，他指出，在市场经济中所有的交易活动都有一定的成本，在企业日常的生产经营活动中，企业如果能将交易活动中产生的成本成功转换为企业内部合理的资源配置，这将必然减少企业的交易成本。由此可以推出，企业不论是在市场中进行交易还是内部自身的交易都会产生或多或少的交易费用，信息的不完全对称以及市场的不确定性会进一步提高交易费用。企业边界理论认为，所有企业的生产经营活动都有一个最优的边界，当企业所有的资源配置恰好处于这一边界时生产活动效率达到最高效的状态。实际中，企业偏离最优边界的情况时有发生，这就需要企业根据自身情况做出及时的调整，假如企业尚未接触到最优边界，企业可以采取扩产、合并或者重组的方式来扩大自身的边界，假如企业现有的生产经营活动已经超出了最优的边界，即企业各项成本开支过大，企业可以通过减产、分拆和剥离等多种方式相结合的办法来缩小自身的边界，通过以上方式的调整可以随时使企业的生产经营活动效率最大化。集团公司通过整体上市将其全部的资产负债并入上市公司，全公司最终合为一体，由此可见，整体上市对于企业对其边界的调整具有积极作用，有助于企业减少各项成本费用，对企业业绩的改善具有非常显著的影响。

2.2.4 协同效应理论

美国战略管理学家伊戈尔·安索夫于上世纪 60 年代对此理论进行了系统表述，该理论认为企业在进行资产重组后，新企业的经济效益大于之前各企业经济效益的简单加总，会出现“ $1+1>2$ ”的效果，其主要从经营协同效应、管理协同效应以及财务协同效应三方面表现出来。经营协同效应是指重组后随着企业整体生产规模的进一步扩大，企业集中采购和销售有利于减少中间交易成本，科学调度生产各环节提高生产效率，分摊在单位产品上的销售费用将进一步下降，企业间合作研发新产品新技术，不断降低产品成本获取技术和价格优势。管理协同效

应是指企业合并重组后集团公司可以根据每个企业具体的生产经营情况统筹调配人力资源和设备，确保人尽其才、物尽其用，最大化提高资源利用率，同时，因企业整体上市其股权结构进一步优化，公司治理结构进一步健全，对企业发展很有帮助。财务协同效应表现为企业并购以后集团公司可以合理配置现金流，将资金投入到收益最大的地方，规模的扩大进一步增强了企业偿债和筹集资金的能力，资金取得的成本进一步下降。整体上市有利于集团公司对内部有限的资源进行更加高效地利用，从以上三个方面实现企业效益的进一步提升。

2.2.5 规模经济理论

从经济学发展的历史来看，该理论最早的创始人为亚当·斯密，其在著作《国富论》中指出，劳动分工和更加专业化的生产方式能够显著提高企业生产经营的效率。随后美国著名的经济学家阿尔弗雷德·马歇尔对该理论进行了更加科学的解释和系统的论述，他在代表作《经济学原理》一书中提出，企业进行并购重组生产规模扩大以后，有能力购买更加现代化的机器设备和采用更加先进的生产工艺，并能够对企业内部的人才资源进行更加合理的统一调配，随着企业产品数量的递增分摊在每个产品数量上的成本就会降低，即在特定时间范围内，企业生产规模的扩大会降低企业产品的成本，企业的利润水平会得到提高，规模效应的获得主要通过管理、研发和市场营销这三个途径。目前，我国上市公司面临的主要问题为集团母公司与上市公司之间产业链不统一、生产管理不能高效协调以及资源不能实时共享等造成了企业产品的生产成本不能有效的降低，而此理论可以很好的解决以上的问题，企业可以借助整体上市高效的整合集团公司和上市企业在采购、生产、销售、管理、研发等方面的资源，随着企业生产规模的不断扩大，产品的成本会进一步降低，企业的盈利水平会显著提高，从而获的规模效应。

2.3 整体上市绩效分析方法

2.3.1 事件研究法

该方法在经济学案例的研究中运用比较广泛，主要是研究资本市场上某特定事件的发生对上市公司股价波动的影响程度。当然，采用这个方法也是以有效市

场假设为前提的，即股票的市场价格充分反应了市场中已知的所有公开信息，投资者都为理性的投资人，投资者所做出的投资决定也都是理性的。该方法首先选定距离事件宣告日前后的某段时间作为窗口期，通过对这段特定时期超额累计收益的计算，来反映出资本市场对特定事件的敏感程度，若该数值为正，即投资者认为这一事件会给上市企业带来积极地影响，企业的价值会得到提高，若该数值为负，即投资者认为这一事件会给上市企业带来消极地影响，企业的价值会相应地减少。通过对整体上市绩效相关文献的梳理可以发现，学者们通常采用该方法研究整体上市对于企业短期绩效的影响。

2.3.2 财务能力分析

财务能力分析方法是一种很普遍很传统的研究方法，运用计算公式通过对企业财务报表特定数据的提取计算得出企业整体上市前后续效的变化情况，除了通过对单一财务指标的计算分析之外，为了更加全面准确的反映整体上市对于企业绩效的影响程度，也可以采用多种财务指标相结合的方法，实际中研究整体上市对企业长期绩效的影响多采用该方法。综合考虑各种因素在众多的财务指标中，学者们大多通过对盈利能力、偿债能力、营运能力以及成长能力等四个方面的指标计算分析得出研究结论。当然，在实际中财务指标的选取具有一定的主观因素而且有些指标的推断能力不是很强，所以此种方法也有一定的缺陷。

2.3.3 EVA 指标分析

EVA 是研究机构 Stern Stewart 于上世纪 90 年代初提出的一种比较新颖的价值分析模型和业绩评价方法，该理论的基础核心是剩余收益思想，相比较其他的研究方法，该方法提出的时间不是很长，但是由于其在研究时充分考虑了权益资本成本，有利于更加全面科学的得出研究结论，从而自提出之后在学术界得到了积极地推广应用。该理论主要的研究公式为企业的税后经营净利润扣除投入资本相关成本后的剩余部分，如果剩余部分为正，说明企业实现了盈余，如果剩余部分为负，说明该企业没有实现盈余甚至股东权益还受到了侵蚀。由于该计算最终结果会直接影响到对企业经营情况的评估，所以会触动企业经营者的利益，鉴于此 EVA 模型能将企业股东和经营者的利益最大化的联系在一起，利用该理论对企

业进行研究有利于企业稳定健康的均衡发展。

2.3.4 非财务指标分析

由于财务分析方法都有一个非常明显的缺陷,那就是所采用的基础数据都是企业过去整体经营情况的历史反映,仅运用过去的的数据推测企业未来的发展有点片面。随着近年来学者们对企业绩效评价理论体系的不断丰富和完善,非财务指标绩效评价方法从被提出就在实际中获得了广泛地运用,现如今经常被人们运用的非财务指标如筹资能力、股权结构、战略目标、创新能力、市场份额、核心竞争力、服务的质量以及协同效应等,本文也将从以上选取几项指标对案例企业甘肃工程咨询集团整体上市进行更加全面透彻的剖析,以期给投资者提供一个更宏观的观察视角。

3. 案例介绍

3.1 甘肃工程咨询集团上市背景

甘肃工程咨询集团是甘肃省内最大的集勘测设计、施工监理以及运营维护等全方位综合性工程咨询服务本地企业。为了进一步贯彻落实国家、甘肃省对于国有企业改革的具体要求，充分利用资本市场服务于地方社会经济发展，2018年3月份，甘肃省国资委统筹协调上市相关各方积极稳妥推进甘肃工程咨询集团整体上市的相关准备工作，同年12月24日公司收到证监会同意此次资产交易的批复文件，2018年12月27日甘肃工程咨询集团100%的股权已划转至三毛派神，后续相关的工商注销变更登记手续已经全部办理完毕，本次交易圆满完成。这次整体上市方案的基本情况为上市公司通过向甘肃国投定向增发股票的方式购买其拥有的甘肃工程咨询集团100%股权。需要特别强调的是，由于本次交易涉及不同行业且交易各方的需求不同所以这次交易难度相当大，甘肃省国资委积极协调交易各方争取实现最大的利益诉求，最终成功实现整体上市已然成为甘肃省国有企业坚决贯彻落实甘肃省委、省政府对于省属国有企业重组集中统一改革要求的具体经典案例。

3.2 甘肃工程咨询集团上市参与方概况

3.2.1 甘肃工程咨询集团基本概况

甘肃国投于2017年8月23日根据甘肃省委、省政府关于甘肃省国有企业整合集中监管的要求决定成立工程咨询企业集团，甘肃省国资委于2018年4月11日批复同意甘肃国投成立工程咨询企业集团的具体方案，工商部门于2018年4月23日核发了营业执照，甘肃工程咨询集团股份有限公司（以下简称“甘咨询”）注册资本为10亿元，营业范围主要包括咨询评估、项目管理以及工程设计等综合性的工程服务企业集团，为进一步增强甘咨询的经营实力，甘肃国投于2018年7月将省建院、城乡院以及土木院等8家企业的股权全部划转至甘咨询，至此甘肃国投履行完毕了其全部的出资义务，甘咨询的股权结构大致如下图3.1所示。

虽然甘咨询成立的时间不是很长，但其下属子公司均设立时间悠久，技术实力雄厚，经营范围遍布甘肃省内外，获得过多项国家以及甘肃省的表彰奖励，为甘肃省乃至西北地区的经济和社会发展做出了非常大的贡献，2017 年荣获全国优秀水利水电勘察设计金质奖和甘肃十佳卓越建筑企业。截止 2017 年底，甘咨询资产合计 31.79 亿元，负债合计 14.53 亿元，净利润为 2.11 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.1 亿元。

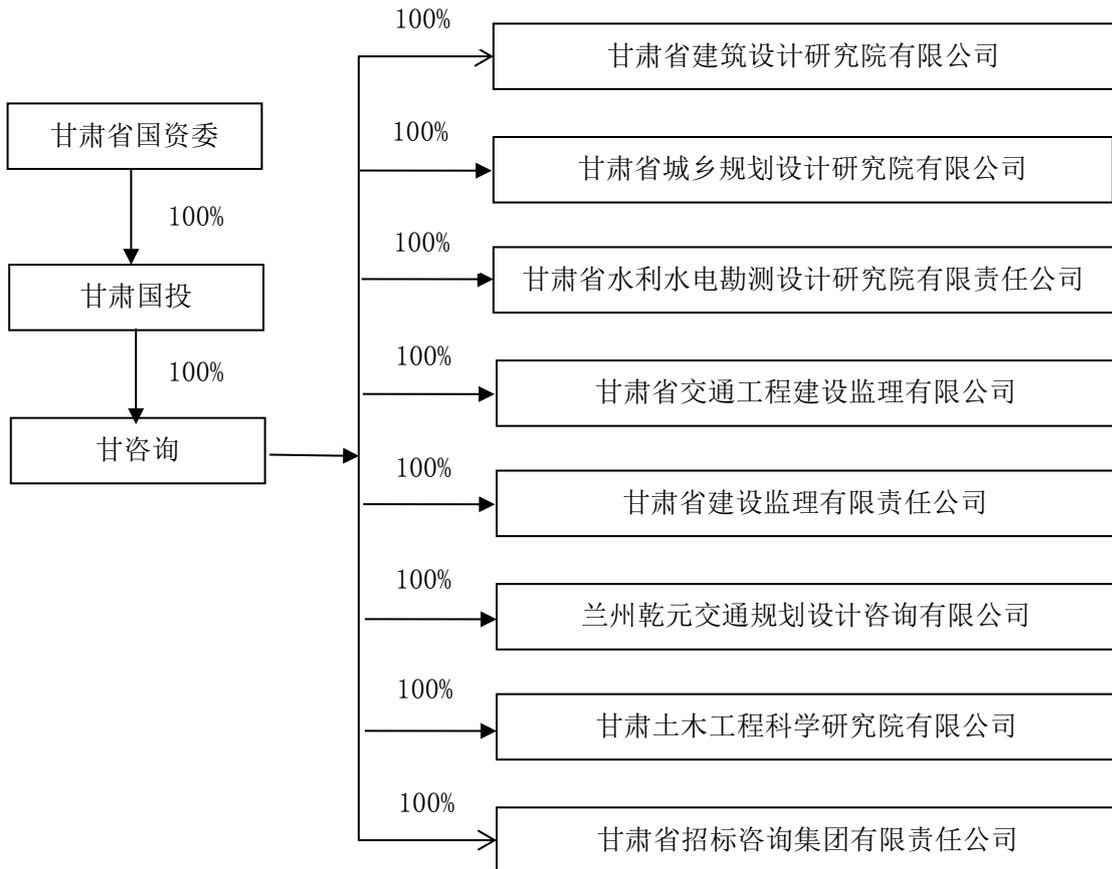


图3.1 甘咨询股权结构

3.2.2 兰州三毛实业股份有限公司基本概况

公司前身为 1972 年成立的兰州第三毛纺织厂，经过 1973 年—1994 年近二十年的发展壮大已经成为西北地区有影响力的国有企业，为适应新经济时代对国有企业改革发展的要求，1995 年经国家批准组建成立国有独资的兰州三毛纺织（集团）有限责任公司，并于 1997 年对其精纺呢绒业务进行重组，成立兰州三毛实业股份有限公司（以下简称“三毛派神”），公司的注册资本为 1.86 亿元，

业务范围涵盖服装、纺织品、纺织相关机械配件的生产销售，房地产医药项目的投资运营以及纺织业务相关的服务咨询等，经证监会批准公司对外发行了人民币普通股，同年 5 月份完成工商注册登记，并于 1997 年 5 月 28 日公司股票在深交所成功上市交易。公司最初的股本结构大致如下表 3.1 所示。

表 3.1 三毛派神最初股本结构

股东全称	持股数（单位万股）	股权性质	所占比例（%）
兰州三毛纺织（集团）有限责任公司	5582	国有股	55.37
社会公众股	4500	流通股	44.63
合计股本	10082		100

期间经过几轮的分红送股、控股股东变更以及 2007 年完成股权分置改革，伴随着公司业务规模的不断扩大，公司股东性质以及持股数量也与当初发生了非常大的变化，公司股票的流动性得到显著提高，2018 年 3 月底公司的股本结构比例大致如下图 3.2 所示。截止 2017 年年底公司主要的财务经营数据大致如下，资产合计 6.35 亿元，负债合计 3.37 亿元，利润总额 0.8 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.8 亿元。

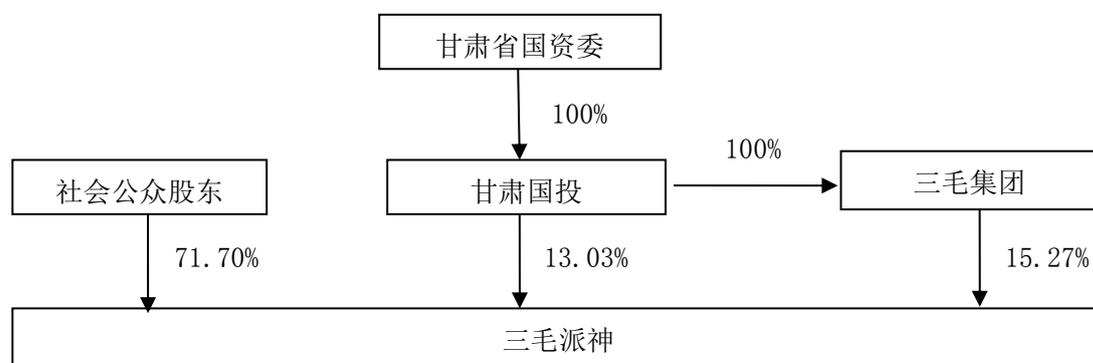


图3.2 2018年3月底公司股本结构比例

3.2.3 甘肃省国有资产投资集团有限公司基本情况

甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”）最初是根据甘政函[2006]88号文和甘政函[2007]87号文批准设立的甘肃省内大型国有资本运营管理企业，于2007年11月23日取得工商营业执照，后根据发展需要经过股权转让、增加实收资本以及注册资本，最终企业的注册资本确定为119.71亿元，

公司主要的经营范围包括国有资本的产业整合、上市公司股权管理以及贵金属材料的深加工等，截止 2017 年底甘肃省国资委直接及间接持有公司 100% 的股权，经过多年的发展壮大，甘肃国投已经在甘肃省内投资了多家具有影响力的企业集团，产业布局日益广泛，经济总量不断增加，为地方的经济发展做出了巨大的贡献，公司截止 2018 年 7 月底重要的控股及参股子公司大致如下图 3.3 所示。截止 2017 年底公司主要的财务经营数据大致如下，资产合计 2518.87 亿元，负债合计 1573.25 亿元，利润总额 15.39 亿元，归属母公司净利润 2.21 亿元。从甘肃国投的股权结构以及上述分析来看，本次交易中双方存在着关联关系，为同一控制下的企业合并。

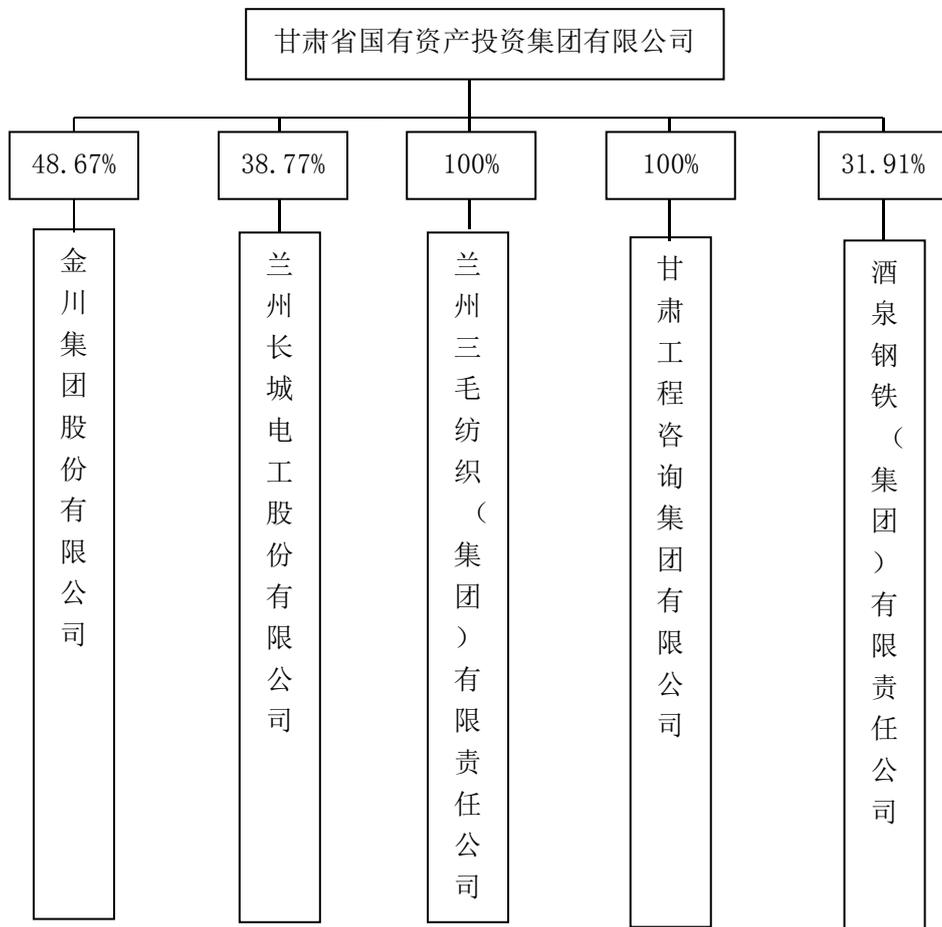


图3.3 甘肃国投重要的控股及参股子公司

3.2.4 甘肃工程咨询集团与兰州三毛实业股份有限公司的关系

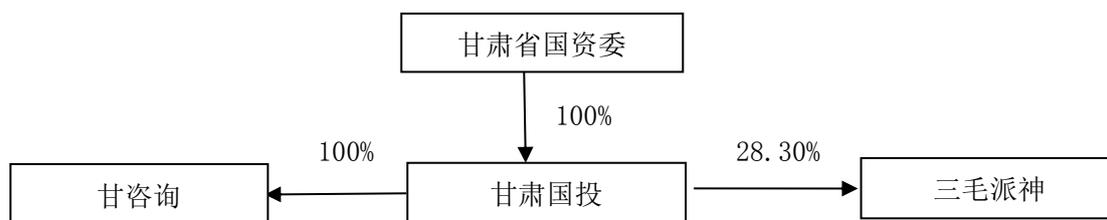


图3.4 甘肃工程咨询集团与兰州三毛实业股份有限公司的关系

根据以上的分析可以很清楚的画出甘肃工程咨询集团与兰州三毛实业股份有限公司的股权关系图，如图 3.4 所示。从上图可以看出，甘肃工程咨询集团的控股股东为甘肃国投，甘肃国投持有甘肃工程咨询集团 100%的股权，甘肃国投直接及间接持有兰州三毛实业股份有限公司 28.3%的股权。

3.3 甘肃工程咨询集团上市方案及过程

3.3.1 整体上市方案

经查阅中信证券于 2019 年 1 月出具的《兰州三毛实业股份有限公司收购报告书》可以发现，本次交易涉及三方的实际控制人均为甘肃省国资委，甘肃工程咨询集团整体上市采用的方式为同一控制下的吸收合并，三毛派神通过对甘肃国投定向发行股份用以收购其所拥有的甘肃工程咨询集团 100%股权从而达到甘肃工程咨询集团的整体上市，上市之后甘肃工程咨询集团就成为三毛派神的全资子公司，上市公司的主营业务也由原来的毛纺呢绒的研发、生产和销售单轮驱动为主转变为以工程咨询相关业务为主、毛纺呢绒业双轮驱动共同高质量发展的新局面，上市公司以后在人才招聘、资金配置、技术研发等方面都会重点考虑工程咨询板块的业务需求，毛纺呢绒业务将继续保持现有的经营管理团队不变，通过多方面改革提质增效稳步提升公司自身的盈利能力。

考虑到甘肃工程咨询集团成立的时间较短并且其拥有的全部资产均为对下属子公司的股权投资，自身无法利用自有业务独立经营赚取利润，所以本次交易运用资产基础法对甘肃工程咨询集团母公司的价值进行评估作价。最终经交易各方研究确定并报甘肃省国资委备案，本次交易的评估基准日为 2018 年 3 月 31 日，甘肃工程咨询集团母公司账面总资产为 122262.31 万元，账面总负债为 0 万元，账面净资产为 122262.31 万元，甘肃工程咨询集团的估价为 220452.36 万元，依据《重组管理办法》确定本次每股的合理发行价为 11.37 元，总发行数

量为 19388.95 万股。为使此次资产重组尽快组织实施，方案规定甘肃国投因此获的上市公司股份在其批准上市流通之后 3 年内不得转让并且甘肃国投对甘肃工程咨询集团重组完成后三年的经营业绩做出了相应的承诺。三毛派神的股权结构在本次交易完成前后的变动情况如下表 3.2 所示。从图中可以很明显的看出甘肃国投通过本次交易对三毛派神的持股比例进一步提高，属于绝对控股。

表3.2 股权结构变动

股东名称	交易前		交易后		持股比例变动情况
	持股数(单位万股)	持股比例	持股数(单位万股)	持股比例	
三毛集团	2847.26	15.27%	2847.26	7.49%	7.78%↓
甘肃国投	2430.04	13.03%	21818.99	57.37%	44.34%↑
甘肃省新业资产经营有限责任公司	801.55	4.30%	801.55	2.11%	2.19↓
上海开开实业股份有限公司	623.79	3.35%	623.79	1.64%	1.71%↓
兰州永新大贸贸易有限责任公司	569.85	3.06%	569.85	1.50%	1.56%↓
其他股东	11371.62	60.99%	11371.62	29.90%	31.09%↓
总股本	18644.10	100%	38033.05	100%	

3.3.2 整体上市过程

甘肃工程咨询集团整体上市的过程大致如下表 3.3 所示。

表 3.3 甘肃工程咨询集团整体上市过程

时间	事项
2018 年 3 月 21 日	三毛派神宣布公司的实际控制人甘肃国投正在研究制定与其有关的重大资产重组事项，公司股票自今日起停牌
2018 年 8 月 6 日	三毛派神召开董事会研究表决通过了其发行股份收购相关资产的交易预案及相关议案
2018 年 8 月 6 日	本次重组交易获甘肃国投表决通过
2018 年 8 月 21 日	三毛派神宣布公司股票恢复交易
2018 年 8 月 30 日	本次交易相关的《评估报告》获甘肃省国资委备案
2018 年 8 月 31 日	三毛派神召开董事会研究表决通过了其发行股份收购相关资产的交易报告书及相关议案
2018 年 8 月 31 日	甘肃国投董事会研究表决通过了三毛派神发行股份收购相关资产的交易报告书及相关议案

2018 年 9 月 14 日	本次交易议案获甘肃省国资委批复获准
2018 年 9 月 17 日	三毛派神召开临时股东会研究表决通过了其发行股份收购相关资产的交易报告书及相关议案，并对甘肃国投要约收购予以豁免
2018 年 9 月 21 日	三毛派神召开董事会研究表决通过了其发行股份收购相关资产股票价格不变的议案
2018 年 11 月 23 日	三毛派神召开董事会研究表决通过了修改有关本次重组业绩承诺等相关部分的议案
2018 年 11 月 23 日	本次重组涉及业绩承诺等相关部分的议案获甘肃国投表决通过
2018 年 12 月 25 日	三毛派神收到中国证监会出具的本次交易核准批复文件
2018 年 12 月 27 日	事务所出具《验资报告》甘肃工程咨询集团股权划转完成，三毛派神成为其控股股东，本次交易完成

三毛派神的注册资本在本次交易完成后变更为 38033.05 万元，实收股本变更为 38033.05 万元，2019 年 1 月 4 日中国结算深圳分公司对于三毛派神在本次交易中定向发行的新股进行了登记确认，与本次交易相关的工商、税务变更等后续工作也在同步推进。甘肃工程咨询集团的成功上市，有利于扭转三毛派神业务类型单一、经营业绩不佳的不利局面，能够帮助上市公司尽快实现主营业务的转型升级，进一步增强企业发展的抗风险能力和综合实力，盈利能力也必将在本次重组后有所改善，未来会给中小股东创造更多的收益，甘肃省也从这次交易中探索出一条更加符合本省实际的国企改革新路径。

4. 甘肃工程咨询集团上市动因分析

4.1 企业资本市场需求

4.1.1 提升行业地位

表 4.1 甘咨询 2017 年分地区主营业务收入占比

	收入金额（单位亿元）	占总收入比重
省内	15.26	93.28%
省外	1.08	6.60%
国外	0.02	0.12%
合计	16.36	100%

数据来源：公司年报

甘咨询是甘肃省内唯一一家能够同时满足不同工程咨询业务需求的全方位全过程工程咨询本土企业集团，集团下属子公司成立时间最早可以追溯到建国初期，经过近 60 多年的发展壮大，集团公司已经牢牢占据了甘肃省内工程咨询市场，为甘肃省经济的发展壮大做出了应有的贡献，公司的服务获得了客户和社会的一致好评，多项工程多次获得甘肃省以及住房和城乡建设部的表彰奖励。从表 4.1 可以看出，公司 2017 年甘肃省内业务占比最大，省外和国外业务占比过小，这种过于依赖省内业务的经济发展模式受甘肃省宏观经济影响波动非常大，非常不利于甘咨询的平稳发展。

表 4.2 甘肃省与全国固定资产投资规模比较(单位百亿元)

	2015 年	2016 年	2017 年
甘肃省	86.27	95.34	56.96
全国	5620	6064.66	6412.38
甘肃省占全国比例	1.54%	1.57%	0.89%

数据来源：甘肃省统计局、国家统计局

从表 4.2 可以看出，甘肃省 2016 年固定资产投资规模达到历史新高之后 2017

年急剧下滑，固定资产投资规模甚至跌破了 2015 年的水平，全国固定资产投资规模从 2015 年以后三年都是平稳增长，甘肃省固定资产投资规模占全国的比例也从 2015 年的 1.54% 下降到 2017 年的 0.89%，面对这种不利的发展局面，甘咨询迫切的需要扩大已有业务的市场范围，走向全国甚至抢占国外工程咨询业务市场。由于我国企业登陆资本市场需要经过非常严格的行政审核，人们普遍认为上市公司的产品、服务等各方面都比较优秀基本都是行业内的佼佼者，而企业成功上市能够迅速扩大其社会影响力，提高企业知名度，这次甘咨询整体上市对于其走向全国来说是非常有益的，有利于提高其在工程咨询行业的知名度，符合公司长远的发展规划。

4.1.2 满足企业融资需求

表 4.3 甘咨询现金流量表主要数据(单位万元)

项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年
经营活动产生的现金流量净额	-7456.32	11662.53	23386.82
投资活动产生的现金流量净额	-19380.86	-4905.91	-1716.93
筹资活动产生的现金流量净额	-2105.23	-2802.72	-2052.13
现金及现金等价物净增加额	-28942.41	3953.91	19617.77

数据来源：收购报告书

众所周知工程行业的资金需求量比较大，并且很多项目前期投标保证金的缴纳对于企业资金的周转也带来了一定的负面影响，实际中工程建设还会受到气候、政策等等不可控因素的影响，这就要求企业对于资金的管理要非常严谨科学，账面有足够的资金对于企业日常业务的开展非常重要。作为工程建设相关的工程咨询行业，甘咨询日常的经营活动中同样也会存在上述突出的资金管理问题，本文整理了甘咨询 2016 年及以后现金流量表的主要数据，2018 年只有前三季度数字。从表 4.3 可以看出，第一，甘咨询日常经营活动中产生的现金流量净额 2017 年比 2016 年减少 11724.29 万元，2018 年前三季度比 2017 年减少 19118.85 万元，日常营业活动中带来的现金流入逐年减少；第二，随着企业的发展企业的规模在

逐渐扩大,表现为甘咨询从 2016 年以后投资金额逐年递增;第三,甘咨询从 2016 年以后筹资活动带来的现金流量净额常年为负,说明企业对外筹资的手段非常有限,日常企业筹集的资金并不能对企业的发展带来根本性的改善;综合上述三方面的因素不难得出,甘咨询从 2016 年以后企业账面资金的缺口越来越大,日常经营活动抗风险的能力比较脆弱,这非常不利于企业的平稳健康发展,所以甘咨询迫切的需要找到更多筹集资金的手段,而企业上市就可以很好的解决这个问题。企业上市以后,可以从金融机构取得更低利息的贷款,并且还可以借助配股、增发、发行权证以及发行可转换公司债券等多种方式相结合的办法取得日常经营所需要的大量资金。这次甘咨询的整体上市提高了其今后发展中筹措资金的能力,对于其做大做强具有非常重要的现实意义。

4.2 企业盈利能力需求

4.2.1 规模经济优势

甘咨询下属八家子公司虽然各自独立自主经营、自负盈亏,但由于他们主要经营业务范围都属于工程咨询行业,日常业务活动中不可避免的产生了交叉重叠的现象,比如招标集团、交通监理、建设监理三家单位主要存在招标代理、工程监理等业务的重叠,省建院、水利院、城乡院以及乾元公司在工程勘察与设计、造价咨询、工程规划等业务方面存在或多或少重叠的现象,这就造成了在日常业务竞争中为了中标项目不可避免的各家低价投标的现象,这非常不利于各子公司的发展壮大,当然,对于企业集团整体的发展也产生了极为消极的负面影响。甘咨询通过这次整体上市,可以对集团内部设置不合理的部门集中进行裁撤合并,进一步压缩管理人员规模以降低企业集团整体的生产经营成本,通过多举措引进高层次人才、校企合作等提高整体技术研发能力,并在日后的项目竞争中通过对各子公司的优势资源进行集中统一调配以进一步帮助其在市场竞争中占据有利地位,并且上市之后可以积极借助资本市场的力量扩大其社会影响力,有利于各子公司的业务范围从甘肃省内进一步扩大至全国甚至国外,充分发挥其规模经济的优势。

4.2.2 增强盈利能力

表 4.4 我国规模以上纺织企业主要经营数据(单位亿元)

项目	2015 年	2017 年	增减额
主营业务收入	70713.5	68935.7	-1777.8
利润总额	3860.4	3768.8	-91.6

数据来源：中国纺织工业联合会

我国的纺织行业在本世纪初期得益于国内人力成本低、人民币汇率基本稳定、世界经济增长强劲等有利因素取得了飞速的发展，时至今日，我国的纺织行业不仅门类齐全、产业链完整而且综合生产规模常年稳居全球第一。回顾我国纺织行业发展的历史可以看出，从 2012 以后受人民币持续升值、国内劳动力成本上升、全球日趋严格的环保政策、各国贸易保护政策的出台以及全球经济增长乏力等诸多不利因素的综合影响对我国纺织行业的发展产生了不小的冲击。2016 年我国规模以上纺织企业的主要经营数据从中国纺织工业联合会无法完整的查询得到。从表 4.4 可以看出，2017 年我国规模以上纺织企业的收入以及利润相比 2015 年都有不同程度的下降，我国纺织行业在这段时期的发展是有一定程度萎缩的。

表 4.5 三毛派神主要利润表数据以及财务指标(单位万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	20,692.27	24,889.98	27,962.05
营业利润	-8,229.19	-7,311.86	4,170.87
非经常性损益	322.92	8620.65	11684.89
净利润	-7,906.28	1,314.13	7,925.06
归属于母公司所有者的净利润	-7,906.28	1,314.13	7,925.06
毛利率	7.77%	7.82%	14.79%
基本每股收益(元)	-0.42	0.07	0.43

数据来源：公司年报

三毛派神的主营业务为毛精纺呢绒等产品的研发、生产与销售，公司深耕纺织行业多年，通过引进吸收消化创新也研发出包括锦包氨高弹、浅艳商务衬衫以及双层起泡等几款具有较强市场竞争力的产品，公司现拥有各项技术专利 6 项，相关产品先后多次获得“唯尔佳”奖以及“红太阳杯”最佳设计奖等纺织行业权

威奖项，公司的发展也由小到大、由弱到强，其在甘肃省乃至西北地区纺织行业都有一定程度的影响力。从表 4.5 可以看出，三毛派神 2015 年-2017 年营业收入虽有一定程度的增长，净利润也有一定程度的改善，但是毛利率始终维持在一个较低的水平，这说明公司产品的市场竞争力还不是很强，高附加值产品不多，通过仔细分析财报不难发现，非经常性损益对公司利润的影响从 2015 年的 322.92 万元增加到 2017 年的 11684.89 万元，足足增长了近 35 倍，公司利润的大部分都依赖于资产处置收入以及政府补助，公司仅仅依靠自身仅有的产品难以取得足够的利润，长此以往公司极有可能产生退市的风险，这不仅对三毛派神自身的长远发展极为不利而且对整个甘肃国企的改革产生不好的影响。所以，不论是甘肃国投还是三毛派神都在通过多种途径寻找公司利润新的经济增长点，甘肃工程咨询集团的收入、利润、现金流常年都非常稳定，是一块儿非常优质的资产。通过多方积极推动，本次甘肃工程咨询集团的整体上市有利于增强三毛派神的盈利能力，公司的利润增长也由纺织业单轮驱动变为工程咨询、纺织业双轮驱动，这必将增强上市公司经济发展的质量，大幅度提高公司发展的抗风险能力，积极实现公司主营业务的战略转型升级，未来给股东创造更多的回报。

4.3 企业整合发展需求

4.3.1 发挥协同效应

甘肃工程咨询集团本次实现整体上市最终成功登陆国内资本市场，对合并双方都是非常有利的，也最大化的满足了相关各方的利益诉求，能够产生协同效应。合并后，一方面三毛派神和甘咨询可以就各自企业的现有人力资源根据需要适时进行统一调度，通过绩效考核最大限度的调动每个管理人员的生产积极性，为提高管理水平对管理人员进行集中统一培训学习交流，节约了企业日常管理成本的综合开支；另一方面甘咨询由于企业自身固有的经营属性，每年之中的一二季度是资金集中流出的时期，三四季度企业的资金才会缓慢的回笼，所以每年的一二季度是甘咨询资金需求和经营风险比较大的时期，而三毛派神每个季度的资金流入基本都是非常稳定，合并后双方可以根据自身经营业务需求合理统筹安排资金，将双方有限的资金投入到的经济效益最大的地方，并且随着合并后企业整体注册资

本的增加，企业的综合生产规模、拥有的资源、研发能力以及社会影响力会有很大的提升，这将非常有利于提高企业筹集资金的能力，企业既可以从银行等金融机构直接取得比之前利率更低的贷款也可以积极利用股票市场通过配股、增发、发行权证以及发行可转换公司债券等多种方式相结合的办法从资本市场取得日常经营所需要的大量资金。

4.3.2 引进外部管理经验

从整体上市具体的方案介绍中可以发现，甘咨询整体上市之前甘肃国投持有甘咨询 100%的股权，是甘咨询唯一的控股股东，甘咨询为国有独资公司。这种局面在企业的日常经营中有利有弊，但是从甘咨询上市之前的经营表现中可以发现这种管理模式的弊端越来越明显，比如国有资本占比过大、缺乏有效的员工业绩考核激励机制、经营管理水平不高、融资手段单一、业务范围主要局限于甘肃省内导致其营业收入增长乏力等突出问题。为了有效解决以上经营发展中的现实问题，甘咨询需要进入资本市场以便积极引进外部先进的经营管理理念，进一步扩大市场的影响力，从而为企业今后更加健康、可持续的发展探索出一条新的途径。

5. 甘肃工程咨询集团整体上市绩效分析

5.1 整体上市市场绩效分析

5.1.1 事件分析窗口及数据

事件分析法（Event Study Methodology, ESM）适用于特定事件冲击公司经营的特征研究，主要是用于分析短期冲击效应，典型如特定事件冲击公司股价、金融并购效应等，由此该方法在本文中具有良好的适用性，可以有效衡量甘咨询整体上市产生的短期影响。本研究基于 ESM 方法分析甘咨询整体上市对股价收益的冲击效应，股价是公司经营状况的有效反应，当公司层面产生一定的问题则会直接影响股价，由此以股价来衡量甘咨询整体上市的短期反应情况。本文基于上市公司于 2018 年 3 月 20 日披露了《重大资产重组停牌公告》所以选择此日期为事件节点，确定为研究的基准日，按照下图 5.1 规则设置窗口期。

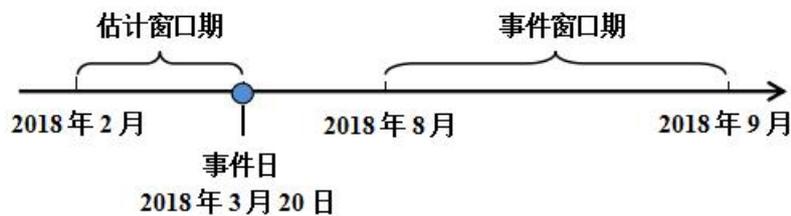


图5.1 事件研究窗口期

按照事件研究窗口期划分方法，则 2018 年 2 月 1 至 2018 年 3 月 20 日为事件研究估计期，2018 年 8 月 21 日至 2018 年 9 月 21 日为事件研究窗口期。本文运用 CAPM 模型将股票的日收益率和市场收益率进行分析，将股票股价变动的市场影响因素剔除，获得整体上市事件对股票短期绩效的影响效果，CAPM 资产定价模型基本形式为：

$$r_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}r_{mt} + e_{it}$$

其中： r_{it} —资产 i 在第 t 期的收益率（甘咨询）；

r_{mt} —为市场资产组合的收益率（沪深 300）；

e_{it} —误差项项目；

根据本文 CAPM 模型设定，获取估值期数据如下表 5.1 所示。

表 5.1 估计期市场运行数据

交易时间	Rit (甘咨询, %)	Rmt (沪深 300, %)
2018-02-01	-5.1227	-0.7016
2018-02-02	-1.8251	0.5967
2018-02-05	0.6197	0.0682
2018-02-06	-8.6990	-2.9307
2018-02-07	-3.7100	-2.3714
2018-02-08	0.7881	-0.9493
2018-02-09	-4.5178	-4.2720
2018-02-12	2.3658	1.2876
2018-02-13	0.3556	1.1704
2018-02-14	0.1772	0.7960
2018-02-22	1.7683	2.1622
2018-02-23	0.7819	0.4529
2018-02-26	6.2931	1.1626
2018-02-27	-1.3788	-1.4432
2018-02-28	0.4112	-0.8706
2018-03-01	1.0647	0.6324
2018-03-02	0.1621	-0.8057
2018-03-05	1.4563	0.0407
2018-03-06	-0.0798	1.2062
2018-03-07	0.6385	-0.7355
2018-03-08	2.0619	1.0144
2018-03-09	1.4763	0.7668
2018-03-12	0.0766	0.4576
2018-03-13	-1.1477	-0.8822
2018-03-14	-2.2446	-0.4377
2018-03-15	0.0792	0.5602
2018-03-16	-0.3165	-0.9702
2018-03-19	0.5556	0.4394
2018-03-20	6.3141	0.0849

数据来源：WIND 数据库

5.1.2 回归模型设定

根据研究内容性质和逻辑体系，在已具备数据挖掘基础前提下，可以通过指标数据回归来获取。回归过程本质是在系统逻辑体系的框架下获取指标数据，按照无偏、一致等规则进行估计来得到指标数据关联特征，也就是基于指标观测

过程将问题定量化,借助数学方法将观测值逼近实际值。由此形成多元分析框架,具体形式设定如下:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + \mu$$

其中: Y_i 是因变量, x_k 是自变量, β_k 是待估参数, μ 是模型误差。本文基于 CAPM 模型进行如下设定:

$$r_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} r_{mt} + e_{it}$$

其中 r_{mt} 获取沪深 300 指数收益率, r_{it} 获取甘咨询股价收益率, 具体数据选择月度数据。本研究设定了误差项, 并进一步拟合残差值并考察其分布性, 指标作为模型中的一个核心要素, 其选取是依托成熟理论和实际问题特征, 但是其是否能有效解释问题还需要进行判断, 指标本身可能是不具备解释作用的, 也可能是指标本身有解释作用, 但是受到其他横向指标干扰后丧失解释作用, 此时要确定指标的解释显著性, 回归过程引入 T 检验来检验可信度, 对应的 P 值标准参考设置为 0.05, 也就是 95% 的置信度。

本研究运用 Eviews 10.0 对资产定价模型进行线性回归得到回归参数表, 如下表 5.2 所示。

表 5.2 回归参数表

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.170344	0.416056	4.409424	0.0000
RM	1.461845	0.304198	4.805576	0.0001
R-squared	0.461009	Mean dependent var		-0.055028
Adjusted R-squared	0.441046	S.D. dependent var		2.977738
S.E. of regression	2.226253	Akaike info criterion		4.504989
Sum squared resid	133.8175	Schwarz criterion		4.599285
Log likelihood	-63.32234	Hannan-Quinn criter.		4.534522
F-statistic	23.09356	Durbin-Watson stat		1.354257
Prob(F-statistic)	0.000051			

从上表可以看出, 模型的拟合优度为 0.441046, 对应的截距项为 0.170344, RM 系数值为 0.170344, 在 99% 置信水平上通过显著性检验, 由此得到如下方程:

$$r_{it} = 0.170344 + 1.461845 r_{mt}$$

在 95% 的置信水平上, 变量通过了显著性检验, 方程拟合效果较好。如下表

5.3 所示。

表 5.3 窗口期短期收益情况

交易时间	Rmt	预期 Rit	实际收益 R	超额收益 AR
2018/8/21	1.818	2.828	-1.022	-3.85
2018/8/22	-0.562	-0.651	-0.756	-0.105
2018/8/23	0.365	0.704	2.862	2.159
2018/8/24	0.16	0.404	10	9.596
2018/8/27	2.443	3.742	10.04	6.298
2018/8/28	-0.188	-0.105	-0.046	0.059
2018/8/29	-0.4	-0.414	-3.984	-3.57
2018/8/30	-1.048	-1.361	-5.045	-3.684
2018/8/31	-0.495	-0.553	1.114	1.667
2018/9/3	-0.38	-0.385	0.848	1.233
2018/9/4	1.267	2.022	-2.101	-4.123
2018/9/5	-1.955	-2.687	-1.721	0.966
2018/9/6	-1.069	-1.393	-0.09	1.302
2018/9/7	0.453	0.832	1.172	0.34
2018/9/10	-1.452	-1.952	-0.08	1.871
2018/9/11	-0.181	-0.095	-1.033	-0.938
2018/9/12	-0.688	-0.836	-0.759	0.077
2018/9/13	1.079	1.747	-0.096	-1.843
2018/9/14	0.171	0.42	-1.263	-1.683
2018/9/17	-1.146	-1.506	-1.141	0.364
2018/9/18	2.013	3.113	4.426	1.313
2018/9/19	1.317	2.095	5.55	3.455
2018/9/20	-0.071	0.066	-0.258	-0.324
2018/9/21	3.032	4.603	-1.009	-5.612
均值	0.187	0.443	0.650	0.207
合计	4.483	10.638	15.608	4.968

根据研究窗口期上证指数值可以得到甘咨询的收益回归值，从而得到了假定在没有整体上市消息冲击的情况下，甘咨询股价收益率变得情况，再用甘咨询实际收益 R 减去回归值就得到超额收益 AR。根据计算结果，在本次整体上市的研究窗口期内，甘咨询的月均超额收益率为 0.207%，整体上市事件窗口期短期收益为正。由此说明甘咨询整体上市短期市场投资收益表现较好，一方面甘咨询作为工程咨询类公司，其整体上市后对应的基础资产规模大幅提升，其短期股价获得有效的支撑，其资产规模、营业收入、利润水平指标均得到提升，投资者可以

基于获取的信息进行正确的估值，短期超额效益显著且为正，所以股价运行收益高于沪深 300 证券指数表现。

5.2 整体上市财务绩效分析

本部分将通过企业整体上市前后日常综合经营的财务数据提炼计算出多项财务指标，比如：盈利能力指标、偿债能力指标、营运能力指标以及成长能力指标等，通过对上述多项财务指标的对比研究分析得出甘肃工程咨询集团整体上市前后的财务绩效变动情况，但是上述财务绩效的研究方法也有其自身的缺陷和不足，即仅仅通过上市公司自身纵向的财务数据指标对比分析不能完全考虑到国际国内政治环境、经济环境、社会环境、技术环境等宏观环境对公司整体上市前后财务绩效的影响程度。为了更加充分客观公正的研究整体上市对甘肃工程咨询集团财务绩效变动的的影响程度，考虑到能在国内资本市场上上市的企业都是经营管理水平比较好、社会威望比较高的企业，具有行业典型的代表性，所以本文借鉴国内学术界普遍的研究思路即通过国泰安数据库从其导出归类为工程咨询服务的所有上市企业财务数据作为研究样本，通过计算上述企业相对应的平均财务指标得出工程咨询服务类行业平均数据并与甘肃工程咨询集团相对应的财务指标进行横向对比研究，可以看出在整体行业经营环境一定的背景下，此次整体上市对甘肃工程咨询集团的财务绩效具有多大的影响。

5.2.1 盈利能力分析

投资者投入资本成立企业的目的就是赚取利润、获得回报，因此对于企业盈利能力的分析非常非常重要，盈利能力具体是指企业依靠各种资源在一定期间内赚取利润的能力，一般来说，企业盈利的最大额就是企业能够回报给股东的最大额，所以盈利能力的强弱对于企业以及投资者都至关重要。就目前来看，理论界研究分析公司盈利能力财务指标运用比较普遍的有销售净利率、销售毛利率、资产净利率以及净资产收益率等等，为逐步深入分析甘肃工程咨询集团整体上市对于上市公司盈利能力的影响程度，本文拟从众多盈利能力财务指标中选取具有代表性的毛利率、主营业务利润率以及净资产收益率来具体研究分析。毛利率是指企业赚取的毛利在销售收入中所占比重的大小，为分析企业盈利最基本的财务指

标。企业获得的利润既有日常正常经营状态下也有非正常经营情况下，比如：出售资产、会计制度变更等等，由于企业的主业才是企业的核心竞争力，通过主营业务利润率可以更加科学合理的研究企业日常经营中依靠主业赚取利润的能力。净资产收益率指标是反映投资者投入资本能够获得回报的大小，由于该指标综合反映了企业日常的生产经营状况，所以对其分析研究也很有必要。本文通过选取 2015 年-2021 年甘咨询的毛利率、主营业务利润率以及净资产收益率研究分析其整体重组上市后对上市公司盈利能力的影响程度。将以上财务指标数据整理如表 5.4 所示。

表 5.4 甘咨询 2015-2021 年盈利能力指标汇总表(%)

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
毛利率	7.77	7.82	14.79	29.96	35.96	27.97	32.39
主营业务利润率	7.76	7.19	13.66	28.96	29.64	27.19	30.96
净资产收益率	-38.44	6.01	26.59	14.37	16.59	14.32	13.39

数据来源：新浪财经

从表 5.4 可以非常明显的看出，甘咨询整体重组上市前的 2015 年-2017 年三年间，上市公司三毛派神的盈利能力水平表现确实一般，毛利率和主营业务利润率指标虽然稳中有升，但是整体数值表现都不是非常乐观，加之净资产收益率波动非常大，2015 年出现了负值为-38.44%，2017 年为 26.59%，说明上市公司日常的经营活动受外部经济环境影响很大，这对于公司今后的平稳健康发展非常不利。2018 年甘咨询整体重组上市之后，上述三项盈利能力指标发生了非常显著的变化，毛利率和主营业务利润率数值常年稳定在高水平，说明公司的业务比较有市场竞争力，能够稳定的占据一定的市场份额，净资产收益率比较高且非常稳定。综合以上分析可以得出，本次甘咨询的整体重组上市对于提高上市公司的盈利能力起到了非常显著的助推作用。

本文将国内工程咨询服务行业 2015 年-2021 年盈利能力指标整理汇总如表 5.5 所示。从图中可以直观的看出甘咨询整体重组上市对于提高上市公司的盈利能力起到了非常重要的提升作用。

表 5.5 国内工程咨询服务行业 2015-2021 年盈利能力指标汇总表(%)

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
----	------	------	------	------	------	------	------

毛利率	38.61	38.76	38.49	38.48	38.11	36.12	38.56
主营业务利润率	36.72	37.15	36.34	37.52	36.83	34.58	36.38
净资产收益率	15.73	20.38	17.89	19.33	20.34	16.42	17.32

数据来源：国泰安数据库与 Excel 计算所得

为了更加直观的反映出甘咨询整体重组上市对上市公司盈利能力的影响程度，方便分析甘咨询整体重组上市前后和国内工程咨询服务行业在盈利能力方面的优势和不足，本文将上述两张表的数据分别绘制成折线图，具体如下图 5.2、5.3、5.4 所示。



图5.2 甘咨询与国内工程咨询服务行业2015-2021年毛利率(%)指标汇总图

首先分析毛利率的变动。2015年-2017年三年中，上市公司三毛派神的毛利率虽然稳中有升，但其一直维持在一个较低的水平，三年中的毛利率始终没有超过20%，而在甘咨询整体重组上市之后，上市公司的毛利率发生了非常明显的改善，上市公司的毛利率常年稳定在25%以上。深入分析以上现象可以将其原因大致归纳为以下几个方面：(1)受人民币升值、棉花品质问题、全球经济增长放缓带来市场需求低迷、国内劳动力成本上升以及环保形势严峻等多种因素的综合影响，加之我国毛精纺整体产业创新能力不足在整个国际产业分工中还处于弱势的地位，2017年我国规模以上纺织企业的收入和利润相比2015年都有所减少，整体纺织企业的不景气限制了三毛派神的高增长空间，而且由于三毛派神地处国内

西北地区，其在人才、资金、技术的引进方面相比东部纺织企业也有非常明显的劣势，所以三毛派神的毛利率一直不是非常理想，但由于三毛派神在 2017 年通过开拓市场加强销售、加强创新提高产品附加值等多种努力，公司的毛利率相比之前有了非常明显的提升；(2) 由于工程咨询服务行业是知识、技术、资金密集型行业，其提供的产品服务附加值比较高，所以在 2018 年甘咨询整体重组上市之后，上市公司的毛利率相比 2017 年增长了 102.57%，但由于甘咨询主要经营业务范围还是局限于甘肃省省内，业务范围限制了其收入的进一步增长，并且公司对内也没有采取措施进一步压缩综合经营成本，所以在 2019 年-2021 年，上市公司的毛利率一直处于稳定的态势。国内工程咨询服务行业 2015 年-2021 年毛利率指标变动都不是很大，由于其特殊的行业属性，所以毛利率指标表现都非常优异，行业整体均值常年稳定在 36% 以上，可以看出国内工程咨询服务行业还是一个发展比较好的产业。但是对比甘咨询和行业整体的毛利率指标可以看出，甘咨询整体的发展还是处于行业中比较靠后的位置，这就需要甘咨询通过扩大业务范围、积极吸引人才等多种措施进一步提高公司的市场竞争力。



图5.3 甘咨询与国内工程咨询服务行业2015-2021年主营业务利润率(%)指标汇总图

其次分析主营业务利润率的变动。由于三毛派神和甘咨询的业务类型比较单一，主营业务收入在其总体收入中占有绝对的比重，从上图也可以明显的看出毛利率和主营业务利润率的变动趋势基本一致。2015 年-2017 年三年中，上市公司

三毛派神的主营业务利润率虽然都稳中有升，但其一直维持在一个较低的水平，三年中的主营业务利润率没有超过 15%，而在甘咨询整体重组上市之后，上市公司的主营业务利润率出现了非常明显的改善，上市公司的主营业务利润率常年稳定在 20% 以上。主营业务利润率的变动原因可以详见毛利率的变动原因。国内工程咨询服务行业 2015-2021 年主营业务利润率指标变动都不是很大，由于其高附加值的行业属性，所以主营业务利润率指标表现都非常优异，行业整体均值常年稳定在 34% 以上。但是对比甘咨询和行业整体的主营业务利润率指标可以看出，甘咨询的主营业务利润率还是处于行业中比较靠后的位置。



图 5.4 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2015-2021 年净资产收益率 (%) 指标汇总图

最后分析净资产收益率的变动。2015 年-2017 年三年中，上市公司三毛派神的非经常性损益金额越来越大，其数值从 2015 年的 322.92 万元增长到 2017 年的 11684.89 万元，三年中增长了近 35 倍，扣非净利润在这三年中都为负值，反映出上市公司主要依靠非主业即资产处置和政府补助维持其正常运转，表现出净资产收益率波动非常大并且非常不稳定，2018 年甘咨询整体重组上市之后，由于甘咨询业务的稳定性，直接可以看出从 2018 年及以后上市公司的净资产收益率表现非常平稳，反映出上市公司利用自有资本赚取净收益的能力相比之前有了明显提高。国内工程咨询服务行业 2015-2021 年净资产收益率指标变动都不是很大，虽然净资产收益率不是非常亮眼，但是行业整体均值常年稳定在 15% 以上。

对比甘咨询和行业整体的净资产收益率指标可以看出，甘咨询的发展还处于行业整体靠后的水平。

综合以上分析可以得出，整体上市前三毛派神由于其行业和自身经营原因，其盈利能力表现一般且非常不稳定，甘咨询整体重组上市后极大地改善了上市公司的盈利能力。

5.2.2 偿债能力分析

企业为了维持其日常经营活动的正常运转手里必须握有一定数量可随时变现的资产，这对于企业全产业链的安全、高效运转非常非常重要，所以对于企业偿债能力的分析也就显得格外重要。由于收购报告书仅有甘咨询 2016 年及以后的偿债能力数据，所以本文通过选取 2016 年-2021 年甘咨询流动比率、速动比率研究分析整体重组上市前后其短期偿债能力的变动，选取 2016 年-2021 年资产负债率研究分析甘咨询整体重组上市前后长期偿债能力的变动，将以上财务指标整理如表 5.6 所示。

表 5.6 甘咨询 2016-2021 年偿债能力指标汇总表(%)

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021
流动比率	1.68	1.47	1.16	1.54	1.65	1.72
速动比率	1.36	1.43	1.02	1.52	1.52	1.57
资产负债率	52.18	46.14	59.67	46.44	44.70	41.58

数据来源：新浪财经

从上表可以非常明显的看出 2016 年-2018 年甘咨询的流动比率和速动比率数值均不是非常优异，呈现出波动递减的趋势，流动比率最高值仅为 2016 年的 1.68，速动比率最高值更是仅为 1.36，而且资产负债率在这三年中表现出不好的变化趋势。而在甘咨询整体重组上市之后，其无论是短期偿债能力还是长期偿债能力均得到了较大幅度的改善。

本文通过研究整理汇总国内工程咨询服务行业 2016-2021 年偿债能力指标，具体如表 5.7 所示。可以横向对比甘咨询整体重组上市对于其偿债能力的影响程度。

表 5.7 国内工程咨询服务行业 2016-2021 年偿债能力指标汇总表(%)

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021
流动比率	2.39	2.48	2.25	2.27	2.31	2.27
速动比率	2.30	2.39	2.16	2.17	2.23	2.15
资产负债率	46.29	43.92	45.65	44.62	43.62	42.37

数据来源：国泰安数据库与 Excel 计算所得

为了更加直观方便的反映甘咨询整体重组上市对其偿债能力的影响程度，本文将上述两张表中的数据分别绘制成折线图，具体如下图 5.5、5.6、5.7 所示。

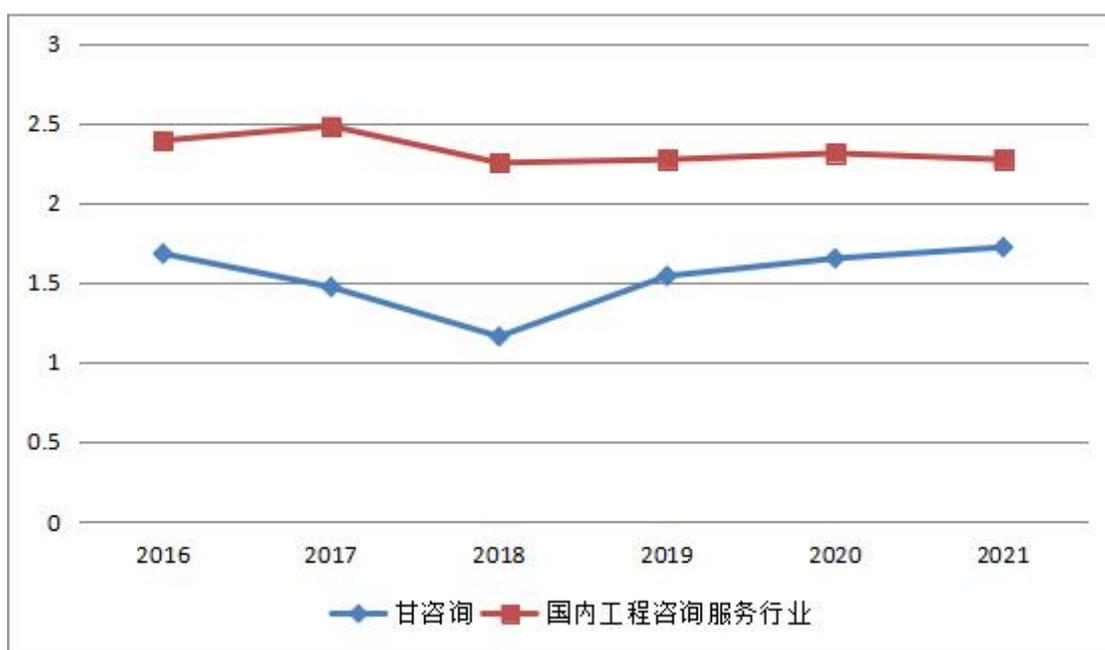


图 5.5 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2016-2021 年流动比率指标汇总表

首先分析流动比率的变动。通过上图可以非常直观的看出，2016 年-2018 年在甘咨询整体重组上市之前，由于经营不佳导致其流动比率指标表现不是非常理想出现了稳步下滑的趋势，2018 年其数值比 2016 年下降了 30.95%，在甘咨询整体重组上市之后，上市公司的流动比率指标出现了非常明显的改善，2019 年流动比率数值比 2018 年增幅高达 32.76%，并在其后几年中其数值一直稳定在 1.5 以上，2021 年流动比率达到最高值 1.72，究其原因主要是由于甘咨询整体重组上市之后上市公司的资产质量得到了大幅度的改善。鉴于工程咨询服务属于知识、技术、资金密集型行业，所以行业整体负债较少，从上图可以看出行业流动比率常年稳定在 2.2 以上，大于理论界认为的最优值 2，在众多行业中表现比较

优异。不难看出，虽然甘咨询整体上市后其流动比率指标得到了改善，但是其数值离工程咨询服务行业均值还有一定的差距。

其次分析速动比率的变动。通过图 5.6 可以非常直观的看出，甘咨询的速动比率和流动比率的变化趋势具有一定的正相关性，在甘咨询整体重组上市之前，其变化波动比较大并且在 2018 年出现了大幅度的下降，在甘咨询整体重组上市之后，上市公司的速动比率指标出现了非常明显的改善，2019 年速动比率数值比 2018 年增幅高达 49.02%。究其原因主要还是由于甘咨询整体重组上市之后为上市公司注入了非常优质的速动资产。同时由于工程咨询服务特殊的行业属性，所以行业整体负债较少，从上图可以看出行业速动比率常年稳定在 2.1 以上，表现比较优秀，但是由于工程咨询服务行业竞争日益加剧加之国内疫情的不利影响，行业整体的速动比率数值在 2021 年出现了下滑。不难看出，虽然甘咨询整体上市后其速动比率指标得到了改善，但是其数值离工程咨询服务行业均值还有一定的差距。

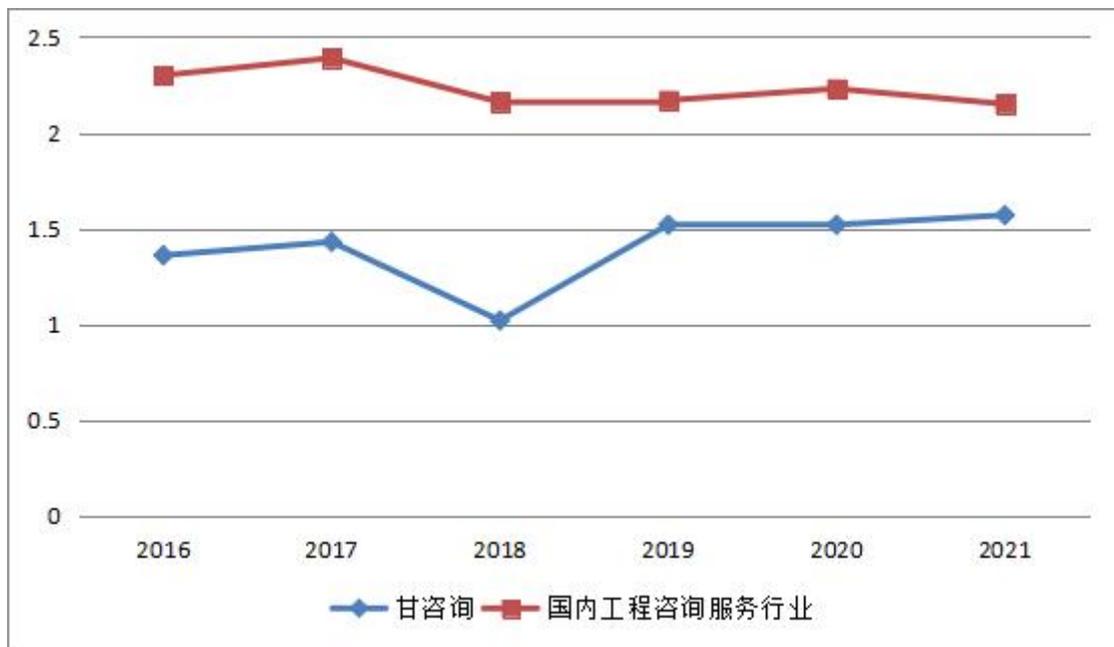


图 5.6 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2016-2021 年速动比率指标汇总图

最后分析资产负债率的变动。通过图 5.7 可以非常直观的看出，甘咨询 2018 年的资产负债率相比 2016 年有了比较明显的增长，增幅达到了 14.35%，长期偿债能力有所降低，在其整体上市之后，资产负债率出现了稳定下降的趋势，2021 年其数值仅为 41.58%，取得了六年来最好的成绩。仔细观察国内工程咨询服务

行业的资产负债率变动趋势可以看出,国内工程咨询服务行业整体的资产负债率波动都比较小且表现比较优异,六年之中资产负债率最高值为2016年的46.29%,可以看出,国内工程咨询服务整个行业的长期偿债能力都比较强。显而易见,甘咨询的长期偿债能力在工程咨询服务行业中表现一般。



图 5.7 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2016-2021 年资产负债率 (%) 指标汇总图

综合以上分析可以得出,甘咨询整体上市之后无论是其短期偿债能力还是长期偿债能力都比上市之前有了非常明显的改善。

5.2.3 营运能力分析

营运能力具体是指企业日常经营运行的效率,要对企业的状况全面研究就不能仅仅只看企业期末赚取了多少利润,而且还要对比分析研究企业赚取利润效率的高低。通常情况下,企业经营管理效率越高,其资产周转的速度就越快,企业经营销售活动中资产变现的速度就越快,日常经营活动中获取利润的能力就越强。所以,对于企业营运能力的分析也很重要,反映企业营运能力的财务指标众多,本文在借鉴国内学者分析研究的基础上,选取 2015 年-2021 年上市公司的存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率三项财务指标来研究甘咨询整体重组上市对上市公司营运能力大小的影响程度,将以上财务指标整理如表 5.8 所示。

表 5.8 甘咨询 2015-2021 年营运能力指标汇总表(次)

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
存货周转率	2.00	2.32	2.24	11.70	17.52	14.97	7.74
应收账款周转率	3.79	5.12	6.05	6.17	3.49	3.84	2.99
总资产周转率	0.29	0.34	0.41	0.85	0.55	0.68	0.64

数据来源：新浪财经

从上图中可以看出,2015 年-2017 年上市公司三毛派神三项财务指标均出现了缓慢向好发展的态势,甘咨询整体重组上市之后,除存货周转率和总资产周转率相比之前有了比较大的提升之外,应收账款周转率在整体上市前后的变化不是非常明显。

本文通过研究整理汇总国内工程咨询服务行业 2015-2021 年营运能力指标,可以横向对比甘咨询整体重组上市对上市公司营运能力大小的影响程度,具体如表 5.9 所示。

表 5.9 国内工程咨询服务行业 2015-2021 年营运能力指标汇总表(次)

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
存货周转率	21.41	27.91	22.98	16.85	16.40	18.65	17.36
应收账款周转率	4.24	3.62	3.26	3.29	2.78	2.86	2.97
总资产周转率	0.83	0.79	0.75	0.78	0.73	0.69	0.71

数据来源：国泰安数据库与 Excel 计算所得

为了更加直观方便的反映出甘咨询整体重组上市对上市公司营运能力的影响程度,本文将上述两张表中的数据分别绘制成折线图,具体如下图 5.8、5.9、5.10 所示。

首先分析存货周转率的变动。从图 5.8 中可以非常直观的看出,上市公司的存货周转率在 2015 年-2017 年之中虽然有所缓慢提升但变化不是非常明显,甘咨询整体重组上市之后,由于甘咨询的业务模式不需要过多的存货,所以上市公司的存货周转率改善非常明显,2018 年相比 2017 年增幅高达 422.32%,尽管后两年存货周转率有所回落,但相比整体上市之前还是维持在高位水平。而国内工程咨询服务行业的存货周转率数值常年稳定在 16 以上,甘咨询的存货周转速度在行业中基本靠后,表明甘咨询在国内工程咨询服务行业中存货的管理水平还是处于中等偏下的位置。



图 5.8 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2015-2021 年存货周转率(次)指标汇总图



图 5.9 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2015-2021 年应收账款周转率(次)指标汇总图

其次分析应收账款周转率的变动。从上图中可以看出，2015 年-2017 年由于整体纺织行业缓慢复苏，上市公司通过合理设置内部管理机构 and 人员、积极引进国外先进设备加强新产品的技术研发、积极开拓新市场业务范围和加强销售回款管理等多种措施的有效运用，上市公司的应收账款周转率出现了非常明显的改善，2017 年相比 2015 年增幅达到 59.63%，甘咨询整体重组上市之后，由于其日常业

务多和工程类企业合作，拖欠工程款是工程类企业的通病，所以甘咨询整体重组上市后应收账款周转率下滑比较严重。国内工程咨询服务行业在 2015 年-2021 年六年间应收账款周转率指标呈现出波动下滑的不利局面，2020 年相比 2015 年降幅为 32.55%，主要原因为六年间国内工程行业和工程咨询服务行业整体竞争日益加剧，企业日常经营中不得不进行赊销以便维持和扩大原有的业务规模。可以发现，甘咨询应收账款周转率的表现好于行业整体均值。

最后分析总资产周转率的变动。从图 5.10 中可以看出，2015 年-2017 年由于整体纺织行业缓慢复苏，上市公司通过合理配置内部管理机构 and 人员、积极引进国外先进设备加强新产品的技术研发、积极开拓业务市场范围等多种措施的有效运用，上市公司的总资产周转率出现了非常明显的改善，2017 年总资产周转率数值相比 2015 年增长了 41.38%。甘咨询整体重组上市之后，鉴于甘咨询属于知识、技术、资金密集型服务行业，企业的经营管理效率普遍高于制造类企业，所以在甘咨询整体重组上市之后总资产周转率相比之前也有了明显的改善，2018 年相比 2017 年增幅高达 107.32%，之后几年也基本保持了平稳的状态。国内工程咨询服务行业在 2015 年-2021 年七年间总资产周转率指标呈现出不同程度波动下滑的不利局面，2020 年相比 2015 年降幅为 16.87%，主要原因为六年间国内工程行业和国内工程咨询服务行业整体竞争加剧。



图 5.10 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2015-2021 年总资产周转率(次)指标汇总图

综合以上分析可以得出，整体上市前三毛派神由于其行业和自身经营原因，其营运能力表现不佳，甘咨询整体重组上市后极大地改善了上市公司的营运能力。

5.2.4 成长能力分析

一个企业的发展总是伴随着由小到大、由弱到强的过程，并且在企业的成长过程中还要受到各种难以预测因素的影响，比如：宏观经济环境政策变动、行业整体技术变革、社会环境和政治环境的改变等等，这就要求企业管理者不仅对企业当前的经营环境要有足够的洞察力而且对企业未来的发展也要有灵敏的商业嗅觉，所以对于企业成长能力的分析就显得至关重要。查阅相关资料可以发现，学者们常常利用主营业务收入增长率、净利润增长率以及总资产增长率三项指标来研究企业的成长能力。由于收购报告书仅有甘咨询 2017 年及以后的成长能力数据，所以本文通过选取 2017 年-2021 年甘咨询以上三项财务指标来分析研究甘咨询整体重组上市之后对其成长能力大小的影响程度，将以上财务指标整理如表 5.10 所示。

表 5.10 甘咨询 2017-2021 年成长能力指标汇总表(%)

指标	2017	2018	2019	2020	2021
主营业务收入增长率	0.74	656.26	1.11	16.01	4.09
净利润增长率	-27.53	201.21	26.77	1.99	6.05
总资产增长率	14.51	583.50	-21.51	14.48	7.63

数据来源：新浪财经

由上表可以看出，2017 年甘咨询的上述三项财务指标波动都比较大，并且净利润增长率在 2017 年出现了负增长，反映出其整体经营很不稳健受内外部环境影响较大，甘咨询在 2018 年整体重组上市之后，上述三项财务指标波动相比之前有了非常明显的改善。

本文通过研究整理汇总国内工程咨询服务行业 2017-2021 年成长能力指标，具体如表 5.11 所示，可以横向对比甘咨询整体重组上市对于其成长能力大小的影响程度。

表 5.11 国内工程咨询服务行业 2017-2021 年成长能力指标汇总表(%)

指标	2017	2018	2019	2020	2021
主营业务收入增长率	10.74	11.57	12.79	15.68	13.75
净利润增长率	24.92	25.67	27.80	12.42	12.38
总资产增长率	36.63	29.30	23.83	18.81	19.27

数据来源：国泰安数据库与 Excel 计算所得

为了更加直观的反映出甘咨询整体重组上市对其成长能力的影响程度，方便分析甘咨询整体重组上市前后和国内工程咨询服务行业在成长能力方面的优势和不足，本文将上述两张表中的数据分别绘制成折线图，具体如下图 5.11、5.12、5.13 所示。

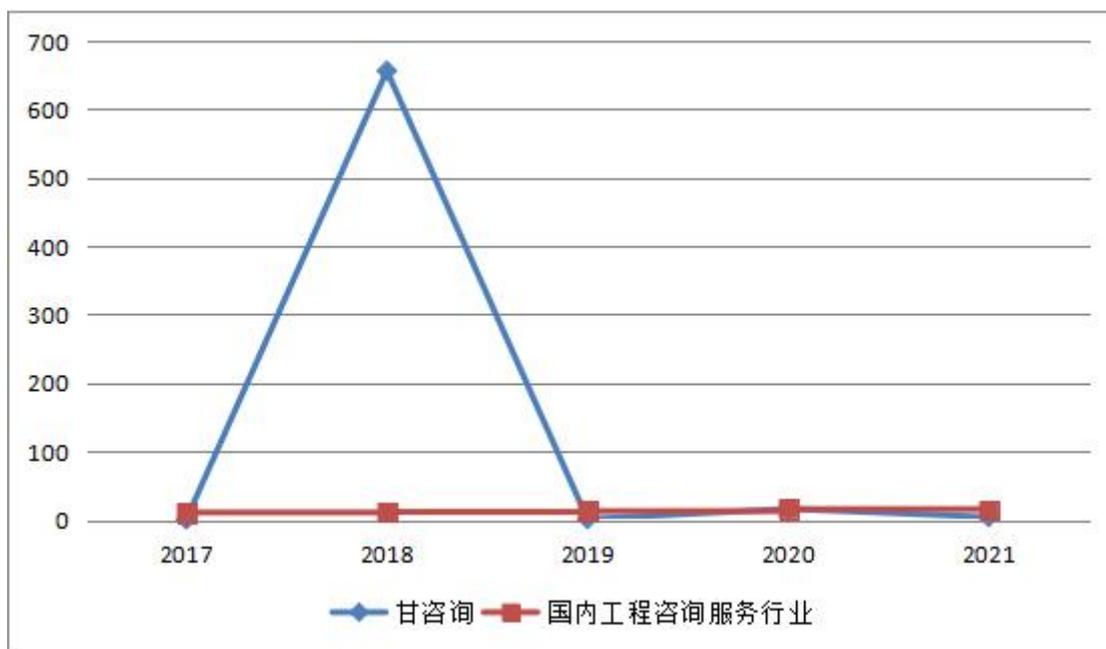


图 5.11 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2017-2021 年主营业务收入增长率(%)指标汇总图

首先分析主营业务收入增长率的变动。从上图中可以非常直观的看出，甘咨询主营业务收入增长率波动明显大于国内工程咨询服务行业主营业务收入增长率的波动，2017 年甘咨询主营业务收入增长率仅为 10.74%，远远低于行业均值 10.74%，在甘咨询整体成功上市之后，其主营业务收入增长率都为正数并且其数值在 2020 年超过了行业均值，虽然甘咨询主营业务收入增长率多半时间的表现达不到行业均值水平，但相对于整体上市之前也是有了非常明显的提升。国内工程咨询服务整体行业除了 2020 年主营业务收入增长率增幅较大外，其余年份主营业务收入增长率指标波动都不是非常大并且增长率基本一致。不难看出，虽然

甘咨询整体上市后其主营业务收入增长率得到了改善,但是其数值离工程咨询服务行业均值还有一定的差距。

其次分析净利率增长率的变动。从图 5.12 可以非常直观的看出,2017 年甘咨询主营业务收入增长率为正数但是净利润增长率却为负数,出现了增收不增利的现象,虽然在甘咨询整体上市之后净利润增长率均为正数,但是其波动幅度比较大,反映出其业务受宏观环境和非经常性损益影响较大。通过图 5.12 可以看出,国内工程咨询服务整体行业除了 2019 年净利润增长率增幅较大外,其余年份上述财务指标波动都不是非常大,2021 年国内工程咨询服务行业为了克服疫情带来的不利影响低价投标加之国内众多工程项目断断续续停工最终导致整个工程咨询服务行业出现了增收不增利的现象。不难发现,甘咨询整体重组上市后其净利润增长率相比上市之前有了非常明显的提升。

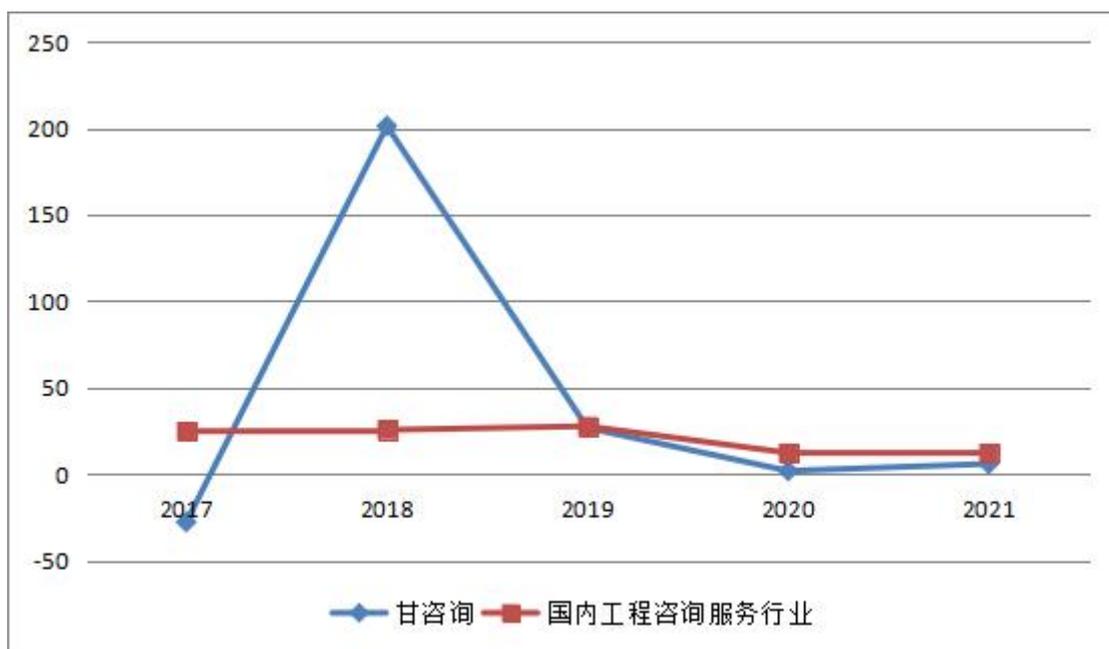


图 5.12 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2017-2021 年净利率增长率 (%) 指标汇总图

最后分析总资产增长率的变动。从图 5.13 可以非常直观的看出,在甘咨询整体上市之前的 2017 年其总资产增长率为 14.51%,表现也是非常不错的,2018 年由于整体上市优质资产的注入其总资产增长率达到了 583.5%,在整体上市之后的几年中,虽然总资产增长率不是非常高但是也都保持了不错的缓慢增长。国内工程咨询服务行业的总资产在上述五年中保持了非常不错的增长率,尽管 2021 年受到了疫情的不利影响也保持了两位数的增长率,反映出该行业整体的

发展非常平稳。不难看出，虽然甘咨询整体上市后其总资产增长率指标得到了改善，但是其数值离工程咨询服务行业均值还有一定的差距。

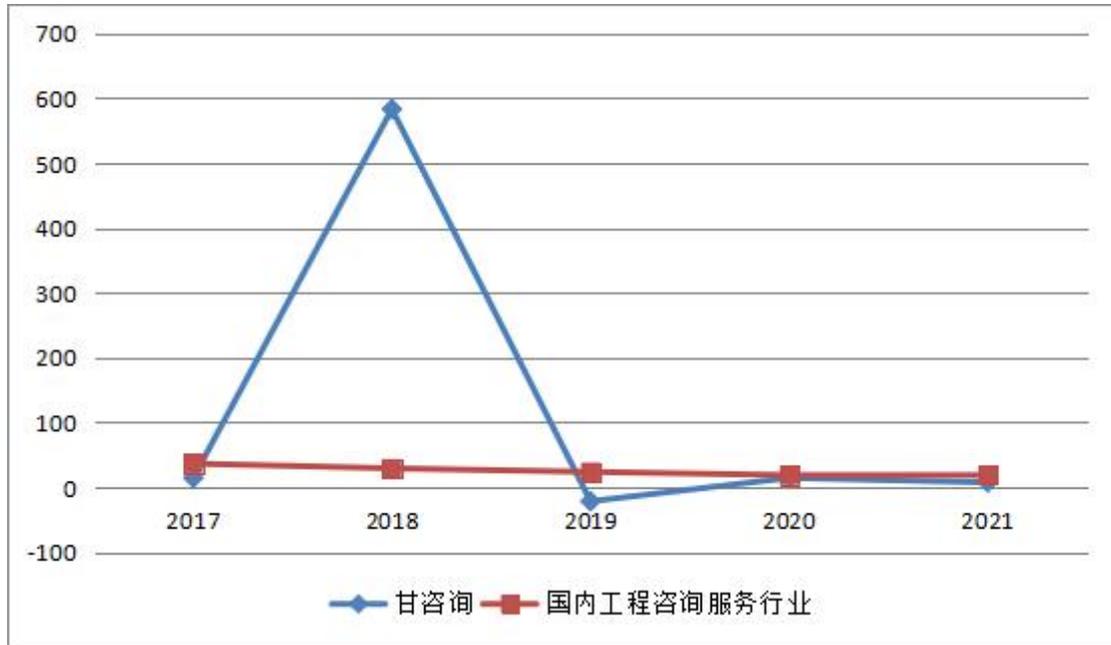


图 5.13 甘咨询与国内工程咨询服务行业 2017-2021 年总资产增长率 (%) 指标汇总图

综合以上分析可以得出，甘咨询整体上市之后其成长能力相比上市之前有了非常明显的改善。

5.3EVA 分析

5.3.1 税后净营业利润的调整 (NOPAT)

税后净营业利润是衡量企业最终的盈利水平，其具体是基于资产负债项目进行有规则调整，区别于净利润指标，该指标更多的是反映特定时间段内某公司所有完税后的营业利润规模。根据 NOPAT 公式，运用甘咨询 2015-2020 年基础数据进行整理核算得到如下表 5.12 所示。

表 5.12 税后净营业利润 (NOPAT)

项目/万元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	-7906.30	1314.10	7925.10	23871.00	30262.40	30865.00
所得税	0.00	0.00	0.00	6969.00	6240.00	5861.90
等于：息税前利	-7242.90	4472.40	9297.10	30053.20	35724.40	34611.50

润						
等于：税后利润	-7134.30	4405.30	9157.60	29602.40	35188.60	34092.30
本年计提的存货跌价损失	4220.50	4529.60	4852.30	4288.40	0.00	0.00
减：营业外收入	0.00	0.90	0.40	0.20	0.10	0.00
加：营业外支出	1.76	493.09	0.00	1047.97	1433.50	164.77
税后净营业利润 NOPAT	-2912.10	9427.10	14009.60	34938.60	36622.00	34257.10

数据来源：WIND 数据库

5.3.2 资本总额的调整 (TC)

资本总额衡量的是债务与权益资本的总规模，在对其进行调整和衡量过程中，要强调真实性与客观性，以此系统衡量公司投入资本的效率值，也就是具体的“净额”回报比例，由此可以得到报表项目的调整值，由此完整准确反应企业资本投入回报比，EVA 同样强调 TC 值的调整并纳入整体的计算过程中，具体衡量公式为：

$$TC = \text{所有者权益} + \text{负债} - \text{无息流动负债} - \text{在建工程}。$$

基于 TC 公式，本研究获取数据并进行计算得到如下表 5.13 所示。

表 5.13 资本总额计算

项目/万元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
所有者权益	20569.20	21883.40	29808.50	166141.10	182482.50	215677.30
加：负债合计	72575.20	71751.80	63506.20	434063.10	340712.10	390039.10
减：无息流动负债	12779.00	18537.20	14967.60	221664.70	139969.50	158913.50
其中：应付票据	0.00	385.00	180.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2144.50	5807.70	5352.20	0.00	19152.90	26101.30
预收账款	1074.00	934.20	1455.40	37909.90	27811.70	100.00
应付职工薪酬	3558.10	2854.60	2302.30	50439.40	48039.10	56897.80
应交税费	19.70	4239.70	31.10	10179.60	6065.40	7441.10
应付利息	246.90	50.80	23.70	37.80	0.00	0.00
其他应付款	5934.38	4740.59	5842.58	102897.67	38900.41	49606.30
减：在建工程	0.00	0.00	0.00	1270.00	4367.60	11023.10
调整后的资本	59796.20	53214.70	48538.70	211128.40	196375.00	220102.50

5.3.3 加权平均资本成本率的计算 (WACC)

资本成本即企业基于特定经营目标调动资金所要承担的成本值，也衡量了公

司为某类战略目标或经营需求而筹集资金所要付出的利息或费用，也可以理解为企业外部利益相关者注入资金所要求的最低回报率，一般要求企业维持在一定的增速之上。就企业而言，其资本投入来源主要是股东资本和外部借款等，而 WACC 则是衡量了企业外部借款和内部股东资本的加权复合成本，这是企业经营需要符合的基础收益标准，只有在这个标准之上才能承担成本费用。在 EVA 规则下，企业需要保障持续的盈利能力和规模才能保障投入能够有对应的效益产出，WACC 计算公式如下：

$$WACC = \text{债务资本比例} \times \text{债务资本成本率} + \text{权益资本比例} \times \text{权益资本成本率}$$

(1) 资本结构与债务资本成本率

资本结构是企业各种资本占总资本的比例，债务资本比例就是债务总额与资本总额的比，权益资本比例是权益总额与资本总额的比。资本结构如下表 5.14 所示。

表 5.14 资本结构加权与债务资本成本率计算

项目/年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款	18600.0 0	15262.1 0	7695.70	20591.90	0.00	0.00
长期借款	19250.0 0	0.00	10000.0 0	2800.80	691.60	682.40
一年内到期的非流动负债	0.00	14750.0 0	0.00	4109.20	109.20	109.20
债务总额	52006.0 0	49868.5 0	33697.7 0	267922.0 0	158229.7 0	174361.8 0
权益总额	20569.2 0	21883.4 0	29808.5 0	166141.1 0	182482.5 0	215677.3 0
资本总额	72575.2 0	71751.8 0	63506.2 0	434063.1 0	340712.1 0	390039.1 0
债务资本比例	71.70	69.50	53.10	61.70	46.40	44.70
权益资本比例	28.34%	30.50%	46.94%	38.28%	53.56%	55.30%
利息支出	645.55	3380.67	1508.76	-314.97	-638.16	-1835.4
债务资本成本率	1.24%	6.78%	4.48%	-0.12%	-0.40%	-1.05%

(2) 加权资本成本率

依据上文计算确定出来的甘咨询债务资本成本率和权益资本成本率，再根据权益资本和债务资本所与资本总额的比值来确定加权资本成本的百分比结果，具

体结果如下表 5.15 所示。

表 5.15 加权平均资本成本率

项目名称/年度	2015	2016	2017	2018	2019	2020
债务资本比例	71.66%	69.50%	53.06%	61.72%	46.44%	44.70%
债务资本成本率	1.24%	6.78%	4.48%	-0.12%	-0.40%	-1.05%
权益资本比例	28.34%	30.50%	46.94%	38.28%	53.56%	55.30%
权益资本成本率	5.59%	5.75%	6.07%	5.66%	5.85%	5.88%
加权平均资本成本率	2.47%	6.46%	5.23%	2.09%	2.95%	2.78%

5.3.4 EVA 值的计算

EVA 应用规则下，公司管理层通过战略分解和经营管理最终实现净现值为正则可以视作实现了价值增加，运用甘咨询 2015-2020 年各年相关数据计算结果如下表 5.16 所示。

表 5.16 甘咨询 EVA 及 EVA 率计算表

项目名称/年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
税后净经营利润	-2912.06	9427.12	14009.55	34938.60	36622.00	34257.08
资本总额	72575.22	71751.84	63506.20	434063.13	340712.14	390039.11
加权平均资本成本率(%)	2.47%	6.46%	5.23%	2.09%	2.95%	2.78%
EVA	-4707.15	4789.03	10691.24	25853.73	26578.25	23401.43

2018 年整体上市后，甘咨询 EVA 值上升显著，2020 年略有下降，这与整体经济环境受到疫情等因素冲击有关，具体如图 5.14 所示。

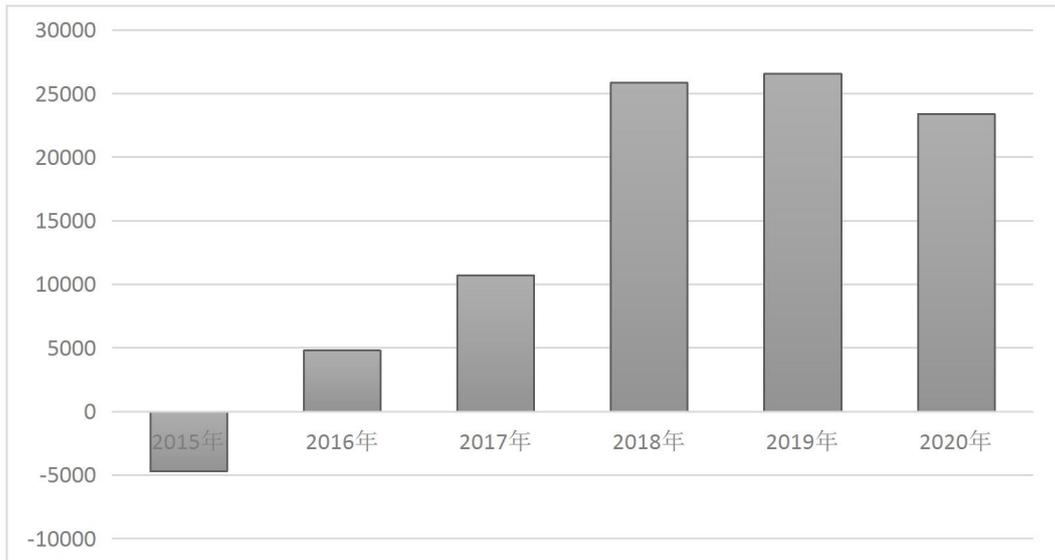


图 5.14 EVA 值趋势

5.4 整体上市非财务绩效分析

5.4.1 融资能力分析

甘咨询整体上市之前，由于其社会影响力比较小导致其融资手段比较单一，多半依靠银行借款来筹措资金以满足企业日常经营的需求，其整体上市之前流动负债规模由 2016 年 12 月底的 13.34 亿元增长到 2018 年 9 月底的 18.71 亿元，增长幅度为 40.25%，非流动负债规模由 2016 年 12 月底的 1.12 亿元增长到 2018 年 9 月底的 1.87 亿元，增长幅度为 66.96%，伴随着负债规模的极速增长其经营风险也越来越大。企业整体上市之后，由于其整体实力的提升可以比较方便的从金融机构取得更低利息的贷款，并且还可以借助配股、增发、发行权证以及发行可转换公司债券等多种方式相结合的办法取得日常经营所需要的大量资金。最近的如 2022 年 8 月 25 日甘咨询晚间公告，公司拟非公开发行股票募集资金总额不超过 7.6 亿元，用于工程检测中心的项目建设、全过程工程咨询服务能力提升项目改造和综合管理、研发及信息化能力提升项目，整体上市之后对于丰富公司的融资手段、提升公司的经营抗风险能力起到了积极地作用。

5.4.2 企业协同效应分析

甘肃工程咨询集团于 2018 年 4 月 23 日由八家子公司整合组建而成,并且八家子公司均为工程领域的高科技咨询服务类企业。整体上市之后,甘咨询的主营业务变为以工程咨询服务业为主、毛纺呢等产品的研发与生产为辅的双主业发展格局,并且将更多的资金、人才、技术等资源投入到工程咨询业务板块,这非常有利于下属八家子公司利用资本市场来筹集更多的日常生产经营性资金,并且利用资本市场所带来的影响力从而进一步扩大业务范围。由于八家子公司日常业务类型也有交叉、重叠的部分,比如工程的勘察、设计、监理、招投标代理、造价咨询、施工、规划咨询与城乡规划编制等等,所以在整体上市之后,八家子公司在人才、技术研发等资源之间可以更大范围、更高效率的互联互通,从而推动上市公司形成工程咨询领域的全产业链业务优势,这对于上市公司今后稳定、快速、健康的发展起到非常积极地促进作用。

5.4.3 外部管理经验分析

在甘咨询整体上市之前,甘肃国投持有甘咨询 100%的股权,甘咨询为国有独资公司,甘咨询的重要人事任免、重大经营管理决策都得听从甘肃省国资委的安排,其在日常经营中灵活度比较小,这已经不能完全适应现代经济发展的需要。在甘咨询整体上市之后,甘咨询为上市公司三毛派神的子公司,社会公众持有三毛派神 29.9%的股权,从而甘咨询可以借助资本市场的力量积极引进外部先进的管理经验,比如为了提高员工的积极性、建立更广泛的利益共同体,更有效地促进甘肃省国企改革和竞争力的提高,甘咨询于 2019 年首次推出股权激励计划,这将是甘肃省省属国有控股上市公司实施股权激励计划的第一家公司,自从甘咨询股权激励计划推出以来,其业绩增长的稳定性、可持续性相比上市之前取得了明显的提升,这充分的说明这次股权激励计划是一次非常成功的实践探索,这必将为甘肃省国企的改革提供非常有益的经验。

6. 研究结论与不足

6.1 研究结论

本文通过对国内外学者关于企业成功实现整体上市相关文献的系统归纳和整理,对案例企业甘肃工程咨询集团整体上市进行全面深入的分析研究,通过对其上市方案、过程的研究,重点围绕资本市场、盈利能力以及整合发展三方面上市动因的详细分析探讨,最后通过对其整体上市前后的财务绩效和非财务绩效等进行对比分析论证,最终得出的研究结论大致如下:

首先,从资本市场需求来看,甘咨询在整体上市之前,一方面由于其主要经营业务范围还是局限于甘肃省本省以内,省外和国外的业务占比非常小,加之甘肃省固定资产投资规模增长空间不是非常大,所以甘咨询迫切的需要扩大其社会影响力以便开拓省外以及境外的市场,甘咨询在本次整体上市的研究窗口期内其短期超额效益显著且为正,表明资本市场对本次交易给予了积极的回应,甘咨询的社会影响力进一步扩大;另一方面甘咨询的现金流量表现一直不是非常理想,资金整体状况不是非常稳健,甘咨询迫切的需要寻求更多资金筹集的渠道,而本次甘咨询成功实现整体上市后,其积极借助资本市场通过非公开增发股票募集到了日常经营所需要的大量资金。

其次,在对甘咨询整体上市之后财务绩效研究分析方面,通过选取4个大类共计12项具体典型的财务指标进行横纵向对比,并且为了确保研究结论更加全面、客观本文通过对国内工程咨询服务行业同类型、同时期的财务指标进行横向对比,得出了较为真实全面的研究结论。甘咨询整体上市之前,受人民币升值、棉花品质问题、全球经济增长放缓带来市场需求低迷、国内劳动力成本上升以及环保形势严峻等多种因素的综合影响,整体纺织企业相比之前发展的不景气限制了三毛派神的高增长空间,加之三毛派神地处国内西北地区,其在人才、资金、技术的引进方面相比东部纺织企业也有非常明显的劣势,所以上市公司三毛派神的经营表现都不是非常理想,其盈利能力和营运能力表现不佳,甘咨询整体上市之后为上市公司注入了非常优质的资产,上市公司的盈利能力和营运能力有了明显的提升;甘咨询整体上市之前,由于管理模式固化导致其偿债能力和成长能力表现欠

佳,甘咨询整体上市之后借助资本市场的力量其偿债能力和成长能力都表现出了积极向上的一面。本文在引入EVA分析之后,得出甘咨询整体上市后创造了股东财富,提升了自身价值。

最后,分析整体上市后企业整合发展需求方面的变动。甘咨询在以往的发展中也面临诸如缺乏有效的员工业绩考核激励机制、经营管理水平不高、融资手段单一等亟需解决的现实问题。而在甘咨询成功实现整体上市之后,其融资渠道、整体经营效率以及员工激励措施相比上市之前有了非常明显的改善。多角度研究分析可以得出,甘咨询整体上市达到了其最初上市的目的,是一个多方多赢的结局。

虽然甘咨询整体上市之后相比上市之前各项业务有了非常明显的提升,但是在实际发展中也面临诸如日常经营活动受宏观经济政策环境影响较大、建筑设计咨询服务行业整体竞争日益加剧、应收账款数额增长较快、人才流失和业务创新缓慢等现实经营风险。为了有效解决甘咨询整体上市之后经营发展中面临的以上问题,可以采取诸如持续加强宏微观政策的研究与分析、进一步加强各项欠款的回收和管理力度、积极采取诸如股权激励等多种有效措施引进复合型人才、加大科研方面的投入力度等多种有效措施持续提升企业经营的稳健性。

通过本文的案例研究得出启示如下:首先,国有企业整体上市应该选择合适并且经济可行的上市模式,并且要对所选择的标的进行全面客观的研究分析,本文案例公司同属于甘肃省国资委控股,所以采用定向增发模式选择整体上市;其次,在推进整体上市的过程中,注意协调不同利益诉求各方的立场,整体上市方案要尽可能满足各方的要求这样才能提高整体上市的效率;最后,整体上市之后就需要积极利用资本市场的力量促使企业的治理结构、员工激励机制以及筹资渠道等发生积极的转变,要尽可能利用资本市场来宣传扩大企业的影响力,这对于企业日后的发展必将产生正向积极的作用。

6.2 研究不足

本文研究的方法和思路整体而言比较科学、合理,但是由于本人知识和可查阅资料的局限性,个人觉得本文的上述研究还存在以下不足之处:

- (1) 财务数据不是非常全面完整。本文全文引用的财务数据基本都是企业

定期公布的年报、审计报告等公开的财务数据，但是由于甘咨询整体上市时间不是很长，在分析评价甘咨询整体上市后期的财务绩效时缺乏更多相关财务数据加以支撑，所以对于财务绩效分析研究还是不够全面完整深入。

(2) 甘肃省国资委在整体上市中扮演了非常重要的角色。本文采用案例分析法对甘咨询整体上市前后的相关情况进行了详细的研究论证，但是由于甘咨询和三毛派神都属于甘肃省国资委控股，所以甘咨询的整体上市可以说是政府在其中扮演了非常重要的角色，对于整个工程咨询服务行业的企业而言，每个企业所处的地域、政治、经济、市场定位以及各自的发展战略等方面都会存在或多或少的差异，所以甘咨询成功实现整体上市又有其自身的特殊性，将其作为工程咨询服务案例企业成功实现整体上市的情况还不是非常完善。

鉴于此，本文将继续深入跟踪分析研究甘咨询等工程咨询服务企业后续的经营发展情况，通过横纵向对比为工程咨询服务行业企业有关整体上市方面提供有益的意见和建议。

参考文献

- [1] Aggarwal, R., Saffi, P. A., & Sturgess, J. The role of institutional investors in voting: Evidence from the securities lending market[J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(5): 2309-2346.
- [2] Bag, S., & Omrane, A. Corporate social responsibility and its overall effects on financial performance: Empirical evidence from Indian companies[J]. *Journal of African Business*, 2022, 23(1): 264-280.
- [3] Bhabra, H. S., & Huang, J. An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997-2007[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2013, 23(3): 186-207.
- [4] Bluszczyk, A., & Kijewska, A. Factors creating economic value added of mining company[J]. *Archives of Mining Sciences*, 2016, 61(1): 109-123.
- [5] Bruner, R. F. Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker[J]. *Journal of Applied Finance*, 2002, 12(1): 48-68.
- [6] Cascio, W. F., Chatrath, A., & Christie-David, R. A. Antecedents and consequences of employee and asset restructuring[J]. *Academy of Management Journal*, 2021, 64(2): 587-613.
- [7] Devi, S., Warasniasih, N. M. S., Masdiantini, P. R., et al. The impact of COVID-19 pandemic on the financial performance of firms on the Indonesia stock exchange[J]. *Journal of Economics, Business, Accountancy Ventura*, 2020, 23(2): 226-242.
- [8] Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. Does corporate performance improve after mergers[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 31(2): 135-175.
- [9] Hein, A., Schrieck, M., Riasanow, T., et al. Digital platform ecosystems[J]. *Electronic Markets*, 2020, 30(1): 87-98.
- [10] Jensen, M. C., & Ruback, R. S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1-4): 5-50.
- [11] Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. The success of acquisitions: Evidence from divestitures[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(1): 107-138.

- [12] Mansurya, M., Idris, A. A., & Anwar, A. Analisis Kinerja Keuangan Pada PT. Bumi Sarana Utama Menggunakan Metode Economic Value Added (EVA)[J]. Jurnal Syntax Fusion, 2021, 1(11): 762-775.
- [13] Meeks, G. Disappointing marriage: a study of the gains from merger[M]. CUP Archive, 1977.
- [14] Podhorska, I. Application of Economic Value Added under the Conditions of Globalization: Study of Real Estate Industry[C]. SHS Web of Conferences. EDP Sciences, 2021, 129: 03023.
- [15] Sakdiyah, K. Financial performance assessment analysis using Economic Value Added (EVA) Method[J]. NU Santara Islamic Economic Journal, 2022, 1(1): 54-64.
- [16] Shi, S. M., Bakaev, I., Chen, H., et al. Risk factors, presentation, and course of coronavirus disease 2019 in a large, academic long-term care facility[J]. Journal of the American Medical Directors Association, 2020, 21(10): 1378-1383.
- [17] Tully, S. The real key to creating wealth[J]. Future Education Collection, 1993, (9): 44-52.
- [18] Verna, E. C., Morelli, G., Terrault, N. A., et al. DAA therapy and long-term hepatic function in advanced/decompensated cirrhosis: Real-world experience from HCV-TARGET cohort[J]. Journal of Hepatology, 2020, 73(3): 540-548.
- [19] Viknianska, A., Kharynovych-Yavorska, D., Sahaidak, M., et al. Methodological approach to economic analysis and control of enterprises under conditions of economic systems transformation[J]. Scientific Bulletin of National Mining University, 2021, 23(5): 1321-1325.
- [20] 曹雪娟. 多元化经营高杠杆融资与企业风险研究[D]. 硕士学位论文, 云南财经大学, 2022.
- [21] 党国豪, 周霞. 制造业上市公司技术并购绩效研究—以美的并购库卡为例[J]. 现代商业, 2022(2): 136-138.
- [22] 丁凌梓. 万华化学整体上市的动因及经济后果探究[D]. 硕士学位论文, 江西财经大学, 2020.

- [23]董琦雅. 混合所有制改革路径对企业绩效的影响研究[D]. 硕士学位论文, 桂林理工大学, 2020.
- [24]范洪辰. 上市公司定向增发的市场表现[D]. 博士学位论文, 吉林大学, 2017.
- [25]黄丽娜. 国企改革背景下的国有企业整体上市动因与效果研究[D]. 硕士学位论文, 杭州电子科技大学, 2019.
- [26]胡挺, 沈文华. 整体上市、多元化战略转型与经济后果——以广州日报报业集团为例[J]. 财会通讯, 2015(9): 68-71.
- [27]李聪. 美年大健康借壳上市绩效研究[D]. 硕士学位论文, 湘潭大学, 2020.
- [28]吕强. 国联环保整体上市模式以及绩效研究[D]. 硕士学位论文, 广东工业大学, 2018.
- [29]莫磊, 胡国强. 上市公司整体上市与公司业绩关系的实证研究——来自 A 股上市公司的证据[J]. 会计之友, 2013(21): 31-37.
- [30]任振宇. 整体上市对公司绩效的影响研究[J]. 时代金融, 2019(24): 63-65.
- [31]佟岩, 华晨, 宋吉文. 定向增发整体上市、机构投资者与短期市场反应[J]. 会计研究, 2015(10): 74-81+97.
- [32]王妮. 研究集团企业整体上市财务问题[J]. 财会学习, 2019(19): 75+77.
- [33]夏铭敏. 招商蛇口换股吸收整体上市的绩效研究[D]. 硕士学位论文, 广东工业大学, 2020.
- [34]肖万, 宋光辉. 定向增发与其整体上市:宣告效应、长期绩效的比较研究[J]. 河南大学学报(社会科学版), 2013, 53(5): 51-57.
- [35]谢菲. 整体上市的模式及其对公司影响的实证研究[D]. 硕士学位论文, 西南财经大学, 2011.
- [36]谢蕾蕾. EVA 估价模型在新三板企业价值评估中的应用研究[D]. 硕士学位论文, 暨南大学, 2016.
- [37]徐畅. 中信集团整体上市绩效研究[D]. 硕士学位论文, 北京交通大学, 2019.
- [38]许奇挺. 企业集团整体上市研究[J]. 技术经济, 2005(2): 1-3.
- [39]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, 848(12): 110-113.
- [40]尹筑嘉, 杨晓光, 黄建欢. 大股东主导的资产重组, 公司效率与利益侵占一

- 基于中国重组类整体上市案例的研究[J]. 管理科学学报, 2013, 16(8): 54-67.
- [41] 曾繁荣, 李晋杰. 新能源企业价值创造的 EVA 评价有效性研究[J]. 会计之友, 2016(16): 45-47.
- [42] 张丹. 整体上市企业绩效的实证研究[D]. 硕士学位论文, 山东财经大学, 2014.
- [43] 张国富, 王晨. 整体上市对公司绩效的影响研究[J]. 商场现代化, 2018(17): 111-112.
- [44] 张文, 马俊峰. 整体上市对上市公司关联交易的影响分析[J]. 会计师, 2014(11): 3-6.
- [45] 张自巧. 定向增发整体上市对财务绩效的影响——以轴研科技为例[J]. 商业会计, 2019(10): 24-28.
- [46] 张瑶. 定向增发资产注入、股权集中度对上市公司绩效影响研究[D]. 硕士学位论文, 西南政法大学, 2019.
- [47] 赵春雪. 国企改革中的核心资产整体上市问题解析[J]. 纳税, 2020, 14(1): 192-194.
- [48] 赵宇华. 公司整体上市的策略[J]. 经营与管理, 2008(8): 56-57.
- [49] 郑继兴, 吴艳菊. 整体上市对公司绩效的影响研究——以绿地集团借壳金丰投资为例[J]. 河北企业, 2016(8): 104-105.
- [50] 郑智伟. 基于 EVA 和 FCFE 估值方法的万科投资价值分析[D]. 硕士学位论文, 重庆大学, 2017.
- [51] 钟冰. 我国同一控制下企业合并交易的动因分析[J]. 财务与会计, 2020, 14: 46.
- [52] 周健. 试论企业整体上市财务效应及其绩效评价体系[J]. 财会通讯, 2009(29): 28-29.

后 记

时间真的过得非常快，不知不觉三年的在职研究生学业即将告一段落。回想起自己备考研究生的那段时光，历历在目，白天在紧张的工作之余，晚上还要复习学习备考研究生相关的资料，虽然每天忙碌而紧张，但是过的确实非常充实和踏实，在自己拿到研究生录取通知书的那一刻，倍感欣慰，花费的时间和精力终于有了如愿的回报。一路走来，想要感谢的人非常非常多。

首先要非常真诚的感谢我的导师方老师，在我最终的论文题目还未确定处于迷茫之际，方老师结合我的工作和生活实际帮我分析选取了论文题目，给我指明了今后论文写作前进的方向，这对于我今后论文的写作非常非常重要，方老师在我以后论文的修订、审阅中付出了非常宝贵的时间和心血，每次修改都是对我论文写作的一次提高和完善，也是对自己论文写作思维局限性的有益补充。在整个论文写作的过程中，不仅仅是方老师丰富的学识让人敬佩，更为重要的是方老师细致严谨的工作作风和和蔼可亲的处事态度对自己今后的工作和生活必将产生非常深远的影响。

其次，我还要衷心的感谢我的家人们，在职研究生不同于全日制研究生的学习，开课期间每周周末都要按时去学校学习，周末陪伴家人的时间少之又少，自己的内心也非常不安和愧疚，但是家人们对我都非常支持和理解，在这三年的学习中，家人们对我的坚定支持是我积极、努力完成学业的坚强后盾。

最后，在本科学习完成之后还能再次有幸回到母校，和众多的同学们一起走过非常珍贵的三年研究生学习生涯，是缘分让大家一起相聚，彼此都非常珍惜之间的厚重友谊，轻松愉悦的上课氛围和课后谈笑风生的美好回忆，都是自己今后人生中非常难得的一笔宝贵精神财富。

我还要重点感谢参与论文评阅和答辩的老师们，谢谢你们在日常繁忙的工作和生活之余抽出宝贵的时间对我们毕业学生的论文进行认真的审阅，帮助我们走完研究生学习生涯的最后一步，再一次真诚的谢谢你们。

作者：
年 月 日