

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 京东集团分拆京东健康上市的动因及
效果研究

研究生姓名: 张婧

指导教师姓名、职称: 曹剑峰 副教授 李宪琛 正高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2023年6月19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： 张娟 签字日期： 2023.6.10

导师签名： 曹锋 签字日期： 2023.6.12.

导师(校外)签名： 李电军 签字日期： 2023.6.14

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： 张娟 签字日期： 2023.6.10

导师签名： 曹锋 签字日期： 2023.6.12.

导师(校外)签名： 李电军 签字日期： 2023.6.14

**A study on the motivation and effects of the
spin-off of Jingdong Health from Jingdong
Group for listing**

Candidate : Zhang Jing

Supervisor: Cao Jianfeng Li Xianchen

摘 要

作为资产重组的一种手段,分拆上市在国外资本市场已经非常成熟。近年来,随着我国资本市场的深入发展,分拆上市逐渐成为许多综合性企业发展转型的重要方式。探究企业分拆上市的动因,研究上市后的业绩表现,能够分析分拆上市是否为企业带来了“1+1>2”的效应。

基于此,本文以京东集团分拆京东健康上市为研究对象,分析其分拆上市的动因及上市前后的业绩变化。本文在梳理相关文献的基础上,首先对母子公司的的发展历程及业务状况进行了概述,并且通过梳理上市过程,发现京东健康主要采用搭建VIE架构的方式进行上市。其次,文章分别从企业价值、发展战略、专业化经营、融资需求及内部管理五个方面对京东集团分拆京东健康上市的动机进行了探究。然后,在分析企业上市产生的效果中,本文采用了事件研究法对母公司的短期市场表现进行分析,并过市盈率和市销率对公司市值进行了考察,同时运用财务指标对分拆前后公司的财务状况进行了研究。此外,文章从发展战略、业务板块以及公司治理三个非财务角度对企业经营状况进行了综合分析。最后,本文根据前文分析,从动因和上市后的效果两方面对案例事件进行总结,得出了相应的启示。

通过分析研究,本文得出了以下结论:(1)企业分拆优质业务上市的动因主要有:价值发现、战略聚焦、融资需求、优化管理等因素;(2)分拆上市时给母公司带来了负面的短期市场效果;然而,子公司上市的企业价值得到了市场的认可,其整体的经营水平持续提升,业绩表现亮眼。文章获得的启示有:(1)企业进行分拆的时候,要立足于自身的发展规划,选择合适的业务板块进行分拆上市。(2)母公司在对优质业务进行分拆上市时应考虑其可能带来的短期市场风险,做好应对风险的准备。(3)子公司被分拆上市后不能只注重短期的效果,要以非关联性市场化运营为主,不断增强企业持续经营的能力,推动企业的可持续发展。

关键词: 分拆上市 动因 效果 京东集团 京东健康

Abstract

As a means of asset restructuring, spin-offs have become very mature in foreign capital markets. In recent years, with the further development of China's capital market, spin-offs have gradually become an important way for many comprehensive enterprises to transform their development. It is important to explore the motivation of the companies' eagerness to divest and to study the performance of the companies after listing, so as to analyse whether the divestment has brought about a "1+1>2" effect for the companies.

Based on this, this paper selects Jingdong Group's spin-off of Jingdong Health as the subject of this study, and examines the motivations for its spin-off and the changes in its performance before and after the IPO. Based on a review of the relevant literature, this article firstly outlines the development history and business situation of the parent and subsidiary companies, and through the listing process, it is found that Jingdong Health mainly adopts a VIE structure to go public. Secondly, the article explores the motives of Jingdong Group's spin-off of Jingdong Health from five aspects: corporate value, development strategy, specialised operation, financing needs and internal management. Then, in the analysis of the resulting effects, the article adopts an event study approach to analyse the short-term market performance of the parent company, and examines the company's market capitalisation by means of the price-to-earnings ratio and the price-to-sales ratio, while using financial indicators to study the company's financial position before and after the spin-off. In addition, the article provides a comprehensive analysis of the company's operating conditions from three non-financial perspectives: development strategy, business segments and corporate governance. Finally, based on the previous analysis, the paper

summarises the case events in terms of both the motivations and the post-IPO effects, and draws corresponding insights.

Keywords: Spin off listing; Motivation;Effect;Jingdong group;Jingdong health

目 录

1. 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的及意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	2
1.3 研究内容与方法	3
1.3.1 研究内容	3
1.3.2 研究方法	5
2. 文献综述与理论基础	6
2.1 文献综述	6
2.1.1 分拆上市的内涵	6
2.1.2 分拆上市的动因研究	7
2.1.3 分拆上市的效果研究	10
2.1.4 文献述评	12
2.2 分拆上市的理论基础	13
2.2.1 信息不对称理论	13
2.2.2 融资需求理论	13
2.2.3 归核战略理论	14
2.2.4 管理层激励理论	14
3. 京东集团分拆京东健康上市的案例介绍	15
3.1 京东集团概况	15
3.2 京东健康概况	15
3.3 京东集团分拆上市的实施过程	16
3.3.1 设立离岸公司	16
3.3.2 建立控股子公司	17
3.3.3 签订 VIE 协议	17
4. 京东集团分拆京东健康的动因分析	20

4.1 降低信息不对称造成的估值偏差	20
4.2 顺应母公司发展战略	21
4.3 提高子公司专业化经营水平	21
4.4 缓解融资压力	22
4.5 优化企业内部管理	24
5. 京东集团分拆京东健康上市的效果分析	25
5.1 资本市场效果分析	25
5.1.1 短期市场反应	25
5.1.2 母子公司短期股价波动	30
5.1.3 母子公司估值情况	32
5.2 基于财务指标的效果分析	34
5.2.1 盈利水平逐步提高	35
5.2.2 融资压力得以缓解	36
5.2.3 营运能力稳中向好	39
5.2.4 可持续发展能力增强	41
5.3 基于非财务指标的效果分析	42
5.3.1 集团进入互联网医疗赛道	42
5.3.2 各业务板块发展向好	44
5.3.3 内部管理得到优化	45
6. 结论与启示	49
6.1 研究结论	49
6.1.1 动因方面	49
6.1.2 效果方面	49
6.2 启示	50
6.2.1 立足整体发展战略并分拆恰当的业务板块上市	50
6.2.2 母公司要做好应对短期市场风险的准备	51
6.2.3 分拆上市后子公司要以非关联性市场化经营为主	51
6.3 不足与展望	51
参考文献	53

后 记 57

1. 绪论

1.1 研究背景

全球经济快速发展的今天，资本市场愈加完善，许多多元化发展的综合类企业为了扩大企业规模，增强企业的竞争力，往往会采取并购、合资等扩张性重组方式来分散经营风险。然而，盲目的多元扩张也会带来治理效率低下、资源配置不合理、企业价值低估等一系列问题，使得企业在发展过程中负协同效应日益凸显。鉴于此，分拆上市这一新兴的收缩式方式被应用到了企业资产剥离与业务核心化的过程中。通过分拆旗下业务上市，能够降低综合型企业的负协同效应，使得母公司能够集中优势资源，聚焦主业，同时又能促使子公司进行独立自主经营，从而实现企业价值。

作为一种资产重组的手段，分拆上市最早出现在 20 世纪 80 年代的美国。之后，欧美大型集团在发展自己的子公司时，普遍采用了分拆上市的方式，从而有效地解决了集团运作中出现的负协同效应。相比于国外分拆上市的成熟，由于受到监管严格、制度空白、市场发展不成熟等因素影响，我国分拆上市的发展仍处于起步阶段。2010 年，证监会发布了关于境内分拆上市的有关规定。然而，当时市场对于分拆上市存在着很多的争议，证监会的态度也从允许逐渐转向了控制。近年来，随着市场经济的快速发展，部分上市公司培育了众多极具发展潜力的优质子公司，而这些子公司在高速发展过程中往往面临资金短期的问题，并且其价值只能通过合并报表反映出来，导致企业的真实价值被低估。此外，分拆优质业务上也有助于母公司专注核心业务的发展。因此，近年来母子公司对分拆上市的意愿日益强烈。为进一步深化供给侧改革、发挥资本市场的作用，证监会于 2019 年 12 月正式发布了 27 号文——《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，填补了分拆上市这一方面的制度空白，这也标志着 A 股分拆上市正式拉开了序幕。

目前国内企业分拆主要有“A 拆 A、H 拆 A、H 拆 H”三种类型。仅 2023 年上半年就有 74 家 A 股上市公司在积极推进子公司分拆上市。相对于 A 股市场分拆热潮的刚刚起步，香港市场运营更加完善，制度也更加健全。因此，本文选择京东集团分拆京东健康上市这一事件进行探究。分拆前，京东健康属于京东集团

的医疗健康业务板块，在经营过程中出现了企业价值被低估、融资渠道单一以及经营效率低下等问题，同时京东集团在多元化发展中面临着资源配置效率低下、不同业务管理经验缺乏、企业战略调整等情况，因此，为了解决母子公司发展中面临的一系列问题，京东集团选择将京东健康进行分拆，并于 2020 年 12 月 8 日在联交所上市。基于当下分拆上市浪潮的兴起，本文以京东集团分拆上市为研究对象，探究其分拆上市的动因，深入对比分析母子公司上市前后的效果情况，为今后有分拆意愿的企业提供借鉴经验。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

得益于政策的开放和相关法律法规的进一步完善，分拆上市正在逐步发展成为资本市场的一种潮流，那么上市公司选择分拆上市的动因是什么、如何选择分拆方案、在何时何地何板块上市以及分拆上市能否为公司带来预期的效果。本文将探究京东集团分拆京东健康上市这一案例，试对以上问题进行探究，希望达到以下目的：

（1）概述母子公司的的发展历程及业务状况，并梳理其分拆过程，分析出企业分拆上市的动因，进而探究集团公司热衷分拆子公司上市的原因。

（2）运用事件研究法和财务指标等工具对上市前后企业的市场表现，财务状况及非财务状况进行探究，从而分析出该事件对母子公司产生的影响。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

从理论角度来看，对京东集团分拆上市案例进行研究，可以丰富国内企业分拆上市相关理论。目前，我国资本市场发展还不完善，分拆上市的相关制度规定还存在一定空白，大多数企业在发展过程中仍然采用兼并、收购等扩张性手段。此外，通过梳理国内研究成果，发现我国资本市场上成功分拆上市的案例数量较少，其相关的理论研究也有待补充。因此，通过对该案例的深入研究，能够进一步丰富和完善我国分拆上市的案例，推动我国资本市场的相关理论研究。

(2) 现实意义

随着兼并收购等扩张型经营模式的加快,企业资源分散、负协同效应等情况日益凸显。分拆上市作为一种收缩式的手段,逐渐受到市场的认可。从母公司的角度来看,分拆优质业务上市可以缓解资金压力、完善集团整体发展战略以及精简企业内部管理;从子公司角度出发,分拆上市可以缓解资金压力、提高企业价值以及优化内部管理。目前,我国的资本市场正在逐步地走向成熟,随着新规的发布,分拆上市的热潮逐渐兴起。作为一家多元化发展的综合型企业,京东集团于2020年12月8日分拆子公司京东健康于港交所上市,加快了京东健康独立经营的步伐,也顺应了母公司完善多元化布局的发展战略。因此,分析企业分拆上市的动因及效果,可以为我国上市公司转变经营策略提供了新思路。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

全文总共分为六章,具体如下:

第一部分:绪论。本节首先从国内外分拆上市的发展历程入手,阐述了其背景,引出了本文的研究对象。其次,从理论和现实两个角度对本文的研究意义进行了阐述。最后,本文对具体的研究内容和采用的研究方法进行了说明。

第二部分:文献综述与理论基础。文章将从分拆上市的概念、分拆上市的动机及分拆上市的效果三个方面入手,整理国内外有关文献,并对其进行综合评论。同时,简要介绍信息不对称理论、融资需求理论和归核化理论等相关理论,为下文的写作奠定基础。

第三部分:案例介绍。本文将分别对京东集团和京东健康两家公司的发展历程以业务状况进行概述,并梳理出京东集团分拆上市的具体实施过程

第四部分:京东集团分拆京东健康的动因分析。在了解和掌握案例事实的基础上,该部分将会基于之前所阐述的理论基础,从企业自身出发,对京东集团分拆上市的动因进行挖掘。

第五部分:京东集团分拆上市效果分析。本部分为3小节,拟采用事件研究法和相关财务指标,从市场表现、财务状况、非财务效果三个个方面入手,对分

拆上市后母子公司的效果进行分析。

第六部分：研究结论与建议。本部分将根据前文的综合分析，总结研究结论，得出相关启示，同时总结文章的不足之处。

本文框架图如下：

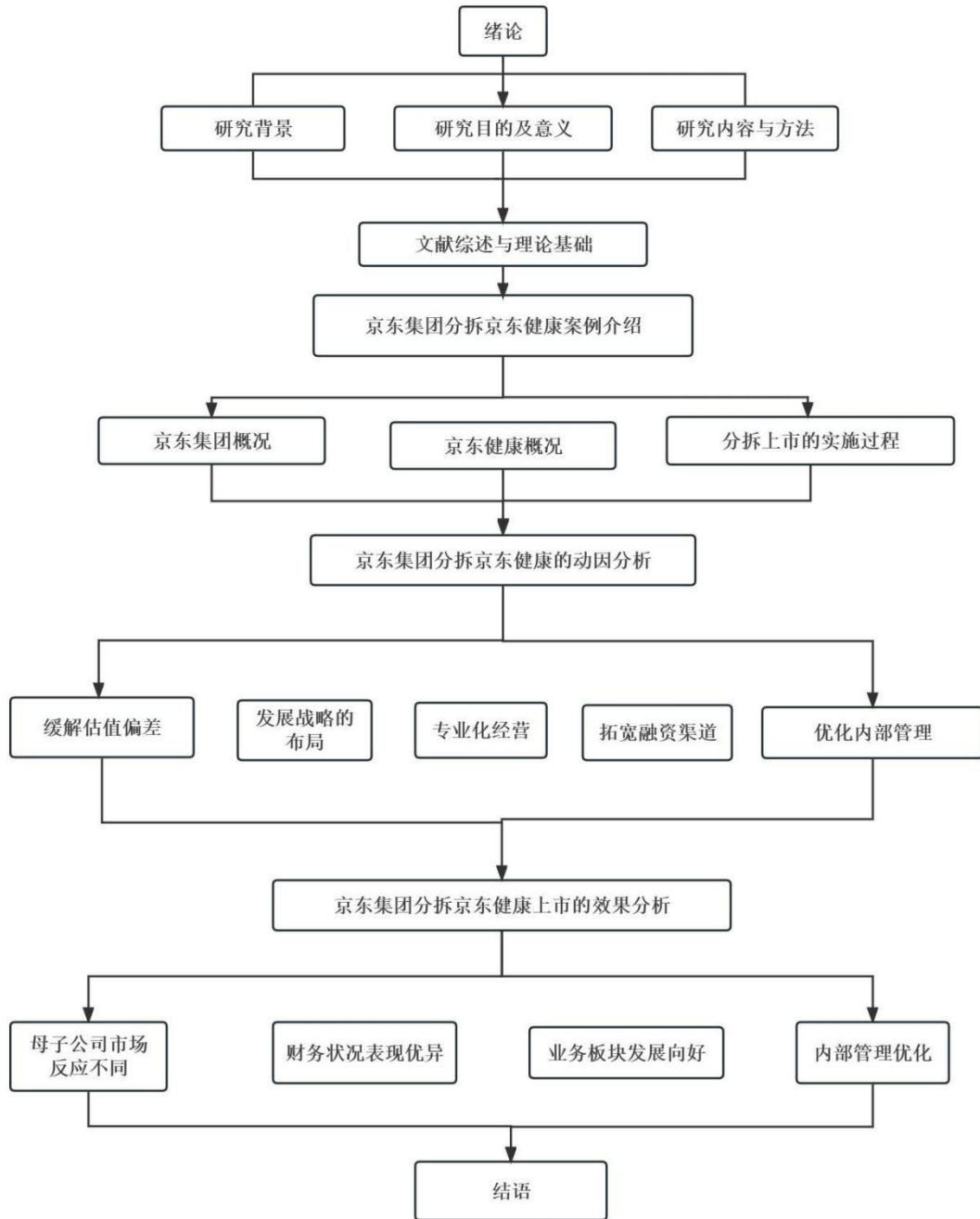


图 1.1 技术路线图

1.3.2 研究方法

(1) 案例研究法

本文选择京东集团分拆京东健康至港交所上市为案例公司，将分别介绍京东集团及子公司京东健康的企业背景情况，详细阐述其分拆上市的动因，并从分拆后的市场表现、财务状况、非财务状况三个方面入手进行剖析，从中总结出京东集团分拆上市的相关结论，进而为准备分拆优质业务的集团公司提供借鉴经验。

(2) 事件研究法

事件研究法可以用来分析某一重大的经济事件如何影响企业的股票价值。本文采用事件研究法，选取京东健康分拆上市过程中具有重要意义的时间点作为事件日，通过分析事件日前后京东集团收益率的变动，进一步判断资本市场对京东健康分拆上市这一事件的态度。

2. 文献综述与理论基础

2.1 文献综述

2.1.1 分拆上市的内涵

(1) 国外研究现状

从早期国外学者对于分拆上市的研究来看，Schipper 和 Smith（1986）首次在学术界提出分拆上市这一概念。通过对股权分拆与增发进行比较后，认为分拆上市指的是受母公司完全控股的子公司首次在市场上公开募股。Vijh（1999）则认为母公司可以通过出售全资控股子公司的部分或全部股权，获得资金的流入。与前面学者观点类似，Powers(2003)提出母公司可以通过 IPO 出售子公司的所有股权，降低对子公司的控制，使其更加独立自主的面对资本市场。Salim 和 Mohamad（2014）则对分拆后母公司降低了对子公司控制表示担忧。通过梳理，我们可以看出，在对分拆上市进行界定时，国外大部分的学者都着重探讨了上市后母公司对于子公司控制权的变化。因此，大部分学者都认为分拆上市的定义中，应注重母公司对子公司控制权的出售或保留。此外，也有部分学者从融资角度出发对分拆上市这一概念进行了界定。Thompson（2016）将分拆上市描述为子公司通过 IPO 在资本平台上进行独立自主的融资，并且对母公司的流动性产生了直接的影响。

(2) 国内研究现状

虽然我国资本市场相对国外市场还不够完善，分拆上市的实际案例数量较少，相应的监管制度也不够健全，但是国内学术界早就基于国外相关理论对分拆上市展开了研究。王化成和程小可（2003）基于期权理论，在研究同仁堂分拆子公司这一案例中，构建了母公司股权价值效应模型。他们认为分拆上市能够为母公司股价带来溢价效果。郭海星与万迪昉（2010）从分拆上市的内涵入手，结合国内外相关研究成果，对比分析了分拆上市与其他资产重组方式的区别，并对整体上市和分拆上市的概念进行了区分。涂红星和周琼（2016）以同仁堂分拆上市这一事件为研究基础，借助事件研究法，认为分拆上市作为一种收缩式的手段，能够为上市企业带来积极的市场效应。部分学者还进行了深入研究。陈伯明

(2018)将国内外分拆上市的定义、动因及财富效应进行了比较研究,认为伴随着注册制的出现,母公司分拆招股后会将子公司股份分配给原股东,从而产生真正意义上的分拆上市。陈东(2021)肯定了分析上市可以使企业专注核心业务的发展,能够降低经营和投资风险,但是也认为分拆上市使得一些小型公司容易被操控,加剧资本市场的投机行为,引起资本市场的波动。此外,我国学者还从其他角度对分拆上市进行了表述。刘永泽等(2012)分别从分拆和上市两个阶段入手,对企业的资源配置效率及价值创造进行了研究。陈洁、徐聪(2017)通过分析境外分拆上市规定文件后发现,境外公司大多将分拆上市看作公司的一种重组模式,没有制定专门的法规,认为我国要进一步完善相关监管措施,加快填补分拆上市制度的空白。与前者相同,王佳(2020)也从制度层面进行研究,重点分析美国和香港资本市场,梳理其分拆上市的相关规定和案例,对我国在分拆上市相关制度的制定上提出参考建议。

2.1.2 分拆上市的动因研究

(1) 国外研究现状

实现价值最大化是企业经营的终极目的,母公司选择分拆子公司也是为了实现其价值最大化。但是在实际发展过程中,由于战略布局、业务类型及经营状况的不同,企业进行分拆上市的动机也是多样的。国外学者对于分拆上市动因的研究主要基于以下四个假设进行:

一是信息不对称假设。由于外部投资者与管理者存在一定的信息差,市场对企业的经营状况了解片面,容易导致企业的价值被低估。Nanda(1991)提出了信息传导假说,通过分析企业分拆上市的动因,认为市场对于分拆上市公告的反应与其他股权型融资的反应不一样,并且认为分拆上市的大多数企业的价值都被低估了。Baker和Wurgler(2002)发现企业的资本结构与历史市场价值密切相关,当优质的业务被分拆上市后,其价值会被市场重新发现,这验证了Nanda的结论。Chemmanur和H.Liu(2010)对此也持相同意见,企业通过分拆上市后,将会直接面对市场的监督,这使得投资者可以获得企业更多的信息,有助于减少信息差。

二是融资需求假设。Allen和McConnell(1998)最早提出这一假设,当母公司在多元化发展过程中会面临资金短缺的问题,通过分拆子公司上市可以为企业带

来资金流入。DungPham、ThanhNguyen 和 HariAdhikari (2018) 对比分析了美国公司资产剥离的两种方式：向上市公司出售资产、发行股票以股权剥离的方式。通过研究发现，现金流约束较高的公司选择股权剥离选项或现金支付的资产抛售的可能性比股票支付的资产抛售的可能性更大。从长远来看，与选择剥离资产的公司相比，出售资产的公司表现更好。

三是归核化战略假设。伴随企业多元化程度增加，企业的负协同效应日益凸显。因此，将部分与主业相关性较低的业务剥离出去，培养其独立自主经营的能力，有助于集团聚焦核心业务。Comment 和 Jarrel (1995) 选取了 80 年代美国部分上市公司的数据，通过研究发现企业的专业性与股东财富最大化是一致的，80 年代美国公司经济发展趋势主要表现为专业化或集中化，并且综合类的大型企业不太容易被恶意收购。Daley、Mehrotra 和 Sivakumar (1997) 进一步佐证了该理论。通过对比母子公司经营业绩及财务状况，他们发现当母子公司主营业务相关性较低时，往往会出现负协同效应。当母公司将相关度低业务剥离出去后，负协同效果会减弱，子公司能够独立经营，母公司也能够专注于主业的发展。

四是管理层激励假设。Aron (1991) 建立了一种模型，发现公司分拆是多元化公司产品经理激励合同的特征之一。他认为分拆激励政策可以提高管理层生产经营的积极性。Holmstrom 和 Tirole (1993) 重点研究了股价变动与管理者业绩之间的关系，发现股价中含有不能从公司现在或未来利润数据中获取的业绩信息，认为股价中所含信息量与市场流动性有关，企业在资本市场的经营业绩与管理者生产经营的积极性有关。

(2) 国内研究现状

与国外学术界相比，我国对分拆上市的理论研究起步较晚，国内学者大多是在借鉴国外理论成果的基础上，根据国内的具体案例展开分析，目前尚未形成完善的理论体系，主要分为以下几个角度。

一是信息不对称角度。杨杨、于芝麦和杜剑 (2018) 以 2000-2014 年成功分拆上市的公司数据为样本，通过实证研究发现，分拆上市后母公司的税收压力明显减轻，企业价值进一步提升。何璐伶 (2019) 以中国铁建研究对象，深入探究其上市的动因和路径选择，发现中国铁建选择分拆上市的主要动因是其子公司价值被低估，分拆后，市场对该事件较为认可，其子公司的企业价值也得到了体现。邓建平等 (2020) 选择了碧桂园分拆碧桂园服务上市的案例进行研究，认为母子

公司在资产结构、股权结构及发展前景等方面有着明显不同，分拆前子公司的价值只能通过合并报表反映出来，其价值难以被投资者发现。

二是融资角度。赵霞（2020）以用友网络分拆上市为研究对象，发现其子公司正处于高速发展阶段，需要充足的资金来支持企业发展。分拆上市后，子公司通过增发及配股等方式募集到所需资金，大大缓解了发展过程中资金短缺的问题。卫勇，马婉婉（2020）以外高桥分拆上市为例，发现此次分拆上市开拓了直接融资的渠道，使得母子公司缓解了资金压力，有助于推动其战略的实施。除了可以增加融资渠道，缓解资金压力，企业在分拆上市的时候也要注意不能一味的进行筹资。宋然（2017）认为分拆上市的确会给企业带来资金流入，但是如果盲目通过该方式筹资，子公司会被视为“圈钱”工具，从而导致母子公司现金流量不平衡，最终影响企业的发展。

三是专业化经营角度。企业在多元化发展中，难免会出现一系列问题，例如：内部治理成本过高、不同业务管理经验缺乏、市场估值差异较大等，从而带来了一系列负协同效应。伦淑娟（2018）对多元化战略下恒大地产的财务状况进行分析后，发现多元化经营使企业偿债风险加大、盈利质量下降且资金使用效率低下。肖爱晶和耿辉建（2019）指出分拆优质业务上市后，有利于子公司提高自身独立经营的水平，也使得母公司能够回归主业，保持核心业务优势。有部分学者认为分拆上市后需要子公司加快其独立经营的步伐，王新红和薛焕霞（2014）收集了2009-2011年分拆到创业板上市的公司数据样本，通过分析发现分拆上市并没有改善企业的经营业绩，建议企业在选择分拆业务板块要选择合适的业务上市，分拆后子公司要加快业务与资源的整合，降低各项成本费用，优化内部管理，从而改善企业的经营业绩。

四是管理层激励角度。陈龙欧（2018）认为子公司分拆上市后，将直接受到市场和公众的监督，其公司的管理水平也会通过股价直接反映出来，通过实施高层激励政策，将管理层的利益与公司业绩挂钩，有助于降低公司内部治理成本，提高管理层生产经营的积极性，从而促进公司业绩的提升。沈红波和王悦（2020）主要从分拆上市后企业对管理层激励的层面入手，发现企业使用股权激励、声誉激励及战略选择可以进一步增强管理层积极性。陈东（2021）发现企业的经营业绩如果不能直接表现出来，会打击部分员工的积极性，从而导致企业运营效率低下，发展停滞不前。

此外,也有学者从企业战略布局和资源配置的角度分析分拆上市的动因。王发清(2006)认为不同时期企业战略的重点不同,企业应该根据战略的变化来实时整合内部资源,通过分拆上市将关联性不强的业务进行剥离,有利于企业明确发展的重点。林树成、蒋葵(2010)以交易成本理论为基础,分析了分拆上市的根本动因,认为当企业的外部市场交易成本降低,同时其内部管理成本增加时,企业规模要做出相应调整。分拆上市作为一种资源配置的重要手段,能够对企业规模做出相应调整,增加企业重组后的经济效益。

2.1.3 分拆上市的效果研究

分拆上市对于母子公司的影响主要表现在市场和绩效两个方面。前者通过公司股价变动情况衡量,后者则通过财务指标和非财务指标进行衡量。

(1) 国外研究现状

从市场表现来看,国外大部分研究都认为分拆上市对母公司的股价产生了显著的影响。Schipper 和 Smith(1986)认为分拆上市后,母公司股价在短期内收获了显著的效应,子公司的股价也随之呈现出上升的趋势。为进一步分析分拆上市对母公司的股价影响,Perotti、Rossetto(2007)构建了一个模型,发现在负协同效应更加突出的行业中,分拆上市现象更为普遍,企业通过分拆上市获得了积极的市场反应。Dasilas、Leventis(2018)对1994-2007年期间分拆上市的136家公司的股价进行了追踪分析,发现在公告日和上市首日母公司股东获得了显著回报,但是从长期来看,其正向效果持续时间较短。从财务状况来看,国外学者对于分拆上市的财务效果存在一定的争议。Mitteran 及 Danie(2020)以JSE有限公司为研究对象,在2000年至2016年期间对其绩效进行了长达4年考察。分析发现,在分拆上市后的4年内,母公司的股价整体呈现上升趋势,其超额收益率为正。Otsubo(2013)重点对比分析了美国和日本企业分拆的差异,通过实证分析,发现母公司股票对分拆反应积极,尤其是母公司杠杆率高时反应积极。但也有学者发现从长期来看,分拆上市对企业的影响并非总是正面的。Madura 和 Nixon 对1993-1998年间的80多家分拆上市企业进行研究发现,分拆上市在短期内对母公司的业绩产生了显著的影响,但是这种影响会随着时间的推移而逐渐消散,表明分拆上市对于母公司的长期业绩发展无明显的影响。

（2）国内研究现状

从市场表现来看，与国外研究一样，国内学者对于分拆上市的市场反应持肯定态度。林旭东（2015）通过事件研究法发现，分拆上市后，大部分的母公司往往在上市宣告日会获得积极的市场效应。何璐伶（2019）通过对事件日窗口期收益率的分析，发现中国铁建分拆上市后其短期股价取得了显著的正向回报。与前面学者的研究结果一样，武志雄（2020）采用实证研究对恒大分拆其淘宝业务上市进行了分析，研究发现在该事件中，分拆上市为集团带来积极的市场反应。此外，为了探究分拆上市对企业长期市场表现的影响，部分学者进行了相应的研究。于海云（2011）对 2000-2010 年 A 股分拆业务上市的公司进行了考察，研究发现，母公司股价在公告日前后有显著的正向反应，但也存在企业利好消息被提前泄露的情况。李礼、林孔团和唐海如（2012）选取了在美上市公司的样本，分析发现母公司选择不同类型的市场分拆，其市场反应也存在差异。也有部分学者认为分拆上市对给母公司带来消极的市场反应。张诗华（2013）重点研究了佐力药业分拆上市的经济后果，发现受到多重因素的影响，其母公司在三次公告日期间的累计超额收益率均为负。这与邓秋玲（2015）研究同仁堂科技分拆其国药业务上市所得出来的结论一样。

在财务状况方面，国内学者对此持有不同的看法。从融资方面来看，大部分学者认为分拆上市通常可以为母子公司带来可观的资金流入。史建军（2018）通过深入分析新浪分拆微博的行为发现，分拆后子公司在资本市场上筹集到了大量资金，优化了资本结构。念延辉（2013）认为分拆从事新兴产业的优质子公司上市，其在资本市场的融资水平比其他一般企业的能力强。在经营方面，我国学者也有相应的研究。朱炫（2019）在中国铁建分拆铁建装备上市的过程中发现，分拆上市子公司得到了合理的估值，运营效率不断提升，经营业绩表现亮眼。钱子胭（2020）认为森萱医院在分拆上市的四年内总体绩效表现良好，但是企业要加快进行业务整合，提高自主创新的能力，增强企业的可持续发展。

但是，也有学者认为分拆上市带来的财务状况是短暂的，企业要想可持续发展，主要还得依靠自身发展。袁晓燕（2010）通过因子分析法建模发现，同仁堂分拆上市的 5 年内企业的业绩状况表现良好，但是后期开始出现下滑趋势。何彦青（2018）认为分拆上市短期内对企业经营起到利好作用，但是从长期来看，公司后续的发展还是要看其发展战略和管理水平。温哲（2017）通过对比四种不同

资本收缩的方式，发现高新技术行业与传统企业分拆上市后的绩效表现不同，企业要根据自身情况来选择分拆业务。周可、陈思婕（2020）采用相关性分析法对企业财务指标进行了分析，发现短期内企业的财务指标有明显的提升，但是在后续发展中又回落到分拆前的水平。

除了上述角度，国内也有学者从其他角度进行了探究。王佳（2020）认为母公司可以分拆子公司于境外上市，从而开拓境外业务，提高市场的知名度和占有率。赵霞（2020）从治理、融资、经营三个方面对用友网络分拆畅捷通上市进行了分析，并提出相关建议，分拆上市后企业可以通过实行更加高效的股权激励，以自身股为标，有效提高管理层的积极性。

2.1.4 文献述评

通过梳理国内外相关文献，可以发现，国外对于分拆上市的研究起步早，其内容也丰富。相对来说，我国在分拆上市方面的理论研究数量较少。

国内外学者对于分拆上市内涵的界定存在差异，国外学者普遍认为分拆上市是子公司在资本市场的首次公开募集行为，并且着重探讨了上市后母公司对于子公司控制权的变化。而国内学者基于相关案例分析，认为分拆上市作为一种资产收缩的手段，能够为母公司带来短期正向的市场效应；在动因方面，国外学者从信息不对称、融资、核心业务以及管理层激励四个角度出发，探讨不同类型的企业选择分拆上市的动因。国内学者在国外学者的基础上增加了战略布局和交易成本，认为分拆上市有利于明确企业发展重点，对企业规模做出相应调整，优化资源配置；在上市后的效果方面，国内外学者大多都认为分拆上市可以为企业带来显著的市场效应，但是对其长期影响并不确定。对于上市后财务业绩的表现，国内外学者有不同的看法，但是大部分学者都认为分拆上市在短期内对母子公司的经营业绩有积极影响，但是其后续的发展取决于企业自身能力的提升。除了分析市场和财务两方面的情况，也有学者从其他角度对上市后的效果进行了分析，认为分拆上市有利于提高企业知名度，并且能够激发管理层的积极性，优化企业内部管理。

综上所述，相对于国外较为成熟的发展，我国分拆上市起步晚，其理论研究也较为浅显和笼统。随着新三板的设立及相关制度的出台，符合要求的国内上市

公司均在积极发布有关分拆上市的公告。因此,本文在阅读梳理了大量文献的基础上,以京东集团分拆京东健康上市这一事件为研究对象,拟分析其分拆上市的过程,挖掘分拆上市的动因,从市场效果、财务效果和非财务效果三个方面对分拆前后企业的经营状况进行深入研究,并根据研究结论得到相应的启示,为即将分拆子公司上市的企业提供参考,同时丰富分拆上市的相关理论研究。

2.2 分拆上市的理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论是由美国经济学家 Stiglitz、Akerlof 和 Michael 共同提出的。该理论认为在市场经济活动中,由于受到各种因素的影响,人们对于信息的了解存在一定的差异。这种信息偏差导致外部投资者很难对公司的价值进行准确、客观的评价。因此在资本市场上,公司的实际价值很难被反映出来,企业价值被低估,影响企业的进一步发展。资本市场的合理估值是正确配置社会资源的内在要求。多元化经营的综合性企业往往有着优质的业务或子公司,但是这些优质板块的真实价值并没有被市场发现。分拆上市有利于实现企业不同业务单元进行恰当的估值,使得相对稀缺的资源都会得到充分的利用,实现社会资源的优化配置。分拆优质业务上市后,子公司需要披露更多的内部信息,投资者也能充分认识到子公司的经营情况和成长潜力,有助于降低信息不对称性,使企业获得合理的估值。此外,分拆后子公司的价值被市场所发现,母公司亦可获得资本溢价,从而提升母公司的市值。

2.2.2 融资需求理论

在融资理论假设说中,分拆上市的主要目的就是获得融资。母公司选择分拆子公司上市最主要的目的就是增加融资渠道,以获取足够的资金为企业可持续发展提供保障。目前,企业融资主要通过权益性融资和债务性融资两种方式。对上市公司来说,权益性融资面临的财务风险低,受到的限制较少。因此,权益性融资是最佳的融资方式。从母公司来看,分拆子公司上市既能减轻其资金压力,精简内部管理,又能保持对子公司的控制权;对子公司而言,当子公司有较好的

投资项目和发展野心,但又受制于内部融资时,子公司往往会有较强上市融资的动机。通过分拆上市,子公司可以实现独立融资,拓宽再融资渠道,有利于公司增强资金流动性。

2.2.3 归核战略理论

美国战略管理学家 Marquez 对归核化做了新的解释:所谓的归核化是指多元化经营的企业将资源集中到具有竞争优势的业务上。归核化并不等于专业化。该理论主要强调业务与企业核心能力的协同性,认为业务要向企业的核心能力靠拢,资源要向核心业务集中。因此,整合关联度高的业务,使得企业整体的协同性增强,规模优势更加明显。随着资本市场的不断发展成熟,在扩张的过程中也出现了一系列问题。例如,规模庞大的企业使得企业内部消息传递繁琐,多业务板块发展资金需求量大,治理效果低下,耗费不必要的人力物力,资源得不到合理的配置等,集团的负协同效应日益凸显。为了修正这些问题,分拆上市作为一种收缩式的手段应运而生。通过分拆,可以实现专业化聚焦,能够帮助多元化发展的综合性企业集团保全优势产业,使其独立经营,从而也使得集团能够聚焦自身核心业务的发展。

2.2.4 管理层激励理论

管理层激励可以分为显性激励和隐性激励。显性激励包括固定工资、业绩奖金、股票收入等;而隐性激励则包括声誉激励、晋升激励等。其中,固定薪酬通常都是事先设定好的。业绩奖金往往与经营者的业绩挂钩。在显性激励中,长期有效的激励方式是股票收益,如股票授予和股票期权等。声誉激励更多是一种对公司高管进行的精神和荣誉激励。但是,对于一个多元化的企业来说,其股权激励的目标往往是母公司的核心高管,对于下属企业的管理层几乎没有影响。这将会极大降低子公司管理层生产经营的积极性。因此,将优质业务分拆上市,给管理层提供了更加直接激励方式。子公司分拆上市后,能够对其管理者实施独立有效的股权激励,将公司经营状况与管理层挂钩。此外,上市后,企业会获得投资者和市场的关注,管理层将直接受到市场的监督,会获得更多的声誉激励,进一步激发理者经营的积极性,从而提升企业经营管理效率。

3. 京东集团分拆京东健康上市的案例介绍

本节首先对京东集团和京东健康的发展历程及其业务范围进行了概述，其次梳理了本次案例分拆上市的整个过程。

3.1 京东集团概况

京东集团 1998 年成立于北京中关村，其发展历程主要分为四个阶段：(1)搭建自营商城阶段（2004-2009）：2004 年刘强东受非典事件启发关闭线下柜台转型电商，正式开启京东的互联网自营零售之路，并自建物流体系，确立长期投资物流建设的战略。(2)开放 POP 平台阶段（2010-2013）：在专注自营零售业务的同时，2010 年京东推出电商平台业务，从 3C 网络零售商向综合型网络零售商转型，并在供应链布局里加入京东金融等业务。(3)合作扩张生态阶段（2014-2018）：2014 年、2016 年和 2018 年京东分别与腾讯、沃尔玛和谷歌达成股权战略合作，积极拓宽用户流量、全渠道线下业务和京东科技方面的布局。在业务扩张方面，2014 年京东开始运营京东健康业务，2018 年京东金融升级为京东数科。(4)供应链全面输出阶段（2019-2021）：为了实现一体化供应链战略，2020-2021 年间京东准备将京东健康、京东物流和京东数科子集团进行独立融资上市，2020 年 12 月，京东健康在港交所成功上市，2021 年 5 月，京东物流在港交所成功上市。目前，京东集团业务已涉及零售、科技、物流、健康、保险、产发和海外等领域。随着京东多元化脚步的加快，其经营业绩也蒸蒸日上。2022 年上半年，京东集团的净收入为 5073 亿元，同比增长 11.0%；第二季度净收入为 2676 亿元，同比增长 5.4%，高于行业平均增速。

3.2 京东健康概况

京东健康分拆前属于京东集团医疗健康板块，成立于 2019 年 5 月，并于 2020 年 12 月登陆香港联交所。其发展历程主要分为以下阶段，如图 3.1 所示：

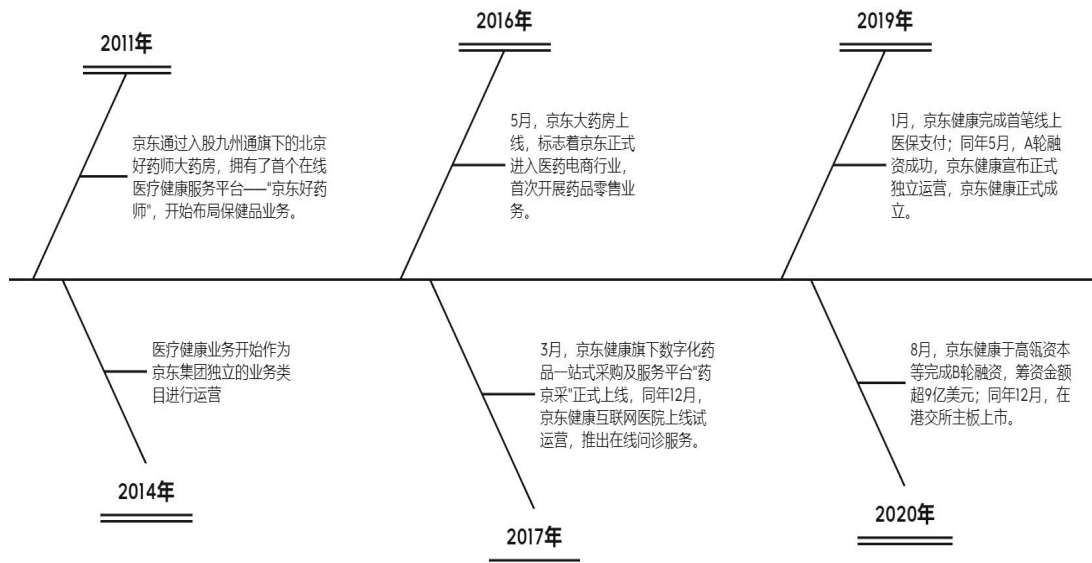


图 3.1 京东健康发展历程

资料来源：京东健康招股说明书、作者整理

从业务角度来看，零售药房和在线医疗健康服务构成了京东健康的主营业务。其中，医疗健康服务能力的提升，极大满足了零售用户更加多元化的需求，而零售药房业务也为医疗健康服务用户提供了更为便捷、及时的一站式健康消费体验。前者向后者创造需求，后者为前者提供优质流量。两大业务的强协同效应，最终形成了京东健康“医+药”联动的闭环体系。在两大业务的良性循环下，京东健康 2022 年上半年的营业收入为 202 亿元，与 2021 年同比增长了 48.3%；净利润为 12.1 亿人民币，同比增长了 82.0%；目前，京东健康平台上年活跃用户已达到了 1.31 亿，与 2021 年相比增长了 2270 万，其互联网医院日均在线咨询量也超过了 25 万。

3.3 京东集团分拆上市的实施过程

VIE 架构是一种境内企业间接实现境外上市目的的一种架构，属于红筹架构的一种。VIE 架构将上市主体和经营主体从股权上分离开，通过协议的方式控制，将境内经营实体的会计报表并入境外上市主体。京东健康搭建 VIE 架构主要分为以下三个部分：设立离岸公司、建立控股子公司、签订 VIE 协议。

3.3.1 设立离岸公司

现阶段，中国香港、新加坡及美国资本市场均接受在开曼群岛注册的豁免公司到当地股票市场挂牌交易。百度、腾讯、阿里巴巴、360、新浪这些耳熟能详的互联网公司注册地都在开曼群岛。在开曼注册公司有以下优势：税收优惠、融资便利、公司信息高度保密等。

基于上述优势，京东健康为了能顺利上市，也准备在群岛注册公司。从京东健康的发展历程中可以看出，2014年2月，京东集团的医疗健康板块开始独立运营。2017年12月，京东健康的在线问诊服务上线，进一步拓宽了经营范围。此后，通过一系列的资源重组，京东健康于2018年11月30日在开曼群岛注册成立。2019年4月24日，京东健康在英属维尔京群岛注册成立为JD.com的全资子公司。

3.3.2 建立控股子公司

VIE架构中，拟上市主体通常都会选择在香港设立壳公司，这也是所有通过VIE架构上市的公司中境外构架的最后一层。设立香港壳公司主要是处于税收筹划的考虑。境内的外商独资企业向香港壳公司派发红利时，其预提所得税可享受5%的税率优惠。同时，香港税收采取所得来源地原则，这意味着只有利润来源于香港本地才需纳税，而通过香港将股息支付给开曼公司的环节无需纳税。

2018年12月20日，京东健康在香港成立了间接子公司JD Health (HK) Limited。此外京东健康于2019年6月6日成立了一家境内外商独资企业——北京京东健康有限公司，由JD Health (HK) Limited全资拥有，主要从事健康产品的采购及在线零售，使业务能够在国内顺利运营。此外，京东健康还注册成立了一系列重要的子公司，比如2017年6月23日成立的银川京东互联网医院有限公司，其作为境内控股公司的子公司，主要从事互联网医院服务；2019年7月31日，在中国注册成立的北京京东弘健康有限公司，主要从事健康产品的采购及在线零售；2019年11月20日，在中国注册成立广西京东拓先电子商务有限公司，作为外商独资企业的子公司，主要从事技术服务及营销服务。京东健康通过设立壳公司及境内外商独资企业，为搭建VIE架构奠定了基础。

3.3.3 签订VIE协议

在 VIE 架构中，外资企业与国内上市公司之间不存在控股关系。因此，其控制权主要是通过 VIE 架构来实现。所以，国内经营实体所创造的收益经由 VIE 协定，由外资公司转让给国外公司。所谓 VIE 协议是指外商独资企业、境内运营主体以及创始人之间签署的一系列书面协议，通常包括合作协议、购买权协议、股权质押协议、授权委托书、配偶同意函以及借款协议等。

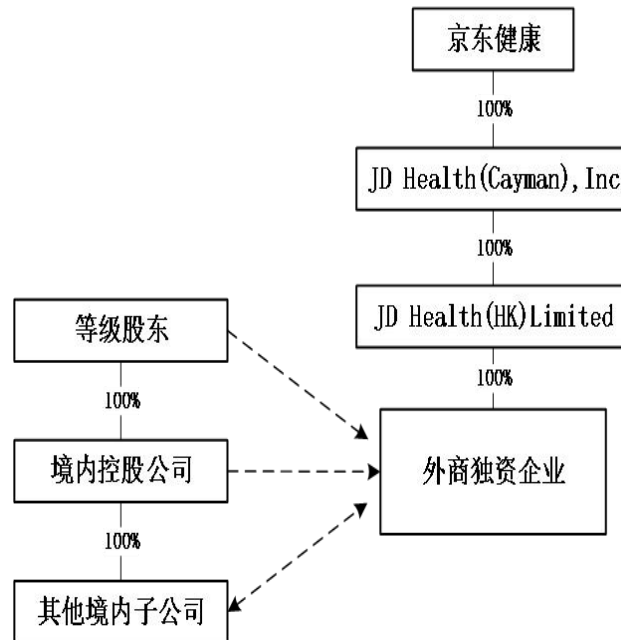


图 3.2 京东健康 VIE 架构

资料来源：京东健康招股说明书

如图 3.2 所示，在 VIE 框架下，京东健康的经济利益转变路径为：国内经营实体→外资公司→香港公司→境外控股公司。因为外资公司的股份完全被香港公司控制，而香港公司的股份完全被境外控股公司控制(也就是图中所说的 Cayman 公司)。于是，企业的利润就通过“子公司对母公司”的分红来实现，即从外资公司到香港公司、香港公司再到境外控股公司。与此同时，京东健康的外商独资企业成立了若干全资子公司。这些子公司与集团签订了一系列知识产权转让协议、与零售健康产品业务相关的合同以及员工的雇佣合同等。并且，其境内控股公司还在 2019 年 6 月 12 日收购了主营零售药品业务的京东善元和主营在线医疗健康服务业务的银川京东互联网医药的全部股份。

搭建完成 VIE 架构后，注册在开曼的京东健康最终取得了国内实体公司的

控制权。此后，京东健康一路高歌猛进，加快了上市的步伐。2019年11月，京东健康完成10亿美元A轮融资。2020年8月完成了B轮58亿美元的融资，投后其估值已接近200亿美元，同年12月8日，京东健康正式登录港交所。

4. 京东集团分拆京东健康的动因分析

4.1 降低信息不对称造成的估值偏差

从价值释放驱动的角度来说，企业的价值可以通过股价表现出来。企业未上市前信息披露是有限的，投资者由于存在信息差，对企业的经营业绩及财务状况了解不够全面，从而使得企业的真实价值会被市场低估。但是分拆上市后，企业将直接面对市场和投资者，需要按照相关规定，定期披露业务信息。通过这些信息，投资者可以对企业相关经营信息和财务信息有全面的了解，从而对企业的市场价值进行客观全面的评估。

表 4.1 京东集团和京东健康 2017-2019 年销售毛利率及营业收入分析

项目	年份		
	2017 年	2018 年	2019 年
京东集团销售毛利率(%)	14.02	14.28	14.63
京东健康销售毛利率(%)	24.86	24.23	25.94
京东集团营业收入(亿元)	3,623.32	4,620.20	5,768.88
京东健康营业收入(亿元)	55.53	81.69	108.42
营业收入占比 (%)	1.53%	1.77%	1.88%

资料来源：同花顺 iFinD

伴随着我国数字大健康产业和集成供应链物流服务产业的迅猛发展，互联网医疗行业也逐渐步入了高速发展期，市场集中度不断提升，发展前景广阔，使得互联网医疗企业的价值不断凸显。但是从表 4.1 中可以看出，2017 年至 2019 年，京东健康的销售毛利率约为母公司京东集团的 1.7 倍，这也表明了京东健康的经营效率高，盈利能力强。分拆前的京东健康只是京东集团的一个子版块，其经营状况只能通过合并报表简单反映，投资者对企业的真实经营状况和发展前景不了解，企业价值被低估。此外，根据京东健康上市时发布的招股书显示，2017 年至 2019 年，京东健康整体收入分别为 56 亿元、82 亿元、108 亿元，而进入 2020 年，虽然受到经济下行的影响，但整体收入仍持续走高，光是上半年就达到了

88 亿元，而到了下半年，营收更是达到了 105.8 亿元，与 2019 年全年营收近乎相当。由此可见，京东健康的市场价值和发展潜力巨大。因此，京东健康上市后，将作为独立的市场主体经营，其企业价值也会被市场所看到。

4.2. 顺应母公司发展战略

就京东集团而言，作为一家多元化发展的综合企业，其经营范围涉及较广，各业务板块资源配置不均衡。长期以往，企业经营的负协同性日渐凸显，不利于集团后续发展。因此，将优质业务进行分拆有利于集团理顺业务架构，专注自身主业。此外，京东集团近年来在互联网赛道积极布局，无论是京东数科还是京东健康，或者京东物流，京东正在逐渐打造一个京东军团。将京东健康分拆上市，为集团进入互联网医疗行业奠定了良好的基础，也可以为集团带来新的经济增长点，进一步加快集团多元化布局的步伐。

4.3 提高子公司专业化经营水平

从京东健康的角度来看，互联网医疗行业即将进入快速发展期。根据弗若斯特沙利文报告，我国属于医疗健康大国，2019 年的医疗健康支出总额排名位居全球第二，达到 65,200 亿元。如图 4.1 所示，该报告预计 2030 年我国数字化大健康市场将达到 4 万亿人民币。其中医药在线零售将达到 1.2 万亿人民币，在线问诊将达到 4 千亿人民币，数字化医疗健康基础设施将达到 7 千亿人民币。整体来说，互联网医疗行业属于朝阳行业，未来五年将有望保持高增速，成为推动中国数字经济飞速发展的“新动能”。同时，从京东健康的年报中了解到，2017 年至 2019 年，京东健康的医药产零售业务处于稳步增长态势。比如，京东健康在 2019 就取得了高达 108 亿的营业收入，并且其线上药品零售业务在互联网医疗健康的市场份额为 29.8%，远远超越了已上市的同行，成为了行业的龙头老大。

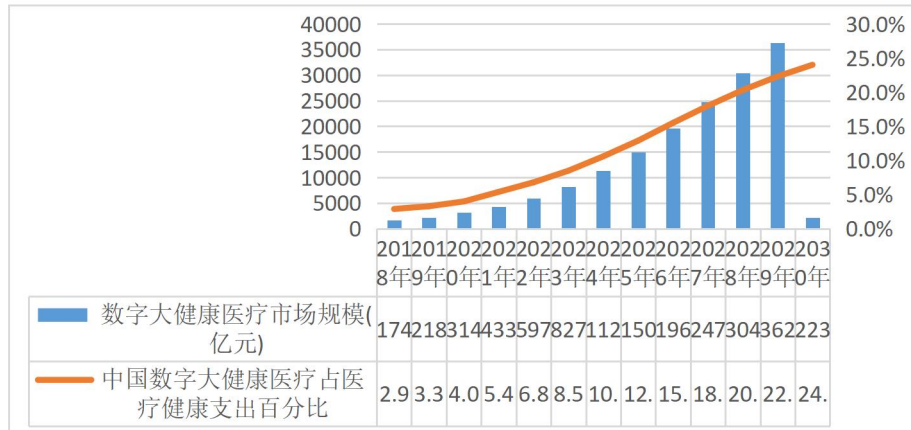


图 4.1 中国数字大健康(互联网医疗)市场规模及占比

资料来源：京东健康招股书

此外，不同于母公司已经相对成熟的发展，京东健康作为一个新兴的企业，正处于高速增长期，其发展策略更倾向于扩张型的。这也导致分拆上市前，由于京东健康在日常经营中需要集团的统一部署，二者在发展运营的过程中存在一定的冲突，使得京东健康独立性受到影响，其运营效率低下。因此，随着互联网医疗行业的兴起，企业的核心业务高速发展。京东健康迫切希望可以独立自主地参与市场竞争，充分发挥企业价值。分拆上市后，京东健康不仅可以吸引更多的投资者，还能够独立自主的参与互联网医疗行业的市场竞争，提高品牌知名度和市场占有率。

4.4 缓解融资压力

缓解融资压力是企业选择上市的动机之一。对于京东健康来说，随着“互联网+医疗”浪潮的兴起，需要更加充足的资金来支持业务的正常运作及开拓。京东健康到港交所上市意味着可以进入到资本市场平台，能够独立自主地进行权益性融资，获得更多投资机会，拓展自身的融资渠道，其资金来源不再受限于母公司的分配和银行贷款融资。对于母公司来说，分拆子公司上市意味着可以缓解其融资压力，也使得母公司能够集中资金专注于自身业务的发展。

本文对京东集团分拆前三年现金流量情况变化进行了整理，从表 4.2 中可以发现，2017-2019 年京东集团经营活动产生的现金流量净额稳步增长；但是其投资活动产生的现金流从 2017 年开始一直为负，本文从京东集团的年报中了解到，

集团近几年投资活动比较频繁，比如进行了大量的短期和股权投资，同时加大对工程项目的投资；从融资角度来看，京东集团近年来投资活动产生的现金流量净额均为正，这主要是因为京东集团结合了权益性融资和债务性融资，打造了属于自己的融资模式。但是通过了解京东集团近三年的资产负债率，对比阿里巴巴相关数据，发现京东集团近几年的资产负债率连续高于阿里巴巴，其中 2017 年资产负债率更是达到了 71.54%，说明企业在融资方面还需要进行合理的优化。此外，京东集团 2019 年融资产生的现金流量净额骤然下降，主要是由于企业偿还了部分短期借款和无追索权的证券化债务。同时结合京东集团的多元化发展战略，可以发现京东集团近几年不断加强物流基础设施布局，优化在线零售和电商平台业务，在人工智能、大数据分析和云计算方面也在积极发力。综上所述，可以看出企业在进行多元化发展布局中需要更加充足的资金支持。

表 4.2 京东集团 2017-2019 年现金流量变化情况

项目	年份		
	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流量净额 (亿元)	268.57	208.81	247.81
投资活动现金流量净额 (亿元)	-398.15	-260.79	-253.49
融资活动现金流量净额 (亿元)	192.35	112.2	25.72

资料来源：京东集团年报

从表 4.3 中可以看出，相比之下京东健康投融资问题比京东集团的更为突出。2017-2019 年京东健康的投资活动呈现爆发式增长，打造了“京东家医”、“药京通”、“家医守护星”等一系列核心品牌和产品，其投资活动产生的现金流量净额一直为负数；融资方面，2017 年和 2018 年京东健康融资活动所产生的现金流量净额均为负数；经营活动带来的现金流量虽然在日益增加，但是由于京东健康正处于一个高速上升的发展阶段，经营活动带来的现金流量远远不足以支持企业的持续发展。在快速发展的路上，京东健康存在着一定的融资缺口。2019 年京东健康进行了首轮融资，为企业带来了大量的资金，当年融资活动所带来的现金流量净额扭亏为正。2020 年 8 月，京东健康进行了 B 轮融资，获得高瓴资本投入

8.3 亿美元。同年 12 月 8 日，京东健康在联交所正式挂牌上市，其发售价格为每股 70.58 港元的价格发售，共募集到 258 亿人民币。从其招股书中可以看到，京东健康此次筹集到的资金将用于业务拓展、研发、人才招聘以及对外投资等方面，为企业后续发展提供充足的资金支出。

表 4.3 京东健康 2017-2020 年现金流量变化情况

项目	年份			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流量净额 (亿元)	0.36	1.87	4.09	36.99
投资活动现金流量净额 (亿元)	-0.09	-0.14	-14.49	-78.43
融资活动现金流量净额 (亿元)	-0.33	-0.03	65.09	320.29

资料来源：京东健康年报

4.5 优化企业内部管理

随着互联网医疗的快速发展，京东健康近几年业绩表现突出且发展前景广阔。但是在被分拆上市前，京东健康只能通过合并报表来披露相关业绩信息，并且由于母子公司发展差异大，母公司设置的管理层激励制度对子公司的影响较小，这就使得企业的经营状况和管理层的治理水平难以被反应出来，投资者对企业价值缺乏全面的认识，企业价值被低估。分拆上市之后，京东集团将直接受到资本市场的监督，其经营的好坏与管理层的业绩挂钩，从而提高管理层为企业服务的水平。此外，京东健康上市后，会进一步完善相应的股权激励制度，也能激发管理者生产的积极性和主动性。同时，分拆上市后，京东健康作为独立的上市主体，管理层可以根据市场对其经营状况的评价，提前规划企业未来的发展计划，做好面对风险的准备，使得管理更加精细化。

5. 京东集团分拆京东健康上市的效果分析

5.1 资本市场效果分析

5.1.1 短期市场反应

事件研究法以有效市场假设为基础,通过分析某一特定事件发生前后样本股票收益率的变化,进而判断该事件对企业股价变化与收益率的影响。由于京东健康在分拆前并未上市,本文只对京东集团进行事件研究法分析其收益率的变动,从而进一步了解资本市场对京东健康分拆上市这一事件的态度。

(1) 选择事件日与窗口期

在选择事件日时,本文以京东健康在分拆过程中重要事件公告的日期作为选取的依据。由于2020年6月18日京东集团在香港二次上市,距离其董事会发布分拆京东健康决议的公告日时间较近,其估计期时间较短,没有说服力。因此,本文选择以下两个时间点作为事件日,如下表5.1所示。

表 5.1 分拆上市窗口日选择表

窗口选择	时间点	事件
窗口 1	2020 年 11 月 15 日	通过聆讯, 上市公告日
窗口 2	2020 年 12 月 8 日	上市首日

资料来源: 京东集团公告

其中2020年11月15日为周日,股市未开,因此本文选择11月16日作为窗口1的0点。鉴于资本市场吸收事件信息的预先性及延后性,整个窗口期选择事件日前10个交易日和后10个交易日,即[-10,10]。计算正常收益率时要选择合适的估计期,其选择期间主要在该事件日前的100天到200天之内。为了保证结果更加准确,本文选取的估计期时间较长,即事件发生前的120个交易日。

(2) 建立市场模型并计算正常收益率

鉴于京东集团是在港股上市,本文选择市场收益率以恒生指数为基准。个股

股价及指数价格数据均来自于 Choice 金融数据库。

第一步：计算个股日收益率和市场收益率

$$R_{it}=(P_t-P_{t-1})/P_{t-1}$$

$$R_{mt}=(P_{m,t}-P_{m,t-1})/P_{m,t-1}$$

第二步：本文选取相对已经成熟的市场模型（CAPM 模型）来计算估计期内京东集团的正常收益率。

$$R_{it}=\alpha_i+\beta R_{mt}+\varepsilon_{it}$$

其中—— R_{it} 是该股票在 t 日的收益率；

α 是指无风险收益率；

β 是回归系数，即该股票的系统性风险；

R_{mt} 是在 t 日的市场收益率；

ε_{it} 是残差项。

通过 Excel 对京东集团在两次公告日及其估计期的数据进行处理，根据公式进行线性回归，得到正常收益率的计算公式。

$$R_{t,1}=0.9011x+0.0024(R^2=0.1952)$$

$$R_{t,2}=1.1156x+0.0032(R^2=0.2225)$$

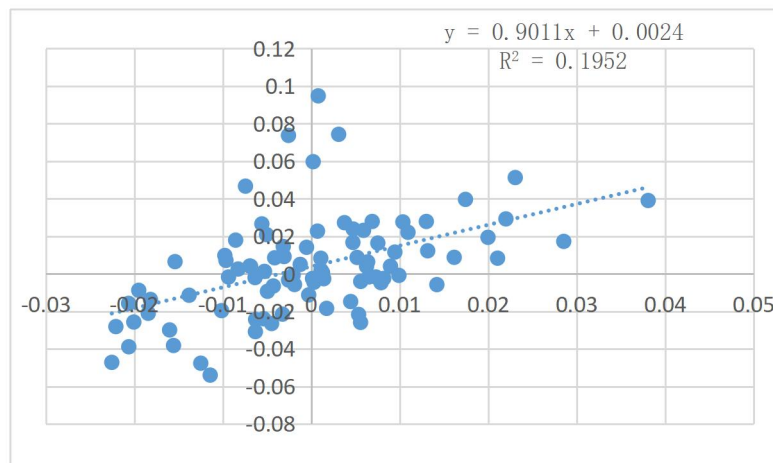


图 5.1 第一个事件日正常收益率的函数模型拟合图

资料来源：Choice 金融终端

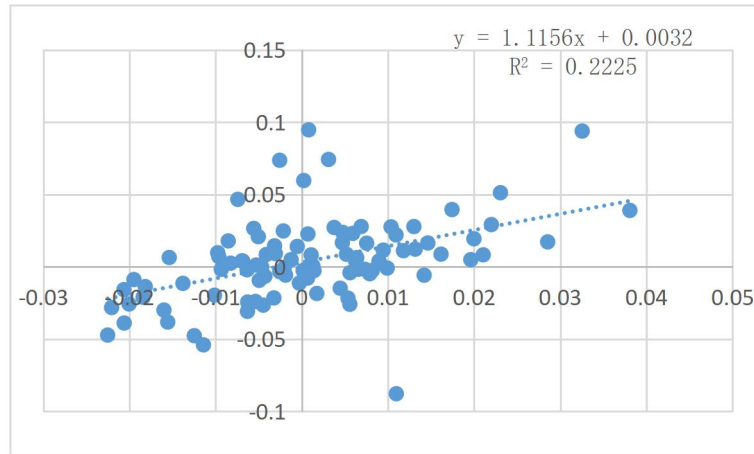


图 5.2 第二个事件日正常收益率的函数模型拟合图

资料来源：Choice 金融终端

(3) 计算超额收益率及累计超额收益率

首先，本文根据拟合的回归方程计算得出京东集团的预期收益率 R_{it}' ，其中 t 的范围是 $[-10,10]$ 。然后，用京东集团每日的实际收益率减去预期收益率可以得到当天对应的超额收益率(AR)。最后，将窗口期内每日的超额收益率累加，就可以得到对应的累计超额收益率(CAR)。具体计算公式如下。

$$AR_{it} = r_{it} - r_{it}'$$

$$CAR_{it} = \sum_{-10}^{10} AR_{it}$$

表 5.2 事件窗口期内超额收益率及累计超额收益率

窗口期	窗口一		窗口二	
	超额收益率 AR (%)	累计超额收益率 CAR (%)	超额收益率 AR (%)	累计超额收益率 CAR (%)
-10	-0.08	-0.55	-0.42	-0.55
-9	-0.19	-0.74	-0.14	-0.69
-8	0.01	-0.73	-0.39	-1.08
-7	0.69	-0.04	-0.21	-1.29
-6	-0.32	-0.36	-0.17	-1.46
-5	-0.13	-0.49	-0.21	-1.67
-4	-1.11	-1.60	0.01	-1.66

续表 5.2 事件窗口期内超额收益率及累计超额收益率

窗口期	窗口一		窗口二	
	超额收益率 AR (%)	累计超额收益 率 CAR (%)	超额收益率 AR (%)	累计超额收益 率 CAR (%)
-3	-1.15	-2.75	-0.49	-2.15
-2	0.52	-2.23	-0.57	-2.72
-1	0.54	-1.69	-0.06	-2.78
0	0.32	-1.38	-0.11	-2.88
1	-0.98	-2.36	-0.15	-3.03
2	-0.29	-2.65	-0.23	-3.26
3	-0.47	-3.12	-0.35	-3.61
4	-0.13	-3.24	-0.13	-3.74
5	0.01	-3.23	0.00	-3.74
6	-0.14	-3.37	-0.49	-4.23
7	-0.39	-3.76	-0.71	-4.94
8	-0.16	-3.92	-0.22	-5.16
9	-0.33	-4.24	-0.07	-5.22
10	-0.36	-4.60	-0.37	-5.59

资料来源：作者整理

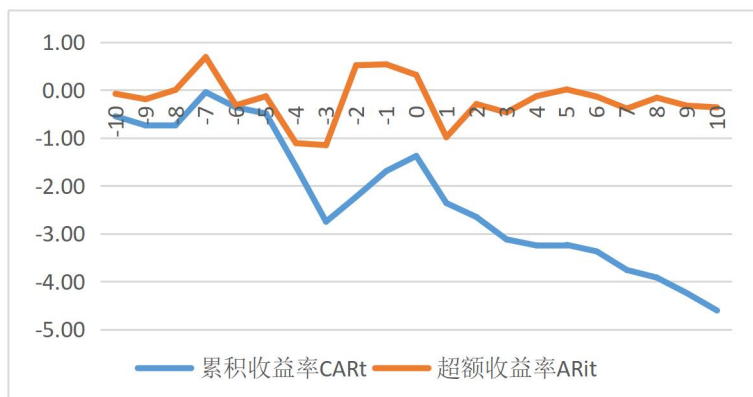


图 5.3 事件 1 窗口期 AR 与 CAR 的趋势图

资料来源：Choice 金融终端

从表 5.2 中我们可以看出，在公告日前后，京东集团的超额收益率波动幅度明显，在公告前的第三个交易日跌至-1.15%。

在此次窗口期中，京东健康仅仅在公告日的前两个交易日和公告当天取得了正向收益率，其累计超额收益率也呈上升趋势，但是增加幅度较小，且依旧为负值。结合图 5.3 来看，公告日后京东集团的超额收益率又呈回落态势，其超额累计收益率也一路下滑，且下降幅度远大于公告日前。综合来看，京东集团在整个窗口期取得了-4.6%的累计超额收益率。这也说明市场对于京东健康分拆上市这一事件不认可，该事件在母公司的资本市场上产生了消极的反应。

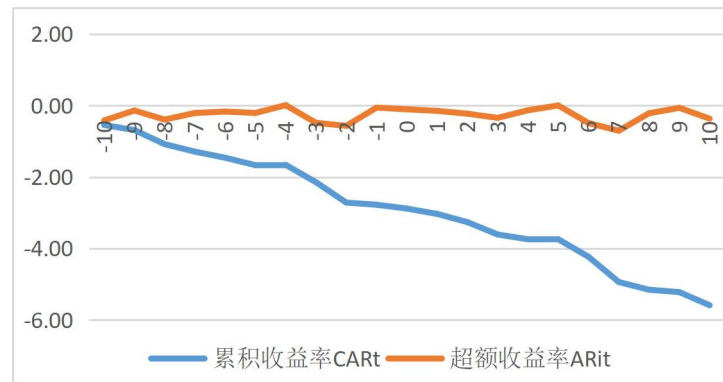


图 5.4 事件 2 窗口期 AR 与 CAR 的趋势图

资料来源：Choice 金融终端

2020 年 12 月 8 日，京东健康正式在港交所上市，如图 5.4 所示，京东集团又一次取得了负的超额收益率，在整个窗口期内，超额收益率和累计收益率均呈现出持续下滑的态势，且二者均为负值。公告日以后，超额收益率为负的状况并未得到缓解，而是已经连续 10 个交易日取得了负的超额收益，累计超额收益率的降幅更大，跌至-5.59%。

综合两次事件日股价的变动来看，京东集团仅在公告日前取得了正向的回报，但是该影响只是暂时的，其余时间京东集团的收益率大多为负。这就意味着，京东健康分拆上市并没有给集团带来预期的正向回报，市场对其认可度低。整体来看，市场对于京东健康上市这一事件并没有给予很高的认同。通过分析，文章认为其原因可能有以下三点：

首先，京东健康上市前隶属于集团的医药健康板块，作为母公司的优质业务，

近年来京东健康的业绩成果突出。2017年至2019年，京东健康的总收入分别为55.53亿元、81.69亿元、108.42亿元，2020年上半年京东健康总收入约87.77亿元；2017年至2020年上半年，经调整的期间盈利分别为2.09亿元、2.48亿元、3.44亿元和3.71亿元。受到政策的推动及互联网的发展，京东健康未来的发展空间较大，而京东集团将优质业务拆分，可能会导致集团的业绩下滑，收益率下降，所以市场对此事件整体表现出较为消极的态度。

其次，做互联网医疗在目前阶段很现实的问题是，想通过线上问诊、挂号等医疗服务赚钱很难。以医疗服务相关收入为主的平安好医生为例，自2018年5月上市以来，平安好医生的股价表现却不尽人意，持续下降。据统计，2015-2020年之间累计亏损47亿元；截至2023年3月13日，平安好医生的股价为17.78港元/股，较IPO时累计下跌67.55%，较2022年12月20日的34.20港元/股下跌48.01%。目前我国互联网医疗企业仍处于“卖药”阶段，线上医疗服务还未成熟，互联网医疗企业的发展任重道远。基于市场对于互联网医疗行业发展前景较为悲观，投资者对于京东健康上市持消极态度。

最后，京东健康上市后势必要与阿里健康竞争。阿里健康2017年在香港上市，在市场已经耕耘了很多年，市场基础牢固。而且与京东健康一样，阿里健康也是以医药电商为主，借助母公司的平台发展，二者在业务方面有许多重合的部分。京东健康上市后是否能在互联网医疗赛道分到一杯羹，投资者对此持观望态度，因此对于其上市的反应并不强烈。

5.1.2 母子公司短期股价波动

分拆上市对于短期股价的影响较大，但是企业的股价受到各种因素的影响，从长期来看，无法准确判断股价变动是否是受到分拆上市的影响，因此，本节选择上市前后一个月母子公司的股价变动情况进行分析说明。

(1) 京东集团股价变动情况

在公司分拆上市后，股价的变化反映了市场的反应。因此，本文选择京东集团分拆京东健康上市前后两个相关事件日，分别是2020年11月16日的上市公告日和2020年12月8日的正式挂牌上市日，通过分析这两个时间点的股价变动和成交量情况，进一步探讨市场投资者对于分拆上市的态度。

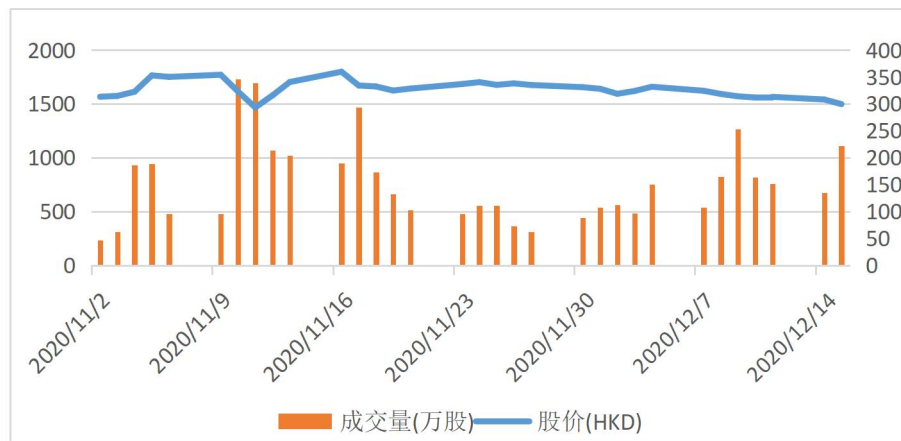


图 5.5 2020 年 11 月 2 日至 12 月 15 日京东集团股价及交易量

资料来源：Choice 金融终端

从图 5.5 中可以发现，自 2020 年 11 月 10 日起，京东集团的成交量有了显著的上市。可能投资者提前获悉京东健康通过聆讯的消息，在分拆前两个交易日里京东集团的股价和成交量均有提升，在公告日当天股价为 359.5 港元，达到最高值。但是公告日之后股价和成交量均呈下降趋势。可以看出，分拆上市公告的发布未能给京东集团带来正向的市场反应。

2020 年 12 月 8 日正式上市首日，京东集团股价较前几日有所下降，但成交量有一定上升。此后的交易日里，其股价一直呈下跌趋势，成交量相对上市前有所增加，在上市后的第二个交易日达到峰值为 1261.98 万股。结合前面对京东集团分拆上市日前后收益率的分析，文章认为其下降原因可能是投资者对此次分拆上市事件呈现消极态度，市场上的卖出单要多于买入单。

(2) 京东健康上市后股价变动情况

本节将从股价的波动情况及收益率两个方面入手，对京东健康上市后在市场上的表现进行分析。

结合图 5.6 我们可以发现，2020 年 12 月 8 日京东健康在港股正式上市，上市首日开盘价为 92.5 港元/股，当日收盘价为 110 港元/股，较发行价 70.58 港元/股上涨 56%，上市首日市值就超过了 3400 亿港元。如下图所示，自上市一个月以来，京东健康股价连续上涨，在 12 月 23 日达到最高值 195 港元/股，此后虽有回落，但均高于上市首日，整体呈现上升趋势。说明市场对于京东健康上市是持肯定意见的。根据相关统计显示，在 2021 年 10 月 26 日国家卫健委发布《互

联网诊疗监管细则（征求意见稿）》之后，各大在线医疗平台市值相继缩水。但是截止 2022 年 2 月 11 日，京东健康市值依然维持在 1941 多亿港元，这也进一步说明了市场对于京东健康价值的认可。

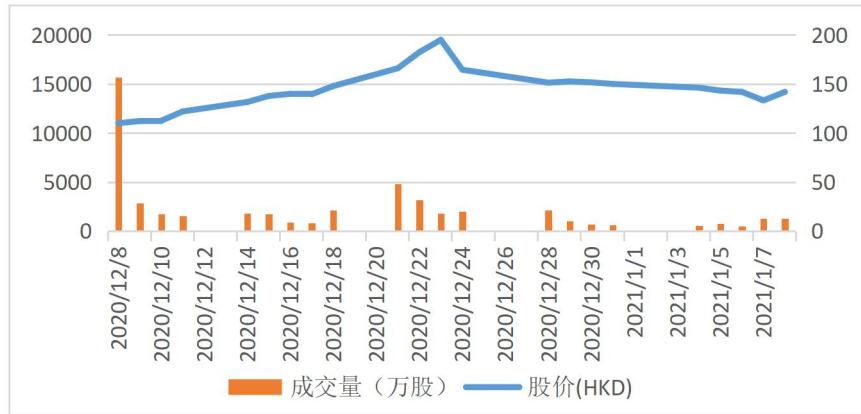


图 5.6 2020 年 12 月 8 日至 2021 年 1 月 8 日京东健康股价及交易量

资料来源：Choice 金融终端

另外，由下图 5.7 可知，京东健康在上市一个月内，虽然其个股收益率呈现波动趋势，但是整体来看取得了显著的收益率。除去上市首日收益率，京东健康上市一个月内累计获得 34% 的显著收益率。由此可以看出，京东健康在港股上市取得了积极显著的市场反应，实现了其提高市场价值的动因。

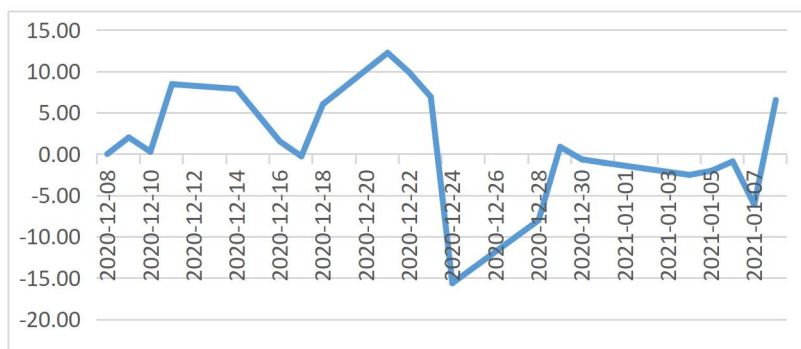


图 5.7 京东健康个股收益率

资料来源：Choice 金融终端

5.1.3 母子公司估值情况

(1) 京东集团市盈率变化情况

市盈率 P/E 是股票价格除以每股收益，该指标常被用作评价股价水平是否合理。投资者可以借助该指标判断企业价值的高低。比较同一行业的市盈率能够更加直观的了解到企业的价值。因此，本文选择与京东集团处于同一互联网行业的企业阿里巴巴和腾讯控股进行比较，且三家公司均在港股上市，所面临的股市环境相似，能更准确的比较出京东集团市盈率的变化情况。

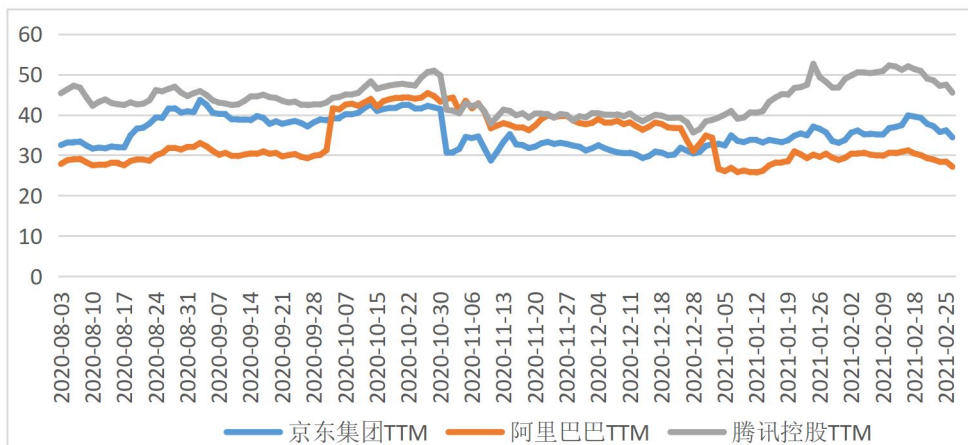


图 5.8 京东集团与可比公司的市盈率比较

资料来源：同花顺 iFinD

本文选取了 2020 年 7 月至 2021 年 3 月这一时间段来对三家企业市盈率的变化进行比较分析。从图 5.8 中我们可以看出 2020 年 11 月 2 日之前，京东集团市盈率一直位于第二位，且一直呈现上升趋势。但是在 2020 年 11 月 2 日后，京东集团市盈率呈现较大幅度的下降，一直持续到 2020 年 12 月结束，一度跌至三家企业中的末尾。分析其下降原因可能受到京东健康分拆上市事件的影响。从前文分析可以看出，市场担心优质业务的分拆会导致集团整体的营收下降，对于京东集团分拆京东健康这一事件并不看好。因此，自 2020 年 11 月以来，随着京东健康上市脚步加快，市场对于京东集团的态度日益消极，从而也间接导致了京东集团市盈率呈现下滑趋势。

但是，自 2021 年 1 月以来，京东集团市盈率一改 2020 年第四季度的低迷，一路高歌持续上升，市盈率逐渐超过阿里巴巴，仅次于腾讯控股。分析其原因有：一是京东健康 2020 年营业收入同比增长 79%，业绩增长明显，投资者对于京东

健康的表现由之前的消极态度开始转变。二是进入 2021 年以来，京东集团有分拆京东物流于港交所上市的意愿，并在 2021 年 2 月 16 日发布拟分拆决议公告。看到京东健康上市后亮眼的表现，市场对京东物流上市这一事件较为看好，京东集团的市盈率也受到了积极影响，呈现上升趋势。这也间接显示出市场之前低估了京东集团的价值，对于京东集团长期发展持有积极肯定的态度。

(2) 京东健康市销率变化情况

对于已经处于相对稳定期的企业，我们通常采用市盈率衡量其企业价值，但是分析尚未盈利的高成长期企业时，使用市销率估值更为合理。由于京东健康目前正处于高速发展阶段，本文选择市销率对京东健康的价值进行分析。为了更好地研究京东健康上市后的企业价值，本文选择互联网医疗行业中的三巨头进行比较分析。

从表 5.3 中可以看出，由于“互联网+医疗健康”方兴未艾，再加上受 2020 年经济下行的影响，互联网医疗企业市销率 2020 年到 2022 年均出现下降态势，其中京东健康市销率位于三家企业首位。此外，从增减趋势来看，自上市以来，京东健康市销率一直处于稳步下降态势，也说明了京东健康收益稳定性越来越高，企业的投资价值也越来越大。可以看出，市场对于互联网医疗企业预期很高。分拆上市后，京东健康作为独立的市场主体直面资本市场，实际价值也被市场所发现。

表 5.3 京东健康与可比公司 2019-2022 年市销率比较

项目	年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
	京东健康	-	28.45	15.04	4.90
阿里健康	17.63	23.61	14.28	2.85	
平安好医生	12.96	19.23	10.89	2.78	

资料来源：Choice 金融终端

5.2 基于财务指标的效果分析

京东集团作为一个多元化发展的综合性集团，核心业务主要分为零售、物流、

健康、数字科技，此外，还涉及了保险、城市服务等领域，业务涉及的范围广泛多元。不同于上市时母公司股价明显的变化情况，京东集团长期的经营状况和财务指标受到各方面因素的影响。本节主要重点分析子公司京东健康上市后财务状况的表现。

5.2.1 盈利水平逐步提高

盈利能力是指企业获得利润的能力，企业经营的好坏最终可以通过盈利能力反映。一般来说，利润率越高，盈利能力越强，利益相关者对企业的生产经营发展越有信心。

文章选择了营业收入和毛利两个指标，同时结合同行业阿里健康和平安医生的数据，对比分析京东健康在医疗健康行业所处的状况。从表 5.4 中可以看出，京东健康的营业收入和毛利均呈现稳步增长态势。分拆后 2021 年营业收入有了明显提升，同比增长 58.3%，实现毛利 71.97 亿元，同比增长 46.37%，可以看出，自上市后，京东健康牢牢把握市场趋势，平台活跃用户增长，日均问诊量攀升，营业收入远高于前两年的增速。通过与阿里健康及平安好医生对比发现，分拆前虽然京东健康的营业收入一直居于三巨头首位，但是其毛利的优势不明显。2020 年分拆上市以后，京东健康的营业收入和毛利均有了显著的增加，与其他两家的差距逐渐拉大，其核心竞争力进一步加强，在互联网医疗健康赛道里处于佼佼者。

表 5.4 京东健康与可比公司的营业收入及毛利比较

项目	公司	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入 (亿元)	京东健康	55.53	81.69	108.42	193.83	306.82
	阿里健康	24.43	50.96	95.96	155.18	205.78
	平安好医生	18.68	33.38	50.65	68.66	73.34
毛利 (亿元)	京东健康	13.8	19.79	28.12	49.17	71.97
	阿里健康	36.17	22.31	13.31	6.53	1.87
	平安好医生	17.07	18.64	11.71	9.12	6.12

资料来源：京东健康年报、阿里健康年报、平安好医生年报

从盈利能力指标来看,由图 5.9 可知,由于京东健康主营业务结构相对稳定,其销售毛利率在上市前后无明显波动。2017 年和 2018 年,京东健康销售净利率和总资产净利率均为正数且变化幅度不大。但是自 2019 年起,二者开始出现大幅下降,并在 2020 年分别降至-88.98%和-65.44%。这主要是由于可转债优先股的价格变化所致。上市后,企业所有的可转换优先股都已经变成了普通股,有效避免了可转换优先股公允价值变化对净利润的不利影响。2021 年京东健康的总资产净利率明显提升,同比增长了 98%。除去可转换优先股价值变动的影响,京东健康 2021 年总收入为 306.8 亿元,同比增长 58.3%,其中服务收入增长 72.7%;净利润为 14.02 亿元,同比增长 91.5%,盈利状况进一步改善。

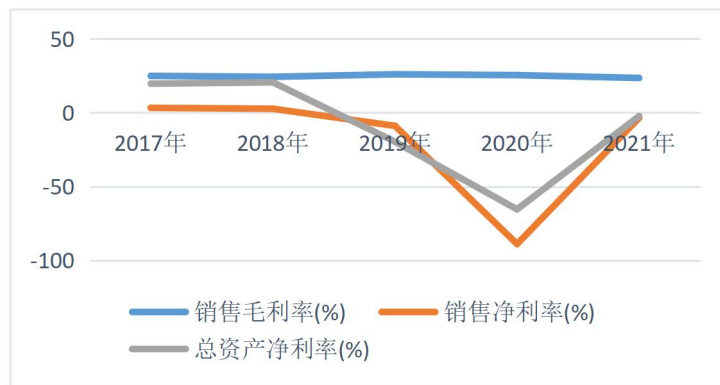


图 5.9 京东健康 2017-2021 年毛利率和净利率变化

资料来源: 京东健康年报

5.2.2 融资压力得以缓解

(1) 偿债能力提升

京东健康上市后,作为独立的市场主体,在资本市场上募集到了大量资金,其融资渠道得以拓宽,资金压力得以缓解,企业的可持续发展得到了保障。资产负债率可以反映出企业利用债务融资进行日常经营的能力,同时也能够对企业资本结构是否合理进行判断。因此本文然选择阿里健康和平安好医生的相关数据,对比分析京东健康上市前后资产负债率的变化情况。

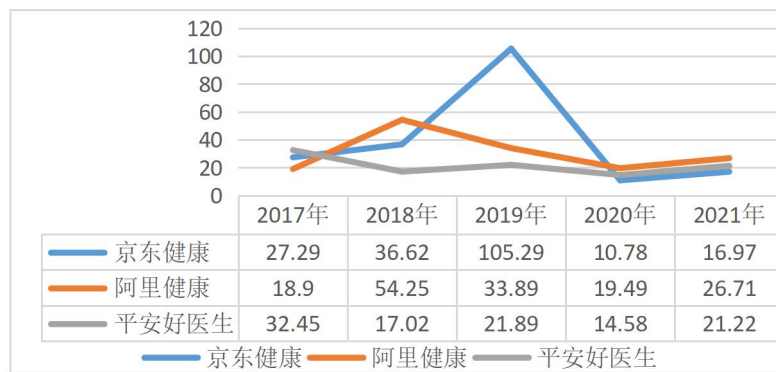


图 5.10 京东健康与可比公司资产负债率的比较

资料来源：同花顺 iFinD

从图 5.10 中可以看出，2017 年、2018 年京东健康资产负债率保持较低水平，居于三家公司的第二位。但是在 2019 年，京东健康的资产负债率陡然上升，一度高达 105.29%。通过其相关公告了解到，主要是由于公司 2019 年将 75.84 亿元的可转换优先股计入了当期非流动负债。2020 年在港上市后，京东健康通过股票市场获得了大量资本，使得资产负债呈持续下降趋势，2021 年资产负债率虽然高于 2020 年，但是比上市前的数值要低。这也说明了京东健康上市后，企业的债务违约风险降低，资本结构有所改善。但是，资产负债率也并不是越低越好，适当的资产负债比率可以在财务杠杆效果、利息税前扣除等方面起到作用。因此，京东健康在后续发展中需要持续关注资产负债率的变化，将其稳定在合理的区间，达到优化资本结构的效果。

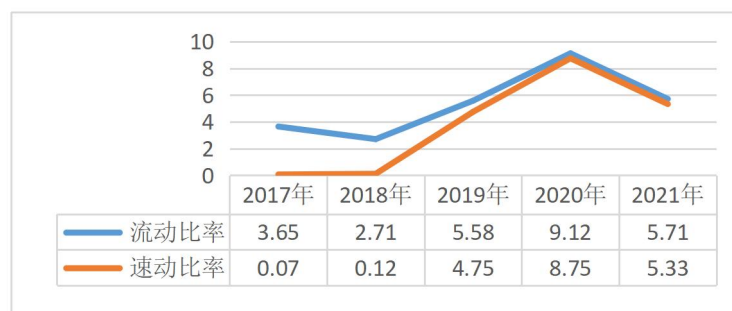


图 5.11 京东健康 2017-2021 年偿债能力指标变化

资料来源：同花顺 iFinD

此外，由图 5.11 可以看出，京东健康流动比率整体呈上升趋势，2020 年上市后更是有了大幅度的提升。2017 年和 2018 年京东健康速动比率分别为 0.07

和 0.12。分析其原因主要是由于企业可流动资金不足，导致公司的短期偿还能力下降。但是从 2019 年开始，公司的速动比率有了明显改善，这主要是由于京东健康在 2019 年进行了首轮融资，募集资金的流入大大缓解了企业的资金压力。2020 年上市后其速动比率也是稳步上升。虽然 2021 年京东健康流动比率和速动比率有所下降，但是相比上市前，其资金使用效率有所提升，公司仍然具有极强的短期偿债能力。

(2) 减轻财务压力

除了从资产负债率进行比较之外，文章还选择对京东健康上市前后现金流量的变化进行进一步分析，详情见下表 5.5。

表 5.5 京东健康 2017-2021 年现金流量净额分析

项目	年份				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流量净额 (亿元)	0.36	1.87	4.09	36.99	34.31
投资活动现金流量净额 (亿元)	-0.09	-0.14	-14.49	-78.43	-177.52
融资活动现金流量净额 (亿元)	-0.33	-0.03	65.09	320.29	-1.64

资料来源：京东健康年报

2021 年京东健康投资活动产生的净额为-177.52 亿元，主要原因是由于企业的银行存款增加了 427 亿元，并且购买金融资产花费了 37 亿元。随着京东健康的上市，2020 年融资活动产生的现金流量有了明显提升，主要原因得益于企业发行普通股所得人民币净额 258 亿元及发行可转换优先股获得了人民币 65 亿元。分拆上市后，京东健康经营活动产生的现金流不断增长，成为其日常偿还债务所需资金的重要来源。2019 年京东健康进行了首轮融资，为企业发展带来了充足的资金流入。2020 年 8 月，京东健康完成了 B 轮融资，获得高瓴资本投入 8.3 亿美元。同年 12 月 8 日，京东健康首次上市公开招股，共募集了 257 亿人民币。京东健康上市后，在资本市场上募集到了充足的资金，大大缓解了企业经营发展所面临的资金压力

综上所述，在分拆上市前，京东健康仅仅作为母公司的医疗健康板块运营，

其资金来源主要依靠母公司投入，融资渠道单一且融资金额与高速发展的业绩不匹配。分拆上市后，京东健康作为独立的市场主体，可以直接在市场上进行融资，融资渠道不再单一，资金压力得以缓解，同时企业资本结构也得到了极大的改善。京东健康的融资能力得到了进一步的提升。

5.2.3 营运能力稳中向好

(1) 运营效率逐步提高

在企业各项费用方面，履约费用、管理费用、销售费用构成了京东健康的主要开支，规模优势逐步显现。从图 5.12 看，履约费用率呈下降趋势，管理费用率由上升转为下降趋势，研发费用率变化基本稳定，销售费用率增幅较为明显。

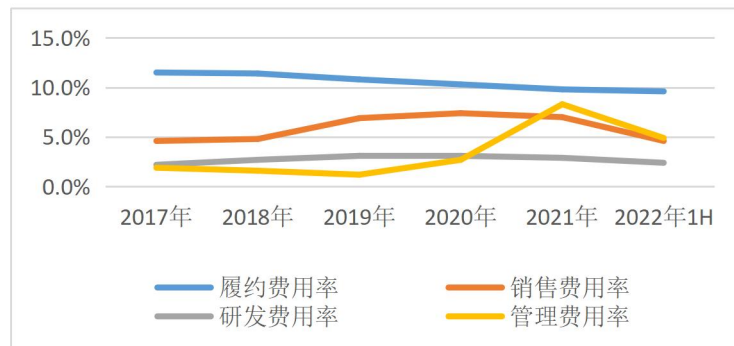


图 5.12 京东健康 2017-2022 年费用率情况

资料来源：京东健康年报

企业在 2021 年的管理费用有较大幅度的增长，这是因为公司内部，包含股票付款在内的员工工资和福利支出上升所致。2022 年上半年以来，随着各项业务渐入佳境以及企业对各部门管理费用的调整优化，管理费用率又回落到 4.9%；根据京东健康的业务性质来看，企业以医药和健康产品零售为核心，同时为用户提供线上医疗健康服务，其研发费用率较为稳定，近年来整体保持在 3%左右；销售费用率从 4.6%提升到 7%，主要原因是企业目前处于快速增长期，对零售药房业务、在线医疗健康服务等业务的营销推广投入的力度加大；从成本结构来看，履约成本是京东健康目前最主要的成本，包括物流及仓储开支、履约人员的员工福利以及订单处理开支，该部分主要反映的是供应链成本。自 2017 年以来履约费用率呈现稳定下降趋势，2022 年上半年达到了 9.6%，比 2017 年降低了 1.7%，

远优于阿里健康。从年报可以了解到企业上市后加强与制药公司和健康产品供货商合作，依托集团供应链，强化了产品履约能力，其履约费用率逐年呈现下降趋势。这也表明企业正在借助集团供应链的优势，在物流运输过程中形成规模效益，从而不断提升自身的运营效率。

(2) 周转次数有升有降

由图 5.13 可见，京东健康 2017-2021 年总资产周转率逐年下降，这主要是货币资金的快速增加。由于大量盈余现金的存在，其总资产周转率并没有很好的体现营运所需流动资产的实际使用效率。另外，应收账款周转率最近三年持续下降，主要是预付款项、其他应收款项及自他资产项目的增大。这说明公司对下游的议价能力较弱，只能依靠允许客户赊账来获取收入增长，经营性现金流变差。但考虑到公司正处于起步阶段，需要通过该方式扩大客户群体规模，故暂时可以认为属于短期现象。结合应收账款账龄来看，由图 5.14 所示，虽然京东健康近年来应收账款数目增加，但是增长的应收账款额中有大多都隶属于 6 个月内账期，说明企业面临坏账的风险较低，但是企业在后期也需要时刻关注应收账款的变化。

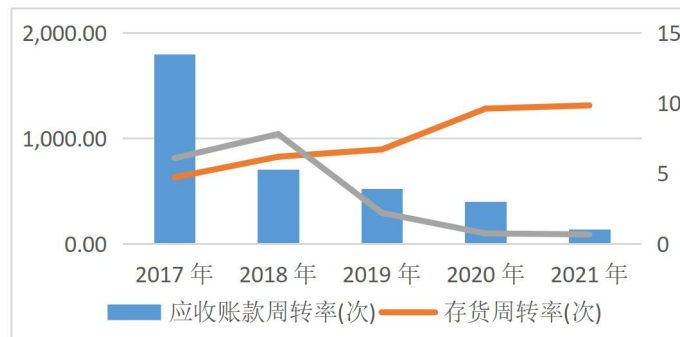


图 5.13 京东健康 2017-2021 年周转率变化

资料来源：京东健康年报

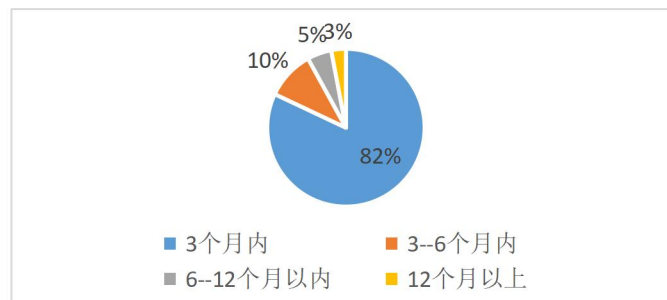


图 5.14 京东健康 2021 年应收账款账龄分布

资料来源：国金证券研究所

从存货周转率来看，京东健康存货周转速度不断提高。2017年至2019年其周转率在稳步增长，自从2020年上市以来，存货周转率有了大幅提升，其主要原因是公司在分拆上市后，逐步建立起“互联网+医疗”的全新商业模式。企业将募集到资金用于供应链的建设，并且积极与供应商和线下实体药店进行合作，增强对上游的议价能力。同时，通过增加仓库数量和整合医疗健康价值链，打造健康服务生态体系，加快了商品的流转速度。从图 5.13 可以看出，2021 年的存货周转天数分别为 36.59 和 32.99，远远低于医疗行业的平均存货周转天数 70.83。这反映出分拆上市后，公司在不断优化供应链，提高经营效率。从长期来看，供应链的持续完善以及存货周转速度的加快，都有助于企业扩大自己的竞争优势。

5.2.4 可持续发展能力增强

发展能力主要反映了企业未来发展的潜力和发展前景，通过对其进行分析，投资者可以了解企业可持续发展的能力，综合对企业的经营业绩及财务状况进行评价。本节选取营业收入增长率、毛利同比增长率来对京东健康的发展能力进行分析，具体如下表 5.6 所示。

表 5.6 京东健康发展能力指标情况

项目	年份			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入同比增长率	47%	33%	79%	58%
毛利同比增长率	43%	42%	75%	46%

资料来源：京东健康年报

京东健康 2018-2021 年营业收入分别为 81.69、108.42、193.83、306.82 亿元，同比增速为 47%、33%、79%、58%，处于持续高速增长阶段。毛利的变化情况与营业收入的一样。其中，分拆上市当年京东健康的营业收入同比增长最快，这也反映出京东健康上市后，业绩表现突出，营收利润持续高增长。

从收入来源来看，医药和健康产品收入构成营业收入的主要来源。从图 5.15 可以看出，2021 年公司通过商品销售实现了营业收入 261.77 亿元，在总营收中占比 85.3%，这主要是因为于京东健康背靠京东集团，有强大的电商平台，更靠近消费端，客户群体基数大；市场、广告和其他服务收入虽然占比较低，但是自上市后公司积极整合医疗健康价值链，打造健康服务生态体系。其占营业收入比重持续提高，2021 年实现收入 45 亿元，占营业收入比重达到 14.7%，较 2020 年提高了 1.2 个百分点。这表明京东健康正在通过专业化的服务能力打开获客渠道，提高用户粘性，从而带动公司长期发展。

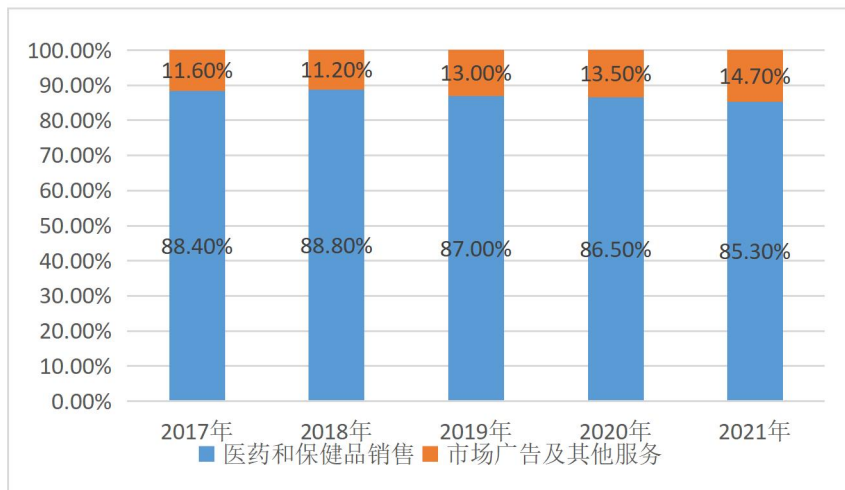


图 5.15 京东健康营业收入构成

资料来源：公司相关公告

5.3 基于非财务指标的效果分析

5.3.1 集团进入互联网医疗赛道

自从打算在香港二次上市以来，京东一直在进行多元化的布局。近年来，京东陆续孵化了许多优质企业。无论是京东数科、京东健康或者京东物流，京东集团正在逐渐打造属于自己的京东军团。这些企业涉及了不同的领域，拓宽了京东集团发展的广度，彼此形成了互补关系。比如，京东物流为商品零售运输提供了物流支持，京东科技又承担了京东商城的支付金融。具体来看，京东集团的业务可划分为零售、物流、健康、新业务四大板块，除了核心业务以外，京东集团还

涉及了保险、城市服务等领域。如图 5.16 所示：

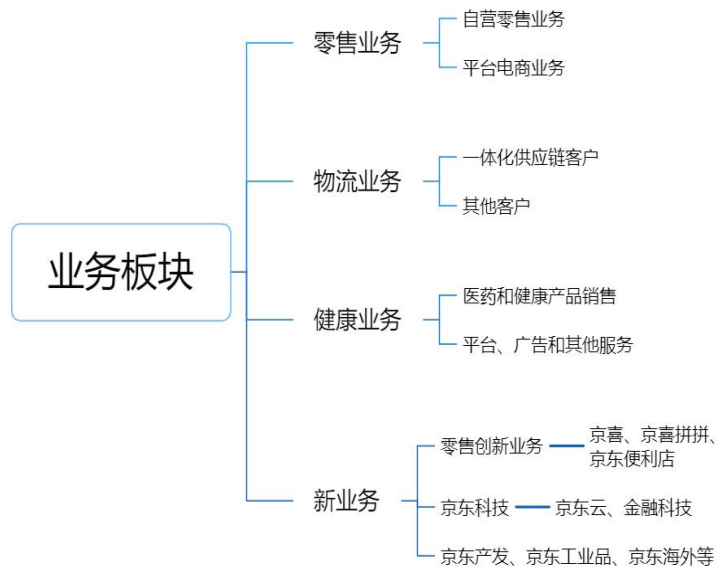


图 5.16 京东集团业务板块布局

资料来源：京东集团官网

当下，互联网医疗行业目前发展前景广阔，互联网巨头们纷纷对其进行布局。早在 2015 年，百度就组建了移动医疗业务，随后，百度健康被正式启动。阿里健康凭借阿里庞大的流量群体，2017 年就已经在港股上市。另一巨头腾讯也在 2014 年就开始了在互联网医疗领域的投资，例如丁香园、大夫在线等。京东集团选择将其医疗健康板块拆分，也是为了加快在互联网医疗行业布局的步伐。目前我国互联网医疗行业正处于高速发展的阶段，加之大众对于健康的关注度越来越高，互联网医疗健康更是方兴未艾。京东健康的上市除了为集团增加了融资渠道，更重要的意义在于京东集团步入了互联网医疗赛道。作为互联网医疗赛道里的三巨头之一，京东健康自上市以来，依托于母公司平台，借助京东物流的供应链优势，加快其专业化经营的步伐。据统计，2021 年末京东健康营业收入约 307 亿元，高于阿里健康的 205.8 亿元，远高于平安好医生的 73.3 亿元。此外，除了在营收体量及增速上超越阿里健康，位列行业第一，京东健康的经营性现金流净额也表现非常优秀。可以看出京东健康在互联网医疗赛道的发展未来可期。由于京东健康在互联网医疗行业的亮眼表现，进一步增强了集团的多元化竞争力，也

加快了京东集团产业生态圈的整合。

5.3.2 各业务板块发展向好

从京东健康各业务板块来看，自分拆上市后，京东健康各业务板块发展持续向好。京东健康脱胎于京东集团，主要业务是零售药房和在线医疗健康服务。图 5.17 是 2017-2021 年京东健康两大业务收入结构的变化情况。可以看出，在零售药店业务占据了超过 80% 的份额，而在线医疗健康服务虽然只占很小的比例，但是已经呈现出了显著上升的趋势。在线医疗健康服务能力的提升，很大程度上可以满足用户多元化的需求，而零售药房业务也为医疗健康服务用户提供了更为便捷、及时的一站式健康消费体验。两项业务相互补充，形成了良性循环。

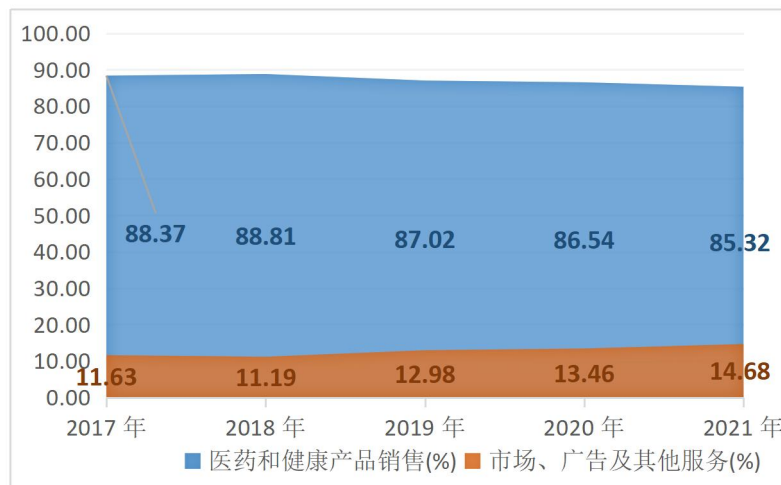


图 5.17 京东健康 2017-2021 年主营业务增速及占收入比重

资料来源：京东健康年报

自 2020 年上市以来，京东健康的零售药房业务持续稳步发展。作为收入的重要组成部分，零售药房业务不仅是京东健康在互联网医疗行业的核心业务，更是其他业务板块发展的支柱。为了零售药房业务的持续发展，京东健康不断强化其自营、在线平台和全渠道业务的协同效果，进一步提高线上线下一体化服务能力。自营方面，京东健康加强与国内外领先的多家公司深化合作，上线了多家药企的自营旗舰店，包括诺华制药、百济神州、恒瑞医药等。其线下自营 DTP 药房也已经拓展到全国 26 个省级行政

区。在线平台和渠道方面，2022年618期间，京东健康的线上合作商户超过了400多家。其次，京东健康与超过6万商家建立了良好的伙伴关系，依托京东物流，为中国400多个城市的消费者提供全天时、全天、全方位的医疗服务，大大提高了商品流转的速度，增强了企业的竞争力。

除了零售药房业务业绩亮眼外，京东健康的在线医疗健康服务业务发展也势如破竹。自上市以来，京东健康加大了对在线医疗服务的投入，建立起全场景医疗健康服务生态，加强与高校、研究机构的合作，为越来越多消费者提供多层次、多样化的医疗健康服务，比如推出了“专家在线”、“秒问京医”、“夜间急诊”三项问诊服务。此外，京东健康还积极发掘潜在市场，推出了线上宠物医院。目前，线上宠物医院已经吸引了超过5000名宠物医生入驻，为宠物主提供7x24小时在线健康咨询服务。

综上所述，自京东健康上市以来，加快了业务布局的步伐，加大研发投入，聚焦互联网医疗健康行业，注重零售药房与在线医疗双线并行，进一步提高了企业的核心竞争力。

5.3.3 内部管理得到优化

一般来说，子公司为了能够顺利上市，会不断整合完善内部治理结构，并且披露一系列公司的业绩信息等，投资者可以通过相关信息对公司价值进行正确认识；此外，公司在分拆上市后会采取一些股权激励的方法，将企业的业绩与管理层利益联系起来，从而进一步激发管理层生产经营的积极性。因此，本节从京东健康的股权结构、治理结构和员工激励三个方面进行分析，来探讨分拆上市对其公司治理的影响。

(1) 引入外部投资者，改善股权结构

引入外部投资者会对京东集团的股权产生一定程度的稀释作用，有利于优化京东健康的股权结构。并且，通过引入外部投资者，使得其与公司业绩紧密联系，企业经营业绩的好坏会直接影响投资者的利益。因此，外部投资者也会为企业提供资金、技术等方面的支持。同时，企业在进行重大决策时，外部投资者也会为其提供建议。这对于改善我国上市公司的公司治理结构、提升公司的公司治理具有重要意义。

表 5.7 京东健康基石投资者配售情况

基石投资者	将予认购的发售股份数目	占发售股份的概约百分比	占所有权的概约百分比
Hillhouse	16,584,000	4.34%	0.53%
TigerGlobal	32,952,250	8.63%	1.05%
LakeBleuPrime	10,984,050	2.88%	0.35%
中国国有企业结构调整基金	21,882,050	5.73%	0.70%
GIC	38,444,300	10.07%	1.23%
BlackRock	27,460,200	7.19%	0.88%
合计	148,306,850	38.83%	4.74%

资料来源：京东健康招股说明书

分拆上市后，京东集团的持股比例由 81.04%降低至 67.69%，并且从表 5.7 可以看京东健康引入了 6 位外部投资者，包括新加坡主权财富基金投资公司 (GICPte)、高瓴资本和贝莱德集团(Black Rock)。这些基石投资者共同认购了 14.8 亿美元的股票。其中高瓴资本认购的股份数占比最高。其实，早在 2019 年，京东健康就进行了首轮融资，获得的投资额约 10 亿美元。此后 2020 年 8 月，京东健康再一次完成了 B 轮融资，两次融资也使得上市前京东健康的估值达到了 200 多亿美元。凭借基石投资者的引入，京东健康获得了持续发展的资源与经验，加快了向专业服务型医药零售转型的步伐。

(2) 治理结构得到完善

按照港交所分拆上市的有关规定：子公司须符合基本上市准则，且子公司应独立于母公司，包括经营独立、董事职务及公司管理独立、人员独立等，母公司与子公司之间的关联交易应符合《上市规则》相关规定。

因此，为了顺利在港交所上市，京东健康建立了一套治理架构。具体见表 5.8。各委员会的成员拥有不同的专业背景，能够在日常决策中提出专业的意见。同时，通过设立不同委员会，京东健康能进一步完善其组织架构，提升管理的精细化，提高决策管理的效率。

表 5.8 京东健康委员会人员构成

姓名	职务	任职起始日	出生年份	性别	学历	专业背景
李玲	薪酬委员会主席	2022/4/7	1961	女	博士	物理学、经济学
吴鹰	薪酬委员会成员	2022/4/7	1959	男	博士	电子工程
金恩林	薪酬委员会成员	2022/4/7	1980	男	硕士	工商管理、法语语言文学
吴鹰	提名委员会成员	2022/4/7	1959	男	博士	电子工程
张吉豫	提名委员会成员	2021/3/29	1983	女	博士	数学与应用数学、计算机科学与技术
刘强东	提名委员会主席	2020/9/14	1973	男	硕士	社会学、管理学
李玲	审计委员会成员	2022/4/7	1961	女	博士	物理学、经济学
张吉豫	审计委员会成员	2021/3/29	1983	女	博士	数学与应用数学、计算机科学与技术
陈兴垚	审计委员会主席	2020/11/26	1974	男	硕士	工学

资料来源：京东健康相关公告

此外，通过对董事会人员的专业背景进行了解后发现，京东健康董事会成员学历均为硕士以上，且包含管理学、工学、数学、计算机与技术等多个不同的专业。这也可以看出，京东健康的董事层多元化程度在不断加深，其中也包括了性别的多元化。这种现象有利于综合多方面的建议，弥补个人知识的缺陷，从而降低了企业的经营风险，进一步提高决策的精确性。另外，京东健康上市后吸引了独立非执行董事的加入，使得公司治理的透明度进一步提高，也间接增强了投资者对于企业发展的信心。

(3) 员工积极性被调动

企业的发展离不开管理层的运作，管理者作为企业发展的人才力量，其决策直接影响到企业发展的走向。但是，在多元化集团中，股权激励的目标往往是母公司的核心高管，对于下属企业的管理层几乎没有影响。因此，分拆上市给子公司管理层带来了直接的激励机制。子公司分拆上市后，够对其管理者实施独立有效的股权激励，将公司经营状况与管理层挂钩，从而进一步激发管理者生产的积极性，从而提升企业的管理效率。

表 5.9 2020 年京东健康股权激励计划明细

姓名	职位	授出日期	购股权数量	占全球发售 总股 百分比
刘强东	非执行董事	2020 年 10 月 15 日	53,042,516	1.70%
辛利军	执行董事	2020 年 10 月 1 日	29,282,729	0.94%
曹冬	首席财务官	2020 年 10 月 1 日	749,865	0.02%
王宇	子公司董事	2020 年 10 月 1 日	660,727	0.02%
金恩林	子公司董事	2020 年 10 月 1 日	460,778	0.01%
吴元清	医疗研发负责人	2020 年 10 月 1 日	1,645,156	0.05%
其他承授 人总计	-	2020 年 10 月 1 日	8,889,697	97.26%
总计	237 名承授人	2020 年 10 月 1 日	94,731,468	100%

资料来源：京东健康招股说明书

从表 5.9 可以看出，2020 年 9 月 14 日，京东健康开始实行股权激励计划。该计划主要是向员工配授公司的购股权。截止 2020 年 12 月 31 日，京东健康向 237 名承授人授予首次公开发售前员工股权激励计划项目下尚未行使的购股权。由于京东健康成功上市离不开整个京东集团资源的支持与整合，因此，京东健康授予刘强东未行使的购股权总数为 53,042,516 股。除此之外，京东健康也对其他管理人员实施了大手笔的购股权激励，其中作为京东健康的具体执行者辛利军获得的购股权数量仅次于刘强东，总共获授 29,282,729 股，市值高达 20.67 亿。值得注意的是，京东健康对医疗研发部门的负责人也实施了激励机制，表现出企业对研发创新方面的重视。此外，上市后，京东健康还提高了管理层的薪资。据相关数据显示，2021 年企业雇员的工资和福利支出总计为 34 亿元，同比增长 240%。分拆后，京东健康采取了一系列更加直观和多元的激励措施，将管理层利益与公司业绩紧密联系起来，调动了管理层的积极性，提高了管理层经营管理的水平，从而实现管理层利益与公司发展的良性循环。

6. 结论与启示

6.1 研究结论

本文以分拆上市的相关理论为基础,对案例公司分拆上市的动因和效果进行研究。通过相关分析,本文从中得出了如下的结论:

6.1.1 动因方面

第一,京东健康作为集团的一个子版块,相关信息只能披露在公司的合并报表里,其自身的企业价值不能得到充分的反映,分拆上市使得子公司直面市场,并定期披露相关经营业绩。通过这些信息,投资者可以减少信息差,正确认识到企业的价值。第二,作为多元化发展的综合性企业,京东集团通过分拆理顺业务架构,进一步聚焦于主业;第三,京东健康上市后能够独立自主地参与市场竞争,增强了其专业化经营的能力,提高了自身的核心竞争力。第四,分拆上市可以帮助京东健康缓解融资压力,不再受限于母公司提供的融资,改善资本结构。但是母公司自身融资情况相对良好,其融资动机在此次分拆相比子公司来说中并不明显。第五,分拆上市一方面可以降低京东集团整体的治理投入,另一方面能够激励管理层的积极性,提高管理层自我约束和管理的能力,使得企业内部管理得到优化,整体价值得以提升。

6.1.2 效果方面

从母公司的视角来看,京东健康上市给京东集团带来最明显的效果就是母公司股价市场的变动情况。在京东健康上市的两次公告日,京东集团的超额收益率均为负,市场对此表示不认可,其短期资本市场反应消极。但是随着后续京东健康日益亮眼的发展,京东集团的经营和管理压力也得到了缓解,其市盈率也受到了影响,呈现上升趋势。按照集团的发展战略,母公司可以在此基础上培育出更多的优质业务,增强集团的多元化竞争力。

从子公司的视角来看,第一,京东健康在港股上市首日就取得了积极显著的市场反应,此后其收益率和股价均呈现稳步上升,市销率也远超阿里健康和平安

好医生。分拆上市后，京东健康拥有了合理的估值，公司价值得到了市场的认可。第二，京东健康上市的主要目的就是为提高自身专业化经营的水平，分拆上市后，京东健康加快了业务布局的步伐，通过与其他同类型企业对比分析，发现京东健康的盈利能力有所改善，运营效率不断优化。同时企业的融资渠道增加，大大缓解了企业高速发展面临资金短缺的难题，极大的改善了资本结构、提升了偿债能力。但是企业需要关注募集资金的后续使用，对于募集到的资金要进行合理的分配投入。第三，分拆上市后，京东健康积极布局协同各业务板块发展，并且引入基石投资者，优化了股权结构、规范了公司治理、通过实施认购股权计划调动了管理层生产工作积极性，其治理能力和水平得到了明显提升。

6.2 启示

6.2.1 立足整体发展战略并分拆恰当的业务板块上市

近年来，我国不断深化金融供给侧结构性改革，资本市场上分拆上市的热潮方兴未艾。根据联交所发布的数据统计,截至 2022 年 8 月 31 日，2018 年至今在港上市公司合计 664 家，其中分拆上市的公司合计 64 家，约占总数的 9.64%。可见，分拆上市的热潮一直没有减弱，越来越多的企业选择去分拆自身的业务。但是，企业在选择分拆业务的时候需要从自身的规划和发展出发，把握好整体的发展方向，明确子公司分拆上市经营的计划。正如本文中的案例公司，京东健康近几年发展态势迅猛，其所在行业发展前景良好。京东集团选择将其分拆上市也是想进入互联网医疗赛道，加快布局多元化发展的步伐。此外，本案例中，母子公司的业务重合度较低，京东集团选择将子公司进行分拆剥离，会产生“1+1>2”的效应。分拆上市后，京东健康能够独立自主地直面资本市场，其融资渠道得以拓展，企业价值被市场发现，进一步加快其在互联网医疗赛道的布局。此外，分拆优质业务上市，京东集团不仅能够提高在互联网医疗市场的知名度，还使得资金压力得到缓解，内部管理得以精简，更加聚焦其核心业务的发展。因此，企业在进行分拆的时候，首先要明确自身的发展方向，立足于企业的发展规划，在此基础上，选择合适的业务板块进行分拆上市。

6.2.2 母公司要做好应对短期市场风险的准备

京东健康上市首日股价较发行价上涨了 56%，此后一个月内，股价连续上涨，累计获得了 34% 的显著收益率。但是京东集团在京东健康分拆的公告日和上市日却取得了消极的市场反应。这主要是由于京东健康在被分拆前属于京东集团的优质业务。投资者由于担心优质业务的拆分会导致集团的业绩下滑，以及对互联网医疗行业发展前景的不确定，导致京东集团短期内股价下跌。虽然后期随着京东健康业务表现良好，其母公司的股价也随着提升，但是母公司应该充分考虑到分拆优质业务而产生的短期市场风险。对此，母公司应该积极调整业务，做好应对短期市场风险的措施，尽量减少损失。

6.2.3 分拆上市后子公司要以非关联性市场化经营为主

目前，京东健康虽然作为独立的市场主体进行经营，但是其与母公司存在许多关联交易。京东健康在日常业务产品的销售、推广、运输等环节仍然需要依靠京东集团的支持。京东健康虽然有自己的独立网站和 APP，但是最终交易还是会汇总到京东集团的平台进行支付处理，其线上药品零售业务仍然在借用京东集团提供的平台和服务。此外，京东健康需要借助京东集团强大的供应链将产品进行运输交付，其发展依赖于京东集团。对于京东健康来说，此次分拆上市给公司带来了短期的积极效果，但是如何维持分拆上市带来的正向效果，需要京东健康结合自身发展的实际情况，加快布局新模式、新业务、新渠道，做到降本增效，增强用户粘度，不断提高创新服务能力，增强应对风险的能力，从而获得长期的发展。因此，分拆上市后的子公司要明确自身的发展规划，积极进行业务整合，提高企业自主创新能力，增强独立的持续经营的能力，不依赖控股股东或者实际控制；同时与控股股东或实际控制人之间独立核算，独立经营，以非关联性市场化经营为主。只有不断增强自身独立经营的能力，才能真正发挥出分拆上市的效果，并且可以借此推动企业长期的可持续发展。

6.3 不足与展望

本文力求对京东集团分拆京东健康上市的案例进行全面深入研究，但还是存

在很多不足，希望未来有一定的改进和完善。

第一，案例公司分拆的时间间隔较短，因此财务数据比较受限，衡量长期的财务绩效时不够有说服力。对于上市后实际经营效果研究还需要更长期的跟踪分析。

第二，本文仅选择一家公司分拆上市的案例进行研究，其他有意愿分拆的公司在财务状况和经营业绩方面与本案例公司难以一致。因此，本文得出的启示还有一些未涉及到的方面。希望港股分拆上市的案例数量增多后，能够通过大数据分析，从而提高研究的普适性。

参考文献

- [1] Allen and Mc Connell. Equity carveouts and managerial discretion[J].Journal of Finance, 1998, 53(2): 163-86.
- [2] Debra J. Aron. Using the Capital Market as a Monitor: Corporate Spinoffs in an Agency Framework[J]. The RAND Journal of Economics,1991,22(4).
- [3] Baker M,WurglerJ.Market timing and capital structure[J].Journal of Finance, 2002, 57(1):1-32.
- [4] Minoru Otsubo. Value creation from financing in equity carve-outs: Evidence from Japan[J]. Journal of Economics and Business,2013,68.
- [5] Comment R,Jarrell G A.Corporate focus and stock returns[J].Journal of Financial Economics, 1995(37):67-87.
- [6] Dasilas A ,Leventis S .The performance of European equity carve-outs[J].Journal of Financial Stability, 2018, 34(15): 121-135.
- [7] Dung Pham, Thanh Nguyen, Hari Adhikari. Determinants of divestiture methods for US firms: asset sell-off versus equity carve-out[J]. Review of Accounting and Finance, 2018, 17(1).
- [8] Holmstrom and Tirole. Market liquidity and performance monitoring[J].Journal of Political Economy, 1993, 101(4): 678-709.
- [9] Jeff Madura,Terry D. Nixon. The long-term performance of parent and units following equity carve-outs[J]. Applied Financial Economics,2002,12(3).
- [10] Mitteran E. Nkongho,Daniel Makina.Long-run performance of corporate spin-offs and sell-offs:Evidence from the JSE limited[J]. South African Journal of Economic and Management Sciences.2020,23(1).
- [11] Nanda. On the good news in equity carve-outs[J].Journal of Finance. 1991,46(5): 1717-1737.
- [12] Powers.Deciphering the motives for equity carve-outs[J].Journal of Financial Research, 2003, 26(1): 31-50.
- [13] Salim Chahine, Mohamad Jamal Zeidan. Corporate governance and market performance of parent firms following equity carve-out announcements[J].J

- ournal of Management & Governance, 2014,18 (2):471-503.
- [14] Schipper,Smith.A comparison of equity carve outs and seasoned equity offerings: share price effects and corporate restructuring[J]. Journal of Financial Economics,1986,15(1/2): 153-186.
- [15] Seistrajkova B. Managerial Incentives Explanation of Equity Carve-Outs Initial Return[J]. social science electronic publishing, 2015, 10(12):101-114.
- [16] Thomas H. Thompson. Underpricing, partial price adjustments and equity carve-outs[J]. Journal of Economics and Finance, 2016, 40(2): 345-366.
- [17] Thomas J. Chemmanur,Mark H. Liu.Institutional trading, information production,and the choice between spin-offs, carve-outs, and tracking stock issues[J].Journal of Corporate Finance.2010,17(1).
- [18] Vijh.Long-term returns from equity carve outs[J].Journal of Financial Economics, 1999(51): 273-308.
- [19] Enrico Perotti,Silvia Rossetto. Unlocking value: Equity carve outs as strategic real options[J]. Journal of Corporate Finance,2007,13(5).
- [20] Mitteran E. Nkongho,Daniel Makina.Long-run performance of corporate spin-offs and sell-offs:Evidence from the JSE limited[J]. South African Journal of Economic and Management Sciences.2020,23(1)
- [21] 陈伯明. 分拆上市——国内外不同概念分析和效果研究 [J]. 现代商贸工业, 2018, 39(18): 53-54.
- [22] 陈东. 上市公司分拆上市的动机及其对公司发展的影响 [J]. 中国管理信息化, 2021, 24(05): 49-50.
- [23] 陈洁, 徐聪. 上市公司分拆上市的利弊分析及监管要点 [J]. 证券法苑, 2017, 19(01): 28-47.
- [24] 陈龙欧. 上市公司分拆上市的动因研究——以“铁建装备”为例 [J]. 内蒙古煤炭经济. 2018, (09): 63-64.
- [25] 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
- [26] 邓秋玲. 同仁堂二次分拆上市的经济后果研究 [J]. 商业会计, 2015(14):

71-7

- [27] 郭海星, 万迪昉. 分拆上市相关研究综述 [J]. 证券市场导报, 2010(02):61-67.
- [28] 何璐伶. 中国铁建分拆上市路径选择及市场反应研究 [J]. 商业会计, 2019(06):23-28.
- [29] 何彦青. 分拆上市对于公司的影响 [J]. 品牌研究, 2018(02):152+154.
- [30] 李礼, 林孔团, 唐海如. 我国上市公司海外分拆的超额收益研究 [J]. 华侨大学学报(哲学社会科学版), 2012(01):80-86.
- [31] 林树成, 蒋葵. 基于交易成本视角的企业分拆动因分析 [J]. 会计之友(中旬刊), 2010(06):42-44.
- [32] 林旭东, 唐明琴, 程林, 聂永华. 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(07):47-60.
- [33] 刘永泽, 唐大鹏, 于焜, 贾兴飞. 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, 9(01):4-11.
- [34] 伦淑娟. 多元化战略下企业财务风险与控制——以恒大地产为例 [J]. 财会通讯, 2018(32):118-121.
- [35] 念延辉. 上市公司分拆上市的财务效果分析——以康恩贝分拆佐力药业上市为例 [J]. 会计之友, 2013(24):58-60.
- [36] 钱子胭. 精华制药分拆森萱医药的绩效研究 [J]. 河北企业. 2020(03):104-105.
- [37] 沈红波, 王悦, 顾舒雯. 企业集团的管理层激励与分拆上市——基于腾讯分拆阅文的案例研究 [J]. 管理会计研究, 2020, 3(Z1):34-51+133.
- [38] 史建军. 新浪分拆微博上市的价值创造分析 [J]. 会计之友. 2018(21):119-125.
- [39] 宋然. 我国上市公司分拆上市效益研究 [J]. 合作经济与科技, 2017(06):98-100.
- [40] 涂红星, 周琼. 基于收缩性资本运营的价值效果研究——以“同仁堂”分拆上市为例 [J]. 商业会计, 2016(23):50-53.
- [41] 王发清. 企业分拆与效率改进的相关性研究 [J]. 管理世

- 界, 2006(07):147-148.
- [42] 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(04):112-121.
- [43] 王佳. 注册制下完善 A 股分拆上市对策研究[J]. 西南金融, 2020(04):55-64.
- [44] 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(09):29-31+35.
- [45] 卫勇, 马婉婉. 国有企业分拆上市研究——以外高桥分拆畅联股份为例[J]. 新会计, 2020(06):40-45.
- [46] 温哲. 企业收缩性资本运营方式研究[J]. 财会通讯, 2017(08):11-14.
- [47] 武志雄. 分拆上市的市场反应研究——以恒大集团分拆恒大淘宝为例[J]. 河北企业, 2020(01):54-56.
- [48] 肖爱晶, 耿辉建. 企业分拆上市的动因及绩效研究[J]. 财会通讯, 2019(11):52-56.
- [49] 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(07):103-109.
- [50] 于海云. 我国上市公司分拆上市的股价效果研究[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2011(02):74-80.
- [51] 袁晓燕. 基于因子分析法的分拆上市公司绩效评价[J]. 开发研究, 2010(03):121-124.
- [52] 张诗华. 上市公司分拆上市经济后果研究——来自佐力药业的案例研究[J]. 财会通讯, 2013(09):23-26.
- [53] 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(10):1-5.
- [54] 周可, 陈思婕. H 集团分拆上市的绩效研究[J]. 会计师, 2020(21):15-16.
- [55] 朱炫. 大型国企的分拆上市之路——以中铁建为例[J]. 商业经济, 2019(08):171-173.

后 记

相遇在季秋，离别于荷月，七年光阴，在金城的熙熙攘攘中悄然而过。校园里三三两两的身影，上课时紧张刺激的头脑风暴，跳跃在窗边的暖阳、又或是对食堂美食地图的探索，回望时光，酸甜苦辣，皆是满眼繁花。

一朝沐杏雨，一生念师恩。三年的求学生涯中，离不开导师的教诲：深夜修改比赛案例、组会时的答疑解惑以及指导论文的认真严谨等等。跟着导师学习的三年里，我不仅学到了更深层次的专业知识，也在老师身上学到了为人处世的道理。再次向我导表达我诚挚的感谢，也祝愿老师身体健康，桃李天下。

遇到一群志同道合的朋友是人生一大幸事。很幸运，我遇到了一片星河。一起可可爱爱又奇奇怪怪，上一秒还在为吃饭发愁，下一秒就跑去嗨皮地跳广场舞、看过黄河也放过烟花。大概是运气一直都比较好吧，遇到的舍友都如此契合。此外，和我有着不解之缘的小杨同学，祝我们万事顺遂，所求皆所愿。

我很幸运，遇到了一个充满爱意的家庭。和父母分享我的开心，向父母倾诉的苦恼，在我迷茫的时候给我建议。希望父母身体健健康康，让我继续做一个长不大的小孩子，也可以让我成为你们的依靠。

最后的最后，希望自己永远热烈而自由。