

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 江苏国泰分拆上市价值创造途径及效果研究

研究生姓名: 杨睿航

指导教师姓名、职称: 沈萍教授

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: 2024年6月1日

独创性声明

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

学位论文作者签名：杨睿航 签字日期：2024.6.1

导师签名：沈萍 签字日期：2024.6.1

导师(校外)签名：李贵义 签字日期：2024.6.1

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：杨睿航 签字日期：2024.6.1

导师签名：沈萍 签字日期：2024.6.1

导师(校外)签名：李贵义 签字日期：2024.6.1

Research on value creation approach and effect of Jiangsu Guotai spin-off listing

Candidate :Yang Ruihang

Supervisor:Shen Ping

摘要

随着全球经济一体化更加深入地发展,我国的资本市场也在不断壮大,此间许多上市公司为了更好地适应扩张的市场状况而采取了多元化发展的战略,这样做不仅可以扩大规模,还可以增加收入来源。然而,当企业的业务板块数量增长到一定程度时,企业内部传统的业务和新兴的业务在资源配置方面就会出现一些矛盾,传统业务的存在可能会阻碍新兴业务的发展,新兴业务又可能会压缩传统业务的份额,这样会导致整个企业无法向着预想的方向发展。

因此,多元化的企业为了突破发展的瓶颈期,摆脱尾大不掉现状,会选择将企业内部的优质资产分拆出来单独上市,从而达到调整战略结构以及进行价值创造的目的。我国分拆上市的企业很多,并且所处的行业和分拆上市的动因、效果等因素不尽相同,本文选择了多元化企业江苏国泰分拆瑞泰新材的案例进行研究。江苏国泰作为在得到监管允许后少数保有控制权的“A拆A”成功案例,其分拆子公司上市对企业价值的创造值得我们研究。通过对各项数据进行分析,本文研究了江苏国泰分拆子公司瑞泰新材上市所创造价值的途径及效果,研究结论如下:

(1) 分拆上市后,子公司的融资渠道拓宽,母公司的资金压力减小,所以在融资方面给公司创造了一定的价值,但是融资效应只在短期内效果显著;(2) 分拆上市使得母子公司能够更加专注于各自的业务,实现专业化经营,提升了经营的效率;(3) 分拆上市优化了母子公司的治理结构,对管理层有着激励作用。

关键词: 分拆上市 价值创造 融资效应 EVA 价值评估

Abstract

With the deepening development of global economic integration, the capital market of our country is also growing continuously. During this period, many listed companies have adopted the strategy of diversified development in order to better adapt to the expanding market conditions. By doing so, they can not only expand scale but also increase sources of income. However, when the number of business segments of an enterprise increases to a certain extent, there will be some conflicts in resource allocation between traditional and emerging businesses within the enterprise. The existence of traditional businesses may hinder the development of emerging businesses, and emerging businesses may compress the share of traditional businesses, which will cause the entire enterprise to fail to develop in the expected direction.

Therefore, in order to break through the bottleneck of development and get rid of the status quo, diversified enterprises will choose to separate the high-quality assets within the enterprise and list them separately, so as to achieve the purpose of adjusting the strategic structure and creating value. There are a lot of spin-off listed enterprises in China, and the industry and the motivation, effect and other factors of spin-off listing are not the same. This paper chooses the case of Jiangsu Guotai spin-off Ruitai New Materials to study. As one of the few successful cases of "A splitting A" that retains control after being allowed by regulation, Jiangsu Guotai is

worthy of our study on the value creation of its spin-off subsidiary listing. Through the analysis of various data, this paper studies the ways and effects of the value created by the listing of Jiangsu Guotai's spin-off subsidiary Ruitai New Materials. The research conclusions are as follows:

(1) After the spin-off and listing, the financing channels of the subsidiaries are expanded and the financial pressure of the parent company is reduced, so certain value is created for the company in terms of financing, but the financing effect is only significant in the short term; (2) The spin-off and listing enables the parent and subsidiary companies to focus more on their respective businesses, achieve professional operation, and improve the efficiency of operation; (3) The spin-off and listing optimizes the governance structure of the parent-subsidiary company and has an incentive effect on the management.

Key words: Spin-off listing; Value creation; Financing effect; EVA valuation

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 分拆上市动因	3
1.2.2 分拆上市价值创造	7
1.2.3 文献述评	9
1.3 研究内容及方法	10
1.3.1 研究的主要内容	10
1.3.2 研究的方法	11
2 相关概念和理论基础	13
2.1 相关概念	13
2.1.1 分拆上市的定义	13
2.1.2 分拆上市的分类	13
2.2 理论基础	14
2.2.1 信息不对称理论	14
2.2.2 融资约束理论	14
2.2.3 核心化战略理论	15
2.2.4 激励理论	15
3 案例分析	17
3.1 案例公司简介	17
3.1.1 江苏国泰基本情况	17
3.1.2 瑞泰新材基本情况	18
3.2 案例公司分拆上市的动因	20
3.2.1 降低信息不对称, 实现合理估值	20
3.2.2 拓宽融资渠道, 促进发展动力	21
3.2.3 促进专业化发展, 增强核心实力	21
3.2.4 实现对管理层的激励	22
3.3 案例公司分拆上市的过程	22
4 案例公司分拆上市价值创造的途径	25
4.1 基于融资效应的价值创造途径	25
4.1.1 公开发行股票	25

4.1.2 降低信息不对称程度.....	26
4.2 基于经营效应的价值创造途径.....	26
4.2.1 提升专业化程度.....	27
4.2.2 提高销售收入.....	29
4.3 基于治理效应的价值创造途径.....	31
4.3.1 完善组织架构和人才培养体系.....	31
4.3.2 履行社会责任.....	31
5 案例公司分拆上市的价值创造效果分析.....	33
5.1 分拆后江苏国泰的短期市场反应.....	33
5.2 江苏国泰分拆上市的指标分析.....	36
5.3 江苏国泰分拆上市的 EVA 经济增加值分析.....	40
5.3.1 税后净营业利润计算.....	41
5.3.2 总投入资本计算.....	42
5.3.3 加权平均资本成本计算.....	43
5.3.4 经济增加值计算.....	44
6 研究结论与展望.....	46
6.1 研究结论.....	46
6.2 研究启示.....	47
6.2.1 紧扣企业的发展战略.....	47
6.2.2 分拆优质的资产.....	47
6.2.3 考虑潜在的风险.....	48
6.3 研究不足与展望.....	48
参考文献.....	51
后 记.....	57

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

随着全球经济趋向于一体化的深入发展，市场中各个企业为了提高竞争能力对于产业结构的调整方兴未艾。为了把握住市场机遇，在组织发展中立于不败之地，各国企业纷纷加入了并购及多元化的行列，但是伴随企业后期一步步地发展，这些集团企业普遍开始面临管理效率低下、尾大难掉、强枝弱本以及负协同效应逐渐凸显的问题。有的企业情形更甚，其结构组织过于臃肿导致该企业并购后的经济价值不但没有提高，反而有下降的趋势，因此针对这些问题，在十年的时间里，美国就有接近两千家上市公司进行分拆上市。由于我国国内的资本市场早期发展落后于西方，所以直到 2000 年同仁堂将子公司同仁堂科技成功进行境外分拆上市，这种“1+1>2”的资本运作模式才出现在我国企业和大众的视野中。在这之后，中兴通讯在 2010 年也实现了在 A 股分拆上市的成功，但是分拆上市后其母公司失去了对子公司的控制权。2019 年我国证监会正式允许 A 股的上市公司在 A 股进行分拆上市，此后又出现了创业板、新三板的上市渠道，很多企业都发现了这一收缩型资产重组方式，分拆上市在国内逐渐地流行开来。近些年看来，选择分拆上市的公司大部分都是将自己的优质资产或者具有发展前景的资产分拆出来进行上市，企业热衷于分拆上市的其他原因值得探究。

收缩型的资产重组方式分为很多种，其中包括股份回购、资产剥离、公司分立、分拆上市等，不同的公司会根据自身不同的情况自行选择不同的方法。其中，股份回购是指公司利用自有资金或债务资金回购自己发行的股份，从而减少公司的股本规模，是公司对自身股权的处理和管理，旨在提高股东价值和公司股价；资产剥离是指企业将某一项或多项资产出售或转让给其他公司或个人，从而实现资产的优化；公司分立是指一个公司依照公司法有关规定，通过股东会决议分成两个以上的公司，这样母公司的股东按其原来持有的股权比例

去持有分立的子公司的股权，这样母子公司就变成了拥有相同股权结构的两个企业。相对于资产剥离和公司分立而言，分拆上市是介于这两种行为之间的一种公司资产运作行为，它既可以在分拆上市后让母公司依然获得充分的现金流入，又可以产生新的法律实体，并且母公司还能保留对子公司的控制权。正是有着这样的特点和优势，许多多元化上市公司都开始用分拆上市的方式来让公司拥有更强的融资能力，更好的治理结构，并且创造出更多的价值。我国的资本市场起步较晚，所以对于分拆上市的相关政策和法律法规还没有那么完善，直到 2009 年创业板出现，以及 2019 年证监会正式允许“A 拆 A”相关操作后，企业分拆上市才如火如荼地进行起来。但在这个过程中，又冒出了很多新的问题，有人认为分拆上市是进行炒作，有人认为分拆上市的企业是想要在资本市场“圈钱”，众说纷纭无可厚非，是发展中必然会遇到的挑战，因此在这样的情况下，探究上市企业分拆上市的动因，其能否真正进行价值创造，价值创造的途径有哪些，最后进行价值创造又产生了哪些效果，这些问题的研究和探讨就有非常重要的意义了。本文意图通过结合上市公司分拆上市的动因，探究分拆上市进行价值创造的途径，最后分别用事件研究法 CAR 值和 EVA 经济增加值对江苏国泰分拆子公司瑞泰新材上市前后进行分析，希望可以为国内选择分拆上市这一收缩型资产重组方式的上市公司提供一定的参考。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

大多数多元化企业分拆上市之后都失去了对子公司的控制权，价值创造多体现于子公司的数据中，江苏国泰分拆上市后仍保有对子公司的控制权，所以本文对母公司分拆上市的研究具有一定的理论意义。通过对后文文献的整理可以发现对于母公司分拆子公司上市并且是“A 拆 A”方式完成的案例少之又少，并且基本没有案例去研究探讨境内分拆上市价值创造的具体途径和达成的效果，本文通过分析江苏国泰分拆瑞泰新材境内上市的过程，深度挖掘江苏国泰分拆上市的具体动因，借助现有的理论体系对分拆上市进行价值创造的途径和产生的效果进行分析，最后利用市场模型和财务数据对江苏国泰分拆上市产生的价值创造效果进行检验，将分拆上市的整个研究链条进行完善和补充，进

一步丰富分拆上市相关研究。

(2) 实践意义

根据我国资本市场的发展现状，很多多元化企业都在发展的道路上体态过于臃肿，资产业务过多反而限制了自身的发展。本文通过研究江苏国泰分拆上市的案例，可以探讨企业在进行资产重组和战略调整过程中所面临的挑战和机遇，可以从分拆上市的动因、实施过程、价值创造途径、效果评估等方面探讨企业在实践中的成功经验和教训，为其他企业提供实践指导和启示。此外，研究江苏国泰分拆上市的市场表现可以为投资者提供投资决策的依据和参考。

1.2 文献综述

1.2.1 分拆上市动因

在上文描述企业分拆上市诱因的段落中我们提到，企业选择分拆上市这种资产重组的方式的原因可能是产业结构过于繁杂，导致企业非但没有照着预想的轨道快速发展，反而发展的更加缓慢，出现融资困难、经营不善等问题，因而很多企业进行分拆上市是为了让自身获得更多融资、完善企业治理结构，从而实现企业的价值增值。其实，相较于国内，国外的文献中存在着更加丰富的分拆上市研究数据，这是因为在早期的西方资本市场中，分拆上市已经引起了许多当地学者的长期研究和分析。我国关于企业分拆上市的研究起步比较晚，能够参考的文献研究年份也比较少。在国外关于分拆上市的文献中，大部分都表明企业进行分拆上市的动因是受到很多不同因素的影响的，并且动因基本差别不大。比如把子公司的融资渠道拓宽，减轻母公司的资金压力；降低企业内部和市场投资者的信息不对称，使企业的估值更加符合真实情况；将母子公司的业务更加专业化，提升经营效率；对管理层实现更好的激励作用等公司目前正在面临的发展需求。

国外学者 Allen 和 Mc Connell (1998) 对分拆上市动因进行了研究，他们认为筹集企业发展所需要的大量资金是分拆上市行为的主要原因。如果一个企业正面临融资能力受限的困境同时自身又缺乏足够的资金去支撑企业发展时，可以选择分拆上市的方式来提高企业整体的融资能力，缓解母公司的资金压

力。除此之外，Hadlock 和 Thomas（2006）发现企业通过分拆上市的行为可以在短期内很大程度上缓解企业所面临的融资约束，并且企业在将分拆上市这个消息进行公布的时候会带来较大的超额收益。基于国外的研究理论，我国学者也针对分拆上市的动因展开了很多调查和研究，郭海星和万迪昉（2010）在前面的基础上进行了更为深入的研究，他们发现母公司还有很多其他决定分拆上市的动因，但是在众多动因中筹集资金这一动因肯定是企业最重要的动因。之后，肖大勇和罗昕（2013）通过深入研究同方股份分拆同方健康上市的案例，发现分拆上市能够提高企业的盈利能力，其效果主要表现在两个方面，即拓宽企业筹集资金的渠道和提高企业的专业化程度与核心竞争力。不久后，方重（2015）在分拆上市对融资渠道的影响方面又有了新发现，他发现上市公司将子公司分拆出来，并随后将子公司在新三板上市的行为可以使企业获得两个大的融资渠道，这样企业就能获得更好的融资，宋然（2017）获得的研究结论与方重的发现较为雷同，即上市公司可以把高成长性业务及高价值的子公司剥离出来，子公司上市之后可以在股市中筹集到大量的资金，这样做既提升了子公司资产的流动性，也减轻了母公司的资金压力。然而也有学者认为，企业分拆上市的融资动机并不一定单纯，比如陈洁和徐聪（2017）认为，国内某些上市企业做出分拆上市的决定是想要利用我国资本市场制度以及法规中的漏洞，让分拆上市变成了公司获得更高收益的工具，而有可能会对其他利益相关方的利益造成损伤，可以说，他们是在利用筹资的幌子在资本市场上“圈钱”。

在现有的文献中，企业分拆上市动因的第二个方面，就是为了让外部投资者获得对公司的合理估值。在资本市场交易中，投资者们和内部管理者所获取的信息不同，一些人拥有另一些人所不能获取的信息，因此就会出现信息不对称的情况，公司的价值会出现被低估的现象。外国学者 Nanda（1991）首先通过研究发现了信息不对称的现象，他发现在资本市场中，通常情况下只有企业内部的管理人员才真正掌握着企业的真实信息并了解企业资产的估值，而外部的投资者对企业的信息较为缺乏，因而无法获取到企业在市场中的正确估值，这就导致企业的市场价值很容易被低估，无法引起投资者的青睐，对企业的发展不利。作为资产重组的一种方式，分拆上市可以将公司内部的优质资产分拆出来，向外界投送公司的价值被低估的信号，让投资者们了解到公司真正的市

场估值。所以企业通过将部分资产进行分拆上市可以使企业在市场中获得更加合理的估值。在此之后，另一位国外学者证实了这一观点，Powers（2003）研究发现如果一个集团中存在非常优质的子公司，这个子公司的发展潜力比母公司还要高，并且在市场中子公司的价值正在被投资者低估，在这样一个状况下时，母公司一般会采取分拆上市的方式使子公司获得合理的估值。这样做不仅能够使子公司在IPO时获得溢价，也能减轻母公司的负担甚至增加母公司的企业价值。同一年在国内也有学者重点研究了这方面的问题，王化成（2003）最早通过着重分析公司分拆上市前和分拆上市后股价的波动变化，发现企业通过分拆上市不仅能够提高企业的市值，也能提高股东所占有的所有权价值。基于此，林旭东与聂永华（2010）继续进行了公司分拆上市的研究，他们通过模型计算分拆上市当天获得的超额收益，并基于信息不对称理论对分拆上市前后所发生的变化做出了详细的阐述。顾丽娟和赵自强（2011）归纳整理了很多国内外关于分拆上市的文献，发现企业内部管理者与投资者之间存在信息不对称是企业难以获取市场合理估值的主要原因，也是母公司选择将子公司分拆上市的主要动因。沈佳焯和郭飞（2018）通过探究药明康德分拆上市的案例之后认为，药明康德先后将合全药业和药明生物在不同的股票市场板块进行分拆上市，最重要的原因就是减少市场对于子公司的低估，消除信息不对称效应的负面影响，使企业获得市场的合理估值。此后王世可（2020）也通过研究证明企业分拆上市的行为可以改善公司价值被低估的状况，使公司获取更合理的市场估值。

分拆上市除了可以获取更多的融资途径、使外部投资者获取合理估值之外，一些学者还认为企业选择分拆上市的动因是加强企业的核心业务，从而满足业务集中化发展的需要并且提升市场中的核心竞争力。Comment和Jarrell（1991）通过研究表明，企业选择了分拆上市之后，如果母公司和子公司是处于完全不同的两个行业的，那么他们的业务可能会存在很大的负面协同效应，而母公司将子公司进行分拆上市就可以把不同业务之间存在的负面影响降低一些。在此基础上，Berger和Ofek（1995）也通过研究发现企业把资产分拆出来可以让母子公司都专注于各自的核心业务，从而创造更多的价值。此外，Daley等（1997）对分拆上市对业务核心化的影响提出了进一步的论证。他们企业选

择分拆上市能否达到预想的效果，主要决定于母子公司所属的行业是否一致，如果母公司和子公司是属于不同的行业时，则母子公司的价值都出现了明显的提升；而母公司和子公司分拆之后若依然属于同一个行业，其公司价值都没有出现明显的变化。这就说明，企业选择分拆上市的目的如果是使母子公司更加专注于各自的核心业务，那么分拆上市就是有效果的，反之则作用不大。在国外学者研究的基础之上，我国的学者通过更深一步的研究对其作出了一些补充和说明。张榕（2013）认为，企业选择分拆上市的原因无非就是希望借助高度专业化管理和公司运作，把公司的核心业务发展的更加强大，更好地增加公司内部活力，从而提升企业的市场竞争力。包萌莹等（2016）则认为分拆上市的一些企业是为了实现核心化战略愿景的目的，而另一些选择分拆上市的企业是想要将与母公司不属于同一行业的子公司分拆出去，让其不阻碍母公司的发展规划，同时也能让母公司更加专业化经营，减轻来自子公司的资金压力。

最后是公司治理方面，很多学者发现企业如果把集团内部包含的价值较高的优质资产分拆出去单独上市，可以激励母公司和子公司的管理层，提升管理层的工作效率和积极性，增加股东的收益，提高公司的业绩。国外学者 Aron（1991）通过研究发现母公司将子公司被分拆之后进行上市可以增强企业内部管理者的绩效和公司的业绩之间的关联，在一定程度上会激励管理者更加积极地为公司着想，这样就可以帮助公司创造出更大的价值。Meyer（1992）、Holmstroman 和 Tirole（1993）都认为，如果管理者有更大动力去为公司创造价值，那么公司管理层的绩效和公司的业绩一定是挂钩的。

之后的一些国外学者通过一些方法去求证了分拆上市对管理层的激励效果，例如 Allen 和 Mc Connell（1998）通过因子分析法证明得出分拆上市的行为可以有效提高企业对管理层的激励效果，不仅能够实现管理者个人价值的提升，而且能为公司创造出更多的价值。此后，一些国内的学者也对这方面的内容进行了研究，赵玉华（2006）通过研究发现如果一个集团公司的多元化程度越高，其业务种类越多，那么这个公司在分拆上市前管理者绩效和公司业绩就与分拆上市后的业绩差距越大，究其原因，主要是母公司和子公司合并时无法调动出管理者的积极性。于海云（2009）寻找了大量国内外分拆上市的企业案例，并对这些企业的的数据进行了归纳整理，其中主要对企业分拆上市前后高管

薪酬方面的数据进行对比和分类。他发现分拆上市的行为和管理者激励方面存在着正反馈关系，主要表现在分拆上市后子公司平均股权的增长以及高管薪酬随着公司绩效的提升而增加。卓海斌（2010）认为，母公司将子公司分拆上市后，由于子公司可以在证券市场实现股票的自由交易，这使得子公司管理层的利益与股东的利益有了紧密的联系，起到了激励管理者的效果，更进一步推动了公司经营业绩向好的方向发展。在最近的文献研究中，翟永军（2019）发现如果上市公司将企业内部负责非核心业务的子公司分拆出来进行上市，这样做就会使得子公司原来的管理层变为新上市子公司的股东，这样不仅能够解决委托代理理论中的矛盾，还能激励管理者更努力去提升公司的绩效。

1.2.2 分拆上市价值创造

虽然企业进行分拆上市有各种各样的动因，但是基本每个企业进行分拆上市最终的目的还是要给企业创造更多的价值，国内外关于分拆上市影响公司价值创造的文献比较有限，其中由分拆上市完成价值创造的途径大多数集中在三个方面，即提高融资效率、改善经营业绩、完善治理结构，而分拆上市所创造出价值体现出的效果主要分为短期绩效和长期绩效，其中短期绩效的效果较为显著。

国外学者 Perotti and Rossetto（2007）研究表明在资本市场中，企业分拆上市的行为是比较有研究价值的，并且选择进行分拆上市的企业一般信息技术含量比较高，公司的各个业务板块之间关联性较低。有一些国内的学者从另一个角度进行了研究，孙吉东和王丹（2003）研究发现分拆上市的行为可以让企业内部的治理体系更为完善，有助于利益相关者对上市公司的合法合规性进行更好地监督，减少公司在管理过程中的不稳定因素，这样就可以为公司创造出更多的价值。还有的学者通过研究得出，部分采用多元化战略经营的企业由于其内部存在的代理成本很大，过多的业务板块反而会阻碍公司业绩的提升，所以分拆上市的方式可以使各个业务板块各司其职，更加专业化，从而发挥他们之间的正协同效应（张纯和高吟，2010；王化成和曾雪云，2012）。在近期的研究中，刘钟敏和朱琳（2021）深入研究并分析了药明康德回归 A 股的案例，研究结果表明，分拆上市行为能够发展出较为有效的管理层激励措施，不仅能够

解决公司的委托代理问题，而且可以改善公司的治理结构，一定程度上还可以降低公司的风险和交易成本，提升企业母子公司的经营效率和内在价值。

关于分拆上市所带来的短期绩效和长期绩效影响，国外最早研究企业分拆上市的短期绩效的效应的是 Schipper 和 Smith (1986)，他们对于分拆上市的短期绩效效果展开了研究，总共选择了 76 家分拆上市的案例公司作为研究对象。这篇文章的研究发现在企业对外宣告分拆上市这一信息的公告日前后，市场中母公司平均每天会产生 1.83% 的超额收益，这说明母公司的股价对于分拆上市的公告有着正向的反应。相较于国外，国内对于分拆上市短期绩效影响的研究则较晚一些，王化成和陈小可 (2003) 以期权理论为基础，深入研究了同仁堂分拆上市的案例。此次研究发现同仁堂的股价在宣告日和事件期前后表现得比较优异，在一定程度上表明了分拆上市能够在短期内给企业带来价值的提升。然而，分拆上市的行为在某些企业中可能会带来前文所讲述的积极影响，在另外一些研究中却并不能给企业带来有利影响，甚至分拆上市后企业的表现会不如分拆上市之前。首先，一些国外的学者分析短期绩效时打破了之前分拆上市对企业一定有利好影响的定论。Hand 和 Skantz (1998) 在计算分拆上市窗口期的超额收益时发现，从企业宣布分拆上市的公告日之后的五天事件窗口所表现出的超额收益出现了不利的状况，这个研究结果似乎在表明该企业选择分拆上市是在向外界示弱。国内学者于海云 (2011) 从 A 股上市公司中挑选出了 7 家较为标志性的企业作为研究对象，这些企业的分拆上市行为有一个共同点，即它们都将子公司分拆到了境外进行上市，研究结论为这些企业分拆上市公告日后对股价的影响是不利的。

对于分拆上市对长期绩效的影响，国外学者与国内学者得出的研究结论并未统一，还需要长时间的研究。国外学者 Vjjh (1999) 收集了非常多的数据样本，将 20 世纪末 600 多家成功进行分拆上市企业的的数据进行了分析，数据结果表明这些企业从分拆上市开始到之后的三年里，子公司的股票年收益率是处在较高水平的，但是母公司的长期收益率并不理想。此后，Madura 和 Nixon (2002) 选择了 88 家分拆上市成功的企业进行了计算分析，探究了这些企业分拆上市之后长期绩效的变化，研究结论为这些企业的长期绩效基本都为下降趋势，可能是由于母子公司管理层之间存在着矛盾因素，也可能是其他原因。在国内

学者的研究中也存在着两种观点。一些学者研究发现分拆上市的方式可以给企业带来更好的长期绩效，比如肖爱晶、耿辉建（2019）分析了中兴通讯分拆子公司上市的案例，计算了中兴通讯分拆上市之后的财务绩效并分析了非财务绩效，结果母公司和子公司的财务绩效和非财务绩效水平都相较于之前有所提升。但是另一部分学者对这一结论持相反意见，他们所研究的案例证明分拆上市并没有对企业之后的长期绩效有积极的影响。袁晓燕（2010）研究发现，同仁堂将子公司分拆上市之后虽然前五年公司的业绩在持续稳定增长，但是从此之后就一直处于下降的趋势，很多时候比公司分拆上市之前的业绩还要低，这说明分拆上市的方式可能会给企业短期内带来较为积极的影响，对于企业长期的发展可能出现有利影响的效果不高。王璐、孙伟（2018）对 5 家都在上海证券交易所进行分拆上市的公司进行了研究，他们主要对公司分拆上市前后两年的财务业绩数据进行了分析，研究结果与前一个学者基本相同，他们发现这些企业在分拆上市之后短期内的净现金流量等指标都在快速增长，但是达到峰值后，就出现了快速下降的现象，这也说明分拆上市的行为可能在短期内能够给企业带来积极发展，但是不一定能经得起长期经营的考验。学者们对于企业分拆上市对长期绩效影响这方面的研究尚有欠缺，并且企业长期的绩效受到多种因素影响，所以可能会覆盖掉分拆上市所带来的作用。

1.2.3 文献述评

综上所述，根据国内外的文献研究，大部分选择分拆上市的企业都会在短期内产生较为良好的效益，但是从长远来看，分拆上市对企业究竟有积极影响还是消极影响并没有得出一个统一的定论。由于企业的分拆上市受到许多种因素的影响，且每个企业所处的行业不同，所以结论也是有差别的。本文在现有文献研究的基础上，选取 A 股上市公司江苏国泰分拆子公司瑞泰新材在创业板上市的案例作为本文的研究对象，结合与分拆上市相关的理论进行分析，在探究江苏国泰进行分拆上市动因的基础上，分析江苏国泰分拆上市之后进行价值创造的途径以及产生的效果，从而探究出一条完整的由动因到途径再到效果的研究思路，为境内拟分拆子公司上市的企业提供一些参考。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究的主要内容

第一章：绪论。这部分主要阐述研究背景及意义，简单介绍各章节的主要内容以及研究方法，梳理分拆上市国内外的相关文献，为后文的研究提供理论基础与分析逻辑。

第二章：相关概念与理论基础。本章介绍分拆上市的相关概念以及一些关于分拆上市的理论依据，为案例分析提供理论依据。

第三章：案例分析。本章主要对案例公司的具体情况进行介绍，分析江苏国泰分拆上市的具体动因，拆解江苏国泰分拆子公司上市的整个具体过程。

第四章：案例公司分拆上市价值创造的途径。本章主要通过结合国内外分拆上市文献，联系江苏国泰分拆上市的动因，探究其分拆上市进行价值创造的途径。

第五章：案例公司分拆上市的价值创造效果分析。本章通过事件研究法计算江苏国泰公告分拆上市后的累计超额收益率，分析江苏国泰分拆上市前后的偿债能力、经营能力以及治理能力，最后计算分拆上市前后的 EVA 经济增加值变化，探究分拆上市的价值创造效果。

第六章：结论与启示。根据对江苏国泰分拆子公司瑞泰新材的案例，研究其是否为企业带来了价值创造，以及如何为企业进行价值创造，对国内拟分拆上市的企业带来一定的启发。

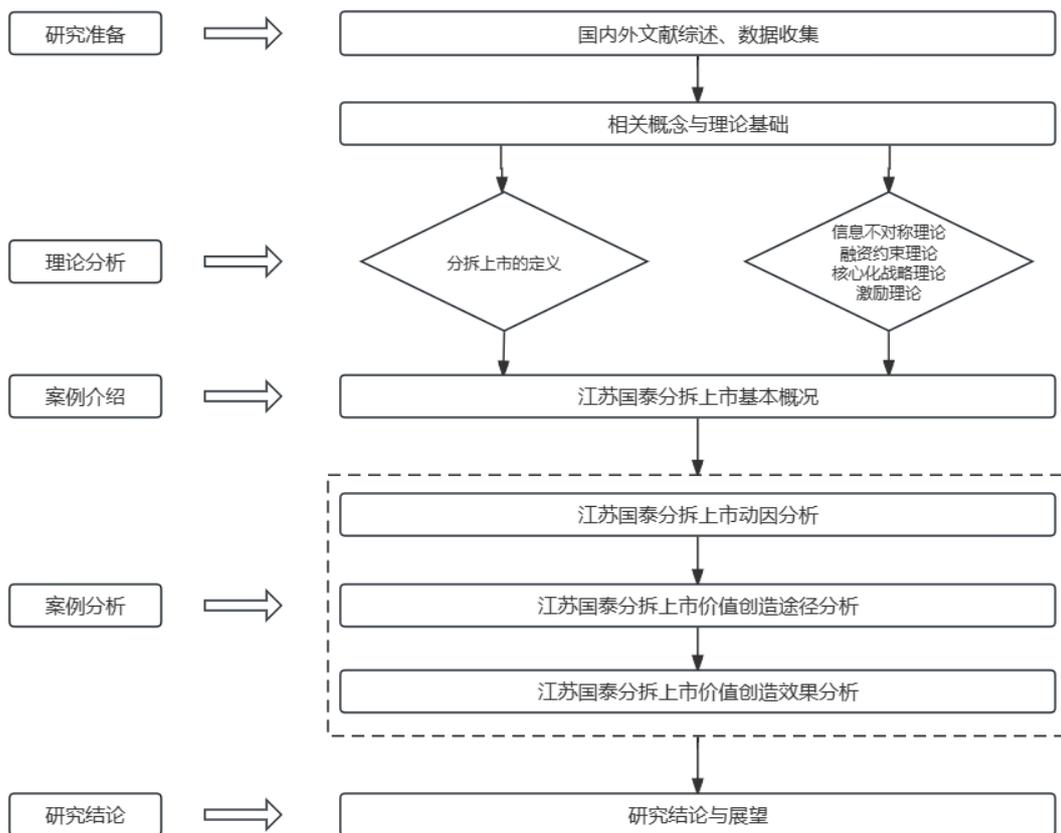


图 1.1 研究框架图

1.3.2 研究的方法

(1) 文献研究法

文献研究法是指对现有的文献、资料和信息进行搜集、整理、分析和归纳，再通过研究现有文献获得对某一领域或者问题的深入理解和洞察的方法。本文通过对国内外分拆上市的企业和数据进行深入研读和分析，对分拆上市的文献进行归纳整合之后，基于所研究过的理论挖掘创新点，形成自己的研究成果和结论。

(2) 案例研究法

案例研究法是指以某一个现象的个别案例为研究对象，通过收集此案例相关的资料和数据，详细地描述、分析和解释案例过程、特征以及影响因素和结果以便深入探究案例中存在的问题、反映的现象和带来的启发等的方法。本文

主要通过分析江苏国泰分拆瑞泰新材上市的案例，从分拆上市的价值创造出发，结合江苏国泰分拆上市的动因，得出价值创造的途径，最后通过数据计算得出分拆上市价值创造效果的结论。

2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 分拆上市的定义

分拆上市是指一家公司将其业务或资产进行分拆，并分别上市交易的行为。这种行为可以包括将公司的不同业务部门分拆成独立的子公司，并将这些子公司分别上市，也可以是将公司的某些资产或业务分拆成独立的实体，并分别上市交易。在广义上，分拆上市可以指任何形式的分拆和上市行为，包括业务分拆、资产分拆、股权分拆等，只要将公司的一部分资产或业务独立出来并上市，都可以被视为分拆上市。而在狭义上，分拆上市通常特指公司将其业务拆分成独立的子公司，并分别将这些子公司上市交易的行为。这种狭义的分拆上市可以通过向现有股东分配子公司股权或者向公众发行新股的方式实现。无论是广义还是狭义的分拆上市，其目的都是为了提高公司的价值、优化资本结构、释放业务潜力、提升市场竞争力等。这种行为在一定程度上可以提高公司的灵活性和透明度，有利于吸引更多投资者和资本市场的关注。

2.1.2 分拆上市的分类

首先，分拆上市可以按照进行拆分的方式分为股权分拆上市和新股发行上市。其中股权分拆上市是指将子公司的股权按照现有的股东占母公司的比例同等进行分配，让他们也成为子公司的股东，从而使子公司独立上市的方式。新股发行上市是指通过向公众发行新股的方式来进行分拆上市，也就是说公司将新发行的股票分配给公众投资者，使他们成为子公司的股东，从而使子公司独立上市。

其次，分拆上市可以根据分拆之前母公司和子公司所经营的业务之间的关系分为横向分拆和纵向分拆。其中横向分拆上市是指公司将处于同一行业但独立的业务部门或者业务线分拆成独立的子公司，再将子公司进行独立上市的做法。这样的分拆上市方式可以让子公司更专注于自己的核心业务，提高经营效

率和市场竞争力。纵向分拆上市是指公司将其供应链中的某一环节或者某些特定业务先分拆成独立的子公司，再进行独立上市的行为，它与横向分拆的不同之处在于子公司与母公司分拆之后处于供应链的不同环节，相互之间存在一定的上下游关系。纵向分拆可以分散母公司和子公司的经营风险，提高资产利用效率并且降低成本。

2.2 理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论意在说明，在资本市场中，由于企业内部管理者与外部投资者获取企业信息的渠道不一样，导致企业内部管理者相较于其他投资者拥有更多的真实信息，这就会带来很多不公平的现象。该理论指出了信息对市场经济的重要影响，揭示了市场体系中的缺陷，由于这些问题导致一些企业的价值被低估，所以这些企业会通过分拆自己被低估的资产上市向外部投资者传递企业价值被低估的信号，使企业获取更多的投资。

2.2.2 融资约束理论

融资约束理论是经济学中的一个理论框架，描述了企业在融资过程中面临的各种限制和困难。该理论认为，企业在融资过程中可能会受到外部融资条件、市场环境以及内部因素的限制，从而导致无法充分融资或出现融资成本较高的问题。根据融资约束理论，企业面临的融资约束可以分为两种类型：（1）内部融资约束（Internal Financing Constraint）：这种约束是由于企业的内部因素导致的融资限制。例如，企业的利润水平、现金流量、资产质量等因素可能会影响其获得外部融资的能力。如果企业面临内部融资约束，就可能无法满足资本需求，从而限制了其发展和扩张。（2）外部融资约束（External Financing Constraint）：这种约束是由于外部市场环境和条件导致的融资限制。外部融资约束可能是由金融市场的不完善、信息不对称、信用评级、借贷成本等因素引起的。如果企业面临外部融资约束，就可能无法获得足够的融资，或者需要支付较高的融资成本，从而影响企业的发展和投资能力。分拆上市概念的提出可

以在短期出现内缓解企业的融资约束情况，使企业拥有更好的融资能力。

2.2.3 核心化战略理论

核心化战略理论是由哈佛商学院教授 Gary Hamel 和 C.K. Prahalad 在 1990 年首次提出的理论。该理论认为，企业应该专注于发展和利用自身的核心竞争力，以实现持续的竞争优势和业务增长。核心竞争力是指企业在特定领域中相对于竞争对手所具备的独特能力和资源。核心竞争力可以包括技术专长、创新能力、品牌声誉、供应链管理、市场渠道等方面的优势。通过专注于核心竞争力的发展，企业可以在特定领域中实现差异化和领先地位，并获得竞争优势。核心化战略理论强调以下几个关键思想：

(1) 多样化的组织资源：企业拥有多种资源和能力，但并非所有资源都能成为核心竞争力。核心化战略鼓励企业识别和发展那些能够为企业创造独特价值和竞争优势的核心资源。

(2) 跨领域的整合：核心化战略鼓励企业将不同领域的能力和资源整合起来，形成独特的组合，并利用这些组合来开发新的产品和服务，满足客户需求。

(3) 长期竞争优势：通过专注于核心竞争力的发展，企业可以建立起良好的品牌声誉、客户忠诚度和供应链网络，从而实现持久的竞争优势。

(4) 核心化战略理论在企业战略规划和组织管理中具有重要的指导意义。它要求企业深入思考自身的核心能力，专注于核心业务和关键领域，并提供独特的价值主张。通过构建和利用核心竞争力，企业可以在竞争激烈的市场中脱颖而出，并实现长期的成功和增长。母公司将核心业务进行分拆上市，就可以增加公司的核心竞争力，获取竞争优势。

2.2.4 激励理论

激励理论主要是指对如何通过激励激发个体的积极性和表现的研究，帮助我们理解人们的行为以及激励机制对个体表现的影响，同时也指导组织和管理者如何设计合理有效的激励措施，以提高员工的工作积极性和绩效水平。它涉及了人们在工作和组织环境中受到何种因素的影响，以及这些因素如何影响他

们的动机、行为和绩效。激励理论主要涉及以下几个方面：

（1）需求理论：需求理论认为人们的行为是由其内在的需要或动机驱动的，是由亨利·马斯克提出的需求层次理论，他将人们的需求分成了五个层次，这样就能根据不同的需求层次对人们进行激励。

（2）期望理论：期望理论认为个体的行为取决于他们对特定行动结果的期望和对这些结果的价值评估。该理论包括两个要素：期望和价值。期望是指个体对特定行动能够达到某种结果的程度预期，而价值是指个体对该结果的重要性或意义评估。个体在选择行为时，会考虑到期望和价值的组合，以选择对其最有吸引力的行动。

（3）公平理论：公平理论认为个体对待他人是否公平会对其激励产生影响。公平可以分为两种类型：内在公平和外在公平。内在公平是指个体对自己内心的价值和能力的评估；外在公平是指个体与他人进行比较，并评估自己是否得到公平对待。个体会受到公平感的影响，从而影响其动机和行为。

（4）异质性理论：异质性理论认为个体之间在对待激励的偏好和反应上存在差异。不同的个体对于不同类型的激励可能有不同的反应和回应。因此，管理者需要了解个体的异质性，以提供符合个体需要的激励措施。分拆上市的行为可以更加调动管理者的积极性，使管理人员为公司创造出更多的价值同时也能实现自我价值提升。

3 案例分析

3.1 案例公司简介

我国的企业选择分拆上市主要的渠道包括 A 股、境外、港交所、创业板以及新三板。其中创业板是为了支持和鼓励创新型和高成长型企业而设立的，相对于主板上市，创业板更加注重对企业成长潜力的评估，更容易获得市场的认可和关注。江苏国泰是 2006 年在 A 股上市的，它的主要业务包括两方面，即供应链国际贸易服务和化工新能源业务，在 2017 年成立了全资子公司瑞泰新材，并让瑞泰新材负责化工新能源板块的业务，最后于 2022 年将瑞泰新材分拆上市。

3.1.1 江苏国泰基本情况

江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“江苏国泰”）是 1998 年成立的，于 2006 年在深圳证券交易所主板进行了 A 股上市，注册资金 162,760.86 万元。其主要业务有供应链服务和化工新能源业务。供应链服务主要涉及消费品进出口贸易以及电商平台；化工新能源业务以控股子公司江苏瑞泰新能源材料股份有限公司为发展平台，主要包括电池电解液、硅烷偶联剂等化工新能源产品。

江苏国泰的组织架构属于母子公司管理的模式，其中负责供应链服务业务的子公司包括 15 个，负责化工新能源新材料的子公司只有一个，即江苏瑞泰新能源材料股份有限公司，负责公司金融投资的有三个子公司。公司总部设置董事会办公室、总裁办公室、海外事业部、资产管理部等来组成公司的经营管理等职能部门。这样的模式中，各个分部的专业性较强，但是各子公司的独立性较大，资金的融通可能并不理想。

在股权结构方面，江苏国泰的股权结构较为集中，江苏国泰国际贸易有限公司是第一大股东，它所持有的股数为 52,063 万股，比前十大股东中其他九个股东之和都要多。究其原因，可能是因为其他的股东大多属于投资类的公司，只是出于投资的意愿或者其他原因对江苏国泰进行持股，并没有对江苏国泰进

行控制的想法。因此尽管江苏国泰国际贸易有限公司的持股比例 31.99%并没有达到对江苏国泰进行控制的程度，但是仍然能够对江苏国泰产生重大影响。（如表 3.1）。

表 3.1 江苏国泰前十大股东

股东	持有股数（万股）
江苏国泰国际贸易有限公司	52,063
张家港保税区盛泰投资有限公司	12,140
江苏国泰华鼎投资有限公司	4,113
香港中央结算有限公司	3,883
山东省国有资产投资控股有限公司	3,286
张家港市国有资本投资集团有限公司	2,919
上海纺织投资管理有限公司	2,589
张家港市凤凰文化旅游发展有限公司	1,400
肖四清	1,057
张子燕	1,013

数据来源：国泰安数据库

3.1.2 瑞泰新材基本情况

江苏瑞泰新能源材料股份有限公司（以下简称“瑞泰新材”）成立于 2017 年 4 月 21 日，其主营业务是从事电池材料以及有机硅等化工新材料的研发、生产和销售。公司的主要产品包含锂离子电池电解液、锂离子电池电解液添加剂、超电产品、硅烷偶联剂等。最近三年瑞泰新材锂离子电池电解液的出货量一直稳定在国内前三的位置，截至 2020 年 9 月 30 日，公司已取得 76 项发明专利，4 项实用新型专利。公司子公司华荣化工以及超威新材皆为国家高新技术企业。在 2022 年 6 月 17 日于深交所创业板上市成功，发行 18,333.33 万股，发行价为 19.18 元，募资 35.16 亿元。IPO 前，公司控股股东江苏国泰直接持有公司 90.91% 股份，并通过控股企业国泰投资间接控制公司 3.64% 股份，IPO 后，江苏国泰持股为 68.18%，国泰投资持股为 2.73%，金城创融、金茂创投、产业资本分别持股为 1.36%。

瑞泰新材在锂离子电池材料行业是比较有优势的，因为在早期公司就已经进入了新能源材料行业，在研发、生产以及销售等方面都有着丰富的经验，掌

握着锂离子电池电解液等化工新能源材料的核心技术，制造出的产品有着非常高的质量水准，与众多下游客户都有着稳固的合作关系。公司作为锂离子电池电解液第一梯队的厂商，近年来表现优异，凭借过硬的产品质量和技术优势，销量实现了持续快速增长。随着下游新能源汽车行业的持续发展，消费电池的应用场景不断丰富以及储能电池市场的逐渐打开，锂离子电池材料行业预计将持续向好，市场份额逐渐向头部企业集中。公司坚持创新驱动发展的理念，持续加大研发投入。

截至 2022 年 6 月 30 日，公司已经取得了 124 项发明专利、10 项实用新型专利，子公司华荣化工以及超威新材皆为国家高新技术企业。近年来，公司承担多个国家级重大科研项目和省级重大科研项目，并承建国家级博士后科研工作站、省级工程技术研究中心、省级企业技术中心、省级企业研究生工作站等研发载体。公司锂离子电池电解液产品质量较高且稳定性良好，在色度、水分、游离酸、金属杂质含量、氯离子含量、硫酸根离子含量等技术参数上整体优于行业标准，处于行业领先水平。另外，公司在新型电池方面持续性地进行了相关的研发投入与积累，已在固态电池、锂硫电池、钠离子电池领域积极申请发明专利。公司的添加剂产品在质量和技术层面处于领先水平，部分产品已批量应用于固态锂离子电池等新型电池中。在电池材料领域，公司已与下游锂离子电池龙头企业宁德时代、LG 化学、新能源科技和亿纬锂能等建立了紧密、持续的合作关系。公司了解核心客户技术要求和技术信息，可提供更为有效的电解液产品、技术支持以及整体解决方案，具有先发优势和客户粘性。

另外，瑞泰新材在张家港、宁德、波兰、衢州和自贡已建或规划建设生产工厂，配套向下游客户提供产品，深化合作关系。公司具备针对客户具体行业提供差异化产品的能力，已获得国际大型化工企业陶氏化学、巴斯夫、欧文斯科宁、迈图高新等公司的认可并进入其供应商序列。公司及主要子公司深耕电池材料以及有机硅行业，经过多年的不断积累，公司拥有稳步成长的人才团队。生产、研发、销售、采购人员均具有多年行业从业经验，为满足市场的需求不断研究开发新产品以及改进制造工艺，为下游的客户提供了充足的安全感。公司的技术团队由行业资深技术专家组成，核心技术人员曾主持或参与多个国家级重大科研项目和行业标准制定。基于多年的行业从业经验，公司的技

术团队掌握了丰富的电池材料以及有机硅材料的制造和工艺知识，深刻理解制造过程中所面临的技术需求和研发挑战。

3.2 案例公司分拆上市的动因

3.2.1 降低信息不对称，实现合理估值

在实时变化的资本市场中，投资者需要持续关注各个企业的动向并提前了解想要投资的企业内部业务的真实市场估值，才能将资金投在有利的地方。但是由于有信息不对称情况的存在，外部投资者很难得到想了解的企业整体或者特定业务部门的真正估值。

在江苏国泰分拆瑞泰新材上市之前，江苏国泰属于多元化经营的集团公司，其主要业务主要包括供应链服务和化工新能源材料两个方面。近年来为了实施“双碳”战略，我国的新能源行业进入了快速发展的阶段，与此同时其上下游产业也快速发展，所以锂离子电池相关的材料、有机硅等化工新材料成为了江苏国泰发展的重点。由于江苏国泰集团是多元化战略经营的，所以可能导致资本市场对于其子公司瑞泰新材相关业务的估值并不能反映其真正的内在价值。通过分拆上市可以降低外部资本市场与公司内部信息的不对称程度，让外部资本市场充分了解瑞泰新材所代表的新能源业务部分真正的价值，使母子公司股价更符合实际情况。通过对子公司瑞泰新材的分拆上市，可以使得母公司和子公司的真实情况都披露在大众的视野中，增强外部投资者对子公司业务的了解，让子公司被投资者低估的价值重新被正确认识，有利于母子公司共同发展。

事实上由于新能源材料高速发展，瑞泰新材的公司业绩一直都比较可观，但是由于外部投资者无法获取其准确的数据，可能会对其公司价值造成低估，使瑞泰新材难以获得更多的投资。而将瑞泰新材分拆进行上市之后，更多的财务信息能够进行披露，并能引来更多投资者的关注，可能会获得更加合理的估值。

3.2.2 拓宽融资渠道，促进发展动力

一般情况下，企业选择分拆上市都是为了获得更多的融资。不论是哪个行业的企业想要扩大业务的规模的前提条件，都是获得更充足的资金支持。不管是母公司江苏国泰还是其分拆的子公司瑞泰新材，都需要大量的资金来维持核心业务的快速发展。在江苏国泰创立子公司瑞泰新材后，前期可能母公司的资金还能维持子公司的发展，但是随着新能源行业的迅猛发展，母公司仅凭自己的能力很难支撑母子公司全部的资金需求，所以选择分拆上市的话，瑞泰新材就会拥有自己吸收外部资金的能力。这么来看，没有分拆上市前子公司只能依靠母公司的经济支持，而分拆上市之后子公司获得了属于自己独立的融资渠道，对于资金方面的束缚就会减少，对于融资或者筹资都有了更大的自主性；对于母公司江苏国泰而言，分拆上市缓解了其对于子公司的资金压力，使得公司更有能力去专注于供应链业务的发展，而子公司瑞泰新材更专注于化工新能源材料的发展。

3.2.3 促进专业化发展，增强核心实力

根据核心化战略理论，江苏国泰专注于供应链服务以及国际贸易、电商方面的市场，瑞泰新材主要从事电池材料以及有机硅等化工新材料的相关业务。母公司和子公司在各个环节的业务模式会存在一定的差异，通过分拆上市的资产重组方式，可以使得母公司和子公司更加专注于自身核心业务的发展，提高公司内部的经营效率。由于瑞泰新材分拆上市之后独立获得了外部投资者的资金支持，母公司江苏国泰就可以将更多的资金用在自身供应链服务的发展，增强自身在行业中的实力。而子公司瑞泰新材由于化学新能源材料主要以研发和销售为中心，分拆上市之后有更多的资金和精力投入到核心环节，使得制造出的产品更能满足客户的需求，增强与客户的粘性，提升公司的竞争实力，有利于企业长远稳定的发展。

江苏国泰在成立瑞泰新材时就将自己的新能源和化工新材料业务发展寄托给了这个子公司，为之后的瑞泰新材独立上市做准备，基于国家对于新能源企业政策上的支持以及环境友好型企业未来发展的美好前途，这一战略规划显得

较为重要。将子公司瑞泰新材进行分拆上市不仅可以使母公司江苏国泰减轻更多的资金方面的压力，也能让子公司瑞泰新材所发展的新能源业务更加地专业化和核心化，拥有更多的资金支持的同时带动整个企业的高速发展。

3.2.4 实现对管理层的激励

在前文理论层面上我们说到，企业通过分拆上市对资产进行重组的这一收缩型资本运营手段，使原本属于企业内部的相关资产和业务分拆出来变成了企业的子公司，再将子公司进行独立上市，这样身份转变之后母公司和子公司都必须按照市场上的规则来进行交易，分拆出来的子公司也必须独立面对资本市场对它的检验与监督。在存在这么多压力的情况下，上市之后的子公司管理层就会更加看重对公司经营业绩的提升，创造更多的股东财富让股东对其股票产生更多的信心，这样就更能获得资本市场的青睐。所以分拆上市能够更好地激励管理层对公司的积极管理，在母公司江苏国泰的业务领域中，瑞泰新材所负责的化工新能源业务是非常重要的部分，也是江苏国泰对未来发展所寄托的一个目标，但是作为母公司江苏国泰来说，其不可能只关注于新能源材料这一领域，因为供应链服务和电商层面也是其发展的主要方向，在这些相关性不太紧密的领域融合到一起时，就会使各方的战略目标和营销策略等方面存在较大差异，不利于公司的整体发展。在江苏国泰分拆瑞泰新材上市之前，瑞泰新材的管理层可能对其研发投入、创新驱动战略等因素不能更好地实行，从而使得核心技术、市场占有率等方面本应凸显的优势没有得到充分利用，从而抑制了子公司的发展同时也给母公司带来了一些资金方面的压力。分拆上市的行为既可以让母子公司都更加专注于自己的领域，也能唤起子公司管理层对于公司治理的使命感，使其有更大的动力去为企业的发展创造价值。所以，综上所述，江苏国泰分拆上市可能是想要对管理层进行激励，促进公司的更好发展。

3.3 案例公司分拆上市的过程

由于我国资本市场起步比较晚，相关法律法规还不够完善，导致分拆上市的资产重组方式发展较为缓慢，直到创业板的出现才使得一些创新型企业有了分拆上市的机会，在2010年证监会发布了在创业板上市的相关规定和条件之

后，江苏国泰嗅到了对于其公司内新能源业务的发展机会。然而，分拆上市并不是一个短期快速就能做到的事情，而是要经历漫长的布局，还要符合企业发展的前景，对资本市场要有良好的正向协同效应。在设立瑞泰新材子公司之前，江苏国泰就在化工新能源业务方面处于国内的龙头地位了，可能是想要获得更好的发展，让做的好的业务更加专精，2017年2月16日，江苏国泰召开董事会并作出决议，同意设立江苏瑞泰新能源材料有限公司。一个月之后召开股东大会作出决议同意设立江苏瑞泰新能源材料有限公司，最终在2017年4月8日，江苏国泰通过了《江苏瑞泰新能源材料有限公司章程》，持有其子公司100%的股权。这就是江苏国泰计划分拆上市的第一步，将资本注入化工新能源业务，成立专门发展这一业务的子公司，使新能源业务更具有行业核心竞争力。之后江苏国泰分别于2017年5月10日，2017年8月9日，2018年2月23日及2020年3月20日向瑞泰有限实缴出资300万元、4,700万元、15,000万元及30,000万元，至此瑞泰有限共计实收资本50,000万元，已缴足了注册资本。这就是江苏国泰计划分拆上市的第二步，让子公司拥有充足的注册资本。2020年6月22日，江苏省张家港保税区市场监督管理局下发了《企业准予变更登记通知书》，核准发行人的名称由“江苏瑞泰新能源材料有限公司”变更为“江苏瑞泰新能源材料股份有限公司”，企业类型由有限责任公司变更为股份有限公司（非上市）。最后江苏国泰计划分拆上市第三步就是将分拆出来的专注新能源业务的子公司进行独立上市。在分拆上市之前，江苏国泰国际集团股份有限公司的控股子公司江苏瑞泰新能源材料股份有限公司提交的首次公开发行股票并在创业板上市申请已经通过深圳证券交易所创业板股票上市委员会审核，并获得中国证券监督管理委员会注册。

瑞泰新材于2022年5月30日披露《江苏瑞泰新能源材料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市初步询价及推介公告》及《江苏瑞泰新能源材料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股意向书》等相关公告，于2022年6月14日披露了《江苏瑞泰新能源材料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市发行结果公告》《江苏瑞泰新能源材料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》。瑞泰新材股票于2022年6月17日在深交所创业板上市，证券简称为“瑞泰新材”，证券代码为

“301238”。

瑞泰新材上市前，江苏国泰直接持有瑞泰新材 50,000 万股股份，占瑞泰新材本次发行前总股本的 90.91%，并通过控股企业张家港市国泰投资有限公司间接控制瑞泰新材 3.64%股份，对其具有控制权，合并其财务报表。瑞泰新材上市后，江苏国泰仍直接持有瑞泰新材 50,000 万股股份，占瑞泰新材本次发行后总股本的 68.18%，并通过控股企业张家港市国泰投资有限公司间接控制瑞泰新材 2.73%股份，仍是瑞泰新材的控股股东，对其具有控制权，合并其财务报表。

4 案例公司分拆上市价值创造的途径

4.1 基于融资效应的价值创造途径

江苏国泰的控股子公司瑞泰新材在分拆上市之前所需要的资金投入较大，但是实际获得的资金较为紧张。作为新能源和化工新材料企业，瑞泰新材在研发层面需要大量的资金投入，这样才能在化工新能源行业众多竞争者中立足，想要在稳定的基础上更加快速地发展就必须获得更多融资渠道和资金支持。根据前文所述的相关理论结合企业实际情况，发现分拆上市对于江苏国泰的子公司瑞泰新材的融资效应进行价值创造的途径主要体现在两个方面：第一是拓宽融资渠道；第二是降低信息不对称程度，通过拓宽子公司的融资渠道以及提升子公司的融资能力完成公司整体价值的创造。

4.1.1 公开发行股票

江苏国泰控股的全资子公司瑞泰新材属于化工新能源研发型企业，若想在新能源业务板块提高自己的竞争力，同时快速发展下游的客户，就必须将大量的资金花费在新能源化工材料的研发创新上，但是这些资金在分拆上市前只能由母公司进行供给，使得集团整体的资金压力较大。而在分拆上市后瑞泰新材通过公开发行股票的方式获得了非常充足的来自外部投资者的资金和股权融资，拓宽了来自于外界的融资渠道，用来融资的平台也变为独立的平台，在一定程度上降低了母公司江苏国泰对于子公司的资金投入压力。此外，创业板的一大独特性在于高成长性和创新性，为瑞泰新材提供了一个非常方便和快捷的融资渠道，有力地支持了企业的发展和壮大。根据瑞泰新材在 2022 年 6 月发布的《首次公开发行股票创业板上市公告书》中所呈现的相关信息可知：分拆上市发行股票数量为 183,333,300 股，均为新股，无老股转让，首次发行股价为 19.18 元/股。

通过分析江苏国泰分拆瑞泰新材上市前后的季度报中母公司的现金流量状况（如表 4.1 所示），可以看出在子公司瑞泰新材上市之前，母公司经营活动所产生的现金流量净额都是负数，而分拆上市之后不仅现金流量净额变成了正

数，还在不断增长，这说明通过对子公司的分拆上市，母公司也缓解了很大一部分的资金压力。对于投资活动和筹资活动而言，二者仅仅是分拆上市当期产生了大幅度增长，在分拆上市之后的一段时间里，都出现了下降的趋势，可能是由于各种原因所导致的，这些在之后的数据分析里会进行分析。总的来看，分拆子公司上市的行为还是在一定程度上缓解了母公司的资金压力，并且拓宽了子公司的融资渠道，从而实现了价值创造。

表 4.1 江苏国泰现金流量净额状况

单位：亿元

	2023 (9.30)	2023 (6.30)	2022 (12.31)	2022 (6.30)	2021 (12.31)	2021 (6.30)
经营活动	24.84	8.09	36.83	7.61	-4.47	-21.36
投资活动	11.88	24.77	-33.91	3.28	-10.65	2.04
筹资活动	8.75	6.96	28.82	29.15	35.02	-6.93

数据来源：巨潮资讯网

4.1.2 降低信息不对称程度

前文我们曾说过分拆上市的行为是可以提升外部投资者对企业内部信息的更多了解，披露更多的信息，从而降低信息不对称的程度。江苏国泰选择分拆子公司瑞泰新材进行上市从而进行价值创造的途径就包括降低信息不对称。通过降低信息不对称来使资本市场对瑞泰新材所代表的化工新能源产业进行重新估值，增加外部投资者对子公司的信心，带动母公司协同发展。

4.2 基于经营效应的价值创造途径

根据核心化战略理论，分拆上市的行为可以让母公司和子公司同时实现各自业务板块的专一化经营，继而使母公司和子公司同时提升了行业中的核心竞争能力。核心竞争力的提升从企业的经营角度来看，主要包括两个方面，即通过提升公司核心业务的专业化程度和提高销售收入来实现在经营方面的价值创造。

4.2.1 提升专业化程度

如图 4.1、图 4.2、图 4.3 所示，在江苏国泰分拆子公司瑞泰新材上市之前，其主要经营业务为纺织服装、玩具等出口贸易，在 2020 年占比 82.74%，其中化工产品的占比为 6.03%。在之后的三年内，虽然纺织服装、玩具等出口贸易依然占母公司较大比重，但是瑞泰新材上市之后，瑞泰新材负责的化工产品占主营业务的比例已经变成了三年前的两倍，这可能是由于母公司江苏国泰将子公司瑞泰新材分拆上市之后，母公司和子公司都各自专注于其所专一的领域，将彼此的核心竞争力都进行了提升。

单位：亿元

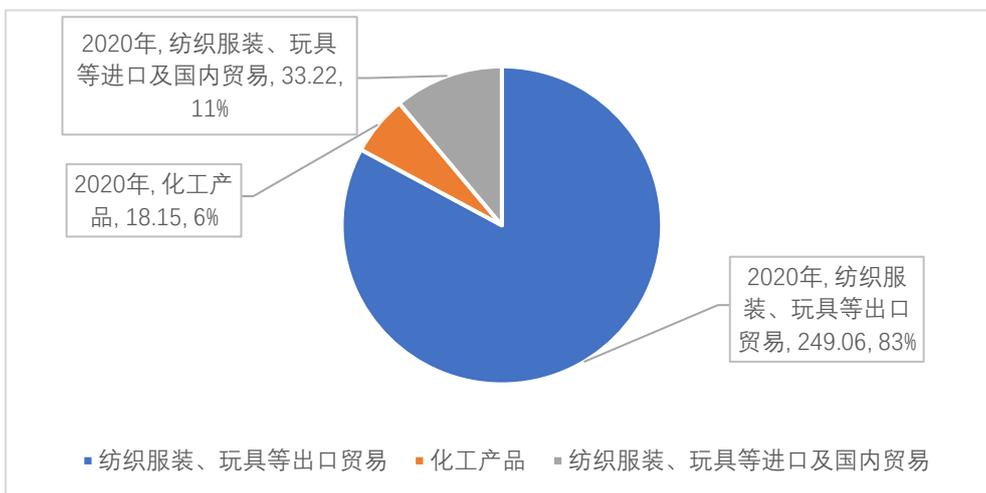


图 4.1 2020 年江苏国泰主营业务构成

单位：亿元

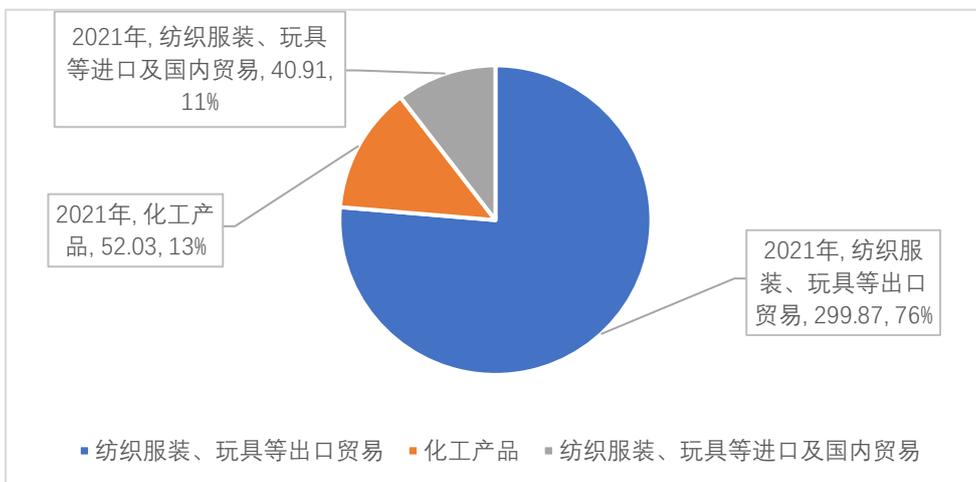


图 4.2 2021 年江苏国泰主营业务构成

单位：亿元

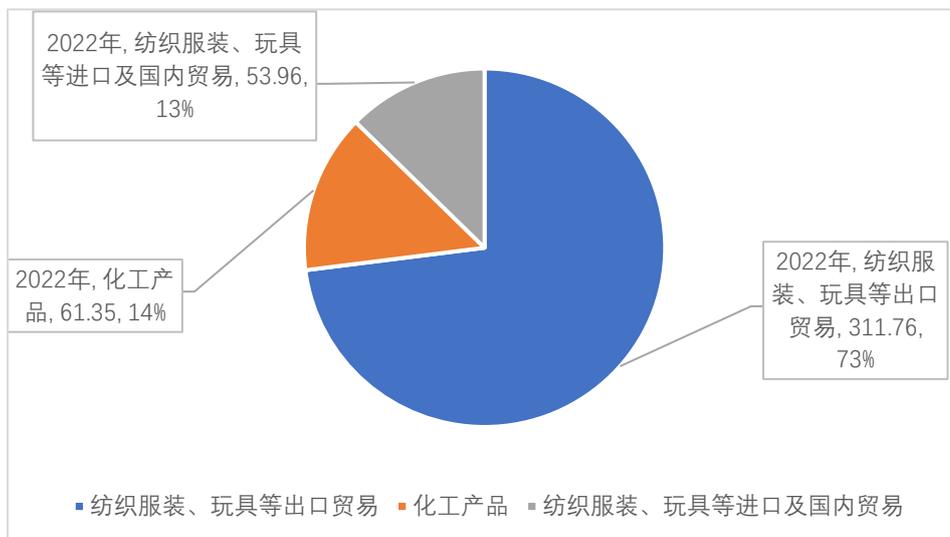


图 4.3 2022 年江苏国泰主营业务构成

据 2020 年 11 月国务院办公厅印发的新能源汽车产业发展规划，新能源汽车销量 2025 年预计达到汽车新车销售总量的 20% 左右，但是 2020 年我国新能源汽车销量占汽车全部销量的比例仅为 5.40%，这就给中上游的负责新能源电池化工材料的瑞泰新材带来了巨大的发展机遇。然而随着国家对于新能源汽车的补贴政策门槛从普惠制到“扶优扶强”，江苏国泰旗下主要经营锂电池材料的瑞泰新材作为新能源汽车产业链上游产业，将会持续面临市场的严酷竞争、如何降低成本以及对产业升级的压力等问题。如果新能源行业的准入门槛提高了之后，那么整个行业的发展将变得更加专业化、高端化、集中化，资源流动将具备“马太效应”，竞争力强的优质厂商将会获得大部分的利益，锂离子电池材料市场的份额将会市场中更加集中，市场的竞争会进一步加剧。

江苏国泰的供应链服务和化工新能源业务并不属于同一行业，他们在业务模式上有很大的不同，在越来越激烈的市场竞争压力下，集团内部管理成本和沟通等成本会逐渐增加，负协同效应会愈发显著，这样下去并不利于企业的可持续发展。

所以在分拆上市之后，瑞泰新材得以实现了其独立运营，不仅可以减少层级之间产生的不必要成本，从而更高效地发挥出管理层自己的优势，而且上市之后能够获得更多外部投资者的资本支持，使其拥有更多的市场机会以应对日

益激烈的市场竞争。对于母公司江苏国泰而言，分拆上市子公司也会帮助其降低管理的负担，优化自身内部的资源配置方式，让各自的业务结构更加清晰，目标更加明确，各自制定自己的专业化发展战略，实现专业化经营，提高企业的核心竞争力，从整体层次上达到为股东和投资者进行价值创造的效果。

瑞泰新材上市所需募集资金投资合计为 120,000.00 万元，项目总投资合计为 130,164.11 万元。这次公开发行募集资金到位之前，瑞泰新材可以按计划启动上述投资项目，以自有资金或银行贷款垫付项目建设所需资金，再以实际募集资金置换前期投入的自有资金或归还银行贷款。由表 4.2 可以看出，瑞泰新材上市后所募集的资金拟投资的项目为锂离子动力电池电解液项目、化工新材料项目、环保设施提升项目和化工智能化改造项目以及补充流动资金，基本都是投资在了国家政策支持的地方，这对于瑞泰新材专注于新能源材料和化工新材料的发展有着良好的支持作用。

表 4.2 募集资金拟投资项目

序号	项目名称	项目总投资(万元)	募集资金投资(万元)
1	波兰华荣新建 Prusice4 万吨/年锂离子动力电池电解液项目	48,383.93	39,326.39
2	宁德华荣年产 8 万吨新材料项目	31,309.32	31,309.32
3	华荣化工新建实验楼和现有环保设施提升项目	10,000.00	8,893.43
4	华荣化工智能化改造项目	5,000.00	5,000.00
5	补充流动资金	35,470.86	35,470.86
	总计	130,164.11	120,000.00

数据来源：巨潮资讯网

4.2.2 提高销售收入

如图 4.4 所示，瑞泰新材在之前的几年里，年度营业总收入虽然也在增长，但是增长幅度非常小，一直处在一个较为平稳的水平，但是直到 2020 年江苏国泰宣布了要将子公司瑞泰新材进行分拆上市之后，其年度营业总收入就实现了突飞猛进的增长。这可能是由于分拆上市这一消息提出使得上下游客户对于瑞泰新材的产品都有了更多的信心，从而更愿意与其进行合作，提高了其主

营业收入。

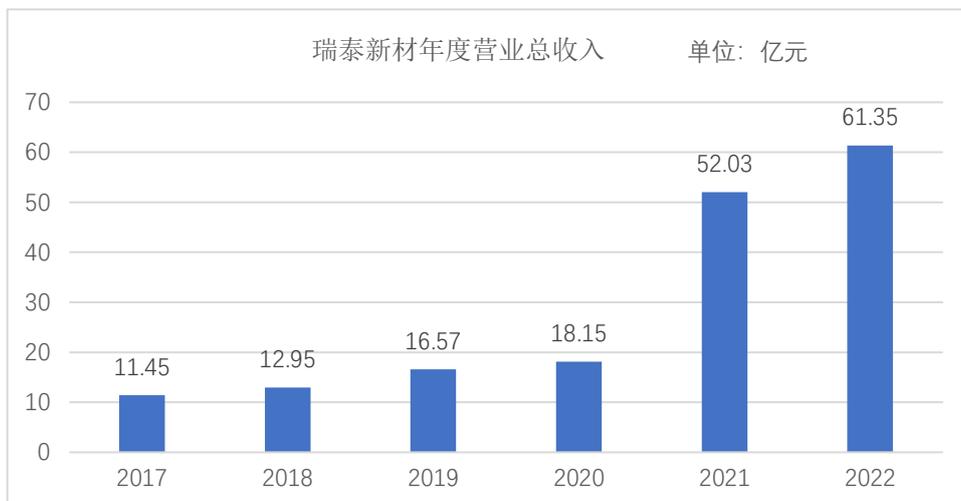


图 4.4 瑞泰新材年度营业总收入

同时，母公司江苏国泰的年度营业总收入也有所提升。如图 4.5，虽然在 2020 年可能由于新型冠状病毒肺炎疫情的影响，公司的总收入有所下降，但是之后也出现了大幅提升，分拆上市可能对于母公司的影响并没有子公司影响那么大，但是也在一定程度上减轻了母公司对于子公司的资金压力。在子公司上市之后，获得了更多的资金支持，这使得母公司原来用于帮助子公司支持新能源产业发展的资金可以空余一部分出来用来经营自己的业务。

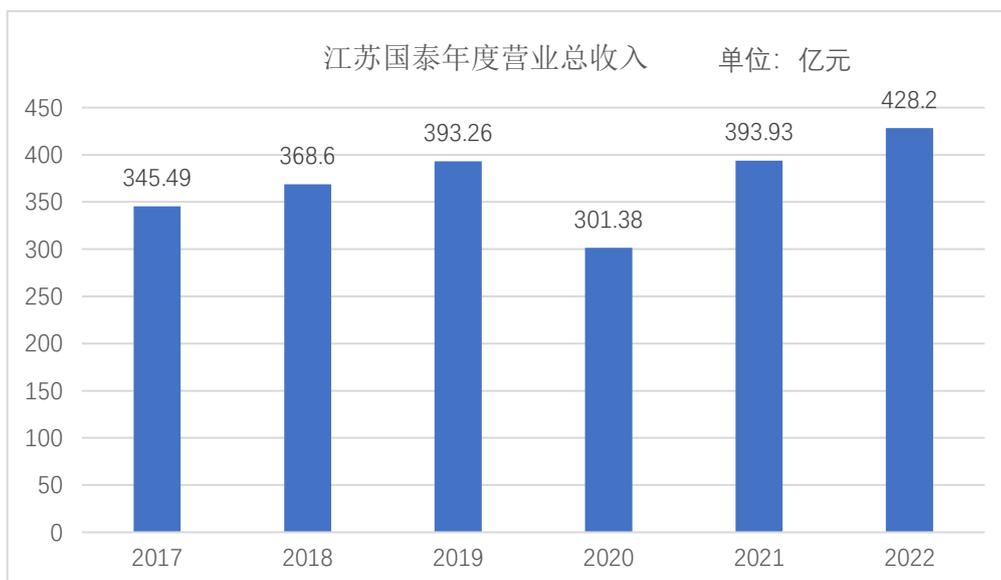


图 4.5 江苏国泰年度营业总收入

在瑞泰新材分拆上市后不久，公司就发出了 2022 年半年度的业绩预告，预计公司的业绩同比是呈上升状态的。（如表 4.3）

表 4.3 瑞泰新材 2022 年半年度业绩预告

项目	本报告期	上年同期
归属于上市公司股东的净利润	盈利：48,000 万元-52,000 万元 比上年同期增长：180.59%-203.97%	盈利：17,106.98 万元
扣除非经常性损益后的净利润	盈利：47,000 万元-51,000 万元 比上年同期增长：179.53%-203.35%	盈利：16,812.05 万元

数据来源：巨潮资讯网

4.3 基于治理效应的价值创造途径

4.3.1 完善组织架构和人才培养体系

公司内部的人力资源体系和培养系统对于公司来说是至关重要的。在分拆上市前，江苏国泰和瑞泰新材的人才培养系统是共用的，这就有可能导致适合研究化工新能源材料的人员无法发挥出其真正的价值，使得人员分配存在一定的漏洞。分拆上市后，子公司可以建立起专属于自己的人才培养体系，使各方面对于治理架构的安排更为合理与完善。通过制定适合多个员工发展的制度，为不同岗位上的员工提供针对其专业知识的培训，节省了不必要的费用并且提高了工作人员的做事效率。

4.3.2 履行社会责任

瑞泰新材不断完善公司治理结构，健全内部控制制度，规范公司运作。报告期内，公司形成了环环相扣的决策和监督体系，保证对所有的股东都能维护其合法的权益。

瑞泰新材严格执行证监会、交易所的相关规定，建立健全信息披露管理制度，进一步加强公司信息披露内部控制，提升公司信息披露质量，确保信息披

露的真实、准确、完整、及时。公司积极通过电话沟通、互动易、公司官网、电子邮箱等多种方式与投资者进行沟通交流，公平对待所有股东和投资者。此外，公司不仅能够做到追求股东利益最大化，而且同时能够保障利益相关方的利益，严格把控公司可能会遇到的风险，保障财产安全。公司信誉良好，融资渠道畅通，并将严格按照与债权人签订的合同履行债务义务，与各债权人之间保持良好的合作关系。公司努力做好经营，营业收入和利润保持持续稳定的增长，为履行债务提供了保障。并且瑞泰新材坚持以人为本，把人才战略作为企业发展的重点，严格按照《劳动法》等相关规定，建立合法的用工制度。与此同时瑞泰新材重视人才培养，对各个岗位上的工人都积极开展培训，提升职工的工作效率，从而使得公司经营更加高效。同时，为员工成长提供平等的发展机会及空间，保障员工在公司发展的同时实现自我价值，促进公司的可持续发展。在环境保护方面，瑞泰新材高度重视环境保护问题，严格按照国家相关法律法规要求生产经营，致力于打造环境友好型企业。一方面，注重环保运行管理，狠抓执行力，建立稳定扎实的环境保护根基，确保环保设施运行规范，环保排放指标优良。另一方面，完善各项安全生产制度和措施并严格执行，切实履行绿色能源企业应承担的环保责任和安全生产责任。在分拆上市之后，瑞泰新材必须积极履行社会责任，不能做出损害股东权益和社会环境的事情，这样的途径也从整个大环境的角度完成了公司的价值创造。

5 案例公司分拆上市的价值创造效果分析

5.1 分拆后江苏国泰的短期市场反应

江苏国泰通过分拆上市这一资产重组方式将子公司瑞泰新材进行了上市，同时也可能给自身发展迎来了新的契机。从同期的资本市场上来看，这样的消息不仅可以向市场投资者释放出企业未来会有更好发展的信号，资本市场也会通过这样的信息引起江苏国泰短期内的股价波动，根据这些条件，之后应该会给企业带来累计超额收益。但是，最终的结果是否能达到企业的预期，能否实现目标收益甚至其他收益，最终能否给企业带来正向的发展，外部投资者又能否根据其产生的利益去决定投资该企业或者分拆出的子公司，下面将通过江苏国泰分拆子公司瑞泰新材上市前后的短期市场反应来进行分析，通过事件研究法来分析江苏国泰分拆上市的短期资本市场反应。

事件研究法通过江苏国泰将子公司瑞泰新材进行分拆上市公告发布日的前后公司股票的“异常收益率”情况来分析分拆上市行为的短期资本市场表现，由此来推测投资者对于此次分拆上市所持有的的态度以及市场对这次分拆上市的接纳程度。

首先，选择此次分拆上市的“事件日”，事件日就是江苏国泰发布正式分拆上市公告的日期，在2022年6月16日，江苏国泰发布了《关于控股子公司江苏瑞泰新能源材料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市的公告》，宣布瑞泰新材在深交所创业板上市，所以2022年6月16日为此次事件的事件日。

其次，选择此次分拆上市的“事件窗口期”，观察股票价格是否产生“异常收益率”的事件窗口期为[-10,10]交易日，在巨潮资讯网中的数据库中查询到这次分拆上市的事件窗口期应该为2022年6月1日到2022年6月30日。

最后，选择此次分拆上市的“事件估计期”，事件估计期是用来估计企业的正常收益率的，本次估计期选择了110天作为估计期。

将这些日期确定好之后，找出这些日期的相关数据，进行简单计算之后，构建出特定的市场模型。该市场模型假设市场收益率与证券收益率之间存在稳定的线性关系，表达式如下：

Market Model: $R_{it} = \alpha_i + \beta R_{mt} + U_{it}$

其中： R_{it} 是估计期江苏国泰股票的收益率； R_{mt} 是估计期深证成指股票的收益率， U_{it} 为随机扰动项

最后，计算超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR，其中累计超额收益率是对窗口期超额收益率的加总。超额收益率和累计超额收益率越大，则这次分拆上市事件给公司资本市场带来的证券收益越高。

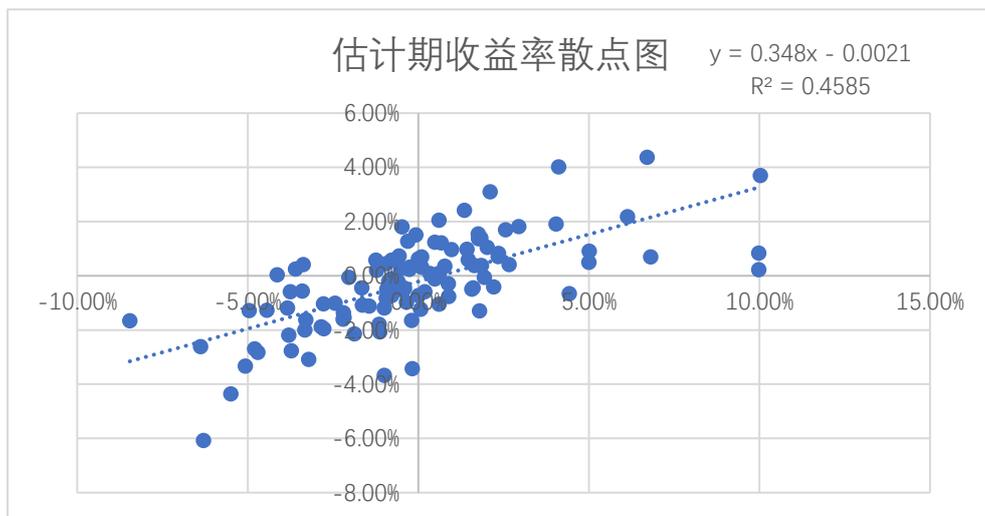


图 5.1 估计期收益率散点图

如图 5.1，通过对估计期的数据进行个股和总股的收益率进行计算，最后得出一条线性趋势线，其公式为 $y=0.348x-0.0021$ 。再将公式带入窗口期进行计算，其中事件期计算出的数据如表 5.1 所示，最后的计算结果如图 5.2 所示。

从图 5.2 中可以看出，江苏国泰在分拆上市当天的“0”时点时，超额收益率和累计超额收益率都出现了很大幅度的增长，在之后的整体趋势上还是呈现增长的趋势的，并且分拆上市整个事件期累计超额收益率都是正数，这表明分拆上市的行为对江苏国泰的股价起到了正向推动的作用。

表 5.1 事件期数据表

交易日	事件日期	实际收益率	预期收益率	超额收益率	累计超额收益率
2022/06/01	-10	0.09%	-0.28%	0.37%	0.37%
2022/06/02	-9	2.50%	-0.44%	2.94%	3.32%
2022/06/06	-8	2.89%	-1.14%	4.03%	7.35%
2022/06/07	-7	1.76%	-0.20%	1.96%	9.31%
2022/06/08	-6	-2.16%	-0.49%	-1.66%	7.65%
2022/06/09	-5	-2.47%	0.43%	-2.91%	4.74%
2022/06/10	-4	3.98%	-0.87%	4.85%	9.59%
2022/06/13	-3	1.22%	-0.11%	1.32%	10.92%
2022/06/14	-2	1.81%	-0.28%	2.09%	13.00%
2022/06/15	-1	-3.29%	-0.54%	-2.75%	10.25%
2022/06/16	0	0.96%	-0.25%	1.21%	11.46%
2022/06/17	1	3.03%	-0.73%	3.75%	15.21%
2022/06/20	2	-5.12%	-0.65%	-4.47%	10.74%
2022/06/21	3	-3.36%	-0.03%	-3.33%	7.41%
2022/06/22	4	-1.83%	0.29%	-2.12%	5.29%
2022/06/23	5	2.71%	-0.97%	3.68%	8.97%
2022/06/24	6	5.45%	-0.69%	6.14%	15.11%
2022/06/27	7	-0.86%	-0.59%	-0.27%	14.84%
2022/06/28	8	0.35%	-0.64%	0.98%	15.82%
2022/06/29	9	-6.49%	0.56%	-7.05%	8.77%
2022/06/30	10	-0.46%	-0.76%	0.29%	9.07%

数据来源：个人计算

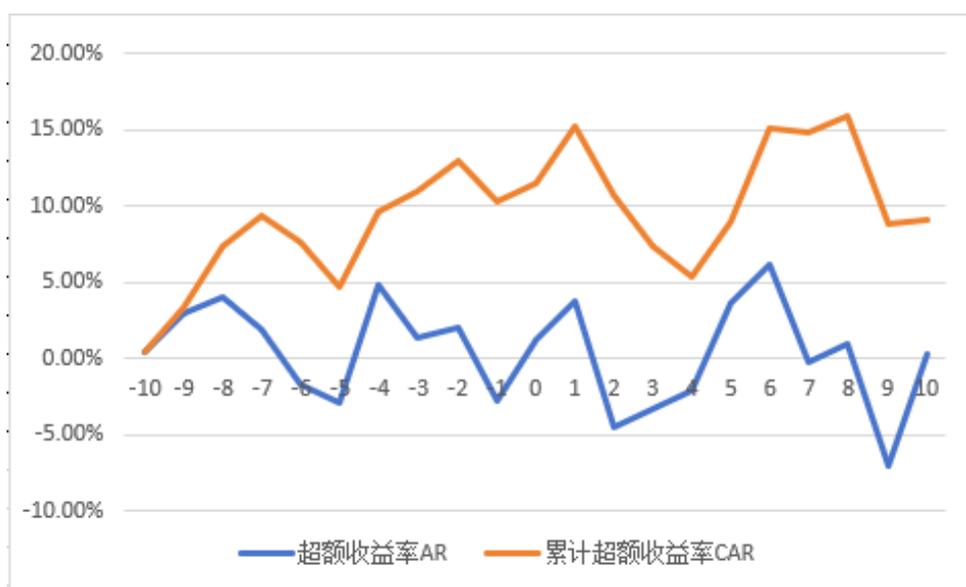


图 5.2 分拆上市公告发布窗口期市场反应

5.2 江苏国泰分拆上市的指标分析

(1) 偿债能力分析

由表 5.2 我们可以看出，母公司江苏国泰在分拆上市之前，资产负债率比较高，面临着较大的偿债压力，而分拆上市之后，母公司的资产负债率出现了大幅度的下降，并且之后一直处于稳定的状态。子公司分拆上市之前资产负债率也比较高，分拆上市之后比母公司的资产负债率下降幅度还要大一些，上市之后偿债能力也有所减轻。在表中可以看出，不管是母公司江苏国泰还是子公司瑞泰新材，在 2021 年的时候都面临了很大的偿债压力，而 2021 年到 2022 年分拆上市完成之后，其资产负债率都较之前有所降低，并且在之后的企业发展中一直处于较低的水平，所以本文分析可能是分拆上市之后融资能力的提升减轻了偿债能力的负担。

表 5.2 资产负债率

	2021 (12.31)	2022 (6.30)	2022 (12.31)	2023 (6.30)	2023 (9.30)
江苏国泰	61.42%	54.04%	51.10%	51.60%	52.00%
瑞泰新材	50.31%	32.93%	31.24%	30.01%	31.14%

数据来源：国泰安数据库

对于江苏国泰所处的行业而言，公司流动比率若处于 200%左右，说明公司处于一种较为健康的状态，这表示公司短期内在还债上压力较小。通过计算母公司江苏国泰的流动比率和速动比率，我们可以看出（如表 5.3 所示），在 2022 年 6 月份江苏国泰将子公司瑞泰新材进行分拆上市之前，公司的流动比率小于 2 并且数值不太稳定，在分拆上市之后，流动比率出现了明显的提升，并且在之后的时间里处于较为稳定的状态。但是流动比率是将存货和预付款项计算在内的，而存货的变现能力让人存疑，预付款项又是不可动用的，所以我们还要看公司的速动比率。

速动比率刨除了存货和预付款项的影响，比流动比率更能严格地评估企业手上实际能够偿债的现金，从表中我们也可以看出母公司的速动比率在子公司上市之后出现了较大提升且保持稳定。除此之外，现金比率更能反应出公司的偿债能

力，它刨除了速动比率中应收账款的影响，由表可以看出其也是在分拆上市之后提升并保持稳定的。

表 5.3 江苏国泰短期偿债能力指标

	2023	2023	2022	2022	2021	2021	2020	2020
	(9.30)	(6.30)	(12.31)	(6.30)	(12.31)	(6.30)	(12.31)	(6.30)
流动比率	2.33	2.31	2.26	2.06	1.82	1.69	1.68	1.86
速动比率	2.09	2.02	1.99	1.80	1.58	1.49	1.56	1.55
现金比率	1.20	1.21	0.95	0.88	0.64	0.51	0.68	0.44
营运资金（亿元）	207.18	196.04	184.02	175.09	131.69	77.44	85.07	94.16

数据来源：巨潮资讯网

在营运资金方面，公司在分拆上市时也有所增长，此后一直较为充裕，但是在 2021 年的年底，其营运资金就已经出现了大幅增长，所以营运资金的增长可能受到各种因素的影响，并不一定是因为分拆上市这一行为而增加。

根据偿债能力指标总体来看，江苏国泰将子公司瑞泰新材分拆上市的行为在短期内可以减缓母公司的偿债压力，但是否有利于母公司发展还有待进一步分析。

（2）营运能力分析

如表 5.4，在应收账款方面，应收账款占收入的比重一直较为稳定，应收账款周转率在公司分拆上市时出现了大幅提升，江苏国泰属于商贸行业，整个行业应收账款周转率的平均水平为 6 次。在分拆子公司上市之后，江苏国泰的应收账款周转率超过了行业的平均值，这说明分拆上市给母公司带来了经营效率的提升。

在存货方面，存货周转率在分拆上市之前处在较低的水平，说明江苏国泰存货的资金占用较多，销售能力较低，产品有可能滞销较为严重，而分拆上市之后存货周转率出现了大幅提升，这可能是分拆上市之后子公司有了更多的资金渠道，减轻了母公司的压力，提升了母公司对于供应链的专业化程度，从而提升了经营的效率。

表 5.4 江苏国泰流动资产周转情况

	2023	2023	2022	2022	2021	2021
	(09.30)	(06.30)	(12.31)	(06.30)	(12.31)	(06.30)
应收账款与收入比	23.35%	34.60%	12.51%	33.46%	17.61%	34.59%
存货与收入比	12.87%	26.31%	9.08%	20.27%	9.90%	15.50%
应收账款周转率(次)	4.28	2.89	7.99	2.99	5.68	2.89
应收账款周转天数(天)	63.75	62.63	45.67	60.57	64.26	62.61
存货周转率(次)	6.49	3.19	9.42	4.26	8.86	5.52
存货周转天数(天)	42.09	56.77	38.74	42.46	41.20	32.78
流动资产与收入比	128.02%	208.58%	77.30%	159.01%	74.25%	129.58%
流动资产周转率(次)	78.12%	47.94%	129.36%	62.89%	134.67%	77.17%

数据来源：国泰安数据库

如表 5.5，本表选取了五家与江苏国泰同一行业的上市公司的数据，通过这六家公司的收入与利润对比，我们可以看出江苏国泰、五矿发展和东方创业这三家公司的营业收入都处于行业较高水平；苏豪弘业、中成股份、凯瑞德的营业收入处于较低的水平。在江苏国泰选择分拆子公司上市的 2022 年，其在三个营业收入水平较高的公司中是唯一一个营业收入出现大幅度增长的，其他两家公司是没有进行分拆上市的，这说明同行业产业相似的公司中，江苏国泰选择将子公司分拆上市这一做法对于自身的经营是有利的；在营业利润方面，除了江苏国泰的其它五家公司都表现不太好，而江苏国泰的营业利润还是在稳定增长，这说明分拆上市可能帮助江苏国泰减轻了一些成本压力，有利于江苏国泰后续的发展。

表 5.5 同行业收入与利润对比

项目名称	2023	2023	2022	2022	2021	2021	
	(9.30)	(6.30)	(12.31)	(6.30)	(12.31)	(6.30)	
江苏国泰	营业收入 (亿元)	283.77	165.76	427.59	213.55	393.40	145.96
	营业利润 (亿元)	25.91	14.17	34.62	16.34	23.13	7.15
中成股份	营业收入 (亿元)	22.51	15.75	42.22	13.03	21.60	1.83
	营业利润 (亿元)	-0.44	-0.35	-5.20	0.08	0.83	-0.37
凯瑞德	营业收入 (亿元)	2.15	1.47	3.59	1.90	1.27	0.14
	营业利润 (亿元)	-0.01	-0.01	-0.10	-0.03	1.12	0.01
五矿发展	营业收入 (亿元)	586.72	379.96	786.45	388.02	875.07	441.81
	营业利润 (亿元)	2.66	3.04	5.64	5.00	8.10	4.95
苏豪弘业	营业收入 (亿元)	42.88	25.69	61.64	27.28	53.21	21.78
	营业利润 (亿元)	0.39	0.26	0.36	0.21	0.47	0.12
东方创业	营业收入 (亿元)	280.31	192.97	414.77	197.17	435.49	228.42
	营业利润 (亿元)	3.99	2.75	6.17	3.57	5.02	2.64

数据来源：国泰安数据库

(3) 治理能力分析

在江苏国泰将瑞泰新材分拆上市之后，母公司与子公司在业务、人员、资产、机构、财务等方面相互独立，子公司具有独立完整的业务及自主经营能力。具体表现在以下方面：

业务独立：瑞泰新材的业务独立于江苏国泰及其控制的其他企业，不存在依赖控股股东及其他关联方进行生产经营活动的情况，与江苏国泰及其控制的其他企业之间不存在对公司构成重大不利影响的同业竞争以及严重影响公司独立性或者明显有失公平的关联交易。所以分拆上市使子公司的业务独立出来，使母子公司都更能专注于自己的产业。

人员独立：瑞泰新材的总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书等公司管理层并没有在母公司江苏国泰担任其他职务，也没有在母公司江苏国泰领取管理

人员的薪水。相关负责财务的管理者也没有在母公司江苏国泰进行兼职。并且瑞泰新材建立了独立的劳动、人事及工资的管理机构及完善、系统的管理制度，独立聘用、解聘员工，独立支付工资并为员工办理社会保险。所以分拆上市使母子公司的员工独立出来，使员工能够各司其职，服务更加专业。

资产独立：瑞泰新材具备与生产经营有关的主要资产及配套设施，且公司业务经营所必需的土地使用权、房屋所有权以及其他资产的权属全部为自己所有。并且瑞泰新材与江苏国泰产权关系明晰，不存在资产、资金被江苏国泰占用而损害公司其他股东利益的情况。所以分拆上市使得母子公司的资产独立出来，可以激发管理者的积极性，实现产业专业化，缩小管理幅度，缩短管理流程。

财务独立：瑞泰新材建立了独立的财务部门以及独立的财务核算体系，管理层能够独立在财务方面作出决策，形成了更加规范的财务制度。并且瑞泰新材在银行新开立的账户是专属于自己的，不和母公司江苏国泰共同使用。所以分拆上市使子公司的财务独立，有利于对子公司进行分析、评估和决策，更好地实现母公司对子公司的管理和控制。并且子公司自己掌握公司财产是对管理层有一定的激励效果的。

总而言之，江苏国泰建立子公司瑞泰新材，使其专攻化工新能源业务，再将其分拆上市的做法是有利的。这样做不仅可以减轻母公司的偿债压力，加强子公司的融资能力，而且能够加强母子公司的经营专业化，提升经营效率，最后还能优化治理结构，激励管理人员。

5.3 江苏国泰分拆上市的 EVA 经济增加值分析

所谓 EVA，即经济增加值，是一种财务评价的方法，其基于税后营业净利润和产生这些利润所需资本投入总成本，就是指税后净营业利润减去所有包括股本以及负债的投入资本的机会成本，最后得出经济增加值。由此方法计算出的经济增加值在本质上属于经济利润，与传统的会计利润是有一定区别的。这样算出的经济增加值作为衡量企业价值的一个重要指标，其优点是：纠正了传统会计利润条件下，许多公司实际上是在损害股东财富的情况，明确指出管理人员在运用资本时，必须为资本付费。运用计算经济增加值的方法计算出的结

果类似于我国国有企业先保值再增值的价值管理理念。从另一方面来看，经济增加值是比较灵活的，它的计算公式会根据企业运营中的具体项目进行具体问题具体分析，刨去不必要的因素，加入应该着重考虑的因素，这样可以最为真实的体现出本案例分拆上市之后的经济增加值变化，能够充分表现出管理层对企业所作出的实际贡献，为公司的长远发展带来更良好的启发。在计算公式方面，经济增加值中股权资本成本是较为重要的一项考察因素，在计算中经济增加值指标把所有重要的成本都囊括在内，不仅包括债务方面的成本，还包含股权成本，同时也让经营者能够更加客观合理地分析投资者所投入的资本占比，更清楚明了得表现出管理者为公司带来的绩效水平变化。

总而言之，经济增加值指标不仅能够改善单纯的利润相关指标不能够反应的问题，而且能够在多个维度客观公正地评价管理层绩效指标的完成情况，从而直观地表现出案例公司分拆上市之后的价值创造效果。所以这一小节希望通过江苏国泰分拆上市前后的 EVA 经济增加值指标变化来判断企业有没有完成价值创造。EVA 的计算公式如下：

$$\text{EVA} = \text{税后净营业利润} - \text{调整后资本成本} \times \text{平均资本成本率}$$

其中：税后净营业利润 = 净利润 + (利息支出 + 研究开发费用调整 - 非经常性收益) × (1 - 企业所得税税率)

$$\text{调整后资本} = \text{平均所有者权益} + \text{平均带息负债} - \text{平均在建工程}$$

平均资本成本率 = 税后债权资本成本率 × 平均带息负债 / (平均带息负债 + 平均所有者权益) + 股权资本成本率 × 平均所有者权益 / (平均带息负债 + 平均所有者权益)

在计算 EVA 之前，需要对公式中所有的数据进行查找，对一些参数的数值需要进行确定，因此本文选取了江苏国泰 2020—2022 年财务数据应用经济增加值的原理，计算了江苏国泰的经济增加值。并以此来评价江苏国泰在分拆上市的过程中，价值创造的相关情况。

5.3.1 税后净营业利润计算

在计算江苏国泰的税后净营业利润 (NOPAT) 时，为了更加有效地降低人为对这一指标操作的空间，从而更加真实客观地反映出企业的税后净营业利

润，一般来说会对数据进行会计方面的调整，来保证数据的真实性和可靠性。在会计科目方面，一些没有相关性的会计科目就不进行使用了，对于需要的一些科目进行取舍，这样最后的经济增加值评估结果更加方便企业管理层理解。公示如下：

$$\text{税后净营业利润} = \text{税后净利润} + \text{利息费用} + \text{少数股东权益} + \text{研发费用} + \text{递延所得税负债} - \text{递延所得税资产} + (\text{营业外支出} - \text{营业外收入}) \times (1 - \text{所得税税率})$$

表 5.6 江苏国泰 2021—2023 年税后净营业利润计算表

单位：亿元

年份	2021 (6.30)	2021 (12.31)	2022 (6.30)	2022 (12.31)	2023 (6.30)	2023 (9.30)
净利润	5.46	18.03	12.99	26.44	10.84	19.77
所得税费用	1.65	5.14	3.33	8.34	3.51	6.32
利息费用	0.42	1.68	0.91	2.41	1.30	2.07
息税前利润	7.84	25.06	14.60	31.85	12.97	24.56
息税前利润× (1-T)	6.02	19.50	11.62	24.21	9.80	18.61
少数股东权益	1.75	5.67	3.69	9.20	4.18	7.76
研发费用	0.46	1.23	0.66	1.27	0.51	0.73
递延所得税负债	0.13	0.20	0.06	0.15	0.18	0.19
递延所得税资产	1.47	1.61	1.92	1.87	2.02	1.96
营业外收入	0.05	0.18	0.03	0.31	0.22	0.26
营业外支出	0.08	0.13	0.05	0.14	0.05	0.08
税后净营业利润	6.77	25.16	16.41	37.47	14.86	28.43

数据来源：个人计算

5.3.2 总投入资本计算

总投入资本（TC）是要在债务资本和权益资本的合计数基础上，再进行调整得出的。

$$\text{调整后资本} = \text{平均所有者权益} + \text{平均负债合计} - \text{平均无息流动负债} - \text{平均在建工程}$$

表 5.7 江苏国泰 2021—2023 年总投入资本计算表

单位：亿元

年份	2021 (6.30)	2021 (12.31)	2022 (6.30)	2022 (12.31)	2023 (6.30)	2023 (9.30)
平均所有者权益	118.77	133.39	181.85	192.69	200.52	208.89
平均负债	122.29	212.36	213.82	201.36	213.76	226.26
平均无息流动负债	111.70	160.42	164.48	146.51	149.69	156.09
平均在建工程	4.81	4.15	6.42	4.20	7.54	10.48
资本总额	124.55	181.18	224.77	243.34	257.05	268.58

数据来源：个人计算

5.3.3 加权平均资本成本计算

资本中包含权益资本和债务资本。加权资本成本（WACC）则是以二者所占的比重为权数，加权平均计算得出。

加权平均资本成本=权益资本/资本总额×权益资本成本率+债务资本/资本总额×税后债务成本

债务资本成本一般采用一年期银行贷款利率，权益资本成本采用资产定价模型计算。具体计算公式为： $R=R_f+\beta\times(R_m-R_f)$ ，其中 R 是权益资本成本； R_f 是无风险收益率； R_m 是市场平均收益率。 (R_m-R_f) 是市场组合的风险溢价。本文选取中国人民银行的一年期基准利率作为无风险收益率 R_f ，市场风险溢价 (R_m-R_f) 的指标则是选取 2021—2023 年我国国家统计局统计的国内生产总值增长率。 β 系数是选取国泰安数据库中江苏国泰 2021—2023 年的交易流通市值的加权值。

表 5.8 江苏国泰 2021—2023 年加权平均资本成本计算表

年份	2021 (6.30)	2021 (12.31)	2022 (6.30)	2022 (12.31)	2023 (6.30)	2023 (9.30)
债务资本成本	4.35%	4.35%	3.70%	3.65%	3.45%	3.45%
企业所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
无风险收益率 Rf	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
风险因子 β	1.14	1.14	0.82	0.82	2.00	2.00
市场风险溢价	8.4%	8.4%	3.0%	3.0%	5.2%	5.2%
权益资本成本	11.08%	11.08%	3.96%	3.96%	11.90%	11.90%
债务总额 (亿元)	122.29	212.36	213.82	201.36	213.76	226.26
资产总额 (亿元)	241.06	345.75	395.66	394.06	414.28	435.15
债务比例	50.73%	61.42%	54.04%	51.10%	51.60%	52.00%
权益比例	49.27%	38.58%	45.96%	48.90%	48.40%	48.00%
WACC	7.67%	6.94%	3.82%	3.81%	7.54%	7.50%

数据来源：个人计算

5.3.4 经济增加值计算

经济增加值 $EVA = \text{税后净营业利润} - \text{总投入资本} \times \text{加权平均资本成本}$

表 5.9 江苏国泰 2021—2023 年经济增加值计算表

单位：亿元

年份	2021 (6.30)	2021 (12.31)	2022 (6.30)	2022 (12.31)	2023 (6.30)	2023 (9.30)
税后净营业利润	6.77	25.16	16.41	37.47	14.86	28.43
资本总额	124.55	181.18	224.77	243.34	257.05	268.58
加权平均资本成本	7.67%	6.94%	3.82%	3.81%	7.54%	7.50%
经济增加值	-2.78	12.59	7.82	28.20	-4.52	8.29

由表 5.9 可以看出，2021 年—2023 年的期间内，江苏国泰的经济增加值在 2022 年 6 月宣告分拆上市之后呈现了非常快速的增长趋势，但是从这之后又出现了一定的波动，在分拆子公司瑞泰新材上市之后，公司的经济增加值在短期内是有所提升的，说明在分拆上市这一行为在短期内对母公司会产生正向影响，但是对于分拆子公司上市之后母公司的发展还是容易受到外界因素的影响，可能是市场有效性的缺乏，或者是分拆上市之后的短期数据并不能完全真

实反映出公司的全部价值，不过整体来看，分拆上市的行为对江苏国泰还是有一定的积极影响。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

本文以江苏国泰分拆瑞泰新材上市的案例为研究对象，基于各项理论的基础上，从分拆上市基于动因完成价值创造的途径以及分拆上市产生的价值创造效果进行系统地研究和分析，最后从多个角度对江苏国泰分拆瑞泰新材上市所达成目的的情况得出一些结论。从“降低信息不对称，实现合理估值”这一动因来看，江苏国泰将瑞泰新材分拆上市后，因为子公司上市之后需要按照法律规定经常对外披露公司真实信息，这样就能使外部投资者与内部管理者掌握相同的信息，一定程度上降低了信息不对称程度。由于分拆上市后新股发行，瑞泰新材又属于前景较好的化工新能源材料企业，吸引了很多外部市场投资者的投资，所以本次分拆上市使得子公司表现出了它应有的价值水平。除此之外，通过 EVA 经济增加值指标的分析，瑞泰新材在短期内给企业带来了较高的经济增加值，缓解了母公司江苏国泰的资金压力，但从长期来看分拆上市带来的影响还有待研究。从“拓宽融资渠道，促进发展动力”这一动因来看，江苏国泰将子公司分拆在创业板上市，使得子公司在公开发行股票时就获得了一大笔资金，之后的定期增发阶段使得子公司的资金需求得到了稳定的支持，减轻母公司资金压力的同时拓宽了子公司的融资渠道，在一定程度上为整个企业实现了价值的创造。从“促进专业化发展，增强核心实力”这一动因来看，分拆上市之后，江苏国泰主要负责供应链服务方面的业务，瑞泰新材主要负责化工新能源方面的业务，母公司和子公司都拥有了更多的时间和精力投入到自己所擅长的领域，使得母子公司同时提升了自己的经营效率，扩大了在行业内的竞争优势。从“实现对管理层的激励”这一动因来看，江苏国泰将瑞泰新材分拆上市之后，母公司和子公司的治理架构相较于之前有所改变，母公司减轻了对原来子公司管理人员的培训负担，子公司上市之后拥有了自己的一套培养体系，管理层由于自己的业绩和公司的绩效挂钩，更加积极地为公司创造更多的价值，经营效率出现了大幅提升，实现了公司治理方面的价值创造。

6.2 研究启示

6.2.1 紧扣企业的发展战略

如果一个多元化企业想要通过分拆上市的行为来改变公司过于臃肿的现状，那么就需要考虑分拆上市的行为是否符合公司未来的经营发展战略。如果公司未来是要做到产业升级或者向另一个方向转型，那么分拆上市就可以考虑将与企业整体发展战略相同的子公司或者优质资产分拆出去，通过母公司和外部投资者的支持将整个企业的中心逐渐偏向企业转型的方向，这样就有利于企业进行产业升级和转型。如果公司是在发展过程中遇到了资金方面的困难，想要摆脱当前发展的瓶颈，不让母公司阻碍子公司未来的发展，那么就可以选择将有发展潜力的子公司分拆出去单独上市，这样做不仅减轻了母公司的偿债压力，也为企业整体的发展谋得了一条出路，让企业能够在恶劣的竞争环境下生存下去，再由子公司的发展带动母公司的发展，最后为整个集团提供更持续的经营周期和更光明的前景。

总而言之，分拆上市的行为并不是完全对公司有利的，它是公司通过长时间的观察探索出的，符合公司发展阶段的经营战略的一种方式。只有管理层根据现实的情况，理性地思考出分拆上市的利与弊，最终做出是否分拆上市的决策，才能使企业长期立足于不败之地。

6.2.2 分拆优质的资产

对于想要将公司的部分业务分拆上市的企业而言，管理层必须知道企业内部哪些资产是有发展潜力的，哪些资产是企业着重发展的，哪些资产是即将被市场淘汰的或者没有太大的发展空间的。了解清楚这些之后，就要思考选择分拆出去的资产是否为优质资产，如果将优质资产分拆出去会给企业整体带来有利影响还是不利影响，比如有的企业将自己的优质资产分拆出去之后，因为这些资产本身就具有非常高的市场认可度和广泛的应用场景，外部投资者都愿意对其进行投资，所以讲这样的子公司分拆出去不仅能给自身提供更加宽阔的发展空间，也能为母公司创造出更多的超额收益，使得母子公司在之后的发展

中形成一种良性循环，为企业的长期发展做出比较大的贡献。相反，有的企业只是看到了别的企业争相进行分拆上市，没有对自身内部的资产进行逐个分析，就跟随大流进行分拆上市，将企业内部的非优质资产分拆上市，由于这些资产投资者并不看好，在分拆上市时并没有多少投资者去购买它的股票，且其自身的发展潜力也非常有限，上市之后依然需要依靠着母公司提供的资金支持来支撑自己的发展，对母公司并不是有利的。因此，企业在选择对内部的资产进行分拆上市时，应该选择有发展前景的、外部投资者认可的以及有着一定创新性的资产进行分拆上市。

6.2.3 考虑潜在的风险

根据现有的文献研究和案例分析，企业选择分拆上市的行为并不是万无一失的，其中存在着一定的风险。在公司选择分拆上市后，原来的股东可能会面临持有的股权被稀释的风险，因为公司分拆子公司上市后，子公司公开发行的新股会分到外部投资者身上，这就使得原来持有公司股份的股东股权比例面临着被稀释的风险；分拆上市后企业的管理层可能会出现一些分歧，虽然大部分分拆上市的企业在管理层方面都有着有利的影响，但是如果将治理架构没有安排好，或者出现了管理者的利益分配不均衡的问题，就有可能出现分歧；分拆上市后母子公司可能会面临市场股价波动的风险，有时候公司股价不理想与公司本身没有太大的关系，很有可能是大盘出现波动，所以如果分拆之后母公司和子公司缺乏应对异常情况的韧性，那么就会面临很大的风险。所以，分拆上市的企业必须从自身的因素进行全面考虑，在对于风险有了一定的应对策略之后，再选择是否分拆上市以及通过什么样的方式进行分拆上市。

6.3 研究不足与展望

首先，江苏国泰将瑞泰新材进行分拆上市到创业板的时间为2022年6月17日，到现在只经过了一年多的时间，所以只能通过研究得出其分拆上市的短期价值创造效果，对于分拆上市长期对企业的影响缺乏系统的验证，对母子公司之后的发展仍有待考究。其次，到目前为止，A股公司将子公司分拆到创业板进行上市的成功案例比较少，本文只选了一家江苏国泰分拆瑞泰新材上市

案例进行分析，由于其他多元化企业可能在行业目标和业务模式等因素上都与江苏国泰有所区别，本文的研究尚有一定的局限性。因此，若其他的多元化企业想要分拆上市时，本文案例的研究结果并不一定完全适用，只能提供一些参考和建议。

参考文献

- [1] Allen J W,Mc Connell J J.Equity carve-outs and managerial discretion[J].Journal of Finance, 1998, 53(2):163-186.
- [2] Apostolos Dasilas,Stergios Leventis.The performance of European equity carve-outs[J].Journal of Financial Stability.2018,34.
- [3] Aron.Using the capital market as a monitor.Corporate spin offs in an agency framework[J].RandJournal of Economics,1991,22(4).
- [4] Berger P G.Ofek E.Diversification's effect on firm value[J].Journal of Financial Economics,1995,37(1):39-65.
- [5] Comment,R.Jarrell,G.Corporate Focus and Stock Returns[J].Journal of Financial Economics.1995, (37):67-87.
- [6] Daley,Mehrotra,Sivakumar.Corporate focus and value creation:Evidence from equity carve-outs[J].Journal of Financial Economics,1997,45(2):257-281.
- [7] Fazzari,S.M.,Hubbard,R.G.&Petersen,B.C.,et al.Financing Constraints and Corporate Investment[J].Brookings Papers on Economic Activity,1988,1988(1):141-206.
- [8] Green J P,Stark A W,Thomas H M.UK Evidence of The Market Valuation of Research and Development Expenditures[J].Journal of Business Finance&Accounting.2006,23(2):191-216.
- [9] Hand,Skantz.The economic determinants of accounting choices:The unique case of equity carve-outs under SAB51[J].Journal of Accounting And Economics,1998,(24):175-203.
- [10] Madura Nixon.The Long-term performance of parent and units following equity carve-outs[J].Applied Financial Economics,2002(12):171-181.
- [11] Maslow A H,A Theory of Human Motivation[M].Psychological Review,1943 50(4).
- [12] Meyer,Milgrom,Roberts.Organizational prospects,influence costs,and ownership changes[J].Journal of Economics and Management Strategy,1992,1:9-35.
- [13] 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).
- [14] Nanda,V.On the good news in equity carve-outs[J].Journal of Finance.1991,46(5): 1717-1737.
- [15] Prezas Tarimcilar,Vasudevan.The pricing of equity carve-outs[J].Financial Review,2000(35),123-138.
- [16] Schipper K,Smith A.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.
- [17] Trinugroho Irwan,Santoso Wimboh,Irawanto Rakianto.Is spin-off policy an effective way to improve performance of Islamic banks?Evidence from Indonesia[J].Research in International Business and Finance.2021,56.
- [18] Vijh.Long-term returns from equity carve outs[J].Journal of Financial Economics,1999,51(2):273-308.
- [19] 包萌莹,卢秋焯,王海峰等.分拆上市1+1>2?——基于我国32家A股上市公司分拆子公司挂牌新三板的研究[J].财讯,2016(23):3-5.
- [20] 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.
- [21] 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.
- [22] 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.
- [23] 翟永军.分拆上市躁动[J].证券市场周刊,2019(16):26-34.
- [24] 方重.上市公司分拆挂牌的利弊[J].中国金融.2015,(14):64-66.
- [25] 顾丽娟,赵自强.资产收缩型重组创造价值的动因研究[J].财会月刊,2011(05):11-13.
- [26] 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.
- [27] 黄清.国有企业整体上市研究——国有企业分拆上市和整体上市模式的案

- 例分析[J]. 管理世界, 2004(02):126-130.
- [28] 康佳玉. 特变电工分拆新特能源上市的动因及绩效研究[D]. 河北:河北经贸大学, 2020.
- [29] 李燕, 何滨好. 公司分拆上市法律监管的制度逻辑与建构[J]. 西南政法大学学报, 2017, 19(04):121-129.
- [30] 林旭东, 聂永华. 分拆上市与价值创造: 多视角的经济动因分析[J]. 深圳大学学报(人文社会科学版), 2009(02):57-63.
- [31] 林旭东, 唐明琴, 程林等. 分拆上市的价值创造: 来自中国市场的实证研究[J]. 南方经济. 2015(07): 47-60.
- [32] 裴雯雯. 金山办公分拆上市科创板的动因与效应研究[D]. 江西:华东交通大学, 2021.
- [33] 沈佳焯, 郭飞. 中概股回归国内资本市场的路径及动因——药明康德“一拆三”回归的案例分析[J]. 财会月刊. 2018, (21): 95-102.
- [34] 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.
- [35] 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.
- [36] 孙吉东, 王丹. 分拆上市: 国有商业银行上市的现实选择[J]. 计划与市场探索, 2003(04):27-28.
- [37] 王化成, 曾雪云. 专业化企业集团的内部资本市场与价值创造效应——基于中国三峡集团的案例研究[J]. 管理世界, 2012(12):155-168+185.
- [38] 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.
- [39] 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.
- [40] 王璐, 孙伟. 分拆上市对公司绩效的影响分析[J]. 财讯, 2018(08):181.
- [41] 王世可. 我国上市公司分拆上市的经营绩效及其影响因素研究[D]. 华南理工大学, 2020.
- [42] 王婷婷, 和会娣. 金山软件分拆上市价值研究[J]. 企业管理, 2021(09):116-119.

- [43] 王伟. 上市公司资产剥离行为经济影响分析[J]. 财会通讯, 2017(29):10-13.
- [44] 王正斌, 洪安玲. 我国上市公司分拆行为的分析与思考[J]. 管理世界, 2004, (5):138-139.
- [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]. 案例研究, 2020(06):40-45.
- [46] 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.
- [47] 肖大勇, 罗昕. 企业分拆上市动因: 市值管理还是拓展融资渠道——同方股份分拆上市案例研究[J]. 上海管理科学, 2013(35):72-78.
- [48] 于海云. 我国上市公司分拆上市的股价效应研究[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2011(02):74-80.
- [49] 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.
- [50] 张纯, 高吟. 多元化经营与企业经营业绩——基于代理问题的分析[J]. 会计研究, 2010(09):73-77.
- [51] 张榕. 我国上市公司分拆上市的动机、表现及影响分析[J]. 市场周刊(理论研究), 2013, 05:7-8.
- [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] 赵慧芬, 卢继科. 上市公司分拆所属子公司上市的路径思考——基于辽宁成大分拆成大生物的案例分析[J]. 河南工业大学学报(社会科学版), 2021, 37(05):26-34+120.
- [54] 赵霞. 分拆上市能否创造价值?——基于用友网络分拆畅捷通上市的案例[J]. 财会通讯, 2020(16):98-102.
- [55] 赵宇华. 子公司上市问题治理机制和变革措施的国际比较[J]. 商业时代, 2006(10):54-55.
- [56] 钟炳贤. 新能源企业分拆上市动因及价值研究[J]. 中国总会计师, 2020(11):65-67.
- [57] 钟智宇, 梁艳, 邹文卿. 企业分拆上市的动因及经济后果研究——以心脉医

疗为例[J]. 商业会计, 2021(20):82-85.

[58] 卓海斌. 分拆上市的动因理论综述[J]. 今日财富, 2010(04):179.

后 记

行文至此，感触良多。论文进行至后记，意味着三年的研究生求学之旅也进入了尾声，回顾这三年，经历的事情很多，学习到的东西很多，需要感谢的人也很多。

在财大的研究生三年，我见识良多，受益匪浅，尤其是在思考问题的逻辑性和写作的连贯性方面得到了质的提升，这蒙益于学院的精心培养与导师的耐心教导，在此我要向他们表达最真挚的感谢。我最想感谢的是我的导师，在研究生入学的时候，我还是一个对论文没有任何概念的学术小白，沈老师总是不厌其烦地用各种方式去让我们练习写作，基于各种角度让我们既学习到了专业知识，又提升了行文的逻辑性，这些对我以后的学习、工作和生活都有着非常重要的积极影响，感谢您，沈老师！

我还要感谢各位教我课程的老师，在学校的课程中，我真的学到了很多东西。虽然我的本科是会计学专业，但是直到读了研究生，我才真正学到了实用的东西，财大的老师们教的这些东西才是对未来的工作真正有用的东西，在此我要对所有财大的任课老师表达衷心的感谢！

我和我的三个室友，性格其实并不相同，但是我们相处得非常和谐，上到天文地理，下到明星八卦，不论是人生理想，还是美食旅游都相谈甚欢，在这里我要感谢他们的陪伴。其次我要感谢在读研期间交到的朋友们，很幸运能够和你们做朋友，相遇就是我们的缘分，我会珍惜我们之间的友情，感谢大家的包容，感谢大家的相遇！

最后我要浅浅地感谢一下自己，虽然你总不是优秀的，虽然人生总是坎坎坷坷，虽然事情总是不按自己预想的赛道走，但是没关系，每个人都有自己的人生，每个人都有自己存在的意义，继续走下去吧，不要怕前路多么艰难，你就是你，跟随本心。“竹杖芒鞋轻胜马，谁怕？一蓑烟雨任平生。”

借此，祝愿所有人，身体健康，万事顺遂。

二〇二四年五月十四日，兰州