

分类号 F23/1065
U D C

密级 公开
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 攀钢钒钛资产剥离动因及绩效研究

研究生姓名: 李鹏

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06月03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：  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： 李学吉 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：  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： 李学吉 签字日期： 2024.6.1

**Research on motivation and performance of
asset divestiture of Pangang Group
Vanadium & Titanium Resources Co., Ltd.**

Candidate:Li Peng

Supervisor:Shen Ping

摘要

近年来,受国际经济形势下行以及中国经济结构转型的影响,铁矿石行业发展环境发生了深刻变化。首先是铁矿石市场整体处于产能过剩局面,铁矿石价格在2014年和2015年出现“断崖式”下跌,企业利润逐年减少,出现连年亏损的局面;其次,部分铁矿石生产企业因严重资不抵债而陷入停产或半停产困境,这不仅占用了庞大的社会资源,还对整个行业的转型升级进程构成了严重阻碍;此外,铁矿石企业融资贵的问题依然突出。考虑到铁矿石行业产能过剩,陷入不景气周期,且短期内无法彻底改善,钢铁企业将持续面临经营困局和业绩压力,整体转型具有必要性和迫切性。

资产剥离,作为企业收缩战略的一种重要手段,在优化企业产业规模、完善产业结构、提升经营效率以及改进法人治理等方面都具有积极作用。然而,许多上市企业在实施资产剥离后并未达到预期效果,反而陷入财务困境,因持续亏损而被暂停上市。鉴于这种结果的不确定性,深入研究上市企业在完成资产剥离后的绩效变化显得尤为重要,具有重要的理论和实践价值。

本文以2016年攀钢钒钛剥离近90亿资产为案例进行分析。首先从外部环境和内部环境两个方面分析其资产剥离发生的动因。然后利用事件研究法和比较研究法,从市场绩效、财务绩效和管理绩效三个方面,对此次资产剥离绩效进行全面分析。在市场绩效上,通过计算累计超额收益率和购买持有异常收益率,发现短期表现平淡,但长期效应显著;在财务绩效上,一是通过攀钢钒钛自身纵向对比,二是通过与行业均值和河钢股份进行横向对比,发现攀钢钒钛的盈利、偿债能力等都在资产剥离后有了较大地提升;在管理绩效上,着重选取相关指标,综合判断得出本次资产剥离实质性提升了企业价值。最后,本文对攀钢钒钛2016年资产剥离案例的分析情况作出结论,希望能够给将要实施资产剥离的企业一些启示:一是重视并加强相关性信息披露;二是客观认识并主动运用资产剥离;三是根据资产剥离目标制定科学的资产剥离方案;四是注重资产剥离后资源整合。

关键词: 攀钢钒钛 资产剥离 长期绩效

Abstract

In recent years, by the international economic situation downward and the impact of China's economic structure transformation, iron ore industry development environment has undergone profound changes. First of all, the iron ore market as a whole is in a situation of overcapacity, iron ore prices in 2014 and 2015 appeared "cliff type" decline, corporate profits decreased year by year, the situation of losses for years; Secondly, part of the iron ore production enterprises due to serious insolvency and into production or semi-suspension of production difficulties, which not only occupies a huge social resources, but also on the transformation and upgrading process of the industry as a whole constitutes a serious obstacle; In addition, the problem of expensive financing for iron ore enterprises is still prominent. Considering that the iron ore industry has overcapacity and is caught in a recessionary cycle, and cannot be completely improved in the short term, steel enterprises will continue to face operational difficulties and performance pressure, and the overall transformation is necessary and urgent.

Asset divestiture, as an important means of corporate contraction strategy, has a positive role in optimizing the industrial scale of the enterprise, perfecting the industrial structure, enhancing operational

efficiency and improving corporate governance. However, many listed enterprises have not achieved the expected results after implementing divestitures, but instead have fallen into financial difficulties and have been suspended from listing due to sustained losses. In view of the uncertainty of such results, an in-depth study of the changes in the performance of listed firms after the completion of divestitures is particularly important and has significant theoretical and practical value.

This paper analyzes the divestiture of nearly 9 billion assets of PGVT in 2016 as a case study. Firstly analyzes the motivation for its divestiture to occur in terms of both the external and internal environments. Then it utilizes the event study method and comparative study method to comprehensively analyze the performance of this divestiture from three aspects: market performance, financial performance and management performance. In terms of market performance, by calculating the cumulative excess return and abnormal return on purchase and holding, it is found that the short-term performance is mediocre, but the long-term effect is significant; in terms of financial performance, firstly, through the longitudinal comparison of PGVT, and secondly, through the horizontal comparison with the industry average and HBIS, it is found that PGVT's profitability, solvency, and other indexes are greatly improved after the divestment; in terms of management performance, we focused on the selection of relevant

indicators and made a comprehensive judgment to conclude that the divestment has substantially enhanced the value of PGVT. Finally, this paper makes a conclusion on the analysis of the case of PGVT's divestment in 2016, and hopes to give some inspiration to enterprises that will implement divestment: first, pay attention to and strengthen the disclosure of relevance information; second, objectively recognize and actively use the divestment; third, according to the goal of the divestment of the development of scientific divestment programs; fourth, focus on the resource integration after the divestment of the assets.

Key words:PGVT;Divestiture of assets;Long term performance

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容和方法	3
1.2.1 研究内容	3
1.2.2 研究方法	5
2 文献回顾和理论基础	6
2.1 文献回顾	6
2.1.1 资产剥离概念研究	6
2.1.2 资产剥离动因研究	7
2.1.3 资产剥离绩效研究	8
2.1.4 文献评述	10
2.2 理论基础	11
2.2.1 归核化理论	11
2.2.2 资源配置理论	11
2.2.3 融资理论	12
3 攀钢钒钛资产剥离案例介绍	13
3.1 攀钢钒钛基本情况	13
3.1.1 公司简介	13
3.1.2 股权结构	14
3.1.3 主营业务	15
3.1.4 财务状况	17
3.2 攀钢钒钛资产剥离背景	18
3.2.1 行业层面	18
3.2.2 公司层面	19

3.3 攀钢钒钛资产剥离概况	20
3.3.1 剥离方案	20
3.3.2 剥离过程	21
4 攀钢钒钛资产剥离动因分析	22
4.1 外部环境动因	22
4.1.1 铁矿石价格低	22
4.1.2 产能过剩严重	23
4.1.3 环保力度加大	23
4.2 内部环境动因	24
4.2.1 扭转亏损困境	24
4.2.2 战略转型需要	25
4.2.3 避免同业竞争	26
5 攀钢钒钛资产剥离绩效分析	28
5.1 市场绩效分析	28
5.1.1 短期市场绩效分析	28
5.1.2 长期市场绩效分析	32
5.2 财务绩效分析	34
5.2.1 偿债能力分析	35
5.2.2 盈利能力分析	40
5.2.3 营运能力分析	44
5.2.4 发展能力分析	49
5.3 管理绩效分析	53
5.3.1 创新能力提升	53
5.3.2 人才竞争优势	54
5.3.3 业务结构优化	56
5.3.4 社会责任履行	56
6 研究结论、启示与不足	58
6.1 研究结论	58

6.1.1 资产剥离是优化资源配置的有效手段之一	58
6.1.2 资产剥离能迅速提升企业短期业绩	58
6.2 研究启示	59
6.2.1 重视并加强相关性信息披露	59
6.2.2 客观认识并主动运用资产剥离	59
6.2.3 根据资产剥离目标制定科学的资产剥离方案	60
6.2.4 注重资产剥离后资源整合	61
6.3 不足之处	61
参考文献	63
后记	67

1 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

随着中国经济步入新阶段,铁矿石行业的发展条件与环境已经发生了重大的改变。首先,在宏观经济增速趋缓的背景下,铁矿石市场深陷产能过剩的漩涡,价格也在 2014 至 2015 年间经历了一场“悬崖式”的暴跌。这使得包含攀钢钒钛在内的诸多业内公司遭遇了史无前例的经营挑战,企业盈利逐年缩减,甚至连续出现亏损状况。其次,在资产结构上,一些铁矿石生产企业面临资债失衡的困境,运营陷入停滞或半停滞。鉴于其巨大的资产规模、众多的员工数量以及深远的社会影响力,资产清算和债务处理显得尤为棘手,一次性关闭存在较大难度,且退出途径不够顺畅。因此,它们依赖银行贷款勉强维持运作,逐渐变为僵尸企业,消耗了大量的社会资源,阻碍了整个行业的革新和升级。此外,铁矿石企业融资贵的问题依然突出。2015 年 11 月以来央行连续降准降息,但由于铁矿石及其下游的钢铁行业被明确认定为产能过剩的领域,因此大多数企业仍然面临着融资成本高、续贷难度大、授信规模缩减、利息上涨以及贷款被提前收回等显著问题,甚至已有少数企业因贷款限制和资金被抽回而不得不暂停生产。上述情况表明,铁矿石行业整体下滑的趋势在短期内难以扭转,铁矿石生产企业仍将面临一段时间的经营困局。

本文所选的案例研究对象——攀钢钒钛,是一家以钒钛钢铁为主业的大型企业,得益于其坐拥的丰富磁铁矿资源,地理优势尤为突出。然而,公司在 2014 至 2015 年间遭遇了严重的财务困境,累计亏损 60 亿元,面临被强制退市的潜在风险。为了有效抵御这一潜在危机,攀钢钒钛在 2016 年果断采取了大规模的资产重组策略,剥离了将近 90 亿元的资产,寻求未来的稳定与持续发展。

实施资产剥离能够很好地响应国家政策号召,将与核心业务无关、没有成长潜力或可能影响公司整体业务发展的部分剥离出去,降低成本的同时获取现金流,提高企业财务状况,有力支撑企业调整产业结构,高效利用资源,从而成功

推动企业实现转型。然而，由于我国的资本市场尚处于发展阶段，许多国内上市公司对资产剥离的深度认知仍有待提高。这一认识上的局限性使得众多企业将资产剥离视为困境中的被动选择，而非主动的战略调整手段。因此，一些公司采取资产剥离措施后，在短期内确实看到了经营业绩的积极改善，但这种改进往往短暂且无法持久地推动企业的长期战略转型。此外，从理论上讲，剥离资产本身不会带来负面影响，但若企业在未充分考虑行业趋势和自身发展规划的情况下，草率进行资产剥离，且后续缺乏明确的战略布局，这可能会对企业的常态运营产生消极作用，从而进一步制约公司未来的发展潜力。

在此形势下，对钢铁行业企业资产剥离实例进行深度剖析，对于促进整个钢铁产业持久健康发展具有不可忽视的意义。

1.1.2 研究意义

考虑到钢铁行业整体状况的低迷以及攀钢钒钛自身面临的严峻财务和经营困境，深入探究攀钢钒钛 2016 年的资产剥离案例，不仅能在理论上产生深远影响，更能为现实状况提供重要的指导意义。

(1) 理论意义

通过系统地阅读、整理并归纳国内外学者在资产剥离领域的现有研究成果，发现国内关于该领域的研究还不够充分和全面，对于资产剥离的实际效果并未形成普遍共识。值得注意的是，多数研究者倾向于运用实证方法来评估上市企业资产剥离后的经营业绩，针对具体案例的深度研究却相对匮乏，特别是针对钢铁行业的个案研究尤为稀少。鉴于此，本文选取攀钢钒钛 2016 年的资产剥离事件作为案例，对其资产剥离后的绩效展开详细剖析，旨在丰富资产剥离领域的研究成果，为企业的战略决策提供更具针对性的参考依据和实践借鉴。

(2) 现实意义

2018 年，中国 A 股市场出现了一股资产剥离的风潮。许多企业纷纷宣布将采取资产剥离策略，以甩掉那些与公司核心业务关联度不高、盈利能力较差、业绩下滑甚至亏损的资产。资产剥离因此成为上市公司战略调整的新焦点，其实施的频次也呈现出持续上升趋势。尽管资产剥离短期内可能显著提升企业的业绩表现，优化财务报告，但其是否能够在实质上提升企业的业绩，仍然存在一些疑问，

并需要进一步探讨。为此，本文通过分析攀钢钒钛资产剥离前后的绩效差异，评估资产剥离对企业绩效的真正影响，并从中提炼出可供其他上市公司参考的成功经验及可能存在的问题。这对于未来的资产剥离实践具有重要的现实意义。

1.2 研究内容和方法

1.2.1 研究内容

本文以 2016 年攀钢钒钛资产剥离案例为研究对象，进行了深入的分析。全文共分为六章：

第一章，绪论。首先阐述了研究背景，并在此基础上明确了研究的重要性；接着通过研究框架图，直观地展示了研究的核心内容；最后，详细说明了本文所采用的研究方法。

第二章，文献回顾和理论基础。全面梳理并深入分析了关于资产剥离概念、动因以及其对市场绩效和财务绩效影响的现有文献，并以归核化理论、资源配置理论和融资理论作为本文的研究基础。

第三章，资产剥离案例介绍。首先介绍攀钢钒钛的基本情况，包括公司简介、股权结构、主营业务和财务状况；其次从行业和公司两个角度阐述攀钢钒钛资产剥离的背景；最后对攀钢钒钛资产剥离进行充分的案例回顾。

第四章，资产剥离动因分析。根据攀钢钒钛过去表现以及对攀钢钒钛 2016 年资产剥离交易过程的分析，从外部环境和内部环境两个方面分析其资产剥离的动因。

第五章，资产剥离绩效分析。利用事件研究法和比较研究法，从市场绩效、财务绩效和管理绩效三个方面，对攀钢钒钛 2016 年资产剥离绩效进行系统分析。

第六章，研究结论、启示与不足。概括性总结前文的分析结果；并针对本次资产剥离中值得借鉴的经验，进行深入思考，从而提炼出一些宝贵的建议启示；最后回顾研究过程，总结本文的不足之处。

本文的研究框架图见图 1.1:

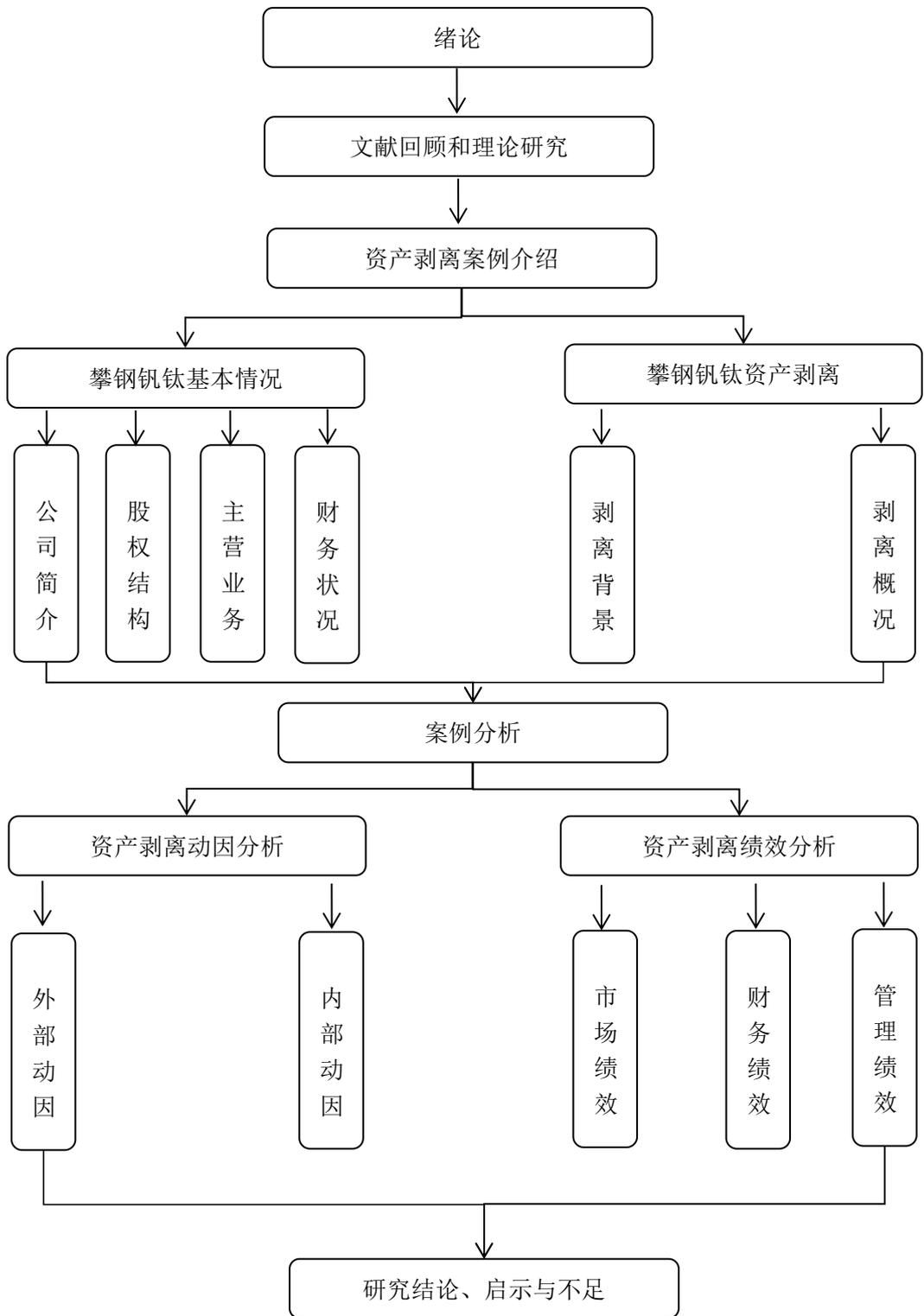


图 1.1 研究框架图

1.2.2 研究方法

本文主要采用了如下三种研究方法：

(1) 文献研究法：为了解有关资产剥离的基础理论及相关的国内外前沿学术现状，本文通过知网、维普等数据库，大量阅读资产剥离概念、动因和绩效等方面的国内外文献，并进行梳理总结，为展开论文写作奠定理论基础，为深入分析论文寻求理论支撑。

(2) 案例研究法：案例研究法选取企业中实际发生的具体事件作为研究对象，结合先前学术理论，对选定事件展开深入细致的分析与探讨，旨在从中提炼出有价值的见解和结论。本文以攀钢钒钛为研究主体，选取其 2016 年资产剥离事件作为典型案例，详细探讨攀钢钒钛进行资产剥离的背景、实施过程以及驱动因素等各个方面。并结合市场反应和财务指标变化情况等，研究资产剥离对攀钢钒钛综合绩效的影响，最后以期将研究结论扩展至整个行业中，为其他想要进行资产剥离的企业提供参考。

(3) 比较研究法：比较研究法是评价企业某项经济活动取得绩效的常用方法之一，它是指借助图表等清晰易懂的形式，将某项经济活动发生前后企业相关指标数据或非量化情况直观地呈现出来，从纵向内部比较或横向对外比较的角度分析企业的变化情况，从而对该项经济活动对企业的影响作出更加客观公正的判断结论。本文既横向对比了攀钢钒钛与同行业代表性企业以及行业均值的各项财务指标，又纵向剖析了其在资产剥离前后的财务指标变化态势，以期对攀钢钒钛资产剥离事件的分析和论证更加充分合理。

2 文献回顾和理论基础

2.1 文献回顾

资产剥离的起源可回溯至 20 世纪 70 年代。在海外市场的第三次大规模并购热潮之后，企业逐渐意识到盲目的企业兼并并不能确保企业价值的增长，于是逐步提升对资产剥离策略的关注和重视程度，并不再单纯将其视为应对经营困境的权宜之计，而是视其为战略性的企业调整手段。随着资产剥离实践的不断增多，国内外的学者也开始从多角度对此展开深入研究，尤其是围绕资产剥离的定义、动机及绩效这三个核心方面。本文将对这些研究成果进行系统性的归纳梳理。

2.1.1 资产剥离概念研究

国内外学者在界定资产剥离概念时存在一定的差异，这主要是由于国内外相关研究的发展程度和关注焦点不尽相同所致。

目前，国外学者们对资产剥离概念有这样的理解。Gilmour（1973）将资产剥离定义为企业作为出售方转移所控资产以换取另一方财务资源或其他等价物的过程。Weston JF et al（1998）将剥离行为说的更加具体，企业通过现金、有价证券或结合方式，将部分资产如经营产品、公司机构、房屋等固定资产售给第三方。资产剥离作为一种有效的资源配置策略，其内涵不仅限于单纯的资产出售行为，还延展至企业重组的不同层面，诸如分割业务、子公司独立上市等多元化形式（Kaiser, 1995; Brauer, 2006）。Rosenfeld（1984）表示资产剥离是企业为了优化自身生产组合方式，将其生产线、业务部门或子公司等从整体中剥离。

在我国经济发展初期，资产剥离被视作一种资产出售行为。当企业陷入财务困境时，为了获取利润收入并为企业带来新的发展动力，常常会考虑出售其自身资产和业务，以此来化解财务危机（陈玉罡、王苏生，2007；和丽芬、朱学义、杨士勇，2013）。刘淑莲和谷棋（1998）视资产剥离为企业在适应自身发展战略需求时，有计划地将不再符合经营需要、处于闲置状态或者已经达成预定发展目标的部分资产从整体结构中分离出来的战略举措。干春晖（1997）认为企业通过向其他市场主体转让其掌控的固定资产、债权、生产线、部门或子公司等资产，

以换取现金或现金等价物作为报酬的行为，即为资产剥离。

2.1.2 资产剥离动因研究

资产剥离作为一种重要的企业战略调整手段，能够在一定程度上协助企业优化产业链、强化核心业务，进而提升其核心竞争力。

国外诸多学者在深入研究了众多资产剥离案例背后的动机后指出，当企业遭遇严重财务困境、持有盈利能力差的资产，亦或是出于解决企业规模过度膨胀等问题的需要时，资产剥离往往成为它们采取的策略之一。Haynes, Thompson 和 Wright（2003）在研究中强调，资产剥离是企业为了追求更优产业结构而采取的战略调整手段。他们指出，企业的负债水平、其所涉产品的市场特点以及整个公司的治理体系等因素，与企业作出资产剥离决策之间存在着紧密且显著的关系。还有学者提出，新上任的管理者可能会影响企业是否实施资产剥离的决策。Dennis(1995)指出由于企业管理层的变动会影响企业的战略方向，因此，新任管理者可能会选择资产剥离作为改善公司业绩和调整企业战略的一种手段。另外，也有学者指出在国家法制体系渐趋健全的背景下，资产剥离的实践在很大程度上受到了国家推行的经济政策制度以及企业所面临的宏观经济环境的深刻影响（Ketkar, 2012）。

实际上，我国企业选择进行资产剥离的背后，蕴含着多元复杂的原因。第一个原因是企业对自身成长策略的主动调整，这可能包括重塑业务战略、优化财务结构或是实现借壳上市等目标。显而易见，企业在财务状态稳健时，通常不会选择资产剥离；而在遭遇财务困境时，资产剥离常常被视作一种策略性应对手段。张昊、王微（2013）认为，企业的多元化策略可能引入多重的不确定性，某些业务可能表现欠佳，甚至可能导致企业的总体绩效下滑。为抵消这些负面影响，企业有时会选择实施资产剥离策略，将不再符合自身长远发展诉求的业务单元或资产予以剥离处理，以此强化核心业务，确保企业的长期稳定和可持续增长路径。周晶（2014）提出，当企业面临显著的经营亏损或负债比率过高的困境时，适时采取收缩型的资产重组，例如剥离非核心业务、亏损业务或闲置资产，不失为一种有效的策略。这一举措不仅能通过出售资产带来资金注入，以满足企业的运营需求并优化财务结构，同时，资产剥离还能开辟新的融资途径，为企业提供额外

的筹资选择。第二个原因是在某些特殊情况下，企业可能会选择资产剥离，这些情况包括但不限于规避管制、合理避税以及推动反向并购等（莫迁，2008）。牛滕（2015）指出有研究深入剖析了 2011 至 2013 年间那些上市公司出于盈余管理意图而进行的资产剥离事件。该研究关注的核心问题是资产剥离行为是否与盈余管理策略相关，以及公司所有者的身份和持股比例如何影响这一决策。结果表明，上市公司倾向于利用资产剥离作为盈余管理的一种手段，尤其是在回报率较低或面临配股需求的情况下，资产剥离背后的主要动机很可能是为了盈余管理。曾金山（2009）观察到，自 90 年代后期起，企业的运营显著地受到经济环境的制约。随着中国改革开放的步伐加快，遭遇财务困境的公司数量呈上升趋势。在此背景下，上市公司出于避免退市风险、保住配股权益以及满足业绩标准的需求，在相关政策的引导下，积极采取了资产剥离的策略。

2.1.3 资产剥离绩效研究

关于企业实施资产剥离是否能够带来正面效果、是否有助于企业创造更多价值，以及如何具体操作才能最大化地提升企业价值，学者们存在不同的见解。

（1）资产剥离的市场绩效

国外学者的研究揭示，资产剥离活动对不同企业市场表现造成的影响存在个体差异性。一些学者的观点认为，在资产剥离公告发布之后，相关的上市公司往往能够取得超越一般水平的投资回报，市场反应积极；还有学者认为，资产剥离是否能为企业赢得积极的市场回报取决于一系列特定情境和条件，并非所有企业执行资产剥离策略都能取得理想的市场表现。如 Arindam Bandyopadhyay（2016）的研究聚焦于超过 800 家曾经进行过资产剥离活动的英国上市公司群体，针对这些公司资产剥离公告发布后的市场反应进行了详尽分析。研究表明，在资产剥离公告发布后的紧接着的三个交易日窗口内，此类事件通常为发布公告的企业创造出大约 0.5% 的超额累积回报率。Paula Santis（2016）在一项研究中采用了对比分析法，对英国七十多家已实行资产剥离的上市公司进行了细致研究，分别利用市场调整的模型和未做市场调整的模型来探索这些企业在资产剥离公告阶段的股市反应。结果显示，在这两种理论模型下，所有经受资产剥离过程的公司发布公告当天无一例外地显现出了显著的超额收益特征。

国内研究者探讨资产剥离市场效应时，主要归纳为两个核心层面。首先，采用事件研究法作为研究手段，突出强调市场绩效是评估资产剥离对企业整体效益变迁影响的核心视角之一。如曹李蓉（2016）认为，由于资产剥离而产生的绩效波动可以从以下两个方面分析：一是采取市场调研的方式，即评估资产剥离对股票价格有哪些实质性影响；二是从财务数据的深层次角度，探究资产剥离行为与企业各项财务指标之间的内在联系，这些关键财务指标恰恰能揭示出公司的实际运营表现。在发展较为完善的资本市场环境中，事件研究法作为一种重要的分析手段，可被用来系统考察资产剥离行为前后股票市场价格的动态变化，并借此精准衡量此类事件对企业市场绩效的具体影响。其次，在研究结果层面，资产剥离对企业市场绩效的作用方向因学者们选取的研究对象不同而有所差异。一些学者指出，资产剥离对企业的短期市场绩效具有积极的影响。如严复海（2010）对一大批已采取资产剥离策略的上市公司进行了系统研究，结果显示，在这些公司公布资产剥离决定之后的五个交易日内，相当一部分企业能够获得显著的正向异常收益，累积超额收益率在期间内呈现增长态势，且总体超越了资产剥离行动前的状态。这揭示了大多数公司在短期内通过这种资产重组行为能够提升市场表现，但是股票价格的变动并未表现出高度的显著性。阎晓春（2013）研究发现，在从公告前 20 天到公告后 20 天的时间区间内，企业体现出的累计平均异常收益率整体上表现为下降态势。但值得注意的是，超过半数的公司在资产剥离公告发布前一天至公告后八天的区间内，累积平均异常回报率却出现了正向增长，这意味着上市公司的资产剥离活动或许能带来某种程度的经济效益。

（2）资产剥离的财务绩效

因为学者们在选取研究指标和样本时存在差异，所以国外学者在探究资产剥离对财务绩效的影响时得出了不同的结论。有些学者认为，资产剥离对财务绩效的影响相对较小。如 Haynes 和 Thompson 等（2003）采用实际资产收益率作为评估企业资产剥离后财务绩效的指标，然而，研究结果显示，资产剥离举措并未对企业实际资产收益率产生显著的提升作用。也有研究者认为，资产剥离操作能够对企业的财务表现产生正面的促进作用。如 Pascal Nguyen（2013）在评估财务绩效时，采用两种比较方法：一是将进行过资产剥离的公司与同一行业的其他公司进行财务指标的横向比较；二是研究资产剥离前后企业自身的财务绩效变

化。通过这两方面的比较揭示出以下趋势：在横向比较中，经历资产剥离的公司在财务表现上通常超越未进行此类操作的公司；在纵向分析中，企业剥离不良资产后，往往能显著提升其经营业绩，而这种改善的效果并不强烈依赖于资产剥离的具体类型。

国内学术研究揭示，资产剥离对企业财务绩效的影响因素多样且其结果各异。一些学者通过深度研究后指出，长远看来，资产剥离策略对企业的财务表现产生了显著的积极影响。如涂佩轩（2014）以 2014 年度我国大量采取了资产剥离措施的上市企业为研究样本，运用主成分分析等严谨的研究方法，深入探究了资产剥离对企业长期业绩的深远影响。研究表明，资产剥离后，企业能够有效地重整资源，从长远看，这对公司的财务健康状况产生积极影响，有助于公司专注于核心业务，并进一步增强其盈利潜力。另有学者认为资产剥离能否对企业财务绩效产生正面影响与某些条件有关。郭伟、郭泽光（2020）采用实证分析方法，对 2008 至 2017 年间在 A 股市场进行过资产剥离的上市公司进行了系统分析，深入探讨了资产剥离对企业财务表现的影响及其内在机制。研究表明，资产剥离策略能否切实提振企业的财务表现，很大程度上依赖于企业在剥离资产之前的业绩基础。对于那些业绩表现优异的企业而言，资产剥离更有可能带来正面的效果，有助于企业进一步聚焦核心业务，提升管理效率，从而实现更高的经济效益。

2.1.4 文献评述

在归纳和整理国内外关于资产剥离概念、动因及其绩效的研究后，可以明显观察到国外在这一领域的研究起步相对较早，且国内外专家普遍选择动因和绩效影响作为研究探讨的核心。动因分析主要聚焦于企业核心业务的重塑和应对经济困境，以提升财务表现和减轻债务压力。绩效评估则侧重于财务和市场两个维度，财务绩效通过详尽解析各种财务指标得以准确把握，而市场绩效则借助于事件研究法和因子分析法进行深层次探究。而剥离资产后的效果因研究样本和指标的选择差异而不同，既有短期市场效益的明显改善，也有长期财务收益的显著提升，但也存在个别案例因企业内部运营状况等因素，未能充分显现剥离的积极效果。另外，实证研究方法在资产剥离研究领域占据主导地位，而关于实际执行资产剥离策略的企业案例研究却并不多见。因此，本文的目标是以现有理论和案例研究

为支撑，选取 2016 年攀钢钒钛资产剥离的实例进行深入分析，结合钢铁行业的发展趋势和攀钢钒钛进行资产剥离的具体动因，详细探讨资产剥离对企业绩效的潜在影响。通过本研究，期望能为国内钢铁行业在面临类似决策时提供更多的实际案例参考和借鉴。

2.2 理论基础

2.2.1 归核化理论

企业在寻求发展路径时，往往会探索多元化的道路，然而，过度的多元化可能会导致企业运营中的失衡，削弱内部协同作用，反而制约了企业的长远发展。因此，优化资源配置、实施归核化策略显得尤为重要。“归核化”这一理念最初是由美国战略管理专家马凯兹于 1990 年代初率先提出的，其根本思想旨在指导原本涉足多元领域的公司重新聚焦于那些更具竞争力的核心业务板块。这一策略并不等于彻底摒弃多元化或专业化经营，而是强调在确保业务之间内在关联的同时，更加着力于强化主营业务的培育与发展，并辅以适当的多元化布局。学术界将归核化战略归纳为两类路径：一是紧缩型归核，这种模式主要通过出让非核心业务、精简资产规模和重构产业结构等方式，旨在减少企业的多元化程度；另一种则是扩张型归核，该策略倾向于通过并购整合等方式，不断加大对核心业务的投入和扩张，从而巩固和强化企业的核心竞争优势。实施归核化战略能够增进企业内部各项业务间的协同效应，并助力优势业务的进一步规模化发展，并最终实现提高企业经营效率和整体绩效的目标。

对于本文的攀钢钒钛而言，剥离非战略核心资产是其归核化进程的关键步骤，通过将公司的资源和业务聚焦于战略核心部分，以提升资本效率并增强市场竞争力。

2.2.2 资源配置理论

资源作为社会经济进步的基石，涵盖了人力、物质和财力的总体。资源的稀有性使得企业必须巧妙地管理并分配这些资源，确保在有限的条件下，最小化资源消耗，产出最具市场价值的产品和服务，以期达到最优的经济效益，进而推动

企业的全面发展。当企业拥有某些盈利能力不足、运营不善或与长期规划不匹配的资产时，这些资产往往会过度消耗企业资源，却无法为企业带来相应的回报，甚至可能对企业的整体业绩产生负面影响。为了优化资源配置、提高经营效率和增强竞争优势，企业会选择剥离这些非核心的战略资产，将资源更加集中地投入到核心业务领域。通过资产剥离，企业不仅能够实现资源的高效利用，还能为自身创造大量的资金。这些资金能够投入到更具市场前景的业务领域中，进而助推企业增强市场竞争力，并提高其抵御财务风险的韧性。

以本文的攀钢钒钛为例，通过及时处理低效、亏损及不符合未来战略的业务，优化资产配置，提高公司的资源配置效率，有力地执行其归核化战略转型，显著增强公司的运营效率和核心业务的行业竞争力。

2.2.3 融资理论

融资理论提倡公司应依据当前的经济状况，全面评估其融资策略，这涉及对融资难度、效率和资金成本的均衡考虑。在扩展业务、减轻财务负担或调整资本结构等需求下，企业需采取合适的资金募集途径。确保及时解决资金缺口，以防止运营中断，避免错失市场机会至关重要。多种融资途径如银行贷款、股票发行和证券增发等可供选择，但它们通常伴随着高昂的融资成本和冗长的审批流程，可能无法快速应对资金需求。对于亟需资金改善运营的企业来说，资产剥离是一种有效的策略。它能迅速剔除不良资产，同时为公司提供大量资金，以改善财务表现。尽管资产剥离成本相对较低且能快速实现融资，但大多数管理层会从最大化企业利润的角度出发，只在公司遭遇严重财务困扰时才考虑此手段。

本文的攀钢钒钛在深入分析其业务运营情况，结合未来战略规划和当前财务状况后，决定通过资产剥离来融资。这一决策显著减轻了公司的财务压力，同时也为公司的核心业务发展提供了必要的现金流支持。

3 攀钢钒钛资产剥离案例介绍

本文以 2016 年攀钢钒钛成功剥离铁矿石及海绵钛资产为例，详细剖析其剥离过程、剥离动因及绩效影响，为相关企业提供有价值的参考。之所以将这家企业确定为研究对象的原因有以下四点：

首先，攀钢钒钛在 2016 年实施的资产剥离与大多数资产剥离案例情况是相近的，其选择剥离那些盈利能力弱、难以支撑未来发展战略的资产，并转手给母公司等关联方；其次，本文选择发生在 2016 年的资产剥离案例，目的是获取更长时间段的企业数据，以增强数据的丰富性和结论的可信度；再者，本文集中研究在实施资产剥离后未发生其他重大事件的攀钢钒钛，这样做有助于消除其他可能的干扰因素，从而更准确地评估资产剥离的实际影响；最后，考虑到攀钢钒钛在钢铁行业内的知名地位以及其 2016 年的资产剥离事件引发了市场投资者的广泛关注和重视，因此将其作为本研究的典型案例具有重要的理论和实践意义。

3.1 攀钢钒钛基本情况

3.1.1 公司简介

攀钢集团钒钛资源股份有限公司于 1993 年 3 月 27 日正式成立，并在 1996 年 11 月 15 日成功在深圳证券交易所上市，简称“攀钢钒钛”，股票代码为 000629。其总部位于“钒钛之都”，即四川省攀枝花市。作为国务院国资委认定的世界一流专业领军示范企业，攀钢钒钛在攀西战略资源创新开发试验区这一国家级试验区内占据核心地位。攀钢钒钛秉持科技创新理念，开辟了一条独特的多金属共生钒钛磁铁矿资源综合利用路径。在此过程中，攀钢钒钛积累了包括钒氮合金生产技术在内的一系列自有知识产权专有技术。

攀钢钒钛的钒钛产品组合十分多元化，涵盖了五氧化二钒、钒氮合金、钒电解液等各类钒制品，以及钛白粉、钛渣等钛系列商品。该公司具备每年经营 175 万吨钛精矿，生产 4.42 万吨钒制品、30 万吨钛白粉和 24 万吨钛渣的综合生产能力。作为全球主要的钒制品供应商和中国领先的钛原料供应商，攀钢钒钛同时

还是中国钛渣以及硫酸法、氯化法钛白粉生产的核心企业。其产品广泛应用于钢铁、电子、有色金属、涂料油墨等多个行业，并远销海内外市场。

攀钢钒钛正紧紧抓住国家供给侧结构性改革和攀西战略资源创新开发的战略机遇，以“建设国内一流、国际知名的钒钛新材料上市公司”为己任，让攀钢钒钛产品惠及千家万户。

3.1.2 股权结构

截止至 2022 年 12 月 31 日，攀钢钒钛持股前五名的股东性质都是国有法人，分别是攀钢集团有限公司、鞍山钢铁集团有限公司、攀钢集团四川长城特殊钢有限责任公司、营口港务集团有限公司和攀钢集团成都钢铁有限责任公司，其持股比例如表 3.1 所示；控制股东是攀钢集团有限公司，最终持股比例达到 40.84%，持股 2,533,068,341 股；实际控制人是鞍钢集团有限公司，最终持股比例 51.64%，如图 3.1 所示，清晰地展示了攀钢钒钛与其实际控制人之间的产权关系以及控制结构。

表 3.1 截至 2022 年的攀钢钒钛股权结构表

股东性质	股东名称	持股比例
国有法人	攀钢集团有限公司	29.45%
国有法人	鞍山钢铁集团有限公司	10.80%
国有法人	攀钢集团四川长城特殊钢有限责任公司	6.53%
国有法人	营口港务集团有限公司	5.99%
国有法人	攀钢集团成都钢铁有限责任公司	5.84%

数据来源：根据攀钢钒钛年报整理

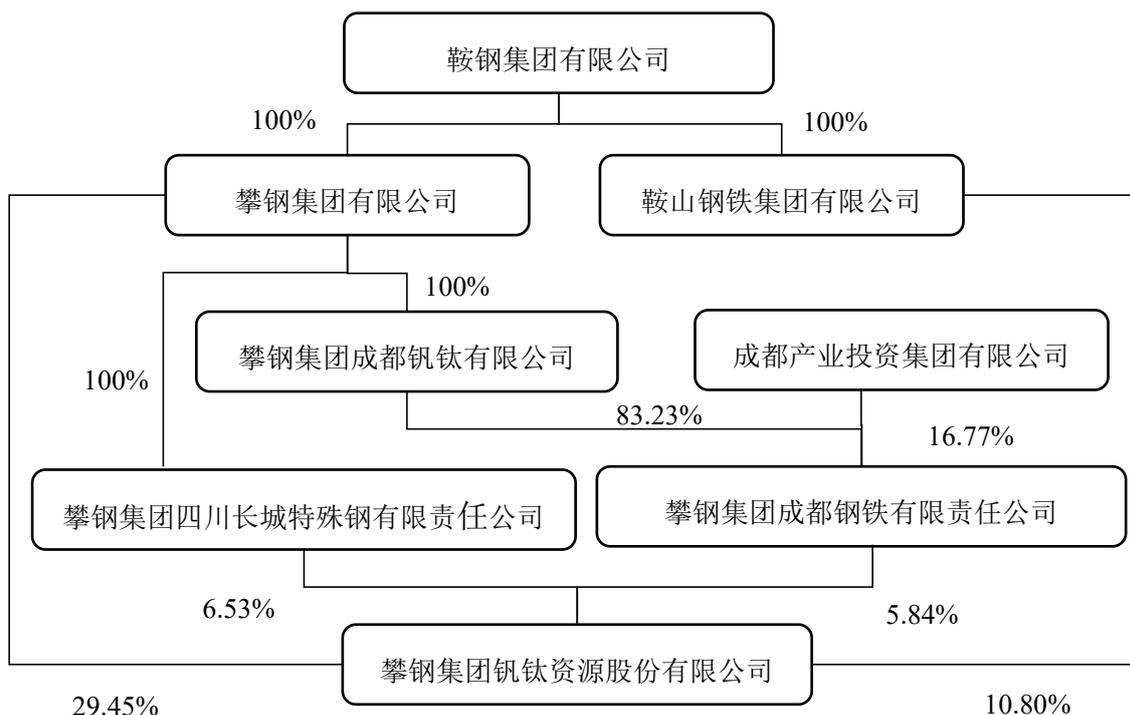


图 3.1 产权及控制关系

3.1.3 主营业务

2016 年资产剥离前，攀钢钒钛的主要业务范围包括铁矿石的开采与精选、钛精矿的深度提纯处理、钒钛制品的制造与销售，以及钒钛衍生品的研发与应用等。其主打产品涉及铁精矿、钛精矿、一系列的钒制品（如五氧化二钒、中钒铁）以及钛制品（包括钛白粉和海绵钛）。2016 年，攀钢钒钛实施了一项意义深远的资产重组行动，顺利将旗下的铁矿石采选业务、钛精矿深加工业务及海绵钛项目的相关资产剥离，并逐一转让给了攀钢集团和关联企业鞍钢矿业。这次战略重心的转移使得公司得以更加专注于核心的钒钛制品制造与市场营销、钒钛系列新品的研发创新及其市场化拓展工作，而原先的铁精矿、钛精矿及海绵钛产品已不再是公司主营业务的核心组成部分。攀钢钒钛 2015-2017 年主营业务收入构成情况见表 3.2。

表 3.2 攀钢钒钛 2015-2017 年主营业务收入构成情况 单位：亿元

分行业	2015		2016		2017	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
钢材及钢材制品	0.36	0.31%	0.75	0.71%	1.12	1.19%
钒制品	21.04	18.43%	14.91	14.05%	33.38	35.37%
钛产品	14.35	12.57%	15.60	14.71%	34.24	36.29%
矿石及铁精矿	49.91	43.71%	46.99	44.29%	-	-
其他	9.41	8.24%	9.05	8.52%	5.75	6.09%
电力	19.79	17.33%	19.16	18.06%	19.87	21.06%

数据来源：根据攀钢钒钛年报整理

2022 年，攀钢钒钛的产品市场地位如下：

(1) 钒产品

历经多年的进步，攀钢钒钛的钒产业已发展壮大，现可每年生产 4.3 万吨的钒制品。产品线涵盖了从五氧化二钒到三氧化二钒，从中钒铁至高钒铁，还包括钒氮合金、钒铝合金、高纯氧化钒以及钒电解液等一系列钒产品。这些产品的品质卓越，使攀钢钒钛成为全球钒制品制造行业的领头羊。特别是在钢铁行业中应用的钒铁合金和钒氮合金，其销售量在国内长期占据领先地位，钒铁合金和钒氮合金分别在 2021 年和 2022 年入选工信部单项冠军产品；钒铁合金、钒铝合金 2020 年入选四川省名优产品；其他非钢领域所应用的产品，例如钒酸盐等，正逐渐进入规模化生产的新阶段。攀钢钒钛的钒产品在国内外市场上广受欢迎，赢得了卓越的市场口碑。

(2) 钛白产品

攀钢钒钛拥有出色的生产能力，每年能够产出 22 万吨硫酸法钛白粉以及 1.5 万吨氯化法钛白粉，所生产的钛白粉在国内市场上享有盛誉，且有一条在建 6 万吨/年氯化法钛白粉生产线。硫酸法钛白粉形成了通用与专用相结合的产品体系；氯化法钛白粉已掌握了基于攀西钛资源特点制备高品质钛白的工艺及装备技术，高炉渣提钛已取得重大技术进步。

(3) 钛渣及钛精矿

根据中国铁合金在线网站数据统计，2022年国内钛渣产量约78万吨。目前国内有60多家钛渣生产企业，产能约200万吨/年，主要集中在四川、云南、辽宁和内蒙古等地，产能集中度较低，10万吨以上规模企业仅有钒钛股份和龙佰集团。根据中国铁合金在线网站数据统计，2022年国内钛精矿总产量664万吨，其中攀西地区2022年产量约471万吨。报告期内，公司钛精矿经营量超过150万吨（含自用），居国内前列。公司钛渣产品质量稳定，钛精矿具有重金属和硫磷含量低、品质稳定等优势，深受钛白粉用户青睐。

3.1.4 财务状况

攀钢钒钛进行资产剥离的主要原因是其在2016年实施资产剥离前的财务状况十分严峻，故本文对其2013-2022年的财务状况进行介绍，具体内容参照表3.3。

表 3.3 攀钢钒钛 2013-2022 年财务状况表

单位：亿元

年份	营业收入	净利润	扣除非经常性损益的净利润
2013	156.02	5.49	5.46
2014	167.79	-37.75	-30.99
2015	114.17	-22.07	-20.79
2016	106.10	-59.88	-15.42
2017	94.36	8.63	7.62
2018	151.61	30.90	30.59
2019	131.59	14.19	14.05
2020	105.39	3.81	2.14
2021	140.60	13.28	10.01
2022	150.88	13.44	12.97

数据来源：根据攀钢钒钛年报整理

从表 3.3 中的数据可以看出, 2013 年攀钢钒钛扣除非经常性损益的净利润为 5.46 亿元, 与上年相比, 基本保持平稳, 主要是因为攀钢钒钛采取超常规措施积极应对市场变化, 扩大效益产品产量, 深入开展对标挖潜降本增效工作, 取得了积极成效。然而, 受国际铁矿石价格大幅下跌影响, 2014-2015 年攀钢钒钛连续两年扣除非经常性损益的净利润为负, 企业效益恶化, 攀钢钒钛的股票因此被特别处理。攀钢钒钛 2014 年出现较大亏损的主要原因一方面是其持有的卡拉拉资产在 2014 年末出现减值, 另一方面是其国内矿业子公司经营业绩出现下降。面对盈利挑战和退市风险, 攀钢钒钛在 2016 年采取战略调整, 毅然剥离业绩表现欠佳的铁矿石等业务板块, 换取了充裕的现金流入。这一举措不仅成功地将公司从亏损的边缘拉回, 保住上市资格, 还推动企业向更具潜力的钒钛产业转型。到 2018 年, 攀钢钒钛实现 30.59 亿元的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润, 相比上一年度增长了 301.74%。净利润显著提升主要得益于报告期内钒钛产品的市场价格上涨, 进而带来利润的大幅提升。然而新冠疫情全球性爆发, 对包括中国在内的世界经济均造成了负面冲击, 对钒产品供需改善也造成了一定的负面影响, 导致攀钢钒钛 2020 年扣除非经常性损益的净利润仅仅为 2.14 亿元。

3.2 攀钢钒钛资产剥离背景

3.2.1 行业层面

随着中国经济步入新阶段, 铁矿石行业的发展条件与环境已经发生了重大的改变。在宏观经济增速趋缓的背景下, 铁矿石市场深陷产能过剩的漩涡, 价格也在 2014 至 2015 年间经历了一场“悬崖式”的暴跌。这使得包含攀钢钒钛在内的诸多业内公司遭遇了史无前例的经营挑战, 企业盈利逐年缩减, 甚至连续出现亏损状况。据《中国统计年鉴》数据显示, 2008 年至 2015 年间, 我国钢铁行业的利润率分别是 3.26%、2.21%、2.93%、2.40%、0.04%、0.13%、0.90%和 0.04%, 远低于同期工业平均利润率 5.40%至 8.72%。在资产结构上, 一些铁矿石生产企业面临资债失衡的困境, 运营陷入停滞或半停滞。鉴于其巨大的资产规模、众多的员工数量以及深远的社会影响力, 资产清算和债务处理显得尤为棘手, 一次性

关闭存在较大难度，且退出途径不够顺畅。因此，它们依赖银行贷款勉强维持运作，逐渐变为僵尸企业，消耗了大量的社会资源，阻碍了整个行业的革新和升级。

铁矿石企业融资贵的问题依然突出。2015年11月以来央行连续降准降息，但由于铁矿石及其下游的钢铁行业被明确认定为产能过剩的领域，因此大多数企业仍然面临着融资成本高、续贷难度大、授信规模缩减、利息上涨以及贷款被提前收回等显著问题，甚至已有少数企业因贷款限制和资金被抽回而不得不暂停生产。

上述情况表明，铁矿石行业整体下滑的趋势在短期内难以扭转，铁矿石生产企业仍将面临一段时间的经营困局。为了积极响应并落实国家推进的供给侧结构性改革以及“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的政策措施，扭转自身持续亏损的经营困境，攀钢钒钛拟进行一项重大的资产重组，旨在通过剥离非核心的铁矿石等业务资产，进一步聚焦并塑造其独特的钒钛特色上市公司形象。

3.2.2 公司层面

受国际经济形势下行以及中国经济结构转型的影响，钢铁及铁矿石需求疲弱，主要价格指数呈下行态势，攀钢钒钛铁矿石主业亏损严重。根据攀钢钒钛公布的年报显示，2014年和2015年的营业收入为167.79亿元和114.17亿元，但其净利润却都是负值，分别为-37.75亿元和-22.07亿元。由于攀钢钒钛的亏损，自2016年5月3日起，攀钢钒钛再次被归类为存在退市风险的公司之一。考虑到铁矿石行业产能过剩，陷入不景气周期，且短期内无法彻底改善，预计攀钢钒钛将持续面临经营困局和业绩压力，攀钢钒钛整体转型具有必要性和迫切性。同时，攀钢钒与关联企业还存在着激烈的同业竞争，比如在2011年进行的一项重要资产结构调整中，攀钢钒钛采取了将自身原有的钢铁产业相关资产与鞍山钢铁的铁矿石业务相关资产进行大规模置换的战略行动，从而导致攀钢钒钛在铁矿石采选和钒产品业务领域与鞍钢集团旗下企业的类似业务产生了直接的同业竞争，不利于企业的长远发展。

此外，鞍钢集团在其长期战略规划中着重强调了发展独特的钒钛产业。其中，利用上市公司这一平台，整合并推进钒钛业务的发展，是其重要任务之一。具体策略上，鞍钢集团计划依托上市公司的资源整合能力，深化钒产品的研发创新，

拓宽其在各行业的应用范围，优化产品线布局，提高市场份额，降低成本，进一步提升钒产业的盈利潜力，在规模、质量、技术和效益等方面均达到国际先进水平；充分利用其资源优势，提高钛资源的利用效率，并强化科技研发工作，通过以钛白粉高端产品为主要发展方向，来培育和进一步提升公司的核心竞争力，逐步确立国内中高端市场的领先优势。

3.3 攀钢钒钛资产剥离概况

3.3.1 剥离方案

依据 2016 年 9 月攀钢钒钛公开的《重大资产出售暨关联交易报告书》，该交易涉及卖方将特定资产出让给买方，买方则通过承担部分卖方债务和支付现金作为支付手段。攀钢钒钛被剥离资产交易情况如表 3.4 所示。由表可见，此次交易的买方为攀钢集团和鞍钢矿业。值得注意的是，在此次交易中的一方攀钢集团不仅是攀钢钒钛的主要控股股东，还是其实际控制人鞍钢集团旗下的子公司；而另一方鞍钢矿业也同样隶属于鞍钢集团。因此，本次交易所涉交易双方存在关联关系，可认定为关联交易。

表 3.4 攀钢钒钛资产剥离交易情况表

单位：亿元

标的资产	账面净资产值	评估增值情况	交易对方
海绵钛项目	42.57	-19.94	攀钢集团
攀港公司 70%股权	-0.15	0.36	攀钢集团
攀钢矿业 100%股权	28.37	-5.22	攀钢集团
鞍钢香港 100%股权	5.02	3.90	鞍钢矿业
鞍澳公司 100%股权	7.32	-7.14	鞍钢矿业
鞍千矿业 100%股权	45.48	-3.33	鞍钢矿业

数据来源：根据攀钢钒钛公告整理

由表 3.4 可知，剥离资产在以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日时，合并报表归属于母公司的净资产账面价值和评估价值分别为 128.61 亿元和 89.42 亿元，发生减值 39.19 亿元，减损比例高达 30.47%。

3.3.2 剥离过程

2016 年 5 月 26 日，攀钢钒钛启动资产剥离方案，历经四个月的进程，于同年 9 月 14 日顺利完成。在此次剥离过程中，共计处置了约 90 亿元的不良资产，这些资产分别被转让给攀钢集团和鞍钢矿业。攀钢钒钛的核心业务在剥离后转型为钒钛制品的生产和精加工，以及对钒钛衍生产品的研发和应用。

在 2016 年 10 月 14 日，攀钢钒钛与攀钢集团钛业有限责任公司、攀钢集团有限公司以及鞍钢集团矿业有限公司共同签署了《资产交割协议》。协议规定，交易的资产评估基准日被设定为 2016 年 3 月 31 日，而交割基准日定于 2016 年 9 月 30 日，最终的交割日确定在 2016 年 10 月 14 日。协议签订之日起，各方立即启动了交割审计工作。直到 2016 年 12 月 16 日，攀钢矿业的全部股权、攀港公司 70% 的股权已顺利转移到攀钢集团的名下，完成了相应的变更登记；同时，鞍千矿业、鞍澳公司和鞍钢香港的 100% 股权也已完成变更登记，正式归入鞍钢矿业名下。至于海绵钛项目，其在交割日就已完成实质性的交接，资产所有权自那天起归属攀钢集团。在这次交易里，涉及的各方已完成资产交接和负债转让，审计部门已提供了相应的审计报告。基于双方签订的《重大资产出售协议》及其补充协议，并经过公司第七届董事会第九次会议的决议，买方付给卖方的总金额为 77.40 亿元。其中，攀钢集团通过承继攀钢钒钛的部分金融机构债务，支付 67.42 亿元；剩余的 9.98 亿元则用于抵消攀钢集团对攀钢钒钛同等数额的应收账款。

截至 2016 年 12 月 29 日，攀钢钒钛与攀钢集团，连同相关金融机构债权人，已经正式签订了债务转移合同，并且该协议已依法生效。在此过程中，涉及的债务已全部成功移交给新的债务承担方，并且交易对方已按照协议规定充分履行了偿付责任。

4 攀钢钒钛资产剥离动因分析

4.1 外部环境动因

企业所处的行业整体经营环境，往往会对其自身经营业绩产生影响。对于攀钢钒钛来说，钢铁行业的长期高强度竞争以及普遍的经营困境加剧了其财务表现的下滑，进而推动其 2016 年作出资产剥离的决策。因此，本文首先从宏观层面剖析钢铁行业的整体态势，以此揭示攀钢钒钛进行资产剥离的外部环境因素。

4.1.1 铁矿石价格低

由于受全球经济环境的影响，国际铁矿石价格波动较大，2014 年后出现大幅下跌。截至 2014 年底，普氏 62 铁矿石的价格从年初的 134.5 美元/吨大幅下滑至 71.75 美元/吨，跌幅高达 46.7%。同样，TSI 62 铁矿石价格也自年初的 135 美元/吨跌至 67.9 美元/吨，跌幅达到了 49.7%。另外，英国金属导报 58 铁矿石价格也从年初的 118.73 美元/吨下降至 56.94 美元/吨，累计跌幅更是高达 52%。全球铁矿石价格的长期下跌主要源于中国对铁矿石的需求疲软。2014 年，中国钢铁行业遭遇了下游市场的需求疲态，钢铁市场一直保持低位运行，这使得钢铁企业面临日益严重的资金和库存压力，从而抑制了它们生产钢材和购买铁矿石的积极性。再者，我国政府大力推行产业结构调整，积极淘汰落后产能，进一步减少了市场对铁矿石的需求。然而，全球铁矿石的供应量并未因此减少，反而有所增加，这样的供需失衡局面引发了铁矿石价格的下跌。

攀钢钒钛具备年产铁精矿 2,350 万吨的能力，是中国最大的铁矿石采选上市公司。随着中国经济增速放缓和钢铁去产能政策的深入推进，铁矿石市场出现了整体产能过剩的情况，同时受国际铁矿石价格暴跌的影响，包括攀钢钒钛在内的相关企业经营环境日趋严峻，面临着前所未有的挑战和困境。如攀钢矿业铁精矿销售价格从 2011 年至 2016 年初高点 403 元/吨、低点 210 元/吨，企业利润逐年减少，2015 年度亏损达 3.5 亿元（母公司报表口径）。

4.1.2 产能过剩严重

钢铁行业作为国家经济的重要支柱，其产能过剩问题已经对行业的稳定和长期发展造成了明显阻碍。作为基础产业，钢铁行业对资源、能源、资金、技术和劳动力等方面有着较高的需求。然而，产能过剩不仅影响了钢铁行业自身的健康发展，也对国家经济产生了广泛而深远的影响。在 2009 年至 2011 年期间，钢铁行业的产能利用率保持在约 80% 的相对合理水平，但从 2012 年开始，产能利用率出现大幅下滑，供需矛盾逐渐凸显。数据显示，2012 年中国粗钢产能利用率降至 72%，2013 年和 2014 年分别为 72% 和 70.7%。这些数字表明，产能利用率已大幅下降，考虑到统计数据的不准确性，实际情况可能比所显示的更为严峻。过度的生产能力已引发行业困境，钢铁企业间却依然竞相增产，拓展业务，提升产出。据统计，2014 年钢铁领域启动的新项目多达 2037 项。在理应压缩生产的时刻，企业却持续增强产能，这无疑加剧了产能过剩的严峻形势。钢铁行业的库存压力与日俱增，产业停滞不前，供需失衡的矛盾尖锐，短期内这一局面难以扭转。

在产能普遍过剩的环境下，钢铁企业为争夺市场份额而进行的竞争性生产，导致钢材价格大幅下跌。库存积压和产量激增进一步加剧了市场价格的下滑趋势，使得整个钢铁行业的利润空间受到严重挤压。自 2011 年最后一个季度起，钢材价格就持续走低，不断创下新低。钢铁协会的数据显示，2011 年四季度钢材价格指数为 135.93，但到了 2015 年初，该指数已大幅下跌至 77.13。这种持续的价格下跌趋势导致钢铁企业普遍面临盈利困境，甚至许多大型企业也只能艰难地维持收支平衡。钢铁行业的过剩产能问题已经成为一个普遍现象，这不仅削弱了行业的整体盈利能力，也对行业的健康发展构成了严重威胁，同时还加剧了行业内企业的财务风险。

4.1.3 环保力度加大

钢铁行业作为典型的重污染产业，其生产过程中产生的废料、工业气体和污水等污染物对土地、空气和水资源造成了严重破坏和污染，长期以来对生态环境造成了严重的负面影响。随着生态环境逐渐恶化，雾霾问题日益严重，引起了社

会的广泛关注，国家对环保工作的重视程度也在持续提高，积极推动各项环保措施的实施。随之而来的是严格的环保执法，企业被迫增加在环保设施上的支出。同时，环保部门也相继出台了一系列环保政策，如 2012 年由环境保护部门制定的《钢铁行业环境保护政策法规》，这些政策的出台充分表明了国家对于解决钢铁行业环境污染问题的坚定决心。

显而易见，绿色发展理念以及环境友好型产业模式，不仅代表着当下社会对可持续发展的追求，更预示着未来产业发展的主流趋势和方向。围绕钢铁行业的任何政策几乎都会触及环境保护和污染治理议题，新实施的环保法规加强了对环境破坏的惩罚力度，这使得钢铁企业在环保管理和购买环保设备方面需要承担更大的成本压力。这些新政策的推出，无疑给本就处于困境中的攀钢钒钛带来了额外的压力。

4.2 内部环境动因

面对钢铁行业的黯淡前景和紧迫的转型需求，以及迫在眉睫的退市风险预警，攀钢钒钛面临着一项重大的战略抉择，即彻底剥离目前亏损且预期盈利能力弱的铁矿石开采、钛精矿提纯和海绵钛生产业务。这是攀钢钒钛 2016 年决定进行资产剥离最直接且最深层次的原因。

4.2.1 扭转亏损困境

钢铁行业易受国内外大环境及行业“新常态”的影响。在国际经济形势下行以及中国经济结构转型的背景下，钢铁及铁矿石需求疲弱，主要价格指数呈下行态势，攀钢钒钛铁矿石主业亏损严重。从攀钢钒钛 2016 年剥离的鞍澳公司和鞍钢香港的主要财务数据来看，2014 年以及 2015 年这两家公司对攀钢钒钛业绩拖累明显。具体来看，鞍澳公司 2014 年亏损高达 53.92 亿元，2015 年继续亏损 6.82 亿元；鞍钢香港则是在 2014 年亏损 13.45 亿元，2015 年亏损 1.08 亿元。

根据攀钢钒钛公布的年报显示，2014 年攀钢钒钛营业收入为 167.79 亿元，却亏损 37.75 亿元，净利润同比下滑 787.61%；2015 年，攀钢钒钛的营业收入达到了 114.17 亿元，即使在某种程度上减小了亏损额度，但当年仍有 22.07 亿元的亏损数额。在仅仅两年的时间里，该公司累计亏损额达到了 60 亿元之巨。而

在 2014 年之前的近 20 年里，该公司累积实现的净利润仅为 67.16 亿元。攀钢钒钛 2014 年年度年报中将亏损原因分析为“一方面，公司购入的卡拉拉矿业价值在 2014 年末出现贬值迹象，另一方面，公司持有的当地矿业子公司经营业绩恶化”。与 2014 年不同的是，2015 年攀钢钒钛不再受到卡拉拉矿业计提大额资产减值准备和随之引起的投资收益变动的的影响，但面临市场对铁矿石和钒、钛产品需求下降，产成品价格大幅下跌，市场竞争激烈且国内铁矿石行业面临巨大的成本压力，使得攀钢钒钛当地采矿子公司的业绩下滑而产生亏损。鉴于攀钢钒钛的严重亏损情况，自 2016 年 5 月 3 日起，该公司股票再次被列入退市风险警示名单，面临退市风险。此外，攀钢钒钛 2016 年度半年度未经审计的归属于母公司的净利润为-8.36 亿元，存在较大亏损，故 2016 年度归属于母公司净利润极有可能为负数，公司股票极有可能于 2016 年年度报告披露后因连续三年亏损被暂停上市。

在中国的资本市场中，上市公司对于壳资源的重视程度极高，这使得许多企业在面临退市威胁时，展现出强烈的保壳决心。攀钢钒钛在 2010 年便采取了资产剥离的策略以求保壳，并且当年确实实现了由亏转盈的转变。然而，遗憾的是，公司未能在后续的发展规划中进行必要的战略调整，仅仅依赖短期的盈余管理手段，未能从根本上改善其运营状况。因此，这种局限导致攀钢钒钛在 2016 年再次遭遇了被摘牌的危机。考虑到铁矿石行业产能过剩，陷入不景气周期，且短期内无法彻底改善，预计攀钢钒钛将持续面临经营困局和业绩压力，攀钢钒钛整体转型具有必要性和迫切性。

4.2.2 战略转型需要

钢铁行业的萧条态势和黯淡前景给攀钢钒钛的核心业务带来了盈利能力的困扰和经济压力。同时，在钒钛制品市场供需关系调整与价格回升的背景下，尽管市场竞争依旧激烈，但得益于国家大力推行的供给侧结构性改革政策，以及长江经济带等重大国家战略的落地实施，加上“一带一路”倡议所带来的国际合作机遇，预计将进一步激发钒钛产品市场需求的扩容潜力，从而带来持续的经济效益提升。随着传统产业的转型升级以及新兴产业、国防军事、航空航天等行业的迅猛发展，对钒功能性材料、优质钛白粉和高级钛材等产品的需求预计将呈现稳

定增长的态势，特别是在航空航天领域的需求数量增长尤为显著。

而攀钢钒钛在钒钛领域拥有很强的核心竞争力。首先，攀钢钒钛所生产钒制品的主要原材料粗钒渣，由其控股股东攀钢集团供应。而攀钢集团则牢牢掌控着攀西地区的攀枝花与白马这两大关键矿区，在四大矿区中占据重要地位。集团生产的粗钒渣全部销售给公司，没有对外销售，能够确保攀钢钒钛生产原料来源稳定。其次，攀钢钒钛具备年产钛白粉 13 万吨的能力，在国内全行业市场份额占比约 5%，是国内重要的钛白粉生产商。最后，在攀西钒钛资源开发进程中，攀钢钒钛自主研发形成了一批拥有自主知识产权的专有技术，其中，在钒钛磁铁矿选矿技术方面，攀钢集团已达到国际领先水平；其开发的微细粒级钛铁矿回收成套技术更是填补了国内外的技术空白；此外，其钒氮合金生产工艺技术也荣获了国家技术发明二等奖的殊荣。攀钢钒钛还成功培养了一支涵盖多个专业、多个层次的科研人才队伍，使得公司在钒钛领域的研发水平处于领先地位。

通过剥离持续亏损的铁矿石采选、钛精矿提纯业务和海绵钛项目，攀钢钒钛能够更迅速地推进业务战略转型，集中优势资源专注于钒钛业务的深入发展，从而实现资源配置的最优化。此外，公司的主要经营场所也将从目前的四川、辽宁、澳大利亚三地变更为四川一地，从而缩短了管理半径。未来攀钢钒钛可以充分利用上市公司融资优势，借助资本市场，寻找有利于攀钢钒钛发展的业务，进行业务拓展和产业延伸，进一步改善经营状况，提高资产质量，增强持续盈利能力。

4.2.3 避免同业竞争

2011 年，攀钢钒钛选择与鞍山钢铁进行一次大规模的资产交换，即将自身的钢铁产业相关资产与鞍山钢铁所拥有的铁矿石业务资产进行置换，从而导致攀钢钒钛在铁矿石采选和钒产品业务领域与鞍钢集团旗下企业的类似业务产生了直接的同业竞争。此外，由于西昌钢钒是攀钢集团的全资子公司，其开展的钒产品业务也与攀钢钒钛现有的钒产品业务也产生了可能的同业竞争。

通过 2016 年的资产剥离方案，攀钢钒钛决定将其所拥有的全部铁矿石业务资产，转让给鞍钢集团旗下的其他子公司，将不再保留铁矿石采选业务，铁矿石采选业务同业竞争情况将会消除；在完成海绵钛项目及其相关资产的剥离后，攀钢钒钛的主要钛产品将集中在钛白粉和钛渣领域，其中钛白粉包括氯化法钛白和

硫酸法钛白，其应用领域主要包括涂料、塑料、油墨、造纸等，置出的海绵钛项目与公司保留的钛业务由于其产品的下游应用存在显著差异，从而不会与攀钢钒钛产生同业竞争；由于不涉及钒产品业务的调整，所以钒产品业务同业竞争情况不发生变化。因此，通过实施资产剥离，部分同业竞争情况将会消除且不会导致新的同业竞争。

5 攀钢钒钛资产剥离绩效分析

企业实施资产剥离的核心目的在于推动战略转型，应对生产运营中的挑战，以期确保企业的可持续稳健发展。对此，本章主要从市场绩效、财务绩效和管理绩效三个方面，对资产剥离带来的影响进行全面深入的分析。

5.1 市场绩效分析

在评估资产剥离对市场绩效的作用时，资本市场的有效性是一个必须要考虑的因素。有效市场假说认为，与企业价值相关的信息会十分快速地反馈到有效市场当中，最直观的体现就是股价的波动，从股价的变动情况当中我们可以分析实施该事件对公司绩效的影响。我国的资本市场尽管起步较晚，但由于其发展速度迅猛，目前已逐渐趋同于成熟市场，投资者能够对重大事件做出及时反应。

依据该理论，本文运用事件研究法对攀钢钒钛在资产剥离前后的股票价格波动进行探究，旨在评估资产剥离对市场表现的影响。事件研究法依据时间跨度可分为短期和长期两类，短期事件研究通常设定事件公告日前后 1 至 3 个月为研究窗口，而长期事件研究的时间窗口则通常涵盖公告日前后的 1 至 5 年期间。

下文将通过深入分析攀钢钒钛在 2016 年实施资产剥离前后的累计超额收益率和购买持有异常收益率，以评估该交易的短期及长期市场绩效。

5.1.1 短期市场绩效分析

上市公司股价的变动会极大地影响其股东的财富，但股价的变动又受到公司自身价值及资本市场等其他多种因素的共同作用。因此，为了更准确地了解上市公司资产剥离行为对股东财富的实际影响，通常会采用超额收益率或累计超额收益率来进行衡量。这是因为这两种指标在计算过程中能够有效地消除市场因素对结果的影响。

事件研究法的主要步骤包括：确定事件日、确认窗口期、计算超额收益率和累计超额收益率，并对相关结果进行分析。

(1) 事件日的确定

资产剥离事件对攀钢钒钛的市场绩效产生显著影响,主要体现在该事件发生前后公司股价的波动上。而事件日,即市场获知这一资产剥离消息的时间节点,通常以该事件的公告发布日为依据进行确定。

本文主要关注攀钢钒钛在2016年进行的一次重要资产剥离事件。在2016年6月1日,攀钢钒钛公开了《关于重大资产重组停牌公告》,正式宣布将展开一项涉及关联交易的重大资产剥离。随后,在同年的9月14日,该公司又发布了《重大资产出售暨关联交易报告书(草案)》,详细披露了此次交易的各项细节。与此同时,攀钢钒钛也通过《关于公司股票复牌的提示性公告》宣布,其股票将从即日起恢复交易。基于攀钢钒钛在2016年5月26日至2016年9月14日期间的停牌状态,选择2016年9月14日作为事件日,即 $t=0$ 。

(2) 窗口期的确认

窗口期是指某一特定事件发生后市场对其反应的时间区间,其选择也需要遵循一定的方法。通常,我们采用事件日为核心,围绕这一日期设定一段时期作为事件窗口期,以此来探究事件对股票价格波动的影响。据调查,多数研究倾向于将事件窗口期设定为事件发生前后的15天。这样的时间跨度设定基于两重考量:一是考虑到资产剥离信息可能在正式公布前已泄露给市场投资者,若窗口期设定过短,可能会忽略由此产生的市场反响;二是如果窗口期设定过长,可能会混入无关的外部干扰,这将冲淡资产剥离事件与股市反应之间的关联度。基于以上的考虑,我们选取事件日前后15个交易日,即2016年5月5日至2016年10月14日共计31个交易日作为窗口期,来观察攀钢钒钛资产剥离事件的市场反应情况,即 $t=[-15, 15]$ 。

(3) 超额收益率(AR)和累计超额收益率(CAR)的计算

本文选用市场调整法模型计算超额收益率和累计超额收益率。由于超额收益率(AR)是企业实际收益率(R_t)与预期收益率之间的差值,而在市场调整法模型下,股票的市场收益率可以用来表示预期收益率,因此超额收益率(AR)和累计超额收益率(CAR)的计算公式如下:

$$\text{累计超额收益率 } CAR_t = \sum_{i=1}^t AR_i \quad (\text{公式 5.1})$$

超额收益率 $AR_t=R_t-RS_t$ (公式 5.2)

其中 R_t 为攀钢钒钛日收益率, RS_t 为深证成指的日收益率。

根据上述计算公式,攀钢钒钛 2016 年 9 月 14 日资产剥离前后十五个交易日的超额收益率、累计超额收益率及其变化趋势如表 5.1 和图 5.1 所示:

表 5.1 攀钢钒钛超额收益率和累计超额收益率变动表 单位: %

日期	窗口期	R_t	RS_t	AR	CAR
2016/5/5	-15	-1.8	0.5	-2.3	-2.3
2016/5/6	-14	-4.7	-3.6	-1.1	-3.3
2016/5/9	-13	-4.9	-3.1	-1.8	-5.2
2016/5/10	-12	-3.2	0.0	-3.2	-8.4
2016/5/11	-11	-1.2	-0.1	-1.1	-9.5
2016/5/12	-10	0.8	0.2	0.7	-8.8
2016/5/13	-9	0.0	-0.4	0.4	-8.4
2016/5/16	-8	0.8	1.5	-0.7	-9.1
2016/5/17	-7	-0.8	0.0	-0.8	-9.9
2016/5/18	-6	-4.1	-2.2	-1.9	-11.9
2016/5/19	-5	4.7	0.4	4.3	-7.6
2016/5/20	-4	0.0	0.9	-0.9	-8.4
2016/5/23	-3	0.0	1.0	-1.0	-9.5
2016/5/24	-2	-2.9	-1.0	-1.9	-11.3
2016/5/25	-1	0.4	-0.4	0.8	-10.5
2016/9/14	0	5.0	-0.6	5.6	-4.9
2016/9/19	1	5.2	1.0	4.2	-0.7
2016/9/20	2	-2.7	-0.1	-2.5	-3.3
2016/9/21	3	0.0	0.4	-0.4	-3.6
2016/9/22	4	-1.9	0.7	-2.7	-6.3

续表 5.1 攀钢钒钛超额收益率和累计超额收益率变动表 单位：%

日期	窗口期	Rt	RS _t	AR	CAR
2016/9/23	5	-3.2	-0.5	-2.7	-9.0
2016/9/26	6	-3.7	-2.0	-1.6	-10.7
2016/9/27	7	0.9	0.8	0.0	-10.6
2016/9/28	8	5.1	-0.1	5.2	-5.5
2016/9/29	9	-0.8	0.4	-1.2	-6.7
2016/9/30	10	2.4	0.5	1.9	-4.8
2016/10/10	11	0.0	1.7	-1.7	-6.4
2016/10/11	12	-0.8	0.4	-1.2	-7.6
2016/10/12	13	-0.4	0.1	-0.5	-8.1
2016/10/13	14	2.8	0.0	2.8	-5.3
2016/10/14	15	-2.0	-0.3	-1.7	-7.0

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

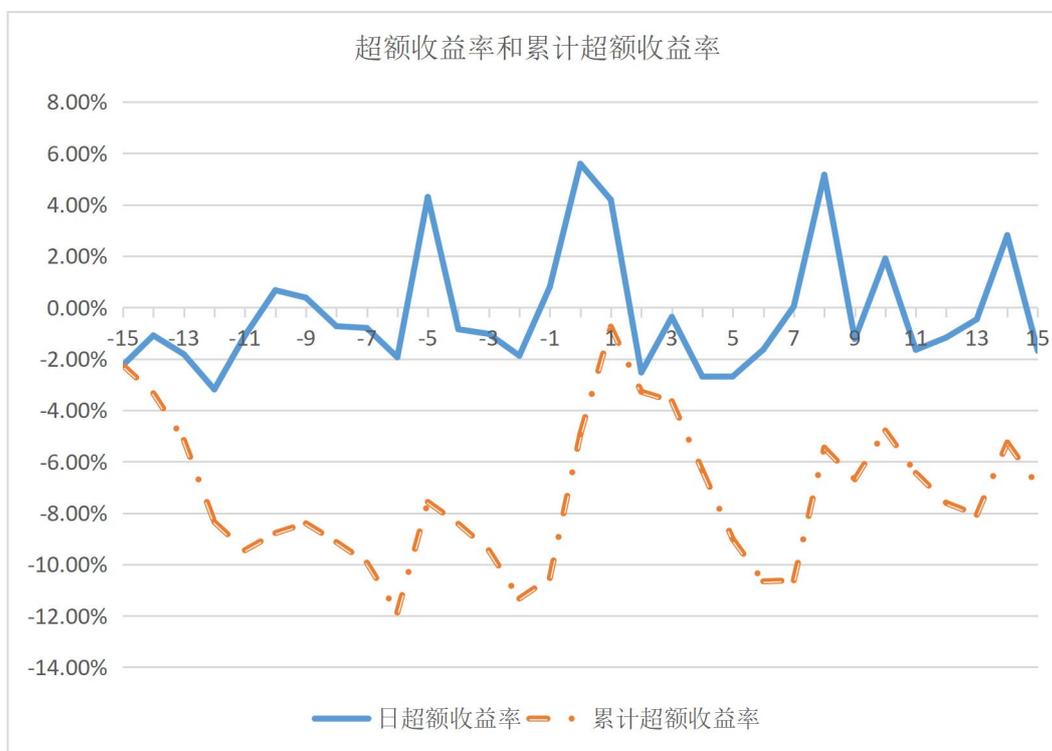


图 5.1 攀钢钒钛超额收益率和累计超额收益率变动趋势图

(4) 计算结果分析

当累计超额收益率呈现正值时,这表明市场对事件的反应是积极的,认为该事件对企业的经营绩效产生了正面效应。反之,如果累计超额收益率为负值,那意味着市场对此事件持消极看法,怀疑它可能导致企业业绩下降,对公司的市场价值构成不利影响。

从表 5.1 及图 5.1 可以看出,在过去的 15 个交易日里,由于资产剥离事件导致的累计超额收益率为负值,这表明市场对于此次剥离事件并未产生正面的反应。攀钢钒钛在完成资产剥离后,其累计超额收益率虽有所上涨,但不久后便开始下降。在重组完成后的 15 个交易日里,该指标持续呈现负值,明显低于市场的预期水平。随着攀钢钒钛的资产剥离计划逐步推进,投资者对其大规模剥离资产的策略并未表现出充分的信任,持谨慎观察的态度。考虑到攀钢钒钛的历史背景,投资者对其能否通过钒钛制品业务实现转型并增强盈利能力持有疑问。由于其过往与钢铁和矿产资源行业的紧密联系,投资者对攀钢钒钛能否在新的领域找到生机并不抱过高期望。

攀钢钒钛的短期超额收益率轨迹揭示了股票的基本动态,剥离完成后,股价趋于平稳,未能显著提升超额收益。原因可归结为两点:首先,2010 年攀钢钒钛尝试的重组未果,且目前深陷亏损,甚至面临 ST 标记和退市的威胁,这已使投资者对攀钢钒钛的资产剥离计划丧失信任;其次,攀钢钒钛未能充分传达资产剥离的意图及其对未来发展的潜在影响,导致投资者在短期内难以理解剥离行动不仅是应对当前亏损状况的应急措施,更深层次的意义在于企业经营策略的转型。因此,这次资产剥离在短期内并未引起市场的积极反响。

5.1.2 长期市场绩效分析

目前看来,我国证券市场尚不具备强有效市场的属性,仅凭借短期内的累计超额收益率来全面评判攀钢钒钛在 2016 年资产剥离行为对市场影响的程度显然是不够充分的。

对长期市场表现的评估常常倚重于两个核心指标:长期累计超额收益率和购买持有异常收益率。国外学者普遍认为采用购买持有异常收益率(BHAR)为指标更加有效。购买持有异常收益率在计算期间内对股票波动的反应不敏感,这一

特性使得它能够在长期绩效计算中降低偏差,进而提供更客观、更精确的评估结果。因此,这种方法能够更有效地衡量上市公司在实施资产剥离策略后的长期业绩表现。因此,本文决定采用 BHAR 方法,从市场的视角出发,全面评估攀钢钒钛的资产剥离行为对其长期市场绩效所产生的深远影响。BHAR 的相关计算公式如下:

$$\text{BHAR} = \prod_{t=0}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=0}^T (1 + R_{mt}) \quad (\text{公式5.3})$$

其中 R_{it} 为攀钢钒钛的月收益率, R_{mt} 为深证成指月收益率, T 为考察区间。

攀钢钒钛实施资产剥离的事件日为 2016 年 9 月 14 日,因此本文分析了自 2016 年 9 月资产剥离行为基本完成至 2021 年底,攀钢钒钛相对于深证成指的购买持有异常收益率的情况。

鉴于攀钢钒钛在 2016 年 9 月进行了资产剥离,所以在计算 BHAR_1 时,将 T 设定为 4,以便计算持有至 2016 年底时的异常收益率。由于 2017 年 4 月 20 日攀钢钒钛退市,所以在计算 BHAR_2 时,将 T 设定为 8,计算从 2016 年 9 月到 2017 年 4 月的异常收益率。以此类推,在计算 BHAR_3 时,将 T 设定为 13,计算从 2016 年 9 月到 2018 年 12 月的异常收益率。在计算 BHAR_4 时,将 T 设定为 25,计算从 2016 年 9 月到 2019 年 12 月的异常收益率。在计算 BHAR_5 时,将 T 设定为 37,计算从 2016 年 9 月到 2020 年 12 月的异常收益率。在计算 BHAR_6 时,将 T 设定为 49,计算从 2016 年 9 月到 2021 年 12 月的异常收益率。BHAR 模型计算区间与 T 取值如下表 5.2。

表 5.2 BHAR 模型数据计算范围

	持有期限	T 取值
BHAR_1	2016 年 9 月-2016 年 12 月	4
BHAR_2	2016 年 9 月-2017 年 4 月	8
BHAR_3	2016 年 9 月-2018 年 12 月	13
BHAR_4	2016 年 9 月-2019 年 12 月	25
BHAR_5	2016 年 9 月-2020 年 12 月	37
BHAR_6	2016 年 9 月-2021 年 12 月	49

数据来源:国泰安数据库,东方财富,作者整理

整理并计算深证成指月收益率，测算得出攀钢钒钛完成资产剥离之后，不同 T 取值时对深证成指购买持有异常收益率的情况，结果见表 5.3。

表 5.3 购买持有异常收益情况

	BHAR ₁	BHAR ₂	BHAR ₃	BHAR ₄	BHAR ₅	BHAR ₆
对深圳成						
指的	5.40%	33.32%	50.48%	14.06%	-59.19%	8.77%
BHAR						

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

从表 5.3 可知，自 2016 年 9 月攀钢钒钛实施资产剥离以来，其市场表现呈现出长期的积极趋势，表现为攀钢钒钛对深圳成指的购买持有异常收益率整体情况是正数，特别是 2016 年 9 月至 2018 年 12 月，BHAR 值达到了 50.48%。这意味着，如果投资者在攀钢钒钛实施资产剥离后购买其股票并长期持有，那么在随后的较长时间内，他们有望获得稳定的收益，并且收益率整体是高于深证成指的。因此，攀钢钒钛在 2016 年实施的资产剥离对公司的价值创造产生了明显的长期积极影响，给投资者传递了积极的市场信号，并有效提升了公司的整体价值，给股东带来了财富的增长。

5.2 财务绩效分析

本文采用财务比率分析法，结合具体案例，选取一系列直观且具有代表性的财务指标，对攀钢钒钛资产剥离事件发生的前三年、当年以及后六年的财务数据进行了深入的纵向对比研究；另在纵向对比的基础上，与引入的一家同行业类似企业河钢股份的指标和钢铁行业指标进行横向对比，希望以此能够使得分析结果更加的严谨。通过分析挖掘绩效变化的原因以及指标数据的变化趋势，来深入探讨攀钢钒钛 2016 年资产剥离行为所带来的经济效果，以期更全面地了解此次剥离的动因及其对企业财务绩效的深远影响。本文所采纳的财务绩效评价指标体系是基于经典的四维度理论构建的，具体涵盖了偿债能力、盈利能力、营运能力及发展能力四大方面。为了进行全面而细致的评价，针对每个方面都精心设计了 2

到 4 个基础指标。

本文之所以选择河钢股份作为对比公司来研究攀钢钒钛在资产剥离前后的财务绩效变化，主要基于以下几点考量：

首先，两家企业业务范围大体一致，分为铁矿与钢铁产品以及钒钛产品业务；其次，两家企业 2016 年之后的净利润相差不大；最后，根据河钢股份近年在证交所发布的公告内容可知，其在对比期间没有发生过资产剥离事件，也未发生其他资产重组事项，可以在一定程度上排除公司其他事项对于财务绩效的影响，提高评价结果的准确性和可靠性。故本文选取河钢股份作为参照符合对照企业的选择条件。

5.2.1 偿债能力分析

近年来，资产剥离已成为我国众多企业增强偿债能力的一种常见选择。企业希望通过这种方式改善自身的财务状况，确保在债务到期时能够顺利偿还，从而保障企业的正常生产与经营。同时，企业也期望通过资产剥离来提高自身对财务风险的规避能力，如防止资金链断裂等风险的发生。

如表 5.4 所示，本文主要选取了攀钢钒钛 2013-2022 年以下相关偿债能力指标，以 2016 年资产剥离事件为关键节点，从短期和长期偿债能力两个维度，深入探讨该事件前后企业偿债能力的变化情况。

表 5.4 攀钢钒钛偿债能力指标

年份	短期偿债能力指标		长期偿债能力指标
	流动比率（倍）	速动比率（倍）	资产负债率（%）
2013 年	0.42	0.34	57.74
2014 年	0.33	0.26	76.76
2015 年	0.30	0.25	82.59
2016 年	0.71	0.60	62.50
2017 年	0.82	0.66	56.66
2018 年	1.58	1.29	35.18
2019 年	2.33	2.02	25.67

续表 5.4 攀钢钒钛偿债能力指标

年份	短期偿债能力指标		长期偿债能力指标
	流动比率（倍）	速动比率（倍）	资产负债率（%）
2020 年	3.86	3.23	15.90
2021 年	1.34	0.70	22.20
2022 年	1.84	1.38	23.15

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

（1）流动比率

流动比率是衡量企业利用流动资产来偿还短期债务能力的一个重要指标。然而，流动比率并非越高越理想，过高的比值可能意味着企业未能有效地利用其营运资金。一般来说，流动比率在 1.5 至 2.0 之间被认为是较为合适的。攀钢钒钛、河钢股份与行业均值 2013-2022 年流动比率数据，如下表 5.5 与图 5.2 所示。

表 5.5 2013-2022 年流动比率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢 钒钛	0.42	0.33	0.30	0.71	0.82	1.58	2.33	3.86	1.34	1.84
河钢 股份	0.55	0.51	0.43	0.48	0.46	0.51	0.52	0.46	0.50	0.48
行业 均值	0.68	0.62	0.54	0.59	0.69	0.79	0.81	0.84	0.86	0.84

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

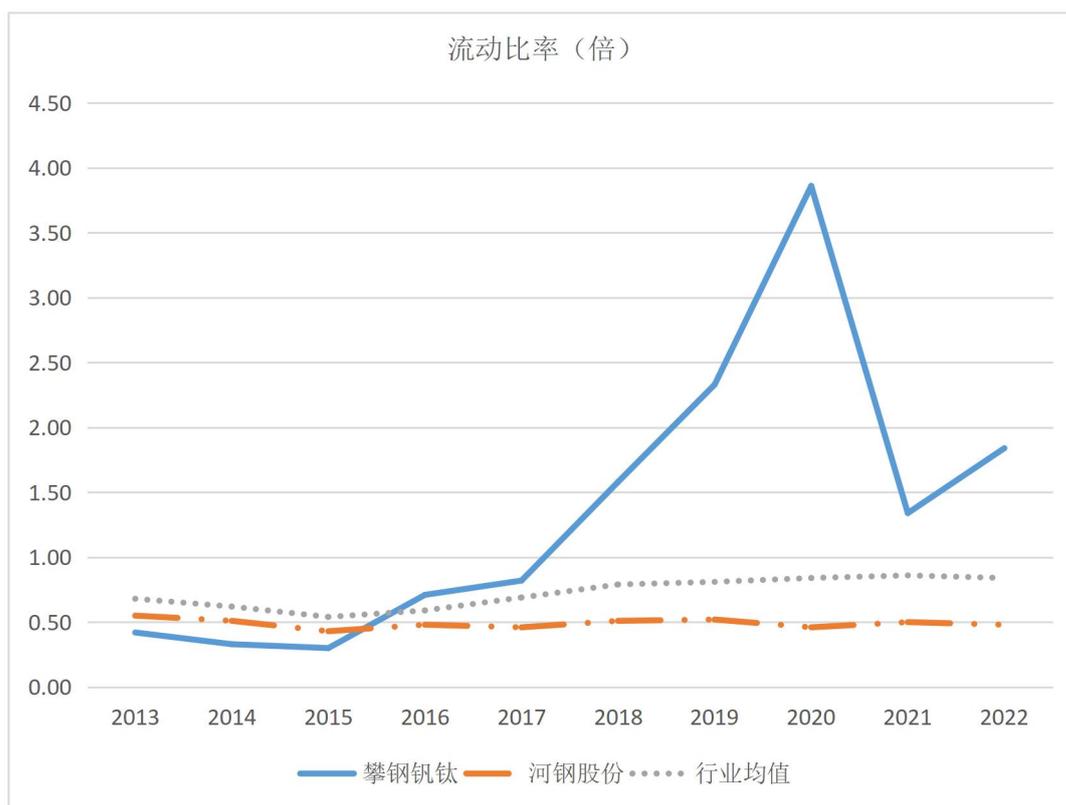


图 5.2 2013-2022 年流动比率

根据图 5.2 所呈现的数据，可以清晰地看到，攀钢钒钛的流动比率在 2016 年之后出现了明显的上升趋势。相比 2015 年，在资产剥离完成当年提升了近一倍，并持续超过了行业均值。截至 2020 年，攀钢钒钛的流动比率跃升至 3.86，显著超越河钢股份及行业平均水平，说明其在转变为钒钛产品制造企业后，资产流动性得到了显著增强。此外，2020 年公司的短期借款仅为 1 亿元，占总资产的比重仅为 0.86%。与 2019 年相比，当时的短期借款为 12 亿元，占总资产的 9.39%，这一比重下降了 8.53 个百分点。由于流动负债的显著减少，流动比率出现了大幅度的提升，这表明企业资产的变现能力得到了显著增强。

(2) 速动比率

速动比率相较于流动比率，更进一步地排除了流动性较差的资产，例如存货和待摊费用等，因此能够更为准确地衡量企业在短期内清偿债务的能力。下表 5.6 和图 5.3 展示了 2013 年至 2022 年期间，攀钢钒钛、河钢股份以及行业均值的速动比率数据。

表 5.6 2013-2022 年速动比率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢 钒钛	0.34	0.26	0.25	0.60	0.66	1.29	2.02	3.23	0.70	1.38
河钢 股份	0.28	0.24	0.22	0.22	0.26	0.34	0.35	0.32	0.36	0.33
行业 均值	0.39	0.37	0.36	0.38	0.48	0.54	0.56	0.59	0.58	0.59

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

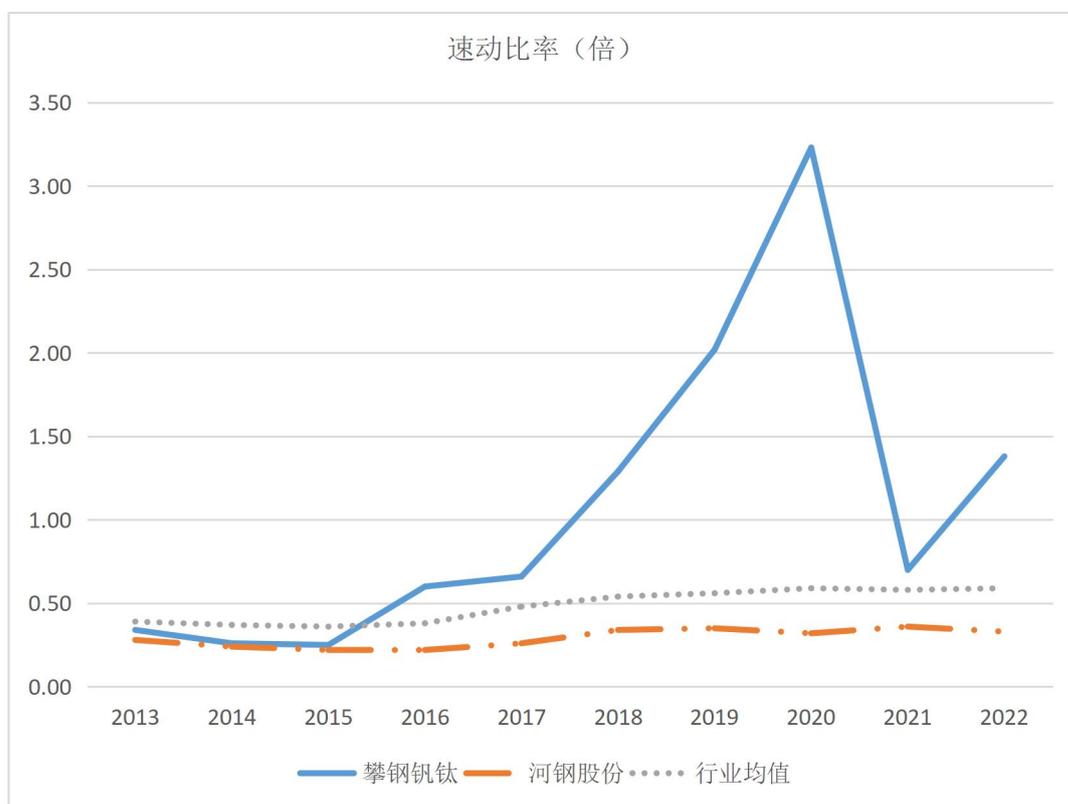


图 5.3 2013-2022 年速动比率

攀钢钒钛的速动比率与流动比率的变化趋势大体相同。在完成资产剥离后，其速动比率呈现出持续上升的趋势。特别是在 2019 年和 2020 年，速动比率的提升速度尤为显著，最高值达到了 3.23，这一水平已远超正常范围。这表明攀钢钒钛拥有较多的速动资产，短期内具备很强的偿债能力。然而，从另一个角度来

看,这也可能反映出公司在投资方面的能力相对较弱,资金利用效率不高,存在一定程度的资金闲置问题。与河钢股份和行业平均水平相比,攀钢钒钛在完成资产剥离的2016年,其速动比率开始超越这两者,并且差距逐渐拉大。而在2013年至2022年期间,钢铁行业整体的速动比率表现相对平稳,最高值仅为0.59。这表明行业整体在偿债能力方面相对较弱。

(3) 资产负债率

资产负债率是一个重要的财务指标,在我国,一般认为上市公司理想的资产负债率应不超过50%。如表5.7和图5.4展示了2013年至2022年期间,攀钢钒钛、河钢股份以及行业平均的资产负债率情况。

表 5.7 2013-2022 年资产负债率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢 钒钛	57.74	76.76	82.59	62.50	56.66	35.18	25.67	15.90	22.20	23.15
河钢 股份	73.16	73.44	74.50	74.93	74.94	71.76	72.24	74.95	74.98	73.76
行业 均值	65.50	66.08	67.43	66.24	61.47	56.92	55.73	55.84	54.84	55.64

数据来源:国泰安数据库,东方财富,作者整理

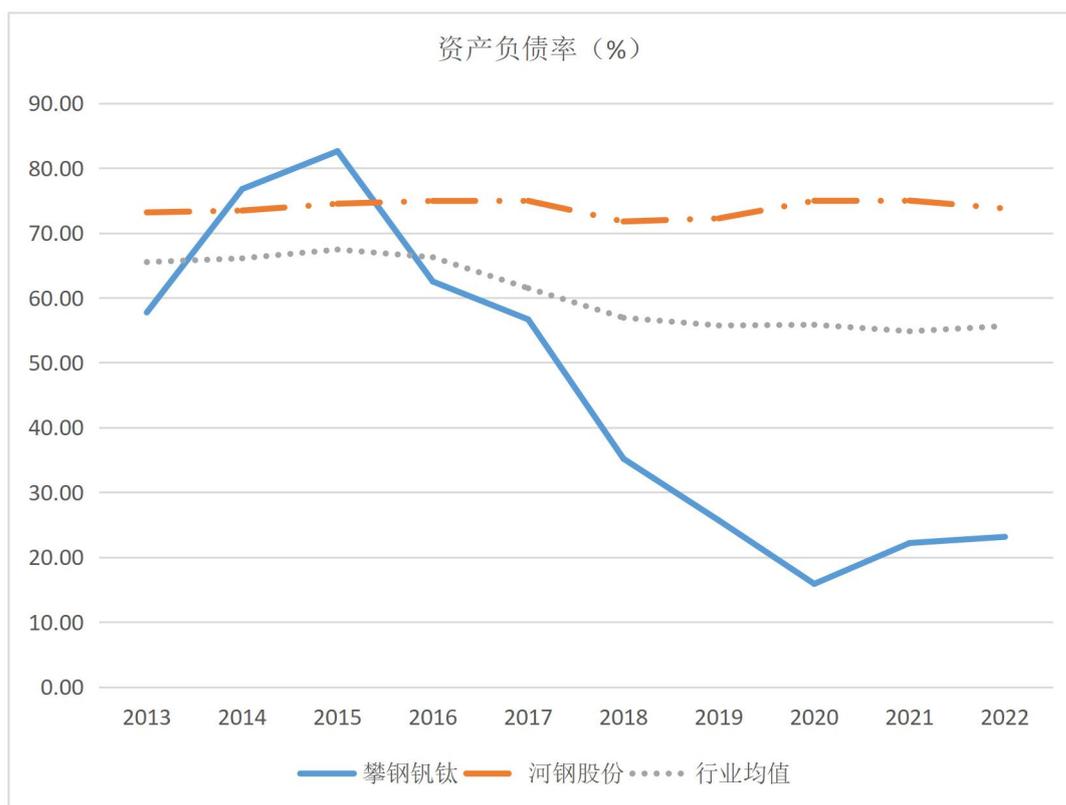


图 5.4 2013-2022 年资产负债率

从图中可以看出，攀钢钒钛的资产负债率自 2015 年起持续下降。特别是在 2017 年之后，其资产负债率稳定地保持在 50% 以下，明显低于河钢股份和行业的平均水平。到了 2020 年，攀钢钒钛的资产负债率进一步降至 15.90%。这一变化的主要原因是钒钛产品销量的增加和营业收入的增长。此外，资产剥离行动在一定层面上缓解了攀钢钒钛的部分债务问题，从而导致企业长期负债规模的缩减。这表明攀钢钒钛正在不断调整其资本结构，以降低对资金获取渠道和负债的依赖。此战略不仅有助于提升公司偿还债务的能力，同时也确保了公司资金链的安全稳固。这意味着攀钢钒钛在负债保障能力方面逐步加强，其长期偿债实力亦随之不断得到巩固和提升。

5.2.2 盈利能力分析

如表 5.8 所示，本文主要选取了攀钢钒钛 2013-2022 年以下相关盈利能力指标，以 2016 年资产剥离事件为节点，来分析其资产剥离前后的盈利能力情况变化：

表 5.8 攀钢钒钛盈利能力指标

年份	销售毛利率 (%)	净资产收益率 (%)
2013 年	26.43	3.68
2014 年	24.18	-29.56
2015 年	12.88	-0.23
2016 年	7.43	-1.05
2017 年	17.74	22.34
2018 年	27.52	52.81
2019 年	19.77	16.47
2020 年	11.64	2.40
2021 年	19.92	13.15
2022 年	16.30	16.47

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

(1) 销售毛利率

销售毛利率是反映企业盈利能力的重要指标之一。如果企业的销售毛利率较低，那么在一定程度上可以说明其产品的市场竞争力相对较弱。攀钢钒钛、河钢股份与行业均值 2013-2022 年的销售毛利率情况如下表 5.9 与图 5.5 所示。

表 5.9 2013-2022 年销售毛利率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢 钒钛	26.43	24.18	12.88	7.43	17.74	27.52	19.77	11.64	19.92	16.30
河钢 股份	8.50	10.90	13.32	13.80	12.37	14.30	13.06	12.37	10.98	9.30
行业 均值	7.62	8.63	4.45	11.00	14.14	15.91	11.83	11.17	11.87	6.35

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

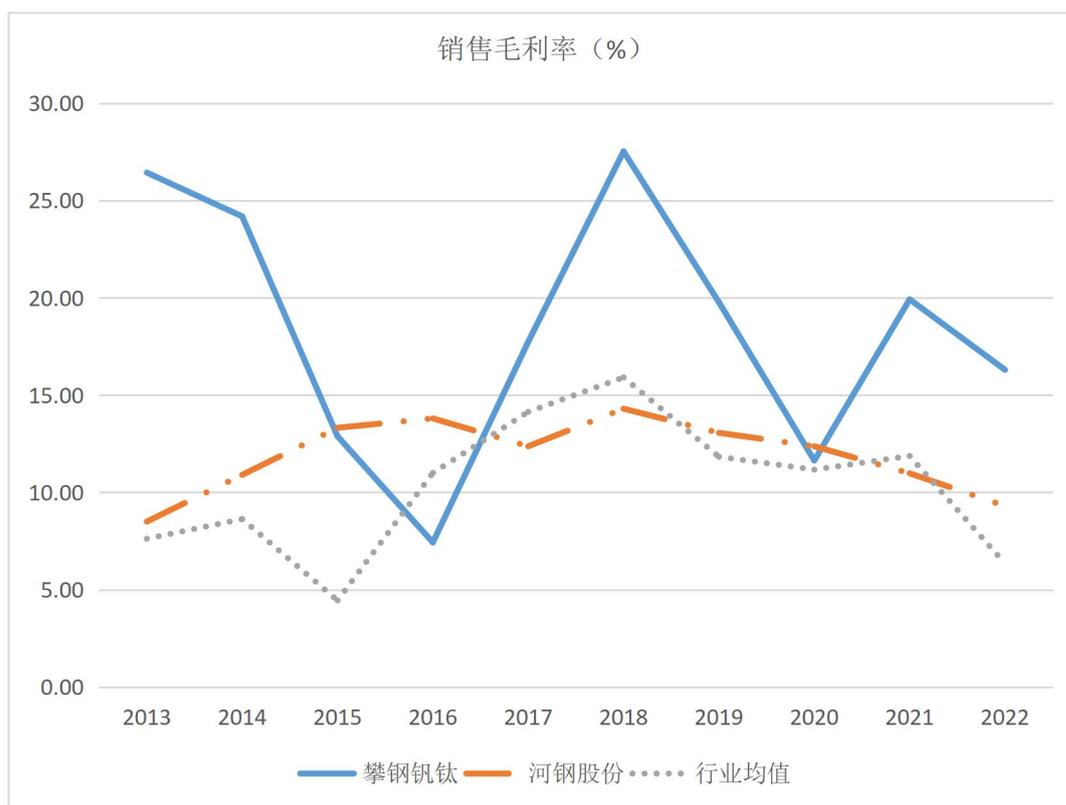


图 5.5 2013-2022 年销售毛利率

如图 5.5 和表 5.9 所示, 在 2013 年至 2015 年期间, 攀钢钒钛的销售毛利率一直高于河钢股份和行业的平均水平。然而, 到了 2016 年, 由于剥离了占销售收入一半的铁矿石业务, 攀钢钒钛的销售毛利率出现了大幅下跌, 甚至低于了河钢股份和行业的平均水平。但在 2016 年完成资产剥离后, 随着 2017 年钒钛产品市场价格的上涨, 公司的毛利率也相应得到了提升。2018 年, 钒市场需求的增加推动了全年钒价的上涨, 这进一步改善了钒产业的经营环境, 攀钢钒钛因此受益匪浅。这一年, 其销售毛利率高达 27.52%, 远远超过了河钢股份和行业的平均水平。然而, 自 2018 年之后, 随着钒产品价格的下降, 公司的毛利率也逐渐回落。2020 年受疫情及供需情况影响, 钒产品价格逐渐走低, 销售毛利率降至 11.64%, 与河钢股份接近, 与行业均值大致一致。

(2) 净资产收益率

攀钢钒钛、河钢股份与行业均值 2013-2022 年的净资产收益率情况如下表 5.10 与图 5.6 所示。

表 5.10 2013-2022 年净资产收益率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢钒钛	3.68	-29.56	-0.23	-1.05	22.34	52.81	16.47	2.40	13.15	16.47
河钢股份	0.27	1.63	1.32	3.52	4.02	7.18	3.73	2.15	4.94	2.64
行业均值	2.07	1.04	-10.86	1.90	14.16	16.57	8.53	7.74	14.00	3.62

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

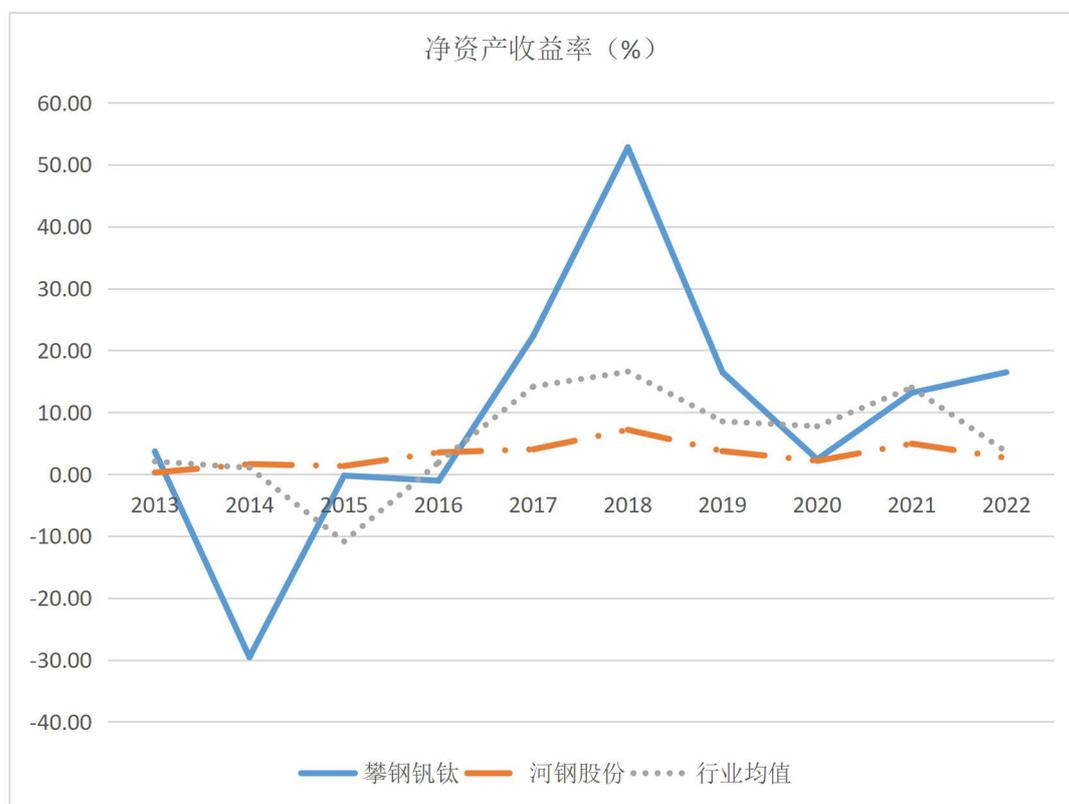


图 5.6 2013-2022 年净资产收益率

从表 5.10 和图 5.6 中可以看出，在 2014 年至 2016 年期间，攀钢钒钛的净资产收益率一直处于负增长状态。然而，自 2016 年实施资产剥离后，公司迅速扭转了亏损局面并实现了盈利。此后，攀钢钒钛不仅超越了河钢股份，还领先于行业的平均水平，并一直保持着这种领先地位。2018 年攀钢钒钛的净资产收益

率达到最高值 52.81%，主要原因是 2018 年螺纹钢新国标的实施以及石煤提钒受到环保限产，使行业阶段性供不应求，推升钒产品价格，四川地区片钒全年平均价达 26.7 亿元/吨，较 2017 年均价上涨 130.6%。但在 2018 年 12 月之后，钒产品价格开始明显回落，一方面是因为螺纹钢新国标落地情况不及预期，另一方面是因为钢厂利润下滑抑制钒产品价格。因此，2018 年后净资产收益率有所下降，并与行业均值和河钢股份趋势相近。

总体来看，尽管此次剥离事件在当年并未对盈利能力产生显著影响，然而从当前的数据趋势来看，它对之后的盈利能力起到了积极的调整和提升作用。

5.2.3 营运能力分析

营运能力分析是对企业资产运营效率进行评估的重要手段，如表 5.11 所示，本文以 2016 年资产剥离事件为关键节点，选取了攀钢钒钛 2013 年至 2022 年的相关营运能力指标，旨在深入剖析其资产剥离前后的营运能力变化情况。

表 5.11 攀钢钒钛营运能力指标

年份	存货周转率（次）	总资产周转率（次）	应收账款周转率（次）
2013 年	10.20	0.47	25.91
2014 年	9.13	0.38	17.37
2015 年	7.05	0.21	13.34
2016 年	11.23	0.32	23.20
2017 年	11.34	0.94	48.74
2018 年	11.85	1.36	73.64
2019 年	11.38	1.06	78.37
2020 年	11.40	0.86	85.19
2021 年	11.59	1.29	100.54
2022 年	11.99	1.36	91.14

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

(1) 存货周转率

存货周转率是指企业在一定时期内主营业务成本与平均存货余额之间的比率。攀钢钒钛、河钢股份与行业均值 2013-2022 年的存货周转率情况如下表 5.12 与图 5.7 所示。

表 5.12 2013-2022 年存货周转率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢钒钛	10.20	9.13	7.05	11.23	11.34	11.85	11.38	11.40	11.59	11.99
河钢股份	3.76	2.96	2.26	2.27	3.61	4.57	4.80	4.46	6.67	6.27
行业均值	5.57	5.14	4.81	4.71	6.26	6.53	6.93	6.51	8.36	8.07

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

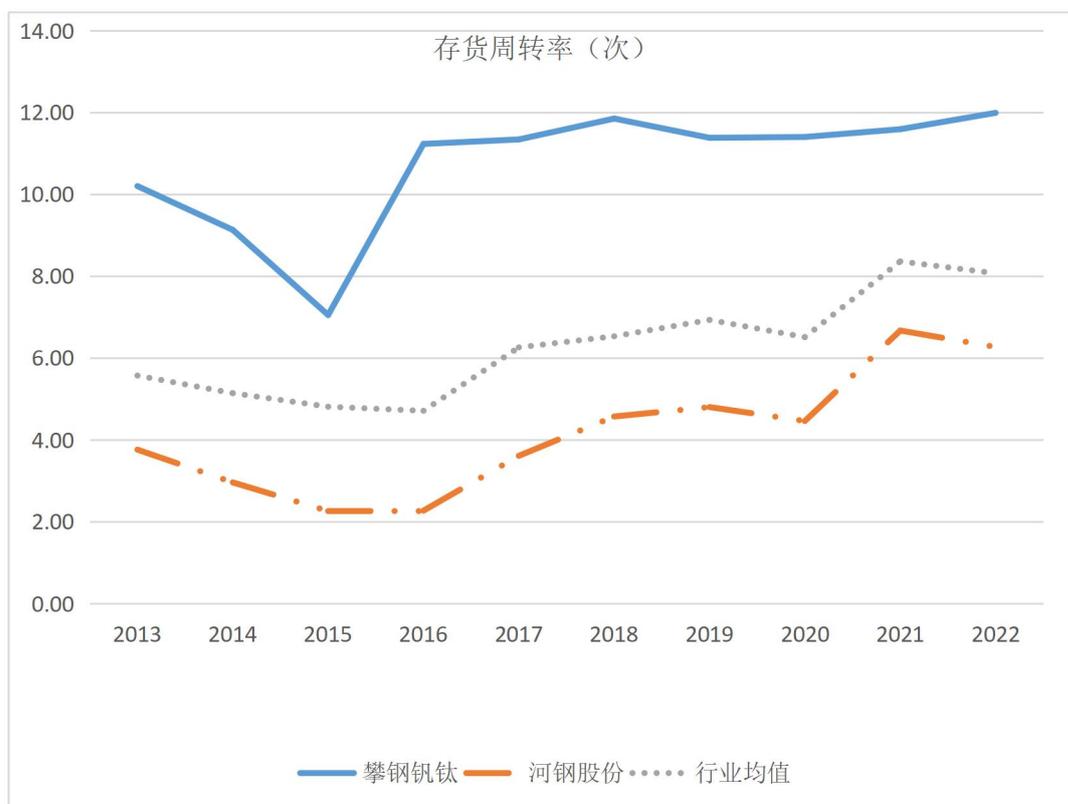


图 5.7 2013-2022 年存货周转率

由图 5.7 可知, 2013-2022 年以来, 攀钢钒钛的存货周转率基本处于 10 左右, 虽然波动不大, 但在 2016 年资产剥离之后还是呈现稳步上升趋势, 这是因为攀钢钒钛的钒钛产品在市场上有着较高的市场需求和很强的议价能力, 从而提高了存货周转率。在 2015 年最低, 仅为 7.05, 相较 2014 年减少 2.08, 说明 2015 年的存货资产变现能力稍弱, 占用了经营资金。与河钢股份和行业均值相比, 攀钢钒钛的存货周转率水平与二者呈现一样的增长趋势, 说明行业整体存货管理能力在不断提升, 但攀钢钒钛的水平仍领先于河钢股份和行业。河钢股份在过去 10 年中的存货周转率呈现出相对平稳的趋势, 并且在近几年有所提升。这表明即使在 2013 年至 2016 年钢铁行业市场低迷的时期, 该企业也能够稳定地控制产能, 避免存货出现大量异常滞销的情况。

(2) 总资产周转率

对于钢铁企业来说, 提高总资产周转率不仅能提升盈利能力和竞争力, 还能指导企业的战略规划和决策。因此, 钢铁企业应持续关注和优化其总资产周转率, 以确保资产的高效利用和企业的长期发展。攀钢钒钛、河钢股份与行业均值 2013-2022 年的总资产周转率情况如下表 5.13 与图 5.8 所示。

表 5.13 2013-2022 年总资产周转率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢 钒钛	0.47	0.38	0.21	0.32	0.94	1.36	1.06	0.86	1.29	1.36
河钢 股份	0.69	0.58	0.42	0.41	0.58	0.61	0.58	0.48	0.62	0.58
行业 均值	0.92	0.81	0.59	0.62	0.84	0.90	0.91	0.84	1.14	1.02

数据来源: 国泰安数据库, 东方财富, 作者整理

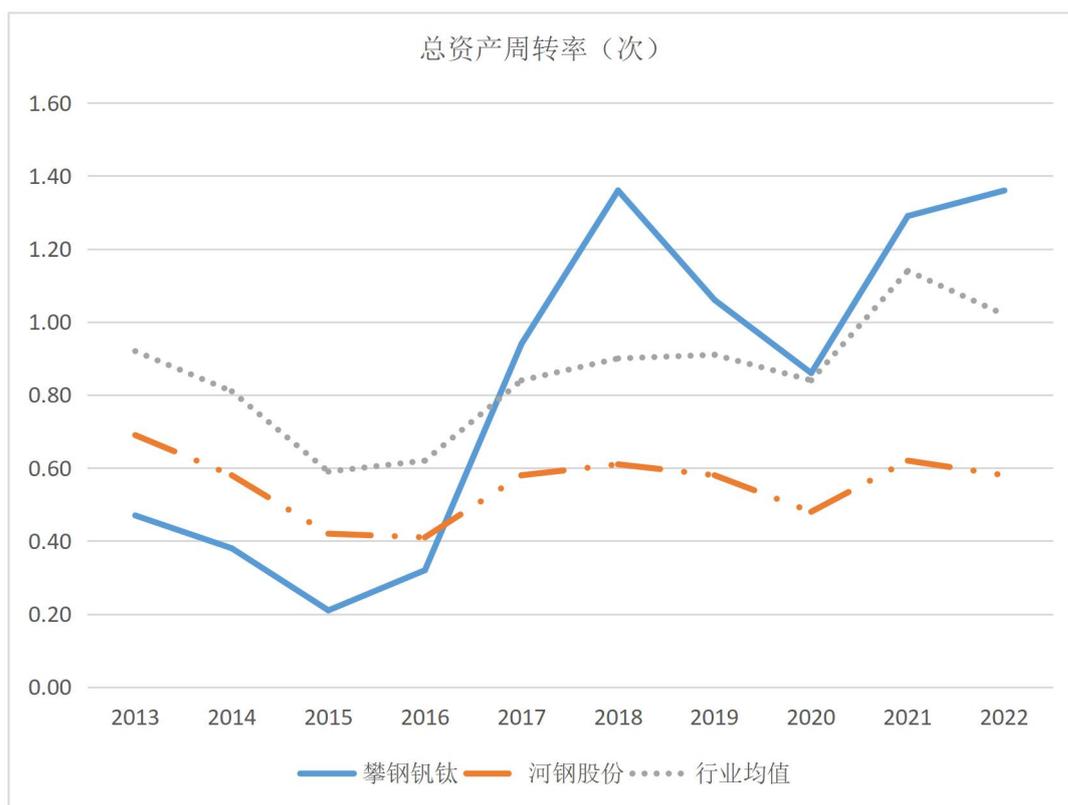


图 5.8 2013-2022 年总资产周转率

由图 5.8 可见，2016 年之前，攀钢钒钛的总资产周转率均小于 0.5，同时低于河钢股份和行业均值水平，究其原因，公司在资产配置上存在不足，投资决策不够精准，导致部分资产投入无法产生预期的经济效益，如合并卡拉拉矿业后，2014 年卡拉拉矿业的净利润却为-45.65 亿元，影响了总资产的周转率。而在 2016 年实施资产剥离后，攀钢钒钛的总资产周转率迅速上升，更是在 2018 年达到了 1.36，直接超过行业均值，远高于河钢股份，这是因为通过剥离不盈利或低效的资产部分，更加专注于钒钛产品的研发和生产，而这些产品在市场上的需求增长比传统钢铁产品更快。因此，攀钢钒钛能够通过满足特定市场需求来实现销售增长，进而提升总资产周转率；同时，攀钢钒钛通过优化资本结构和改善现金流管理，提高了资产的使用效率。

(3) 应收账款周转率

应收账款周转率对于企业来说具有重要意义，它可以帮助企业评估回款能力、运营效率、识别风险以及评估客户信用状况等。如果应收账款周转率持续下降，可能意味着企业的回款能力在下降，或者客户的信用状况在恶化，这需要企

业及时采取措施来降低风险。攀钢钒钛、河钢股份与行业均值 2013-2022 年的应收账款周转率情况如下表 5.14 与图 5.9 所示。

表 5.14 2013-2022 年应收账款周转率（次）

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢钒钛	25.91	17.37	13.34	23.20	48.74	73.64	78.37	85.19	100.54	91.14
河钢股份	121.22	77.11	37.17	35.25	46.76	36.86	27.82	33.59	84.38	68.86
行业均值	37.85	32.45	23.09	25.05	34.29	37.15	38.26	43.33	56.62	44.69

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

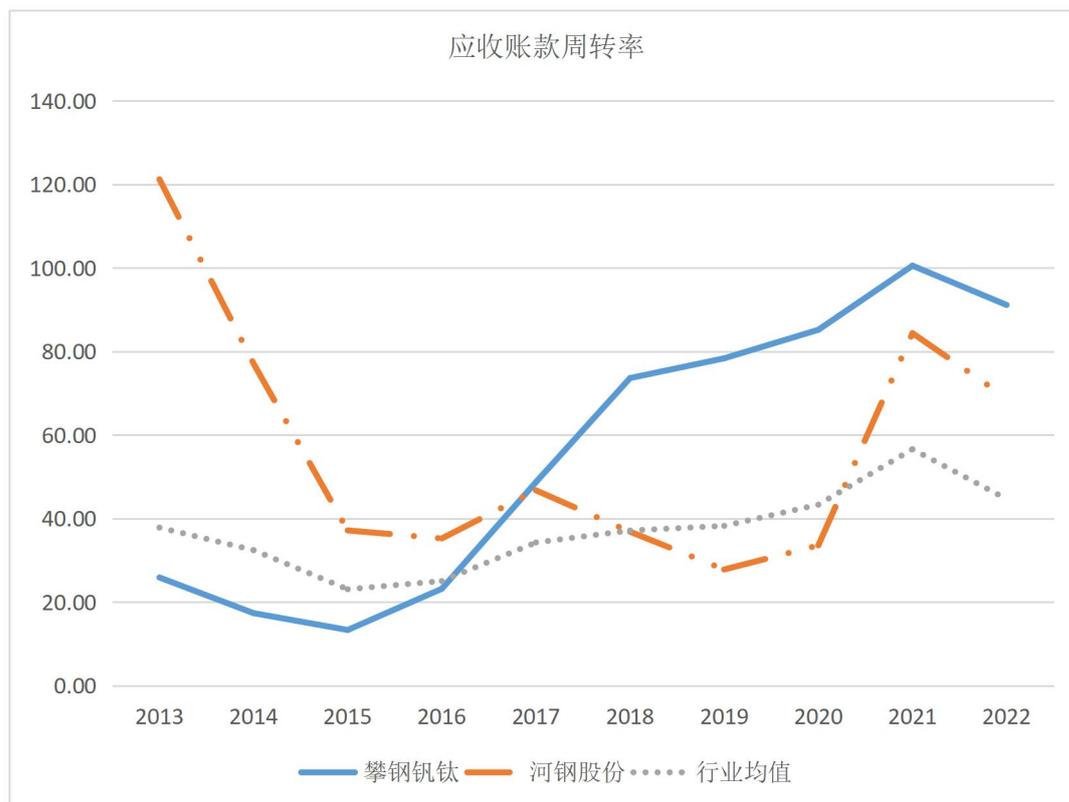


图 5.9 2013-2022 年应收账款周转率

从表 5.14 和图 5.9 中可以看出, 2013-2016 年, 由于产品市场不景气以及销售票据结算增加, 攀钢钒钛的应收账款周转率一直不理想, 低于行业均值和河钢股份, 企业回收账款速度较慢。如果一家企业无法保有足够的营运资本以维持其日常运营和偿付即将到期的债务, 那么企业的稳健成长将会面临巨大挑战。与此同时, 倘若企业的应收账款周转周期延长至不合理状态, 极有可能诱发严重的坏账风险, 进而给企业带来经济损失。2016 年攀钢钒钛实施资产剥离后, 应收账款周转率逐年上涨, 超过行业均值和河钢股份, 在 2021 年达到了 100.54 次/年。这是因为攀钢钒钛的钒钛产品具有较强的市场竞争力, 销量增加, 同时攀钢钒钛加大了对应收账款的管理, 现销比例提高, 客户通常需要提前付款, 部分客户可在产品交付后付款, 付款期限一般不超过产品交付后 180 天。由此, 攀钢钒钛获得更多的流动资金用于生产与投资。

5.2.4 发展能力分析

企业发展能力分析旨在评估企业扩大经营规模和提高生产经营实力的潜力。这一分析的核心指标包括总资产增长率、营业收入同比增长率等, 通过这些指标可以全面了解企业的长远扩展能力和未来发展前景。如表 5.15 所示, 本文以 2016 年资产剥离事件为关键节点, 选取了攀钢钒钛 2013 年至 2022 年的相关成长能力指标, 旨在深入分析其资产剥离前后的成长能力变化情况。

表 5.15 攀钢钒钛发展能力指标

年份	营业收入同比增长率 (%)	净利润同比增长率 (%)
2013 年	0.00	-6.09
2014 年	7.55	-1162.41
2015 年	-31.96	59.43
2016 年	-7.07	-171.22
2017 年	-11.07	114.00
2018 年	60.68	243.85
2019 年	-13.21	-53.95
2020 年	-19.61	-83.34

续表 5.15 攀钢钒钛发展能力指标

年份	营业收入同比增长率 (%)	净利润同比增长率 (%)
2021 年	33.42	265.47
2022 年	7.31	-6.17

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

(1) 营业收入同比增长率

营业收入同比增长率是衡量公司经营状况的重要指标,可以预测公司未来业务的发展潜力。攀钢钒钛、河钢股份与行业均值 2013-2022 年的营业收入同比增长率情况如下表 5.16 与图 5.10 所示。

表 5.16 2013-2022 年营业收入同比增长率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢 钒钛	0.00	7.55	-31.96	-7.07	-11.07	60.68	-13.21	-19.61	33.42	7.31
河钢 股份	-1.23	-10.88	-25.60	1.98	46.19	10.99	0.45	-11.39	38.98	-4.11
行业 均值	-0.20	-3.60	-20.19	8.73	54.56	17.80	7.55	3.83	38.00	-4.19

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

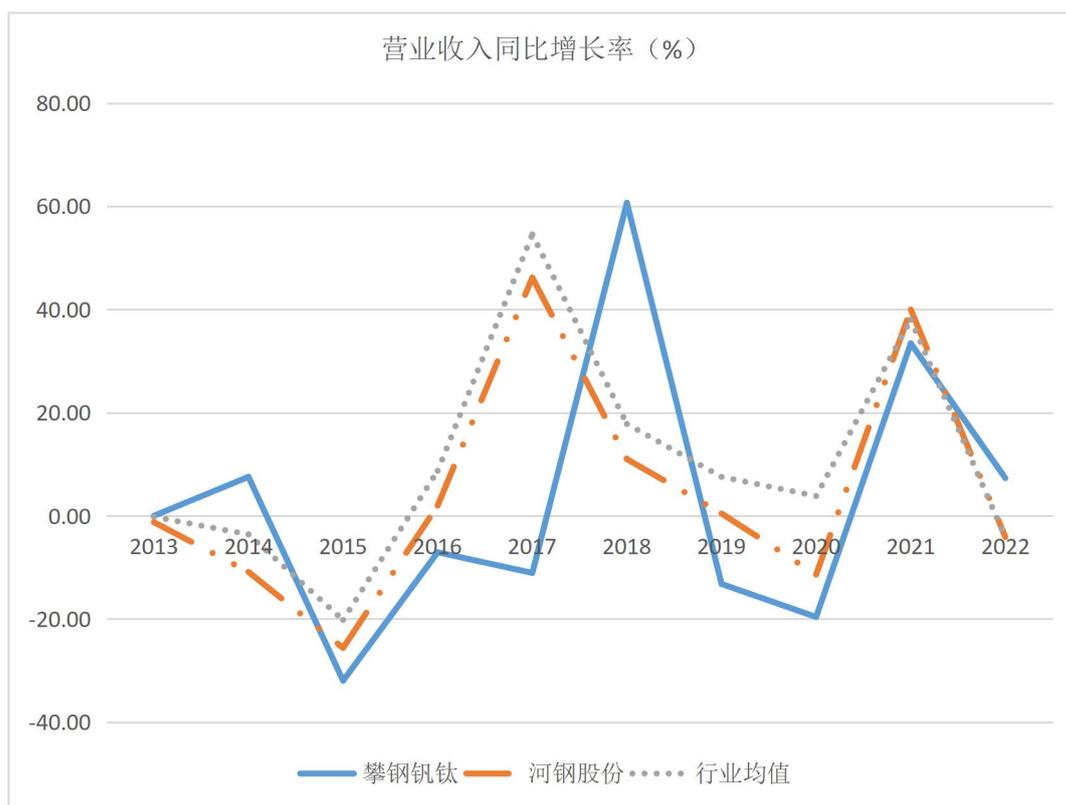


图 5.10 2013-2022 年营业收入同比增长率

观察图 5.10，清晰可见，在未执行资产剥离时，攀钢钒钛的年度营收增长率显著下滑，2015 年骤降 31.96%，揭示了公司核心业务运营的困境，以及产品销售滞后，市场竞争力不足的问题。2017 年的异常表现与行业趋势相悖，主要源于 2016 年剥离了矿石和铁精矿业务，当年铁矿石产品贡献了 44.29% 的总收入，达 46.99 亿元。因此，2017 年，剥离后的营收下滑，公司规模随之缩减。然而，自 2017 年起，攀钢钒钛专注于钒钛业务，2018 年，钒产品创造了 81.62 亿元的收入，占比 53.83%，同比增长 144.54%，显示出资产剥离后的强劲增长和财务表现的显著改善。

(2) 净利润同比增长率

净利润增长率反映了公司当前净利润与某一基准期相比的变化程度。该指标值越高，表明公司的盈利能力越强，且具备较大的发展空间。表 5.17 和图 5.11 展示了攀钢钒钛、河钢股份以及行业均值在 2013 年至 2022 年期间的净利润同比增长率情况。

表 5.17 2013-2022 年净利润同比增长率

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
攀钢钒钛	-6.09	-1,162.41	59.43	-171.22	114.00	243.85	-53.95	-83.34	265.47	-6.17
河钢股份	-1.28	423.08	-43.99	255.88	48.69	106.10	-34.42	-29.04	47.79	-47.32
行业均值	-34.37	-308.34	-1,966.01	-192.37	658.12	-27.58	-4.28	11.93	60.51	-64.24

数据来源：国泰安数据库，东方财富，作者整理

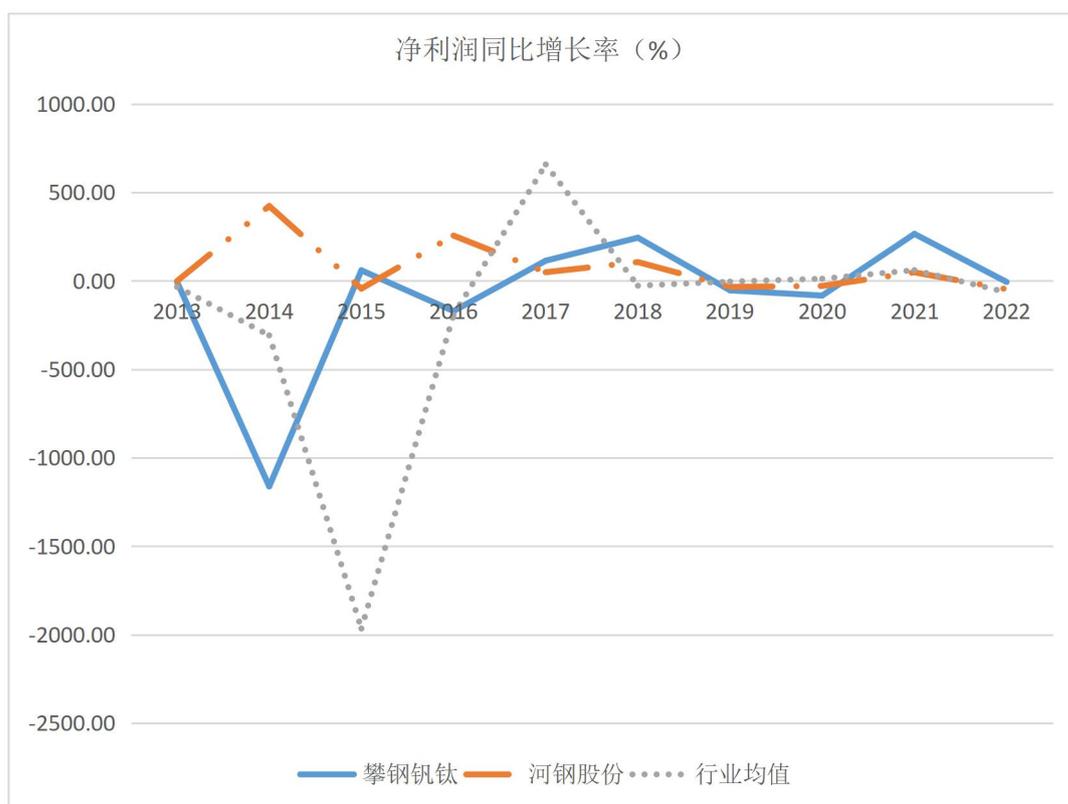


图 5.11 2013-2022 年净利润同比增长率

由图 5.11 可知，相比河钢股份，2013-2022 年攀钢钒钛的净利润同比增长率有着非常大幅度的变动。2014 年攀钢钒钛的净利润急速下降到-37.75 亿元，净利润同比增长率为-1162.41%，主要是对卡拉拉计提资产减值准备 43.25 亿元导致。2016 年实施资产剥离后，攀钢钒钛净利润增长率开始上涨，虽然 2016 年仍为负值，但超过行业均值；在 2017-2018 年转正且超过行业均值和河钢股份。究其原因：一是 2016 年重大资产重组影响；二是 2017 年和 2018 年钒钛产品市场价格上涨，利润增加。而由于 2019 年和 2020 年钒钛市场经历了大幅波动，呈

现供大于求的状态，钒产品的市场价格大幅下降，其净利润增长率也有所下降，分别为-53.95%和-83.34%。总体来看，2018年后，攀钢钒钛的净利润增长率变化趋势与河钢股份和行业均值渐趋一致。此外，虽然攀钢钒钛2016年实施资产剥离后的净利润增长率偶有负值，但净利润全部为正数，这说明资产剥离改变了企业创造利润能力不足的困境，未来发展前景良好。

5.3 管理绩效分析

除了市场绩效和财务绩效外，管理绩效是衡量企业经营状况的关键指标之一，它能够在其他绩效的基础上，为企业的整体经营状况提供更全面、更深入的评估。所以本文参考国务院发布的《中央企业综合绩效评价实施细则》等文件，结合本案例的实际情况，着重选取了以下管理绩效指标，来更加全面地分析攀钢钒钛2016年资产剥离之后的绩效表现。

5.3.1 创新能力提升

为了构建企业的核心竞争力，不仅需要增加对核心业务的科研投入，还需要吸引并留住人才，让他们积极参与到企业的管理和研发创新中来。企业的研发投入是获取核心技术、推动创新发展的关键途径。通过持续的研发投入，企业能够不断掌握最新的技术和市场动态，并将其转化为实际的创新能力。从长期来看，若企业在研发方面的投入不足，将导致产品缺乏创新力，进而削弱企业的核心竞争力，最终可能会被市场所淘汰。攀钢钒钛始终坚持研发创新，其2014-2022年的研发投入数据见下表5.18。

表 5.18 攀钢钒钛 2014-2022 年研发投入情况表

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
研发投入金额（亿元）	3.50	3.84	3.96	2.43	5.38	4.66	4.14	6.73	5.76
研发投入占营业收入比例	2.09%	3.36%	3.74%	2.58%	3.55%	3.54%	3.93%	4.79%	3.82%
研发人员数量（人）	1025	1020	378	348	342	352	340	339	363
研发人员数量占比	5.64%	5.93%	8.86%	10.24%	10.09%	10.21%	10.14%	10.33%	10.70%

数据来源：根据攀钢钒钛年报整理

如表 5.18 所示,在研发投入金额上,攀钢钒钛 2014 年和 2015 年分别为 3.50 亿元和 3.84 亿元,自 2016 年资产剥离以来,除了 2017 年以外,每年的研发投入都保持在 4 亿元以上,并且研发投入占营业收入的比例也都超过了 3.50%,呈现出逐年上涨的趋势。

攀钢钒钛拥有两个省级技术创新平台及一个创新团队,拥有较强的研发能力,目前承担了多项国家级、省级重大关键技术研发任务,在钒钛领域产业化技术及钒钛磁铁矿综合高效利用方面实力雄厚,获得多项省级以上科技成果,并且依靠自主创新探索出难利用、低品位、多金属共生的攀西钒钛磁铁矿综合利用道路,形成了钒氮合金等钒制品制备、多牌号钛白粉生产、多品种钛渣冶炼等一批拥有自主知识产权的专利和专有技术,2021 年攀钢钒钛授权专利 65 项,其中发明专利 20 项,在钒氮合金、高钒铁生产、大型电炉冶炼钛渣、钛白粉新产品开发及应用性能研究、高炉渣提钛等方面具有显著的技术优势,高钒铁市场占有率达到 80%左右。

5.3.2 人才竞争优势

在一个企业的发展中人才占据着重要的位置,企业之间的竞争在很大程度上取决于企业所拥有的人才,对于人才的一个重要的判断指标就是其受教育的程度。攀钢钒钛属于制造业企业,和其他的制造业企业相同,企业不仅仅具有专业性的技术人才,还存在教育水平较低的一般性的员工,在信息技术快速发展的时代,很多的工作内容实现了智能化的管理,对于一般的劳动者来说,需求的数量在不断的减少,但是高水平的专业人才还比较稀缺,专业的技术人才在企业的竞争中发挥着重要的力量。攀钢钒钛 2014-2022 年员工教育程度类别情况见下表 5.19 和图 5.12。

表 5.19 攀钢钒钛 2014-2022 年员工教育程度类别情况表

单位:人

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
研究生	177	155	66	78	82	85	64	70	71
本科	2197	2036	593	528	523	510	483	508	527
大专	5165	4842	1262	949	925	960	808	935	1015

续表 5.19 攀钢钒钛 2014-2022 年员工教育程度类别情况表 单位：人

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
大专以下	10274	10078	2344	1941	1861	1821	1826	1765	1778
合计	17813	17111	4265	3496	3391	3376	3181	3278	3391

数据来源：根据攀钢钒钛年报整理

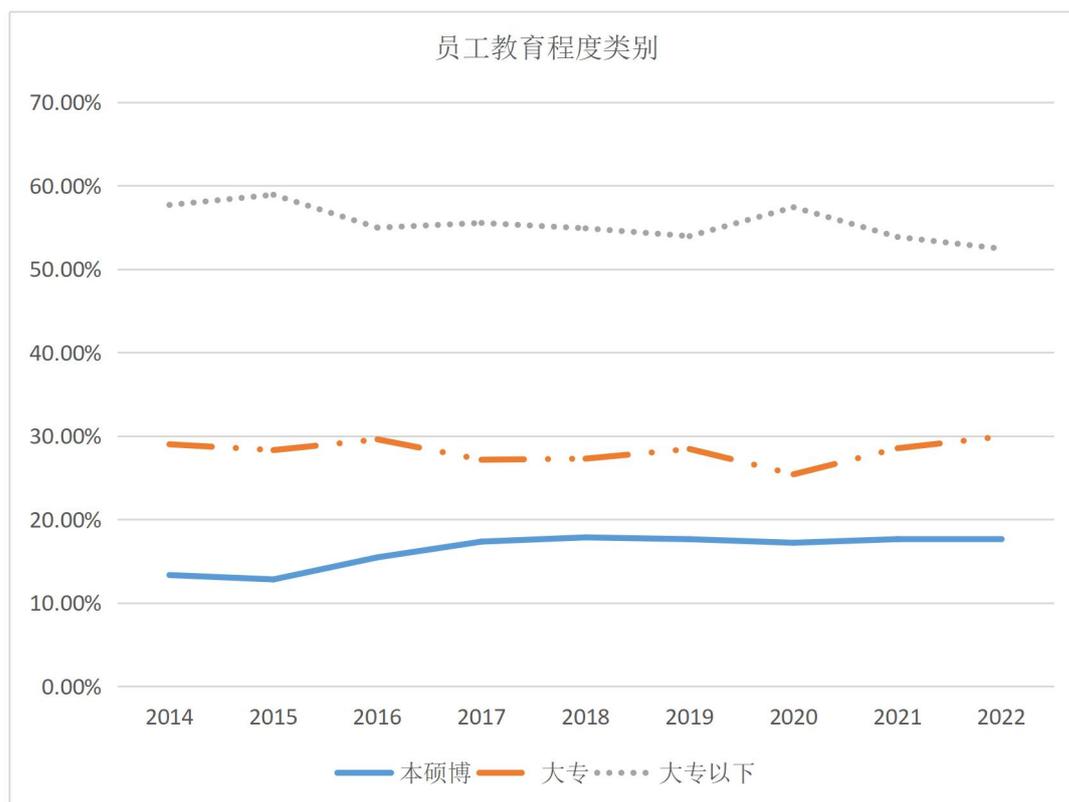


图 5.12 攀钢钒钛 2014-2022 年员工教育程度类别情况图

从表 5.19 和图 5.12 可以看出，攀钢钒钛在 2016 年资产剥离前，职工的学历结构基本处于稳定的局面，变化的比例比较小。在资产剥离之后，企业将一部分的员工剥离出了企业，企业的总体人数在不断地下降，但是本科、硕士和博士学历的人群比重却有所上升，大专以下学历的人群比例在不断地下降。主要原因在于攀钢钒钛紧紧围绕建设“国内一流、国际知名的钒钛新材料上市公司”为目标，以提高人力资源与公司发展匹配度为核心，突出抓好核心骨干人才培养，搭建人才成长平台，提升员工职业素养与职业技能，为公司高质量发展提供坚强的组织保障和人才支撑。

5.3.3 业务结构优化

2016年之前，受国际铁矿石价格断崖式下跌影响，攀钢钒钛的铁矿石采选业务出现持续大额亏损。同时，虽然攀钢钒钛的海绵钛业务在产量和技术上总体走在国内前列，然而，由于对引进技术的吸收和运用存在不足，特别是镁电解等关键技术难题尚未全面突破，这导致实际产品性能未能完全达到设计预期，成本也相应偏高，最终使得相关业务面临亏损挑战。而随着新兴产业、国防军工、航空航天等迅速发展，对钒功能材料、高档钛白粉的需求预计将保持稳定增长。

攀钢钒钛在2016年通过资产剥离交易，成功剥离了全部铁矿石业务资产、钛精矿提纯业务和海绵钛项目资产。这一举措有助于改善公司的资产质量和财务状况，推动业务升级转型，使公司能够更专注于发展钒钛业务，并以更灵活、高效的方式应对激烈的市场竞争。

目前攀钢钒钛是国内主要的产钒企业，同时是国内主要的钛原料供应商，国内重要的钛渣、硫酸法和氯化法钛白粉生产企业。钒产业方面，在钢铁领域，钒在钢铁领域约70%用于钢筋，随着国家对高强钢筋的应用推广及淘汰335MPa级及以下钢筋等政策实施，基于国内10亿吨粗钢产量的预测，到2025年，钢铁行业对钒产品的需求预计将增加1万吨。即便粗钢总产量下降10%，由于质量的提升和增量部分的补充，现有的钒需求也有望得到维持。此外，在非钢铁领域，全钒液流电池和航空工业对钒的需求预计将出现显著增长，其中新能源战略推动储能用钒需求增长；全球航空工业快速发展，国内军民融合、大飞机战略落实，将提升钒钛合金需求。非钢用钒前景可期。

5.3.4 社会责任履行

攀钢钒钛结合国际低碳发展形势和我国绿色低碳发展政策导向，充分分析国家碳达峰碳中和决策对行业生产、消费、能源、技术及发展格局等产生的深远影响，积极谋划碳达峰及降碳行动方案，将绿色低碳循环发展作为公司高质量发展的内在要求和必由之路。

2018年，攀钢钒钛斥资约1.2亿元，致力于环境保护、生态复原、节能减排以及厂区绿化的升级改造。为进一步强化环保措施，2019年公司启动了煤气

回收项目的试运行。这些举措不仅塑造了公司务实负责的企业形象，也赢得了公众的广泛认可。2020年，公司通过了能源体系认证，通过体系化运行，规范化管理，提高能源管理水平和能源使用效率。2021年投入资金约1.13亿元，重点抓好污染综合治理、现场环境改善工作，提升公司整体环保水平和企业形象；严格按照环评要求，建设完备的污染防治设施，并与主体设备同步运行，环保设施与主体设备同步运行率100%。

6 研究结论、启示与不足

6.1 研究结论

本文综合运用文献研究法和案例研究法，以典型企业攀钢钒钛为案例对象，对其 2016 年实施的资产剥离交易进行深入的动因探究与绩效分析，最后得出以下结论：

6.1.1 资产剥离是优化资源配置的有效手段之一

在大规模出售资产后，攀钢钒钛成功获得丰富的现金流，对这家长期业绩疲软的企业构成了显著的提振。此项交易在当年即显著增加了公司收入，直接增强了其短期运营表现。同时，剥离的资产主要是盈利能力较弱的部分，而保留的则是市场潜力更大的钒钛资产，这使得公司能够集中更多资源支持这些优质资产，重新构建其业务架构，进一步优化资源配置。简而言之，通过实施实物资产剥离策略，企业可以获取显著的收益。如果企业能够明智地将现有资产投向更具盈利能力的领域，展现出资产配置优化，那么这种资产剥离策略将对企业的经营业绩产生积极影响，推动企业稳健前行，不断发展进步。

总体而言，当上市企业因经营不善而需要借助资产剥离来维护其壳资源时，在确定待剥离资产的类型和剥离方式时，应充分考虑企业未来的发展战略。重点可以考虑剥离那些与核心业务协同效应不足的多元化业务，或者盈利能力较弱的主营业务，从而优化资源配置，推动企业实现战略转型，确保企业未来的可持续发展。

6.1.2 资产剥离能迅速提升企业短期业绩

对于 ST 企业而言，最大的威胁往往源于退市的可能，而资产剥离作为一种战略手段，能够迅速提升企业的经营表现，从而有力地规避这一风险。特别是在行业不景气的时期，企业难以独自在短时间内显著提高运营效率以实现扭亏为盈。此时，通过资产剥离对公司的资产进行优化配置，一方面，剥离非核心或持

续亏损的业务，相当于实施止损策略，避免资源的无谓消耗；另一方面，出售资产还能带来显著的收益，进而迅速增强财务表现，实现盈利目标。通过实施资产剥离策略，攀钢钒钛成功地优化了其财务表现，扭转了亏损局面，从而保住了上市资格。然而，应当注意的是，这种由资产剥离带来的收益并不属于常规经营收入，不具备持久性。但是，如果公司能够成功地将这些一次性收益投资于具有盈利潜力的业务，并且不断提高其经营管理和技术创新能力，那么企业便有望实现持续的利润增长，进而切实地避免潜在的退市风险。

6.2 研究启示

6.2.1 重视并加强相关性信息披露

一方面，资产剥离往往被视为企业在经营业绩下滑、遭遇财务困境或面临发展危机时所采取的一种被动措施。即便是在行业中处于领先地位的公司，首次剥离业务也会引发市场的怀疑与负面评价，从而打击投资者的积极性。另一方面，根据信号理论，在信息不对称的情况下，投资者是处于弱势的一方，仅能够通过公司的特定业绩以及所披露的有关信息来进行判断和考虑；同时，投资者的投资心理与行为选择也将影响公司的市场绩效表现。为此，企业必须在资产剥离的早期就主动披露有关的会计信息，以规避其对公司市场绩效的负面影响，也为其未来的可持续发展打下坚实的基础；同时应高度重视首次公告的发布，确保信息及时、真实地披露，并根据市场反馈情况迅速补充相关披露信息。

除此之外，虽然大多数公司在公告中都会披露资产剥离的相关信息，如具体的交易方案、标的资产概况、负债状况以及股权转让的定价等，但对于实施战略剥离的公司而言，它们在公告中还应加强披露实施战略的具体方式、战略目标与资产剥离之间的联系，以及资金回收后的主要流向等重要内容。

6.2.2 客观认识并主动运用资产剥离

对企业来说，将那些与公司战略规划不符、成长潜力不足、甚至会成为企业发展障碍的业务或资产进行剥离，并非是一种错误的行为，也并不代表经营不善，反而是明智且合理的选择。但是，企业若只是为了改善短期经营绩效，盲目地将

资产剥离出来，以此来美化最终的会计报告，或是逃避上市，这样的资产剥离不仅不会提升企业的价值，反而会对企业的长期发展产生不利影响。资产剥离是一种收缩性策略，企业通过出售盈利能力较差、流动性较差以及非核心业务来激活现有的资产，增强资产的流动性，并对公司的战略部署进行调整，以此来壮大企业的核心业务。这样的资产剥离可以减少企业的经营风险，提升企业的经营绩效，提升企业的综合实力，最终提升企业价值。

对此，企业必须对资产剥离有一个客观、公正的认知，决定进行资产剥离并非必然代表前期战略的失败，它可能是基于当前市场环境和企业内部情况作出的适应性调整。在企业转型升级的重要阶段，要立足于企业自身的发展状况，充分挖掘企业的发展潜能，准确把握资产剥离时机，主动进行资产剥离，从而优化资源分配，培育企业的竞争优势。

6.2.3 根据资产剥离目标制定科学的资产剥离方案

企业在经营中要根据自身的实际情况，结合目前的市场情况，分析形势，做出正确的战略选择。对于过度多元化的企业来说，适时采取归核化策略或许是一种最优的解决方案。企业在前期要根据盈利状况及产业相关性对核心与非核心业务的发展状况进行综合评价，把握好合适的剥离时机，科学、合理地进行资产剥离计划。企业在制定资产剥离方案时，既要做好剥离前的前期筹备工作，又要重视剥离后的企业资源整合。资产剥离完成后，公司通常需要重新审视并调整其经营策略及资产结构，由于剥离资产所产生的收益将不会被纳入到公司的财务报表中，因此，在经过一段时间后，公司的核心业务才逐渐凸显其竞争优势，进而为公司带来稳健的整体收益。

此外，企业要强化产业链的纵向整合，在剥离计划中要对核心业务进行资金、科技、人才、知识产权等方面的扶持，以确保其稳健发展。所谓的“收缩”，并不是简单地减少了规模，而是在明确了公司的战略发展定位之后，将重心放在了“扩张”战略核心业务上，进一步壮大并优化产业链，实现规模与效益的双向提升。资产剥离不是企业的正常经营行为，而是一种偶然的行爲，尽管不会对企业造成特别长期的影响，但在剥离之后，企业的发展能力会受到一定的影响，公司的资产结构和业务范围都会有很大的变化。因此，公司要根据长远的战略需要，

制订一套科学的资产剥离计划，并根据自己的现实情况，对人力、物力、财力等资源进行合理的整合，这样才能确保企业在剥离之后，得到最大的利益。

6.2.4 注重资产剥离后资源整合

企业的资源有限，因此需精准分配，确保关键领域得到充分支持。大规模地通过资产剥离来重塑业务架构，无疑将对公司的组织架构、资本配置乃至企业文化带来深远影响。为避免资产剥离后可能引发的内部运作不畅，企业应从一开始就做好全面地规划，以确保资源的高效重组，并增强留存资产间的协同效应。如果后续缺乏有效的资源整合，公司内部可能会陷入无序，人力资源、物质资源和财务资源的潜力无法得到充分发挥。

完成资产剥离后，企业应依据其未来的战略愿景，有序地重塑发展路径，探索新兴业务，以提升长期运营效能并增进股东收益。资产剥离仅是企业战略转型的起点，其后续的关键在于高效地整合剩余资源。企业可通过推进同一业务领域的横向聚合，以及供应链上下游的纵向联接，重塑组织架构，不断深化在战略决策、投资策略、风险管理及绩效评估等关键领域的制度建设创新，真正让企业的长期稳定发展建立在体系能力的构筑与软实力的持续提高之上。剥离资产后，企业可以重新配置资源，将其精准投向新的业务板块或市场；同时，识别并整合多余的业务模块，以消除冗余，防止资源浪费。此外，也可促进不同业务板块间的资源共享，以提升资源配置效率，释放协同效益，专注核心业务，进而强化企业的可持续发展能力，最终达成战略目标。

6.3 不足之处

本文研究的局限性主要体现在三个方面：首先，仅针对攀钢钒钛 2016 年的资产剥离案例进行单一分析，且仅探讨了资产剥离的动因及绩效影响，这使得研究视角显得狭窄，未能全面审视这一过程的复杂性和多样性。其次，尽管分析了资产剥离对攀钢钒钛绩效的影响，但忽略了其他潜在影响因素，如行业动态和宏观经济环境，这可能导致得出的结论具有一定的片面性。最后，鉴于撰写时间的限制以及缺乏实地调查，本文的分析建立在攀钢钒钛年度报告和财经网站公开数据库的数据基础之上，未对攀钢钒钛或其他钢铁企业进行深入的现场调研，故所

揭示的动因等可能与实际情境存在一定的偏离。未来的研究若能扩大样本范围并结合实地考察，将能提供更为全面和准确的认识。

参考文献

- [1] Cynthia A. Montgomery, Ann R. Thomas. Divestment: Motives and Gains[J]. *Strategic Management Journal*, 1988, 9(1).
- [2] Dariya Mykhayliv, Klaus G. Zauner. The Impact of Equity Ownership Groups on Investment: Evidence from Ukraine[J]. *Economic Modelling*, 2017.
- [3] Edward H. Bowman, Harbir Singh. Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm[J]. *Strategic Management Journal*, 1993, 14.
- [4] Enzo Peruffo, Raffaele Oriani, Alessandra Perri. Information asymmetries, family ownership and divestiture financial performance: Evidence from western European countries[J]. *Corporate Ownership & Control*, 2014, 11(4).
- [5] Hui Li, Qian Xia Chen, Lu Yao Hong, Qing Zhou. Asset restructuring performance prediction for failure firms[J]. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 2019, 30(4).
- [6] Long Cheryl, Zhang Jing, Yang Jin. Uncovering asset stripping during China's privatization[J]. *Economics of Transition and Institutional Change*, 2021, 29(4).
- [7] Margarita Kaprielyan. Valuation consequences of the decision to divest in the globalized world[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2016, 36.
- [8] Miriam Flickinger, Miriam Zschoche. Corporate divestiture and performance: an institutional view[J]. *Journal of Management & Governance*, 2018, 22(1).
- [9] Paul Stonham. Diversification, refocusing and economic performance[J]. *European Management Journal*, 1996, 14(6).
- [10] Pham Dung (June), Nguyen Thanh, Pham Trang Minh, Adhikari Hari. Corporate Divestiture Decisions and Long-Run Performance[J]. *Journal of Behavioral Finance*, 2021, 22(2).
- [11] Shih-chi (Sana) Chiu, Azadeh Sabz. Can Corporate Divestiture Activities Lead to Better Corporate Social Performance?[J]. *Journal of Business Ethics*, 2021 (prepublish).
- [12] William Finlay, Andrew Marshall, Patrick McColgan. Financing, fire sales, and the stockholder wealth effects of asset divestiture announcements[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50.

- [13]陈佳,李强,曾勇.资产剥离对风险溢价的影响研究[J].运筹与管理,2019,28(10):156-164.
- [14]郭蓉,陈欣儒.资源与压力约束框架下绩优企业战略调整方向选择[J].财会月刊,2021(12):129-137.
- [15]郭伟,翟君,郭婧.战略转型视角下的资产剥离与企业价值研究[J].软科学,2020,34(11):95-100.
- [16]郭伟,郭泽光.资产剥离对企业财务绩效的影响及其作用机制[J].广东财经大学学报,2020,35(02):55-67.
- [17]侯剑平,介迎疆.机构投资者对上市公司关联方资产重组市场表现影响——基于事件研究法研究[J].广东社会科学,2015(05):41-50.
- [18]胡凯,刘蕾蕾,杨忠智.企业战略、股东分歧与资产剥离业绩——永辉超市剥离永辉云创案例研究[J].时代金融,2020(11):69-71.
- [19]赖斌慧.价值链视角的企业资产剥离战略研究[J].商业经济研究,2015(01):92-93.
- [20]雷建波.国有企业资产剥离及其绩效研究[J].财会月刊,2015(02):53-56.
- [21]李萍,苏亮瑜,徐欣.资产剥离能否激发中国企业研发投资?——基于融资约束视角的研究[J].中山大学学报(社会科学版),2019,59(01):188-198.
- [22]柳柳.我国上市公司资产剥离动因研究——以沪深两市上市公司为例[J].经济师,2017(01):98-100.
- [23]罗良忠,王亚民.企业资产剥离及其操作程序[J].企业活力,2002(07):25-27.
- [24]罗良忠.上海大中型企业剥离性资产重组对策研究[J].科技经济市场,2015(10):28-34.
- [25]骆希亚.多元化战略转向归核化战略实施的影响机制分析[J].湖北经济学院学报(人文社会科学版),2021,18(04):57-61.
- [26]彭睿,綦好东,亚琨.国有企业归核化与风险承担[J].会计研究,2020(07):104-118.
- [27]史习民,戴娟萍.宝钢股份资产剥离:支撑抑或掏空?[J].财会月刊,2014(17):51-54.
- [28]史习民,金晓勇.行业下行周期中战术性资产剥离绩效分析——以中国铝业为例[J].财务与会计,2015(07):29-31.
- [29]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.
- [30]王星雨,陈新明.美国在华跨国公司资产剥离行为动因研究[J].宏观经济研

- 究,2019(03):59-68.
- [31]卫建国,薛珊,黄怡锋.资产剥离对上市公司长期绩效的影响[J].华南理工大学学报(社会科学版),2009,11(03):13-21.
- [32]魏妍焯,戴娟萍.中国远洋战术性资产剥离及其价值效应[J].财会月刊,2014(19):69-71.
- [33]文巧甜,郭蓉.资源约束框架下业绩反馈与战略调整方向研究——基于中国上市公司的数据分析[J].经济管理,2017,39(03):90-108.
- [34]吴倩,薛有志.企业资产剥离如何传染——基于同群效应的视角[J].当代财经,2021(05):90-101.
- [35]吴志军.生物医药上市公司资产重组绩效实证研究[J].企业经济,2017,36(03):5-13.
- [36]肖海莲,巫岑.归核化、R&D 投资与企业绩效[J].管理现代化,2016,36(04):70-74.
- [37]谢珺,张越月.基于 CEO 职业生涯关注的中国上市公司重组行为研究[J].山西财经大学学报,2015,37(06):82-90.
- [38]徐纪艳.上市公司资产剥离的财务绩效分析——以 J 公司为例[J].河北企业,2020(02):55-56.
- [39]薛有志,吴倩.谁实施的资产剥离交易更少:国有企业还是非国有企业?[J].现代财经(天津财经大学学报),2021,41(03):3-17.
- [40]薛有志,西贝天雨,周杰.企业资产剥离的作用机制与影响因素:研究述评与展望[J].管理现代化,2021,41(05):125-129.
- [41]严复海,吴晓静.上市公司资产剥离短期价值效应的实证研究[J].财会通讯,2010(27):69-71.
- [42]阎晓春,嵇菊莉.我国上市公司资产剥离绩效的实证研究[J].金融与经济,2013(05):66-68.
- [43]张曦.古诺市场上的资产剥离措施有效吗?——成本不对称视角[J].南开经济研究,2016(03):21-51.
- [44]张晓月,赵思维,龚玉.上市公司资产剥离式扭亏对创新绩效的影响研究[J].金融理论与实践,2019(10):27-34.
- [45]张欣.我国上市公司不同资产剥离动因对绩效影响的分析[J].商业时代,2014(06):84-86.
- [46]郑洁,余丽霞.我国上市公司资产重组与股价异常波动的关联性研究[J].金融发

展研究,2017(04):60-67.

[47]郑毅,陈灵希.壳资源价值、资产剥离与企业研发投入[J].辽宁工程技术大学学报(社会科学版),2020,22(04):262-269.

[48]周嘉慧.D 公司资产剥离动因及财务绩效研究[J].上海商业,2021(09):118-119.

[49]邹利萍,熊瑾.新能泰山资产剥离的动因及财务绩效研究[J].广西质量监督导报,2021(04):140-141.

后记

到这儿，就真的要结束了。其实，从心底来说，后记可能是我最不会写到纸上的一部分了。不是没有感触，只是习惯憋在心里了。罢了，也就这一次了。

人生之幸，得遇良师。特别感谢我求学之路上遇到的所有老师，尤其是我的导师沈萍教授。不论是在生活中，还是学业上，她都有形或无形地帮助了我很多。希望“小老太太”身体健康，再长点肉；希望所有老师们生活顺心，工作顺意。

哀哀父母，生我劬劳。自小学开始，我在家里待的时间就屈指可数了。但以现在的视角来看，我明白了家人的一些辛酸。不太想多说了，希望家人无病无灾，平平安安。

友情不忘，岁月共长。不论已经走散的，还是仍聚左右的，你们是最宝贵的财富，包括 212、3314 等。有句话，我想说很久了，当时宿舍群里我那句“你们喝酒吗？”是在表达不要喝酒。就在今天，一位朋友也离校了，把她行李箱还摔了一下，不嘻嘻。那么，一句诗送给我的朋友们，“于道各努力，千里自同风”。

行稳致远，进而有为。对自己，好像真没什么可说的，就简单四个字吧，“不要犹豫！”另外，爱情之路，多半是要坎坷了。

再见，来不及握手。