

分类号 00006015
U D C F23/1030

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 金融街控股分拆金融街物业
上市的动因及效果研究

研究生姓名: 褚若楠

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 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： 褚若楠 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 方文彬 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2024年6月3日

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： 褚若楠 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 方文彬 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2024年6月3日

Financial Street Holdings spin off the Financial Street property Marketing motivation and effect study

Candidate : Chu Ruonan

Supervisor: Fang Wenbin

摘 要

近些年，房地产行业经济泡沫大幅上升，房企面对越发严格的监管压力，在“住房不炒”这一政策发布之后，伴随着相关的政策措施也陆续推出，如“房地产贷款集中度的管理制度、三条红线融资新规等”。房地产企业的传统业务增长速度放缓，为了达到市场监管的要求，同时寻求企业的可持续发展，房企开始将眼光放在物业管理板块。物业管理营收稳定且处于行业快速发展时期，分拆上市可以帮助企业融资获取资金，集中资源发展核心业务，于是，大多房地产企业决定分拆其有发展前景的物业子公司上市。

本文以2020年7月6日在香港主板成功上市的金融街物业为研究对象，主要从母公司金融街控股的角度剖析其分拆物业上市的动因及效果。先是基于“融资需求理论、信息不对称理论、企业生命周期理论和归核化理论”进行动因分析，发现金融街控股分拆金融街物业上市的动因主要为以下四点：一是拓宽融资渠道，优化资本结构；二是提高信息透明度，释放企业市值；三是寻找新的业绩增长点，提升经营业绩；四是经营核心业务，实现价值最大化。其次，针对上述分析的具体动因从“融资效果、市场反应、财务绩效和战略效应”四个方面进行效果分析，并得出如下结论：一是金融街控股有四个主要的分拆动因，其中融资效果最显著；二是金融街控股分拆物业上市在短期内对母公司的融资能力、企业估值和财务绩效都有积极效应；三是金融街控股分拆物业上市对企业的长期绩效影响有限，母公司战略布局效果不佳。最后，本文提出关于分拆的建议，为那些有意愿进行分拆并上市的企业提供宝贵的参考和经验，并在学术研究中为我国房地产分拆物业公司上市的案例提供了理论支撑。

关键词：分拆上市 动因分析 效果分析 金融街控股

Abstract

Rapid development of real estate industry in recent years, now has produced a huge economic bubble, enterprise is also facing increasingly severe regulatory environment, the "housing not fry" policy called after the release, with the policy measures released, such as real estate loan concentration management system, three red line financing new rules and for two centralized regulation measures, real estate enterprise development business is low growth, to meet the regulatory requirements and seek the benign development of the future, to seek new development way. The revenue of property companies is stable and in the period of rapid development of the industry. The spin-off listing is conducive to the development of enterprise financing and business sectors. In order to meet the financing needs, more and more real estate enterprises will list their property companies with development potential.

This paper studies on Financial Street Property, which was successfully listed on the main board of Hong Kong on July 6,2020, and mainly analyzes the motivation and effect of the listing of its spin-off property from the perspective of the parent company Financial Street Holdings. Firstly, based on the theory of financing demand, information asymmetry theory, enterprise life cycle theory and attribution theory, the reasons for the listing of Financial Street Holdings include the following

four points: first, to broaden the financing channels and optimize the capital structure; the second, to improve the information transparency and release the enterprise market value; third, to find new performance growth points and improve the business performance; fourth, to operate the core business and maximize the value.

next, According to the specific drivers of the above analysis from "financing effect, market reaction, financial performance and strategic effect", And draw the following conclusions: first, the financing effect is the most significant, The spin-off listing showed a positive effect on easing the financial pressure of the parent company, Financial Street Holdings acquired funds by transferring some control of the property, Financial Street Property used to raise funds through the offering of new shares, Its solvency has also been improved; Second, the value of Financial Street Holdings in the capital market has increased significantly in the short term, The spin-off event has brought a premium effect to the enterprise; Third, the ranking of the comprehensive score of financial performance increased in the short term, But in the long run, the improvement is not obvious; Fourth, the strategic effect is not good, Revenue fluctuates greatly. Finally, this paper puts forward the enlightenment and experience from the perspective of enterprises, which provides useful experience and reference for other enterprises that are willing to split and list, and theoretically enriches the relevant case studies of the listing of real estate spin-off property companies in China.

Key words: Spin-off listing; Motivation analysis; Effect analysis ;

Financial Street Holdings

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容及方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	5
2 国内外研究现状	6
2.1 关于分拆上市概念的研究.....	6
2.2 关于分拆上市动因的研究.....	7
2.2.1 融资需求假设.....	7
2.2.2 市场信号假设.....	8
2.2.3 业务集中假设.....	9
2.2.4 管理层激励假设.....	10
2.3 关于分拆上市效果的研究.....	11
2.3.1 分拆上市对企业价值影响.....	11
2.3.2 分拆上市对企业财务绩效影响.....	13
2.4 文献述评.....	14
3 概念界定和理论基础	16
3.1 分拆上市的概念.....	16
3.2 分拆上市的模式.....	16
3.2.1 业务相近型模式.....	16
3.2.2 业务差异型模式.....	17
3.2.3 PE 孵化器模式.....	17
3.3 理论基础.....	18

3.3.1 融资需求理论	18
3.3.2 信息不对称理论	18
3.3.3 企业生命周期理论	19
3.3.4 归核化理论	19
4 金融街控股分拆金融街物业上市概况	20
4.1 房地产行业分拆上市现状	20
4.2 分拆企业简介	21
4.2.1 金融街控股简介	21
4.2.2 金融街物业简介	22
4.3 金融街物业分拆上市概况	22
4.4 分拆上市动因分析	23
4.4.1 拓宽融资渠道，优化资本结构	23
4.4.2 提高信息透明度，释放企业市值	24
4.4.3 寻找新的业绩增长点，提升经营业绩	25
4.4.4 经营核心业务，实现价值最大化	26
5 金融街控股分拆金融街物业上市的效果分析	28
5.1 融资效果分析	28
5.1.1 拓宽融资渠道	28
5.1.2 优化资本结构	30
5.2 市场反应分析	31
5.2.1 短期股价波动分析	31
5.2.2 超额收益率分析	32
5.3 财务绩效分析	36
5.3.1 构建财务指标评价体系	36
5.3.2 因子分析	37
5.4 战略效应分析	43
5.4.1 基于赫芬达尔指数的归核化程度判断	43
5.4.2 母公司战略布局效果分析	44
6 研究结论与建议	46

6.1 研究结论	46
6.2 研究建议	47
6.2.1 对企业进行分拆上市的建议	47
6.2.2 对分拆上市监管的建议	48
参考文献	50
后 记	54

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

前些年随资本市场持续增长和稳定的发展,大量资产涌入房地产业务,这一大笔投资为该行业的快速扩张提供了动力,面对这种激烈的竞争,众多企业纷纷选择实施并购、合作或是企业重组等策略,旨在扩大其业务规模同时合并资源,这不仅增强了公司的综合能力,还降低了在业务运营过程中所面临的风险。尽管如此,房地产企业的规模增大意味着其盈利逐渐下降,同时不同行业的经营策略也存在显著的区别,这导致企业的内部管理花费增加、资源分配效益降低,从而降低管理效能。为了缓解这一问题,发达国家的资本市场推出了一种名为“分拆上市”的收缩资本重组策略,这种方法使企业能够将关注点更多地聚焦于其主要业务,同时也有效地减少了资源的浪费,拓展了融资途径,并且有助于提升企业的整体价值。与海外相比,我国的众多企业在分拆上市的理念上起步较晚,直至千禧之后,北京同仁堂科技成功地对同仁堂进行了分拆,并在香港交易所创业板上市,这才开始受到公众的广泛关注。但国内大部分公司仍旧持观望态度,选择分拆上市的公司并不多见。自2009年中国创业板正式设立后,中国证券监督管理委员会出台了《关于境内上市公司将子公司分拆并在创业板上市的六项条件》,为中国公司在创业板实现拆分挂牌进行了规范引导,而该措施的实施,为中国公司在创业板挂牌提供了更多选择。为了更好地促进市场的进展,2019年12月13日,证监会正式发布了一套关于上市公司如何将其子公司进行拆分并在国内上市的规定,这些规定的目的是激励更多合格的企事业单位参与此次拆市的试点工作,最大化地利用资本市场的机会,达到优质资产的高效分配。

物业管理作为房地产企业重要的组成部分之一,物业服务具有高客户粘性,属于刚性需求,是实现房企多元化战略的重要一环,自2014年彩生活成功完成物管子公司分拆上市之后,大量房地产企业开始分拆物业上市,至2020年物管领域整体估值回归理性水平。本文所涉及的案例是金融街控股将其物业子公司分

拆上市，金融街控股作为一家主要经营商务地产的大型国企，依靠其国有企业的优势，主要由金融街物业承担其物业服务项目。金融街物业主要专注于管理高端商务物业，在京津冀物业管理企业中排名第四名，然而从总收入和毛利率来看，表现一般，对外中标率仅为 46.6%。所以金融街物业要在扩大来自独立第三方的在管面积，来减少对母公司的依赖度，增强自己的硬本领，加之当时金融街物业的价值也被严重低估，在此背景下金融街物业选择上市融资，于 2020 年 7 月 6 日在港交所正式挂牌交易。作为中国领先的国有控股商务物业服务商，金融街物业的分拆上市有着其独特性与典型性，其分拆上市的具体动因和资本市场的反应等都值得去深入研究。因此本文以金融街控股分拆金融街物业为例，基于母公司金融街控股的视角，首先介绍分拆上市的背景与现状，其次结合文献研究分拆动因，然后采用了事件研究和因子分析等多种手段来评估分拆上市的实际效果，并期望通过这篇文章的案例研究能获得一些有益的启示，为有相似意向的公司提供宝贵的经验和参考。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

目前国内学者对分拆上市的研究大多是针对具体案例展开的，研究比较零散且独立，并没有形成系统性和逻辑性强的分析方法。本文采用了案例分析方法，并从融资需求理论、信息不对称理论、企业生命周期理论和归核化理论这四个角度出发，深入剖析了具体的分拆动因，并将其与效果进行了对应分析，形成了一套逻辑清晰且可供参考的分析方法。本文选择 2020 年金融街控股作为研究对象进行了详细调查，旨在进一步丰富我国关于分拆上市相关理论和案例研究方面的知识。

（2）现实意义

房地产行业已经进入低俗发展时期，房企不得不寻求新的发展出路，加上国家政策支持鼓励，分拆上市被房企关注到，本文选取在 2020 年分拆物业上市的金融街控股为案例对象，旨在研究其选择分拆上市的具体动因，并综合分析案例企业分拆之后带来的效果，为以后有分拆意愿的企业提供参考。

1.2 研究内容及方法

1.2.1 研究内容

(1) 研究主要内容

本文共分为六个章节，主要内容如下：

第一章，绪论。主要阐述了研究的目标、背景以意义，并详细描述了研究的核心内容和所采用的方法。

第二章，国内外研究现状。通过文献综述整合了国内外学者的观点，包括“分拆上市的定义、动因和效果”的相关研究。

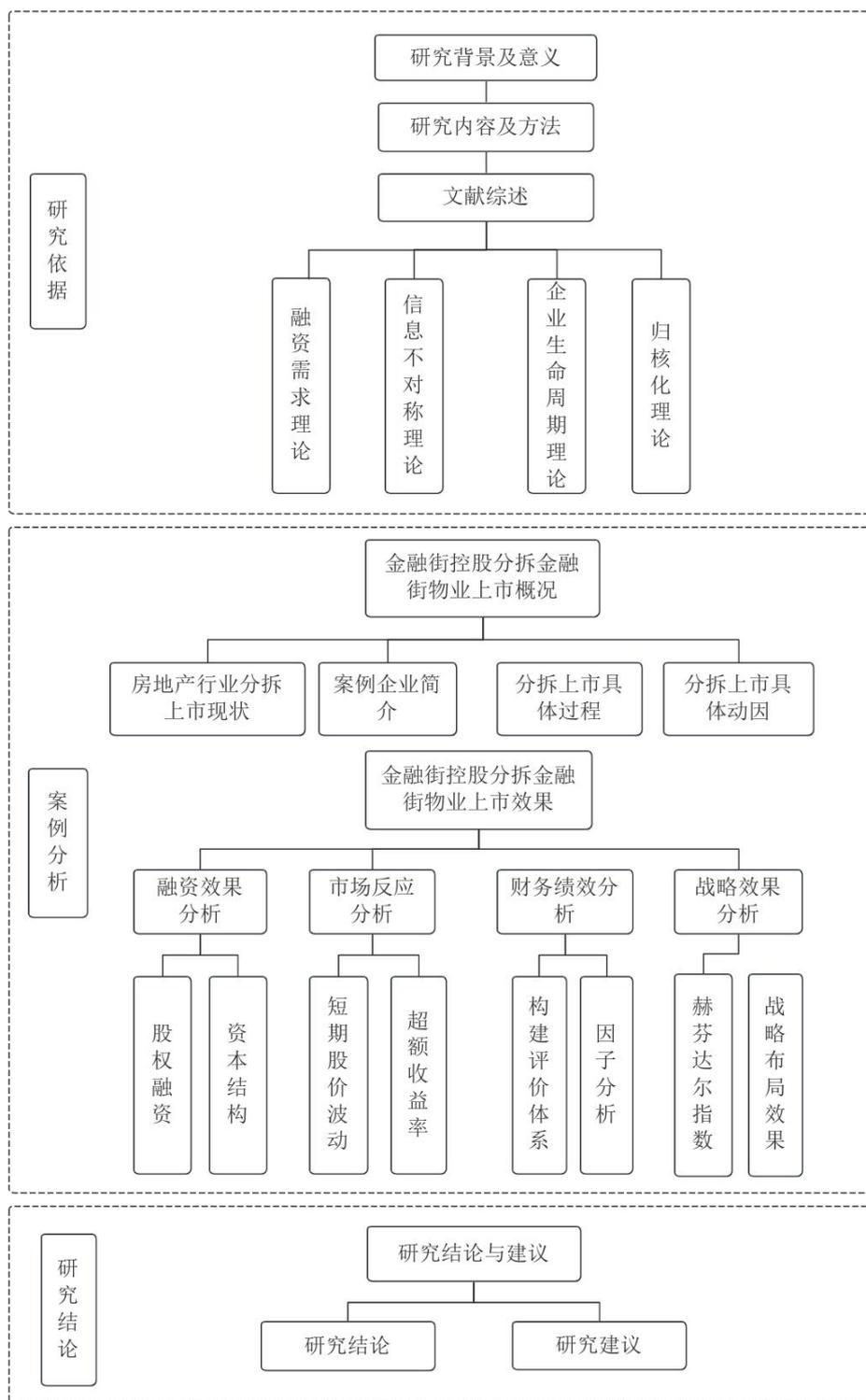
第三章，理论基础和概念界定。介绍了本文需要用到的概念以及应用的相关理论，相关概念包括分拆上市及效果，理论基础包括融资需求理论和资产剥离理论。

第四章，金融街控股分拆物业上市概况。首先介绍房地产行业分拆物业上市的情况，其次介绍本文案例企业分拆双方的基本情况，然后介绍案例企业分拆上市的具体过程，最后基于母公司视角对案例企业分拆上市的动因进行分析。

第五章，金融街控股分拆物业上市效果。具体动因延伸到效果，运用事件研究、因子分析等方法，从“融资效果、市场反应、财务绩效和战略效果”四个方面展开分析。

第六章，研究结论与启示。此部分主要对本文的研究内容进行总结，主要包括金融街控股分拆金融街物业上市的动因和效果，并且分析说明本次研究带来的启示。

(2) 研究框架



1.2.2 研究方法

（1）文献研究法

主要是通过中国知网、CNKI 数据库以及万方数据知识服务平台等相关平台来进行资料的搜集和整理,通过对这批文献的搜集、鉴别和梳理,深刻研究了其中的内容,进而对分拆上市的现象形成科学认知。通过对文献的深入分析,明确了分离上市的具体定义、动机和其效果的当前研究状况,旨在为后续的研究活动提供坚实的理论依据和方向引导。

（2）案例研究法

案例研究法是通过综合文献资料对特定对象进行分析,将理论与实践相结合,以提高研究的实际应用价值。本文选择了金融街控股为案例对象,其是一家主要从事商务房地产相关业务的大型控股公司,并对其物业子公司上市的具体情况展开详细分析,总结出相关的拆分经验,旨在为房地产企业拆分物业并上市提供有益借鉴。

2 国内外研究现状

2.1 关于分拆上市概念的研究

国外学者对于分拆上市的概念存在两种意见，一种意见是由 Schipper 和 Smith（1986）提出的，他们的观点是分拆上市就是母公司把子公司从企业集团中独立出来，并且子公司在资本市场上公开交易。这个观点强调了母子公司之间的完全控制与被控制关系，并没有明确指出母公司是否已经上市。Vijh（1999）也支持这个观点，认为母公司通过向资本市场公开募股来转让其全部子公司所有权。而另一种意见最初由 Powers（2003）提出，在列举多个案例并进行分析后，他认为分拆上市是指母公司将部分所有权转让给子公司并使其在公开市场上交易，该观点强调无论是全资控股还是联营企业，在从母公司角度考虑时都可以视为分拆上市。

据国内专家林凌（2000）的观点，分拆上市这一概念可以被分为两大类：一是广泛意义上的，二是更为具体和具体的定义。若从宽泛的角度观察，分拆上市的母公司即包括已经上市的也包括未上市的；但从更狭窄的定义，拆分并上市只是指母公司在市场上的表现。这一差异其实基于母公司是否已经在证券交易市场公开上市这一准则来定义的，如果母公司尚未进行公开上市，这更像是一种部分的公开融资。但学者王化成（2003）没有对广义和狭义进行区分，他认为分拆上市母公司就是将其控制的某一部分重新注册为一个新的公司，并且这个新的公司可以在资本市场进行挂牌交易，并且认为当母公司已经是一个已经挂牌交易的企业时，此时进行分拆上市就是二次发售母公司的股权，同时被剥离出来的子公司也可以从两个不同资本市场获得融资机会，因此这种情况下属于一种特殊形式的企业重组。而学者黄清（2004）则把适用范围限定为国有企业，在他看来，国有企业通过将自己所持有的某些业务重新组建成为一个股份制企业，并通过增加注册资本和扩大发行规模等手段使之能够成功登陆证券交易所，原先作为整体存在着，但现如今变成了控股型企业登陆证券交易所，则可视作典型意义下广泛接受定义范畴内最常见类型之一。之后国内大多学者在进行分拆上市的案例研究时，通常采用狭义的定义，比如学者贺丹（2009）提出，分拆上市实际上指的是某些已经上市的公司从其资产或业务中剥离部分出来，进而创建股份有限责任有限公

司，并通过资本市场来公开募集股权的做法，本文针对金融街控股展开的案例研究同样基于狭义的分拆上市定义。

综上所述，分拆上市有以下特征：一是子公司是第一次进入资本市场公开招股，它是从母公司的下属公司被放到市场上面对更多的投资者，同时经营也需要更加规范，需要披露更多内容；二是母公司在分拆子公司上市之后依然拥有对该子公司的控制权，母公司只是把对子公司的一部分控制权转移，但相当一部分仍然窝在自己手中；三是母公司相对于市场上其他投资者拥有天然的优势。一般来说，子公司在市场上正式交易之前，母公司的股东能够在一定的范围内购买子公司的股票，这样可以确保其他的外部投资者不会以母公司股东未增加对其子公司股票的配置为代价，从而确保在子公司股票首次上市的那一天获得积极的回报。

2.2 关于分拆上市动因的研究

2.2.1 融资需求假设

LangPoulsen 和 Stulz (1995) 认为分拆上市主要的目的就是为了获取资金。但是分拆上市不同于直接将资产出售给一个买家，而是直接面对资本市场上的公众进行，而且母公司还是拥有控股地位。Harris 和 Raviv 主张，高级管理人员能够从他们管理控制的财富中获得私人的利益。出于这样一个观点，Allen 和 McConnell 提出了他们的融资理论，认为大部分上市公司更倾向于创建一个庞大的企业帝国，并努力避免削减公司内部的资产，当子公司进行分拆上市时，这意味着上市公司释放出的信号可能是“其内部资产受到了某种程度的限制”。另外，还要国外学者 Baker 和 Wurgler (2002) 认为，企业在发展经营的阶段需要大量的现金流来支撑，而企业分拆子公司上市刚好能够获取大量资金，所以企业分拆的主要动因之一就是获取资金。

国内学者通过具体案例结合多个角度分析了企业进行分拆上市的动机，大多都提到了融资这一主要需求，如学者李青原 (2004) 选择同仁堂作为研究对象，探讨了其拆分子公司上市的原因，明确指出同仁堂分拆子公司上市的首要动因就是获取融资。学者郭海星 (2010) 认为，在二级市场子公司可以通过公开交易股票来实现融资，而母公司则将对子公司的控制权转移，以此通过股权融资获取资

金。学者肖大勇（2013）则以同方股份为研究对象，深入探讨了我国上市公司分拆子公司上市的动因，研究结果显示在进入股市之前的几年内，同方股份就表现出了低利润、高额负债和增长快的财务特质，其中一个显著特点就是其目标是寻求新的资金来源。学者张诗华（2013）以康贝恩分拆佐力药业为例，分析了分拆上市带来的经济后果，并指出分拆上市能够分担康恩贝的资金压力，并且帮助其缓解投资压力。学者肖爱晶（2019）从企业融资难易性角度提出，典型方式是通过上市实现权益性融资，但这需要满足一定经营条件或绩效水平才能实现，并且存在一定难度，因此许多企业选择采取分拆上市方式以达到符合上市条件并满足其融资目标。王佳（2020）认为当所属子公司进行独立上市后，企业的股东结构更加多样化、资金筹集渠道更加顺畅，有效增强了企业自身的资金筹集能力。徐宗宇（2022）认为分拆上市能够帮助母子公司获得大量资金，从而可以使企业的经营效率升高，实现对公司集团整体价值的提升作用。但同样也有学者指出，这一行为的风险，如林旭东（2015）认为如果只是追求时髦或单纯地想要通过分拆上市来获取资金，这并不是一个明智的选择，他强调分拆上市并不适合所有公司，建议企业在选择分拆子公司上市之前，必须要考虑到企业自身的实际情况，同时兼顾子公司的发展前景，从而努力创造真正可观价值给予股东。

2.2.2 市场信号假设

国外学者 Myers 和 Majluf (1984) 首先指出，企业的经营者是非常了解自身应当有的估值，并且明白企业的价值被市场低估，但是企业外部的投资者们对企业并不了解，因此也不清楚企业真正的估值情况。学者 Nanda (1991) 提出了一项市场信号的假设，他主张当企业决定向市场宣布其子公司的拆分并上市时，这通常是为了释放其子公司价值被低估的信息。因为子公司没有上市的时候，信息披露不够充分，外部投资者根本不清楚子公司具体的财务状况和经营状况，所以此时释放给资本市场的价值信号其真实的企业价值是不同的，进而导致投资者的估值与实际的情况存在较大偏差。在此之后，学者 Powers (2003) 进一步研究了拆分上市的动机，并认为母公司会在适当时机进行拆分上市，以使得利润最大化，认为当子公司拆分后的预估价值高于拆分之前，母公司是更倾向于拆分子公司上市的。

国内学者研究发现，分拆上市可以有效降低信息不对称性，提高企业价值。例如赵敏（2004）通过对同仁堂的研究，认为其早期存在着很大的信息不对称性，若不采用分拆上市方式，则市场无法全面了解母子公司情况，导致很难解决信息不对称的问题。此外，学者林旭东和聂永华（2009）同样觉得分拆上市有助于减少信息不对称，另外还能促使企业在资本市场的价值上升，给股东赚取超额收益的机会。主要原因在于，当子公司被公布分析后，资本市场将此看作是其子公司业务走向正向的标志，这也会导致企业的股票价格上涨，使得企业在这段时间内能够收获超出预期的额外利润。

2.2.3 业务集中假设

Comment 和 Jarrell 两位学者对 1978 年到 1989 年间企业的业务集中度与股东的财富关系进行了详尽的研究，他们的研究发现，当企业的业务更为集中时，企业股东的财富也会有显著的增长。Daley 和 Mehrotra（1997）提出了一个假设：母公司分拆子公司的时候，母子公司属于同行业创造的价值更多还是不同行业创造的价值更多。经过研究发现，如果母子公司的业务属于不同的行业，在分拆之后企业的价值会显著提高，但当母子公司不属于同一个行业时，企业的价值没有明显的变化。学者 Vijh（2002）发现当母子公司涉及不同的行业进行分拆上市时，市场认为分拆是其集中发展主营业务，通过剥离出去一部分资产提高企业的专注度，股东的财富会增加，企业也能实现更好的经营。

吴三清（2003）研究了企业分拆的理论基础，指出由于存在管理成本，企业规模扩大或业务过于分散都可能导致组织失灵、内部摩擦增加和效率下降，但是可以利用资金、技术、销售、品牌和人力资源为纽带，形成网络，协调企业内部与市场之间的关系降低管理成本。郭海星（2010）认为企业有时候分拆某个业务部门上市，可能是从集团整体的战略角度考虑的，当这个业务部门与企业战略发展相悖的时候，便会将其分拆上市。严洪（2011）认为在经济环境和行业发展变化的情况下，企业可能会采取转移重点业务、剥离部分资产等方式来调整战略重心以符合其长期发展需求。学者温哲（2017）结合具体案例针对企业收缩性资本的运营方法展开了研究，发现分拆上市、公司分离和资产剥离这三种方式业务集中度更高，同时通过提升企业的管理效率。学者肖爱晶（2019）认为分拆上市

有助于落实核心化战略的实施,然而大量的合并活动虽然能为企业带来多种利润,但同时也伴随着不少不良影响,特别是在企业的发展战略方向不明确的情况下,分拆迁上市反而可能削弱公司的核心竞争能力。因此,在执行分拆上市战略的过程中,母子公司需要深思熟虑,并适时地保留自己的核心竞争力。陈东(2021)对母公司的分拆子公司的上市原因以及它们的未来潜力进行了详尽的研究,他也建议仅将子公司分拆并公开上市可以预防母公司资源分配不公导致的问题,并集中更多资源优势于主要业务,以达到建立专门的竞争优势,同时子公司现在也具备更强的自主能力来管理和开展其核心业务,从而提高其盈利潜力。王秀丽(2023)则通过实证研究探讨了企业分拆上市所创造价值,并从权力集中与权力下放角度进行了详尽解析;结果与假设相符表明同行内部权力集中使得该类被拆除后具备更强价值创造效应。

2.2.4 管理层激励假设

Holmstrom 和 Tirole (1993) 研究了内部股权激励机制与公司绩效之间的关系,并探讨了管理层激励效果与分拆上市之间的相关性,他们认为分拆上市是解决内部激励问题的一种方法,母公司管理者利用此工具来激励部门经理。母公司可以在分拆上市的时候给予子公司的管理者股权作为奖励,以此子公司的管理者也更有动力参与公司的上市事项和日后的经营。

国内学者对于分拆上市管理层激励假设的研究主要基于具体案例,有学者认为,企业进行子公司分拆上市的目的之一就是为了解激励管理层;另一些学者通过分析案例中子公司分拆后管理层状况的变化得出结论,即分拆上市确实有助于改善管理层激励政策。学者赵宇华(2006)详细解读了分拆上市能够激励管理层的原因,认为母公司通过分拆上市给予子公司管理者股票期权,该制度设计能够让子公司管理者的利益与公司整体的利益更加紧密地联系在一起,从而有助于解决多元化发展、规模太大或成长盈利能力不同的企业中,管理者由于官僚主义和财务报表合并而积极性降低的问题。学者郭海星和万迪昉(2010)研究了近 200 家分拆上市企业的的数据,发现股权激励的分拆能够在一定程度上改善企业的治理问题,也稍微缓解企业管理者委托代理的问题,并且激励管理者更用心的经营以获得更多报酬。何璐伶(2019)选择中国铁建分拆作为她的研究对象,与以往分

拆上市方式不同的是，中国铁建先是让子公司整体上市，然后再进行分拆上市，这能够让市场重新对子公司估值，并且运用股权激励来改善企业的管理。沈红波（2020）研究了腾讯旗下的阅文集团，发现阅文集团分拆子公司上市主要动因不是融资获取资金，而是为了用股权来激励管理层更好的经营。邓建平（2020）以房地产企业碧桂园将物业服务部门碧桂园服务进行子公司化作为例证得出结论“碧桂园在完成物业服务部门子公司化之后管理层的薪酬大幅提升。赵霞（2020）对用友网络的分拆案例进行了深入研究，并得出结论：分拆上市有助于加强管理层的激励机制。因为分拆上市能够激励子公司的管理层，子公司要向资本市场披露更多财报信息，母公司也能因此检测子公司的的发展。

2.3 关于分拆上市效果的研究

2.3.1 分拆上市对企业价值影响

在短期价值方面，大多数学者普遍认为分拆上市对母子公司都有积极的影响，只有个别学者的研究结果表明可能存在消极影响。国外学者通常采用实证分析方法来研究这一问题，如 Schipper 和 Smith 这两位学者选择了在 1963-1984 年期间的 76 家已经完成分拆，并且成功上市的公司作为他们的研究目标。他们观察到，在子公司成功地上市交易之后，母公司的股价都呈现出上升的方向，而且都获得了母公司提供的超额收益。但学者 Hand 和 Skantz（1997）提出了质疑，他们的研究发现，在子公司上市后的五天内，母公司的股价累计收益率为负，这与先前学者关于实现超额收益率的研究结果是相反的。不过很快，学者 Allen 和 McConnell（1998）对 1978-1993 年间进行公司拆分上市的企业进行了研究，他们发现在子公司发布分拆上市消息后的 3 天内，母公司的平均超额收益率已突破了 2% 的标准。学者 Prezas 和 Tarimcilar（2000）对 1986 至 1995 年间上市的企业进行了更深入的研究，同时也有学者扩大了样本量进行研究，结果又证实母公司分拆子公司之后确实在短期内获得了超额的收益率。基于之前的研究成果，Prezas 和 Tarimcilar 选择了 250 家样本企业进行进一步实证研究，研究发现在交易一天之后，这 250 家样本企业的超额收益率平均已超 5%。国内学者对于分拆上市的绩效研究起步较晚，并且大多数都是基于单个案例展开的研究，但是研

究的结果与国外学者相差无几,也就是说同样认同分拆之后短期内企业会获得超额收益率的观点。如学者王化成和程小可(2003)在期权理论的基础之上,主要研究分拆上市对母公司价值的影响,结果明确显示分拆上市能够为母公司的股东创造出价值。学者李青原(2004)选择同仁堂的拆分作为研究对象,深入探讨了子公司在港股上市后,对母公司和子公司业绩的潜在影响,研究发现同仁堂不仅在子公司正式上市交易当天获得了超额收益,而且由于其提前发布了分拆上市的公告,在发布公告的时候也获得了短期的超额收益。学者于海云(2011)选择了七个在A股上市的公司分拆子公司在国外上市作为其研究对象,结合事件研究法来分析市场反应,发现母公司均能够获得正向的超额收益。此外,学者肖大勇(2013)采用实证研究的方法对同方股份分拆的案例进行分析,发现母公司分拆后超额收益率升高。学者林旭东(2015)详细的统计和比较了已经完成分拆上市的A股企业公告日当天的股价和成交量便当情况,发现子公司在上市二十个交易日中平均的累计收益率是正值。还有一些学者从投资者预期和公司专业化经营两个角度出发进行实证研究,如吕江林(2023),他认为根据特定条件下会有更高水平异常收益率存在,例如当母公司披露更多信息或者母子公司属于不同行业时。

在长期价值方面,整体研究数量少于短期价值,并且学者们持有两种不同的观点,一种观点认为分拆上市有助于母子公司提升其长期价值,另一种观点则相反。国外学者Comment和Jarrell(1995)认为母公司分拆子公司上市会使得母子公司的价值一起提升。Vijh(1999)对20世纪80年代到20世纪末期间,超过六百家分拆子公司上市的公司进行了深入研究,研究结果显示母子改善的都获得了显著的超额收益率。然而与此相对的是,学者Prezas(2000)收集了两组不同的数据,对比了分拆上市和直接IPO的企业,研究结果显示分拆上市的企业价值提升明显低于IPO的企业。此外,学者Madura和Nixon(2002)研究八十八家企业分拆的数据之后,发现从长期价值来看,分拆的母子公司均变差。Ritter(1991)的观点也不谋而合,认为分拆上市只能提升本来业绩就好的企业的价值,但是对于本来业绩的差的企业,分拆上市是无法提升其价值的。国内学者进行了大量的案例研究,如学者袁晓燕(2010)研究了同仁堂分拆子公司上市,并且重点关注母公司分拆上市多年后的业绩数据,发现分拆上市之后短期内母公司的业绩大幅提升,但是长期来看业绩出现下滑,甚至下滑至分拆之前的业绩。学

者郑安然(2012)以六个上市企业分拆子公司的样本数据,研究了分成前后三年的数据,发现样本企业的长期价值并没有得到有效提升。张诗华(2013)研究发现同仁堂分拆子公司之后,其资产报酬率不升反降,但是资格的却持续上市。王新红与薛焕霞(2014)通过因子分析方法选定了国内的十家拆企业作为研究对象,他们发现这类上市行为导致其母公司的经营绩效出现了下滑。但学者林旭东(2015)对国内的十七个分拆上市案例进行了深入研究,研究结果显示母公司在分拆后的经营表现有了显著的进步。此外,李国鹏和陈春侠(2017)通过研究解释分拆上市的企业价值提升的原因,认为分拆上市企业的运营效率会大幅提高,公司的治理也会更加完善,子公司在成为独立的法人之后,自身的制度建立的更加完善,并且可以利用董事会、管理层相互制约,也可以运用股票期权对公司的员工奖励,所以能够有效提升企业的价值。

2.3.2 分拆上市对企业财务绩效影响

关于企业分拆上市对财务绩效的影响,国内外学者的观点不太能够达成基本一致,有学者认为分拆上市能够提升企业的财务绩效,但有学者认为企业在分拆之后财务绩效会下滑。例如境外学者 V i j h(1999)对 20 世纪 90 年代分拆上市的企业进行了深入研究,发现相对于母公司,子公司的经营情况更好。学者袁晓燕(2010)采用因子分析方法,对同仁堂科技在香港创业板上市后的表现进行了深度评估。她观察到,同仁堂在分拆上市后的一段时期内,其经营表现得到了明显的提升,但随着时间的流逝,其业绩先是上升,随后趋于稳定,最后又出现下滑。唐青(2011)对 1999 年至 2007 年间的 46 家企业展开了实际研究,结果表明,通过拆分上市并不能提升这两家企业的财务绩效。韩涛(2011)通过实证方法得出了与预期相反的结论:他相信子公司在被拆分后,不仅能够接触到更加丰富的融资手段,其财务业绩也有所上升。郑安然(2012)分析母公司的经济表现后发现,关于偿还债务的能力这一核心指数并没有显著的提升,而公司的长远发展似乎也未能完全满足预期。学者张诗华(2013)选定了康恩贝名下的佐力药业作为他的研究目标,经过研究发现,子公司在被拆分前后,其商业活动并未出现明显的上升,但母公司的情况恰恰相反。这一现象与母公司在子公司分拆过程中发挥着重要作用有关。费南瑛(2013)对康恩贝旗下的佐力药业进行了深入的案例分

析,发现该公司在行业内的知名度和市场地位都有所提升,这间接地对其经营绩效产生了正面的影响,从财务指标来看,可以明显看出分拆对子公司有影响,但对母公司没有明显影响。学者王新红和薛焕霞(2014)分析了母公司将其子公司引入创投板块时所带来的整体经营成果,发现母公司自身运作水平与是否选择此项策略无直接关联。林旭东与唐明琴(2015)对国内分拆上市企业的总体经营状况进行深入研究,结果表明,在分拆上市之后,母公司的经营状况有所改善,但其子公司的表现并未发生明显的变化。肖爱晶与耿辉建(2019)在对中兴通讯的分拆公司的上市状况进行详细探讨后,他们一致认为其母公司在经历分拆上市之后的经营情况都有所改善。王秀丽(2022)认为企业的资产负债率会直接影响其分拆上市创造价值的效率,主营业务增长率则能产生间接影响。

2.4 文献述评

通过对国内外分拆上市的文献进行整理,发现国外学者研究在时间上早于国内,研究方法更加先进,很多都是通过大量样本来展开实证研究,为本文的研究提供了坚实的理论支撑,而国内学者的研究大多是针对单个案例展开,研究方法较为单一。经过深入的研究和整理,发现国内外学者对分拆上市的相关议题进行了全面的探讨,这包括对分拆上市定义的深入研究、分析分拆上市的驱动因素,以及研究分拆上市的绩效,并且绝大部分学者都持有相似的看法。首先要明确的是,分拆上市这一概念可以从宽泛和狭窄的两个视角来解释,它们之间的主要差异在于母公司是否是一家上市公司;其次,在引发企业进行分拆上市行为时存在四个受认可的假设,即融资需求假设、业务集中假设、市场信号假设和管理层激励假设;最后,在企业短期市场价值方面,分拆上市能够带来一定程度的提升。然而,在以下几个问题上尚未达成共识:一是关于分拆上市对企业长期价值影响的想法不一致,有学者认为积极影响,但也有学者持消极态度;二是在经营绩效方面,大部分学者认为分拆上市会产生正向作用,但也存在负面反应,导致不同结果出现原因主要取决于具体企业与是否适合进行分拆以及选择合适时机。

总的来说,大多数针对单案例研究的文献,在动因研究上量化能力较弱,分析出的结果难以产生针对性,在效果研究上很少从动因延申到效果分析,并且主要采用纵向研究,较少选择可比企业进行横向对比分析。因此本研究旨在结合现

有的理论框架和资本市场的相关政策法规，针对案例企业的具体情况，采用事件分析、因子分析等多种研究手段，以构建一个更加合理的分拆上市动因和效果的研究框架。基于母公司视角，分析案例企业选择分拆上市的具体动因，从动因延伸到效果，同时选择同行业的可比公司进行对比分析，一方面有助于丰富分拆上市有关理论，另一方面为企业分拆上市提供参考。

3 概念界定和理论基础

3.1 分拆上市的概念

所谓的分拆上市，是指母公司依照特定的比例，将其在子公司的股份分给现在的母公司股东，这种方式可以在法律和组织方面确保子公司和母公司的运营是相对独立的，进而促成一个新上市公司的建立。这是一种收缩型的资产重组方式，通常用于优化资源、弥补亏损或实现资本增值，在进行分拆之后，母公司的资产规模会大幅缩减，将集团的业务领域进行核心化，并释放其旗下表现良好的板块的价值。透过拆分上市策略，母公司有机会将那些拥有市场增长潜质但还未到达利润阶段的项目进行套现，同时依然可以通过持股权确保其控股于子公司。由于母公司与子公司之间存在着一定的关联交易，因此，子公司的上市会导致母公司的持股比例降低，从而影响公司价值。若子公司的上市定价处于一个理想的范围内，母公司则有可能额外获得显著的资本溢价回报，还可以帮助母公司更加专注于主营业务或核心业务的运营。此外，分拆后，母子公司之间的财务关系不再是单一的委托代理关系，而是一种利益共享、风险共担的战略合作关系，这使得母公司能够更好地把握子公司未来的发展方向。

3.2 分拆上市的模式

3.2.1 业务相近型模式

分拆上市这一模式，即在母公司与子公司的主要业务具有相似性的场合，从子公司中提取部分股票并将其拆分，使之成为独立的上市实体。在这种情况下，母公司和子公司都在所处的行业内持有相对固定的规模和地位，并且它们的经营方式大致相似。业务相近的分拆上市的一个突出之处是：分拆的上市子公司所具备的核心技术和产品已经相当成熟，而且它们在行业内的品牌效应十分明显；助力于搭建子公司与母公司之间的产业性资本交流平台；在不引起行业内竞争者竞赛的条件下，我们能够促成产业链的互相完善和拓展。然而，这种模式同样也伴随着一些潜在的风险，拆分上市可能会损害母公司的核心竞争能力，从而降低其盈收潜力，尤其是在确定母公司存在同业竞赛时，可能会面临被拒绝的潜在风险。在考量业务相似的分拆上市方式时，公司需深入思考其正反两方面，并保障其母

分公司在业务扩张与资产融合方面都能达到理想的合作效益，同时，在关心这类分离上市情况的投资者，也应该深入分析其母公司子公司的商业策略及其未来的发展潜力，以便做出更加明智的投资选择。

3.2.2 业务差异型模式

业务差异型分拆上市描述的是母公司选择独立上市与其核心业务有所区别的业务板块或与其经营业务截然不同的子公司，通常情况下，母公司专注于传统行业，而子公司则更偏向于新兴行业。母公司与子公司之间的商业联系相对较弱，这有助于规避关联交易的问题，并更容易得到相关部门的认可。与 PE 孵化器模式相对照，业务差异型分拆上市的核心差异在于，它不只是寻找风险资本的退出途径，而是从子公司的长期发展角度出发，为其构建一个长期的资本融资平台，确保其持续健康发展，因此，在这样的经营模式中，子公司的长期盈利和业务增长可以获得更为坚实的支撑。

3.2.3 PE 孵化器模式

PE 孵化器模型的分拆上市是指母公司通过私募股份投资（PE）手段，对其下属子公司进行分离，从而实现资金流转和项目的再次投资。这一业务模式主要是针对那些主要从事多样化业务的母公司，尤其是那些拥有广阔的经营版图和跨多个行业或领域的子公司。在这种运营模式下，母公司通常具有较强劲的企业实力和丰富的资产资源，然而，其母子公司间的业务关联程度或许比较低，因此，进行分拆上市是相对较为简便的，且成功的概率也相对更高。通过采用 PE 孵化器的方式分拆并上市，母公司能从中获得以下利益：它可以通过出售子公司的股权获得现金，然后将其投资于其他项目或减少亏损；通过分拆上市策略，母公司的市场评估能力将会得到提高，从而引起更多的投资者注意；通过拆分上市的方式，不仅能够增强子公司高层的决策力，还能提高经营成果，从而助推整个集团持续成长。但是，PE 孵化器的模式分拆上市同样伴随着某些风险和面对的考验。例如，在进行分拆上市的决策时，必须全面地权衡子公司的独立性、经营模式以及其未来的发展潜力等多方面因素，以确保这些子公司能够成功地在证券市场上上市并得到广泛认可。

3.3 理论基础

3.3.1 融资需求理论

Allen 和 McConnell (1998) 提出了一个理论, 该理论认为在分拆上市之前, 母公司通常需要大量资金, 因此资金筹集成为了促使公司进行拆分并上市的核心驱动力。融资需求理论主要聚焦于企业在其运营和成长阶段所需的资金募集, 这一理论是基于多个不同的因素构建的, 包括企业拥有新的投资项目、到期债务偿还、营运资金不足等, 来解释企业为何需要融资以及融资的具体方式。从融资需求理论的角度分析, 一个企业的资金需求能够由两种不同的融资途径来满足: 一是内部融资, 即资金的折旧形成现金; 二是通过保留未分配的利润产生的累积资金。而外部金融融资涉及到企业从外国的投资者或如银行这样的金融机构中筹得的资金, 这些资金以债务融资和股权融资为主要形式出现。此外, 企业的融资需求可能因业务规模、发展阶段和预期收益的不同而有所差异。例如, 初创企业可能需要更多的风险投资和成长投资, 而成熟企业可能更侧重于债务融资或股权融资以满足其扩张或资本结构调整的需求。综上, 融资需求理论为企业提供了理解和分析融资活动的框架, 有助于企业更好地规划和管理其资金筹集活动, 以满足其运营和发展的需要, 这也为投资者、金融机构和政策制定者提供了理解和评估企业融资需求和融资活动的视角。

3.3.2 信息不对称理论

信息不对称理论指出, 在市场经济环境下, 各种不同的人群对于相关数据与信息理解呈现出不同的理解层次。那些拥有丰富信息资源的人群一般都处在一个相对优越的市场环境, 并有机会运用他们的信息优势来在这个市场环境中获取更多的收益。而那些信息匮乏的人则处于一个相对不利的位置, 可能会因为信息不足而做出不利的决策。这一理论主张, 在市场环境中, 销售方对商品相关信息的掌握程度超过了购买方, 因此掌握更多数据的一方有潜力在市场环境下通过为那些信息不多的一方提供可信赖的数据, 从而获取更有价值的利润。在交易的过程当中, 信息较为稀缺的方会努力从另一方处搜集需要的信息, 目的是降低由信息失衡产生的可能的风险。信息不平衡的理论不仅突出了信息在市场经济环境中的至关重要性, 还特别指出, 信息不平衡有可能引发市场机制的失效和资源分配

上的不优状况。因此政府和市场监管机构需要通过制定相关政策和规则，促进信息的公开透明，降低信息不对称程度，从而维护市场的公平竞争和消费者的权益。

3.3.3 企业生命周期理论

企业生命周期理论描述了企业在其成长和发展过程中所经历的各种阶段，包括但不限于企业的成长、发展、成熟以及衰退。企业的每个发展阶段都有其特点，同时又存在着一些共性。企业在其生命周期的各个时期，都应重视不同的核心问题，如在初创阶段，企业主要关注市场的开拓和产品的创新；在成长阶段，企业需要关注规模的扩大和市场份额的提升；在成熟阶段，企业则需要关注如何保持市场地位并寻找新的增长点；在衰退阶段，企业可能需要考虑转型或寻找新的市场机会。通过企业生命周期理论，企业能够更深入地探讨其自身的成长情况，并预估其未来走向，这使得他们能制定出与实际需求更匹配的策略，企业亦能根据各自成长阶段的独特性质，优化组织内管理流程，提升资源的高效利用率，从而促进可持续性成长。总之，企业生命周期理论为企业提供了一个全面而深入的理解自身发展轨迹的框架，有助于企业在不同的发展阶段做出更加明智的决策

3.3.4 归核化理论

归核化的核心概念主张，企业应当将其经营范围和所获资源聚焦于具备竞争力的行业，以此来增强公司的全面竞争能力。归核化策略的基础建立在多元企业的概念之上，它主要是为了帮助那些多元化程度较高或极高的公司来实行，其可以实现业务的重新配置，将资源更多地投向具有核心竞争力或发展潜力的业务，从而提高企业的整体绩效。企业的归核化过程涉及多个策略的结合，这些策略如“减少归核”和“扩大归核”，其中收缩归核的核心是限制企业非关键业务的经营规模或覆盖范围，而非彻底撤出，以对企业的业务模式进行调整，强化关键业务的影响，而扩张归核则旨在扩大那些具有核心竞争力或与其相关的业务领域，进一步突出其主营业务地位。采用核心整合策略，企业能够提高资源的使用效率，加强其核心业务的实力，从而在这个竞争异常激烈的市场背景下获取有利的位置。

4 金融街控股分拆金融街物业上市概况

4.1 房地产行业分拆上市现状

多年来，房地产行业迅速扩张，已经出现了严重的泡沫问题，目前整个行业已进入存量阶段，为了确保公司可持续运营，房企不得不采取多元化经营策略来分担主要的地产开发风险。于是，2014年彩生活分拆成功上市，这也成为国内房地产企业首次尝试拆分物业上市的起点，随后多个优质物业子公司也从母公司分拆上市，物业管理板块初见雏形，这是分拆初期，物业上市之后释放了自身市值，获得大量融资，同时也改善自身经营，并且借助母公司的背景持续增长并赢得投资者认可。2019年开始，物业管理板块迎来爆发性增长，并引发了一波上市热潮，更多优质物管企业纷纷进行分拆上市，虽然由于物业管理企业分拆上市数量太多，该行业的优质供给不再稀缺，对于房企分拆物业管理公司上市的信息，投资者的反应出现了分化，但是行业仍在持续资本化，2021年还是有越来越多的物管公司从房地产企业中独立并开始市场化运作，2018-2022分拆物业上市的房地产企业概况如表4.1所示。

表 4.1 2018-2022 分拆物业上市的房地产企业

2018 年		2019 年		2022 年	
雅居乐	雅生活服务	滨江集团	滨江服务	万科集团	万物云
新城控股	新城悦服务	中国奥园	奥园健康	龙湖集团	龙湖智创生活
佳兆业	佳兆业美好	招商蛇口	招商积余		
旭辉控股	永升生活服务	银城国际	银城生活服务		
		蓝光发展	蓝光嘉宝服务		
		时代中国	时代邻里		
		宝龙地产	宝龙商业		

续表 4.1 2018-2022 分拆物业上市的房地产企业

2020 年		2021 年	
正荣地产	正荣服务	新力置地	新力服务
绿城中国	绿城管理	宝龙地产	宝龙房托基金
弘阳地产	弘阳服务	越秀地产	越秀服务
建业集团	建业新生活	中骏集团	中骏商管
金融街控股	金融街物业	禹州集团	禹州生活服务
华润置地	华润万象生活	建业地产	中原建业
融创中国	融创服务	阳光城	阳光智博生活服务
中国恒大	恒大物业	领地控股	领悦服务
合景泰富	合景悠活	新希望	新希望服务
世贸集团	世贸服务	朗诗地产	朗诗绿色生活
中国奥园	中国文旅集团		
荣盛发展	荣万家		
佳源国际控股	佳源服务		
金科地产	金科智慧服务		
远洋集团	远洋服务		

资料来源：作者根据公开资料整理

4.2 分拆企业简介

4.2.1 金融街控股简介

金融街控股上市于 2000 年，是一家具有国有资本基础的商务地产开发企业，主要侧重于房地产开发与产业创造，并依赖其丰富的经验和强劲的实力来打造了自己的独特优势。为了促进地区经济发展和提高区域价值，金融街控股通过引进地产项目来吸引来自不同行业的公司汇聚一堂，以客户需求为核心，不断加强各种业务领域的管理能力，从而提升公司的整体业绩。并努力尝试多种方法进行资产的证券化，充分利用自身的优势，在投融资、管理退出等关键阶段增强市场影响力，同时丰富品牌形象并增强品牌的价值。在得到知名房产品牌的支持后，金

融街控股在推动城市与产业创新战略的新趋势下,也在面临城市的新规划和新的发展机遇时,精心构建了以“金品家”和“金智家”为代表的多项目价值服务体系。直至2020年6月末,在京津冀、长三角、珠三角、成都、重庆以及长江中游这五大城市群以及它们周边的一小时交通网络中,金融街控股的作用几乎遍布每一个角落。该项目的开发区域面积已经突破了五百万平方米,并且其中用于商业运营的物业面积已经也超过了一千六百万平方米,规划的建筑面积已经扩展至1723万平方米,且拥有丰厚的土地储备,为其未来的持续与稳步增长奠定了稳固基础。

4.2.2 金融街物业简介

金融街物业股份有限公司在2020年7月在香港交易所成功挂牌。公司成立于1994年5月,多次获得如下荣誉:中国物业服务百强企业、中国商业物业TOP10企业、中国顶尖的办公物业服务企业和中国物业管理行十大品牌等称号。战略上致力于进入高端商务物资运营行业,并持续秉持“为精英服务,造福大众”的宗旨。我们始终致力于为客户提供上乘且专业的资产服务,帮助服务区域同步升级软硬件设施。多年的努力使得金融街物产以全球化的眼光引进了诸多市场先进的技术及管理工具,包括企事务资源规划系统(ERP)、智能建筑管理系统(IBMS)和先进的移动办公技术等,这为其在构建高端商务服务的核心市场能力上获得了重要成绩。此外,金融街物产在商务办公这一领域已经深耕了近二十年,已经形成了一种融合“符合要求、持续追求卓越和数字化”的综合管理策略。除了以上事项,金融街物产持续更新和完善其设施管理技术,紧密跟随最新的发展动向和前沿技术。通过整合互联网、物联网、云计算及电子商务等尖端科技,将其成功地融入日常运营,旨在提升各类设备设施的价值和维护。此外,也推动绿色环保的理念,加强了装修流程的监督管理。

4.3 金融街物业分拆上市概况

中国证监会于2020年4月30日批准金融街物业可在港交所上市以及进行全球发售。2020年6月19日金融街物业发布全球发售的公告,由国泰君安国际担任其独家保荐人,拟发行9000万股股份,发售价每股不超过7.56港元并且不低于

7.16 港元,并最终于 2020 年 7 月 6 日正式登录港股。金融街物业集资净额约 6.07 亿港元,根据金融街物业的招股说明书可知,此次上市所筹集到的资金中,大约 60.0%将被分配用于寻找在中国的战略收购和投资机会,以及新成立的分公司和子公司,以进一步扩展公司的业务范围;大约 20.0%的资金将被投入到公司的增值服务业务中;大约 10.0%的资金将被投入到信息技术和智能设备系统的建设与更新中;大约 10.0%的资金将被分配给公司的运营资本和常规的企业活动。另外,为了让市场对金融街物业的基本情况和未来发展持肯定态度,金融街物业还吸引了多名基石投入者。基石投资者已经同意按照发行价格购买总额为 2100 万美元的相关发售股份,这占到了全球发售股份的大约 24.65%。金融街控股将与这些基石投资者签订一份长期合约,并在该合同下享有优先认购权和剩余分配权,以及向这些基石投资者提供部分或全部现金回报。在全球发售完毕后,金融街控股将通过其全资子公司华融综合来持有其已发行股本的 47.52%的股权,而该股权的持有部分将由其全资附属公司华融综合持有,占总额的 35.64%

4.4 分拆上市动因分析

4.4.1 拓宽融资渠道,优化资本结构

房地产企业在项目的整个开发周期中都急需强劲的经济支撑,涉及到购置与储备土地、实施项目建设、进行公众营销与宣传推广,以及对项目的全面管理及运作,所以从房地产领域的统一开始计算,对于资金的需求始终显得异常迫切。然而在传统融资模式下,由于受限于信用等级和资产规模等因素,房地产企业面临着融资困难和渠道单一的问题,这种情况导致房企不容易获得大量资金支持,无法在市场中获得更好的更长久的发展,所以,对于这些房企来说,找到低成本、高效率的融资方式非常重要。分拆上市是一种解决方案,可以带来许多优势。例如,金融街控股选择了直接对金融街物业进行首次公开募股(IPO)的策略,与那些不会导致实际现金流变动的上市策略不同,直接 IPO 能够直接获得资金支持,并为金融街物业创建一个专属的融资平台。这在一定程度上减少了对金融街控股自身内部资源依赖,并缓解了其面临的融资压力,这与学者郭海星(2010)的观点“分拆上市等同于母公司将自己对于子公司的控制权转移,从而获得资金”如

出一辙。分拆前金融街控股拥有金融街物业已发行股本 47.52% 的权益，分拆金融街物业上市后，持有其发行股本总额的 35.64%，金融街控股分拆物业上市，把对其的股权让出，在市场上获得资产的溢价以及投资的收益，从而提高自身的再次融资本领。如表 4.2 所示，从金融街控股的现金流量表可以看出，2018-2020 年，投资活动产生的现金流量净额分别为-24.45 亿元，-8.50 亿元，-4.23 亿元，合计为-37.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额为别为-90.29 亿元，26.60 亿元，98.90 亿元，合计为 35.21 亿元，三年和合计的投资活动产生的现金流量净额高于经营活动现金流量净额，从而表明金融街控股有一定的融资需求。

表 4.2 金融街 2018~2020 年现金流量（单位：亿元）

	2018 年	2019 年	2020 年	合计
金融街经营活动产生的现金流量净额	-90.29	26.60	98.90	35.21
金融街投资活动产生的现金流量净额	-24.45	-8.50	-4.23	-37.18

资料来源：金融街年报收集整理

4.4.2 提高信息透明度，释放企业市值

资本市场是复杂的，市场对企业的估值也是复杂的，多余多元化经营的企业来说更是如此，当投资者感到估值很难的时候，对企业的估值就会偏低，但根据对国内外学者研究分析的综合结果显示，通过将多元化企业进行分拆上市可以有效地减少信息不对称问题，并为被低估价值的企业提供重新评估的机会。表 4.3 列示了最近几年我国房企分拆物业上市的指标数值，单就市值来说就有多家物业管理公司分拆上市之后的市值高于母公司的市值，大多数物业公司的市值高于其母公司市值的一半。2020 年 7 月之前成功分拆的物业管理企业中，市盈率在某些情况下可能高达 110 倍，而在平均情况下则是 55 倍，与此同时，房地产公司的市盈率普遍低于 10 倍，分拆上市能够使得物业管理公司的市值获得有效提升。而对金融街控股来说，在金融街物业实施拆分上市前，其 2019 年的纯利润已经达 1.13 亿人民币，通过估算，其静态市盈率约为 21 倍，这也意味着金融街物业在商业市场上的市值约为 23 亿元人民币。2020 年 7 月 6 日，金融街物业成功分拆上市，上市当天市值达 41 亿元，按照我们上面计算的分拆之前 23 亿的市值，金融街物业上市之后市值为之前的 178%，由此可知金融街控股分拆金融街物业

的一大动因就是提高市场对于金融街物业估值的透明度，从而使得其估值提升，之前被低估的资产现在得到了价值的释放。

表 4.3 部分已成功分拆物业上市的房地产企业市盈率及市值

日期	公司名称	市盈率	市值	公司名称	市盈率	市值
2014/06/30	彩生活	10.42	57.90	花样年	9.45	91.72
2016/07/12	绿城服务	62.59	336.49	绿城中国	7.96	221.21
2018/02/09	雅生活服务	43.38	596.67	雅居乐	4.58	384.26
2018/06/19	碧桂园服务	70.50	1320.36	碧桂园	4.85	2130.16
2019/03/15	滨江服务	38.74	51.47	滨江	8.98	146.55
2019/12/19	保利物业	83.08	455.12	保利	6.66	1861.74
2019/12/19	时代邻里	116.86	125.57	时代中国	4.40	255.93
2020/07/06	金融街物业	34.94	41.16	金融街控股	5.99	206.24
2020/07/17	正荣服务	60.36	69.62	正荣	7.56	211.84

资料来源：作者根据公开资料整理

4.4.3 寻找新的业绩增长点，提升经营业绩

本文背景提到过，房地产企业由于前几年的快速发展，行业整体发展的速度已经大大降低，国家又出台了各种政策调控，很多企业面临较大的资金亏空，在这种情况下，分拆上市被房企关注到，一方面分拆上市可以获取资金，补充企业的现金流，另一方面还能激发房地产企业的活力，从而提升经营的业绩。根据企业的生命周期理论，当房地产企业进入成熟阶段之后，或者是进入衰退阶段之后，需要改变之前的经营方式，不能再继续盲目的扩张，否则将会引起负协同效应，比如可以通过注重产业链的延伸，更加关注增值服务和售后服务等。而物业管理行业与这种发展思路不谋而合，物业管理领域在周期性方面的表现不是特别突出，而需求方面相对来说更为稳定，房地产销售面积在逐步增加的同时物业管理范围也在逐步扩张，这种情况让物业客户供应数量维持在一种相对稳定的水平。而且物业管理作为服务行业，与客户互动得非常频繁，这也是为什么其能得到客户高度的忠诚和依赖的根本原因。此外，物业管理企业使用的是简洁单一的盈利模式，

也就是要先收取资金，再提供相对于的服务，前期的成本是较低的情况下就能获得稳定的现金流。因此物业管理子公司被房企重点关注到，本文的案例企业金融街控股分拆物业较晚，或许是受了其他分拆物业上市房企的启发，发现通过分拆物业子公司上市可以获取新的发展机会，提升企业的竞争力。

4.4.4 经营核心业务，实现价值最大化

金融街控股主要从事房产开发项目，而金融街物业提供的是物业管理服务，金融街控股和金融街物业的业务类型存在差异，需要不同的经营技巧和管理方法。根据归核化理论，当一家大型企业经营过于多元化的时候，经营的不同内容会降低企业的管理效率，母公司的经营风险会增加，治理难度也会增加，这会导致负协同效应。而分拆上市实际上是将子公司从其母公司中独立出来，这样方便母公司集中自身资源发展核心业务，能够“心无旁骛”的制定符合自身的发展战略规划，两者各自实现可持续增长，从而整个集团的市场价值提升。此外，将金融街物业进行分拆上市还可以实现扩张重组目标，并通过不断融资来推动集团及上市公司发展，如果分拆策略得当，则能够产生滚雪球效应，使主要业务和分拆出来的物业板块相互促进壮大，实现更好的裂变式发展。

表 4.4 金融街控股分拆物业前业务收入占比

	2017	2018	2019
房地产业务收入（亿元）	23,243,951,328	19,589,756,475	23,569,135,925
房地产业务收入占总收入比重	91.08%	88.59%	90.01%
物业业务收入（亿元）	644,344,801	674,689,192	687,409,067
物业业务收入占总收入比重	2.52%	3.05%	2.63%

资料来源：金融街年报收集整理

从表 4.4 中可以看到，金融街物业在分拆之前的主营业务收益在金融街控股业务总收入中所占比例极低，而从 2017 年到 2019 年，这一比例分别仅为 2.52%、3.05% 和 2.63%。在分拆之前，物业业务在金融街控股的整体营业总收入中所占比例非常微小，从 2017 年直至 2019 年，它们的比重分别仅为 2.52%、3.05% 以及 2.63%。在金融街物业的分拆上市过程中，大部分项目都是金融街控股的，而

独立第三方所提供的项目在所有项目中的比重较小，这导致金融街物业的增长受到了母公司金融街控股的限制和挑战，其战略布局也存在一定的局限性。因此，金融街控股为了实现企业集团价值最大化，决定分拆物业子公司上市，期望将物业子公司定位为未来的增长亮点，通过拆分物业子公司使其远离其母公司的主导，进而为其制定更符合其特点的未来战略计划，并聚焦上市之后所获得的资源开展核心业务。

5 金融街控股分拆金融街物业上市的效果分析

本文采用“从理论基础到分拆动因最后对应到效果分析”的逻辑。首先借助“融资需求理论”展开对金融街控股“拓宽融资渠道动因”的分拆动因进行分析，最后对应到融资效果分析，包括股权融资效果和资本结构分析；借助“信息不对称理论”分析金融街集团“提高信息透明度，提升企业市值”的分拆动因，最后结合事件研究法和短期股价波动，展开市场反应分析；借助“企业生命周期理论”分析金融街集团“寻找新的利润增长点，提升经营业绩”的分拆动因，再对应财务绩效分析，主要采用因子分析方法，结合行业数据展开对金融街分拆财务绩效的分析；最后借助“归核化理论”对其“经营核心化”动因进行分析，对应战略效应分析。

5.1 融资效果分析

5.1.1 拓宽融资渠道

根据上文分析可知，由于金融街控股主导的分拆计划在前三年产生的总投资活动现金流量净额实际上超过了经营活动的现金流量净额，这暗示了公司具有一定程度的资金融通需求。金融街物业已经拆分并上市发行了 9000 万股，8100 万股被派到海外市场销售，另外 800 万股则被分派到香港进行发售。计划融资 6.44~6.80 亿港元。我们同样从融资现金流量来看融资情况，如图 5.1 从金融街控股和金融街物业的投融资现金净流量来看，金融街控股的融资现金自分拆后有增长，金融街服务分拆当年最高，随后也比分拆前有所上市，融资效应在近两年得到一定程度的释放，可见分拆后对母子公司的融资能力均有提升，但相对来讲母公司提升更大。此外，投资活动现金流量净额虽逐年递增，但均在融资活动现金流量净额的覆盖范围内，其投融资呈良性发展态势。

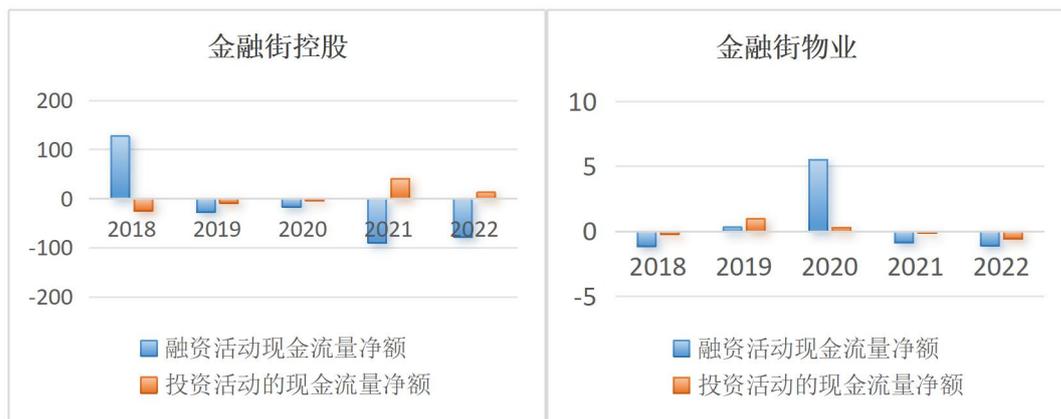


图5.1金融街控股及金融街物业2018-2022现金流量净额

资料来源：金融街控股年报收集整理

企业在市场上的价值高低会直接决定投资者对于其未来的成长与投资前景的看法，这些看法进而对公司的未来资金募集能力起到关键性的作用。如图 5.2 所示是 2018 年至 2022 年金融街总市值与房地产行业平均市值变化趋势，可见两者整体均呈下降趋势，截止 2022 年 12 月 31 日，金融街控股的总市值为 156 亿元，房地产行业平均市值为 139 亿元。2020 年 7 月 6 日金融街物业正式分拆上市，在此时间段金融街控股的总市值有一定幅度上升，但随后便开始下降，说明分拆对金融的市值短期有一定提升作用，但长期来看，作用不显著。此外，在过去几年里，金融街控股的市场估值均已经超出了这个行业的平均水准，且这两个市场指标之间的市值差距相对来说是稳定的，一个更高市值的市场价值能够更有力地支持公司的持续性财务活动，并且为其未来的资金筹集提供更多可能性。

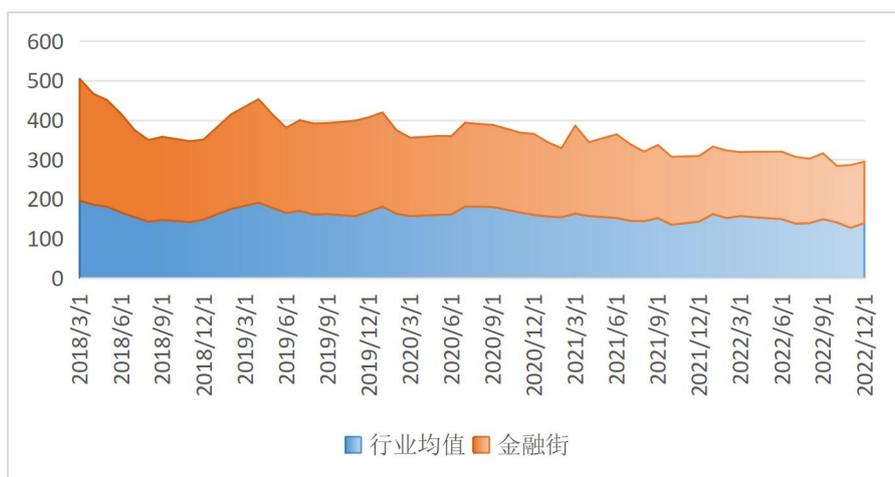


图5.2金融街控股市值及行业均值

资料来源：同花顺iFinD金融终端

5.1.2 优化资本结构

为了更准确地评估金融街分拆物业上市的融资效果,本部分在进行相关财务指标分析时,选择与行业平均水平数据进行客观对比,针对短期偿债能力的分析,本研究采用流动比率和速动比率两个指标展开分析。如图 5.3 所示金融街控股的流动比率 2018 年下降后,2019 年整体呈现上升趋势,一直大于行业均值,并且与行业均值的差距逐渐增大。自 2020 年开始,金融街控股的速动比率与整体行业的平均水平保持了相同的变化方向,而且其与整体行业平均值的差距逐渐缩小,因此,从整体趋势的角度出发,金融街的物业上市对于母公司近期的债务偿还能力确实产生了正面的影响,从而使得金融街控股在相关行业表现得更加卓越。

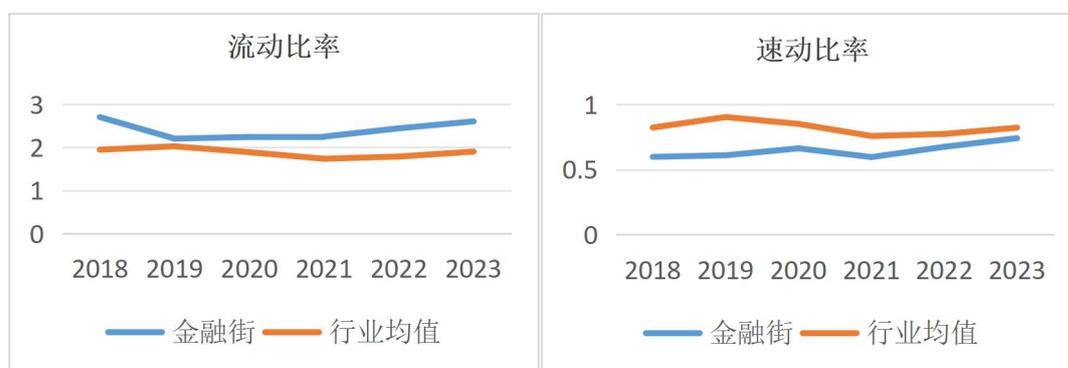


图5.3金融街控股流动比率、速动比率以及行业均值

资料来源:金融街控股年报收集整理

本文选择产权比率和利息保障倍数、资产负债率来分析金融街控股的长期偿债能力,金融街控股的资产负债率近年来均持续高于行业均值,但是差距变化不大,说明金融街控股的资产负债结果没有得到明显的改善。如图 5.4 图 5.5 所示,产权比率自 2020 年后低于行业的平均水平,利息保障倍数同样低于行业的平均水平,但和行业的差距正在逐渐缩减,从整体上来看分拆物业上市对金融街控股的长期偿债能力有一定改善,但是作用不大。



图5.4金融街控股资产负债率、产权比率以及行业均值

资料来源：金融街年报收集整理

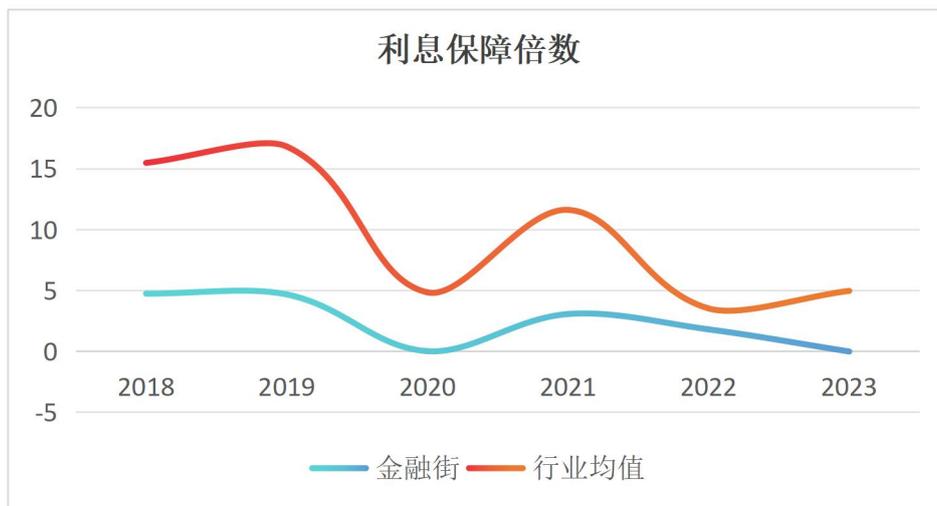


图5.5金融街控股利息保障倍数及行业均值

资料来源：金融街控股年报收集整理

5.2 市场反应分析

5.2.1 短期股价波动分析

企业在市场经济中经营，市场会对企业发生的大事产生反应，比如当企业放出利好消息，那么企业在市场中被看好，反映在资本市场就是股价提升，那么金融街控股分拆物业子公司上市无疑也是一件大事，所以我们可以透过观察企业在资本市场中股价的变化来分析投资者对该事件的态度，从而分析此次分拆的市场效果。2020年06月19日，金融街物业宣布了其全球发售的公告，计划在全球范围内销售9000万股股票，发售价7.16-7.56港元，并预计于2020年07月06日正式上市，两者时间相隔太近，因此本文选取金融街物业正式上市时间为事件

点。首先选取 07 月 06 日前十个交易日，即 06 月 18 日至 07 月 03 日金融街控股相关股价作为分拆上市前股价变动的分析对象，并选取 07 月 06 日至 07 月 17 日作为其分拆上市后股价变动的分析对象。如图 5.6 所示，分拆前十日左右金融街控股股价保持稳定，临近正式交易日其股票价格持续上升，在正式交易日达最高。分拆后整体水平稳定且高于分拆前的整体股价水平，说明在金融街物业正式交易后，市场是看好金融街控股分析物业子公司上市这一行为的，从而整个企业的股价上升。

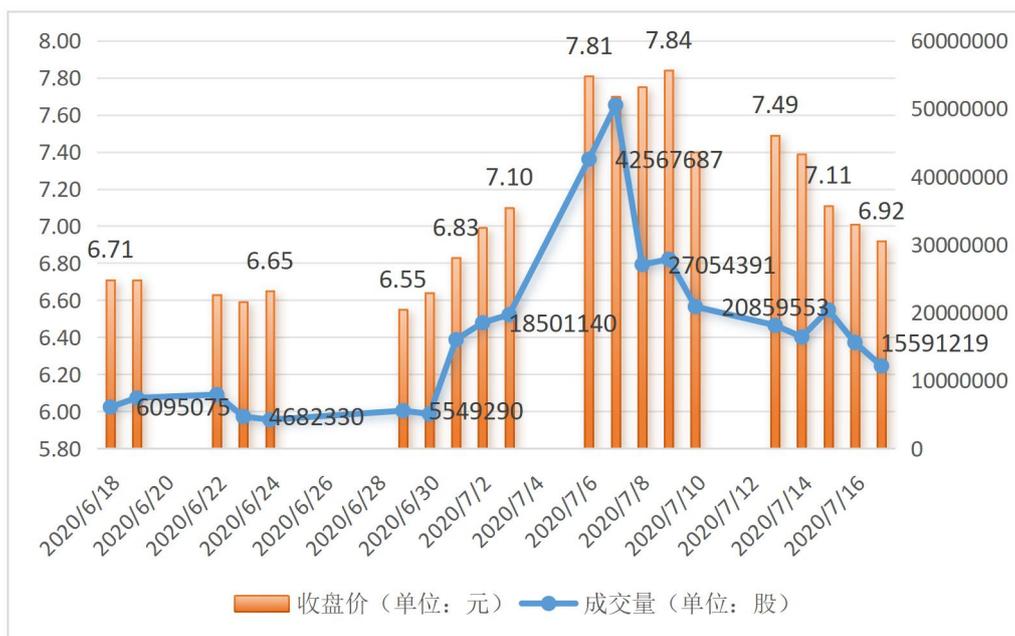


图5.6分拆前后金融街股价及成交量变动

资料来源：同花顺iFinD金融终端

5.2.2 超额收益率分析

事件研究法认为，经济活动能迅速地对证券价格产生影响，这一观点可以通过分析特定事件窗口里市场动态来得到验证。而且从多位学者之前的研究发现来看，虽然我国资本市场目前被看作是弱势的，但随着我国信息透明度体系越来越健全，信息披露的质量也随之持续上升，所以本文此次研究采用了事件研究方法，来探讨案例企业在拆分前后的短期市场动态。操作的具体步骤包括如下几个：首先是定义具体的事件及其发生日期，接着是选择适宜的观测窗口，之后预测预期的收益率，最后分别计算出超额收益率与超额累积收益率。

(1) 确定事件及窗口期

事件研究法需要选取一个事件中心点,把这个事件点看作是事件影响最大的那个,然后分析这个事件点前后的股价变动,金融街物业于2020年6月19日金融街物业就发布了全球发售公告,说明了发售股份数量以及预计发售价格范围,最后于2020年7月6日正式上市港股。虽然前者是投资者首次接收到分拆上市消息的时间,同上文仍然认为两者仅相差九个交易日,相隔时间太短,因此本文选取2020年07月06日作为事件日^①,并且通过上文分析可知,在事件日7月6日金融街控股的股价波动最大最强烈。其次需要选取合适的估计窗口期以及事件窗口期,查阅文献后发现,不存在一个非常客观的标准来选择估计的窗口期间,这个期间如果太短的话会导致预期收益率模型不够准确,如果太长会有很多其他的干扰因素导致计算误差。那么本文根据大多数学者的经验,选择选择事件日当天以及前后十个交易日为本次研究的窗口期,即[-10,10]共21个交易日(剔除无效数据)作为事件窗口期^②,并且选择了事件窗之前120个交易日作为估计窗口期,也就是[-130,-11]共120个交易日。

(2) 计算正常收益率

计算金融街控股的日收益率 R_{it} 和市场的日收益率 R_{mt} 。

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

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

本文采用市场模型法,利用CAPM模型^③,对微创医疗在评估期间的正常收益率进行测算。

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

为了深入探讨,本文采用Excel软件来详细解析金融街控股的各种数据,并以深证指数作为衡量市场收益率的重要参考,根据选择的公告日期和预估用的时间窗口,建立了一个评估正常利润的周期性模型,如图5.7所示:

$${}^1R_{t1}=0.6109R_{mt,1}-0.0021(R_2=0.4976)$$

① 在2020年7月6日前后,金融街并未发布其他影响公司股价的重大公告。

② 若窗口期过于短暂,那么它不能有效保障公告对股价可能产生的预测效果和延缓效应,同样,窗口期过长也无法确保公告的真实和纯净性。公司的股价在一个相对长的时间段内容易受到其他重大因素的影响,因此在事件研究的方法中,选用适当长度的事件窗口是非常关键的。

③ Brown和Warner研究发现市场组合收益对股票收益率的解释能力最强,本文也采用这种方法来计算预期收益率。

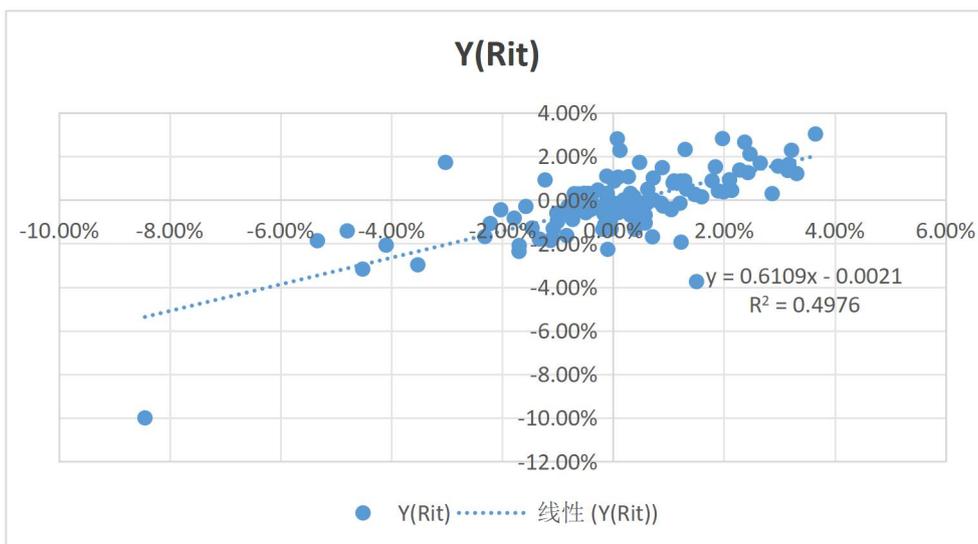


图5.7回归拟合图

(3) 计算超额收益率和累积超额收益率

每日的超额收益率 (AR) 是用来区分每日实际收益率和预定收益率两者之间的差价, 而在某些特定事件窗口期内, 累积的超额收益率则是代表 AR 累积价值 (CAR) 的数值, 如表 5.1 所示。

表 5.1 事件窗口期内股票的超额收益率与累计超额收益率情况

交易日	事件日	金融街 收益率	深证成指 收益率	预期 收益率	超额 收益率	累积 超额收益率
2020/6/18	10	0.45%	0.65%	0.18%	0.26%	0.26%
2020/6/19	9	0.00%	1.51%	0.71%	-0.71%	-0.45%
2020/6/22	8	-1.19%	0.29%	-0.03%	-1.16%	-1.61%
2020/6/23	7	-0.60%	0.78%	0.27%	-0.87%	-2.48%
2020/6/24	6	0.91%	0.17%	-0.11%	1.02%	-1.46%
2020/6/29	5	-1.50%	-0.52%	-0.53%	-0.98%	-2.44%
2020/6/30	4	1.37%	2.04%	1.04%	0.34%	-2.10%
2020/7/1	3	2.86%	1.01%	0.40%	2.46%	0.35%
2020/7/2	2	2.34%	1.29%	0.58%	1.76%	2.12%
2020/7/3	1	1.57%	1.33%	0.61%	0.97%	3.09%
2020/7/6	0	10.00%	4.09%	2.29%	7.71%	10.80%
2020/7/7	-1	-1.41%	1.72%	0.84%	-2.25%	8.55%
2020/7/8	-2	0.65%	1.84%	0.91%	-0.27%	8.28%
2020/7/9	-3	1.16%	2.60%	1.38%	-0.22%	8.07%
2020/7/10	-4	-5.61%	-0.61%	-0.58%	-5.03%	3.04%
2020/7/13	-5	1.22%	3.50%	1.93%	-0.71%	2.33%
2020/7/14	-6	-1.34%	-1.08%	-0.87%	-0.47%	1.86%
2020/7/15	-7	-3.79%	-1.87%	-1.36%	-2.43%	-0.57%
2020/7/16	-8	-1.41%	-5.37%	-3.49%	2.09%	1.51%

续表 5.1 事件窗口期内股票的超额收益率与累计超额收益率情况

交易日	事件日	金融街 收益率	深证成指 收益率	预期 收益率	超额 收益率	累计超额 收益率
2020/7/17	-9	-1.28%	0.91%	0.35%	-1.63%	-0.12%
2020/7/20	-10	3.32%	2.55%	1.35%	1.98%	1.86%

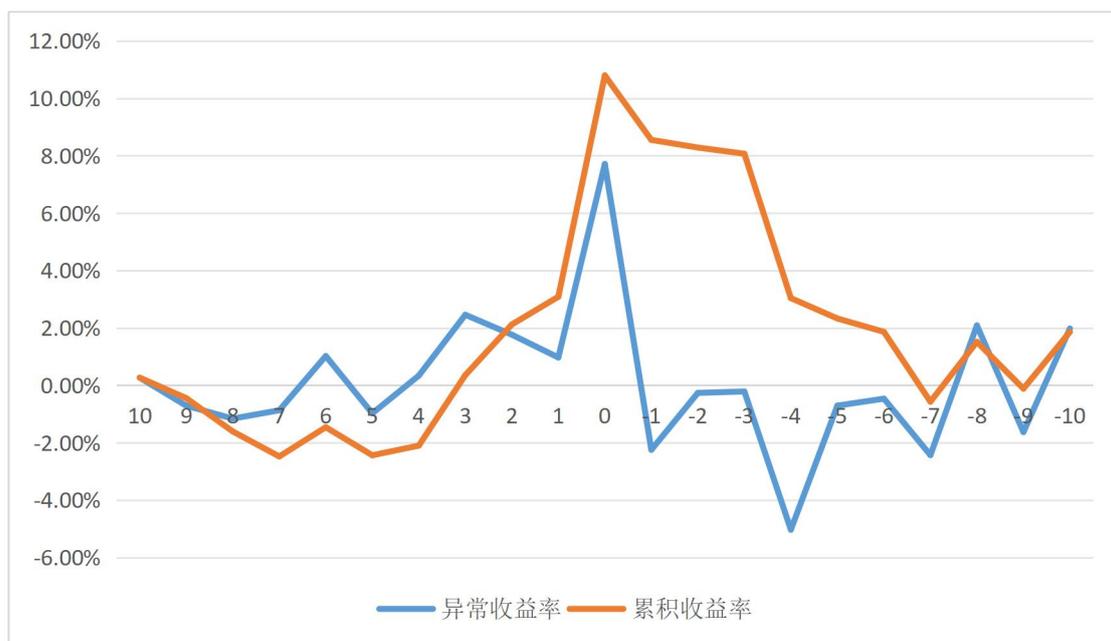


图5.8金融街超额收益率与累计超额收益率走势图

资料来源：东方财富网获取初始数据经Excel计算所得

从图 5.8 我们可以看出，在窗口时期每日的超额收益率大都为负，事件日前 4 个交易日开始转正，并一直持续到事件日后 7 个交易日，说明在金融街物业正式分拆上市前就已经在市场上获得了积极的回报，并且累积超额收益率在事件日当天达到最高 10.80%，这种情况持续三个交易日之后来呈回落态势，市场的反应有限，已经开始回归理性，并且修正对事件日的反应程度。由此可见市场投资者对金融街分拆金融街物业上市的事件但应持积极态势。综上所述，在分拆事件点前后金融街控股的股价和成交量大幅上升，采用事件分析法的研究结果也可知资本市场对金融街控股分拆物业子公司上市的事件持积极的态度，也就是说此次分拆上市给金融街控股带来了一定的正向影响。

5.3 财务绩效分析

5.3.1 构建财务指标评价体系

(1) 研究方法简介

因子分析法作为一种多元统计分析手段,它基于分析指标关联矩阵中的内在依赖性,从而将那些关系错综复杂的变量简化为仅有数个无关联的综合因子,以变量间的相关性为中心,将其进行分类。这种方式可能使同一个组成员的变量间具有更高的关系,但不同组间的关联可能较弱或完全无关,但这每组变量都代表一个共同的结构,被称为公共因子。

(2) 样本选取与数据收集

参照国泰安数据库以及证监会在 2012 年颁布的行业分类准则,到 2023 年结束时,我国的房地产行业上市公司共 123 家。为了确保研究中使用的数据既具有对比性也具备准确度,本文按照以下评估标准对选定的公司进行了仔细的筛查:首先,将 ST 公司和*ST 公司排除在外,因为这些企业的连续亏损已被特别处理,研究结果的准确性可能会受到影响,接下来需要排除那些在 2017 年之后上市的公司,因为上市时间太短,财务数据少不足以支撑研究,最后还要剔除财务数据有缺失的上市公司,经筛选之后,本文选取符合条件的房地产公司共 94 家。利用 SPSS27.0 和 EXCEL 进行数据处理,各个代表指标的权重被计算出,然后分析分析前后金融街控股的综合评分变化,以此来评价分拆前后金融街控股财务绩效。

(3) 评价指标选取的原则

首先,按照层次原则,根据各指标间的关联进行财务绩效评估的划分,有助于更深入地展现企业的多方面实力。本研究以金融街控股的财务绩效作为初始考量层面,而将四项能力定位为次级层面,随后是具体的财务性能评价指标。

其次,是遵循可靠性原则,绩效评估所选用的指标必须是准确和真实的,以准确地反应企业的实际需求,并在这个基础之上进行评估和深度分析方能显现其实用性。只有准确无误、可靠的分析结果,才能成为投资者及其他相关利益方制定投资决策和做出正确决策的依据。

再者,是全面性准则,在财务绩效评估中,所选择的评价指标应该全方位地覆盖公司的多个领域,对研究对象进行深入评估。如果只对部分数据进行量化评

价，评估过程可能会较为局限，而且得出的评价结果可能缺乏科学性。

最后，是重要性原则，尽管财务指标的种类繁多，但构建评价指标体系时，选择的指标数量并不是越多越好，需要针对不同的重点。在选择指标时，不仅要反映公司的盈利状况和财务风险大小，还需密切留意它的运营状况和发展潜力，确保全局的统筹考虑，从科学的角度对金融街控股企业的财务表现进行评价，并得到真实的结论。

(4) 评价指标选取

本文依据以上原则，在参考各位学者的指标体系的基础之上，根据盈利、偿还债务、发展以及营运这四个维度选择了四个一级指标和十个二级指标，目的是为了评估房地产行业上市公司在财务上的业绩表现，为评价金融街控股分拆上市财务绩效提供有效支撑。具体指标如表 5.2 所示。

表 5.2 财务绩效指标选取

一级指标	二级指标	指标解释
盈利能力	总资产净利润率 X1	净利润/平均资产总额×100%
	资产报酬率 X2	[（利润总额+财务费用）/平均资产总额]×100%
	净资产收益率 X3	净利润/平均净资产×100%
偿债能力	流动比率 X4	流动资产/流动负债×100%
	速动比率 X5	速动资产/流动负债×100%
营运能力	总资产周转率 X6	营业收入/总资产平均占用额×100%
	流动资产周转率 X7	营业收入/流动资产平均占用额×100%
发展能力	营业收入增长率 X8	本年营业收入增加额/期初营业收入×100%
	净利润增长率 X9	本年净利润增加额/期初净利润×100%
	营业利润增长率 X10	本年营业利润增长额/期初营业利润×100%

5.3.2 因子分析

(1) 数据适用性检验

因子分析依赖数据，那么数据的适用性非常重要，为确保分析的精确度与研究的实用性，首要之事便是确保数据指标方向选择的统一性，需要对各种方向不

统一的原始指标进行标准化,然后使用这些标准化的财务数据来进行巴特利特球度检查和 KMO 检验的操作。检验结果如表 5.3 所示, KMO 值达到了 0.561, 这一数字通常高于 0.5 就意味着经过检测后的数据是可用的, 而且, 在巴特利特的球度检验中, 这一数值的显著性为 0, 小于 0.05 也是合适的。两个条件同时满足, 说明数据间是相关的, 能够被用来进行因子分析。

表 5.3 数据适用性检验

KMO 和巴特利特检验		
KMO 取样适切性量数。		0.561
	近似卡方	3847.265
巴特利特球形度检验	自由度	45
	显著性	0.000

(2) 提取公因子

公因子方差是用来表示观测变量方差中由公因子解释的部分比例, 从表 5.4 可以看出, 从选定的 9 个财务指标中提取的公因子方差都大于 0.6, 这表明从各个变量中提取的公因子可以有效地解释。

表 5.4 提取公因子

财务指标	公因子方差	
	初始	提取
X1	1.000	0.965
X2	1.000	0.941
X3	1.000	0.825
X4	1.000	0.921
X5	1.000	0.916
X6	1.000	0.822
X7	1.000	0.824
X8	1.000	0.807
X9	1.000	0.792
X10	1.000	0.879

提取方法: 主成分分析法

下一步, 采用主成分分析法来确定关键因子的数量, 基于表 5.5 的数据, 为了更深入地解读变量的方差, 本文决定选择特征值超过 1 的因子作为主导因子。在表中可以看出, 在旋转之前有四个特征值大于 1 的因子, 它们分别对应着

27.848%、19.770%、18.668%和 15.146%的方差贡献率，并且累计方差解释比例达到 81.433%，超过了 70%，这意味着提取出的这四个主要因子能够反映 10 个财务指标中大部分信息，初步判断这四个主要因子可用于后续的财务绩效评价。

表 5.5 总方差解释

成分	初始特征值			提取载荷平方和			旋转载荷平方和		
	总计	方差百分比	累积%	总计	方差百分比	累积%	总计	方差百分比	累积%
1	2.785	27.848	27.848	2.785	27.848	27.848	2.732	27.325	27.325
2	1.977	19.770	47.618	1.977	19.770	47.618	1.869	18.688	46.012
3	1.867	18.668	66.287	1.867	18.668	66.287	1.863	18.630	64.643
4	1.515	15.146	81.433	1.515	15.146	81.433	1.679	16.790	81.433
5	.892	8.917	90.350						
6	.351	3.510	93.860						
7	.249	2.489	96.348						
8	.217	2.170	98.518						
9	.133	1.329	99.847						
10	.015	.153	100.000						

提取方法：主成分分析法。

如图 5.9 所示，前四个因子的特征值均超过了 1，而第 1 个因子特征值位于 2 和 3 之间，这意味着它们是对原始变量解释的贡献最大的，然而从第 4 个因子开始，这些因子的特征值都比较有限，对原始变量的解释贡献也相当有限，为了验证之前选择的 4 个因子的准确性，我们共筛选出了 4 个重要的公因子。

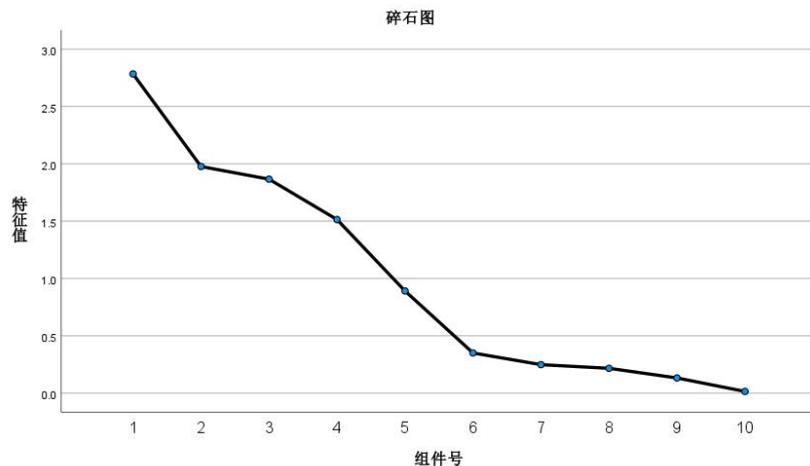


图5.9碎石图

(3) 对提取的公共因子命名

为了确保因子命名更加直观,我们在此研究中采纳了方差最大化的方法,并对因子载荷矩阵实施了正交旋转型。从表 5.6 上的旋转数据可见,公共因子 F1 在 X1、X2 和 X3 的数据表现出了较高的载荷特性,这些指标代表企业的盈利能力,因此我们决定将它们统称为盈利能力因子;公共因子 F2 在 X8、X9 及 X10 上展示了显著的载荷值,这三项数值准确反映了企业的发展潜力,因此我们决定将其命名为发展能力的关键因素;在公共因子 F3 上,X4 与 X5 展示了相对较高的承载指数,这两个指数揭示了公司的还款偿债实力,因此我们把这样的公共因子称之为偿债能力因子;公共因子 F4 上,展现了 X6 与 X7 两个显著的指标,它们呈现出相当高的载荷能力,反映了企业的运营效率,因此,我们选择把这个公共因子命名为了营运能力因子。

表 5.6 旋转成分矩阵

	1	2	3	4
X1	0.982	0.005	0.019	-0.035
X2	0.969	0.010	0.044	0.025
X3	0.906	0.020	0.053	-0.014
X10	0.022	0.936	0.037	-0.042
X9	0.025	0.884	0.058	-0.087
X8	-0.010	0.456	-0.119	0.188
X4	0.049	-0.026	0.958	0.030
X5	0.048	-0.018	0.951	0.100
X7	-0.050	0.051	0.001	0.905
X6	0.032	0.011	0.135	0.896

提取方法:主成分分析法。

旋转方法:凯撒正态化最大方差法。

a.旋转在 4 次迭代后已收敛。

(4) 计算因子得分和综合得分

依据表中所展示的各个评价指标在因子内的载荷数乘上这些指标,得出了四个因子的得分,分别是:F1、F2、F3 和 F4。接下来,使用各因子的方差贡献度与累积方差贡献度的关系作为权重,从而得出样本公司的综合评分(F)。具体计算公式如下:

$$F1=0.362X1+0.357X2+0.332X3-0.023X4-0.022X5+0.019X6-0.006X7$$

$$-0.002X8-0.007X9-0.007X10$$

$$F2=-0.010X1-0.008X2+0.001X3-0.010X4-0.007X5-0.001X6+0.020X7$$

$$+0.243X8+0.474X9+0.501X10$$

$$F3=-0.030X1+0.020X2-0.009X3+0.522X4+0.514X5+0.008X6-0.062X7$$

$$-0.077X8+0.041X9+0.027X10$$

$$F4=-0.000X1+0.026X2-0.000X3-0.049X4-0.007X5+0.533X6+0.547X7$$

$$+0.118X8-0.064X9-0.035X10$$

其次，本文要算出来因子的加权总分，用四个因子的方差贡献率作为权数，得出下面的财务绩效评价的模型公式：

$$F=(27.325F1+18.688F2+18.630F3+16.790F4)/81.433$$

表 5.7 成分得分系数矩阵

	1	2	3	4
X1	0.362	-0.010	-0.030	-0.009
X2	0.357	-0.008	-0.020	0.026
X3	0.332	-0.001	-0.009	0.000
X4	-0.023	-0.010	0.522	-0.049
X5	-0.022	-0.007	0.514	-0.007
X6	0.019	-0.001	0.008	0.533
X7	-0.006	0.020	-0.062	0.547
X9	-0.007	0.474	0.041	-0.064
X10	-0.007	0.501	0.027	-0.035
X8	-0.002	0.243	-0.077	0.118

提取方法：主成分分析法。

旋转方法：凯撒正态化最大方差法。

组件得分。

利用选定的 94 家在房地产领域上市的公司的 2017-2021 年的财务数据输入上述算法，计算出了 4 个因子的得分及财务综合绩效，接着根据这些得分进行了降序排序。

表 5.8 金融街在行业内的财务绩效得分及排名

年份	F ₁	排 名	F ₂	排 名	F ₃	排 名	F ₄	排 名	F	排 名
2017	0.3591	37	0.1705	38	0.2067	57	-0.1399	48	0.183	44
2018	0.2749	42	-0.1548	69	0.1800	50	-0.4872	65	0.002	60
2019	0.1980	41	0.0630	32	0.4695	12	-0.4011	60	0.114	40
2020	-0.2223	69	-0.3513	79	0.5828	9	-0.8563	83	-0.202	67
2021	-0.2085	52	0.1505	17	0.3921	19	-0.4509	63	-0.044	43
2022	-0.3411	58	-0.3048	75	0.4182	17	-0.6702	70	-0.232	65

表 5.8 清晰的显示了金融街集团在房地产行业上市企业中的排名情况,横向看金融街集团的排名处于 50 上下,即中等位置,纵向来看金融街集团 2017-2022 年综合财务绩效排名依次为 44、60、40、67、43、65,分拆上市并没有使得金融街集团的财务绩效立即获得提升。相反,在分拆上市的初期,即 2020 年末,其财务绩效排名为 67,相对较低,然而,到了 2021 年年末,其财务绩效排名提升至 43 名,显示出分拆上市可能在一定程度上帮助其改善了财务状况。但是,2022 年末的财务绩效排名又下滑至 65 名,说明分拆上市的影响可能并不是长期的或者稳定的。根据 F1 的收益因子排名,金融街集团在 2019 年的排名为 41,而在 2020 年仅位居 69 位,这也成为 2020 年综合财务表现下滑的主要因素之一;F2 的发展能力因子排名变化幅度巨大,2019-2021 三年呈现出 32、79、17 的排名,和综合绩效的波动基本一致;从 F3 偿债能力因子来看,金融街集团的排名从 2019 年开始处于靠前位置,整体高于综合绩效得分排名;最后从 F4 营运能力因子来看,金融街集团的排名中等偏下,低于综合排名。

通过以上分析可以得出结论,一个企业在各个方面的综合排名和整体排名并不总是相同的,但通过综合得分可以看到金融街控股在同行业中的财务表现,进一步的排名也显示了金融街控股在这个领域的实力和地位。从这些数据中,我们可以推测金融街控股的发展和偿债水平与其综合性能排名是大体上匹配的:偿债能力因子在总体中高于整体排名并展现出良好的表现,而营运能力因子的得分低于整体排名,有待提升。总的来说,拆分上市对金融街集团的财务绩效影响是复杂的,在短期内可能会对公司的财务绩效产生不利影响,然而,在长期内这一操作可能会带来更多战略机遇和发展空间。

5.4 战略效应分析

5.4.1 基于赫芬达尔指数的归核化程度判断

金融街集团各个业务单元的收入组成资料可以获得,所以本文与朱江(1999)一致采用销售收入的赫芬达尔指数法对企业归核化程度进行衡量,是企业各种业务收入占总收入的比例的平方和,金融街分拆金融物业上市前后的 HDI (赫芬达尔指数) 计算结果如表 5.9 所示:

表 5.9 金融街分拆物业前后 HDI 计算

	2018	2019	2020	2021	2022
房产开发	88.59%	90.01%	87.26%	90.51%	90.12%
物业出租	7.87%	7.03%	9.21%	7.26%	7.93%
物业经营	3.05%	2.63%	1.80%	1.72%	1.19%
其他收入	0.49%	0.33%	1.73%	0.51%	0.77%
HHI	0.792	0.815	0.771	0.824	0.829
HDI	0.208	0.185	0.229	0.176	0.171

资料来源:金融街报告收集整理所得

HHI 指数变大时,企业的归核化程度升高, HDI 指数开始变小。由上表可知金融街控股分拆金融街物业上市行为对其业务核心化没有明显变化,主要原因系物业在金融街控股整体营收中仅占比小于 10%, 所以从赫芬达尔指数的结果上,看不出分拆物业上市对金融街控股的归核化程度有显著影响。然而,从定性的角度来看,金融街控股在多个领域开展业务,其中物业作为一个较小的分支与房地产开发密切相关。为了进一步专注于精细业务,并提供对母公司金融街控股的综合管理支持,金融街控股决定将物业拆分上市。这样做有利于保持金融街服务的核心竞争优势,并且由于金融街控股具备专业实力和高质量企业资产,使得物业拆分上市更加顺利进行。

5.4.2 母公司战略布局效果分析

(1) 战略效果不佳，营收波动大

从金融街控股报表可以知悉，其战略布局主要为三个方向：一是深耕进入城市，聚焦核心区域和核心板块，重点关注市场供求关系平衡、价格关系合理、抗风险能力强的投资项目，做好项目筛选和成交结果分析；二是深入研究自持物业经营规律，重点研究轻资产代建代管、城市更新项目的运营模式；三是持续关注长租公寓及集体建设用地建设租赁住房、城市更新及代建等轻资产投资机会，为公司持续稳健发展拓展新的业务方向。分别对应着房产开发、物业收入以及其他收入。

表 5.10 金融街分拆物业前后经营的主要项目及其变化

	2018	2019	2020	2021	2022
房产开发	195.90	235.69	158.13	218.63	184.79
增减率	-15.72%	20.31%	-32.91%	38.26%	-15.48%
物业出租	17.41	18.41	16.69	17.54%	16.25
增减率	11.60%	5.73%	-9.36%	5.07%	-7.31%
物业经营	6.75	6.87	3.26	4.15	2.44
增减率	4.71%	1.89%	-52.52%	27.18%	-41.29%
其他收入	1.07	0.86	3.12	1.23	1.58
增减率	52.09%	-19.67%	63.66%	-60.49%	5.98%

从表 5.10 可以看出，各个项目的变化趋势各不相同。房产开发方面，金融街控股在 2018 年至 2020 年期间，房产开发收入呈现下降趋势，从 195.90 降至 158.13，然后又在 2021 年回升至 218.63，在 2022 年，这一收入又有所下降，降至 184.79。金融街控股在房产开发方面的业务有所波动，且趋势较差，无法达到预期的战略目标。从物业出租方面上看，物业出租收入在 2019 年有所上升（从 17.41 增至 18.41），但在 2020 年和 2021 年呈现下降趋势（降至 16.69 和 17.54）。与房产开发收入基本同一个趋势变化，未能反映分拆后的效果。物业经营方面，物业经营收入在 2018 年至 2020 年期间呈现下降趋势，从 6.75 降至

3.26。然后在 2021 年有所回升，增至 4.15。然而，到 2022 年，这一收入再次下降至 2.44。同样效果较差其他收入方面，占比自 2018 年至 2021 年期间有所下降，从 1.07 降至 0.86。然而，在 2022 年，这一收入有所回升，增至 1.58。但数额过小，无法对金融街控股产生整体效益。

（2）物业公司仍为国有股东主导

控制权在企业的成长路径、策略选择和经营决策中起到了关键作用。从我国股东大会与董事会的互动关系中，我们可以明确看到控制权在公司的运营、策略制定和长远发展中所扮演的核心角色。即股东大会主导公司的核心决策，包括选择董事，并始终坚持“每股有一票”的投票准则，这代表着他们将获得更大的投票权来指导董事投票的整个流程。在大股东持股比例较低时，由于其控制权与现金流权均被限制在一定范围内，因此只能选择董事会或监事会作为监督主体。董事会主要负责公司的日常运营和管理，当他们拥有绝对的决策权时，可以利用董事会来了解公司的长远策略和经营方针，从而达到对公司的主导权。在金融街的物业上市之前，天泰置业的股份持有的比例是 29.49%；金融街集团下面的华融综合公司拥有公司总数的 47.52%的股权；融信合泰是 22.99%股份的持有人。其中，融信合泰是一个专为激励公司管理阶层和员工而建立的组织，在大约 100 名员工当中，管理层是主导力量，通过持有金融街物业 22.99%的企业股份来达到激励和激励目的。金融街的地产在上市之后的股票结构是：中国人寿持有天泰置业公司的 22.12%股权；华润综合拥有 35.64%的股权权益；融信合金持有股份总数为 17.24%。由于国家所有者在金资源获取和配置方面可能提供更多政府支持和优惠，这对公司开展业务、扩大市场占据率并提升竞争力非常重要。一方面，国家所享受较高比例在公司资本结构中可能影响到公司独立性与自主性，但同时也确保了公司战略与国家政策和经济发展方向相符。另外，作为国家控制下的公司，金行物产更加注重社区责任与形象。这将帮助提高公司社区声誉与可靠度，并赢得更多客户认同与市场接纳。

6 研究结论与建议

6.1 研究结论

在大量房企将物业分拆上市的背景下，本次调查充分考虑了数据可获取性，并选取了 2020 年上市的金融街上的物业作为案例研究对象，在详细研究了其被分拆上市的动因之后，对金融街控股将其物业分拆上市的具体影响进行了深入分析，并得到了若干研究的结论：

第一，金融街控股分拆物业上市的动因包括拓宽融资渠道、提升企业市值、寻找新的业绩增长点、经营核心业务。金融街控股做出决策，将其物业业务部分进行拆分，并将其推向市场，旨在减少信息不对称，同时也激励那些被低估的物业附属公司回到其原始价值中。此种策略旨在增强公司的市值管理水平，同时为金融街物业打造一个独立上市的平台，进而提供更为丰富的资金筹措途径、提高融资能力、缓和资金的紧张并使资本配置更为高效。

第二，金融街控股分拆物业上市在短期内对母公司的融资能力、企业估值和财务绩效有积极效应。本文通过采用事件研究法来深入探究金融街控股分拆物市如何引发市场的反应，以及正式的分拆公告如何对同类分拆房地产企业和上市物企产生溢出效应，经过实证分析，研究发现金融街物业的分拆上市在短时间内对于母公司的股价产生了正溢价，使公司在短时间内实现了一些超常收益。并且，金融街物业上市后的股价显示出增长的模式，这得到了资本的高度认可，显示资本市场对金融街物业分拆上市的响应是积极的。本文还通过因子分析对财务绩效进行综合排名，从最终的排名结果来看，金融街控股的财务绩效呈现波动趋势，分拆当年排名下降，但次年排名大幅提升，这主要是得益于 F2 发展能力因子排名升高，说明短期内分拆上市对金融街控股的财务绩效有积极影响。

第三，金融街控股分拆物业上市对企业的长期绩效影响有限，母公司战略布局效果不显著。本文对比了金融街控股分拆前后企业总市值和行业均值，金融街控股市值高于行业均值，并且差距在短期内有所增加，但长期来看差距呈缩小趋势，与金融街控股的偿债能力指标和行业均值的趋势一致，财务绩效排名也最能说明这一情况，金融街控股的财务绩效综合得分在 2022 年大幅下降，说明分拆事件在短期内有积极影响，但长期来看效应并不显著。企业分拆物业上市有出于

核心经营业务的动因，金融街物业在金融街集团占比较小，归核化程度仅在分拆当年有一点点反应，整体看不出明显效果。此外，金融街分拆物业上市的战略布局效果不佳，企业营收波动较大，物业公司仍为国有股东主导。

6.2 研究建议

6.2.1 对企业进行分拆上市的建议

目前的趋势是越来越多的物业公司选择分拆上市，由于证监会新政策放宽了分拆上市的条件，近年来我国有很多企业选择将子公司进行分拆并上市，本文选取了金融街控股将金融街物业进行分拆上市的案例效果进行了详细分析，并从中得出一些建议。

一是，企业在考虑是否进行分拆上市时应该谨慎选择，不能盲目跟从市场趋势。分拆上市作为一种资本收缩性的重组策略，其核心目标是减少企业内部各部门间的负面协同效应，当整个行业出现变动时，这种重组有助于优化集团的内部结构，并为子公司开辟新的发展途径和融资平台，从而提升经营效能、增强抗风险能力并拓宽企业的发展空间。分拆上市作为一种资本运作手段已经成为许多企业选择的途径之一。尽管如此，不是所有的公司都适宜选择分拆上市的方式，有的公司可能只是为了在资本市场中追求短期的盈利而这样做，但他们的子公司可能并不满足进行分拆上市的所有条件和需求，这种情况可能会导致子公司的股票价值急剧下降，甚至可能面临退市的风险。此外，强制性的业务分割还可能导致其母公司内部的业务架构失衡，进一步干扰其正常运营，企业在决定采用分拆上市的方式时，应当细致考虑自身的规模以及资产的状况。因此，在决策是否将某企业进行拆分上市之前，公司需要深入研究与之相关的规章制度，以尽量减少潜在的风险。需明确在上市后的具体发展策略，并把成功上市看作是公司发展计划中的关键环节，而不是最终目标，当面临各种挑战时，应制定充分的预防措施以确保持续的经营和问题的解决。

二是，分拆上市时应关注子公司未来的发展能力，并持续关注其影响。对于决定进行分拆上市的公司，他们需要高度重视公司未来的成长空间，并持续关注其经营和财务状况。从之前的描述中我们可以看出，尽管分拆上市在短时间内对

公司的经营表现和市值价值产生了正面效果,但其对公司的长期发展可能并不那么明显。此外,由于目前我国证券市场仍存在较多问题,因此上市公司在实施分拆上市过程中要充分结合自身情况,以实现整体战略布局。因此,如果企业希望在上市后能够独立运营并获得一定的市场份额,就必须将其经营活动与分拆上市策略相结合,同时也要注意其长期发展的能力,企业应该合理地利用从资本市场筹集到的资金,优化内部资源的配置,并制定具有自身特色的长期战略规划。此外,企业还应通过扩大产品服务规模、提升创新能力和改善服务质量等方式,来提高其核心竞争力,从而在市场中获得优势地位。此外,企业还应关注分拆上市过程中可能出现的问题,如股权分散风险过大、缺乏独立性及相关政策限制等。此外,企业在上市之后将需要满足信息公开的标准,因此,它们必须严格遵循监管机构的规定,并构建完善的信息披露体系,同时,公司的决策过程也应更为审慎,并与投资者保持及时的沟通和交流。本文选取北京金融街物业管理有限公司为研究对象,对其进行案例分析,希望能够找出其存在的问题及对策建议,从而促进我国物业管理行业健康有序地发展。金融街物业作为一家专业的物业管理公司,其未来发展的关键在于扩大管理面积和提高增值服务的占比。公司在成功地完成分拆之后,不但赢得了更大的自主经营权,还应该对其核心业务的运营投入更大的关注和投入。此外,企业应该在不同的业务部门间调整份额,从而提高非主要客户增值服务的地位,并致力于研发和创新具备企业特点的服务项目。

6.2.2 对分拆上市监管的建议

近些年来,我国对于股票上市的条件有所放松,但在解除上市管制措施的同时,还需增强监管机制的完善性,避免企业借助此概念来操控市场和利润输送。首先,在制订规章制度的过程中,我国的监管机构有权参考国外的高级实践,再结合我国资本市场的具体环境,不断地优化子公司的分拆上市条款。当涉及公司的上市申请时,监管机构必须保持谨慎,增强核实的频率,积极地确保审核流程既高效又数字化,以免审查变得复杂和繁重。除此之外,还需清晰地设定上市公司分割上市与其关联交易的具体界限。其次,在审查过程中,为了维护股东的权益,必须进行严格的审查,特别是要对母子公司之间的对抗或母公司子公司分崩离析后的独立性问题进行严肃和细致的管理。再次,还要构建一套针对分拆上市

的前期预警和后期管理体系，以确保公司能够迅速透露数据并实施有效的约束。最后，对于已经成功完成资产分拆和上市的公司，它们必须受到连续性的监督，以确保在成功获得上市资金之后，它们不会遭遇业绩下滑或退市的可能性，并且保证市场的持久稳定。

参考文献

- [1] Allen and McConnell. Equity carve out and managerial discretion[J]. Journal of Finance,1998,53(2):163-86.
- [2] Baker and Wurgler. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance,2002,57(1):1-32.
- [3] Comment and Jarrell. Corporate focus and stock returns [J]. Journal of Financial Economics,1995,37:67-87.
- [4] Daley, Mehrotra and Sivakumar. Corporate focus and value creation : Evidence from spin offs[J]. Journal of Financial Economics,1997,45(2):257-281.
- [5] Hand and Skantz. The bad news since equity carve outs. Working paper,1997.
- [6] Harris and Raviv. The capital budgeting process: Incentive and information [J]. Journal of Finance,1996,51(4):1139-1174.
- [7] Holmstrom and Tirole. Market liquidity and performance monitoring[J]. Journal of Political Economy,1993,101(4):678-709.
- [8] Lang, Poulsen and Stulz. Asset sales, firm performance, and the agency cost of managerial discretion[J]. Journal of Financial Economics,1995,37(1):3-37.
- [9] Myers and Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics,1984,13(2):187-221.
- [10] Madura and Nixon. The long-term performance of parent and units following Equity carve-outs[J]. Applied Financial Economics,2002,(12):171-181.
- [11] Nanda. On the good news since equity carve-outs[J]. Journal of Finance,1991,46(5):1717-1737.
- [12] Prezas, Tarimcilar and Vasudevan. The pricing of equity carve outs[J]. Financial Review,2000(35),123-138.
- [13] Powers. Deciphering the motives for equity carve-outs[J]. Journal of Financial Research,2003,26(1):31-50.
- [14] Ritter. The long-run performance of initial public offerings[J]. Journal of Finance,1991,46(1):3-27.

- [15] Schipper and Smith. A comparison of equity carve outs and seasoned equity offerings: share price effect and corporate restructuring [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1/2): 153-186.
- [16] Schipper and Smith. A comparison of equity carve out and seasoned equity offerings: share price effect and corporate restructuring [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1/2): 153-186.
- [17] Vijh. Long-term returns from equity carve outs [J]. Journal of Financial Economics, 1999, (51): 273-308.
- [20] Vijh. The positive announcement-period returns of equity carveouts: asymmetric information or divestiture gains? [J]. Journal of Business, 2002, 75(1): 153-190.
- [18] 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.
- [19] 邓建平, 曾婧容, 饶妙. 房地产企业分拆上市的资本逻辑——以碧桂园为例 [J]. 财会月刊, 2020(19): 156-160.
- [20] 费南瑛. 分拆上市对公司绩效的影响 [D]. 西南财经大学, 2013.
- [21] 郭海星, 万迪昉. 上市模式、代理成本和公司绩效——基于中国上市公司的经验证据 [J]. 软科学, 2010, 24(09): 81-86.
- [22] 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.
- [23] 黄清. 国有企业整体上市研究——国有企业分拆上市和整体上市模式的案例分析 [J]. 管理世界, 2004(02): 126-130.
- [24] 贺丹. 上市公司分拆上市的差异性分析 [J]. 证券市场导报, 2009(03): 23-27+34.
- [25] 何璐伶. 中国铁建分拆上市路径选择及市场反应研究 [J]. 商业会计, 2019(06): 23-28.
- [26] 林凌. 上市公司面对二板市场的选择: 分拆上市 [J]. 证券市场导报, 2000(07): 36-43.
- [27] 李青原, 王永海, 韩晖. 分拆上市与股东价值创造——“同仁堂”案例的再分析 [J]. 经济管理, 2004(08): 51-59.
- [28] 林旭东, 唐明琴, 程林, 聂永华. 分拆上市的价值创造: 来自中国市场的实证研究 [J]. 南方经济, 2015(07): 47-60.

- [29] 林旭东, 聂永华. 分拆上市与价值创造: 多视角的经济动因分析[J]. 深圳大学学报(人文社会科学版), 2009, 26(02): 57-63.
- [30] 吕江林, 刘胤之, 黄哲, 郑丽. 上市公司分拆上市的股价效应探究[J]. 金融与经济, 2023(02): 25-40.
- [31] 沈红波, 王悦, 顾舒雯. 企业集团的管理层激励与分拆上市——基于腾讯分拆阅文的案例研究[J]. 管理会计研究, 2020, 3(Z1): 34-51+133.
- [32] 唐青. 分拆上市对公司经营绩效的影响[D]. 浙江大学, 2011.
- [33] 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.
- [34] 王秀丽, 梅静怡, 张昭俊, 谢晓燕. 中国境内分拆上市公司价值创造影响因素研究[J]. 会计之友, 2022(19): 52-59.
- [35] 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.
- [36] 吴三清, 徐义雄, 吴维库. 基于交易成本理论的企业分拆动因考察[J]. 学术研究, 2003(07): 66-69.
- [37] 王新红, 薛焕霞. 创业板分拆上市公司经营绩效评价研究[J]. 财会通讯, 2014(09): 29-31+35.
- [38] 王秀丽, 梅静怡, 张昭俊, 谢晓燕. 上市公司分拆上市动因组态与价值创造研究[J]. 会计之友, 2023(09): 34-43.
- [39] 王新红, 薛焕霞. 创业板分拆上市公司经营绩效评价研究[J]. 财会通讯, 2014(09): 29-31+35.
- [40] 温哲. 企业收缩性资本运营方式研究[J]. 财会通讯, 2017(08): 11-14.
- [41] 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.
- [42] 肖大勇, 罗昕, 邓思雨, 董雪. 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(06): 72-78.
- [43] 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.
- [44] 徐宗宇, 孙敏, 刘耀淞, 杨捷. 分拆上市对企业集团价值的影响[J]. 华东经济管理, 2022, 36(03): 106-118.
- [45] 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.

- [46] 严洪. 上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究[D]. 西南财经大学, 2011.
- [47] 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.
- [48] 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.
- [49] 赵敏. 同仁堂分拆上市经济动因的实证研究[J]. 南京财经大学学报, 2004(06): 64-67.
- [50] 赵宇华. 子公司上市动机的研究综述[J]. 商业时代, 2006(13): 72-73+79.
- [51] 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.
- [52] 朱江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J]. 经济研究, 1999, (11): 54-61.
- [53] 郑安然. 分拆上市对母公司经营绩效的影响研究[J]. 中国经贸导刊, 2012(29): 50-51.

后 记

桃李不言下自成蹊，感谢我的导师，知识渊博，待人和善，对我给予了莫大的支持，得遇恩师栽培，实乃我人生之幸。感谢我的家人，他们或许没有太高的文化，却用最朴实的付出为我铺就学业的阶梯，养育之恩，供学之恩，此生难报。山水一程，三生有幸，感谢我的同学、朋友，感恩所有遇见。最后，感谢自己，总有人间一两风，填我十万八千梦！