

Analysis of the Motivation and Economic Consequences of the Spin-off and Listing of Material Resources and Environmental Energy Groups

Qianqian Nie

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330013, China

Email: 1158422475@qq.com

Abstract

Spin-off listing is an important breakthrough in the reform of China's capital market in recent years, providing new ideas for listed companies' industrial expansion and more investment opportunities for investors. This paper explores the reasons for the spin-off and listing of Mutual Industry and Environmental Energy and the economic impact it has brought by using the case study method and event study method. It is found that the motivations of Mutual Industry and Environmental Energy include achieving value revaluation, enhancing financing efficiency, improving core competitiveness, and optimizing the governance structure. The spin-off and listing of Mutual Industries and Environmental Energy brought positive impacts on stock prices, broadened financing channels, and improved business profitability and management efficiency, and this study can provide reference and guidance for enterprises that intend to carry out spin-offs.

Keywords: Spin-off Listing; Motivation; Economic Consequences

物产环能分拆上市的动因及经济后果研究

聂签签

华东交通大学, 江西南昌 330013

摘要: 分拆上市是近年来我国资本市场改革的一个重要突破, 为上市公司产业扩张提供了新思路, 也为投资者提供了更多投资机会。本文以案例研究法和事件研究法, 探讨了物产环能分拆上市的原因及其所带来的经济影响。研究发现, 物产环能的动因包括实现价值重估、提升融资效率、提高核心竞争力、优化治理结构。物产环能分拆上市后, 给股价带来了正向影响, 同时拓宽了融资渠道, 业务盈利能力和管理效率也得到提升, 本研究可为有意进行分拆上市的企业提供参考和指导。

关键词: 分拆上市; 动因; 经济后果

引言

分拆上市指的是一家上市公司将其部分资产或业务, 以子公司的形式独立出来并上市的资本运作方式, 在国际上常被用作多元化公司加强核心业务的专注度、提升管理效率并增加市场估值的重要手段^[1]。分拆上市有广义和狭义之分。广义的分拆上市, 即指已经上市的企业或者尚未上市的企业将某一业务或子公司单独分离出来, 公开招股上市。我国不少企业集团都是通过分拆, 优先让某一业务实现上市。狭义的分拆上市, 则指已经上市的企业分拆其部分业务, 另外独立上市。目前, 国内资本市场热衷的正是狭义的分拆上市。

A 股的分拆上市最早可以追溯到 2000 年，但当时相关制度尚不完善，施行公司寥寥。自从 2019 年发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》之后，正式允许 A 股公司进行“A 拆 A”的相关操作，明确规定了分拆上市的资格标准。继而，在过去的四年中，越来越多的 A 股上市公司着手于分拆子公司独立上市的计划，分拆上市作为资本市场优化资源配置和深化并购重组的重要手段之一，也得到了上市公司和投资机构的日益关注。本研究深入剖析了物产中大集团分拆子公司物产环能上市的具体案例，探讨分拆上市的动机及其带来的经济影响。此外，本案例作为浙江省国有企业首单拆分上市并成功审批的项目，也是 A 股市场中首个“主板拆主板”的上市拆分案例，为有意向拆分至主板的其他上市公司提供了参考价值。

1 案例分析

1.1 公司简介

1.1.1 母公司物产中大

物产中大集团股份有限公司成立于 1996 年，是由浙江省物资局的改组而成。同年，浙江中大集团股份有限公司在上海证券交易所挂牌上市。总部坐落于浙江省杭州市，它是浙江省内首个完成混合所有制改革并实现整体上市的国有企业，同时是浙江省政府直属的特大型国有上市公司。目前，公司的一大核心主营业务是智慧供应链集成服务。两大支撑平台是金融服务、高端制造。公司锚定产业生态组织者愿景目标，稳一体、强两翼，不断创新商业模式，努力实现高质量、可持续发展。

1.1.2 子公司物产环能

物产环能是 A 股主板上市公司物产中大的子公司，成立于 2012 年 7 月 6 日，由物产燃料整体变更而来，是集“能源贸易+能源实业”为一体的大型国有上市企业，前身是浙江省燃料总公司，始创于 1950 年；物产环能致力于提供一站式的环保能源解决方案，主要业务涵盖了煤炭流通和热电联合生产。物产环能实施“能源贸易+能源实业”双轮驱动，注重创新发展，建有“两院、二站、八中心”的创新平台体系。

1.2 分拆上市的背景

1.2.1 政策层面

党的十九大报告提出，要加速国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，国有资产保值增值，助力国有资本做强做优做大，有效防止国有资产的流失。浙江省制定并实施了推进企业上市和并购重组的“凤凰行动”计划，正是积极响应国企改革的重要举措。本次分拆物产环能独立上市，既是物产中大持续深化体制机制改革的重要成果，也是实施“凤凰行动”取得又一硕果。

1.2.2 企业层面

物产环能主要从事能源环保综合利用服务业务，业务范畴涵盖了煤炭流通、热电联产、资源综合利用等，属于国家鼓励发展的行业。近年来，我国陆续颁布的多项支持政策，倡导构建供应链综合服务和交易平台；在资源综合利用领域，倡导要加快发展生物质能供热，有效应对大气污染和治理雾霾。站在企业自身发展角度，行业政策向好，借助分拆上市政策优势独立进入资本市场，能够提升自身的综合竞争力，抓住行业发展机遇。

1.3 分拆上市过程

2020 年 6 月 30 日，物产中大公布子公司物产环能正式启动分拆至上交所主板上市的预案。2021 年 9 月 29 日，物产环能成功通过了证监会的审批，成为 A 股全市场首单主板拆分至主板的分拆上市项目。2021 年 12 月 16 日，物产环能在上交所上市。在资本市场公开发行 1.01 亿股股票，共募集到 15.49 亿元的资金，在

扣除掉相关的发行费用后，募集资金净额为 14.88 万元。此次分拆上市完成后，物产中大持有物产环能的股份比例减至 57.40%，依然保持对物产环能的控制权。

2 物产环能分拆上市的动因

2.1 获得合理估值，提升整个集团估值

分拆上市后，子公司能对自身业务进行更多披露，公众能对子公司业务的成长性有更准确的了解和评价，物产环能经营与财务透明度得以提升，能够更准确衡量子公司的业绩表现，在资本市场上获得重估机会，有利于子公司在该领域业务获得更高的估值溢价，避免被母公司的估值所影响，进而提升国有企业资产价值、保值增值^[6]。公司优质资产价值得以在资本市场得到全面展现，进而提升整个集团资产的估值。

2.2 提升融资效率，发挥上市平台优势

分拆上市前，物产环能主要依靠债务融资，以短期负债为主，融资渠道较为单一。若不及时偿还银行贷款，资产可能面临被实施抵押权的风险，从而影响到企业正常的生产经营。上市公司将物产环能拆分开来单独上市融资，最大限度利用资本市场的直接融资功能，实现融资渠道多元化，提升融资效率^[5]。股权融资不同于债务融资，股权融资能直接获得资金来源且不需要偿还。适当的股权融资可以为物产环能提供持续增长所需的资金支持，增强其市场竞争力。未来物产环能不仅有充足的资金可以进行研发，进一步提升其生产能力并拓展销售渠道，还能借助资本市场平台进行产业并购等资本运作，得以快速发展。

2.3 巩固核心竞争力，提升上市公司资产质量

近年来，物产环能通过新建、并购重组等方式扩大热电联产规模，并逐步拓展能源贸易与能源实业双轮驱动发展模式。物产中大为多主业经营结构，母公司主营业务和子公司主营业务差异较大。本次分拆上市相当于运用市场化的手段解决管理逻辑错位和资源投入不足的问题，能让母公司集中主要精力和资源做好主责主业的同时，又为子公司培育成长创造良好的环境，子公司获得了更多的资金支持以及更自由的发展空间^[2]。一方面，扩大主营业务布局，加大对能源环保综合利用服务业务的资本投入，实现资源的有效配置，提升公司未来的整体盈利水平。另一方面，布局新赛道，探索热电联产新模式，助力物产环能转型为环保高效的综合性能源服务提供商。物产环能能够合理衡量自身公司的经营管理和资源分配等安排，有利于实施核心战略的发展，推进公司可持续发展。

2.4 优化治理结构，减少信息不对称

分拆上市前，股权激励机制难以覆盖到子公司的管理层，导致管理层的利益和母公司的经营业绩和市值的相关性较弱，不能有效激发管理层的动力^[3]。本次分拆上市后，物产环能能够通过多种方式持续推行股权激励，将管理层的利益与公司的成长有效挂钩，更好地鼓励管理层不断进取，提高员工积极性和创新能力，进而提升公司业绩。建立和形成治理与业绩互相促进的长效机制。因此分拆上市有利于激发管理人员的积极性和创造性，改善公司治理水平^[4]。

3 分拆上市的经济后果分析

3.1 市场效应

本文选取 2020 年 7 月 1 日物产中大披露子公司分拆上市的预案为事件日，采用事件研究法分析事件日前后母公司物产中大的股价变动情况，本文将分拆事件的研究窗口期设定为[-10,10]，共计 10 个工作日，估计期为事件日的前 120 天。通过将估计窗口期内的实际收益率与上证指数数据进行线性回归，可以计算出估计窗口期的截距 $\alpha \approx 0.0003$ ，斜率 $\beta \approx 0.3703$ 。

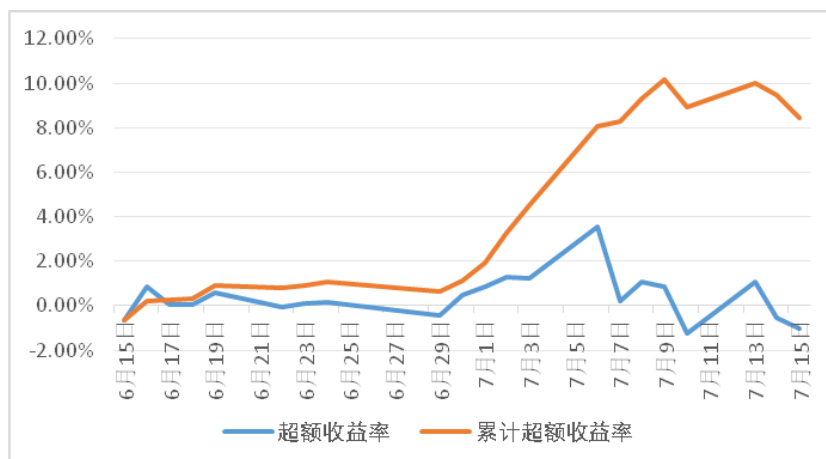


图1 事件窗口期内物产中大累计超额收益率情况

从图中可以看出，虽然超额收益率存在波动，但累计超额收益率呈现快速上涨的趋势。在窗口期[-10, -1]，物产中大的股票实际收益率与市场收益率几乎没有显著差异，但在事件日7月1日当天，其超额收益达到了1.94%，之后在窗口期[0, 10]，超额收益率从时间日当天的1.94%上升至8.43%，期间最高值达到了10.17%。说明市场投资者对子公司分拆上市持积极态度，为母公司股价带来了正向影响。

3.2 融资效应

分拆上市前，企业的流动比率、速动比率分别为0.87、0.41，分拆后，2023年物产环能的流动比率、速动比率升至1.37、0.77。企业的资产负债率则从2020年的70.88%降至2023年的40.84%。通过对比分拆前后企业的偿债能力指标，可以看出分拆后物产环能的偿债能力有了大幅提升，财务稳健性不断提高，这对于其长期稳定的发展具有重要意义。

表1 2020-2023年物产环能的偿债能力情况

	2020年	2021年	2022年	2023年
流动比率	0.87	1.04	1.15	1.37
速动比率	0.41	0.51	0.48	0.77
资产负债率	70.88%	62.44%	52.72%	40.84%

分拆上市前，物产环能仅依靠母公司难以满足其日益增长的融资需求。分拆上市之后，物产环能可以直接对接资本市场，不再局限于债务融资，还可以通过发行股票筹集资金，多样化的融资渠道大大提升了企业的融资能力。此次上市物产环能募集资金约15亿元，该资金将主要用于金华金义新区的生物质焚烧发电与热电联产项目、物产山鹰的热电联产项目以及桐乡泰爱斯的项目，旨在提升其热电联产领域的竞争优势。此举是对国家发展循环经济战略的积极响应，并将为当地及区域带来更加显著的环境、社会和经济利益，贡献力量。

3.3 经营效应

物产环能的主营业务是煤炭流通、热电联产和新能源业务。煤炭流通作为公司业务的压舱石，收入占比常年维持在90%以上。从总体来看，分拆上市之后公司的主营业务收入呈上涨趋势。2023年，公司煤炭业务收入410.98亿元，占总营业收入比重92.72%，煤炭收入在销售量增长的情况下，较2022年同比下降了21.32%，主要原因在于煤炭下游市场需求恢复缓慢，煤市持续受到震荡，煤价呈现下滑趋势。

近年来，公司的热电联产业务的营收规模较为稳定。分拆上市后，公司不断拓宽热电联产业务市场，朝着绿色化、低碳化和智能化的方向转型升级，探索“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联

产新模式。在各项产品销量增长的影响下，公司 2023 年热电行业整体收入达到 31.25 亿元，占总营业收入比重 7.05%，较 2022 年同期，收入增长了 0.77%。

为了实现“双碳”目标，新能源行业具有极大的增长空间。分拆上市后，公司积极跟进新能源相关业务，目前已明确公司新能源产业主要发展方向，完成平台搭建和业务布局。积极打造三条新能源产业链，培育壮大新的利润增长点，不断增强公司发展的可持续性。2023 年，公司新能源行业收入 6085 万元，迎来 870.04%的爆发式增长，公司新能源业务活力得到激发。

公司通过稳健经营与提质增效，使得业务盈利能力得到提升。2023 年公司业务综合毛利率水平 5.21%，较 2022 年提升了 0.73%。具体业务来看，煤炭行业毛利率 3.7%，同比提升 0.36%，创下近几年新高；热电行业毛利率 24.13%，同比提升 1.35%；新能源行业毛利率 11.32%，较 2022 年的 5.18%有较大的提升。

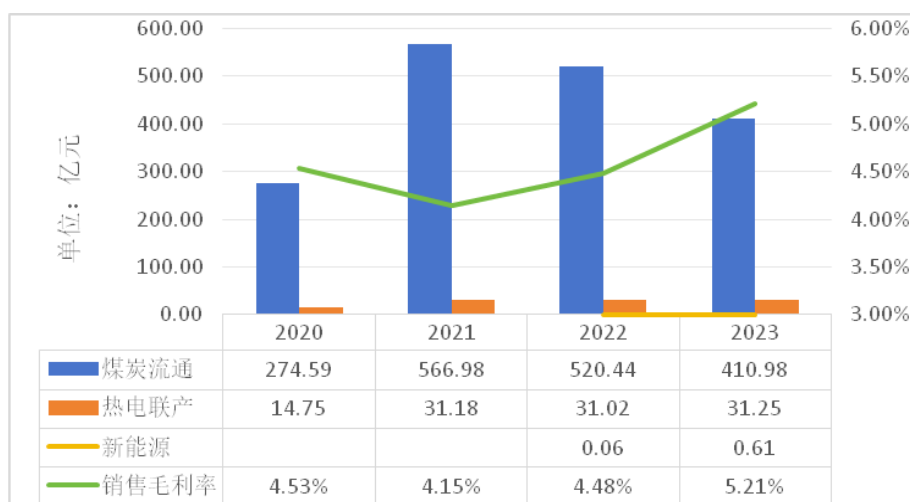


图 2 2020-2023 年物产环能的营收和销售毛利率变动情况

此外，有了资金的支持，物产环能近几年持续加大研发投入，研发费用不断创新高。2023 年，公司研发费用金额 1.21 亿元，较 2022 年增加 6.55%。2023 年底，公司研发人员 241 名，占公司总人数 16.38%。

3.4 治理效应

分拆上市前，物产中大直接持有公司 66.00%的股权，并通过物产金属和物产国际间接持有公司 4.00%股权，系物产环能的控股股东。除此之外，物产环能的股权结构中还包括了杭州持瑞、杭州持泰、宁波持鹤、宁波持欣、宁波持鹏这几个员工持股平台。分拆前，员工持股平台合计持有物产环能 18.32%股份，其中主要是物产环能的现任董事和高级管理人员。

分拆上市后，物产中大的持股比例降至 57.40%，仍是物产环能的控股股东。另外，上市后由原来的 88 名员工增加至 185 名员工参与员工激励计划，合计持有约 11085.30 万股、24.24%的股份。物产环能通过设置员工持股平台，将管理层的利益与公司的成长有效挂钩，有效保持管理团队的稳定性、激发员工积极性，改善公司治理水平，从而为公司持续高质量发展注入活力，实现了国有资产保值增值与员工利益的良性共振。

4 结论及启示

本文以物产环能为研究对象，分析其分拆上市的动因及经济后果，得出以下结论：①首先，物产环能完成拆分，将会获得更为公正的市场估值，从而使得公司总市值有所上升，这也就意味着所有股东的利益得到了最大化。②分拆上市降低物产环能的后续融资难度。除了子公司首发上市，作为一个单独的融资平台，后续物产环能也可以通过定增等方式继续在二级市场融资，同时作为上市公司，物产环能获取直接融

资的难度也有明显下降。③分拆后企业的核心竞争力得以增强，公司在不断拓宽主营业务的市场的同时，布局新赛道，探索热电联产新模式，促进公司持续、健康的长远发展。④分拆后物产环能的治理能力有所提升，经营的独立性获得保障。作为独立实体的物产环能，在人事安排、信息公开、财务自主等关键领域，与母企业明确了分界，这对于加强子公司的治理结构具有积极影响。与此同时，在分拆上市的过程中以员工持股计划或等方式，使得物产环能的管理层更加有效的激励，解决委托代理问题，改善公司的治理。

综上所述，分拆上市不仅是为了追求资本运作获取的短期利益，更重要的是要符合企业自身的长期战略规划。通过分拆上市，实现资源的最优配置和企业的可持续发展。另外，企业应该选择一个对公司最有利的时机和地点进行上市。企业在实施分拆上市时，也应充分评估相关风险，并制定相应的风险管理措施。这有助于实现企业的可持续发展目标，助力企业高质量发展。

参考文献

- [1] Thomas H. Thompson. An examination of the liquidity of equity carve-out parents[J]. Journal of Economics and Finance,2021,45(3):395-412.
- [2] Mashwani A, Dereeper S, Dowling M. Learning the wealth effects from equity carve outs[J]. Finance Research Letters,2020,(33):101-191.
- [3] Apostolos, D. and L. Stergios. The Performance of European Equity Carve-Outs. Journal of Financial Stability, 2018,34.
- [4] Dung Pham, Tanh Nguyen, Hari Ad HikeriI. Determinants of divestiture methods for US firms: asset sell-off versus equity carve-out[J]. Review of Accounting and Finance,2018,17(1):41-57.
- [5] 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. DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2020.19.023.
- [6] 王秀丽,梅静怡,张昭俊等.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.

【作者简介】

聂签签（1999-），女，汉族，学位硕士在读，研究方向财务管理。Email: 1158422475@qq.com

