

碧桂园服务分拆上市的价值创造路径研究

中文摘要

随着世界经济的不断发展,许多上市公司都通过发展多元化业务分散经营风险。但是多元化业务的不断发展,使得新旧业务之间产生诸多矛盾,上市公司对于资源的不同分配令新兴业务得不到更好的发展。为了获取更多资源并且实现更好的发展,许多上市公司就开始分拆企业内部的部分资产单独上市,使得企业价值迅速增长。国内外有很多研究发现分拆上市对企业的价值创造有积极的影响,但是对其产生积极影响的原因关注很少,因此本文通过对碧桂园服务分拆上市的价值创造的路径进行分析,解释分拆上市对碧桂园服务的企业价值影响的原因以及结果。

本文主要采用案例分析的研究方法,选取碧桂园分拆碧桂园服务上市这一典型案例进行分析研究。结合分拆上市动因的相关理论,本文将分拆上市对企业价值创造的影响分为融资效应、经营效应和管理效应,从这三个方面分析分拆上市这一行为如何为企业创造价值,并利用事件研究法和托宾 Q 值分析法衡量分拆上市为碧桂园服务创造价值的效果。研究发现:(1)碧桂园服务分拆上市弱化了信息不对称效应,拓宽了自身的融资渠道从而改善了其融资状况,提高其融资能力;(2)分拆上市后碧桂园服务实施管理层股权激励并引入了外部机构投资者以改善公司内部的组织结构,这些措施提高了管理层的管理效率,改善了管理漏洞,提高了企业的管理水平;(3)碧桂园服务在分拆上市后,通过整合业务板块进行多元化经营并且进行收并购以扩展市场份额,增强了企业的经营能力和盈利能力。

关键词: 分拆上市, 物业管理, 价值创造

RESEARCH ON THE VALUE CREATION PATH OF COUNTRY GARDEN SERVICE SPIN-OFF AND LISTING

Abstrac

With the development of the world economy, many companies have diversified their risks through the development of diversified businesses. However, the continuous development of diversified businesses has caused many contradictions between the old and new businesses. The different allocation of resources by listed companies has prevented new businesses from developing better. In order to obtain more resources and achieve better development, many listed companies have begun to spin off some of their internal assets and list them separately, which has led to rapid growth in corporate value. Many domestic and foreign studies have found that the spin-off and listing has a positive impact on short-term market value and long-term corporate performance, but little attention has been paid to the reasons for the positive impact. Therefore, this article uses Analyze and explain the reasons for the impact of the spin-off on the corporate value of Country Garden Services, and conduct further performance testing.

This article mainly adopts the research method of case analysis, and selects the typical case of Country Garden's spin-off and listing of Country Garden for analysis and research. Combining the relevant theories about the motivation of spin-off and listing, this article divides the impact of spin-off and listing on corporate value creation into financing effects, operating effects, and management effects. From these three aspects, it analyzes how the spin-off and listing creates value for the company, and Use event research method and Tobin's Q value analysis method to measure the effect of spin-off and listing to create value for Country Garden's services. The research found that: (1) Country Garden Services' spin-off and listing has weakened the information asymmetry effect and broadened its own financing channels, thereby improving its financing conditions and improving its financing capabilities; (2) Country Garden Services' implementation of management equity incentives after the spin-off and listing It also introduced external institutional investors to improve the company's internal organizational structure. These measures improved the management efficiency of the management, improved management loopholes, and improved the management level

of the company; (3) Country Garden Services after the spin-off and listing, through integration The business segment has diversified operations and conducted mergers and acquisitions to expand market share, which has enhanced the company's operating capabilities and profitability.

Keywords: spin-off and listing, property management, value creation

目 录

中文摘要.....	I
Abstrac.....	II
第一章 引言.....	1
1.1 研究的背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 分拆上市的动因.....	2
1.2.2 分拆上市的效益.....	4
1.2.3 分拆上市价值创造的影响因素.....	4
1.2.4 文献评述.....	5
1.3 研究内容与研究方法.....	5
1.3.1 研究内容.....	5
1.3.2 研究方法.....	8
第二章 分拆上市的理论基础.....	9
2.1 相关概念界定.....	9
2.1.1 分拆上市的概念.....	9
2.1.2 企业价值与价值创造.....	9
2.1.3 分拆上市与价值创造.....	9
2.2 分拆上市影响价值创造的路径.....	10
2.2.1 融资效应.....	10
2.2.2 经营效应.....	11
2.2.3 管理效应.....	11

第三章 碧桂园分拆碧桂园服务上市的案例介绍	13
3.1 企业情况	13
3.1.1 碧桂园的情况介绍	13
3.1.2 碧桂园服务的情况介绍	13
3.2 碧桂园服务分拆上市的动因	14
3.2.1 企业价值被低估	14
3.2.2 专注于核心业务	14
3.2.3 拓展融资渠道	15
3.2.4 激励管理层	17
3.3 碧桂园分拆碧桂园服务上市的过程回顾	17
3.3.1 碧桂园服务分拆上市前的重组工作	17
3.3.2 碧桂园服务正式分拆上市	19
3.4 分拆效果	20
3.4.1 短期市场反应分析	20
3.4.2 长期企业价值分析	24
第四章 碧桂园服务分拆上市的案例分析	28
4.1 分拆上市对融资效应的作用分析	28
4.1.1 降低信息不对称	28
4.1.2 拓宽融资渠道	29
4.1.3 融资效应的实现情况分析	30
4.2 分拆上市对经营效应的作用分析	33
4.2.1 明确业务板块发展多元化战略	33
4.2.2 加快并购步伐抢占市场份额	35
4.2.3 与多平台联合实现科技创新	36
4.2.4 经营效应的实现情况分析	37
4.3 分拆上市对管理效应的作用分析	41

4.3.1 实施激励机制提升管理水平.....	41
4.3.2 完善组织架构优化股东基础.....	43
4.3.3 管理效应的实现情况分析.....	45
4.4 案例总结分析.....	48
第五章 结论与建议.....	50
5.1 结论与建议.....	50
5.1.1 结论.....	50
5.1.2 建议.....	50
5.2 论文的创新之处与不足.....	51
5.2.1 论文的创新之处.....	51
5.2.2 论文的不足.....	51
参考文献	52

第一章 引言

1.1 研究的背景和意义

1.1.1 研究背景

上世纪 80 年代，西方资本市场开始热衷于收并购，上市公司开始通过收购并购扩张公司规模，发展多元化经营以提升企业的价值。但实际情况并不像人们像的那样，在这场并购浪潮中有很多企业都没有如愿以偿，并没有通过并购重组的方式获得企业价值的提升。因为大多数公司走多元化这条路都非常盲目，不能有效整合企业内部的资源，这样势必会导致人员结构复杂，管理效率低下等等的问题产生。

于是，为了助力企业的快速成长，一种新的资本运作方式产生，分拆上市从此之后就逐渐热门起来，无论是国内还是国外，分拆上市的企业十分普遍。分拆上市与兼并重组最大的不同就在于，分拆上市是对企业业务、规模等各个方面进行的精简。随着证监会陆续出台许多分拆政策，分拆上市渐渐变得更加热门，因此我国市场正在不断地完善相关法规，分拆上市也将面临更多的机遇和挑战。

1.1.2 研究意义

随着世界经济的不断发展，许多上市企业在积极发展多元化业务的同时出现了很多的问题，这使得分拆上市开始活跃起来。通过对分拆上市案例的分析，可以对企业价值创造的研究提供思路。

(1) 理论意义

因此本文的理论意义在于：本文能够丰富企业分拆上市价值创造的有关路径和实现效果的相关研究，目前的有关文献都集中在实证分析，对于分拆上市对企业产生的价值创造的研究，以及价值创造的路径分析的研究都很少。本文以碧桂园服务分拆上市为例，对分拆上市的价值创造的路径和实现情况进行深入研究，为之后的物业企业分拆上市提供借鉴。

(2) 实践意义

碧桂园分拆碧桂园服务这个案例是具有代表性的，碧桂园服务分拆上市后一跃成为“物业第一股”，市值暴涨，各项发展都十分优秀，这说明碧桂园服务分拆上市是十分成功的，这对于别的物业企业来说是具有借鉴意义的，能够给准备

分拆上市的物业企业通过分拆上市实现价值创造具有借鉴意义。

1.2 文献综述

1.2.1 分拆上市的动因

国外学者对分拆上市的动因进行了研究，提出各种可实证的理论，根据各种国外的可实证的理论，国内的研究学者在此基础上，也对分拆上市的动因进行了扩展分析，分拆上市的动因大致可以分为以下四个理论。

(1) 信息不对称理论

关于信息不对称理论主要表达的是，管理者和投资者之间存在信息差，对公司的了解不同，外部投资者对于企业的了解往往不够全面，对于企业各个方面的情况了解的并不细致，这种情况下，一些上市公司下属的子公司的情况也不被外部投资者所了解，使得子公司的价值被低估。

学者 Nanda (1991) 提出的信号假设理论认为，企业投资者和管理者对于企业的详细信息的了解程度不一样，造成了信息不对称，使得子公司的价值被低估。而通过分拆上市使得企业投资者更了解企业，改善信息不对称的情况^[1]。林旭东 (2009) 等人着重研究分拆上市的动因，上市公司宣布旗下子公司分拆上市时，上市公司的股价一并上涨，公司股东在这种情况下能够得到超出预期的收益。同时子公司还能够获得声誉的提升，公司的收入和利润得到提高^[2]。张榕 (2013) 提出分拆上市的主要任务是剥离资产和业务，但是资本市场需要更多的公司消息。独立出来的资产或业务发展变得更好，就可以吸引投资，扩展公司的融资渠道^[3]。

(2) 融资需求理论

融资需求理论主要的观点是，企业分拆的主要原因是因为子公司的融资渠道不畅通，同时母公司又不能提供稳定的资金来源，因此子公司要利用分拆上市来拓展融资渠道。

Lang, Poulsen Stulz (1995) 认为，企业如果是为了解决融资需求，那么说明企业的财务状况很差，即使子公司分拆上市只是为了投资，说明获得的资金还是和投资项目有关^[4]。Allen (1998) 发现，由于公司需要进行融资，即使分拆上市会损害管理层的利益，但是企业还是会选择分拆上市，因此他认为，分拆上市是公司向市场发出的资金受限需要融资的信号^[5]。Vijh (2002) 提出分拆上市能够对资产进行剥离，那么母公司应该将子公司全部或部分分拆出去，进行公开募股，以此来增加公司的资本^[6]。

我国学者近年来也对融资需求理论有了很多的研究。陈晞 (2010) 认为母公

司在分拆上市中能够获取很多现金，并且子公司分拆上市后，融资渠道拓宽了，获取大量现金来投资运作，扩大公司的实力^[7]。付艺伟（2016）通过对资产剥离和分拆上市的问题进行研究，认为分拆上市作为一种资产剥离的方式，最大的动因就是为了融资，这就是融资需求的表现^[8]。

（3）管理层激励理论

管理层激励理论主要表达的是，子公司分拆完成就会实施股权激励，高管与子公司的价值能够联系更紧密。

Meyer（1992）等学者关于管理层激励假说有重大贡献，他们认为分拆上市的动因之一是管理层激励^[9]。Holmstrom 和 Tirole（1993）提出通过股票价值的波动来评估管理者的业绩表现。分拆上市使得子公司的独立经营能力提高，其管理层也会有更多的决策权，同时管理层也会受到激励，提高工作效率和积极性^[10]。Harris 和 Raviv（1996）认为企业上市后，其资产中的小部分可以转化为管理层的个人利益，因此为了更好的激励管理层，企业更多会使用股权对管理层进行激励，进而提高企业价值获得更多的效益^[11]。Hulburt（2011）认为，母公司为了获得资本市场的支持，通过分拆上市的方式将子公司的控制权卖给投资者，而新的投资者能够用更高效的方式实现股东价值，提高管理效率^[12]。

林旭东和聂永华（2009）等人认为企业分拆上市是想得到超出预期的收益^[12]。郭海星和万迪昉（2010）通过对 184 家样本企业进行研究，发现公司股东持股比例越高，其管理者和大股东的利益就更加一致，能够提高公司的治理效率和经营绩效^[13]。陈伯明（2018）对国内外案例进行研究分析发现，分拆上市能够提高管理层的积极性。因为企业利益和管理层的利益是一致的，这样能够对管理层起到激励作用^[14]。

（4）业务集中理论

业务集中理论主要意思是，母公司在子公司分拆上市后，其对于子公司的控制力减弱，持股比例下降，在这种情况下子公司的独立性变强，能够更好的发展自己的业务优势。

Comment 和 Jarrell（1995）认为股东财富和业务进行研究分析后认为，两者之间呈正比例关系，由此提出了业务集中理论^[15]。Daley（1997）认为，公司跨行业的分拆上市的价值比同行业的公司的价值大，因此得出集中核心业务能提高企业价值的结论^[16]。

张玉洁和倪慧婷（2012）等学者认为企业分拆上市后通过分配股权使得企业最快进行市场开拓，使得子公司少受母公司的控制，公司向专业化的发展靠近^[17]。刘建勇和朱学义等人（2011）认为分拆上市是由于企业发展了盈利能力强的业务，明确了子公司的业务优势，提高盈利能力^[18]。肖爱晶和耿辉建（2019）认为分拆

上市后，子公司的核心业务得到发展，使得企业的管理更加高效^[19]。

1.2.2 分拆上市的效益

通过分拆上市的动因来看，企业想通过分拆上市来创造价值，提高绩效提高市值，那么目前的研究显示，企业的价值主要从短期和长期来进行检验。

(1) 分拆上市的短期绩效

Schipper 和 Smith (1986) 对比已经分拆上市的公司，发现母公司在宣告分拆上市时股价就开始上涨，并且会产生超额收益率^[20]。Allen 和 Mc Connel (1998) 研究了将近 200 个公司后发现，母公司的 CAR 在宣布分拆上市后 3 天时间里其平均值为 2.12%，这更说明了分拆上市能够给企业带来短期收益^[5]。Prezas、Tarimcilar 和 Vasudevan (2000) 发现企业在宣告分拆上市会产生短期超额收益^[21]。Prezas (2015) 扩大样本数量，研究了 378 个已经分拆上市的公司，发现这些公司上市后都获得积极显著的效应^[22]。Apostolos (2018) 通过研究发现母公司分拆子公司上市后获得了积极的效果^[23]。

湛泳 (2011) 和张诗华 (2013) 研究认为公司的各项绩效指标和股价都在分拆上市后得到了提升，并且母公司的企业价值的提高远超绩效^{[24][25]}。林旭东 (2015) 采用事件研究法，对已经分拆后的国内公司进行研究，发现母公司在宣布分拆上市的当日呈现超额收益率^[26]。

(2) 分拆上市的长期绩效

Vijh (1999) 选择六百多家企业进行研究，发现子公司在分拆上市后的平均效益远高于市场，这说明分拆上市确实对提高了长期效果^[27]。Seistrajikova (2016) 对二百多家分拆上市的企业研究后，证实子公司在分拆上市后的三年内，不实行高管激励就会导致股价暴跌，并且经营业绩也变差^[28]。

国内学者袁晓燕 (2010) 以同仁堂为例进行研究，发现分拆上市后长期内，母公司的绩效没有提升^[29]。湛泳 (2011) 在此研究结果上对分拆上市长期绩效不好做出解释，认为虽然分拆上市有利于企业的价值提升，但在分拆上市后出现经营不善的问题，那么依旧会影响股价的表现力，并且使得分拆上市不再有优势^[24]。林旭东 (2015) 等学者认为，子公司分拆上市后，其绩效在三年内都得到了提高^[26]。杨杨等学者 (2018) 认为分拆上市增加了公司的资金，拓宽融资渠道，减轻税负成本，提高公司的长期偿债能力^[30]。

1.2.3 分拆上市价值创造的影响因素

国内外学者从不同的方面对分拆上市的价值创造的影响因素进行研究。Vijh

(1999) 研究发现母子公司在分拆上市三年内, 都获得了明显的超额回报率, 并且该指标越大, 其母公司未分拆前经营的行业数量越多^[27]。Madura 和 Nixon(2002) 研究显示母公司如果存在债务危机, 则子公司的长期绩效低于母公司财务正常的子公司的绩效^[31]。Vijh (2004) 发现, 分拆上市的资产占母公司的二分之一以上时, 分拆上市形成的 AR 比其他情况高出 3.73%^[32]。Benveniste et al. (2008) 研究发现, 母公司的股价会被子公司第一次公开路演影响, 与子公司上市第一天的表现关系不大^[33]。

1.2.4 文献评述

综上所述, 国外的分拆案例非常多, 因此国外的理论也更为先进, 研究包括分拆上市的概念、动因、效应及影响因素等方面, 主要总结如下:

现有的文献和分拆动因有关的, 主要是围绕四个理论进行研究。关于分拆效应, 主要是从短期的市场反应和长期的企业绩效来反应的。对于短期绩效, 众多学者们都给出了相同的意见, 都认为企业分拆上市能够提升股价和市值。但是长期绩效的情况得出的结果有差异。关于企业价值创造的影响因素方面来看, 学者们认为分拆上市价值创造会受到众多因素的影响, 但是对于价值创造的路径等研究较少。

总体来说, 我国目前的资本市场发展不够完善, 分拆上市的公司较少, 因此在这方面的研究还不够完善, 很多研究还只是对于产生现象的简单分析, 没有进行更深层次的分析, 缺乏完整的框架体系, 这些都需要今后进一步完善。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文一共分为六章。

第一章是引言, 根据目前分拆的热点, 选择极具典型意义的碧桂园作为分拆对象, 并解释了分拆上市的相关概念和文献综述, 阐述了本文的研究意义和思路。

第二章是分拆上市的理论概述。对分拆上市的概念以及企业价值创造理论进行介绍, 并从企业分拆上市的动因出发, 总结出分拆上市影响企业价值创造的三个方面: 融资、经营和管理效应, 并阐述分拆上市如何从这三个方面对企业价值产生影响。

第三章是案例情况。描述了碧桂园、碧桂园服务的基本情况, 并对碧桂园服务分拆上市的动因和过程进行分析, 最后分析碧桂园服务分拆上市为企业创造价

值的效果。

第四章是采用案例分析方法，从融资效应、经营效应和治理效应三个方面，对碧桂园服务分拆上市的价值创造的路径和效果进行了总结。

第五章是研究结论及建议。基于碧桂园分拆碧桂园服务上市案例的经验对其进行总结，并对其他想要分拆上市的物业企业提出建议，最后阐述本文的创新和不足之处。

本文的研究框架如下图 1-1 所示：

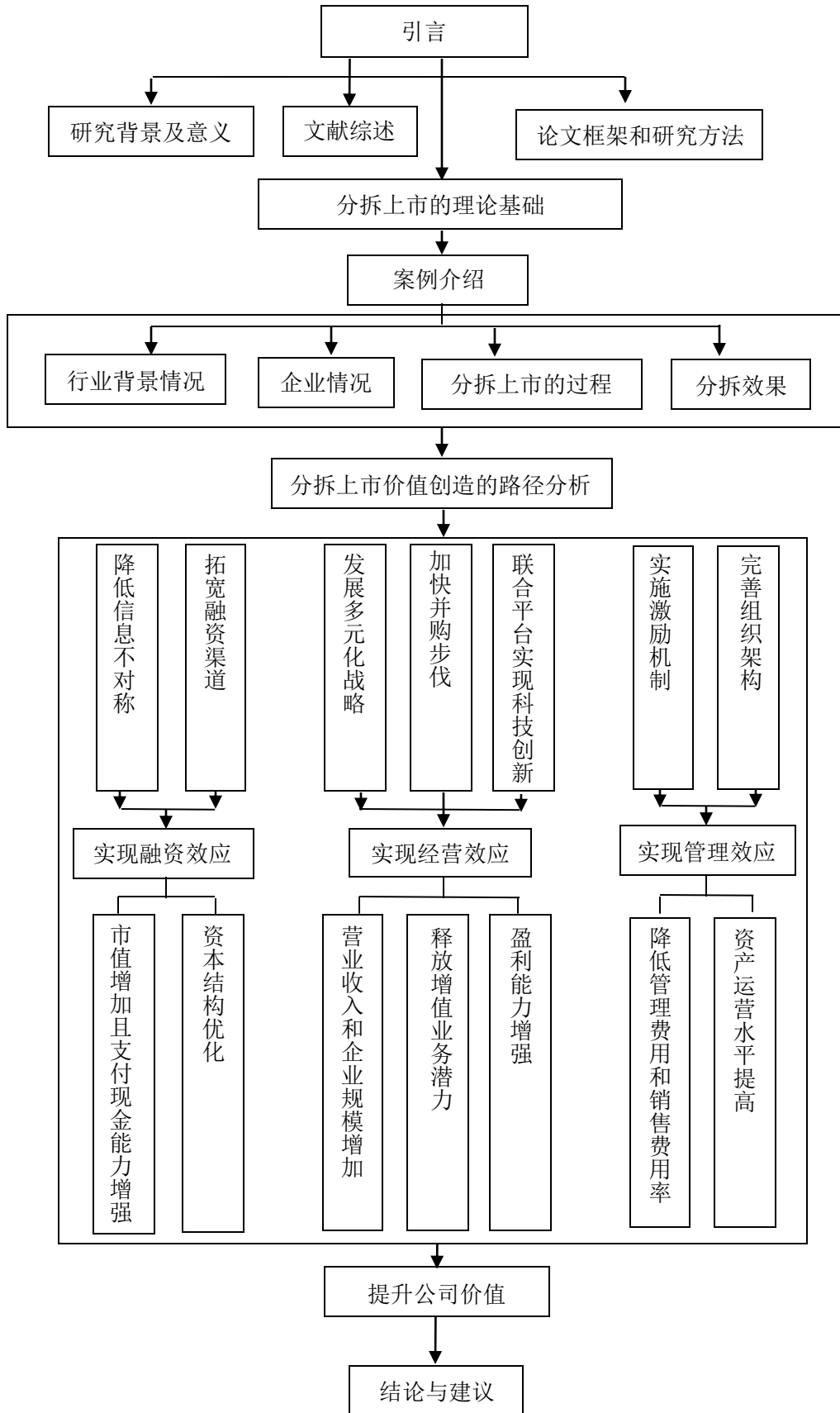


图 1-1 研究框架

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

梳理和归纳有关分拆上市的文献，同时借鉴相关的文献理论，完善本文的理论框架，以此丰富有关分拆上市的研究。

(2) 案例研究法

选取碧桂园分拆碧桂园服务作为研究对象，通过上市公司公告、发表的年报以及Wind、国泰安等网站上的信息，具体分析碧桂园服务分拆上市所产生的效应以及路径。

(3) 对比分析法

通过对比碧桂园服务与同一时期的可比企业均值的财务数据，来说明分拆上市对碧桂园服务的影响情况。

(4) 事件研究法

本文使用事件研究法对碧桂园分拆碧桂园服务上市的市场短期反应进行验证，以此证明分拆上市对企业价值在短期上是有效果的。

第二章 分拆上市的理论基础

分拆上市是一种收缩性的资本运营手段，虽然许多学者都对此进行研究，但是到目前为止，并没有官方的定义，因此本章节结合文献对分拆上市的相关概念进行讲解分析，为接下来的章节奠定基础。

2.1 相关概念界定

2.1.1 分拆上市的概念

通过众多学者对于分拆上市的概念的定义，本文认为，分拆上市是将旗下控制的子公司，将部分股份分配给其他股东，以便于分离母子公司经营权的做法。该概念主要分为广义和狭义，广义的分拆上市就是公司将自己的部分业务剥离出来上市。而狭义分拆上市就是公司原是上市公司，现将上市公司中的子公司或部分资产进行剥离。本文中涉及到的案例属于狭义分拆上市。

2.1.2 企业价值与价值创造

企业价值创造指的是，企业通过资源整合等方法达到企业价值最大化的过程。因此，想要达到公司价值最大化，就必须对公司价值驱动因素进行分析。目前的企业价值主要从发展环境、管理活动和理财等等几个方面对阐述价值驱动的主因，主要分为内外部环境以及公司的战略、管理、治理等等的因素。

2.1.3 分拆上市与价值创造

分拆上市是企业进行价值管理的手段之一，这是一种资本运营的方式是一种很好的公司管理方式，因此可以从公司管理的视角去看价值创造的途径。而该视角可以分为公司治理、管理控制和作业控制三个因素，具体情况下表 2-1 所示，分拆上市对公司价值的作用的过程被分为融资、治理和经营三个效应。

表 2-1 价值创造的路径

价值驱动的因素分类	分拆上市的动因	实现的路径
管理控制	融资假设、市值管理假设 等理论	融资效应
公司管理	管理层激励假设、公司控 制权假设等理论	管理效应
作业控制	业务集中假设等理论	经营效应

2.2 分拆上市影响价值创造的路径

2.2.1 融资效应

融资效应指的是公司在资本市场上进行融资对自身绩效的影响。公司规模的扩大会导致其融资能力降低,使得公司面临因为融资约束所导致的财务吃紧的问题,财务吃紧会导致公司无法获得充足的现金流,使得公司无法开展以后的投资和经营活动。引起这样的情况的原因有两个:一是企业的管理者和投资者之间接受的实际信息不一样,当两者信息不对称越明显,企业投资者需要的风险溢价越高;二是企业在融资的过程中产生的各种费用过高,交易成本过高会导致其投资报酬率远低于筹资费用率,使其融资受到约束。

分拆上市还能增加企业的融资方式,分拆上市前只能通过债务融资等等的方式,但是分拆上市后还可以进行股权融资等方式缓解现金流的压力。企业在分拆上市前因业务数量的增加以及企业的投资和经营的扩张,使得企业融资的速度跟不上投资经营的速度,我们能够得出融资是分拆上市最明显的动机之一。分拆上市后母公司仍然能够对子公司起到绝对控制作用,又通过分配股权使得大众共担经营风险。

通过分拆上市这样一种新的融资方式,子公司在上市后能够获得充足的资金和广阔的融资渠道以及融资平台,不仅可以在上市时募集资金,更可以在未来的发展过程中运用各种融资方式缓解企业的融资压力,改善公司的财务状况,资本结构被优化融资效应被提升,使得公司有更多的资金发展业务和投资经营,这样能够更好的帮助企业创造价值。

2.2.2 经营效应

经营效应是公司的经营方式或者经营战略布局发生改变对公司的绩效以及财务状况生产的影响。上市企业在发展一段时间后往往会朝着多元化经营的方向发展，这种模式能够帮助企业减少经营风险，从而更快更好地提高盈利水平。但是随着企业经营业务的不断扩展，企业的内部无法承载如此巨大的运行压力，导致其经营水平降低。又因为业务结构混乱，各类业务发展的速度和盈利能力不同，这样会导致内部资源不能得到有效的配置，使得各类业务之间相互限制消磨最后造成企业价值的降低。综上所述造成这种情况主要的原因是：一是母子公司的业务发展不均衡，有可能一方的核心业务发展的非常好，有非常广阔的发展空间并且成长性非常高，但是另一方的业务则受到行业环境等各方面的影响发展受阻，经营绩效和盈利能力下降，业务发展轨迹不一致公司资金有限，就会导致发展不好的业务拖累了发展好的业务，使得公司整体的业绩下滑盈利能力也随之降低。同时又由于股价会受到公司主业以及核心业务的发展而产生变化，使得成长性高发展前景好的业务被市场低估，资源配置效率低下，影响优质资产的发展。

分拆上市则可以改善业务结构混乱，多元化发展使得核心主业发展不明确的情况。分拆上市后的子公司与母公司的业务相互独立分割出来，并且都有各自资本运作的方式。这样就可以使子公司结合行业情况迅速发展自己的核心业务，合理配置资源从而进行专业化经营，同时又能使母公司更集中精力发展自己的核心业务，并且缓解了母公司的资金压力和资源配置上的不足，提高母公司经营管理和资源配置的能力。另外，子公司在分拆出去后也拥有集资平台，母公司和子公司就可以进行资产重组，将母公司和子公司的资产进行有效的整合以便于发挥资产的协同效应。

综上所述，分拆上市后的母子公司都能够更专注于自身的业务，能够提高自身的核心竞争力，创造出更好的经营绩效，并且由于分拆上市的实现提高子公司的市值获取更多的收益。

2.2.3 管理效应

管理效应指的是管理层对公司进行的一系列管理活动对公司价值所产生的影响。公司治理是对公司各个方面的管理和制度要求，这是包括权、责、利的完整的制度结构。

分拆上市对于公司治理的作用主要通过以下几个方面来体现：一是改善股权结构。通常情况下我们认为股权的高度集中会阻碍公司的发展。难以对管理层起到监督作用，难以约束管理层的行为，使得上市公司更有可能发生损害小股东利

益的行为。分拆上市则能够改善这种状况，母公司会在分拆上市前将持有的一分子公司的股权出售转让给外部投资者，这样就可以增加股东人数分散子公司的股权集中度。大股东绝对控股权被分散后，外部投资者就可以更有效地监督管理层的行为和绩效，这样就可以更有利于公司未来的发展。

二是通过管理层激励。公司的大股东通过激励管理者使两者之间的利益趋于一致并能降低成本，促进公司市值提升。对管理层激励的作用主要体现在：一是子公司分拆上市后公司所有者采用股票期权对管理者激励，促使公司与管理者的利益一致。这个是采用股权激励的方法对管理层起到激励作用，这样更能够实现企业的战略目标。同时，分拆上市后子公司从母公司独立出来，其财务报表要被公开，并接受外部审计，分拆上市前公司的管理层和母公司的股东的信息不对称使得代理成本居高不下，分拆上市后代理成本就会下降，增加公司的经营利润。

因此分拆上市后子公司通过增加股权激励促进管理者与所有者利益一致，并且分拆上市通过完善组织结构、引入机构投资者等等的做法，就可以改善子公司的管理结构，降低子公司的成本，这样就实现管理效应，进而提高公司的价值。

第三章 碧桂园分拆碧桂园服务上市的案例介绍

3.1 企业情况

3.1.1 碧桂园的情况介绍

碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园”）在 1992 年成立，2007 年在香港上市（股票代码：2007.HK），是一家主营房地产，同时业务范围也包括建筑、装修、物业管理等行业的著名上市企业。1992 年，碧桂园集团的前身开始在中国提供住宅物业管理服务，于 1994 年将“五星级酒店服务”的管理理念引入到楼盘管理中，并且在 2005 年获得中国一级物业管理资质。2007 年 4 月，碧桂园在香港上市打造出国际性的地产品牌。2018 年 4 月，碧桂园与苏宁签订协议共同开发商业地产，准备将苏宁的智慧零售业态店与公司的物业板块进行融合。2020 年，碧桂园将机器人和农业在内的多元化业务融入到地产板块中去。

碧桂园在初期的发展阶段主要是在广东省提供服务，并未将业务发展至其他省市，而在 2003 年前后，碧桂园将房地产等多种业务扩展到其他省份。截至 2019 年年底，碧桂园总体的销售金额为 5522 亿元人民币，比 2018 年增长了 10%，销售的建筑面积约为 6237 万平方米。

3.1.2 碧桂园服务的情况介绍

碧桂园服务控股有限公司（以下简称“碧桂园服务”）前身为碧桂园物业管理，在 1992 年该公司成立。公司历经多年发展，其业务包括住宅、写字楼、产业园、商业物业等多类型业务。2012 年公司正式改名为碧桂园物业，并于 2015 年 10 月 27 日整体变更为股份公司。碧桂园服务的业务发展历史如表 3-1 所示。

表 3-1 碧桂园服务业务发展历史

年份	发展历史
1992 年	碧桂园服务公司的雏形成立
2005 年	获得国家一级物业管理资质的认证
2006 年	走出广东，讲物业服务在全国市场上进行布局
2011 年	开始为业主及住户提供社区增值服务
2013 年	开始为由独立第三方开发商提供物业管理服务，并在全国推行 ISO 质量管理标准体系、铂金凤凰管家体系
2014 年	开始提供房地产经纪服务，创建城市服务模式
2016 年	首创 5H 服务理念，开启物业管理云平台的模式，开启云计算时期
2017 年	被评选为中国物业服务三强，并建立设施设备物联网络，全面踏入大数据时代

资料来源：公司公告

3.2 碧桂园服务分拆上市的动因

3.2.1 企业价值被低估

2014 年，彩生活是第一家分拆上市的物业企业，分拆上市使其身价暴涨，物业企业的价值被资本市场重新认识。物业企业从被冷落到现在身价暴涨、热度不断，众多物业企业纷纷效仿，相继开始自己的上市之路。而碧桂园服务作为一个物业企业，2018 年 6 月也在香港成功上市。

在分拆上市前，碧桂园服务的价值仅通过企业合并报表无法真实的反映出来，投资者们无法准确的评估出物业企业的价值。同时，由于碧桂园主营房地产业务和碧桂园服务主营物业服务，母子公司之间的业务类型不同，使得碧桂园服务并未得到母公司的足够重视。通过分拆碧桂园服务上市，碧桂园服务将独立进行企业核算，大力发展其主营业务，使得投资者们可以通过公司的报表与绩效，对碧桂园服务进行更好的评估，使其潜在的市场价值被挖掘出来。

总而言之，碧桂园服务具有 20 多年的历史，其业务发展已经十分成熟，碧桂园将碧桂园服务进行分拆，能够向资本市场更多的展示碧桂园服务的真实实力。

3.2.2 专注于核心业务

企业在逐渐壮大的同时寻求多元化经营已经是全球企业发展的必然选择，多元化经营能够最大程度降低企业的风险，并且规模效应也能够降低企业的成本。碧桂园作为国内首屈一指的房地产企业，其业务组成非常多样化，包括了房地产

开发、农业、科技、酒店经营、物业管理等多个产业，其物业管理是该产业结构中较为亮眼的的一个，同时，随着碧桂园在房地产上不断地进行发展，其产业发展项目也不断增多，多重业务齐头并进导致碧桂园的发展越来越艰难，因此，碧桂园必须将成熟业务分拆出去。在碧桂园的产业结构中，物业管理是其较为重要且较为成熟的一项业务，而同时，物业服务和房地产业务虽然都是围绕房屋进行，但是两者的业务类型却十分不同，房地产行业是一个重资产高负债强周期性的行业，而物业行业恰恰相反，其特点是轻资产低负债弱周期性，这对于共同经营有很大的不协同性。

并且碧桂园服务在上市后就紧锣密鼓开始筹备其科技业务的发展，集中精力进行研发创新，并且在 2018 年 7 月成立机器人公司，这使得碧桂园服务更加专注于自己的核心业务，而不受碧桂园的约束。

总体来说，碧桂园服务的分拆上市能够使得碧桂园服务更加的专注于自身的核心业务，同时减少了管理层的压力，提高公司管理层的工作效率。

3.2.3 拓展融资渠道

一个企业的经营与发展是需要依靠资金来支持的，如果一个企业的资金满足企业的生产需求，企业则需要通过融资来进行公司的经营和运转。而且碧桂园服务在公告中说明分拆上市也是想获得独立的集资平台。并且因为碧桂园服务已经开始扩张其物业管理规模，而扩张运转需要保持资金充足，分拆可以使得碧桂园服务进行股权或者债券融资，为公司未来的扩张集齐资金。

碧桂园服务在分拆上市后不断地进行并购及拓展，如图 3-1 所示，分拆上市前后碧桂园服务的合同和收费管理面积变动图。

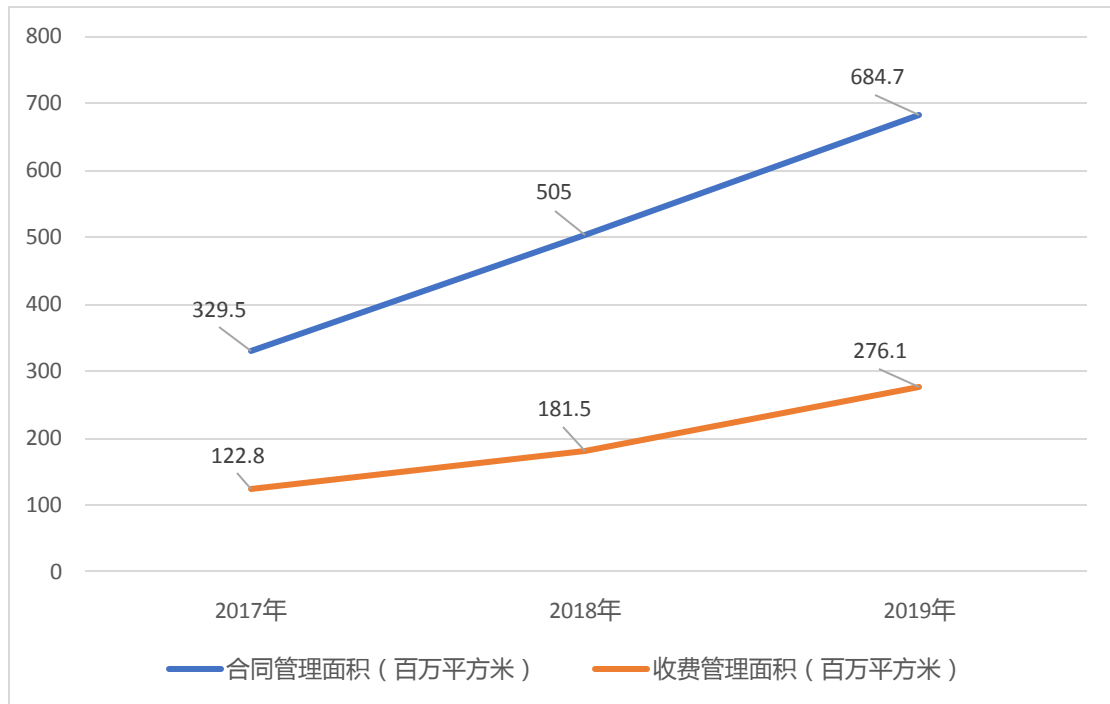


图 3-1 碧桂园服务管理面积变动情况

由图 3-1 可以看出，碧桂园服务的管理面积逐渐上升，并且增速非常快，这就能体现出碧桂园服务的经营规模也在逐年快速增长。碧桂园服务一跃成为我物业行业的标杆企业，这都离不开碧桂园服务连年快速增长的管理面积，而企业经营规模的扩大是离不开充足的资金保障。图 3-2 展示了碧桂园服务分拆上市前后投资活动所产生的现金净额。

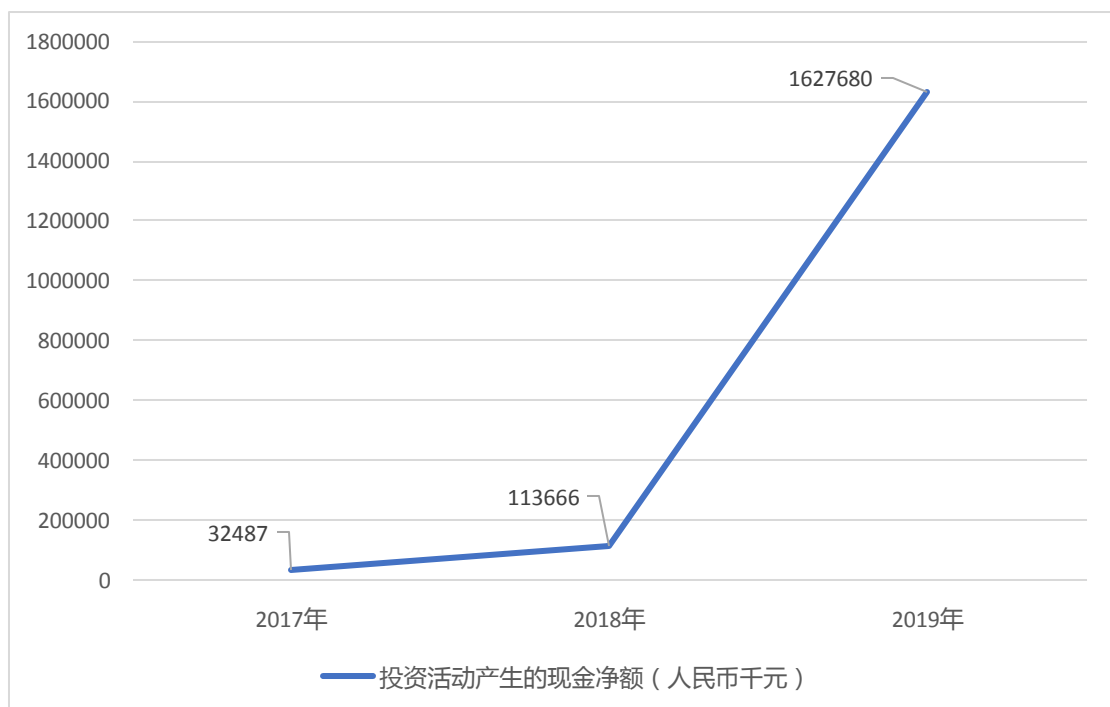


图 3-2 碧桂园服务分拆前后投资活动的现金净额

如图 3-2 所示，分拆上市前后碧桂园服务的投资支出不断增加，且在 2018 年分拆上市后迅速增长，迅速增长的投资净额体现出碧桂园服务不断扩张的需求。而不断扩张的需求必须要靠充足且稳定的资金支持。

因此，碧桂园服务这次虽然是以介绍方式上市，但是在碧桂园服务未来的发展和扩张过程中，仍然是需要充足的资金支持的。而通过分拆上市，碧桂园服务可以获得更加稳定的资金来源和更加广阔的集资平台，这样可以为未来的发展和扩张提供充足的资金支持，大大降低了资金链断裂的风险。

3.2.4 激励管理层

分拆上市之前，碧桂园服务作为碧桂园集团的一部分，对于管理层只能通过业绩进行考核，考核形式非常单一。或者对管理层在企业没有分拆上市时进行股权激励，但是这种情况下股权激励的结果一般来说并不理想。因为碧桂园的以整体业绩为标准的股权激励措施和碧桂园服务的业绩之间的联系不大，碧桂园服务的业绩对碧桂园集团的整体业绩影响很小，所以这种情况下的股权激励不明显，不能增加管理层的积极性。同时，由于碧桂园服务是子公司，其管理层的决策常常还要受到母公司的影响，碧桂园集团的管理人员对于碧桂园服务的实际情况并不了解，这种情况也会导致碧桂园服务的管理者管理效率底下，从而影响企业的业绩。

碧桂园服务在分拆上市后，企业的管理层李长江（原碧桂园物业服务的总经理）、肖华（原碧桂园物业服务的副总经理）、郭战军（原碧桂园物业服务的副总经理）等晋升为执行董事，碧桂园服务在 2018 年给予高管购股权，向这些执行董事提供报酬，执行董事在 2018 年 5 月一共被授予购股权 1.329 亿份。

在分拆上市后实施股权激励，提高了管理者的积极性，不断提升公司的经营业绩。因此，分拆上市能够对公司的管理层起到较大的激励作用，提高公司的经营绩效。

3.3 碧桂园分拆碧桂园服务上市的过程回顾

3.3.1 碧桂园服务分拆上市前的重组工作

（1）重组前的股权结构

碧桂园物业服务在重组前分别被碧桂园管理顾问、碧桂园管理服务和西藏顺琪持有 46%、46%和 8%的股权，而这三家公司都属于碧桂园旗下的公司，因此杨惠妍女士就是其实际控制人。如图 3-3 所示：

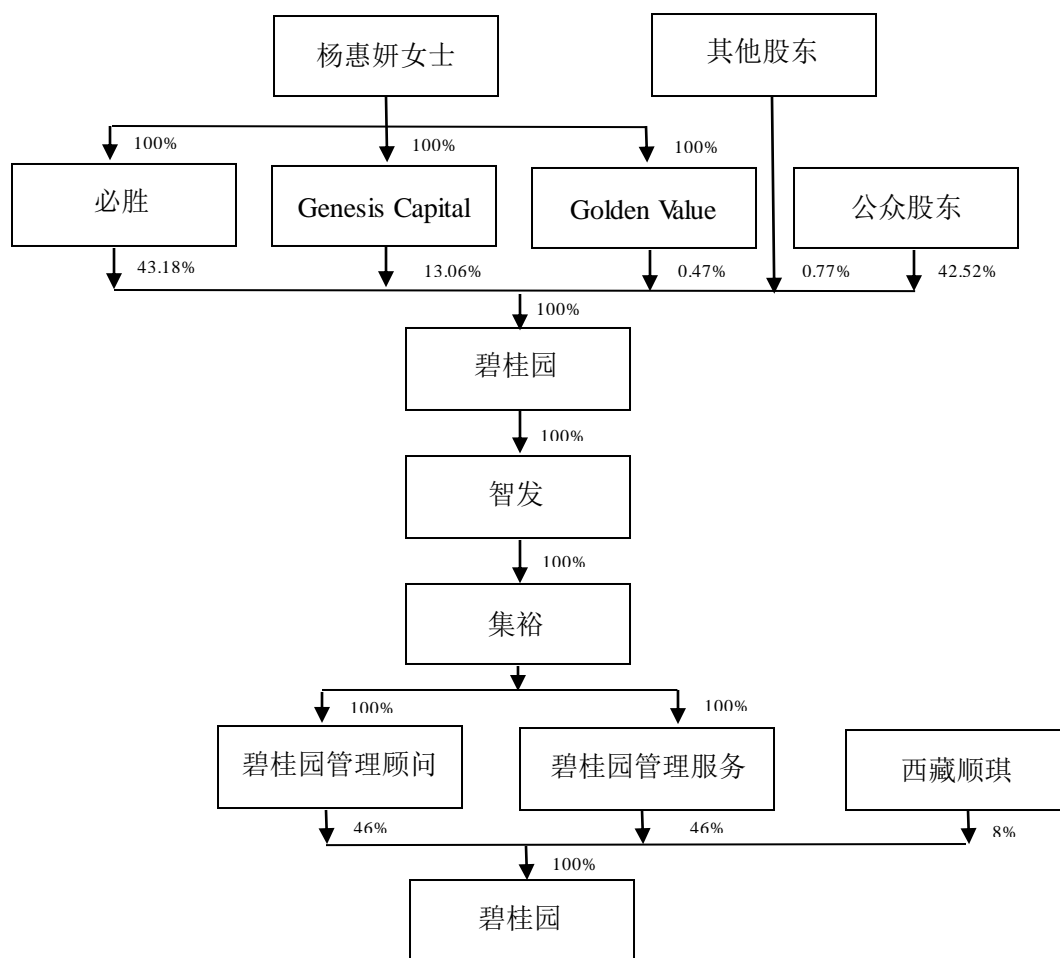


图 3-3 重组前的股权结构

(2) 重组后的股权结构

碧桂园物业管理曾经在 2016 年就试图在国内上市，由于审核监管机构的政策变动以及经营业务独立性不强的问题，最后还是主动撤回上市申请。在经历一系列的重组工作后，碧桂园服务在 2018 年 3 月宣告已经向香港联交所递交了上市申请。具体的资产重组事宜如表 3-2 所示：

表 3-2 分拆上市前碧桂园服务的重组事件表

转让方式	时间	事件
内部转让	2018.1.24	西藏顺琪向碧桂园旗下公司转让碧桂园物业服务 4% 的股权
	2018.2.26	碧桂园服务将凤凰优选 30% 的股权转让给深圳万昱
出售	2018.3.1	碧桂园服务将深圳旺生活 15.1% 的股权转让给佛山敬德
	2018.3.6	碧桂园服务从智发收购集裕的 100% 的股权
收购	2018.3.1	吴芷琪女士将 Ornat Forest 100% 的股份转让给碧桂园服务
	2018.3.7	碧桂园物业从集裕收购碧桂园旗下公司

资料来源：企业招股说明书

重组后的股权结构如图 3-4 所示：

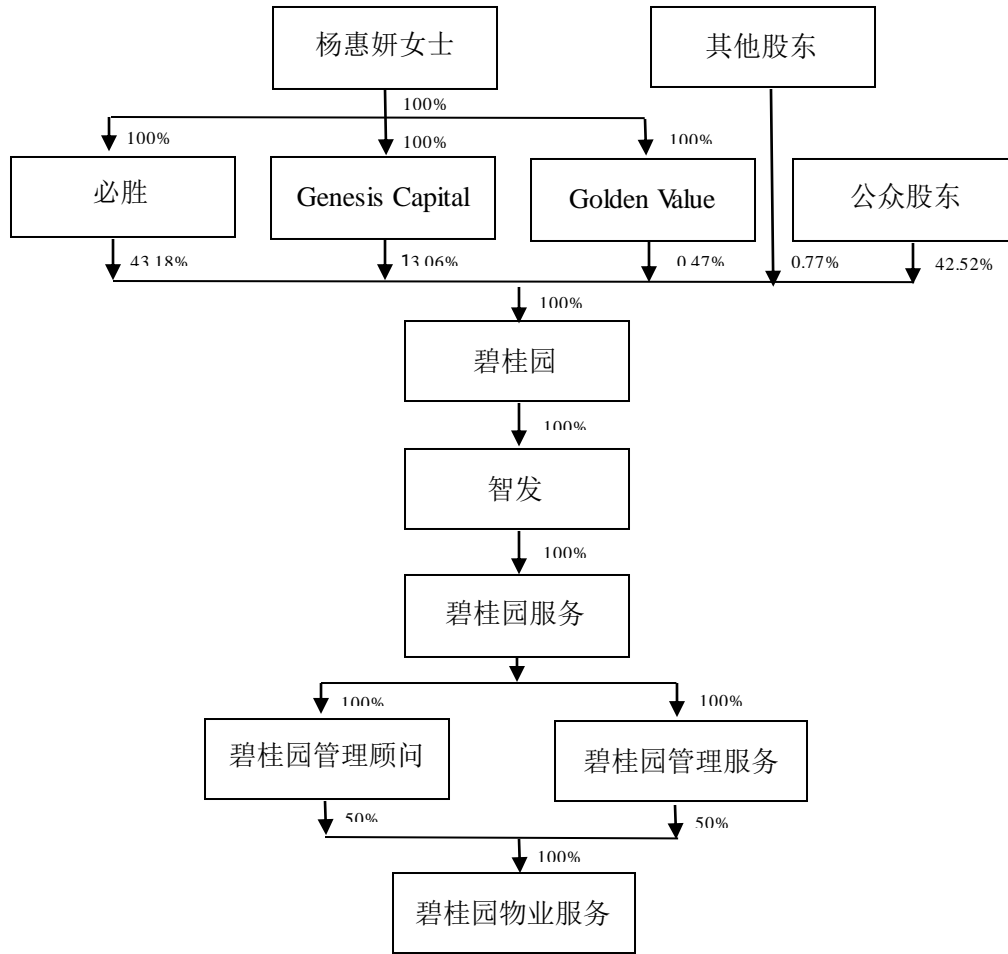


图 3-4 重组后的股权结构

3.3.2 碧桂园服务正式分拆上市

碧桂园服务 2018 年 6 月在香港上市，碧桂园将 25 亿股股份以实物分派的方式向股东分派，每持有 8.7 股碧桂园股份的股东，可以获得 1 股碧桂园服务股份。

正式分拆上市后，我们由图 3-5 可以看出，碧桂园服务已经脱离碧桂园的控制，与碧桂园的关系从母子公司变成兄弟公司，杨惠妍女士持股 56.68%，变成了碧桂园服务的最大股东。

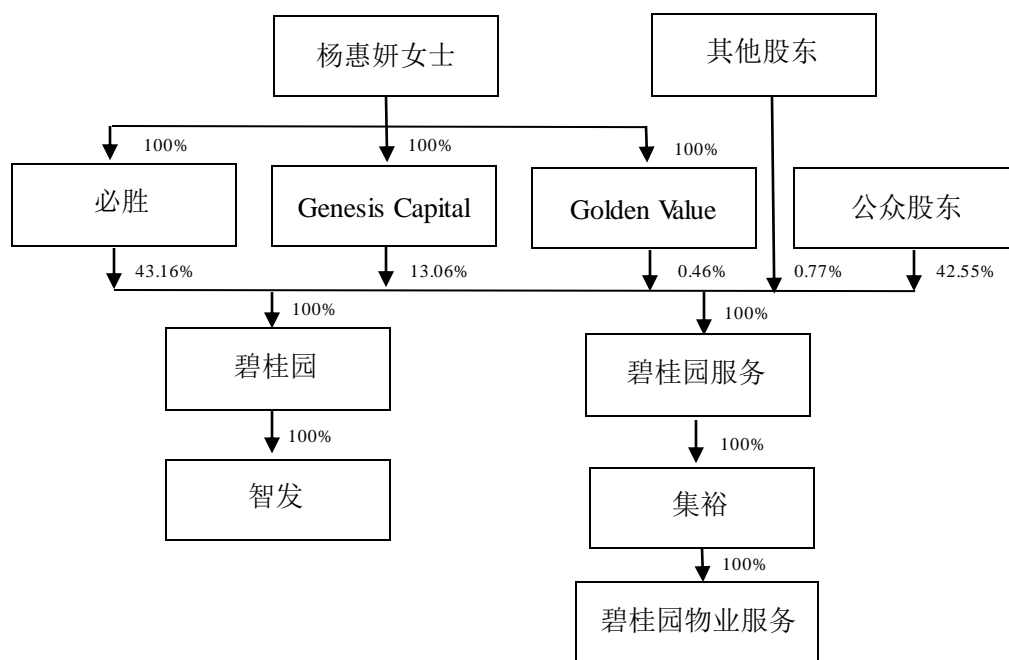


图 3-5 分拆上市后股权结构

3.4 分拆效果

企业价值能够从很多不同的方面进行定义，例如市场价值、内在价值、重置价值等等，而本文则选取事件研究法、托宾 Q 值以及公司股价，从短期市场反应分析和长期企业价值分析来表现碧桂园和碧桂园服务的企业价值，由此看出碧桂园和碧桂园服务的企业价值的创造情况。

3.4.1 短期市场反应分析

(1) 超额收益率及累计超额收益率分析

本文运用事件研究法来研究碧桂园集团发布分拆碧桂园服务上市公告的短期市场效应，通过这个方法分析碧桂园服务分拆上市对于碧桂园股票的累计超额收益率的影响程度，从而能够更准确的判断投资者对该事件持有的态度是积极还是消极，分析资本市场对碧桂园分拆碧桂园服务上市的短期市场反应。

①事件研究法的计算过程

先确定本文的研究事件是碧桂园分拆碧桂园服务在港股上市对股价的影响。然后确定事件发生日，在碧桂园分拆碧桂园服务的案例中，碧桂园在 2018 年 3 月宣告分拆碧桂园服务上市，这是公众第一次知晓此消息，也是公司第一次宣告分拆上市的日子，因此本文将 2018 年 3 月 19 日认定为市场首次接收到碧桂园分拆碧桂园服务消息的日期，该日就是事件日。因此，本文把 2018 年 3 月 19 日作

为第 0 个交易日,公告日的前一个交易日作为-1,公告日的后一个交易日作为 1,以此类推。因此设置事件窗口期是[-10,10]。本文选取这 21 个交易日已经将资本市场对该事件的反应时长考虑在内。

首先,要计算出碧桂园和恒生指数在估计期内的实际收益率,具体计算如(5.1)所示:

$$\text{实际收益率} = (\text{当天收盘价} - \text{前一天收盘价}) / \text{前一天收盘价} \quad (5.1)$$

再根据计算出的碧桂园和恒生指数在估计期内的实际收益率,利用 CAPM 模型计算出两者之间的线性回归方程,具体如公式(5.2)所示。

$$R_{it}' = \alpha + \beta * R_{mt} + \varepsilon_t \quad (5.2)$$

其中, ε_t 代表回归残差。碧桂园分拆碧桂园服务这一事件的事件日为 2018 年 3 月 19 日;事件期是[-10, 10],估计期为[-160, -11],将碧桂园收益率和恒生指数收益率代入 EXCEL 进行处理。经数据处理可得, $\alpha=0.0015$, $\beta=1.8171$, ,如公式(5.3)所示:

$$R_{it}' = 0.0015 + 1.8171 R_{mt} \quad (5.3)$$

然后,将事件期[-10, 10]内的恒生指数收益率带入公式(5.3)中,能够得到碧桂园在事件期[-10, 10]内的预期收益率。

最后,根据上述公式得出的碧桂园在事件期内的预期收益率,我们可以计算碧桂园的超额累计收益率,其计算公式如(5.4)

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}' \quad (5.4)$$

累计超额收益率 CAR 是将事件窗口期内所有的 AR 累加起来的结果,如公式(5.5)所示:

$$CAR = \sum_{t=-j}^{t=j} AR_{it} \quad (5.5)$$

②分析短期市场效果

根据上文计算结果,得出线性拟合图,如图 3-6:

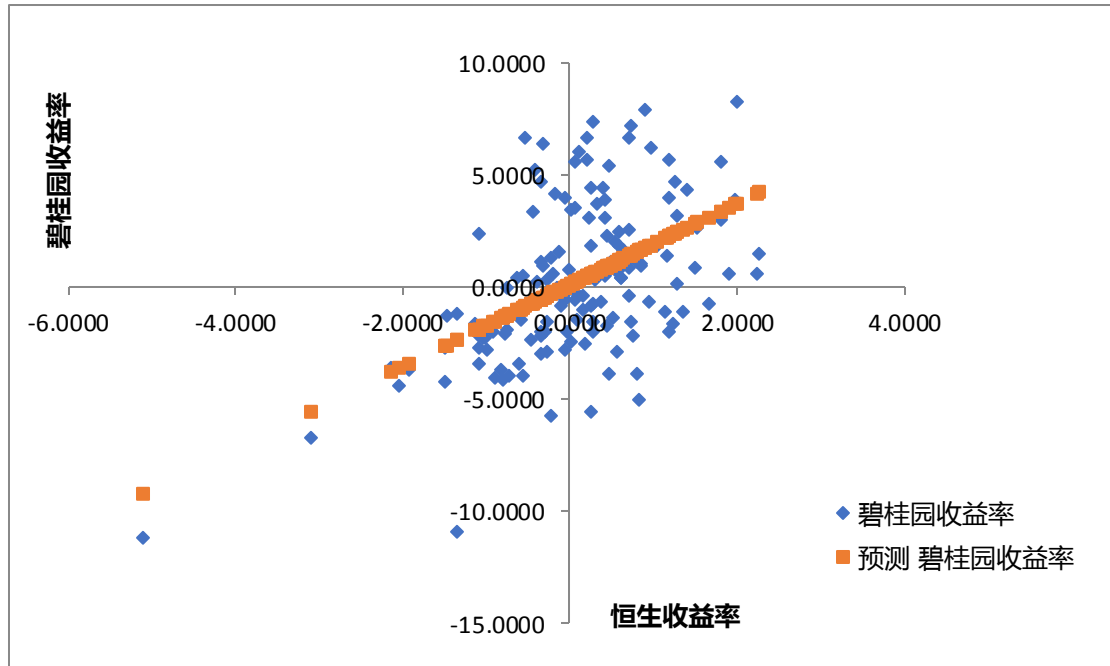


图 3-6 事件清洁期拟合情况

其计算出的超额收益率和累计超额收益率如表 3-3 所示：

表 3-3 事件期 AR 和 CAR 的数值

日期		实际收益 率(%)	恒生指数 收益率(%)	预期收益 率(%)	AR(%)	CAR(%)
2018/3/5	t=-10	1.15	-2.28	-3.993	2.843	2.843
2018/3/6	t=-9	3.77	2.09	3.9477	-0.18	2.665
2018/3/7	t=-8	-1.54	-1.03	-1.722	0.182	2.847
2018/3/8	t=-7	3.55	1.52	2.912	0.638	3.485
2018/3/9	t=-6	2.19	1.11	2.167	0.023	3.508
2018/3/12	t=-5	0.54	1.93	3.657	-3.12	0.391
2018/3/13	t=-4	-0.13	0.02	0.1863	-0.32	0.075
2018/3/14	t=-3	1.74	-0.53	-0.813	2.553	2.628
2018/3/15	t=-2	3.94	0.34	0.7678	3.172	5.8
2018/3/16	t=-1	4.68	-0.12	-0.068	4.748	10.548
2018/3/19	t=0	-2.17	0.04	0.2227	-2.39	8.155
2018/3/20	t=1	0.37	0.11	0.3499	0.02	8.175
2018/3/21	t=2	1.23	-0.43	-0.631	1.861	10.037

2018/3/22	t=3	-0.24	-1.09	-1.831	1.591	11.627
2018/3/23	t=4	-5.36	-2.45	-4.302	-1.06	10.569
2018/3/26	t=5	3.60	0.79	1.5855	2.014	12.584
2018/3/27	t=6	3.60	0.79	1.5855	2.014	14.598
2018/3/28	t=7	-3.36	-2.50	-4.393	1.033	15.631
2018/3/29	t=8	0.25	0.24	0.5861	-0.34	15.295
2018/4/3	t=9	-1.61	0.29	0.677	-2.29	13.008
2018/4/4	t=10	-2.39	-2.19	-3.829	1.439	14.447

资料来源：Wind 数据库

事件期内[-10, 10]的 AR 与 CAR 的走势如图 3-7 所示：

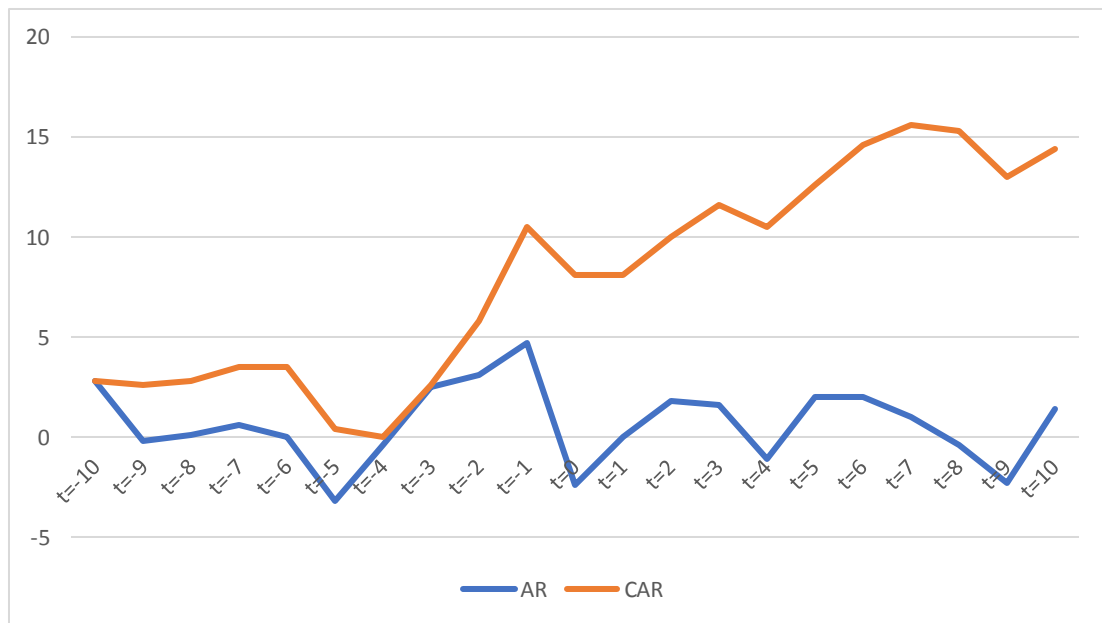


图 3-7 拟分拆上市日前后 AR 与 CAR 的走势

根据表 3-3 所示，碧桂园服务在 2018 年 3 月 19 日宣布分拆上市，那么本文以 3 月 19 日作为基点，3 月 19 日之前，碧桂园都处于正常波动范围，但 AR 和 CAR 在宣告分拆上市前 3 天增长，有信息泄露的可能性；2018 年 3 月 19 日的 CAR 为 8.155%，在分拆上市之后 AR 总体处于波动上升的状态，CAR 呈现逐步上升的趋势，最高点的 CAR 达到 15.63%，说明碧桂园分拆碧桂园服务对股价产生显著影响，虽然中间有小幅度波动，但是从整体上看，资本市场在短期内对于碧桂园分拆碧桂园服务上市持乐观态度，市场反应较为积极。

3.4.2 长期企业价值分析

(1) 托宾 Q 值分析

托宾 Q 指标是衡量碧桂园和碧桂园服务创造财富的能力，是企业价值的重要体现，是对分拆上市长期效果的评价。由于准确的数据在实际计算中非常不容易获得，因此本文采用近似值代替，这种情况会使得数值结果存在一定的差异。

本节把每股净资产代替非流通股，用资产账面价值代替资产的重置成本，通过如下公式：托宾 Q 值=(流通股市值+非流通股数*每股净资产+负债账面价值)/资产账面价值。当 $Q < 1$ 时，意味着进一步的资本投资是不赢利的；当 $Q > 1$ 时，则说明市场对公司资产的估值大于其重置价值，所以对于投资者们来说会更加倾向于向企业增加投资；当 $Q = 1$ 时，企业投资等于资本成本。

本节计算了碧桂园和碧桂园服务分拆上市前后的近似托宾 Q 值，并通过该数值对碧桂园和碧桂园服务的企业价值进行分析。

表 3-4 碧桂园托宾 Q 值

项目/年份	2015	2016	2017	2018	2019
流通股市值 (亿元)	601.78	838.81	2,650.42	1,807.47	2,442.09
非流通股股份	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (元)	2.89	3.25	4.40	5.61	6.96
负债账面价值 (亿元)	2,726.16	5,099.56	9,330.57	14,562.86	16,885.44
资产账面价值 (亿元)	3,619.56	5,915.72	10,496.69	16,296.94	19,071.52
托宾 Q 值	0.92	1.00	1.14	1.00	1.01

资料来源：Wind 数据库

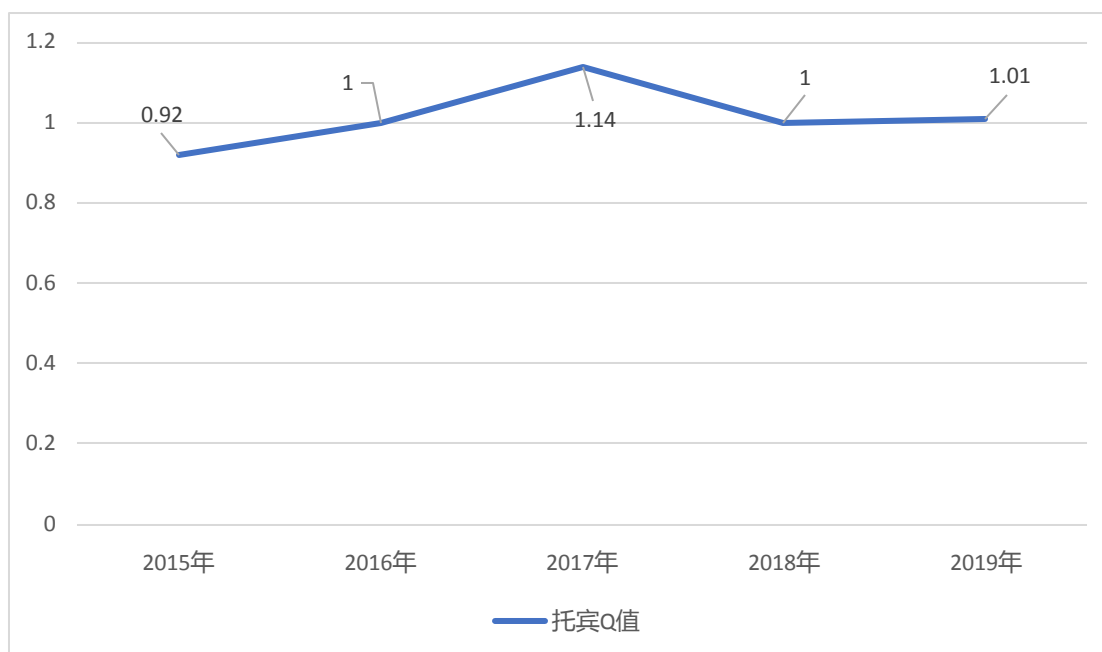


图 3-8 碧桂园分拆上市前后的托宾 Q 值

由图 3-8 所示，碧桂园的托宾 Q 值在分拆上市前后没有发生比较大的变化，并且整体围绕在数值 1 左右上下浮动，碧桂园分拆碧桂园服务在 2018 年，同时碧桂园的托宾 Q 值在 2018 年也发生了小幅度的下降，主要是由于碧桂园的业务 2018 年分拆上市后被分割出去，所以其托宾 Q 值是低于前两年的。总而言之，托宾 Q 值表现的是公司的长期价值，但是根据计算出的数据可以看出，分拆上市对碧桂园的影响不大，而且碧桂园的托宾 Q 值一直都在 1 这个数值左右进行小幅度的变动，几乎可以说是没有什么变化，因此，投资者们可以对碧桂园继续持观望态度。

表 3-5 碧桂园服务的托宾 Q 值计算表

项目/年份	2018 年	2019 年
流通股市值（亿元）	272.50	637.45
非流通股股份	0.00	0.00
每股净资产（元）	0.90	1.98
负债账面价值（亿元）	31.92	65.90
资产账面价值(亿元)	55.22	122.69
托宾 Q 值	5.51	5.73

数据来源：Wind 数据库

表 3-5 中数据显示，碧桂园服务从 2018 年分拆上市后，托宾 Q 值一直都非常高，并且 2019 年更是发生了明显的上升，说明碧桂园服务目前的市场价值远

高于其重置成本，并且保持稳定上升的状态。这表明碧桂园服务自分拆上市后一直都表现得非常好，使得资本市场对碧桂园服务的企业价值保持积极的态度。

根据托宾 Q 值的表现以及碧桂园服务的实际情况来看，碧桂园服务采用股权融资，并且通过收购来开拓物业市场是正确的选择，这也能解释碧桂园服务市场价值以及股价被高估的原因，这说明资本市场是十分看好碧桂园服务。

（2）公司股价分析

碧桂园和碧桂园服务的股价走势如图 3-9 和图 3-10，从长期来看，碧桂园分拆碧桂园服务上市之后，碧桂园服务的股价走势一路上涨，但是对于碧桂园长期的股价影响不大。从短期来看，在 2018 年 3 月 19 日碧桂园宣告拟分拆碧桂园服务上市后，碧桂园的股价发生了短期的上涨趋势，说明碧桂园服务分拆上市还是对碧桂园产生了一定的积极影响，说明资本市场是看好碧桂园服务分拆上市的，给予了一定的积极信号，但是长期来看，在碧桂园服务分拆上市前后碧桂园的股价都在正常波动，说明分拆上市对于碧桂园的影响较小。碧桂园服务分拆上市后其股价一路攀升之后还有上涨趋势，并且在上市一年半后碧桂园服务的股价逼近 30 元/股，碧桂园的股价 18 元/股，其股价远超过了碧桂园的股价。因此无论是短期还是长期来看，碧桂园服务分拆上市后都被资本市场看好，这种看好全部体现在其股价上。

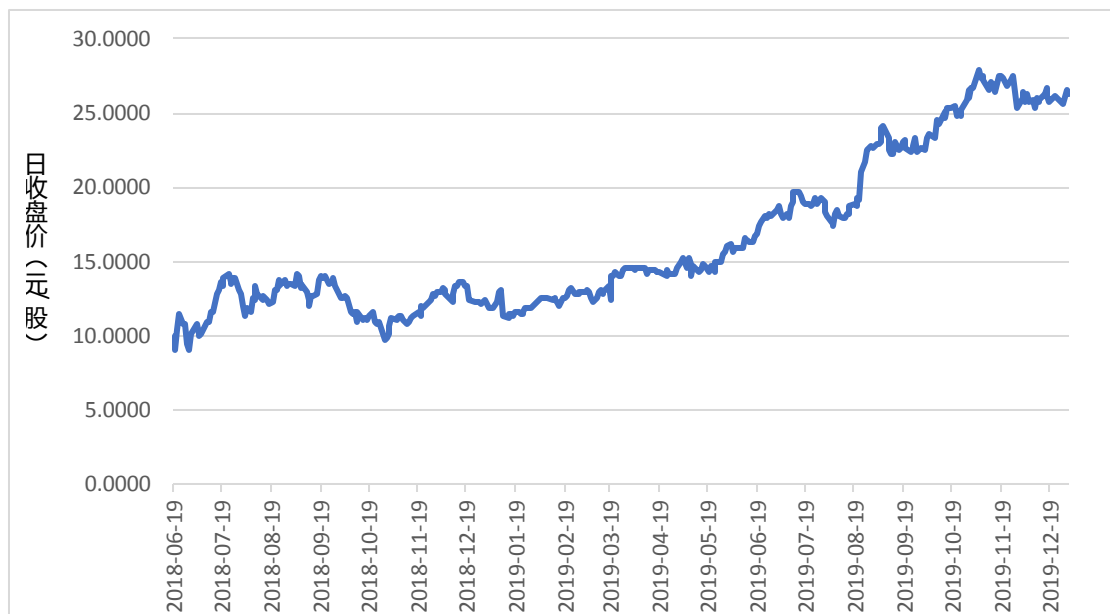


图 3-9 碧桂园服务分拆上市后的股价走势图

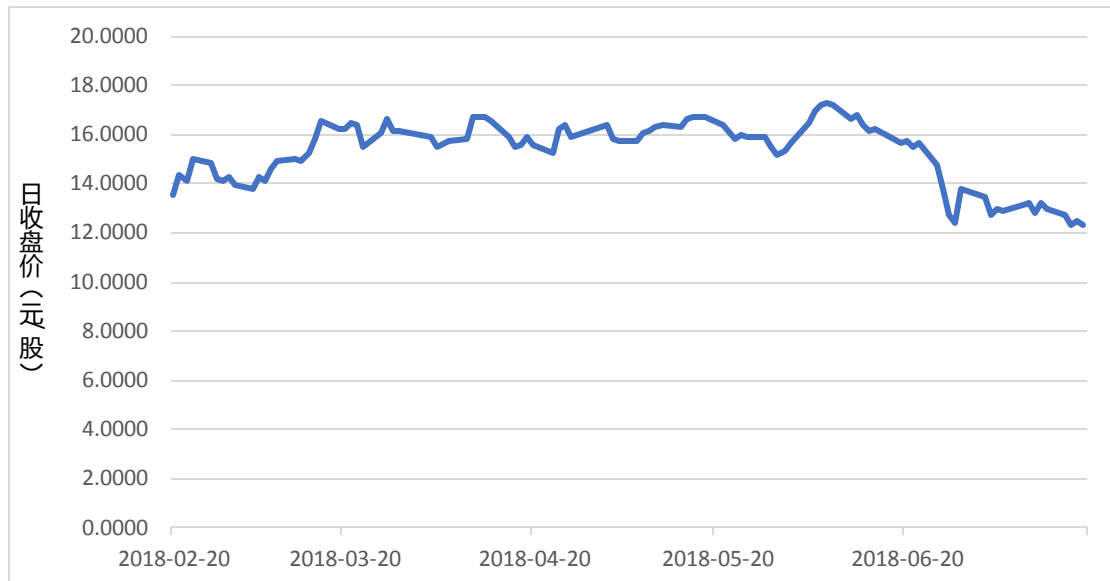


图 3-10 碧桂园分拆上市前后的股价走势图

由此我们可知，从托宾 Q 值以及公司股价的结果来看，分拆上市短期内对于碧桂园服务的股价具有极大的提高作用，但对于碧桂园的股价影响较小；从事件研究法的研究结果来看，碧桂园服务分拆上市对于碧桂园股价影响较大。而同时，碧桂园服务的市场价值是高估值状态，说明碧桂园服务的长期价值也得到了体现，说明资本市场很看好碧桂园服务的发展，并且说明分拆上市对于碧桂园服务长期的市场价值提升具有积极作用。综上所述，碧桂园服务分拆上市在短期和长期来看都成功的创造了企业价值。

第四章 碧桂园服务分拆上市的案例分析

根据前文的理论分析，分拆上市是能够为碧桂园和碧桂园服务带来积极的影响。本章将会根据碧桂园服务分拆上市从融资效应、经营效应和管理效应三方面对价值创造的路径进行分析，对碧桂园服务分拆上市是如何进行价值创造进行深入的探讨，并通过分析财务及非财务指标对各个效应的实现情况进行评价。

4.1 分拆上市对融资效应的作用分析

4.1.1 降低信息不对称

信息不对称是企业价值被低估的重要原因之一。内部管理者获取的企业信息和外部投资者比起来更加全面准确，因此企业的价值会因为外部投资者的判断不准确而不能得到完全体现，这就会使得市值存在偏差。市值被低估的另一个原因是企业的财务信息不能被完全体现出来，在企业未分拆上市之前作为上市公司的子公司，其财务信息是不能被体现出来的，使得子公司具有发展潜力的业务不被发现，降低了企业价值。

碧桂园业务范围非常广泛，物业管理作为其母公司业务版图中的一个分支不被管理者所重视，使得其业务发展受到母公司的阻碍，另外还因为物业管理行业本身就不被投资者们重视，外界一直都没有认识到物业管理行业的价值，使得碧桂园服务的价值一直不被体现出来，投资者们也无法对碧桂园服务做出正确的评估。

根据行业数据来看，我国的城市化进程进入尾声，房地产高速增长的情况已不复存在，房地产已慢慢进入存量时代开始渐渐衰退，但是业主们却抑制都需要物业管理，因此物业管理服务将成为新的业绩增长点。

碧桂园作为一个典型的房地产企业，因为受到相关政策的影响，进入了衰退期并且营业收入停滞不前，几乎没有很大的增长。但是碧桂园服务作为一个物业管理企业却处于快速发展时期，主要原因有二：一是随着居民生活水平的提高，人民对于物业管理业务的需求在不断扩大；二是与物业管理有关的增值服务正处于快速发展的阶段，而碧桂园服务也一直在大力发展增值服务，发展新的业绩增长点。因此，碧桂园服务未来具有很强的发展优势。并且由于 2017 年，碧桂园服务的营业收入只有 31 亿元，碧桂园的营业收入达到 2268 亿元，使得物业管理部门在母公司碧桂园没有话语权，很难有独立发展的机会。碧桂园服务分拆上市之后有了更多的可能性去扩张物业管理服务和物业相关的增值服务。

表 4-1 可知来自于第三方的物业管理面积占比在快速增长,由 2016 年的 4.09% 增长至 2019 年的 26.14%,尤其在 2018 年和 2019 年分拆上市这两年,第三方物业管理面积增长较快,这些情况说明碧桂园服务在分拆上市后的独立性变强,物管业务不再局限于母公司碧桂园。

表 4-1 碧桂园服务的物业管理面积分布比例

项目/年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
来自于碧桂园	95.71%	89.14%	80.15%	73.86%
来自于第三方	4.09%	10.86%	19.85%	26.14%

数据来源:企业年报

综上所述,碧桂园相较于碧桂园服务其业务更多,股权结构和资产都更加复杂。由于碧桂园服务在未分拆上市前存在信息不对称的问题,使得碧桂园服务在分拆上市后得到了一个价值重估的机会。因此碧桂园服务在分拆上市之前,由于在母公司的合并报表中并未体现出其真实价值,但是分拆上市却为其提供了一个提升市值的方法。同时,在分拆上市的过程中,碧桂园服务还要对自身财务信息、业务构成、详细的企业信息和未来的发展和创造现金的能力能进行披露,这样就更能够准确地反映碧桂园服务的市场价值。

4.1.2 拓宽融资渠道

碧桂园服务在分拆上市前,主要依靠其母公司碧桂园来进行融资,融资渠道单一并且非常受其母公司的影响。碧桂园服务在分拆上市后拥有独立的融资渠道,能够不再依靠母公司直接从股市上进行融资,并且可以改变碧桂园服务的资本结构,降低资产负债率提供新的融资方式。如下表 4-2 所示,碧桂园服务在分拆上市后进行了如下的融资方式:

第一:进行配股融资。由于选择了介绍上市的方式进行上市,使得碧桂园服务在分拆上市时没有融资,而是选择了在一年后进行第一轮的融资。碧桂园服务在 2019 年 1 月宣告让摩根大通作为独家配售代理进行股份配售。发行价是每股 11.61 港元,认购面值是 16,876.1 美元并且最后市值为 2,177,016,900 港元,扣除一些费用后其所得款净额是 19.39 亿元。碧桂园服务把所得资金的用途全都用于科学技术和增值服务等新业务版图的投资以及并购。

第二:发行可转债。碧桂园服务在 2020 年 4 月宣告按每股 39.68 港元发行面值为 9765.63 美元的可转债,按宣告日的收盘价 35.75 港元去计算,其市场价值是 3491 百万港元。这次筹集款项用于收购投资和企业营运等用途。碧桂园服务因为发行的是可转债使得利息比普通债券的利息更低,这样碧桂园服务的的利

率比发行普通债券的利率低，大大降低了碧桂园服务的融资成本。并且碧桂园服务由于经营状况良好、市值股价一直在上升，因此可转债转换为股权的可能性比较大，这样碧桂园服务就又少了一笔负债。

综上所述，碧桂园服务通过拓宽融资渠道，其融资成本相对于债务融资来说大大降低，但是融资金额不再受制于母公司碧桂园，融资金额上升，产生了应有的融资效应。

表 4-2 2018 年-2020 年累计融资情况

时间	项目	金额（亿港元）	占比（%）
2019 年 1 月 10 日	配股融资	19.43	14.33%
2020 年 4 月 29 日	发行可转债	38.75	28.57%
2020 年 12 月 11 日	配股融资	77.45	57.10%
	合计	135.63	100%

资料来源：公司公告

4.1.3 融资效应的实现情况分析

通过上文可知，碧桂园服务分拆上市通过降低信息不对称和拓宽融资渠道两个方面，帮助碧桂园服务提升融资水平，提升市值，增强企业的现金支付能力。下文将从市值规模、支付现金能力和资本结构三个方面检验其价值创造的实现情况。

（1）市值规模扩大

分拆上市后，碧桂园服务由于信息披露以及获得独立的上市地位，改善了信息不对称的问题，其市值必然受到影响。碧桂园服务分拆上市后的市值变化如下表 4-3 所示：

表 4-3 碧桂园服务分拆上市前后的市值

名称/年份	2017-12-31	2018-06-19	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
营业收入 (亿元)	31.22	—	46.75	96.45	—
净利润（亿 元）	4.40	—	9.23	16.71	—
总市值（亿 元）	—	256	311	711.61	1538.03

市盈率	——	70.50	63.32	54.91	66.41
(元)					

资料来源：wind 数据库

碧桂园 2018 年 6 月 1 日的市盈率为 14，可以计算出碧桂园物业管理这个板块在 2018 年 6 月 1 日的市值应该是 62 亿元。由表 4-3 可以看出，碧桂园服务在 2017 年的营业收入为 31.22 亿元，净利润为 4.4 亿元，但是在 2018 年 6 月 19 日分拆上市的碧桂园服务的市值约为 256 亿元，比未分拆之前的市值 62 亿元相比高出 4.13 倍。并且从表 4-2 中可以看出，碧桂园服务在分拆上市后的两年的时间里，市值一直在快速增长，由刚上市的 256 亿元增长到现在的 1538 亿元，并且有突破 2000 亿元的趋势，这使得碧桂园服务的市值变成物业上市企业中的最高。

（2）现金支付能力增强

通过分拆上市后碧桂园服务拓宽融资渠道的路径，对碧桂园服务的现金支付能力是有很大的影响的，那么我们就可以通过现金支付能力看出碧桂园服务的融资效应。

下表 4-4 中所示利用现金总负债比率和利息保障倍数展现出碧桂园服务的现金支付能力。从表中可以看出，现金总负债比率的波动较大，但是总体上呈现波动上升的趋势。同时，碧桂园服务的利息保障倍数在 2017 年-2019 年之间不断上升，数值从 16 上升到了 43。两个指标结合来看，碧桂园服务分拆上市后，虽然现金总负债比率在 2018 年下降，但总体上是呈现上升趋势的，说明碧桂园服务的支付能力在不断上升，偿还负债和支付利息的能力也在不断上升，说明分拆上市对于碧桂园服务的融资效应起到了积极影响。

表 4-4 碧桂园服务分拆上市前后的支付现金能力

项目/年份	2017 年	2018 年	2019 年
现金总负债比率	0.46	0.06	0.49
利息保障倍数	16.16	——	42.70

资料来源：wind 数据库

（3）优化资本结构

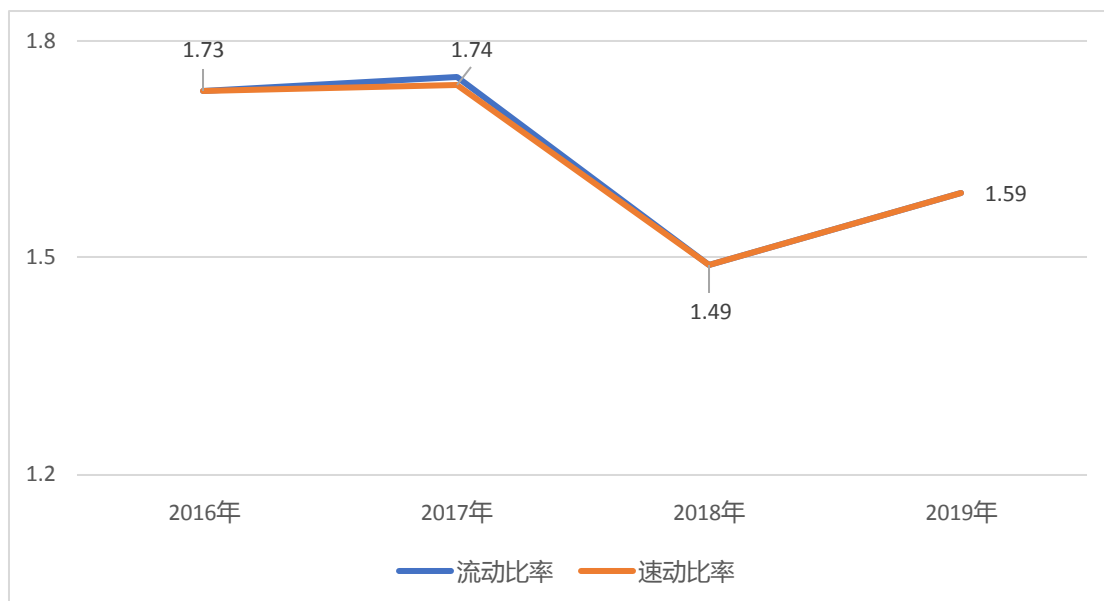


图 4-1 碧桂园服务流动和速动比率的变动情况

根据图 4-1 可看到，碧桂园服务在 2018 年分拆上市前，在 2017 年的流动比率为 1.74，在 2019 年分拆上市后，其流动比率降至 1.59。主要是由于 2018 年和 2019 年碧桂园服务再分拆上市后大量收并购物业公司，这些物业公司带来大量的流动负债，以及碧桂园服务发起的预存物业费的活动，这个活动使得碧桂园服务产生了非常多的流动负债，这种情况造成了两个比率的下降。碧桂园服务的流动比率和速动比率在 2019 年相比于 2018 年则有所上升，主要是在 2019 年初，碧桂园服务进行了配售融资，使得碧桂园服务 2019 年的流动比率和速动比率相较于 2018 年有了一定的提高。总的来说，碧桂园服务分拆上市对流动比率和速动比率的影响并不明显。

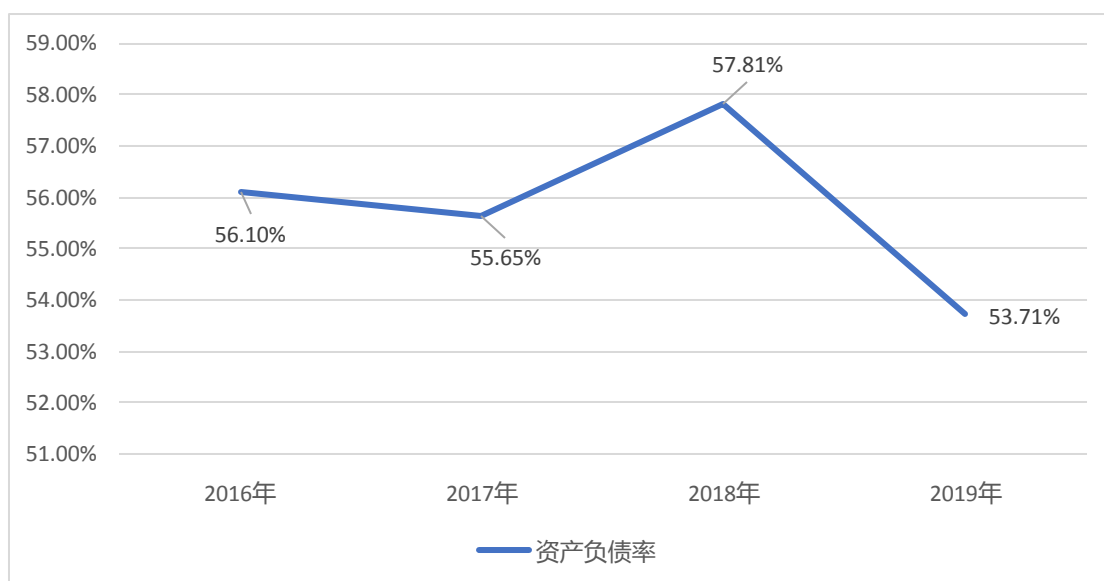


图 4-2 碧桂园服务分拆前后的资产负债率

表 4-5 碧桂园服务资产和负债的情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
资产负债率 (%)	56.10	55.65	57.81	53.71
资产 (亿元)	24.68	34.78	55.22	122.69
负债 (亿元)	13.85	19.35	31.92	65.90
流动资产 (亿元)	23.98	33.56	46.70	102.24
流动负债 (亿元)	13.85	19.21	31.27	64.27

资料来源：Wind 数据库

根据图 4-2 以及表 4-5 可以看出，碧桂园服务在 2018 年分拆上市这一年发生了较大的增长，2019 年又产生了小幅度的下降，但是总体来说，碧桂园服务的资产负债率在分拆上市后总体呈现下降趋势，这说明分拆上市后碧桂园服务的长期偿债能力得到了一定程度的提高。

根据上表 4-5 所示，碧桂园服务 2018 年资产负债率偏高，这是由于碧桂园服务分拆上市后频繁收购，导致碧桂园服务整体的业务量增多，从而使得合同负债等流动负债的大幅度增加，这样资产负债率在分拆上市这一年就上升。而该比率在 2019 年产生明显下降，主要是由于 2019 年碧桂园服务通过配售进行融资增加了资产，同时资产的增速又非常明显超过负债，所以资产负债率发生了大幅度的下降。

因此我们可以得出结论，碧桂园服务的财务风险降低，虽然其短期偿债能力没有变化，但是其长期偿债能力增强，因此分拆上市优化了碧桂园服务的资本结构。

总体来说，碧桂园服务分拆上市后，其市值规模不断扩大，从分拆前的物业公司发展成如今市值千亿的“物业第一股”，并有望在 2021 年突破两千亿市值。同时又很明显的改善了碧桂园服务的现金支付能力，优化了碧桂园服务的资本架构，使得碧桂园服务的偿债能力增强，财务风险降低，实现了融资效应从而为企业创造了价值。

4.2 分拆上市对经营效应的作用分析

4.2.1 明确业务板块发展多元化战略

碧桂园服务在分拆上市前主营物业，作为碧桂园旗下的物业公司，其业务类型非常固定，几乎只负责碧桂园的物业管理服务，这是最基础的物业服务的业务

类型，并且非常依赖母公司，业务来源的 90%以上都是依靠碧桂园，来源于第三方的收入和管理面积非常少。同时，对于碧桂园来说，碧桂园服务所处的物业管理只属于自己业务构成的一环，而且碧桂园的主要业务还是房地产，但是房地产经营和物业管理是两个差异比较大的业务类型，房地产最大的特点是高负债重资产，而物业行业最大的特点是低负债轻资产，在这种情况下物业板块不能被很好的发展下去，因此，2018年8月碧桂园将其物业板块成功的分拆上市。

分拆上市后的碧桂园服务可以更专注于物业管理，组成大物业管理和大社区服务双管齐下的战略组合，这个战略组合也使得其业务板块也发生了比较大的变化，使得碧桂园服务从原来单一的业务模式转变为多元化的战略结构。

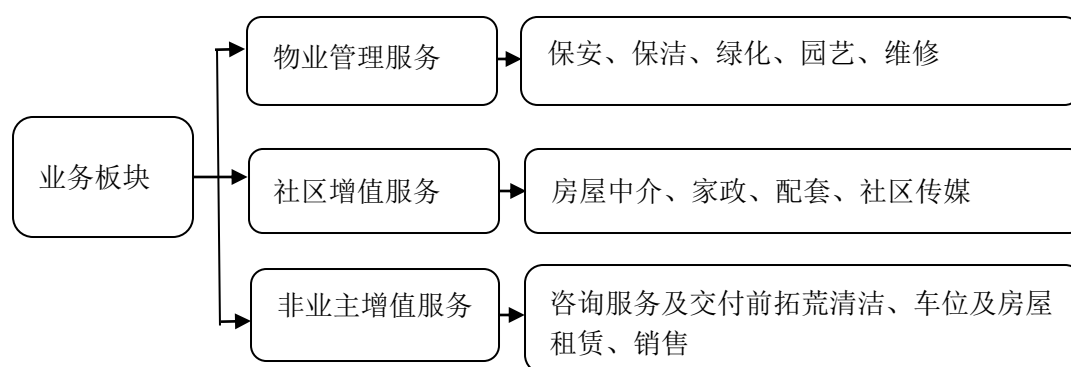


图 4-3 碧桂园服务业务结构

如图 4-3 所示，不同的增值服务有不同的策略，社区增值服务主要被分成了基础增值服务、进阶增值服务和成熟增值服务。在基础增值服务领域中的家政服务业务上，碧桂园服务搭建自己的家政团队专门进行家政培训，打造“凤凰到家”的优秀家政品牌。碧桂园服务在进阶增值服务方面也开创了拎包入住和社区团购这样的新领域，在拎包入住领域上与索菲亚、欧派这样的知名品牌进行深度的战略合作。在社区团购领域和互联网巨头们展开合作。而在成熟的增值服务模式上，发展社区保险、社区传媒以及房地产经纪业务等领域。社区增值服务为业主提供家政服务、社区传媒、房地产经济业务、社区团购和拎包入住等等全面的服务。同时，在非业主增值服务领域主要提供开荒清洁、维修保养、车位代理销售及租赁服务。

根据碧桂园服务目前的战略规划，碧桂园服务分拆上市后的营业收入得到了飞速增长，其合同管理和收费面积都得到了飞速的发展，分拆上市后不久，碧桂园服务就成为“物业第一股”，其市值、合约面积、营业收入以及毛利率等全部都得到了快速发展。

4.2.2 加快并购步伐抢占市场份额

物业管理行业目前正在向地产行业的发展模式靠近，物管行业的整合加剧并且集中度不断提升，碧桂园服务的物业管理规模将会上升，而这种情况下来自母公司碧桂园的在管面积占比以及在管面积增速将会不断下降。抢占市场份额的发展是需要时间和金钱共同打造，其最好的方式之一就是大量进行并购。不仅是碧桂园服务，很多大型的物管企业都在对小的物管企业进行兼并以期快速进入全国各大城市。

碧桂园服务在分拆上市之后，能够通过配股融资、发行可转债等等的方式进行融资，有助于碧桂园服务不断进行大规模并购，快速抢占市场份额为后续的发展奠定基础。

碧桂园服务于 2018 年 7 月开始了“三供一业”的业务，将旗下子公司与洲际海峡能源投资公司共同合作，共同创立新的物管公司。“三供一业”为企业带来合同管理面积约 84.9 万平方米，截止到 2019 年实现营收 5.25 亿元，这项收购使得碧桂园服务在非住宅领域开始有所发展，而碧桂园服务的并购之路由此开始。

表 4-6 碧桂园服务上市以来收购情况

日期	标的公司	业务领域	对价	收购股权比例
2018-11-26	5 家公司	物业管理服务	68,258 万元	1 家 70%，4 家 100%
2019-03-19	北京盛世	物业管理服务	9,000 万元	30%
2019-07-10	港联不动产	物业管理服务	37,540 万元	100%
2019-07-11	嘉凯城物业	物业管理服务	19,000 万元	100%
2020-01-08	溧阳中立电梯	电梯制造运营	——	60%
2020-04-09	文津国际保险	保险业务	8411 万元	100%
2020-06-17	合富辉煌	房地产代理	3567.6 万元	3.53%
2020-07-30	城市纵横	社区传媒	不多于 5.12 亿元	100%
2020-10	满国康洁	环卫服务	不多于 24 亿元	70%
2020-10	福建东飞	环卫服务	8.71 亿元	60%

资料来源：企业公告整理

表 4-6 是碧桂园服务从 2018 年分拆上市以来的并购情况，每一次的并购都给碧桂园服务的合同管理面积、市场份额和营业收入等方面带来巨大的增长。碧

桂园服务 2018 年年底至 2019 年年初共收购 8 家物管企业，这一系列的收购操作扩大了碧桂园服务的合同管理面积和物业规模，增加了碧桂园服务在物业行业的市场份额。

碧桂园服务在 2020 年 4 月收购文津国际，使得碧桂园服务在社区保险代理领域的短板补齐。碧桂园服务于 2020 年 6 月收购合富辉煌使得碧桂园服务在房地产代理服务领域有所发展。同年 7 月收购了城市纵横，这使得该公司在社区传媒领域取得了飞速发展。同年 10 月碧桂园又收购了满国康洁和福建东飞，这代表碧桂园服务在环卫服务领域迈出了一大步。

通过 2018 年到 2020 年的连续收购，使得碧桂园服务在物业行业取得了巨大的进展，市场份额明显增加，并且收购的公司品牌影响力都比较强，对碧桂园服务构建未来发展规划的布局提供了帮助，并且向碧桂园服务提供了巨大的发展空间。

4.2.3 与多平台联合实现科技创新

随着大数据、云计算和人工智能的不断发展，越来越多的物业企业把科学技术转化到企业的产品应用上。物业企业最大的成本就是人工成本，人工成本越来越高不可避免地给企业带来大量地成本负担，使得物业企业的成本过高的同时降低了企业的利润。

碧桂园服务在分拆上市后大力发展科技创新，将精力投入到智能化领域，并构建出“智慧社区”、“智慧家居”等方法，在社区中开始使用各类型的自动化机器以及各种智能的管理措施以代替人工，不断的加大对于智能物业的投入，智能物业的出现能够改善业主的居住体验，使得社区更加智能化。

碧桂园服务与腾讯签署了“人工智能服务”社区的合作协议，成功研发出第一个能够运用到智能安防监控的企业应用的人工智能平台。并且碧桂园服务将人工智能安防系统应用在实际的物业管理中时，解决了资金投入大并且回收慢的问题，并且质量有保证不是以往的不同厂商供货的质量参差不齐的智能系统，改善了智能系统以往体验差收费高的问题，改善了智能社区。

碧桂园服务还与海康威视合作，共同成立“AI 联合创新实验室”，共同创造人工智能的算法训练平台，使得各种智能设备都能够实现智能化，对社区内的人脸智能识别、摄像头、电梯和照明设备都可以通过凤凰魔盒完成，这样不仅可以降低企业的成本吗，还可以提高物业服务的效率，帮助业主及时解决问题。

碧桂园服务分拆上市后与地方政府的合作加深，借助智能物业的创新技术，开启了潼湖小镇的项目。该项目致力于打造产业、生态、场景、智慧和交通的互联互通，利用大数据、云计算和物联网的技术，打造小镇的科技生活，为业主提

供更加舒适便捷的智能化生活。

依托于腾讯、海康威视的科学技术，并且依靠政府的支持，碧桂园服务在科学技术上的发展不断进步，并且在信息服务、大数据和云计算上有着非常大的优势，其科技发展在物业行业当中遥遥领先，帮助企业建立智能化社区，有助于企业提高管理效率并且减少人工成本，增加企业的利润。

4.2.4 经营效应的实现情况分析

根据前文的描述，分拆上市的经营效应主要从拓宽市场和增加营业收入上表现出来。本文从营业收入、企业规模、增值业务发展情况以及盈利能力等四个方面选取指标，关于碧桂园服务所获得的经营效应进行评价。

(1) 营业收入增加

未分拆上市前的碧桂园服务主要凭借母公司地产业务带动其子公司的管理面积的增加，近年来地产行业的发展越来越好，因此碧桂园服务的合同管理面积也越来越多规模越来越大。但是地产行业现在陷入止步不前的状态，因此碧桂园服务在分拆上市前也受到了一定的限制。碧桂园服务在分拆上市后通过前文中的经营效应的路径的影响，独立第三方物业的发展越来越好，其第三方在管面积越来越大，其收费管理面积也越来越大，并且第三方带来的营业收入也不断增长。

表 4-7 碧桂园服务分拆上市前后收入和物管面积的情况

	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入（人 民币千 元）	收费管理 面积（千 平方米）	收入（人 民币千 元）	收费管理 面积（千 平方米）	收入（人 民币千 元）	收费管理 面积（千 平方米）
碧桂园开 发的物业	2,348,756	109,427	3,054,342	145,475	4,349,499	203,924
独立第三 方开发的 物业	195,909	13,331	391,147	36,033	1,467,462	72,176
总计	2,544,665	122,758	3,445,489	181,508	5,816,961	276,100

资料来源：企业公告

由图 4-4 可知，碧桂园服务的收购行为也带来了营业收入的快速增长。2019 年碧桂园服务的在管面积约 6.85 亿平方米，跟上一年相比较同比增长约 38.85%，虽然和同时期上市的雅生活相比在管面积增长速度较慢，但是碧桂园服务的在管

面积在物业管理企业中排名第一。在管面积的增长也带来了营业收入的迅速增长，在 2019 年其营业收入增加至 96.45 亿元，与 2018 年相比增加 106.3%，和众多物企业相比，其营业收入增速是最快的。

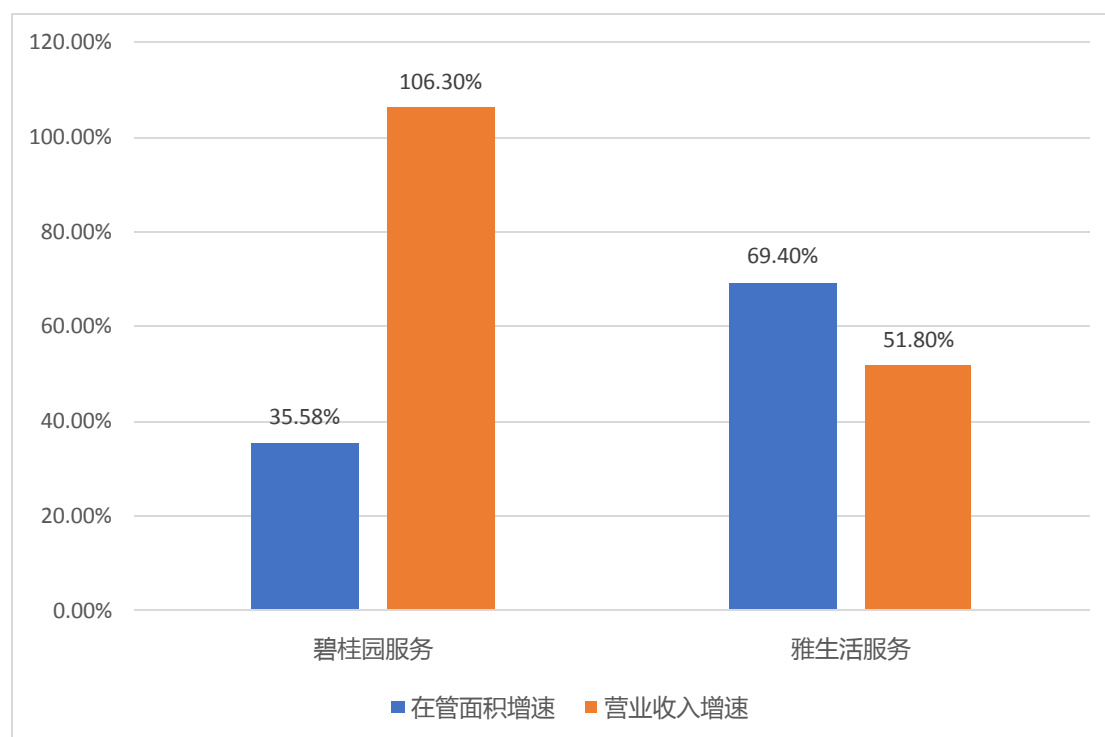


图 4-4 2019 年碧桂园服务与雅生活在管面积和营业收入增速对比情况

(2) 企业规模增加

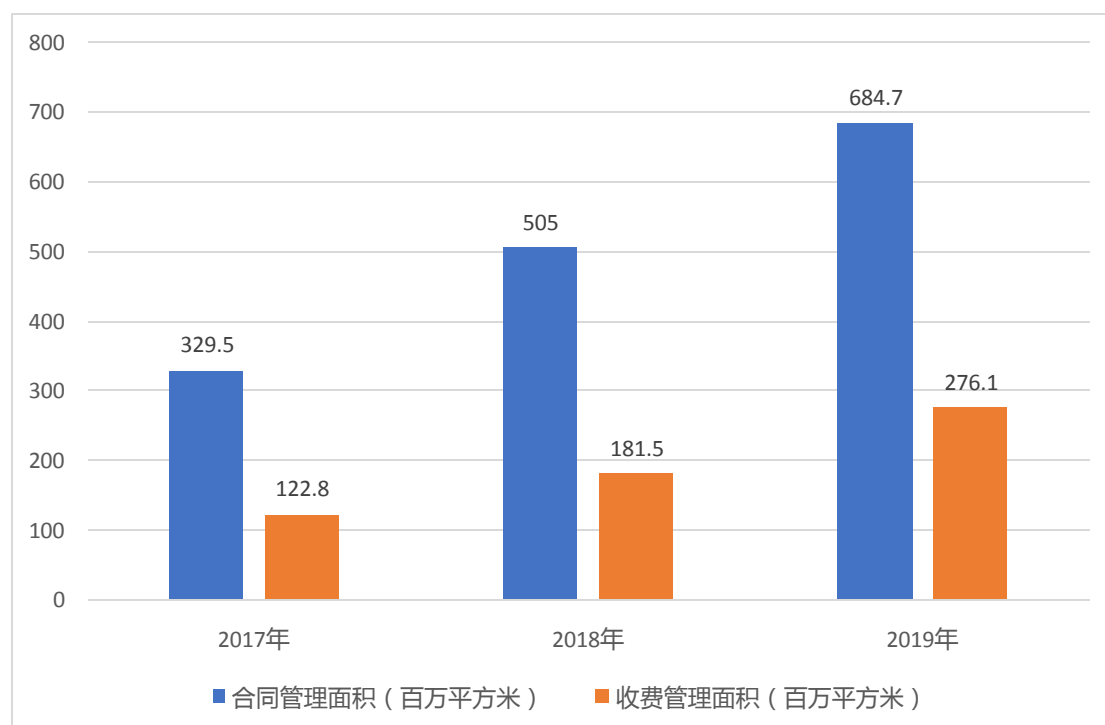


图 4-5 碧桂园服务管理面积情况图

根据图 4-5 说明，碧桂园服务在 2017 年至 2019 年的管理面积迅速增加，在 2019 年的合同管理面积由原来的 329.5 百万平方米迅速增长至 684.7 百万平方米，其收费管理面积也大幅度增长，由原来的 122.8 增长至 276.1 百万平方米。当然，管理面积的迅速增长能够带来收入的快速增长。

(3) 释放增值业务的潜力

碧桂园服务分拆上市后通过大规模的收并购，增值服务的盈利能力得到快速发展。由图 4-6 中可以看出，非业主增值服务的毛利率发生了下降，社区增值服务却大幅上升，其毛利率由 55.08% 增长到 66.1%。而总毛利率维持在 33% 上下浮动，说明社区增值服务的发展对碧桂园服务有比较大的贡献。

碧桂园服务在未分拆前其增值业务并未被重视，发展速度比较慢而且由于物业管理业务的发展较快，令很多投资者难以看到增值业务的潜力。碧桂园服务在分拆上市后有了更多资金的发展多元化的增值业务，因此碧桂园服务在分拆上市后看到了增值业务的潜力，在大规模并购的情况下令增值业务快速发展，由图 4-6 可以看出，非业主和社区增值服务的毛利率涨幅很高，但是物业管理服务的毛利率没有增长，说明非业主、社区增值服务快速发展，变成了碧桂园服务新的利润增长点。

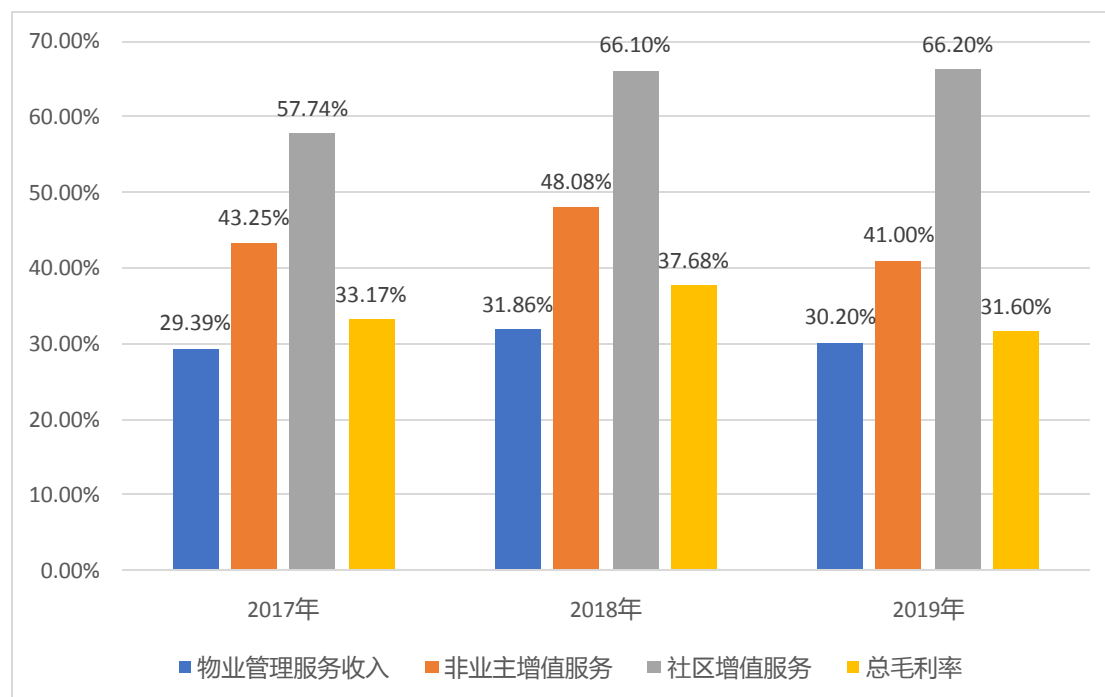


图 4-6 碧桂园服务各类型服务的毛利率

(4) 盈利能力增强

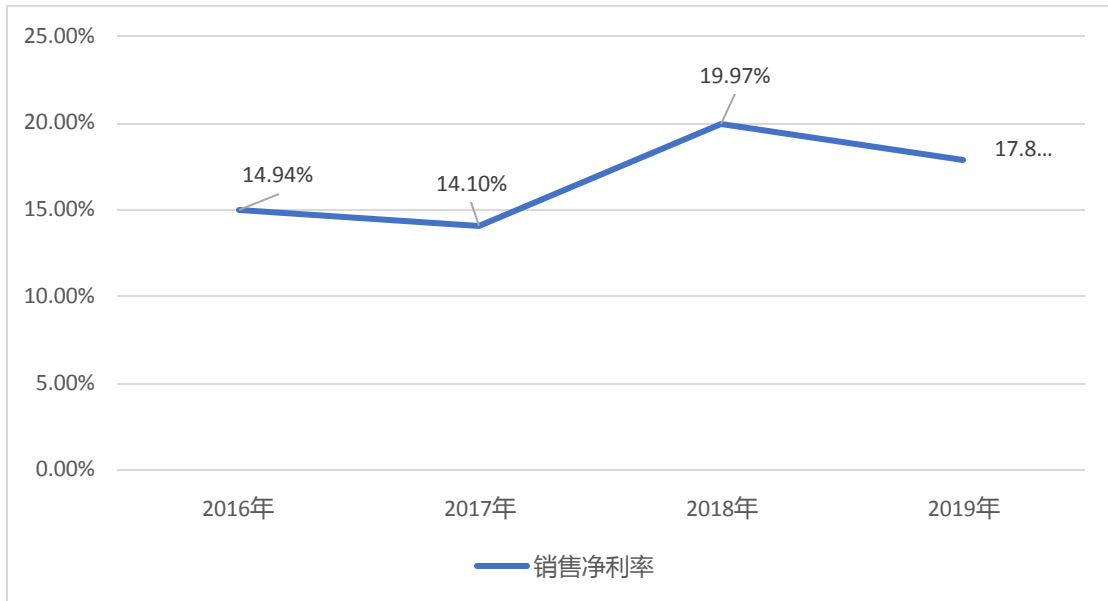


图 4-7 碧桂园服务分拆前后销售净利率变动图

根据图 4-7 显示，分拆上市之前的碧桂园服务销售净利率波动并不大，甚至 2017 年较 2016 年相比该比率有所下降，但是碧桂园服务的销售净利率在分拆上市的当年出现了较大幅度的增长，由图中可以明显看出来，虽然该指标在 2019 年发生了小幅度的下降，但是从总体上看，2016 年-2019 年碧桂园服务的销售净利率从总体上呈现出上升的趋势。

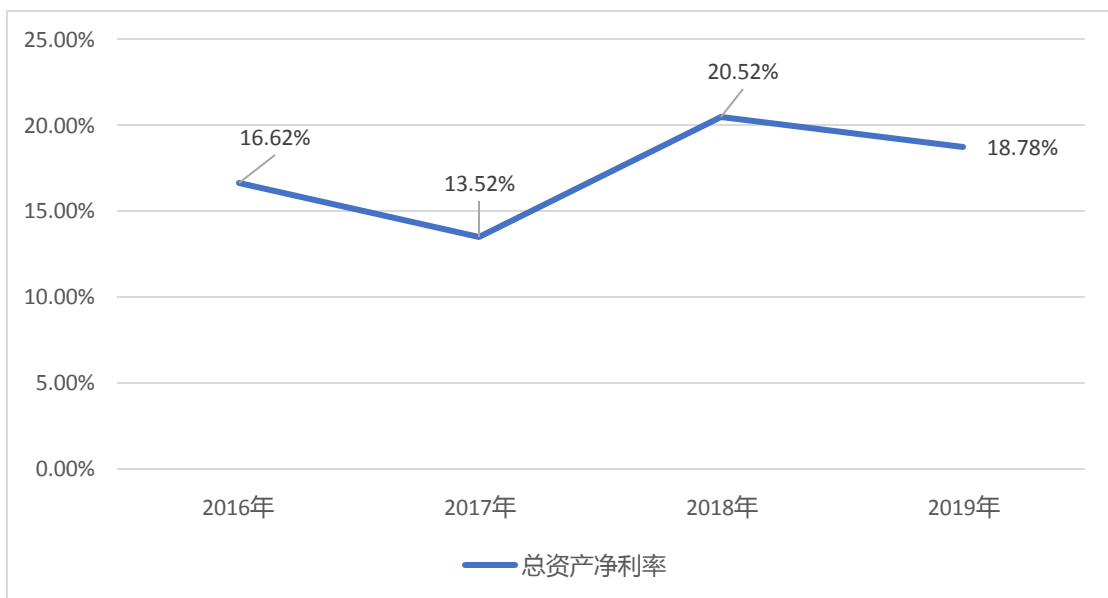


图 4-8 碧桂园服务分拆前后的总资产净利率

如上图 4-8 所示，碧桂园服务的总资产净利率在分拆上市后大幅度上升，并且总体上呈现出增长趋势。这些表现主要是因为分拆上市后，碧桂园服务业务量的增加实现了收入的快速增长，同时，随着碧桂园服务的科技创新不断增强，并

且能够应用在实际生活中，因此碧桂园服务大量应用智能化系统，降低了碧桂园服务的人工成本等主要成本。此外，碧桂园服务在社区增值服务这个业务板块加大了投资力度，增加了经营规模，这些经营活动都实现了收入和利润的快速增长。

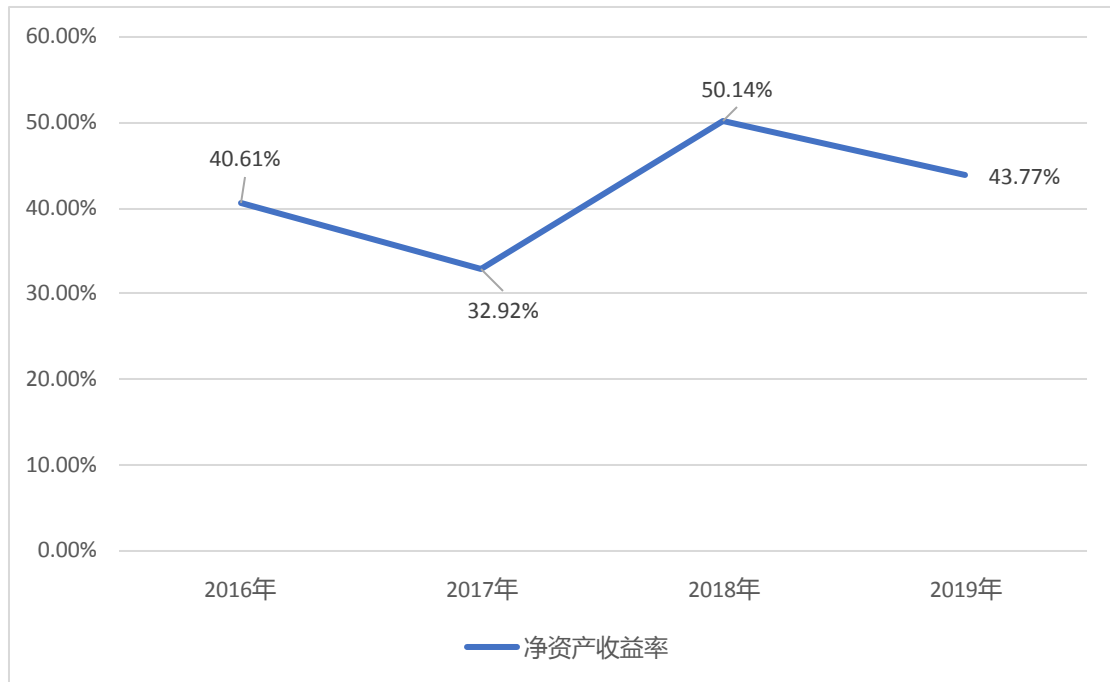


图 4-9 碧桂园服务分拆前后净资产收益率的变动图

根据图 4-9 可以明显看出，碧桂园服务分拆前的净资产收益率呈现明显的下降趋势。但是在 2018 年上市后，碧桂园服务的净资产收益率增长到 50.14%，虽然在 2019 年该指标有所下降，但总体上呈现上升趋势。由图中可以看出，碧桂园服务分拆上市后这三个指标都总体上呈现上升趋势，说明碧桂园服务的盈利能力明显增强。

综上所述，碧桂园服务在分拆上市后，营业收入和企业规模呈现明显的增长趋势；并且增值业务也在不断发展，增值业务的毛利率也迅速增长，明显超过了物业管理服务；销售净利率、总资产净利率和净资产收益率都呈现明显的上涨趋势，说明碧桂园服务的盈利能力迅速增长。这些表现都说明碧桂园服务的经营效应凸显，从而不断的为碧桂园服务创造价值。

4.3 分拆上市对管理效应的作用分析

4.3.1 实施激励机制提升管理水平

为了使得大股东和企业的管理层之间的利益趋于一致，减少两者之间的利益

冲突，企业通常采用激励的方式使得管理层和企业利益一致，从而采取有效的治理措施。上市公司当前采取的激励措施主要是给管理层薪金激励和股权激励，但是相对于工资薪金激励，股权激励的方式更能够为企业留住人才。

碧桂园服务在 2018 年 5 月向管理层一共授出公允价值约为 108,375,000 港元、约为 132,948,000 股的购股权。并且根据原有的上市条款，承授人不得在两年内出售、转让、质押、或以其他方式处分任何相关股份。2019 年 10 月董事会修改限制，允许出售。

表 4-8 分拆上市前后碧桂园服务管理层薪酬与持股

持股人姓名	分拆情况	职务	薪酬、花 红、退休金 及袍金（万 元）	持股数量 （万股）	持股比例 （%）
李长江	分拆前	执行董事	561.40	0.00	0.00
肖华		执行董事	206.40	0.00	0.00
郭战军		执行董事	76.10	0.00	0.00
陈威如		独立非执行 董事	120.00	0.00	0.00
总计		——	855.9	0.00	0.00
李长江	分拆后	执行董事	1,104.40	1296.40	0.52
肖华		执行董事	405.60	476.20	0.19
郭战军		执行董事	345.10	469.90	0.19
陈威如		独立非执行 董事	187	0.00	0.00
梅文钰		独立非执行 董事	167	0.00	0.00
芮萌		独立非执行 董事	167	0.00	0.00
总计		——	1907.2	2242.50	0.90

资料来源：公司公告

如表 4-8 所示，碧桂园服务在分拆上市前，其高管李长江、肖华和郭战军都

只有工资薪金，并未持有公司的股权，三位执行董事的薪酬一共为 843.9 万元。但是在分拆上市后，碧桂园服务给公司高管李长江、肖华和郭战军各分配 1296.4 万股、476.2 万股和 469.9 万股，持股比例分别为 0.52%、0.19% 和 0.19%。由此可以看出，碧桂园服务在分拆上市后比分拆前给予管理层比较高的薪酬激励和股权激励，不仅将管理层的薪酬提高了很多，还分配给公司管理层股权。并且我们可以看出，根据三位执行董事所持股数进行市值换算，三位执行董事的持股市值是远远高于薪酬的，应该说其股权激励的效果是远大于薪酬激励的。

碧桂园服务在分拆上市后对于管理层的股权激励和薪酬激励能够给企业管理带来很强的正面效应。一方面通过股权激励最大限度地节约公司的现金流，让公司能够将现金流用于更加急需的方面；另一方面高管和大股东之间的利益趋于一致，激发了管理层的工作效率和积极性。

4.3.2 完善组织架构优化股东基础

(1) 成立董事委员会

碧桂园服务在准备分拆上市的过程中，针对联交所的上市规则对管理结构进行完善。碧桂园服务根据相关的上市规则组成了董事委员会，主要分为审核委员会、提名委员会和薪酬委员会，各委员会的具体职责如表 4-9 所示。

表 4-9 碧桂园服务的董事委员会职责

名称	职责	人员
审核委员会	监督并审阅财务报表、做好内部控制；有外聘核数师的提名权	芮萌、梅文钰、陈威如
薪酬委员会	制定董事和高管的薪酬	陈威如、梅文钰、杨惠妍
提名委员会	委任与罢免董事提出建议	芮萌、陈威如、杨惠妍

资料来源：公司公告

公司管治决定着企业发展的健康和稳定，董事委员会是根据依据法律法规和相关制度设立的，设立董事委员会主要是为了细化和深化董事会的职能，每个董事委员会的委员都是在相关领域有着丰富的经验的，能够向董事会提出专业的意见。各委员会之间各司其职、相互协调，产生有效的制约机制。因此碧桂园服务的三个专门的委员会能够对董事会起到良好的监督作用，不断提高企业的治理水平。

(2) 减少股权集中 优化股东基础

上市公司可以通过引入机构投资者的方式减轻大股东掏空行为对企业造成

的危害，增加公司治理的效果，机构投资者可以抑制大股东通过将财产转移出去来侵害小股东利益的行为。

由表 4-10 和 4-11 所示，碧桂园服务在 2018 年分拆上市前是碧桂园集团的全资子公司，杨惠妍女士控股 56.71%，公众股东持有 42.52% 的股份，所以杨惠妍女士是碧桂园服务的实际控制人。而碧桂园服务在分拆上市后，则引入了摩根大通、普信集团、贝莱德以及领航集团四个机构投资者，分别占 5.45%、2.83%、1.29 以及 1.12% 的股权，公众股东持有 35.17%。

表 4-10 碧桂园服务分拆前各股东持股占比

	占总股本比 (%)	最终控制人	股票类型
必胜			普通股
Genesis Capital	56.71	杨惠妍	普通股
Golden Value			普通股
其他股东	0.77	——	普通股
公众股东	42.52	——	普通股
合计	100	——	普通股

资料来源：wind 数据库

表 4-11 碧桂园服务分拆后各股东持股占比

	占总股本比 (%)	最终控制人	股票类型
必胜			普通股
Genesis Capital	54.14	杨惠妍	普通股
Golden Value			普通股
Sure Brilliant			普通股
摩根大通	42.52	摩根大通	普通股
普信集团	2.83	普信集团	普通股
贝莱德	1.29	贝莱德	普通股
领航集团	1.12	领航集团	普通股
公众股东	35.17	——	普通股
总计	100	——	普通股

资料来源：wind 数据库

由表 4-10 和 4-11 可以看出，虽然杨惠妍女士在分拆上市之后持有 54.14% 的股权，碧桂园服务的股权还是较为集中，杨惠妍女士还是对决策产生的影响比较

大，但是因为引入了机构投资者，因此依然能够在一定程度上抑制其大股东掏空的行为。并且通常情况下，摩根大通等四个机构投资者和碧桂园服务的绩效是紧紧联系在一起的，因此，四个机构投资者为了维护自己的利益，会监督碧桂园服务的各项措施和决策。因此，有了机构投资者后对碧桂园服务起到一定的监督作用，并且机构投资者可以让管理者和公司投资者的信息了解程度一致。

并且，摩根大通、贝莱德、普信集团和领航集团都是在国际上享有盛名的投资和资产管理的公司，作为国外的机构投资者较其他机构投资者而言，能够更加频繁的使用一些衍生金融工具，使得投资机会增多。这类机构投资者引入碧桂园服务能够为公司的发展和投资提供一些更加有效的意见和建议。

综上所述，碧桂园服务分拆上市后引入了优秀的机构投资者，能够在一定程度上为公司带来正向的积极作用，在一定程度上增加外部投资者对碧桂园服务的了解程度，改善信息不对称，保护中小股东的利益并且减少碧桂园服务的风险，吸引更多的机构投资者进入。

4.3.3 管理效应的实现情况分析

(1) 管理费用率和销售费用率降低

本文从销售费用率和管理费用率的角度来看公司分拆上市后，通过实施激励机制、完善组织架构来评价碧桂园服务分拆上市后其管理效应是否提高。这两个数值越小说明公司的管理费用越少利润越高，说明公司的经营管理水平越高。

从图 4-10 中可以看出，碧桂园服务分拆上市后管理费用率整体上呈现下降趋势，但是在 2018 年管理费用率上升，主要是因为 2018 年碧桂园服务收购了几家物业公司，收购后其公司的业务规模扩大导致碧桂园服务的总收费管理面积随之扩大，因此其管理人员增多使得碧桂园服务的管理费用支出也增多。另一个原因就是，碧桂园服务在 2018 年上市，因上市而产生了一些费用以及购股权开支等等也大幅度增加了管理费用。

管理费用率在 2019 年发生了下降，总体上分拆上市前后管理费用率是呈现下降的趋势，说明碧桂园服务的经营管理水平得到了一定程度的提高。

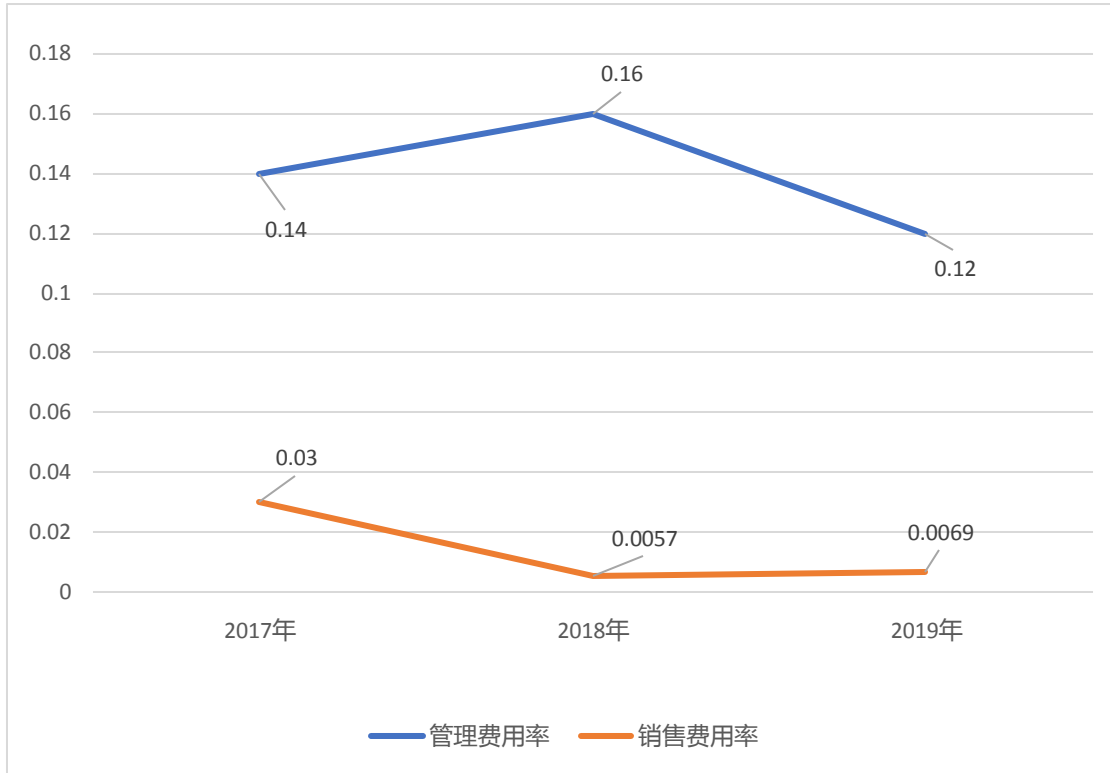


图 4-10 管理费用率和销售费用率分拆上市前后的比较

由图 4-10 可以看出碧桂园服务的销售费用占收入的比重逐年下降，其原因在于碧桂园服务因分拆上市提高了其知名度，使得公司的营销费用也下降。相对于管理费用率先上升后下降的趋势来看，碧桂园服务节省了比较多的营销费用。

(2) 资产运营水平提高

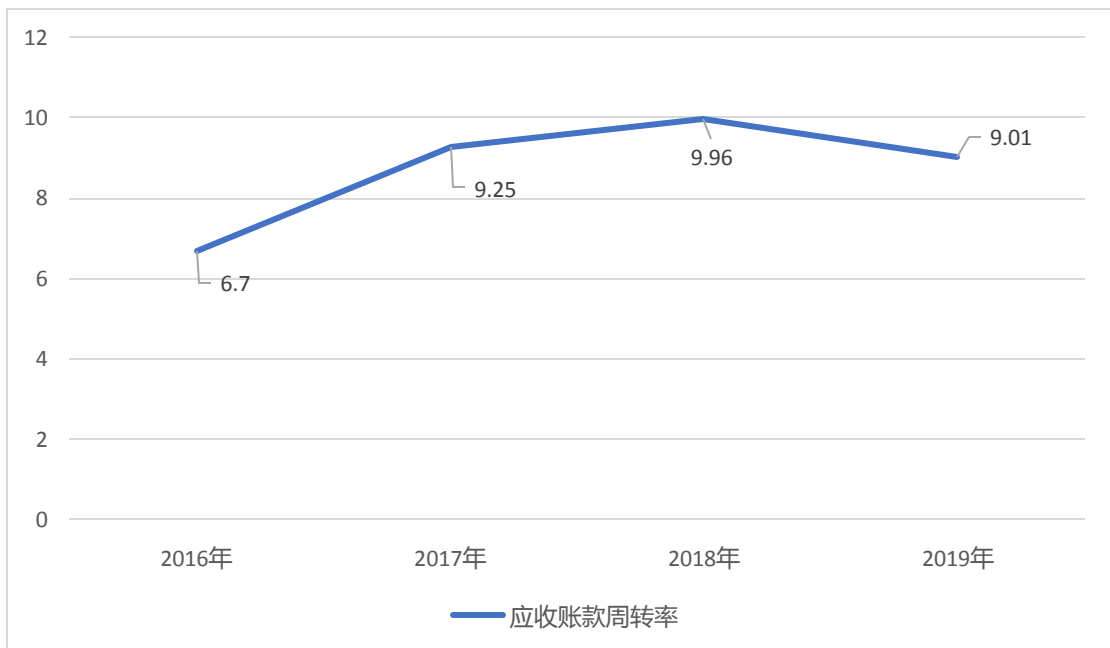


图 4-11 碧桂园服务分拆前后应收账款周转率变动图

表 4-12 碧桂园服务应收账款情况表

贸易应收款	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
与关联方（万元）	3,709.5	1,647.4	6,684.4	11523.7
与第三方（万元）	28,754.5	37868.5	53,380.6	151661.8
原值合计（万元）	32,464.0	39515.9	60,065.0	163185.5
减：坏账准备（万元）	2,138.2	2,355.0	3,316.6	5,786.8
净值合计（万元）	30,325.8	371,609	567,484	157,398.7

资料来源：企业年报

图 4-11 显示碧桂园服务在分拆上市前其应收账款周转率一直比较低，碧桂园服务分拆上市后的应收账款周转率开始明显增长，在 2019 年呈现出较小的下降趋势，但是总体上呈现出上升的趋势。

根据上述的指标变动情况，做出如下解释：应收账款主要来自物业管理服务和非业主增值服务的收入，从表 4-12 中可以看出，碧桂园服务从 2017 年开始大幅度降低来自关联方的应收款，主要是由于碧桂园服务收紧了关联方应收账款的收款政策，坏账变少，所以加快了应收账款的回收速度，同时升高了应收账款的周转率。而在 2019 年又发生下降，主要原因是分拆上市后碧桂园服务收并购增加，导致来自第三方的管理面积和收入的急速增长，所以应收帐款增多，同时应收账款周转率下降。

总体来说，碧桂园服务分拆上市前后，其应收账款周转率整体保持平稳上升的趋势，这说明其应收账款周转率上涨。

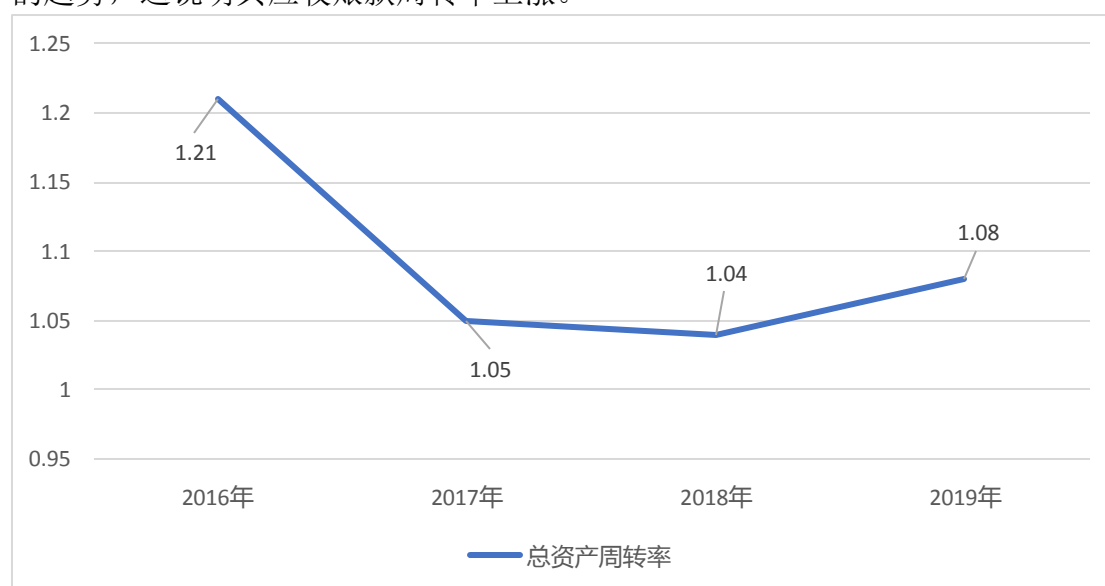


图 4-12 碧桂园服务 2016 年-2019 年总资产周转率

从图 4-12 可以看出，总资产净利率在 2017 年大幅度下降，在 2018 年分拆上市后就开始缓慢增长，但总体上来说此项数值的变化不大。主要原因是碧桂园服务在分拆上市后其收入明显增加，但同时期，碧桂园服务分拆上市后由于收并购增多，导致商誉等无形资产增加了很多，特别是在 2018 年，商誉等无形资产的增加使得该数值产生了轻微的下降。同时由于碧桂园服务进行了融资配售，因此其资金也显著增长，总资产和收入的增长速度一样，因此，此项数值并没有明显的变化。

总体来说，碧桂园服务的应收账款周转率发生了较为明显的增长，说明碧桂园服务资金的使用效率提高；总资产的周转情况未产生较大的影响；总体上碧桂园服务的营运能力得到了改善。

综上所述，碧桂园服务在分拆上市后，其管理和销售费用率发生下降，以及应收账款周转率和总资产周转率上升，说明资产运营水平增强。这些表现都证明了通过实施激励机制、完善组织架构能够使碧桂园服务的经营管理水平得到一定程度的提升，说明分拆上市实现了管理效应，从而为碧桂园服务创造价值。

4.4 案例总结分析

在前文分析分拆上市为企业创造价值的文献综述和理论基础的情况下，总结出分拆上市对于价值创造产生影响的三个方面分别是：融资效应、经营效应和治理效应，并研究分拆上市是如何通过这三方面对企业的价值创造产生影响。通过前文研究我们可以发现，碧桂园服务分拆上市对企业的价值创造产生积极影响并且为企业创造了价值，是一个分拆上市较为成功的案例，通过前文对本案例的描述，我们总结出如下的结论：

第一，分拆上市后的碧桂园服务通过降低信息不对称以及获得新的融资渠道，使得碧桂园服务不再依靠母公司碧桂园，拥有自己独立的融资渠道和融资平台，并且由于融资渠道的增加使得碧桂园服务的资金来源多样，不断地为企业提供资金，使得碧桂园服务的融资能力明显增强，市值规模迅速扩大，现金支付能力明显增强并且资本结构得到了优化，这些表现都说明碧桂园服务的财务风险降低并且其偿债能力增强，起到了应有的融资效应，这为企业创造了价值。

第二，而在管理效应方面，碧桂园服务在分拆上市后采用了股权激励的方式，对企业的管理层进行激励，增强管理层的管理效率。同时碧桂园服务在分拆上市后改善公司内部的组织结构并引入了外部机构投资者，在一定程度上帮助企业改善管理中的漏洞。这些都使得碧桂园服务的管理效率提高，管理费用率和销售费用率下降，资产的营运管理水平增强，这些都说明企业的管理水平提高，管理效

应凸显，为企业创造了应有的价值。

第三，碧桂园服务在分拆上市前，其业务作为母公司碧桂园的业务板块中的一部分，由于与主营业务相差较大，所以未分拆上市前其业务并未得到有效发展。碧桂园服务在分拆上市后，制定出相关的战略发展自身的业务，发展多元化业务，并同时大规模进行并购借机开拓市场，通过一系列的改革使得碧桂园服务的营业收入不断增加、企业规模迅速扩大，释放出增值业务的潜力，并且同时增强了企业的盈利能力，这些表现都说明企业的经营效应得到了有效发挥，以增加了企业的价值。

第五章 结论与建议

5.1 结论与建议

5.1.1 结论

通过前文对于碧桂园服务分拆上市的路径以及对价值创造的影响的研究可以看出，碧桂园服务分拆上市是一个成功的案例，由这个成功的案例中可以得出如下的结论：

第一，企业在分拆上市后能够降低信息不对称，并且扩展融资渠道。在子公司分拆上市后可以发行可转债、配股融资的方式，使得子公司的资金来源更加稳定获得持续发展的能力，改善了现金紧张的状况。当然，融资手段丰富融资平台广阔并不意味着可以随意进行融资，还是要根据公司的实际需求合理进行融资，并且要多样化、合理化的选择融资方式，优化公司的资本结构。

第二，企业在分拆上市后可以通过股权激励等方式对管理层进行激励，使管理层和大股东利益趋于一致。同时合理改善公司的组织结构并优化公司的股权结构，以此提高公司的治理水平。但是必须要注意到，股权激励大幅度增加企业的管理成本，因此股权激励必须选择合理的激励方式。

第三，企业在分拆上市后可以通过整合业务板块，进行多元化经营并且进行收并购以扩展市场份额，从而更好的提高企业的经营能力，增强公司的盈利能力。

综上所述，分拆上市能够对公司的融资、经营以及管理效应产生一定的积极影响，而且提升了公司的市场价值，非常有利于公司的长远发展。

5.1.2 建议

对于急需通过资产重组和业务分拆的方式进行资源整合的公司来说，分拆上市不失为一个好的资本运作方式。碧桂园通过分拆上市的方式将旗下的子公司推向资本市场，不仅从各个方面改善了公司的融资、经营和管理状况，还提升了碧桂园服务的市值，使得资本市场认识到了碧桂园服务的价值。但同时分拆上市也有很多失败的案例，因此本文通过此案例的相关研究，对企业分拆上市的价值提升提供以下的建议：

第一，对于想要分拆上市的公司来说，必须要明确想要剥离的资产有哪些，哪些资产能够剥离出去并且有价值。因为分拆上市并非分拆了就能够获得价值的提升，因此对于能够剥离的资产必须进行明确。

第二，对于想要分拆上市的公司来说，想要实现价值的提升是有条件的，不是一蹴而就的。不仅需要满足相关的分拆上市的政策，还要根据分拆上市公司的实际情况，在公司分拆上市后需要各方面相互配合，对融资、经营以及管理效应进行适当的作用和影响，避免因眼前的利益而损害公司长远的利益，这样才能够实现分拆上市的真正的价值。

5.2 论文的创新之处与不足

5.2.1 论文的创新之处

本文从现有的文献和理论出发，具体研究公司分拆上市从融资效应、经营效应和治理效应三个方面的路径方法及其评价，构成分拆上市对企业价值创造的路径和方法的理论框架。同时结合碧桂园分拆碧桂园服务上市的案例，将理论与实际相结合，对碧桂园服务如何实现价值创造的路径及其实现效果进行评价，使用事件研究法和托宾 Q 值对碧桂园服务分拆上市对企业价值产生的影响进行分析，得到分拆上市对企业价值产生积极影响，能够为企业创造价值的结果。然后分析碧桂园服务分拆上市如何通过融资、经营和管理效应对企业价值产生影响，并对产生的效应进行评价。

5.2.2 论文的不足

本文的研究受作者水平所限，本人研究水平有限，可能某些观点较为片面。并且由于碧桂园服务是 2018 年才在香港上市成功的，所以时间跨度比较短，可能衡量长期的财务绩效时不够有说服力。最后，本文是案例分析，所以文章理论性不足。

参考文献

- [1] Nanda. On the Good News in the equity carve-outs[J]. The Journal of Finance,1991,46(5):1717-1737.
- [2] 林旭东,聂永华.基于复合实物期权理论的分拆上市价值研究[J]. 价值工程,2009 (3): 61-66.
- [3] 张榕.我国上市公司分拆上市的动机、表现及影响分析[J]. 市场周刊(理论研究),2013 (5): 7-8.
- [4] Lang L., Poulsen A., Stulz R., Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion[J]. Journal of Financial Economics,1995,37(1):3-37.
- [5] Allen and Mcconnel. Equity carve-outs and managerial discretion[J]. Journal of Finance,1998,53(2):163-186.
- [6] Vijh A. M. The positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture Gains[J]. The Journal of Business,2002,75(1):153-190.
- [7] 陈晞.公司分拆上市动机及影响[J].商业文化(学术版), 2010, (8): 125-126.
- [8] 付艺伟.公司分拆上市与资产剥离问题研究[J].消费导刊, 2016, (6): 137.
- [9] Meyer M., Milgrom P., Roberts J. Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes[J]. Journal of Economica & Management Strategy,1992,1(1):9-35.
- [10] Holmstiom and Tirole. Market Liquidity and Performance Monitoring[J]. Journal of Political Economy,1993,101(4):678-709.
- [11] Harris & Raviv. The capital budgeting process: Incentives and information[J]. Journal of Finance,1996,51(4): 1139-1174.
- [12] Hulburt. Equity Carve-outs and Changes in Corporate Control[J]. Journal of Applied Business Research,2011,19(1):29-42.
- [13] 郭海星,万迪昉.2010.分拆上市相关研究综述.证券市场导报, 2: 61-67.
- [14] 陈伯明.分拆上市——国内外不同概念分析和效应研究[J].现代商贸工业, 2018, 39(18): 53-54.
- [15] Comment R., G. A. Jarrell. Corporate Focus and Stock Rerurns[J]. Journal of Financial Economics,1995,37(1):67-87.
- [16] Daley L., Mehrotra V., Sivakumar R. Corporate focus and value creation evidence from spinoffs[J]. Journal of Financial Economics,1997,45(2):257-281.
- [17] 张玉洁,倪慧婷,管晓弦.上市公司分拆上市的财务效应简析[J].时代金融, 2012, (15): 49.
- [18] 刘建勇,朱学义,吴江龙.大股东资产注入: 制度北京与动因分析[J].经济与管理研究, 2011 (02): 5-11.
- [19] 肖爱晶,耿建辉.企业分拆上市的动因及绩效研究[J].财会通讯, 2019, (11): 52-56.
- [20] Schipper K.,A. Smith. A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1): 153-186.
- [21] Prezas A. P., Murat T., Vasudevan G. K. The Pricing of Equality Carve-Outs[J]. Financial Review,2000,35(4):123-138.
- [22] Prezas. Corporate divestitures: spin-offs vs. sell-offs[J]. Corporate Finance,2015,83-107.
- [23] Apostolos Dasilas and Stergios Leventis. The performance of European equity carve-outs[J].

- Journal of Financial Stability,2018,34-43.
- [24] 湛泳,李礼,唐如海.我国上市公司分拆上市的市场反应研究:基于东北高速的案例分析[J].上海金融,2011(11):84-87.
- [25] 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,(9):23-26.
- [26] 林旭东,唐明琴,程林.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,(7):47-60.
- [27] Vijh A. M. The positive announcement period returns of equity carve-outs: asymmetric information or divestiture gains[J]. The journal of business,1999,(51):273-308.
- [28] Seistrakova. Are Incentive Stock Options Signaling Better Corporate Governance-An Evidence from Equity Carve-Outs[J]. Working Paper2016,121-135.
- [29] 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.
- [30] 杨杨,于芝麦,杜剑.股权分拆上市背景下企业税负与企业价值关系研究[J].税务研究,2018,(07):103-109.
- [31] Madura, J., Nixon, T. D.. The long-term performance of parent and units following equity carve-outs[J]. Applied Financial Economics, 2002,12(3):171-181.
- [32] Vijh, A. M.. The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture Gains? [J]. Journal of Business, 2004,75(2):153-190.
- [33] Beveniste, L. M., Fu, H., Seguin, P. J., et al. On the anticipation of IPO underpricing: Evidence from equity carve-outs[J]. Social Science Electronic Publishing, 2008,14(5):614-619.