

数字化转型背景下企业集团分拆上市的价值创造路径研究

——以海康威视“1+N”战略分拆为例

江乾坤, 凌思怡, 任庆庆

浙江理工大学经济管理学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2026年3月11日; 录用日期: 2026年3月25日; 发布日期: 2026年5月28日

摘要

数字化转型背景下, 企业通过分拆数字业务深化企业信息化布局、优化资源配置, 成为提升竞争力的重要战略。本文以海康威视分拆萤石网络与海康机器人为案例, 基于资源基础理论与归核化战略, 构建价值创造分析框架。研究发现: 分拆上市通过经营路径实现业务聚焦与资源优化, 通过融资路径拓宽融资渠道、提升市场估值, 通过治理路径强化激励、提升组织效能, 三条路径协同推动企业价值提升。二者独立化实现了技术与资本精准投入, 强化创新分工, 有效激发组织活力。研究为数字化时代企业调整业务边界提供了有益启示。

关键词

数字化转型, 企业集团, 分拆上市, 网络营销, 海康威视

Research on the Value Creation Path of Enterprise Group Spin-Off in the Context of Digital Transformation

—A Case Study of Hikvision's “1 + N” Strategic Spin-Off

Qiankun Jiang, Siyi Ling, Qingqing Ren

School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou Zhejiang

Received: March 11, 2026; accepted: March 25, 2026; published: May 28, 2026

Abstract

In the context of digital transformation, enterprises are deepening their enterprise informationization

文章引用: 江乾坤, 凌思怡, 任庆庆. 数字化转型背景下企业集团分拆上市的价值创造路径研究[J]. 电子商务评论, 2026, 15(5): 712-720. DOI: 10.12677/ecl.2026.155569

and optimizing resource allocation through the spin-off of digital businesses, which has become an important strategy for enhancing competitiveness. Taking Hikvision's spin-offs of Ezviz and Hikrobot as case studies, this paper constructs a value creation analytical framework based on resource-based theory and refocusing strategy. The research finds that spin-offs drive enterprise value enhancement through three synergistic paths: the operational path achieves business focus and resource optimization, the financing path broadens financing channels and improves market valuation, and the governance path strengthens incentives and enhances organizational effectiveness. The independence of these two entities enables precise investment in technology and capital, reinforces innovation division of labor, and effectively stimulates organizational vitality. This study provides beneficial insights for enterprises to adjust business boundaries in the digital era.

Keywords

Digital Transformation, Enterprise Group, Spin-Off, Online Marketing, Hikvision

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着境内分拆上市监管规则逐步明确，2024 年上市门槛提高后市场态度渐趋理性。与此同时，数字经济时代企业集团为应对环境变化、培育新增长点，纷纷推进内部创新业务孵化，这一趋势与企业信息化、网络技术深度融合——制造企业通过 B2B 模式布局智能仓储与机器视觉解决方案，消费端企业则借助网络营销与 C2C/B2C 渠道拓展智能家居市场，市场营销与客户关系管理的数字化重塑成为提升竞争力的关键抓手。在此背景下，分拆上市作为管理内部创新资源、优化战略布局的重要手段，备受业务多元化的大型企业集团青睐。

杭州海康威视作为大型企业集团的典型案例代表，是国内首家宣布并成功分拆萤石网络与海康机器人两家子公司上市的企业。萤石网络深耕智能家居与物联网云平台，海康机器人聚焦机器视觉与移动机器人，二者的成功上市生动体现了创新发展战略与资本运作的深度融合。因此，本研究以海康威视为案例，深入探究企业集团分拆创新业务上市的动因、价值创造路径及其效果，具有重要的理论与实践意义。

本研究采用理论驱动下的案例研究法，首先整合资源编排理论、归核化战略、融资需求理论与管理激励理论，构建涵盖经营、融资与治理三条核心路径的价值创造分析框架。然而，现有研究多基于传统业务情境，对数字化转型背景下数字业务的独特性关注不足。数字业务普遍具有高不确定性、高投入、快迭代等特征，使其在集团内部孵化时面临三重困境：资源分配上易与主业争夺预算，决策机制上难以快速试错，激励机制上缺乏与市场价值挂钩的精准激励。因此，分拆上市作为一种制度安排，能否通过独立市场主体身份摆脱上述困境，成为值得深究的理论问题。本研究正是基于这一视角，将所构建的分析框架应用于海康威视的案例实证中，系统审视理论预设的路径在实践中的演绎过程，分析在数字业务特性调节下，经营、融资、治理三条路径如何产生差异化的价值创造效应，从而在理论与实践的互动中揭示分拆上市价值创造的内在逻辑。

2. 理论基础

2.1. 资源基础理论与资源编排理论

资源基础理论指出，企业由多种资源构成，其中具有价值、稀缺性、不可模仿性和不可替代性的资

源与能力，是竞争优势和差异化绩效的源泉。因此，资源编排理论主张固定资源本身并不能创造价值。价值创造仅能通过一系列动态管理活动实现：资源配置、运用这些组合创造机遇，并利用这些机遇为客户创造价值[1]。在本研究中，分拆上市被视为一种关键的战略性资源编排行动。它通过对集团内部分散于创新业务的技术、人才、品牌等资源进行识别、剥离与重组，使其在独立的资本和市场平台上被重新捆绑与激活，从而释放其潜在价值，为整个集团创造新的增长点。

2.2. 归核化战略理论

归核化战略由马凯兹在战略管理领域首次提出，该理论聚焦于企业主营业务与核心竞争力的匹配度，主张公司资源应主要配置在核心业务。这一战略并非否定多元化发展，而是强调各项业务之间应具备较强的协同效应，实现资产结构的优化。企业可通过多种资本运作方式实施这一战略，如资产出售、业务剥离或分拆上市等[2]。

分拆上市能够解决资源分配不合理以及管理效率低下的问题。当母公司选择将子公司分拆上市后，双方都能更好地专注于各自的主营业务，推动归核化战略的实施，进而提升运营效能并减少管理开支。分拆后，子公司摆脱了母公司的全面管控，获得了更大的自主决策权。这使得双方管理层能够根据自身发展需求，灵活配置资源并制定针对性的经营策略，从而促进各自业务的优化升级，增强市场竞争力。这种模式不仅实现了资源的精准投放，还为双方创造了独立发展的空间，最终推动整体价值的提升。

2.3. 融资需求理论

融资需求理论从企业融资约束的视角出发，解释了分拆上市的动因[3]。该理论认为，在信息不对称的资本市场中，企业内部与外部投资者之间存在信息壁垒，这会导致外部融资成本高昂，从而产生融资约束。特别是对于处于高速成长期、需要持续巨额研发投入的创新业务，其在集团内部可能因与主业风险收益特征不同而面临融资不足的困境[4]。分拆上市通过将子公司变为独立的公众公司，能够显著提升其信息透明度，直接向资本市场展示其业务前景和投资价值，从而开辟独立的股权融资渠道[5]。这不仅有效缓解了子公司自身的融资约束，也减轻了母公司的资金供给压力，实现了融资能力的双重提升。

2.4. 管理层激励理论

管理层激励理论源于现代企业制度中的委托 - 代理问题。由于公司所有权与经营权的分离，管理层的目标可能与股东的价值最大化目标不一致，从而产生代理成本[6]。该理论的核心在于，通过设计有效的激励契约，将管理层的利益与股东利益协同起来。在分拆上市的情境下，这一理论得到深化应用[7]。分拆前，子公司管理层的努力和绩效难以在庞大的集团合并报表中被准确衡量。分拆后，子公司拥有独立的股价作为业绩的“晴雨表”，并可以实施针对自身管理层和核心员工的股权激励计划[8]。这使得他们的薪酬与子公司的市场价值直接挂钩，极大地激励了其提升管理效率、推动业务创新的积极性，从而有效降低了代理成本，提升了治理效率。

3. 案例介绍

3.1. 母公司海康威视概况

杭州海康威视数字技术股份有限公司(以下简称“海康威视”)是全球安防与智能物联网领域的领导者。面对传统安防行业的增长乏力，公司正实施战略转型，将业务重心从安防转向智能物联网(AIoT)。基于创新驱动的发展模式，公司自2016年起正式实施《核心员工跟投创新业务管理办法》，并由此培育出八大创新业务板块。2023年，创新业务实现营收185.53亿元，占公司总营收的20.77%¹。这表明创新业务已

¹数据来源于公司年报。

成为集团的重要增长引擎。在此背景下，将成熟的数字业务独立上市成为海康威视的一项关键战略举措——通过管理内部创新资源，发掘子公司价值，从而为母公司创造收益。

3.2. 分拆子公司一：萤石网络

萤石网络于 2015 年作为海康威视的新创新业务成立。该公司为私人用户和家庭用户开发了“1+4+N”智能家居系统。通过自主研发的萤石物联云平台及行业合作伙伴的支持，推动基于云的物联网系统发展。在智能家居摄像头市场占据领先地位，2022 年以约 21.6% 的全球市场份额稳居行业龙头²。分拆上市前，萤石网络经多轮投资重组，形成海康威视持股 60%、员工持股平台青荷投资持股 40% 的稳定架构，实现了核心员工利益绑定。2022 年 12 月 28 日，萤石网络成功在科创板上市，募集资金 37.39 亿元，用于核心技术创新与物联网云平台研发，标志着海康威视新业务发展迈出重要一步。

3.3. 分拆子公司二：海康机器人

海康机器人成立于 2016 年，是海康威视在工业物联网和智能制造领域布局的关键创新业务。公司专注于机器视觉和移动机器人两大硬件产品线，并配套机器人调度系统(RCS)和智能仓储系统(iWMS)两大软件平台，为汽车制造、3C 电子、新能源等行业提供定制化智能物流解决方案。该公司已成为国内规模领先的机器视觉及移动机器人企业，业务规模国内领先，体现了较强的市场竞争力。与萤石网络类似，海康机器人也通过员工跟投平台(青荷投资)持有 40% 的股份，实现了核心团队激励。其分拆上市申请已于 2023 年 3 月获深圳证券交易所受理，计划募集资金 60 亿元，用于智能制造基地、产品研发及补充流动资金等项目，目前仍在稳步推进中。

3.4. 分拆过程回顾与比较

海康威视对萤石网络的分拆始于 2020 年 4 月，经董事会授权启动筹备；2021 年 1 月正式通过分拆议案，拟于科创板上市；2022 年 6 月 IPO 申请获审核通过，同年 12 月 28 日成功挂牌上市，成为海康威视旗下首家分拆上市的子公司。发行后总股本 5.625 亿股，海康威视持股 48%，员工跟投平台青荷投资持股 32%。海康威视对海康机器人的分拆紧随其后。2021 年 12 月启动筹备；2022 年 6 月发布分拆预案，拟于创业板上市；2023 年 3 月 IPO 申请获深交所受理，拟募资 60 亿元用于智能制造基地及技术研发。然而，随着 2024 年“新国九条”发布、分拆监管趋严，海康机器人分拆进程屡次受阻，目前已第三次因财务资料过期导致 IPO 中止，但母公司表示仍在稳步推进中。

对比两次分拆，主要差异在于：萤石网络分拆正值政策红利期，从受理到上市历时约 6 个月，进程顺畅；而海康机器人分拆恰逢监管趋严，进程明显放缓，凸显了分拆时机选择的重要性。从业务定位看，萤石网络面向消费级智能家居市场，侧重 C 端网络营销；海康机器人面向工业级机器视觉领域，聚焦 B 端企业信息化解决方案，体现了海康威视在 C 端与 B 端的双向布局。两次分拆的共同之处在于：二者均为海康威视创新业务，股改前均保持“母公司持股 60%、员工跟投平台持股 40%”的架构，上市前海康威视仍保持控股权，员工跟投机制得以延续。总体而言，两次分拆是海康威视“1+N”创新战略的持续落地，通过分拆实现创新业务独立发展、释放集团价值的战略意图一以贯之。

4. 海康威视分拆上市价值创造路径分析

4.1. 经营路径：基于资源编排理论与归核化战略

资源编排理论强调企业通过构建、捆绑和利用资源实现价值创造，归核化战略则主张企业应将资源

²数据来源于萤石网络招股说明书、IDC 市场研究报告。

集中于核心业务以提升竞争力。分拆上市正是这两大理论的实践载体——通过将创新业务剥离独立，母公司得以聚焦主业并优化资源配置，子公司则获得独立发展平台实现价值释放。

4.1.1. 母公司主业聚焦与战略转型

分拆上市是海康威视应对主业增长压力、推进战略纵深转型的关键战略举措。随着传统安防行业进入成熟期，行业增速显著放缓。海康威视营收增速亦同步放缓，2022年在复杂环境冲击下出现下滑。面对增长乏力与竞争加剧的双重压力，分拆创新业务为公司创造了“战略性瘦身”契机，释放优质资源以聚焦核心主业。见表1，分拆的直接效应体现在研发资源的集中投入，2023年研发金额达113.93亿元，营收占比提升至12.75%。资源主要投向物联感知、人工智能及大数据等核心技术领域，支撑公司从传统安防供应商向智能物联解决方案提供商转型。

Table 1. Hikvision's R&D investment status table

表 1. 海康威视研发投入情况表

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年 Q1
研发人员数量	19,065	20,597	25,352	27,951	28,479	—
研发人员数量占比	47.19	48.25	48.06	47.96	48.65	—
研发投入金额(亿元)	54.84	63.79	82.52	98.14	113.93	26.71
研发投入占营业收入比例	9.51	10.04	10.13	11.8	12.75	14.99

数据来源：海康威视年度报告。

经营聚焦战略的实施效果在财务指标和市场表现两个维度得到验证。从财务绩效看，2023年公司营业收入增长率回升至7.42%，净利润增长率达11.79%；更为关键的是，由表2可见其经济增加值(EVA)从2019年的143.90亿元稳步提升至2023年的258.17亿元，表明公司为股东创造的真实经济利润持续增长，内在价值基础不断夯实。值得注意的是，2020年首次宣告分拆当年，EVA同比增速达19.88%，为观察期内最高增速，这在一定程度上印证了分拆战略对内在价值的积极影响。从市场反应看，海康威视两次宣告分拆均获得正向累计超额收益率，其中首次分拆公告窗口期CAR达7.42%，显示资本市场对该战略决策持积极肯定态度。

Table 2. Hikvision Economic Value Added (EVA) calculation process (Unit: millions of yuan, %)

表 2. 海康威视经济增加值计算过程(单位：百万元，%)

年份	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
税后净营业利润	17241.24	18943.05	25461.85	25481.12	29627.32
资本总额	52118.45	62472.56	70646.40	80703.37	94241.67
加权平均资本成本	5.47	2.71	7.79	3.40	4.04
经济增加值	14390.25	17251.22	19956.17	22735.32	25817.48

数据来源：海康威视年度报告。

4.1.2. 子公司独立发展与价值释放

分拆上市为子公司创造了独立发展的平台，使其业务潜力与市场价值得到充分释放。萤石网络作为首个成功分拆的案例，其上市后展现出强劲的成长动能。2023年，公司营业收入增长率从2022年的1.61%

回升至 12.39%，净利润增长率更是实现由负转正，从-26.10%大幅提升至 69.01%，显示出独立运营后盈利能力的显著增强。这一业绩表现验证了分拆对子公司经营效率的提升作用。与此同时，独立上市显著提升了子公司的品牌影响力。分拆后，萤石网络在财经媒体的提及量达到 17,075 条，微博话题度达 82.3 万次，市场关注度显著提高³。品牌知名度的提升直接促进了业务拓展，如图 1 所示，其智能家居产品的销售渠道更加多元化，B2C、电商自营平台、自营店客户均有延伸，渠道结构得到优化。

子公司的独立发展不仅实现了自身价值的提升，还通过多种途径反哺母公司。从财务层面看，萤石网络的业绩持续纳入海康威视的合并报表范围，其收入和利润的增长直接贡献于母公司的整体业绩。从战略层面看，子公司的独立运营使海康威视能够将更多资源投向其他创新业务，2023 年创新业务总收入达 185.53 亿元，占公司整体收入的 20.77%，同比增长 23.11%，其中机器人业务和汽车电子业务增长尤为显著。这种“孵化 - 分拆 - 反哺”的良性循环机制，使得海康威视能够在保持对核心主业专注的同时，继续通过创新业务布局把握新的增长机遇，实现了集团整体价值的最大化。

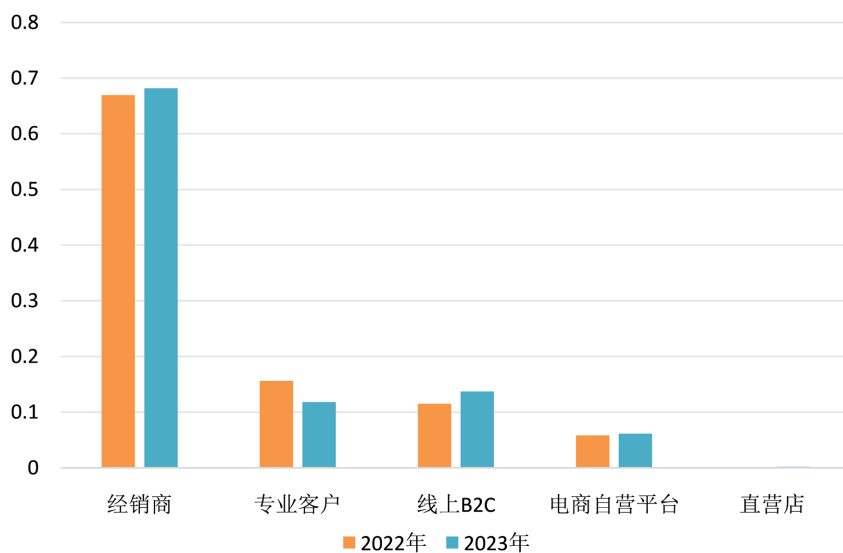


Figure 1. Proportion chart of smart home product revenue by channel to total revenue
图 1. 智能家居产品分渠道收入占总收入比例图

4.2. 融资路径：基于融资需求理论

融资需求理论指出，信息不对称导致企业面临外部融资约束，而分拆上市通过将子公司推向公开市场，能够有效降低信息壁垒、拓宽融资渠道。海康威视的分拆实践充分印证了这一理论逻辑。

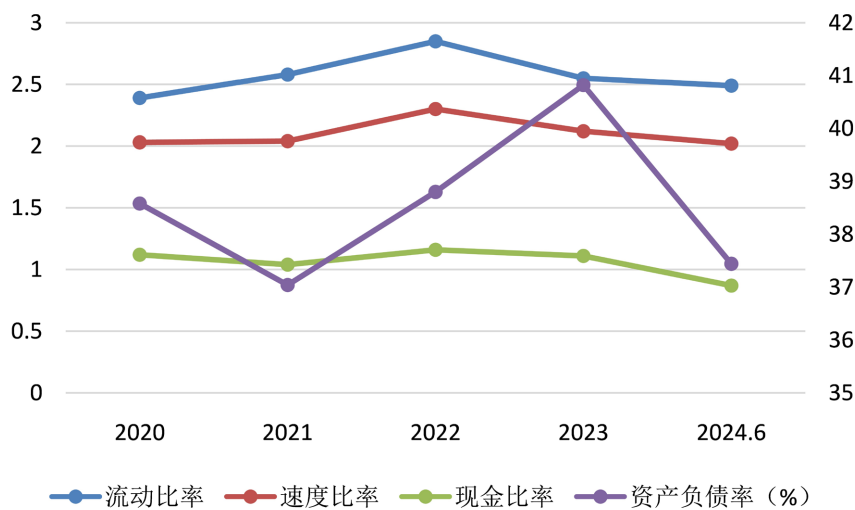
4.2.1. 提升信息透明度与市场认可度

分拆上市为子公司建立了独立的金融平台，有效缓解了其快速扩张期间面临的资金压力。萤石网络成功通过科创板上市募集资金 37.39 亿元，海康机器人也计划通过创业板上市募集 60 亿元资金。这些资金将用于与核心业务密切相关的领域，例如建设智能制造基地和开发新一代物联网云平台。该投资将显著增强分公司的技术和制造能力。

独立融资平台的建立对母子公司的资本结构均产生了积极影响。从子公司层面看，萤石网络上市后资本实力显著增强，从萤石网络年度报告了解到，2022 年萤石网络总资产大幅增长 92.5%，资产负债率

³数据来源于百度资讯搜索、微博话题数据中心，统计时间为 2023 年 1~12 月。

从 2021 年的 62.24% 优化至 32.34%。从母公司层面看，分拆有效改善了海康威视的财务状况。如图 2 所示，在首次分拆完成的 2022 年，海康威视的流动比率从 2.58 提升至 2.85，速动比率从 2.04 提升至 2.30，现金比率从 1.04 提升至 1.16，短期偿债能力指标全面改善。与此同时，公司的自由现金流在 2023 年由负转正，达到 67 亿元，筹资活动现金净流量也同步改善。这表明分拆上市通过建立独立融资渠道，不仅优化了子公司的资本结构，也增强了母公司的财务弹性，为持续创新提供了稳固的资金保障。



注：数据来源于海康威视年报。

Figure 2. Hikvision's solvency indicators

图 2. 海康威视偿债能力情况图

4.2.2. 提升信息透明度与市场认可度

分拆上市通过完善信息披露机制，显著提升了子公司的市场透明度，从而获得了资本市场的广泛关注与价值认可。作为独立上市主体，萤石网络遵循严格的信息披露要求，其业务状况与发展战略得以更清晰地呈现给投资者。这种透明度的提升直接反映在资本市场关注度上，上市后多家分析机构对其进行了持续跟踪与研究。

信息环境的改善为价值重估奠定了坚实基础。萤石网络上市后市值实现显著增长，这一变化不仅体现了市场对其独立发展潜力的认可，也通过股权纽带提升了海康威视的整体估值水平。与此同时，海康威视自身的信息披露质量在分拆过程中也得到同步改善，分析师预测准确度明显提升。这种母子公司的透明度协同增效，有效降低了投资者的信息壁垒，为集团创造了更良好的资本环境。

4.3. 治理路径：基于管理层激励理论

管理层激励理论认为，有效的激励契约能够协同管理者与股东的利益，降低代理成本。分拆上市使子公司获得独立股价作为业绩标尺，为实施精准股权激励创造了条件，从而将理论转化为实践。

4.3.1. 核心员工激励效应

见表 3，员工跟投平台持有股份对应发行市值达 51.79 亿元，这一可量化的财富预期有效激发了核心团队的创新积极性。分拆上市与员工跟投机制的深度融合，构建了核心员工与企业发展的利益共同体。通过员工持股平台持有萤石网络 40% 的股份，海康威视成功将子公司管理团队和核心技术人员的个人利益与公司长期价值深度绑定。资本市场的价值发现功能为这一激励机制提供了有效支撑，统计 2022 年 12

月 28 日~2023 年 12 月 31 日区间的东方财富网，萤石网络上市后股价从发行价 28.77 元/股上涨至 50~57 元/股，直接转化为核心团队的显著财富效应。根据萤石网络招股说明书持股比例与 2023 年末股价计算，其中董事长兼总经理持有 1.7% 股份对应市值达 2.75 亿元，核心技术人员也获得了对应市值 800~1600 万元的股份回报。

萤石网络上市后托宾 Q 值持续大于 1 并升至 2.26 (2024Q1)，表明资本市场对其发展前景持续看好，独立估值基础上的激励效果得到验证。同时，作为独立公众公司，萤石网络在上市后获得了多项行业奖项，为团队带来了社会声誉激励。这种将个人收益与公司市值及社会形象深度挂钩的激励模式，显著提升了团队归属感和创新积极性，有效降低了代理成本，为企业持续创新注入了强劲内生动力。

Table 3. Equity interests in Ezviz held by holders through Hikvision's follow-up investment plan

表 3. 持有人通过海康威视跟投计划享有萤石网络对应的权益情况

持有人分类	持有跟投计划比例	通过海康威视跟投计划享有公司股份对应的权益		
		发行前比例	发行后比例	发行价格对应市值(亿元)
公司董事、监事、高级管理人员及核心技术人员	10.93	4.372	3.4976	5.66
公司及其控制的企业的员工	13.81	5.524	4.4192	7.15
海康威视董事及高级管理人员	18.32	7.328	5.8624	9.49
海康威视及其控制的其他企业的员工	56.94	22.776	18.2208	29.49
合计	100	40	32	51.79

数据来源：萤石网络招股说明书、公开资料整理。

4.3.2. 管理效率提升

分拆上市通过优化决策机制和组织架构，显著提升了所有母公司及分支机构的有效管理水平。子公司独立业务运营构建了更简洁的管理体系，使分支机构能够更快速地响应市场需求变化。通过表 4，可见这种管理效率的提升体现在直接费用控制方面：在萤石网络分拆后，海康威视的管理费用率从 2022 年的 3.18% 降至 2023 年的 3.10%；与此同时，萤石网络的管理费用率在连续上涨后也开始下降，从 2022 年的 3.42% 降至 2023 年的 3.33%。

母子公司在行业管理费用率普遍上升的背景下实现同步下降，充分证明了分拆上市对管理效率的改善作用。组织层级的精简和决策链条的缩短，有效降低了内部沟通成本和管理复杂度。这种治理结构的优化不仅提升了企业的运营效率，还为海康威视后续分拆其他创新业务积累了宝贵的组织管理经验。

Table 4. Management and selling expense ratios before and after the spin-off and listing of parent and subsidiaries

表 4. 母子公司分拆上市前后管理费用率与销售费用率

		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024.6
海康威视	管理费用率	2.82	2.62	3.18	3.10	3.40
	销售费用率	11.62	10.55	11.75	12.14	13.30
萤石网络	管理费用率	2.38	3.21	3.42	3.33	3.20
	销售费用率	10.01	10.73	12.60	14.40	14.39

数据来源：国泰安数据库、海康威视及萤石网络年度报告。

5. 结语

本研究通过对海康威视分拆萤石网络与海康机器人的案例剖析,系统揭示了企业集团通过分拆创新业务实现价值创造的内在机理。研究表明,分拆上市通过经营路径实现业务聚焦与资源优化,通过融资路径缓解资金压力并提升市场估值,通过治理路径完善激励机制与提升管理效能,三条路径协同作用共同推动企业价值提升。分拆上市在数字业务领域产生显著价值创造效应,根植于数字业务的高不确定性、高投入、快迭代特性。高不确定性要求决策灵活,分拆后的独立运营与股价反馈满足了快速试错需求;高投入使独立融资成为必要,分拆打通直接融资渠道,避免与主业争夺资金;快迭代要求强激励,分拆后的股权激励与员工跟投将个人利益与企业价值深度绑定,激发创新活力。由此可见,数字化转型通过数字业务独特属性内在地调节着三条路径的作用逻辑,使分拆上市比内部孵化更具制度优势。海康威视的实践表明,在数字经济时代,分拆上市不仅是资本运作工具,更是企业推进战略转型、激发创新活力的有效手段。本研究为面临类似转型需求的传统企业提供了可资借鉴的经验,也对理解资本市场服务实体经济创新发展的路径具有启示意义,同时为网络技术驱动型企业通过分拆实现 B2B/B2C 业务协同、推进企业信息化转型提供了可资借鉴的实践路径。

参考文献

- [1] Sirmon, D.G., Hitt, M.A. and Ireland, R.D. (2007) Managing Firm Resources in Dynamic Environments to Create Value: Looking Inside the Black Box. *Academy of Management Review*, **32**, 273-292. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.23466005>
- [2] Comment, R. and Jarrell, G.A. (1995) Corporate Focus and Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, **37**, 67-87. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(94\)00777-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(94)00777-x)
- [3] Allen, J.W. and McConnell, J.J. (1998) Equity Carve-Outs and Managerial Discretion. *The Journal of Finance*, **53**, 163-186. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.65022>
- [4] Nanda, V. (1991) On the Good News in Equity Carve-Outs. *The Journal of Finance*, **46**, 1717-1737. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04641.x>
- [5] Powers, E.A. (2003) Deciphering the Motives for Equity Carve-Outs. *Journal of Financial Research*, **26**, 31-50. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00043>
- [6] 吴育辉, 吴伟. 股债冲突视角下的债权人利益保护: 综述与展望[J]. *财务研究*, 2024(2): 20-31.
- [7] Aron, D.J. (1991) Using the Capital Market as a Monitor: Corporate Spinoffs in an Agency Framework. *The RAND Journal of Economics*, **22**, 505-518. <https://doi.org/10.2307/2600985>
- [8] Vitkova, V., Tian, S. and Sudarsanam, S. (2023) Allocative Efficiency of Internal Capital Markets: Evidence from Equity Carve-Outs by Diversified Firms. *International Review of Financial Analysis*, **86**, Article ID: 102500. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102500>