

Applicability of Chinese Diversified Company's Overall Listing or Equity Carve-out

by

Guoping Song

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved December 2019 by the
Graduate Supervisory Committee:

Bin Gu, Co- Chair

Feng Li, Co-chair

Fei Wu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2020

中国多元化公司整体或分拆上市的适用性研究

宋国萍

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2019 年 12 月批准：

顾彬，联席主席
李峰，联席主席
吴飞

亚利桑那州立大学

二零二零年五月

ABSTRACT

For diversified companies in international market, the theory and practice of the overall listing and equity carve-out is mature, while in Chinese market, the equity carve-out subjected to policies strictly. With the opening of science and technology innovation board and the reform of A-shares in 2019 there exist important opportunities for the equity carve-out of diversified companies.

Over the years, the academic research on the capital market of diversified companies mainly focuses on valuation comparison, relevant influencing factors and the legal, financial and risk aspects of overall listing and equity carve-out. On the basis of existing theories, this paper studies the behavior choice of Chinese diversified companies—overall listing or equity carve-out—from three aspects of ownership concentration, emerging industries and cros-market listing (A + H). I find that companies with higher proportion of major shareholders are more likely to be overall list, while cros- market listing companies with emerging industries or innovative subsidiaries prefer equity carve-out. It's consistent with the implication of principal-agent theory and information asymmetry theory.

In order to make the research more comprehensive and practical, this paper adds the case studies of Ping An (Group) Company of China and Wens (Group) Company. Besides, a analytical survey was carried out for the specific groups of intermediary

investment banks and researchers. The results support the conclusions of this paper, which enrich our work with theoretical innovation and practical guidance value.

摘要

多元化公司整体上市和分拆上市的理论与实践在国际市场已经较为成熟，而对于中国 A 股来说，分拆上市一直受制于政策；2019 年以来，随着科创板的开启及 A 股将迎来的改革，多元化公司分拆上市也将迎来重要机遇。

多年来，学术界对于多元化公司在资本市场方面的研究主要聚焦于估值比较、相关影响因素以及整体上市和者分拆上市的法律、财务、风险等方面。而本文在已有理论上，从股权集中度、新兴行业、跨市场上市（A+H）三个方面研究中国多元化公司的整体或者分拆上市的行为选择，研究发现：大股东持股比例更高的公司更倾向于整体上市，新兴行业或者创新性的子公司更可能被分拆上市，跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司，这与委托代理理论和信息不对称理论的预测一致。

为了让研究更加全面并具实用性，本文加入了对中国平安集团和温氏集团的案例分析，还针对中介投行和研究人员的特定人群进行分析式调研，结果均较好支持了研究结论，使得本文的研究兼具理论创新和实际指导价值。

目录

	页码
表格列表	vi
图表列表	vii
章节	
一、绪论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 中国资本市场的发展及当前经济格局分析	1
1.1.2 中国企业竞争力与价值再现	3
1.1.3 整体与分拆上市将长期并行	4
1.2 研究意义	5
1.2.1 理论意义	5
1.2.2 应用意义	6
1.3 研究框架与创新点	6
1.3.1 研究框架	6
1.3.2 创新点	7
二、理论基础和文献综述	9
2.1 整体上市与分拆上市的概念与动因	9
2.1.1 整体上市	9
2.1.2 分拆上市	10

章节	页码
2.2 委托-代理理论.....	11
2.3 信息不对称理论	12
2.4 择时理论	13
2.5 多元化现象.....	14
三、理论分析与研究假设.....	16
3.1 公司规模与上市选择的假设	16
3.2 股权集中度与上市选择的假设	16
3.3 新兴产业与上市选择的假设	17
3.4 跨市场上市特征与上市选择的假设	18
3.5 多元化特征与上市选择的假设	19
四、实证分析	21
4.1 数据来源和描述性统计	21
4.2 上市选择适用性分析	25
4.3 小结	30
五、案例分析	31
5.1 案例素材	31
5.2 中国平安集团	31
5.3 温氏集团.....	39
5.4 小结.....	45

章节	页码
六、问卷调查	47
6.1 调查问卷及情况.....	47
6.2 上市方式与公司特征的关系	47
6.3 整体上市	49
6.4 分拆上市	50
6.5 择时动机	52
6.6 交叉上市（A+H 股）公司特征	53
七、结论	54
7.1 研究结论	54
7.2 后续建议.....	56
7.2.1 政策方面.....	56
7.2.2 市场方面	57
7.2.3 企业方面	57
7.3 研究展望.....	58
参考文献	59
附录	
A. 统计分析样本	63
B. 访谈录	71
C 调查问卷.....	82

表格列表

表格	页码
1 描述性统计表	24
2 主要回归系数表	26
3 品牌价值评估表	38
4 归母股东权益表	42
5 中国平安集团和温氏集团的公司特征和上市选择	46
6 分拆上市与整体上市的公司特征	48
7 被分拆上市的子公司特征	50
8 交叉上市（A+H 股）公司的特征	53
9 研究假设与相应证据	56

图表列表

图表	页码
1 平安集团多元化图	33
2 平安集团资本获得及运用过程	35
3 培育的科技子公司估值及市值	35
4 中国平安上市总资产及市值	37
5 平安集团与科技金融板块 ROE、ROA 比较	37
6 股东及大股东持股比例图	41
7 收益图	43
8 资产收入对比表	43
9 温氏股份多元化产业链图	44
10 整体上市中，定向增发对上市公司价值的影响	49
11 分拆上市部分子公司对集团公司整体价值的影响	51
12 择时动机对上市选择的影响.....	52

一、绪论

1.1 研究背景

选此研究课题，主要与中国资本市场的发展状况、经济发展速度与要求、中国企业及上市公司当前的现状等有较大的关系，也是国内当前很多企业在思考和急需解决的问题，需要有一套可以参循的方法论和相关共同点的基本模型供企业参考，所以研究此课题的背景和意义极为重要。

1.1.1 中国资本市场的发展及当前经济格局分析

1978年，中国开启改革开放之路，源于中国经济转轨过程中的企业内生需求，中国资本市场开始萌生；发展初期市场缺乏规范和监管，直至1992年中国证监会才成立；1993年，全国性的资本市场开始形成和发展，至1999年7月《证券法》才开始实施；在2000年以前，上市企业基本上都是国有企业改制上市，之后非国有企业才开始逐步进入资本市场。在此期间，资本市场遗留了很多问题、管理制度缺陷严重、造成很多结构性矛盾等等。2006年是资本市场改革年，中国证监会开始提出规范运作、加强上市公司治理、提高上市公司质量，并出台了《上市公司股权激励管理办法（试行）》，推动市场化并购重组，同时走向《证券法》和《公司法》两法并行阶段，发行市场得到约束，从“政府主导型”向“市场主导型”发展。到目前，中国已经初步建立了多层次资本市场体系，尤其是最近10年，随着中国经济的快速发展，金融改革步伐也在加快。中国资本市场发展至今30多年，以快速的步伐追赶国外经历数百年才不断完善的资本市场，尤其是2018年11月5日习近平主席在上海举行的首届进出口博览会上宣布准备在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，2019年6月13日国务院副总理刘鹤亲自参加在上海举行的科创板开板仪式并宣布正式开

板，对中国资本市场来说，是历时性的时刻，相关做法和规划属全球首例，将不断促进中国资本市场走向开放、规范、法制和市场化，更加完善。科创板的规划里提到对于达到一定规模的 A 股上市公司可分拆业务独立的子公司上市，这也将促进中国 A 股市场在整体上市和分拆上市方面的改革，对中国企业、尤其是多元化企业将带来重要机遇。

中国资本市场在快速发展的过程中暴露出了一系列问题，上市公司发展良莠不齐。部分企业整体和子公司上市存在盲目性和无序性，上市公司大股东与上市公司关系不清、大股东资金侵占；公司治理多为政府导向，企业自主、自愿参与的程度不高，这造成了有些公司治理的细节规定不太适合企业的具体情况和实际需求。总体看存在公司治理结构不合理、产业发展定位不清晰、企业价值挖掘不到位等等问题；以上这些问题也对后期资本市场的发展和金融改革提出了严峻的挑战。与此同时，部分企业在最近 10 年当中，苦练内功，不断创新，与世界积极接轨，发展成为行业龙头、多元化的巨型公司，并在新经济、新兴行业等方面积极创新转型起着引领作用。

多元化战略对企业绩效的影响与市场经济发达程度密切相关。Wan（2005）的研究发现，在发展中国家，企业的非市场资源占主导地位，多元化战略有助于企业改善经营业绩，而在发达国家，企业的市场资源占主导地位，多元化战略会对企业经营效益产生负面影响。中国市场经济相对落后，企业决策对非市场资源依赖性较高，企业往往是基于自身非市场资源的特征来选择多元化战略，从而获取更多经济利益。

中国，过去 30 年，《证券法》颁布前，基本都是国企改革直接上市，随着《证券法》的颁布实施，分拆上市模式成为主流模式，但后来因为市场定位、股权分置存在偏差，监管部门整顿规范市场，分拆上市受到遏制。直到 2010 年，监管部门从资金使用、盈利能力、

竞争关系和股权关系、利润占比、净资产占比、股份限制等六个方面进行规范和约束，真正意义上的分拆上市才拉开序幕。而在国外，资本市场的发展起步早，也较成熟，企业一般都整体上市，分拆的机制和法规等也比较健全，有些值得我们借鉴的地方。

当下，中国作为世界第二大经济体，正朝着民族的伟大复兴在迈进。2015年，中国制造2025开启，全面推进制造强国战略，为我们带来产业升级、开放性创新、“一带一路”建设等方面的机遇。2017年的中央经济工作会议中“五位一体”和“四个全面”战略布局，把引领经济发展、加强市场在资源配置中的作用、创新驱动、深化国企改革和供给侧结构性改革等列为重点改革方向。2018年以来中美贸易协商进程中摩擦不断，其中显示了中国在某些领域发展迅猛并极具竞争力，同时也有相当领域表现出滞后和缺失。世界竞争格局和中国的发展，给中国乃至世界企业都带来机遇，同时面临的挑战也巨大。

1.1.2 中国企业竞争力与价值再现

随着中国经济的不断发展，相关制度的建立健全，中国企业在创新 and 引领行业方面涌现出了诸多典范，拥有中国特色且具世界竞争力的企业应运而生；尤其是以腾讯、阿里、百度、京东等为代表的互联网企业集团，以海尔、格力、美的等为代表的制造业企业集团，以温氏、新希望等为代表的现代农业企业集团，以富士康为代表的智能制造企业，以药明康德为代表的医药健康企业集团，以比亚迪、小米为代表的新能源、新经济企业，以平安为代表的综合金融集团等等，无一不体现出中国企业的创新和价值再造的能力，站在世界范围看，都极具竞争力。主要有以下四个方面表现：首先是以追求核心业务卓越发展为目标，其次是在公司治理结构相对完善、都朝多元化布局，大多均已上市；再次是公司自身创新和价值再造能力显著，集团本身和有行业差异的子公司都有极强的竞争力，最后是这些企

业都有民族意识和超前的世界眼光，受资本市场追捧和投资者青睐。中国类似这样的企业，都携带着民族和企业发展的基因，孕育着整体和分拆上市的资本市场机会，企业有资本市场的需求，投资者有同样的渴望。再者，在开放与聚焦的实验田中，2019年2月出台的《粤港澳大湾区发展规划纲要》里也提到探索资本市场的创新，以更好支持区内经济的发展，尤其是科技、新兴行业等方面的发展。

1.1.3 整体与分拆上市将长期并行

整体上市是指一家公司将其主要资产和业务整体改制为股份公司进行上市的做法。整体上市一般有增发收购、并购、反向收购几种模式，常见的是增发购买资产和换股吸收合并。

分拆上市(Equity Carve-out)指一个母公司通过将其在子公司中所拥有的股份，按比例分配给现有母公司的股东，从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去。分拆上市后，原母公司的股东在持股比例和绝对持股数量上没有变化，可以按照持股比例享有被投资企业的净利润分成；子公司分拆上市成功后，母公司将获得相应投资收益。

国外的多元化公司基本都是整体上市，环境成熟，对资本市场的认知到位；但中国的企业，资本市场起步晚，资产证券化率总体不高，公司治理结构尚需完善。各地政府都积极关注所在辖区的资产证券化率的问题，除了培育新的上市主体外，整体上市将成混合所有制改革的主流。同样，虽然证监会层面不是很鼓励上市公司分拆，因为存在重复融资、资产抽逃等方面问题，但是2006年以后，也不乏出现多家分拆的案例，分别在创业板、港交所等

地上市。2019年3月1日，科创板相关细则里也提到，允许达到一定规模的上市公司，可以分拆业务独立、符合条件的优质子公司上市。

整体上市和分拆上市均有相应的适用性，各自都有产生积极意义的一面，当下实际案例和情形均表明，二者将在一定时期内并行发展。证监会对上市公司业务独立性的要求高，整体上市成为公司首次公开发行上市的主要模式。由于公司内部业务往往有较多联系，分拆上市容易导致上市公司和控股股东及其下属企业之间的关联交易以及同业竞争问题，监管部门对分拆上市部分的业务独立性有很高的要求。

综上，无论从资本市场发展情况、宏观经济发展、金融改革、政策创新，还是企业发展、完善资本结构等方面来看，对于多元化公司整体与分拆上市的适用性研究是非常有必要的。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

传统多元化公司的整体或分拆上市的理论研究主要集中在发达国家的相对成熟的资本市场，对新兴市场的研究相对较少。新一轮全球化浪潮中，蓬勃发展的中国资本市场备受瞩目，但是由于其市场机制尚处于完善过程之中，很多传统研究结论可能难以成立。本文一方面通过研究中国多元化公司的整体或分拆上市的适用性，检验了传统理论在新兴市场结构下的稳健性。另一方面，部分股票同时发行于多个市场，传统文献很少关注该类公司的上市选择，允许港股和国内A股同时上市的中国市场是研究该问题理想选择。本文基于中国跨市场上市公司的上市选择，探究跨市场上市的特征对多元化企业上市选择的影响机理，补充了该领域相关文献的空白。

1.2.2 应用意义

本文通过对多元化公司整体和分拆上市适用性的研究，有助于多元化公司合理选择上市方式，优化自身财务结构，拓宽融资渠道，不断提升自身品牌形象和国际竞争力。同时本文的研究可以帮助投资者根据多元化公司的上市选择更好挖掘企业价值，优化投资选择。在未来，随着科创板正式开闸以及创业板的不断创新，本文研究也将为服务市场经济和产业创新提供借鉴意义。

1.3 研究框架与创新点

1.3.1 研究框架

本文的研究思路是在已有理论上做创新猜想并提出相关假设，通过数据模型回归进行实证分析，同时结合案例进行交叉验证，加上分析式调研的补充方式进行多维度论证，以确保研究的学术价值和实用性，达到论文研究的目标。

数据模型回归实证分析方面：主要通过样本数据收集，对以往数据进行统计分析，从实证研究着手，论证相关的假设观点；样本数据主要考虑全面性和可实施性，数据主要来源于 wind 数据库和 CSMAR 数据库，这些数据属于二手数据，但由于都属于公开市场交易数据或者专业统计数据，在准确性和可信性方面经得起推敲，可以验证和查找。另外，本文研究的是整体上市和分拆上市的适用性，属于企业的选择性行为，因此本文在模型运用方面，选择了 probit 模型和 logit 模型分别进行回归分析，对于 probit 模型回归数据，运用 logit 模型同时分析，这样除了显示的分布函数外，对估值系数的解读也更加清晰，这样尽可能让估计的结果更加稳健。

案例的选取主要聚焦于三点考虑：多元化结构、代表性、已经实施或者完成分拆上市。

本文研究的对象是多元化公司，即战略上可能是多个行业、跨地域等，所以选取的两个案例多元化特色明显，同时又属于大型集团，企业具有相当规模，知名度高，相关资本市场路径已经走过一段时间，其中中国平安集团在跨市场上市、新兴行业培育突出、公司治理方面有特色，温氏集团在公司治理、行业协同、反向收购方面堪称经典，所以本文选取的案例有代表性，相关经验值得借鉴。本文还将注重案例分析与实证分析的交叉论证，同时通过访谈交流，对行业的分散和集中上市选择做补充论证；另外，通过案例也对大股东代理问题的特殊情形做进一步的阐述。以确保论文研究的聚焦与开放性。

同时，考虑到本文是对行为决策模式的研究，即选择或者决策，为提高指导性，我们还将实证和案例分析的基础上增加分析式调研，通过问卷调查的方式，对近 100 名中介机构的投行从业人员和研究人员收集经验信息，对行为决策进一步补充完善。

1.3.2 创新点

以往，对上市公司估值比较，整体或者分拆上市的法律、财务、风险等的研究比较普遍且深入。在整体上市或者分拆上市方面，Chang 和 Yu(2004)研究了“假设两个不相关的业务单元 M 和 N，他们可以被整合进一个公司并发行股票给投资者；或者，这两个业务单元可以作为各自单独存在的公司分别向投资者发行股票”，文章的主要研究模型是基于获取或者掌握配置信息价值的大小来判断整合或者分立的选择，当然前提也是基于两个已经上市的公司，研究聚焦在股票配置信息角度。Bayar 等（2011）在整合或者分立方面考虑了公司决策和资本市场相互影响的理论基础，并对外部投资者的信念差异程度、乐观程度、信念的相关性、股权激励的成本、协同效应方面展开研究。而本文的研究主要有以下创新点：

研究方向的前瞻性。本文充分考虑中国企业的发展现状和监管的开放程度，大胆设想政策将对资本市场进一步放开，未来新经济、新业态和模式等方面的发展将有较大的突破，直接融资尤其是股权（IPO）融资将成为公司融资的主要手段，从方向上来看，是具有前瞻性的，对市场有一定的预判性，不局限于当下的情形。

研究视角的实用性。本文站在第三方机构的角度，对市场上已有的做法，通过样本数据的统计和比较有代表性的案例进行分析，相对科学地诠释资本市场道路的选择方式，从方法论的角度，为企业提出值得参考或者借鉴的路径，有一定的实用性。同时，对比以往的研究角度，此论题基于对业务市场的理解，将整体上市和分拆上市结合起来，对选择的差异性进行研究，也相对全面和适用。

研究框架的完整性。本文首先从已经上市的公司着手，选取 165 家企业的横截面数据进行描述性统计，通过建立模型作回归分析达到实证研究的目的，验证文章的相关假设。其次，为了能更加清晰和深入地展开研究，本文还对中国平安集团和温氏集团进行案例分析，进一步交叉验证本文观点。同时，为了让研究更加科学和全面，本文还运用了问卷调查的方式，多维度验证本文的研究。

二、理论基础和文献综述

2.1 整体上市与分拆上市的概念与动因

2.1.1 整体上市

张洁梅（2009）认为整体上市是指母公司或集团公司进行股份制改革，促使产权多元化在公司层面的形成，将其资产全部注入股份公司并实现上市。张奇峰,冯琪,杨龙和孙安琪（2014）通过对广药集团整体上市案例的研究进一步将整体上市的类型总结为两种：一种是公开募股 IPO，将主要资产和业务进行股份制改造，从而实现上市；另一种是集团公司通过收购、换股合并等方式，将持股公司主要资产注入上市公司，完成整体上市。

整体上市是一种典型的资产重组行为，并且整体上市过程中往往也会涉及定向增发再融资等交易，一般认为有以下两个动因：

（1）利益协同，提高资源利用效率

巩方舟（2012）企业内部公司的同业竞争行为会约束集团实现最优化的资源配置，集团资源配置效率降低，由于同业竞争问题存在会对集团整体绩效产生负面影响。整体上市可以解决集团公司同业竞争问题、降低集团公司内部频繁的关联交易。Patrick A. Gaughan(2013)对企业并购的动因进行分析得出结论，企业并购主要是为了实现企业发展，获得协同效应，促使企业向多元化方向发展，以此获取经济效益。

（2）大股东利益驱动

一般认为，企业整体上市对上市公司股东的财富增加有促进作用（章卫东，2007；王志彬，2008；邓康林、高扬，2010）。张安榕（2011）更进一步指出企业实施整体上市的主要内部原因是大股东的利益驱动，大股东通过整体上市提高公司实力。这个观点与张耀

月（2013）一致，经过对美的集团整体上市动因进行分析，他也认为上市不仅满足融资需求，也同时为大股东高管谋求套现福利。

尽管很多研究已经证实，整体上市对公司业绩有正面影响，但是也应看到股权集中度过高的时候，大股东容易利用定向增发进行利益输送。La Porta et al.（2000）以代理理论的视角进行研究发现，定向增发可能导致大股东有机会摊薄其他股东的利益，扩大自身权益。Baek et al.（2006）通过对韩国大型财团定向增发过程展开研究，发现控股股东确实存在利益输送现象，他们主要通过折价向大股东发行以及在同一集团内以高价向业绩较好的公司发行业绩较差公司股票等手段进行利益输送。

2.1.2 分拆上市

分拆上市的概念首先由国外学者提及。Schipper 和 Smith（1986）认为分拆上市是母公司所属子公司首次公开募股，这与 Perroti 和 Rossetto（2007）相似。Chang（2004）做了进一步阐述，在严格意义上的股票分拆当中（equity carve-out），拆出方（母公司）通过让子公司 IPO 让渡一定的股权比例给外部投资者，但是仍拥有子公司绝大多数股权。

作为股权融资的手段，分拆上市的主要动因应是满足融资需求。但相较于整体上市，分拆上市的股权融资规模较小，大多数学者认为增加股东价值才是企业选择分拆上市的根本目的。在研究分拆上市动因的文献中，信息不对称假说逐渐被学界所认可。Nanda（1991）认为由于公司管理层了解更多信息，从而得知公司价值被资本市场所低估，因此采取分拆上市策略。通过子公司分拆上市，让子公司的信息和业绩在市场中得到充分的披露，使得母、子公司的都向外界表达出自身价值被低估的信号，由此引起股价的上涨。Fu（2003）通过设计和运用 PIN 值来分析分拆上市前后母公司信息不对称程度的变化，发现分拆上市

后 PIN 值显著降低；另外，当母公司与子公司所处的行业具有很大差异的时候，PIN 值下降幅度更大。

与此同时，部分学者基于择时理论提出，分拆上市主要是市场时机驱动的。Baker 和 Wurgler(2002)的研究证明分拆上市的主要原因是母公司在交易中出售溢价的股权。Powers(2003)的研究进一步研究发现，如果子公司的市场价值高于行业内同类型的企业，也就是分拆后的市场价值大于本身内在的价值，母公司会倾向于分拆上市。

2.2 委托-代理理论

Jensen 和 Meckling(1976)第一次论证了委托-代理关系下的均衡是非帕累托最优的，股权分散的股东与管理者之间的追求差异会造成股东福利损失。因此最早的委托-代理理论(Principal-Agent Theory)试图解决在股权分散的情况下股东如何确保公司管理者实现股东利益的最大化。后来随着理论进一步发展，为加以区分，一般称股东与管理层间的代理成本为第一类代理成本，大股东与小股东间的代理成本为第二类代理成本，这两类代理成本都与股权集中度息息相关。

当股权集中度提高时，大股东利益会与整个企业的利益逐渐趋向一致，监管代理人的动机加强，会更积极更主动参与企业治理，对公司绩效产生积极的正面作用，有效降低第一类代理成本。Jensen 和 Meckling(1976)在研究中发现股东持股比例增加时，其自身利益与企业利益息息相关，会积极监督企业管理层，避免其做出牺牲股东利益的行为决策。Bebchuk(1999)从理论上支持了上述观点，股权处于相对分散的状态时，股东对企业的控制力下降，影响对管理层的监督效应，激化两者之间的矛盾冲突，增加企业的代理成本。

但是随着大股东持股比例提高，股权更加集中，控股股东就容易利用控股权操纵公司为自己谋取私利，通过关联交易转移公司财富，恶意侵占小股东利益，导致第二类代理成本提高，因而一般认为股权集中度与总代理成本存在正 U 型的假设关系。

2.3 信息不对称理论

信息不对称指在市场交易中，当市场的一方无法观测和监督另一方的行为或无法获知另一方行动的完全信息、或者观测和监督的成本高昂时，交易双方掌握的信息所处的不对称状态。Akerlof（1970）根据二手车市场买卖双方在信息不对称下的交易选择，第一次论证了信息不对称可以导致巨大的交易成本，甚至导致市场崩溃。为减少或避免信息拥有方利用信息不对称来谋取利益，提高社会资源配置效率，Spence（1974）通过建立均衡模型提出了信号理论，认为高质量产品的卖主可以通过释放一个有成本的信号来披露自身产品信息。由于信号具有一定成本，低质量产品的卖主不愿意进行模仿，从而使不同质量的产品被差异化定价，而信号的成本也在交易中得到一定补偿。这进一步奠定了信息不对称理论的基础，信息不对称理论也逐渐被学术界广泛接受和应用。

不同上市公司的融资成本存在较大差异，信息不对称理论对此给出了很好的解释。大量研究表明，信息不对称程度越高，上市公司的股权融资成本也越高。樊行建、雷东辉（2009）将信息不对称分为三类：信息披露水平、信息的传导机制以及信息解读能力，发现三者都与股权融资成本显著负相关。Shroff（2013）分别以新加坡和美国市场为例来研究自愿性信息披露与权益资本成本的关系，二者都发现在各自研究的市场中，自愿性信息披露能够降低市场信息的不对称性，显著降低上市公司的股权融资成本。

因此，在信息不对称的资本市场中，为了降低融资成本，优质的上市公司可以向投资者释放一个积极信号来获得稳定的融资渠道。Pettit（1972）最早提出股利信号，后被大量实证证据证实，如 Brickley（1983），Miller 和 Rock（1985）。

在具有特色的中国资本市场中，上市公司都是经过严格审批，层层挑选而来，同时登陆 A 股市场和港股市场的资格也是一个很强的市场信号。一方面，严格审批制度下，获得跨市场上市的公司都是各行业中的龙头公司，业绩优异，实力雄厚。另一方面，这类上市公司要分别按照境内与境外的会计准则编制财务报告，信息披露更加充分，可以用较低成本获得更广阔的融资渠道。孔宁宁和闫希（2009）研究表明，公司实现交叉上市后，可以将获取的低成本外源融资投资于盈利项目，从而实现更快的外源融资成长。李希（2013）进一步检验并证实了 A+H 股交叉上市有利于企业减少融资约束，提高投资效率的假设。

2.4 择时理论

择时理论认为股票市场非理性，公司股价过分高估时，管理者会进行减持，当估价过低时则选择回购股票。Graham 和 Harvey(2001)通过对公司财务总监的问卷调查发现,择时行为在企业融资决策中至关重要。Baker 和 Wurgler（2002）在此基础上提出了关于资本结构的择时理论，认为管理者会利用股票市场窗口机会选择融资工具，利用市场上暂时出现的低成本融资优势，使现有股东价值最大化，并形成长期资本结构。

很多实证证据有力地支持了择时理论的发展。Welch（2004）研究了股票价格变动对公司资本结构的影响，发现股票收益变化会影响公司的资本结构，从而支持了择时理论的正确性。Huang 和 Ritter(2009)运用股权融资成本检验了融资决策模式以及各种融资方式对资本结构的影响，从新的角度重新检验了市场时机资本结构理论，其研究表明，市

场时机是公司选择发行股票或债券的重要决定因素。周必磊（2010）认为公司融资决策的重要驱动因素之一是，目前资本市场综合环境因素是否处于一个对企业有利的时机。李建标，孙宾宾和王鹏程（2015）用实验经济学的方法研究了匿名交易市场中的融资行为，发现财富约束程度小于 50%时，行为人会根据市场时机选择最有利的融资方式，支持了择时理论。

2.5 多元化现象

企业多元化最早被 Ansoff（1957）提出，他定义多元化经营策略为企业同时生产多种产品，向多个市场进行扩张的战略。此后数十年中，学者们对多元化的研究逐步从界定多元化的定义和类型，如 Rumelt（1974），向分析多元化动机转变，并进一步探索多元化对企业绩效和价值的影响。

经过学者们大量研究，公司进行多元化经营的动因一般被分为对内节约资源和对外加强竞争力。Penrose（1959）基于公司内生成长理论，认为公司多元化经营有利于高效利用公司剩余资源。Teece（1980,1982）支持了 Penrose 的观点并进行了扩展，认为多元化是利用企业的内部资源进行扩张，从而节约了外部市场的交易成本。Stulz（1990）指出多元化经营本质上帮助企业在内部建立一个交易市场，企业不同业务部门能够实现人力、财力、物力等方面的资源交换，从而提高企业的经济效率。Monigomery（1994）基于市场势力理论和资源基础理论，提出企业多元化经营的核心动机是为了借助丰富的资源在市场中获取更多竞争优势。Tirole（1988）则认为多元化企业在市场竞争中不会完全发挥其竞争优势，而是会选择和新进行业的其他企业合作，形成强大的市场势力，排挤其他市场参与者从而获得垄断利润，避免两败俱伤的局面。Porter（2008）从企业价值链的角度出发来解释企

业多元化的动机。他认为通过多元化经营，企业可以更有效的将供应商和顾客纵向整合起来，使企业的溢价能力大幅提升，增强核心竞争力。

由于多元化经营会使企业在内部形成一个资本市场，这对企业的积极影响体现在缓解融资约束、优化资本配置和监督激励。但是多元化经营战略也是一把双刃剑，很容易耗费公司大量资源，并引发管理层为了资源分配和个人利益产生的过度投资行为。Lamont(1997)通过研究石油企业证实了内部资本市场在集团公司的存在性。Williamson(2003)根据交易费用理论来解释企业决策者利用内部资本市场进行资源配置的合理性。魏明海和万良勇(2006)认为国内集团内部资本市场的运作既有直接的资金往来，也有间接的资本配置如关联交易、委托贷款、贷款担保等。王峰娟和谢志华(2010)进一步发现内部资本市场不仅存在于多元化集团也存在于专业化集团。

三、理论分析与研究假设

3.1 公司规模与上市选择的假设

传统公司金融理论中，公司规模是影响管理层决策重要因素。Rajan 和 Zingales(1995)通过实证检验发现，公司规模影响了公司管理层的决定，从而使得公司间杠杆率产生显著差异。当理智的管理层为公司上市选择最优上市方式时，公司规模的大小可能是其选择整体上市还是分拆上市的重要影响因素。

一方面，从公司治理的角度来讲，公司规模越大，信息不对称程度越高，需要通过分拆上市向市场传递有效信号来降低信息不对称程度，从而更倾向于选择分拆上市。另一方面，由于大公司体量较大，整体上市的复杂性更高，涉及的关联方更多，市场反应的不确定性高，因此分拆上市是更有利的选择，本文提出第一个假设

H1: 资产规模更大的公司更倾向于分拆上市

3.2 股权集中度与上市选择的假设

根据委托-代理理论，管理层和大股东之间的利益博弈会对公司经营形成负面影响，从而产生委托-代理成本。其中股东与管理层之间的利益冲突导致的代理成本被称为第一类代理成本，债权人与股东之间的利益冲突导致的代理成本被称为第二类代理成本。当股权趋向集中时，企业大股东与公司的利益相关度上升。企业大股东为了防止管理层因追求自身目标而损害其自身利益，会愈发主动地承担起监督管理层的责任，从而使得“监督效应”增强，有效地约束了管理层的投机行为和短视行为，降低第一类代理成本。相比之下，股权人不再迫切需要通过主动增发债务来给管理层施加约束，从而更愿意选择发行股票的方式为

公司进行融资。此时通过整体上市的方式，股权人将主要资产和业务整体改制为股份公司，在资本市场上获得最大的股权融资规模。

但是当股权进一步集中时，大股东对公司的控制进一步加强，其个人所受的约束大大降低。大股东可能会希望通过定向增发的方式来进行利益输送，从而导致小股东权益受到严重损失，即导致第二类代理成本上升。相较于分拆上市，整体上市往往伴随着大量关联交易，选择整体上市更容易满足大股东进行利益输送的需求。此时大股东会有很强的动机推动公司进行整体上市。

此外，在信息不对称理论也对股权集中度的影响做了深入分析。该理论认为，股权集中度的上升往往给大股东更多操纵的空间，从而增加了上市公司信息不对称程度。投资者出于顾虑，对于这类上市公司往往要求更高的投资回报，使得公司的股权融资的成本大幅提高。此时大股东如果直接选择整体上市，需要付出较大融资成本。对比之下，股权分散的上市公司可以选择分拆上市部分优质子公司来降低信息不对称程度，向市场释放一个积极信号，从而降低融资成本，从而获取最大收益。因此本文提出第二个假设

H2: 大股东持股比例更高的公司更倾向于整体上市

3.3 新兴产业与上市选择的假设

大量实证证据表明，拥有更高账面市值比的公司，即成长性良好的公司，往往会被市场高估，有很强的股权融资动机，如 Hovakimian (2004)，Frank 和 Goyal (2004) 和 Barclay 等 (2006)。对于一个内含新兴行业的子公司的多元化公司，处于新兴行业的子公司往往具有更高的成长性，而非新兴行业的子公司往往成长性较低。因而对于整个集团公司来说，新兴行业的子公司往往是集团公司中被市场高估的版块。但是市场对于新兴行业的认定总

在不断变化，根据择时理论，集团公司有强烈的动机去积极推动处于新兴行业的子公司尽快完成分拆上市，利用市场上暂时出现的低成本融资优势，使现有股东价值最大化，并形成长期资本结构。

另外，从信息不对称理论来看，当内含新兴行业子公司的多元化公司整体上市时，市场无法完全了解新兴行业子公司的业绩，从而加大了信息不对称程度。而分拆上市可以让市场充分了解新兴行业子公司的业绩，作为一个优质的信号来刺激市场提高对集团公司的整体估值，带动集团公司其他板块价值的增长，与现有股东利益一致。因此本文提出第三个假设。

H3: 新兴行业或者创新性的子公司更可能被分拆上市

3.4 跨市场上市特征与上市选择的假设

中国资本市场信息不对称程度高，融资渠道仍旧不完善，具有较强的融资约束，但是部分上市公司被允许同时在内地 A 股市场和港股（H 股）市场同时上市发行股票，从而具有更广的融资渠道。

获得跨市场上市资格的公司需要根据有关规定，分别按照境内与境外的会计准则编制财务报告，投资者可以同时获得两份财务报告进行相互补充。根据信息不对称理论，同时遵守两个不同会计准则的上市公司，信息披露更加充分，可以使投资者获得更多内部信息，有效降低信息不对称程度。另一方面，在中国市场的严格审批制度下，只有极少数公司可以获得跨市场上市的资格，这类公司往往都是各行业中的龙头公司，业绩优异，实力突出，背景深厚。因此，跨市场上市特征可以被视为一个很强的市场信号，让其在众多上市公司

中脱颖而出。这类公司往往更受投资者青睐，可以用较低成本从资本市场获得持续稳定的资金，不会迫于资金压力而急于选择整体上市。

另外由于获得跨市场上市资格的公司没有迫切的融资需求，从而有足够耐心来培育子公司，持续稳定地投入研发与生产。据择时理论，这类公司会根据市场对各子公司的估值情况，利用市场上暂时出现的低成本融资优势，选择最佳时机逐步分拆上市单个子公司来逐步获取最大融资收益，完善公司长期资本结构。因此本文提出第四个假设

H4: 跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司

3.5 多元化特征与上市选择的假设

中国资本市场融资渠道匮乏，上市公司面临较强的融资约束。多元化集团公司往往通过多元化经营构建了内部资本市场，在公司内部合理调配资源，极大缓解企业融资压力，这与 Stulz (1990) 的观点一致。因此相较于单一企业，多元化集团往往融资需求相对较小，对内部子公司的经营发展具有更多耐心，因而更愿意选择分拆上市。

但是多元化经营往往会导致管理层为了资源配置和个人利益而进行过度投资，使得代理成本上升。同时 Amihud 和 Lev (1981) 指出多元化战略可以有效降低公司经营风险，出于对个人利益的关心，管理层有强烈的动机选择多元化战略来构建壕沟壁垒，以此保护自己在公司的权力。因此多元化经营存在两个潜在负面影响：一方面，过度投资往往会导致多元化集团的融资需求增加，降低其对内部子公司的经营发展的耐心；另一方面，由于整体上市往往伴随着定向增发，可能产生潜在的利益输送，出于个人利益的考虑，管理层可能更倾向选择整体上市而非分拆上市。

与此同时，企业推行多元化经营会导致内部信息复杂度上升，增加了市场和上市企业间的信息不对称程度。企业可以选择分拆上市向市场传递有效信号来消除信息不对称增加带来的负面效应，因此更倾向于分拆上市。

尽管多元化经营的积极效应和负面效应可能使集团公司选择不同的上市方式，但是在传统文献中，多元化经营的积极作用应该远大于消极作用，因此本文提出第五个假设

H5: 多元化集团公司更倾向分拆上市子公司

四、实证分析

4.1 数据来源和描述性统计

本文所用横截面数据全部来自 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。本文研究对象是中国资本市场在 2003 年—2013 本年间，165 起整体上市和分拆上市案例（样本见附录 A），其中整体上市案例 151 起，分拆上市案例 14 起。本文选取上市方式哑变量（offer）为被解释变量，分拆上市对应取值为 1，整体上市对应取值为 0。根据研究假设，本文设计如下三个解释变量来进行检验：公司第一大股东持股比例（firstratio）、跨市场上市哑变量（crosslist）和新兴行业哑变量（new_industry）。其中公司同时在多个股票上市（A+H 股），则跨市场上市哑变量取值为 1；公司经营业务部分或全部处于新兴行业，则新兴行业哑变量取值为 1。为了进一步验证上市公司大股东在公司影响力，本文引入小股东股权分散程度变量（cstr2to10），即公司第二至第十大股东持股比例平方和的对数值，该变量取值越小说明小股东间持股比例接近，股权分散。另外，根据之前研究结论，本文认为不同公司特征可能会影响公司上市选择，因而根据如下几个方面分别选取已经被验证过的解释变量作为模型的控制变量，

（1）公司运营规模和性质

- 资产规模（lnasset）：上市前一年末的集团总资产的对数值
- 母公司哑变量（parent）：当公司有母公司时，变量取值为 1，否则取 0。
- 国有企业哑变量（countrycontr）：当公司为国有企业时，变量取值为 1，否则取 0。

一般而言，公司规模越大，整体上市难度也越大，公司更可能选择分拆上市。而在中国资本市场上，不同所有权性质的公司往往选择不同。国有企业和集团公司下属子公司往往可以借助其背后政府管理平台和集团母公司的资源，积极推动整体上市，获取更大融资规模。

(2) 公司主营业务的集中程度

- 主营业务突出哑变量 (**distinct**)：当集团第一大业务收入超过 80% 时，则定义为主业突出，此时变量取 1，否则取 0。
- 业务集中度 (**entropy**)：参考 Palepu(1985)，

$$\text{entropy} = \sum_{i=1}^N P_i \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$$

其中，N 代表公司不同业务部门个数， P_i 代表不同业务收入占总收入的比例。变量取值越小，代表公司的业务越集中。

通常意义下，公司经营业务存在多元化的特点。当其业务集中、特别是主营业务突出时，公司往往倾向于将主要资产和业务整体改制为股份公司，从而在资本市场上获得最大的业务协同的溢价，最大化股东权益。

(3) 公司治理结构

- CEO 和董事长相同的哑变量 (**doublepos**)：当 CEO 兼任董事局主席时，变量取值为 1，否则取 0。
- 董事会中外部独立董事所占比例 (**indepratio**)
- 董事、监事和高级管理人员持股比例 (**manaholding**)

良好的公司治理结构可以有效降低公司代理成本，降低信息不对称程度。传统理论认为，CEO 和董事长相同，董事会中外部独立董事所占比例较低，董事、监事和高级管理人员持股比例较高，都会导致公司代理成本上升、信息不对称程度降低，从而改变公司股权融资成本，影响公司上市选择。

(4) 公司盈利能力和资金使用效率

- 盈利能力 (margin)：息税前利润/总收入。
- 公司投资效率 (tobinq)：托宾 Q 比率，即资产市场价值/资产重置成本，本文直接选取 CSMAR 数据库提供的数据。
- 资本支出比率 (capitalratio)：资本支出/总收入，其中资本支出为合并现金流量表中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。
- 杠杆率 (lev)：账面负债/账面总资产。

公司的盈利能力和资金使用效率反映了公司当前资金需求的紧缺程度。一般而言，盈利能力差、资本支出高、杠杆率高、公司投资效率低的公司更加迫切需要进行股权融资，往往倾向于整体上市来获得最大融资规模，以解燃眉之急。

表 1 给出上述各变量的描述性统计并进行均值检验。

表 1 描述性统计表

	整体上市		分拆上市		均值差
	平均值	标准差	平均值	标准差	
firstratio	0.52	0.17	0.34	0.16	0.18***
cstr2to10	-5.21	1.85	-4.97	1.56	-0.24
new_industry	0.02	0.14	0.21	0.43	-0.19***
crosslist	0.05	0.21	0.36	0.50	-0.31***
lnasset	23.04	1.24	22.98	1.72	0.06
distinct	0.58	0.50	0.64	0.50	-0.06
doublepos	0.08	0.27	0.29	0.47	-0.21**
indepratio	0.37	0.05	0.38	0.08	-0.02
manaholding	0.01	0.03	0.03	0.07	-0.02**
parent	0.95	0.23	0.93	0.27	0.02
countrycontr	0.70	0.46	0.57	0.51	0.13
tobinq	1.59	1.27	1.55	1.10	0.03
capitalratio	0.10	0.20	0.10	0.07	0.00
lev	0.10	0.11	0.08	0.07	0.02
margin	0.13	0.27	0.13	0.14	0.00
entropy	0.48	0.48	0.42	0.40	0.07

从表 1 可以看出，整体上市的公司和分拆上市的公司分别在 `firstratio`、`new_industry` 和 `crosslist` 三个变量的平均值上具有显著差异，统计显著性达到 99%。相比于分拆上市的公司，选择整体上市的公司第一大股东比例比高出近 18%，跨市场上市哑变量和新兴行业哑变量分别小 31%和 19%。这在一定程度上支持了本文提出的其中三个假设 H2、H3 和 H4：

- (1) 大股东持股比例更高的公司更倾向于整体上市；(2) 包含新兴行业或者创新性的子公

司的公司更倾向分拆上市；（3）跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司。但是在两类上市案例中， $cstr2to10$ 变量差别并不显著，即第二大股东至第十大股东持股分散情况类似。

另外，相比于分拆上市的公司，整体上市的公司 CEO 兼任董事长的情形显著较小，管理层持股比例显著较低，从另一角度暗示了公司股权结构可能是影响公司上市选择的重要因素。但是分拆上市和整体上市的公司资产规模（ \lnasset ）和业务集中度（ $entropy$ ）这两个变量上差异并不显著，说明两种上市方式的公司资产规模大小和多元化经营战略上差异不大，并不支持本文的假设 H1 和 H5。

4.2 上市选择适用性分析

根据所研究五个假设，本文同时构建 Probit 和 Logit 模型来对公司的上市选择行为进行分析，并构建考虑稀有时间偏差影响的 Logit 模型来对上述结论进行稳健性检验。本文设计的 Probit 和 Logit 模型分别如下：

$$\text{Probit}(\text{Offer}_i = 1)$$

$$\begin{aligned} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{firstratio}_i + \alpha_2 \text{cstr2to10}_i + \alpha_3 \text{new_industry}_i + \alpha_4 \text{crosslist}_i \\ &+ \beta'X_i + \epsilon_i \quad (1) \end{aligned}$$

$$\text{Logit}(\text{Offer}_i = 1)$$

$$\begin{aligned} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{firstratio}_i + \alpha_2 \text{cstr2to10}_i + \alpha_3 \text{new_industry}_i + \alpha_4 \text{crosslist}_i \\ &+ \beta'X_i + \epsilon_i \quad (2) \end{aligned}$$

其中 X_i 是控制向量，主要回归结果如表 2 所示。

表 2 主要回归系数表

	Logit model		Probit model		relogit	cloglog
	(1)	(2)	(1)	(2)		
firstratio	-9.19*** (3.05)	-9.38*** (3.14)	-4.86*** (1.59)	-4.96*** (1.65)	-5.58** (2.20)	-8.21*** (2.84)
cstr2to10	-0.46** (0.23)	-0.45** (0.23)	-0.27** (0.11)	-0.26** (0.11)	-0.31 (0.20)	-0.35** (0.17)
new_industry	3.00** (1.24)	3.40** (1.51)	1.69** (0.67)	1.87** (0.76)	2.06 (1.80)	2.52** (1.17)
crosslist	3.99*** (1.23)	4.07*** (1.27)	2.17*** (0.65)	2.22*** (0.67)	2.91*** (0.91)	3.42*** (1.05)
lnasset	-0.14 (0.31)	-0.24 (0.33)	-0.10 (0.16)	-0.16 (0.18)	-0.08 (0.26)	-0.18 (0.29)
distinct	0.87 (1.38)	0.77 (1.44)	0.54 (0.69)	0.49 (0.71)	0.72 (1.39)	0.56 (1.30)
doublepos	1.38 (0.99)	1.21 (1.03)	0.70 (0.52)	0.61 (0.56)	0.72 (0.82)	0.98 (0.90)
indepratio	4.57 (5.77)	6.27 (6.21)	2.18 (3.18)	2.98 (3.34)	3.81 (6.15)	6.07 (5.84)
manaholding	10.72 (10.56)	13.39 (10.96)	6.50 (5.47)	7.45 (5.56)	5.67 (7.91)	12.13 (10.07)
parent	2.62 (2.48)	2.53 (2.44)	1.52 (1.32)	1.47 (1.29)	0.56 (1.11)	1.99 (2.16)
countrycontr	-0.12 (0.93)	-0.10 (1.02)	-0.08 (0.47)	-0.14 (0.50)	-0.32 (1.00)	0.04 (0.94)

	Logit model		Probit model		relogit	cloglog
	(1)	(2)	(1)	(2)		
tobinq		-0.38 (0.43)		-0.18 (0.23)	-0.21 (0.42)	-0.44 (0.38)
capitalratio		0.87 (2.61)		0.57 (1.17)	4.42*** (1.33)	0.92 (2.41)
lev		0.69 (4.88)		0.49 (2.53)	0.06 (3.83)	-0.69 (4.06)
margin		0.78 (1.21)		0.34 (0.72)	1.86*** (0.50)	0.71 (1.04)
entropy	0.57 (1.49)	0.29 (1.61)	0.55 (0.73)	0.41 (0.79)	0.38 (1.39)	-0.02 (1.43)
Constant	-3.77 (7.27)	-1.47 (8.00)	-1.70 (3.79)	-0.37 (4.34)	-2.45 (6.59)	-1.67 (7.20)
Observations	165	162	165	162	162	162
Pseudo R ²	0.45	0.47	0.46	0.47		

***表示 99%显著水平，**表示 95%显著水平，*表示 90%显著水平，括号中为标准误

在表 2 中，在 Probit 模型 (2) 中，firstratio 变量前的系数为-4.96，显著水平为 99%，平均意义下，大股东持股比例上升 10%，公司选择分拆上市的概率下降 0.496%，说明大股东持股比例更高的公司更倾向选择整体上市。cstr2to10 变量前系数为-0.26，显著水平为 95%，平均意义下，小股东股权集中程度变量上升 1 个单位，公司选择分拆上市的概率下降 0.26%，说明小股东持股比例集中的公司更容易选择整体上市，再次印证了假设 H2 的猜想。其次 new_industry 变量前系数为 1.87，显著水平为 95%。平均意义下，相较于没有新

兴行业或创新性的子公司的公司，包含新兴行业或者创新性的子公司的公司选择分拆上市的概率高出 1.87 个百分点，说明包含新兴行业或者创新性的子公司的公司更倾向分拆上市，印证了假设 H3 的猜想。crosslist 变量前系数为 2.22，显著水平为 99%。平均意义下，相较于没有一般上市公司，跨多个股票市场上市的公司选择分拆上市的概率高出 2.22 个百分点，说明跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司，印证了假设 H4 的猜想。

类似地，在 Logit 模型（2）中，firstratio 变量前的系数为-9.38，显著水平为 99%，平均意义下，大股东持股比例上升 10%，公司选择分拆上市的概率下降 0.938%，说明大股东持股比例更高的公司更倾向选择整体上市。cstr2to10 变量前系数为-0.45，显著水平为 95%，平均意义下，小股东股权分散程度变量上升 1 个单位，公司选择分拆上市的概率下降 0.45%，说明小股东持股比例集中的公司更容易选择整体上市，再次印证了假设 H2 的猜想。其次 new_industry 变量前系数为 3.40，显著水平为 95%。平均意义下，相较于没有新兴行业或创新性的子公司的公司，包含新兴行业或者创新性的子公司的公司选择分拆上市的概率高出 3.4 个百分点，说明包含新兴行业或者创新性的子公司的公司更倾向分拆上市，印证了假设 H3 的猜想。crosslist 变量前系数为 4.07，显著水平为 99%。平均意义下，相较于没有一般上市公司，跨多个股票市场上市的公司选择分拆上市的概率高出 4.07 个百分点，说明跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司，印证了假设 H4 的猜想。

尽管 Logistic 回归模型具有假设宽松、形式简洁、易于解释等优点，但在实际研究过程中，当因变量分布不均衡时，模型的残差方差较大，会导致传统 Logistic 模型产生有偏的预测结果（魏瑾瑞等，2016）。在本文所研究的样本中，公司选择分拆上市的比例很低，使用传统 Logistic 回归模型的效果也就打了折扣。针对这一问题，虽然可以通过抽样的方

法提高建模样本中选择分拆上市的公司比例，但这样做一方面会丧失许多优质上市公司的数据，减少样本量；另一方面，样本配比的选择也没有公认的标准。

与此同时，西方学者 Asher et al. (2011)，Haem et al. (2015) 在医学现象研究中开始使用稀有事件 Logistic 回归 (Rare Events Logistic) 方法。其思想是基于稀有事件发生的概率，对传统 Logistic 回归结果进行校正。具体校正方法分为先验校正和加权校正。

Prentice 和 Pyke(1979)首先提出了根据总体中因变量 $Y = 1$ 的抽样概率进行先验校正 (prior correction) 的 Relogit 方法。由于样本选择容易产生偏差，抽样概率与总体概率之间存在难以克服的差异，Zare et al. (2013) 又在此基础之上提出了加权校正 (Weight Correction) 的 Relogit 方法。相比于传统 Logistic 回归模型，Relogit 模型根据实际概率确定样本观察单位的权重，并且允许更大的建模样本，模型的估计更加准确。在稳健性检验中，本文设计了这两种考虑稀有时间偏差影响的 Logit 模型，发现上述结论依旧稳健。

资产规模 (lnasset) 和业务集中度 (entropy) 两个变量的回归系数不具有统计显著性，说明假设 H1 和 H5 并不能被实际数据所支持。模型结果与理论假设的偏差可能由如下两个因素导致：(1) 中国资本市场对于公司上市的审核较为严格，规模较小的公司很难越过上市门槛，因而获得上市资格的公司都是资产规模较大的公司，资产规模变量上的差异较小，管理层在考虑上市选择时一般不会着重考虑资产规模带来的影响；(2) 中国资本市场融资约束非常强，企业融资需求十分迫切。尽管多元化经营可以帮助公司形成一个内部资本市场来协调内部资源，一定程度上缓解融资压力，但是无法从根本上满足公司迫切的融资需求，因而管理层在考虑上市选择时也不会特别考虑多元化战略带来的影响。上述猜想需要在后续研究中做进一步细致检验。

4.3 小结

通过上述实证分析，可以发现 H2、H3 和 H4 的猜想基本可以得到验证且结果稳健性较高，但是 H1 和 H5 的猜想并不能被实际数据所支持，需要在后续研究中做进一步细致检验。

从整体角度来看，公司上市选择行为具备以下特征：（1）大股东持股比例更高的公司更倾向于整体上市；（2）包含新兴行业或者创新性的子公司的公司更倾向分拆上市；（3）跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司。

传统理论中，资产规模更大、多元化程度更高的集团公司更倾向分拆上市子公司，但是本文并没有发现有利的实证证据支持该结论。模型结果与理论假设的偏差可能由如下两个因素导致：（1）中国资本市场对于公司上市的审核较为严格，规模较小的公司很难越过上市门槛，因而获得上市资格的公司都是资产规模较大的公司，资产规模变量上的差异较小，管理层在考虑上市选择时一般不会着重考虑资产规模带来的影响；（2）中国资本市场融资约束非常强，企业融资需求十分迫切。尽管多元化经营可以帮助公司形成一个内部资本市场来协调内部资源，一定程度上缓解融资压力，但是无法从根本上满足公司迫切的融资需求，因而管理层在考虑上市选择时也不会特别考虑多元化战略带来的影响。

五、案例分析

5.1 案例素材

本文从分拆上市和整体上市角度，分别选取了有代表性的两家公司，平安集团和温氏集团作为案例。案例的撰写过程主要是对两家企业的相关条线高管进行访谈（访谈情况见附录 B），结合上市公司相关公开数据（wind & 官网）及我本人对两家企业的了解信息，从多元化的战略布局到资本市场的相关发展进程，分析两家企业的行为选择。

5.2 中国平安集团

中国平安集团成立于 1988 年，是中国第一家股份制保险公司，1992 年成立集团公司发展至今成为中国为数不多的综合金融服务集团，业务多元，涵盖保险、银行、投资、科技等。中国平安 2004 年在香港联交所主板上市（代码：2318.HK），2007 年在中国 A 股上市（代码：601318）。中国平安集团至今已成功运用吸收合并模式实现对平安银行的绝对控股，培育的平安好医生于 2018 年在香港成功上市，金融壹账通在美国上市在即；同时多个科技和新兴子公司也在酝酿分拆上市。因此，本文选取中国平安集团案例分析分拆上市的行为选择。

中国平安的发展目前已经走过了三个阶段，正在迈进第四个阶段：1988 年至 2002 年奠定现代保险基础，2002 至 2009 年打造综合金融战略，2009 年至 2018 年实践并深耕综合金融，探索金融科技，推动科技创新，2019 年以来，中国平安不断深化“金融+科技”的战略目标，同时探索“金融+生态”。从中国平安走过的 31 年，看其多元化的发展：平安集团发展的第一和第二阶段，多元化发展其实主要聚焦提升企业竞争力、真正实现企业的内生价值增长方面，目的是把核心的金融业务做大，探索综合金融模式，在这个过程中保险、银

行、投资三大支柱的格局形成并且牢固，在这两个阶段，业务多元，但行业只有一个，就是金融，在聚焦的基础上走向全牌照，2002年设立的科技公司，主要也是解决金融发展中所需要的技术支持。综合性的金融集团有利于在市场竞争中通过业务的交叉、服务的高效以及资源的协同，取得优势，从而创造更大的价值。第三个阶段从综合金融走向科技创新，主要是传统金融行业本身面临的挑战，过去由于垄断带来的利润增长不可持续；在中国平安上市后，投资者给予的估值对平安集团高层也是值得关注的，在传统金融利润走向均衡后，需要寻找新的增长点，科技转型是最佳方向。在这个阶段，平安集团成立了多家科技公司，同时控股了汽车之家，在探索科技创新的路上取得了耀眼的成绩，行业培育多元且分散；第二、三阶段平安集团的战略是“致力于成为国际领先的综合金融服务集团”。前面三个阶段的多元化发展为第四个阶段打下了坚实基础，该阶段平安集团的战略是“国际领先的科技型个人金融生活服务集团”，重点深化“金融+科技”，探索“金融+生态”。本阶段的多元化主要聚焦五大生态圈：金融服务、健康医疗服务、汽车服务、房产服务、智慧城市。平安集团的多元化进程，总结起来就是从行业聚焦、行业垄断到行业多元的过程，整个过程的战略转型都是紧紧围绕“为公司创造价值，为股东创造价值”展开的。

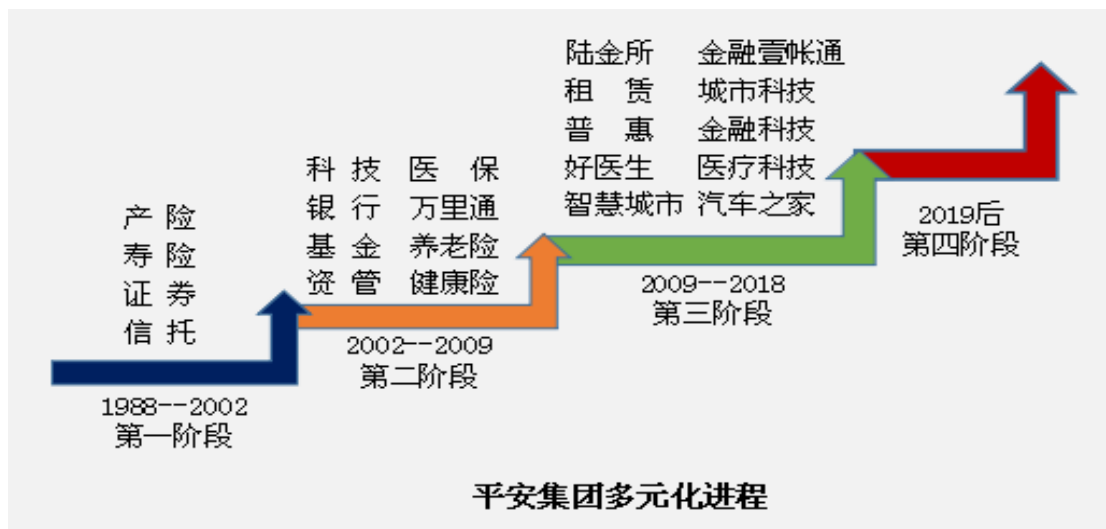


图 1 平安集团多元化图

数据来源：手工整理

平安集团走向多元化的过程，是不断获得资本和运用资本并购的过程，也是创新培育的过程；在这个过程中，平安的资本运作、尤其是分拆创新科技板块在香港等地上市也具有一定的代表性。1994 年摩根高盛入股平安，1996 年平安收购珠三角信托（后为平安信托），开始介入信托业务；2002 年汇丰入股平安（2018 年平安成为汇丰的第一大股东）；2004 年在香港联交所主板上市，2007 年在中国 A 股上市。在银行方面，2003 年收购福建亚洲银行，银行业务有了开端，2006 年收购深圳市商业银行（即原平安银行），2011 年平安收购深发展（其中值得注意：新桥转让持有深发展 16.76%即 5.2 亿股给平安，平安增发 H 股 2.99 亿股作为支付新桥对价，基于 H 股没有增发限售的强制规定，A+H 股的跨市场操作），深发展向平安两次非公开发行股份，平安通过换股吸收合并方式收购深发展，持股比例达到 52.4%，成为控股股东。2016 年收购了澳洲电信持有在美国纽交所上市的汽车之家（16 亿美元收购汽车之家 47.4%的股份），战略参股地产行业绿地集团、碧桂园、华夏幸福、旭辉及其他行业相关公司。

除了收购控股、入股外，平安集团每年拿出营业收入的 1%投入到科技领域，截止 2019 年 3 月，投入到科技上的资金超过 500 亿元人民币，拥有科技从业人员 9.9 万人，研发人员 2.9 万人，并引进了多位相关领域顶尖的首席科学家。在平安集团相关架构下（包括海外控股、资管、创新资本及拆 VIE 结构等），重点培育了陆金所、好医生、医保科技、金融壹账通、城市科技、智慧城市，多个成为全球投资者热捧的独角兽，投资人包括软银等国际知名投资方，估值均超过 50 亿美元，合计估值超过 700 亿美元。其中，平安好医生，全称平安健康医疗科技有限公司，是中国最大的互联网医疗平台，2018 年成功实现分拆并在香港联交所主板上市（代码 1833.HK），上市当日收盘总市值达到 584.88 亿元港币，创下当年香港最大规模 IPO；好医生的成功上市为平安培育独角兽分拆上市起到标杆作用。此外，截止 2019 年 3 月，陆金所完成 C 轮融资，最新估值 394 亿美元；金融壹账通、医保科技、城市科技等均已经完成或者进入相关轮次的融资。目前，平安集团分拆多个创新科技公司 IPO 的进程正在不断加快，相关投行机构正在积极介入中，该举动在资本市场有一定的代表性，也比较成功。同时，此类创新科技为平安集团的金融主业的发展起到了巨大的提升作用；截止 2019 年 3 月末，平安相关科技公司在全球申请的科技专利达到 15316 项，PCT 及境外专利申请 3761 项，在国际金融机构里位居前列；科技公司在人工智能、区块链、云计算、大数据等领域对传统金融进行赋能，诸如在寿险领域的智慧客服、销售管理和客户经营运用，在产险领域的极速查勘、理赔服务以及银行智能 OMO 等方面的运用成效显著。在探究多元化集团通过吸收合并借壳方式、培育分拆科技板块上市的过程中，发现平安集团的多元化之路主要是基于转型发展和降低风险两点考虑，转型发展主要是为了提高企业核心竞争力，为股东创造价值，业务多元经营风险会小一些，更加稳健。但是不同行业的差

异性大，估值难以统一，高成长的科技企业往往估值更高，如果不分拆上市，价值容易被忽视。

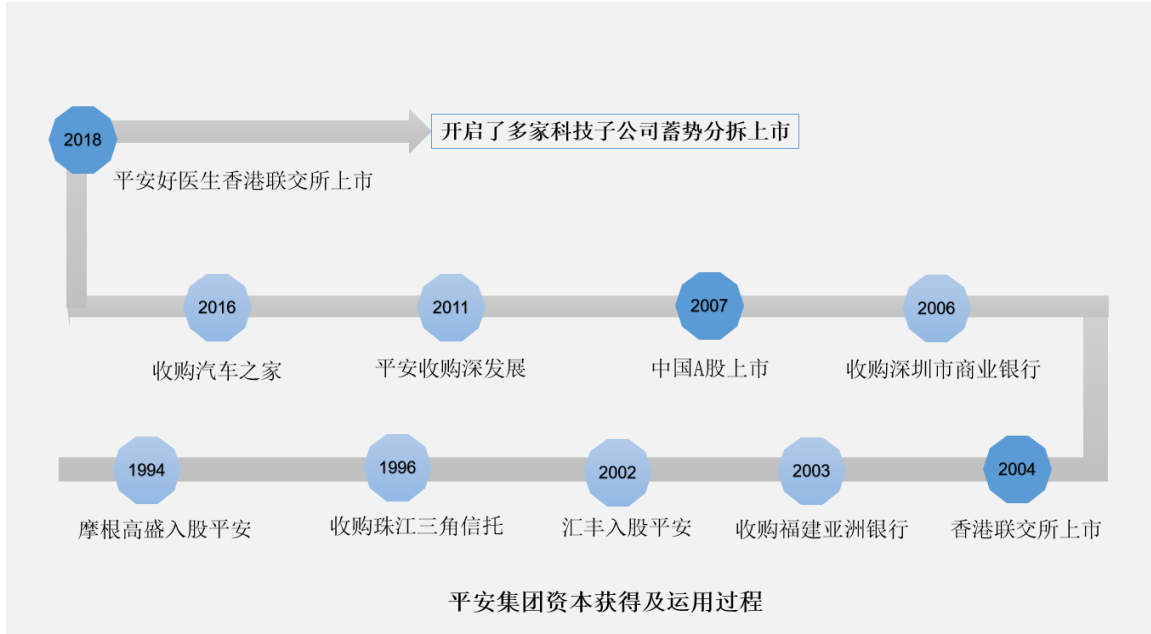


图 2 平安集团资本获得及运用过程

数据来源：手工整理

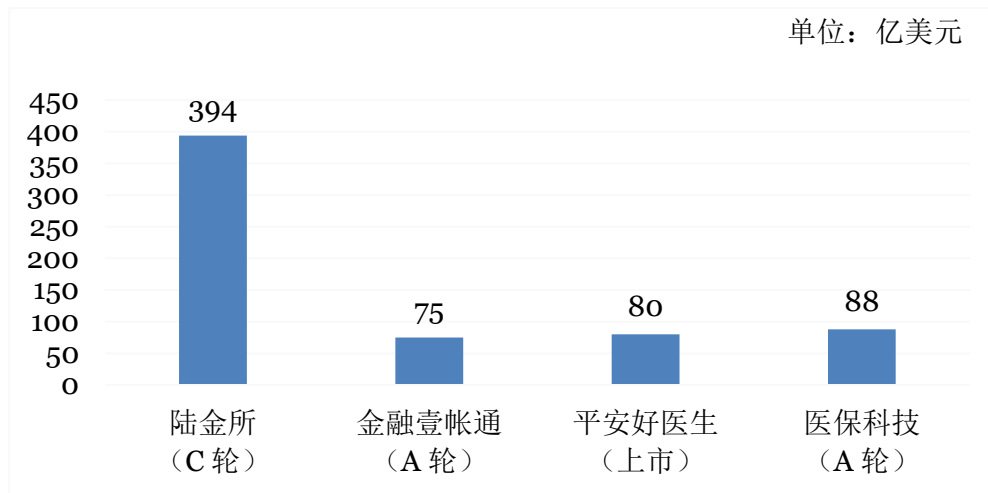


图 3 培育的科技子公司估值及市值

数据来源：手工整理

平安投资和分拆过程中，也存在终止和不成功的项目。其中，自 2014 年以来开始酝酿的平安证券分拆到香港上市，聘请了国际投行高盛，期间通过了董事会和股东大会，并于 2016 年 6 月 15 日公告了董事会议案“同意平安证券改制并在完成改制后在香港联交所 H 股主板上市”。平安集团拟分拆平安证券在香港上市，主要是从提升平安证券本身在行业的核心竞争力、独立平台业务能力、独立板块估值等进而提升平安集团的整体估值等方面考虑的；但是，在改制完成后，由于行业属性、上市时机和市场选择等方面的因素，投资者和市场给予的估值并不如预期，考虑到分拆对证券本身独立平台业务能力、独立估值和平安集团总体估值的贡献并不大，所以在香港分拆上市的计划搁置了。另外，平安在投资欧洲富通方面也带来些损失。

平安集团在多元化发展和转型变革过程中，积极走向资本市场，在 A 股和 H 股成功上市，并运用并购、创新孵化分拆等方式，使得公司营业收入、利润总额、资产总额和市值方面有较快增长，在全球资本市场得到广大投资者的认同。截止 2018 年末，平安总资产 71430 亿元，营业收入 10821 亿元，净利润 1205 亿元。平安上市以来，总资产年均复合增长率为 26.5%，营业收入年均复合增长率为 22.5%，净利润年均复合增长率为 29.8%。在创新科技培育方面，累计投入超过 500 亿，科技业务的资产规模仅占平安集团的 2%，收入占比达到 3%，利润贡献达到 12%；科技业务的资产回报率较好，超过 10%，明显高于其他板块，对平安集团整体估值的提升有较大作用。平安上市以来，在稳健的综合金融背景下，2005 年市值过千亿；在大综合金融模式和科技子公司的孕育、赋能下，2017 年市值过万亿。2003 年至今，总资产和市值变化如下：

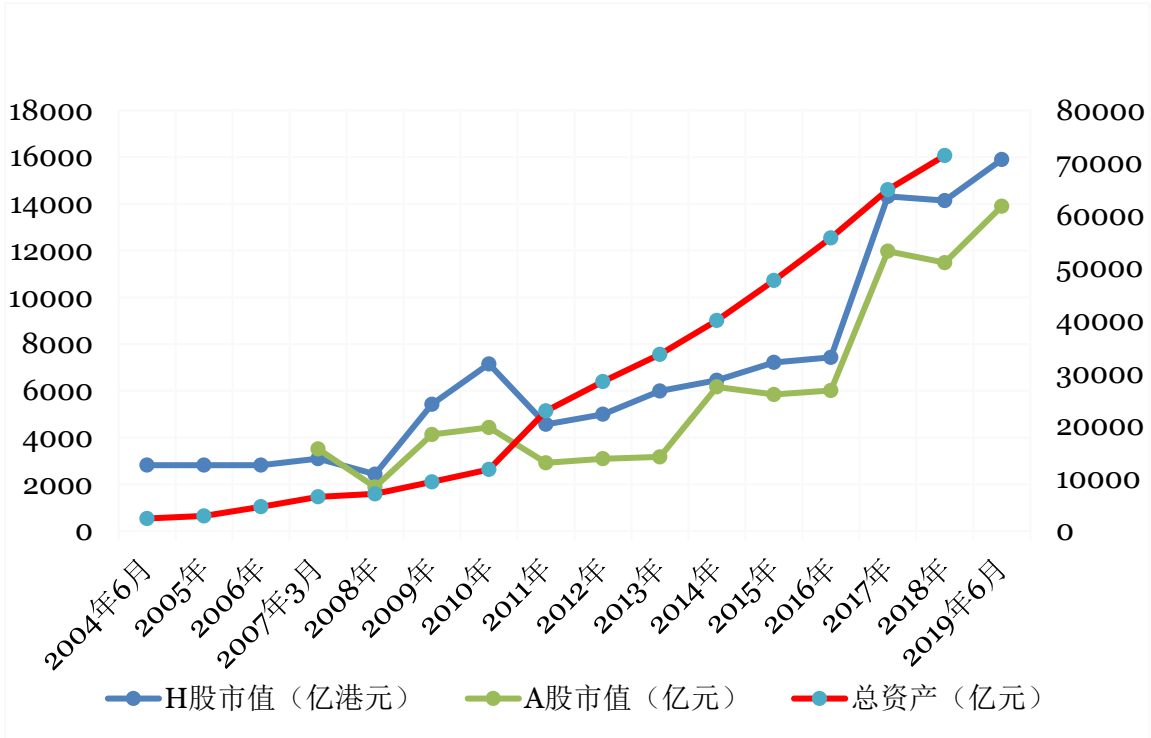


图 4 中国平安上市总资产及市值

数据来源：wind 数据库

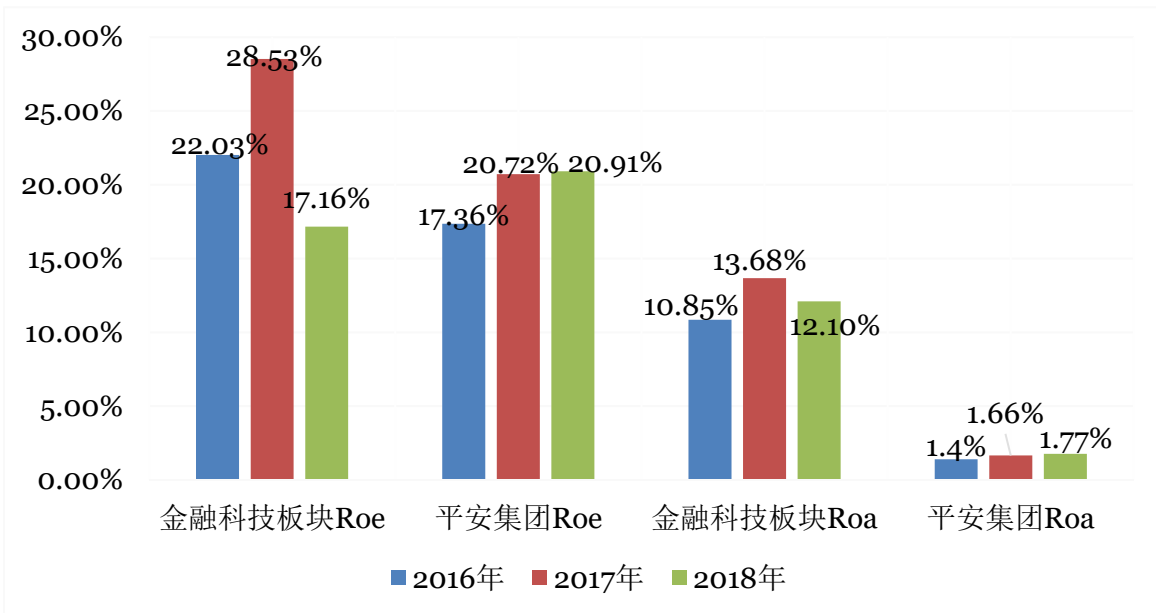


图 5 平安集团与科技金融板块 ROE、ROA 比较

数据来源：wind 数据库

表 3 品牌价值评估表

年份	美国《福布斯》 上市 2000 强排名	英国 BrandZ 品牌 价值评估（亿美元）	品牌价值比 上年增长%
2014 年	62	124	—
2015 年	32	141.4	14%
2016 年	20	169.1	20%
2017 年	16	172.6	2%
2018 年	10	261	51%
2019 年	7	294.7	13%

数据来源：手工整理

特别备注：2019 年由英国 Brand Finance 评出中国平安最新品牌价值 576.26 亿美元，比 2018 年增加 250 亿美元，价值增长率为 77%

综上所述，平安集团的发展一方面得益于多元化的战略和对创新科技的提前布局、差异化培育，另一方面更得益于资本市场与跨资本市场迎来的分拆机会。在分析平安对于资本市场一系列的行为选择时，我也认真听取了平安集团相关条线高管的解答（详见访谈整理）并结合实际，总结下来，中国平安所有的转型和资本市场相关行为选择都是以提升企业内生价值为核心目标，最终为股东和公司创造价值，基于此核心目标，依据以下三点展开：第一，A+H 跨市场上市，更加国际化，在提升平安集团整体价值的同时增加投资人对孵化创新科技的价值认同度。跨市场上市，完善信息披露，满足不同准则下的会计制度和法律制度等，提高公司经营和治理水平，提升品牌传播度，让市场了解平安集团，让投资者认同并给予较为合理的估值；同时，新培育的科技公司也能被市场及早认识并给予更高的估值，让分拆上市的价值最大化。第二，A+H 跨市场上市，充分把握基于政策差异和市场

成熟度带来的价值增长机会，尤其是在创新科技公司分拆的机会把握和估值提升方面。对于分拆机会，存在政策红利，香港和美国市场分拆上市的机制比较完善；中国 A 股截止 2019 年初政策很大程度上都不支持分拆上市，科创板的开启可能让中国 A 股的分拆成为可能并将孕育更多的机会。对于估值，上市相关市场均有各自固定的投资人，不同的投资人对风险的接受程度和行业估值存在差异，对于科技行业，截止 2019 年初美国和香港市场给予的估值更高。机会和估值也可能受政治等因素影响，有不同的表现，时机把握很重要，总之跨市场价值选择机会更多。第三、创新科技子公司和行业估值明显高于金融主业的公司在条件允许和市场机会比较好的情形下果断分拆。平安多元化背景下，反映在资本市场上的行业估值存在差异，给买卖双方的分析师建立估值模型带来困难，很难实现一致性；尤其是收入贡献少或者差异比较大的行业估值容易被忽略或者很难真正追踪反映其价值。投资者对于新模式给予的预期比较高，他们相信用户量的急剧增长，盈利模式的创新等带将来行业的高增长，分拆上市能够较好地将创新科技子公司的价值体现出来。

基于以上三点，我认为，平安集团的资本市场行为选择与本文研究假设里的 H3（H3：新兴行业或者创新性的子公司更可能被分拆上）和 H4（H4：跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司）保持一致性，相关假设得以印证。

5.3 温氏集团

温氏集团（下文也称“温氏股份”），创立于 1983 年，是以畜牧养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧业企业，2015 年 4 月 28 日温氏集团换股吸收创业板大华农(股票代码：300186)在深交所创业板成功整体上市，更名为温氏股份(股票代码：300498)。

温氏集团以换股吸收合并方式实现整体上市有一定代表性，分析其动因，本文梳理温氏集团整体上市的整个过程，大致分为四个阶段。第一阶段：企业创立。温氏集团前身叫**簕竹鸡场**，**1983**年成立，由**7户8**个村民合资入股成立，每股**1000**元，共集资**8000**元。成立之初**8**人出资额和股份相同，温鹏程是发起人。第二阶段：全员持股。**1993**年温氏开始推行全体员工持股的股份合作制，**1999**年温氏变更为有限责任公司，确定了公司的自然人和工会持股，**2012**年变更为股份有限公司时，持股员工数增到**6789**人，比例超过**80%**，无单一股东持股超过**5%**，温氏家族及其一致行动人合计持有温氏集团**15.92%**股份为第一大股东，也是温氏集团经营实际控制人。第三阶段：创建大华农并培育上市。**2002**年基于禽流感等疾病的防御，为疫苗培育及技术研发，温氏集团实际控制人与华南农业大学等相关单位共同组建大华农（全名广东大华农动物保健品股份有限公司），并于**2011**年**3**月**8**日在创业板挂牌上市。温氏家族及其一致行动人合计持有大华农**22.50%**股份，为第一大股东，也是大华农经营实际控制人，截止**2014**年底大华农股东数为**28519**人。第四阶段：整体上市。**2013**年底，随着证监会相关政策对股东超过**200**人问题给予松绑，温氏集团开始启动整体上市，**2015**年**4**月**28**日温氏集团整体上市。温氏家族及其一致行动人合计持有温氏股份**16.71%**，也是单一最大股东及实际控制人。截止致**2018**年整体上市后的温氏股份股东数约为**41000**人。四个阶段温氏家族及其一致行动人持股比例及对应股东数量见下表：

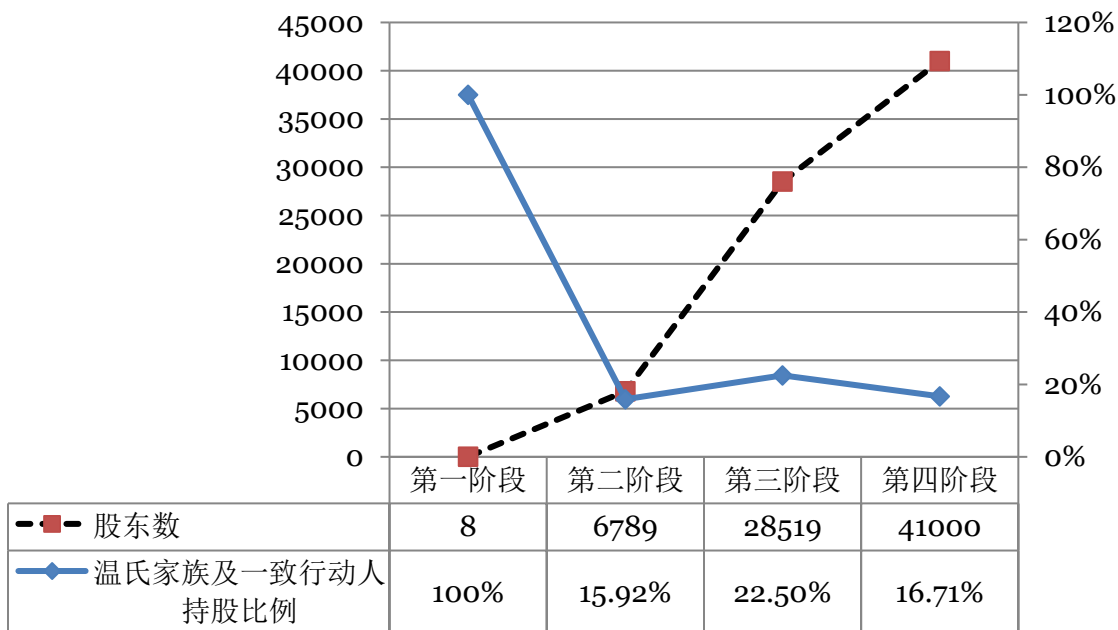


图 6 股东及大股东持股比例图

数据来源：wind 数据库 手工整理

表格数据分析说明：第三、第四阶段，由于企业上市带来了股东数量的大量增加。第三阶段整体上市前，温氏家族及一致行动人占股数 22.50%，到第四阶段整体上市后，股东数量上升到 40000 以上，温氏家族及一致行动人占股数有所下降，但还是保持 16.71%，两个阶段均是单一最大的股东及实际控制人，可见，温氏家族在温氏集团吸收合并大华农过程中持股比例前后虽有变化，但均保持第一不变，温氏家族并未失去公司的实际控制权，这有利于保证吸收合并后新上市公司经营的稳定和连续性，及成熟的经营模式的继续推广实施。

整体上市从各方面实现了股东利益最大化。温氏集团 2013 年末归母股东权益合计为 122.38 亿元,2014 年末归母股东权益合计为 145.48 亿元，较上年增长 15.9%，2015 年整体上市后,年末归母股东权益合计为 222.64 亿元，较上一年增长 53%。

表 4 归母股东权益表

项目 年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
归母股东权益(亿元)	122.38	145.48	222.64	304.61	326.17	345.68

数据来源：wind 数据库

温氏集团以换股方式吸收合并大华农，温氏集团当次估值交易价格约为 520 亿元。温氏集团人力、管理、研发、遍布全国的合作商户、“公司+农户”的轻资产的经营模式、与商户多年稳定的合作关系（商户收入逐年提高），以及未来商户可能带给企业的价值估算等无形资产的得到了增值。这些无形资产的综合计算，导致温氏集团估值的增加，给温氏集团所有股东带来了很高的收益，尤其是控股股东温氏家族及其一致行动人。温氏集团整体上市首日市值达到 2087 亿，温氏集团发起人及温氏家族成员高管共 48 人，上市后股票价值均超过亿元，超过千人的原有股东股票价值均超过千万元。而上市企业的全员持股方式稳定了企业队伍，员工既是企业所有者也是劳动者双重身份，员工可以充分享受企业快速发展带来的红利。截止 2018 年末，总资产达到了 539.5 亿，营业收入达到 572.44 亿，公司净利润达到了 42.56 亿，虽然在此期间受禽流感及猪肉价格波动等因素的影响，公司整体上市后各项经营指标保持稳定快速增长。

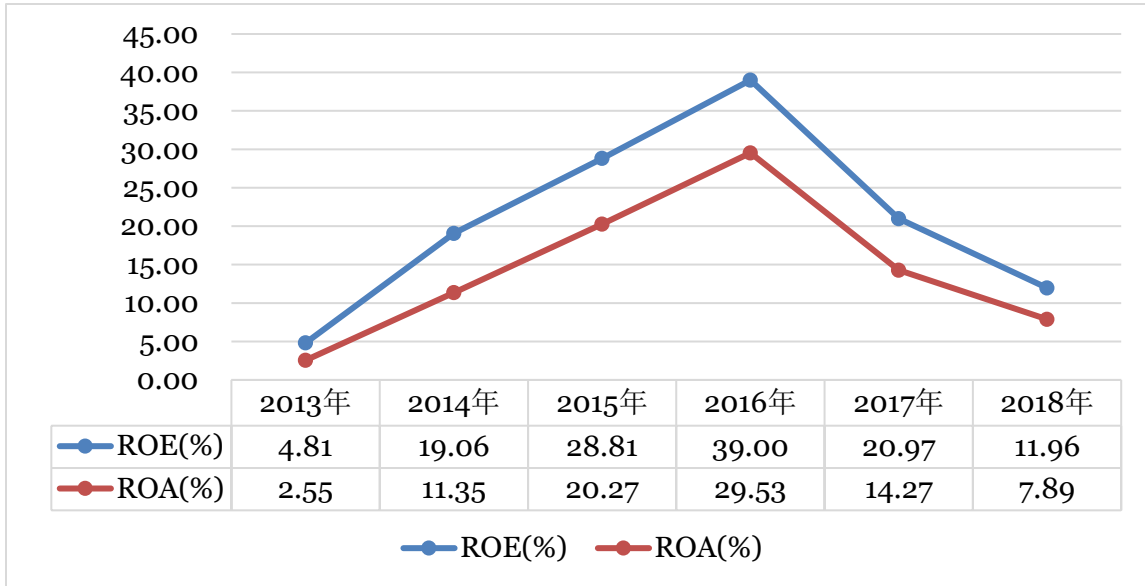


图 7 收益图

数据来源：wind 数据库

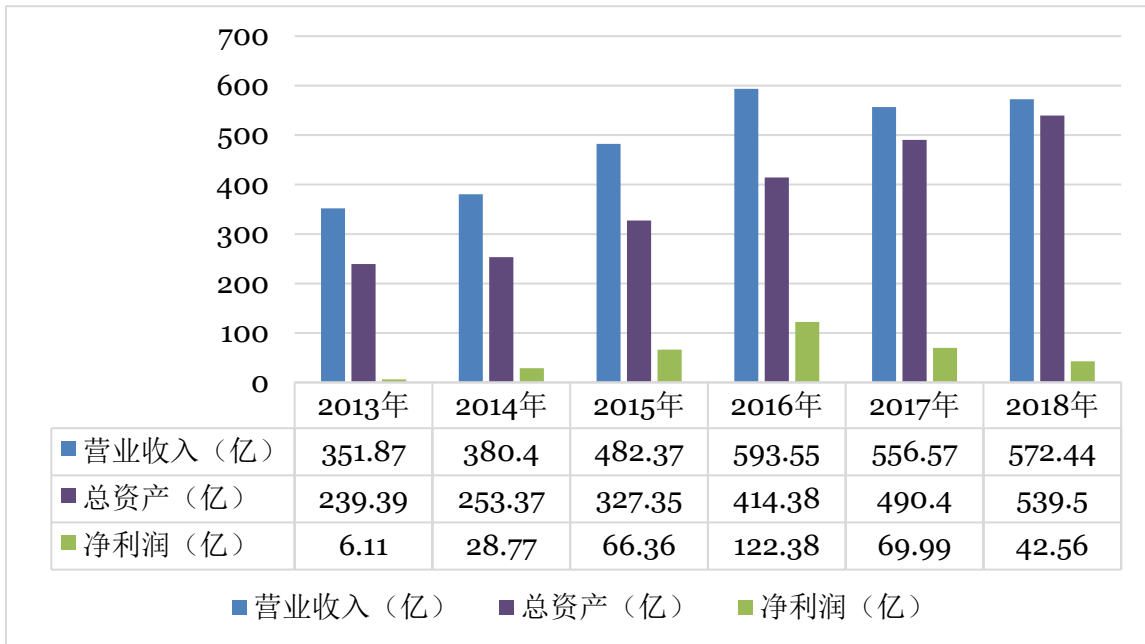


图 8 资产收入对比表

数据来源：wind 数据库

温氏集团成立以来一直聚焦于主业，从传统养鸡发展到以畜牧养殖为核心的畜牧繁殖、生鲜销售、饲料加工、食品加工、生物制药、农牧设备制造、金融投资的七大产业集群，并形成了产业链的闭环；尤其是整体上市后，通过金融投资引领，科技赋能养殖，成功实现行业垄断。温氏集团的金融投资主要聚焦于跟其产业相关的上下游标的直接投资和兼并收购方式，达到培育和整合的目的，以不断完善产业链，提升在行业的综合实力为目标；在生物制药和饲料加工方面，重视技术的更新与研发，从育苗、兽用生物制品、兽用药物制剂、保证饲料来源等方面着手，保证生产与质量；温氏集团的养殖模式以轻资产为主，农牧设备科技含量高，产销加工多元化发展，生产、加工、运输等方面多元化协同发展，有利于降低成本，实现由于垄断带来的超额收益并能抵御疾病风险和不同产业价格的波动，从而较好促进公司经营得到长足稳定的发展，提高了公司绩效，提升了公司的竞争力，也实现了股东利益价值最大化。



温氏股份多元化产业链图

图 9 温氏股份多元化产业链图

数据来源：手工整理

温氏集团在超过 6000 名股东时得以吸收合并大华农实现整体上市，上市后继续保持全员持股并扩大范围至 40000 多人，股东数目量多。分析温氏股份整体上市的过程可以发现，在股份如此分散的前提下能走向资本市场的统一，得益于创始人温氏家族为实际控制人，更得益于温氏家族及一致行动人持有股份的比例所体现出来的大股东地位，在这样的股权架构下，使得温氏集团的战略得以有效实施并可持续。温氏集团的全员持股案例和独特的股权结构，共担共享的经营模式，真正体现了股东当家作主，股东为自己创造价值即为公司创造价值，将公司和个人紧密联系在一起。温氏集团整体上市情形，从实际案例角度对本文提出的研究假设 H2 作出了印证。另外，温氏股份的多元化主要是跨地域和业务多元，但都紧紧围绕养殖，行业的相关性高，整体上市能较好提升市场占有率和品牌效应，从而实现行业的相对垄断，为公司创造更大的价值。

5.4 小结

本文将案例分析中中国平安集团和温氏集团的公司特征和上市选择汇总于表 5 中，可以发现中国平安集团具备较大资产规模、大股东地位不突出、股权分散、包含若干创新性子公司、跨市场发行股票（A+H 股）、不相关多元化发展等特征，由此可以印证研究假设里的 H3（H3：新兴行业或者创新性的子公司更可能被分拆上）和 H4（H4：跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司）。相比之下，温氏集团具备较小资产规模、大股东地位突出、股权分散、主业突出、相关多元化发展等特征，由此可以印证研究假设里的 H2（H2：大股东持股比例更高的公司更倾向于整体上市）。

表 5 中国平安集团和温氏集团的公司特征和上市选择

公司特征	中国平安集团	温氏集团
资产规模	大	小
大股东持股比例	低，股权分散	高，股权分散
具有新兴行业或者创新性的子公司	是	否
跨多个股票市场上市	A+H股	仅A股
多元化集团	是，不相关多元化	是，相关多元化
上市方式	分拆上市	整体上市

六、问卷调研

6.1 调查问卷及情况

此次调查采用线上问卷形式(问卷见附录 C, 包括个人特征题 3 个, 相关专业题 8 个, 开放式题目 1 个, 共计 12 题。其中相关专业题包含 4 个多项选择题, 3 个单项选择题, 1 个简答题。本次调查共发出问卷 97 份, 收回有效问卷 97 份, 所有被调查对象均为投行业务相关人士, 其中 56 人从业经历超过 5 年以上, 被视为资深从业者, 其余 41 人被视为一般从业者。下述多选题各选项百分比为该选项被选择次数与有效答卷份数, 即选择该选项的人次在所填写人数中所占的比例, 各选项百分比之和存在大于 100% 的情形。

6.2 上市方式与公司特征的关系

表 6 分拆上市与整体上市的公司特征

	分拆上市			整体上市		
	全部	资深从业者	一般从业者	全部	资深从业者	一般从业者
资产规模大	82.5%	80.4%	85.4%	39.2%	51.8%	22.0%
杠杆率高	11.3%	5.4%	19.5%	7.2%	10.7%	2.4%
股权集中	20.6%	23.2%	17.1%	47.4%	42.9%	53.7%
国有企业	15.5%	14.3%	17.1%	26.8%	28.6%	24.4%
账面市值比高	27.8%	32.1%	22.0%	16.5%	19.6%	12.2%
交叉上市(A+H股)	22.7%	25.0%	19.5%	8.2%	7.1%	9.8%
主营业务占比高	13.4%	17.9%	7.3%	48.5%	46.4%	51.2%
利润率高	20.6%	25.0%	14.6%	14.4%	14.3%	14.6%
处于新兴行业*	70.1%	73.2%	65.9%	11.3%	16.1%	4.9%
业务相关度高	9.3%	10.7%	7.3%	60.8%	64.3%	56.1%
其他	2.1%	3.6%	0.0%	2.1%	1.8%	2.4%

*全部或部分子公司

从全部被调查结果来看,受访者认为选择整体上市的公司往往具有资产规模大(39.2%)、股权集中(47.4%)、主营业务占比高(48.5%)和业务相关度高(60.8%)等特点。对于后三个特征,资深从业者和一般从业者的认知差异并不大,但是两个群体对于资产规模大这一特征的认知存在较大差异,资深从业者中有 51.8%的人认可该特征,而一般从业者中仅有 22%的人认可该特征,说明资产规模大可能并不是一个选择整体上市公司的公认特征。

另外股权集中这一特征被 42.9%资深从业者和 53.7%的一般从业者选择，进一步印证了股权集中可能是选择整体上市的公司的集体特征。比较有趣的是，被受访者最多选择的业务相关度高（60.8%）为公认的整体上市特征，和主营业务占比高（48.5%）在之前的实证研究中，没有得到证实，这有待之后的研究进一步检验。

相比较而言，受访者认为选择分拆上市的公司往往具有资产规模大（82.5%）和处于新兴产业（70.1%）等特点，资深从业者和一般从业者对此的认知差异并不大，这与本文之前的研究结论一致。特别是受访者对于处于新兴产业这一特征的认同，与本文之前的研究结论一致。但是交叉上市（A+H 股）这一特征的认可度并不算高，分别只有 25%和 19.5%的资深从业者和一般从业者选择该选项。另外，资产规模这一特征并未在之前的实证结果中得到证实，这有待之后的研究进一步检验。

6.3 整体上市

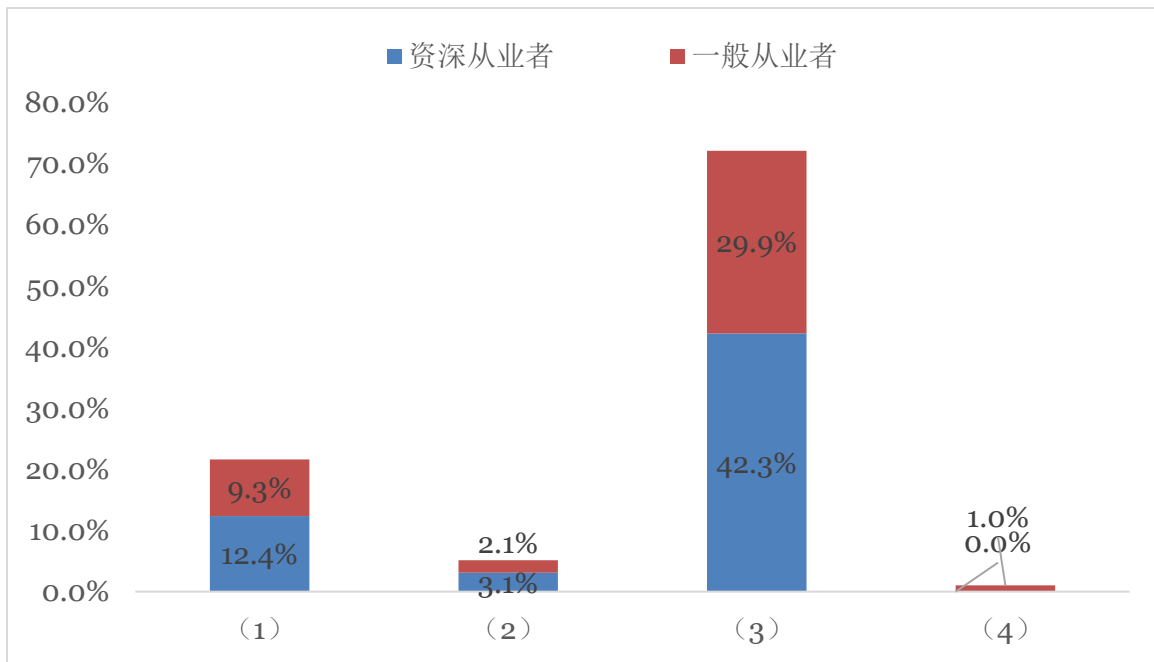


图 10 整体上市中，定向增发对上市公司价值的影响

备注：（1）重大利好，可以增强利益协同，提高资源利用率；（2）重大风险，可能会对大股东进行利益输送；（3）利好与风险并存，但利大于弊；（4）利好与风险并存，但弊大于利

从全部被调查结果来看，72.2%的受访者（其中42.3%为资深从业者，29.9%为一般从业者）认为整体上市过程中，定向增发对上市公司是利好与风险并存，但是利大于弊，这说明大多数投行从业者都意识到定向增发过程中可能带来的潜在代理风险，但是仍旧认可整体上市对公司价值的积极推动作用。更甚有21.7%的受访者（其中12.4%为资深从业者，9.3%为一般从业者）完全认可整体上市的正面作用，认为该重大利好可以增强协同作用，提高资源利用率。上述结果说明，在公司选择整体上市时，委托代理问题并不严重，其潜在风险并不足以抵消其积极影响。本文认为这可能是大股东股权相对集中带来的积极效果，从而与本文检验结果一致。

6.4 分拆上市

表 7 被分拆上市的子公司特征

	全部	资深从业者	一般从业者
处于新兴行业	91.8%	92.9%	90.2%
估值高于行业同类企业	63.9%	69.6%	56.1%
利润率高	36.1%	39.3%	31.7%
信息披露充分	20.6%	26.8%	12.2%
主营业务	13.4%	16.1%	9.8%
与其他业务相关度低	43.3%	44.6%	41.5%
其他	1.0%	1.8%	0.0%

基于调查结果，本文发现受访者普遍认为被分拆上市的子公司往往具有处于新兴行业（91.8%）、估值高于行业同类企业（63.9%）、与其他业务相关度低（43.3%）和利润率高（36.1）等特点，且资深从业者和一般从业者并无较大认知差异。上述结果，一方面进一步印证了本文实证结论，包含新兴行业子公司的母公司更容易选择分拆上市；另一方面也说明，在受访者心中，集团公司往往会选择优质资产进行逐步剥离，释放利好信号，降低信息不对称性，与本文所做的理论推导一致。但是受访者心中认为被分拆上市的子公司往往都来自与其他业务相关度低的版块，这一点并未在实证结果中体现，需要后续研究进一步探索。

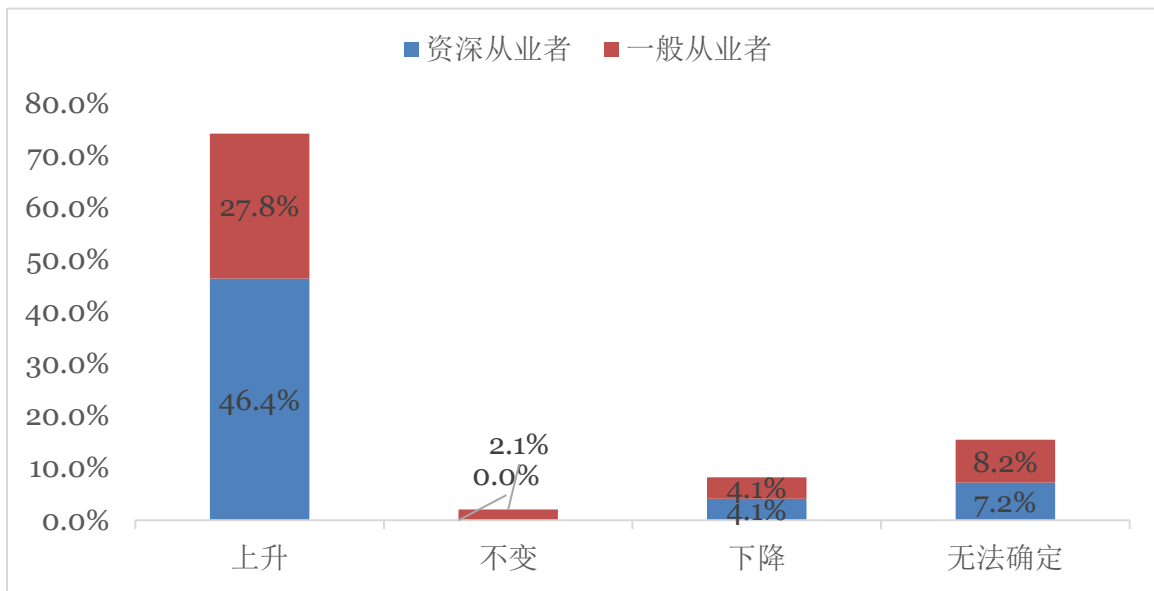


图 11 分拆上市部分子公司对集团公司整体价值的影响

74.2%的受访者（其中 46.4%为资深从业者，27.8%为一般从业者）认为集团公司分拆上市部分子公司后，集团公司整体价值将会明显上升。另外 15.9%的受访者（其中 4.1%为资深从业者，4.1%为一般从业者）认为集团公司分拆上市部分子公司后，难以确定集团公

司整体价值。上述结果为分拆上市的信号理论提供有力证据，说明集团公司在选择分拆上市子公司时往往会导致市场对其整体价值的高估，从而获得额外收益，因而有动机分拆优质子公司，这与本文得到的结论一致。

6.5 择时动机

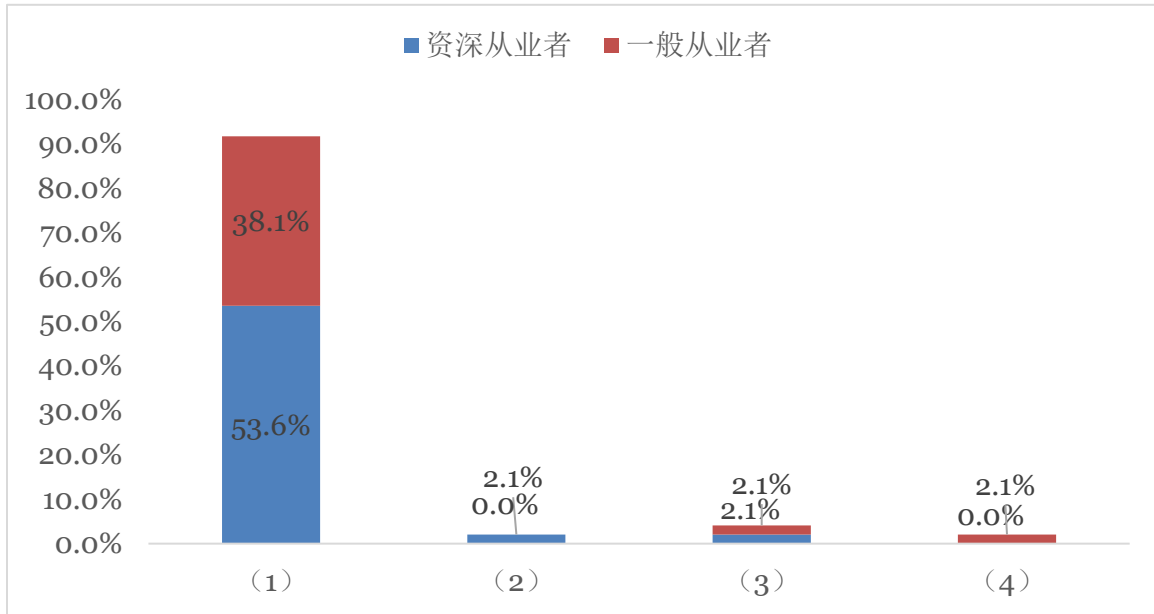


图 12 择时动机对上市选择的影响

备注：（1）两种上市方式的公司都会考虑；（2）只有进行整体上市的公司才考虑；（3）只有进行分拆上市的公司才考虑；（4）两种上市方式的公司都不会考虑

基于调查结果，本文发现认为两种上市方式的公司都会考虑市场行情的受访者高达 91.7%（其中 53.6%为资深从业者，38.1%为一般从业者），说明在受访者心中，无论何种上市方式，择时动机都是影响上市公司管理层决定的重要因素，这与传统择时理论一致，印证了本文提出的理论猜想。

6.6 交叉上市（A+H 股）公司特征

表 8 交叉上市（A+H 股）公司的特征

	全部	资深从业者	一般从业者
资产规模大	77.3%	78.6%	75.6%
国有企业	33.0%	32.1%	34.1%
行业龙头公司	60.8%	67.9%	51.2%
背景深厚	45.4%	44.6%	46.3%
信息披露更充分	46.4%	46.4%	46.3%
杠杆率高	6.2%	5.4%	7.3%
融资成本低	21.6%	23.2%	19.5%
资本运作周期长	24.7%	23.2%	26.8%
主营业务占比大	8.2%	10.7%	4.9%
业务相关度高	14.4%	17.9%	9.8%

调查结果显示，本文发现受访者普遍认为交叉上市（A+H 股）的公司一般具有五个特征：资产规模大（77.3%）、行业龙头公司（60.8%）、信息披露更充分（46.4%）、背景深厚（45.4%）和国有企业（33%），且资深从业者和一般从业者并无较大认知差异。这些特点都说明交叉上市（A+H 股）的公司业绩优异，实力雄厚，在资本市场备受青睐。换言之，跨市场上市特征是一个很强的市场信号，这类公司往往具有更广阔、稳定的融资渠道，从而有足够耐心来培育子公司，并根据市场估值情况，选择最佳时机逐步分拆上市单个子公司来获取最大融资收益，这与文本的理论推导和实证结论一致。

七、结论

7.1 研究结论

科创板的开板和注册制的到来，对促进中国资本市场的改革带来了创新动力，为中国企业在 A 股上市拓宽了空间，对整体上市和分拆上市将带来重要机遇，使得一直受限于政策的分拆上市将成为可能并将获得发展。本文首先从中国资本市场发展状况及当前经济格局等方面的背景着手，分析中国多元化企业发展至今具有的竞争力和价值以及所孕育出来在资本市场整体上市或者分拆上市的机会；从满足市场发展和投资者多层次需求出发，站在中介机构角度提出研究中国多元化公司整体上市或者分拆上市的适用性选择的设想，并在已有理论上大胆创新，提出了基于公司规模、股权集中度、新兴产业、跨市场上市（A+H）方面和多元化特征的五大研究假设，即资产规模更大的公司更倾向于分拆上市、大股东持股比例更高的公司更倾向于整体上市，新兴行业或者创新性的子公司更可能被分拆上市，跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司，多元化集团公司更倾向分拆上市子公司。最后发现数据有力地支持了关于股权集中度、新兴产业、跨市场上市（A+H）方面的三个研究假设，但是无法找到关于公司规模和多元化特征研究假设的证据，本文给出了潜在解释。

为了本文的研究更具学术性和实践指导价值，本文不仅通过数据统计及模型回归进行实证分析，还加入了对中国平安集团、温氏集团的案例分析，同时针对中介投行、研究人员的特定人群进行了分析式调研，结果均较好印证了文本的研究假设。

首先，实证分析部分：对选取的 165 个样本进行描述性统计，设计公司第一大股东持股比例（`firstratio`）、跨市场上市哑变量（`crosslist`）和新兴行业哑变量（`new_industry`）

三个解释变量来进行检验，描述性统计检验结果显示三个变量的平均值具有显著差异，统计显著性达到 99%。本文同时构建 Probit 和 Logit 模型来对公司的上市选择行为进行分析，并构建考虑稀有时间偏差影响的 Logit 模型来对上述结论进行稳健性检验；Probit 和 Logit 模型回归结果均显示显著，很好地印证了本文的研究假设。另外，本文设计了两种考虑稀有时间偏差影响的 Logit 模型，验证结果依旧稳健。

其次，案例分析部分：通过对中国平安集团的多元化进程，资本运作过程、A+H 上市，尤其是创新科技子公司的分拆上市的情况进行分析；平安好医生已经完成在香港联交所分拆上市，陆金所、金融壹账通、医保科技、城市科技等即将实施分拆上市，极具代表性地对跨市场（A+H）上市和新兴行业的研究假设进行了印证。通过剖析温氏集团换股吸收合并大华农实现整体上市，对温氏集团全员持股和大股东（一致行动人持股比例）的研究，相关结果也很好印证了关于股权集中度方面的研究假设。

最后，分析式调研：调查采用线上问卷形式，对 97 位中介机构投行和研究人员的特定人群进行调研。分拆上市与整体上市的公司特征、整体上市中定向增发对上市公司价值的影响两方面的调研印证了股权集中度方面的研究假设，同时，从整体和分拆上市的特征里进一步印证了关于新兴行业的假设。被分拆上市的子公司特征、分拆上市部分子公司对集团公司整体价值的影响两方面调研进一步印证了关于新兴行业的假设。对交叉上市（A+H 股）公司的特征的调研显示跨市场上市特征是一个很强的市场信号，这类公司往往具有更广阔、稳定的融资渠道，从而有足够耐心来培育子公司，并根据市场估值情况，选择最佳时机逐步分拆上市单个子公司来获取最大融资收益，这与文本的理论推导和实证结论一致。择时动机印证了本文的对择时理论的猜想。

同时，在案例分析中发现行业的分散度对于选择整体上市或者分拆上市有一定的影响，这个发现在分析式调研里也得到了印证，但在实证分析方面结果并不显著；分析式调研发现资产规模和主营业务占比也是整体上市和分拆上市均会考虑的因素，同样在实证分析时不显著，案例也较难分析到。这些可能由于本文样本选取的局限性或者受制于当下条件未能清晰分析到该特征，在未来的工作和学习中将继续深度关注，期待在未来技术允许或者条件更为完善的情况下对其作更好验证解释。

本文将实证分析、案例分析和调查问卷研究的结论汇总于表 9，可以看到本文的研究假设基本得到很好的印证，对理论创新和实际工作指导都具有价值，研究该课题极为有意义。

表 9 研究假设与相应证据

研究假设	实证结论	案例分析		调查问卷研究
		中国平安集团	温氏集团	
H1: 资产规模更大的公司更倾向于分拆上市				支持
H2: 大股东持股比例更高的公司更倾向于整体上市	支持		支持	支持
H3: 新兴行业或者创新性的子公司更可能被分拆上市	支持	支持		支持
H4: 跨多个股票市场上市的公司更倾向分拆上市子公司	支持	支持		
H5: 多元化集团公司更倾向分拆上市子公司				支持

7.2 后续建议

7.2.1 政策方面

对于金融和经济的发展应加大支持力度，在促进资本市场健康发展的同时应该给予市场和企业更多的指导、包容；对于资本市场本身，在法制化的基础上促进市场化，避免过多

不必要的行政干预。在全球化和技术变革加快的背景下，政策应该鼓励直接融资，不断提高直接融资比例，关注科技发展和新兴产业培育方面的政策创新；在理解国情的基础上更加开放，不断与国际金融市场接轨，参照国际惯例行事，努力与国际规则对接，鼓励优秀企业在中国 A 股上市，对有新模式、新兴行业、创新技术、有核心竞争力的传统行业等给予更多上市选择，尤其是分拆上市方面的机会。

7.2.2 市场方面

金融创新变革，市场多层次，产品越来越趋向严禁、丰富，对投资者来说是机遇更是挑战，对市场充满信心、积极参与的同时要不断提高对资本市场和自身风险承受能力的认识，保持独立思考，科学投资；在把握资本市场新事物方面，机构投资者不但应该以专业引领市场，建立更为科学的估值体系，提升价值发现的能力，还要充分发挥稳定市场的基石作用。对于投行中介服务机构来说，一方面，必须不断提高专业能力，发挥专业研究能力、定价和销售能力，协助企业精准把握上市时机，并能真实、准确、完整、及时披露信息，保证披露质量；另一方面，从行业研究及产业资源协同等方面运用并购重组服务实体企业；最后，应充分运用科技等手段提升服务的质量和效率，尤其对投资者开户和交易应严格把关，保持交易系统的先进性和稳定运营，利用智能投顾等科技手段更好服务投资者。

7.2.3 企业方面

从投行中介角度看，多元化的大型企业在步入新时代的过程中，想要在行业的领先地位并能继续前行：首先企业家应该站在高点布局战略，充分理解产业供给侧改革，着眼未来的可持续发展，把握新兴产业机会，体质增效；在科技信息时代，充分运用创新科技，把握和运用信息，传承优秀的企业家精神。其次，对于资本市场的开放，要与时俱进，

持续学习并能保持独立思考、守法懂法，诚信经营，合理运用杠杆，持续关注债务结构，对企业的经营提前布局（包括运营架构、财务、人事等安排），择机参与，关注产业的同时也要关注金融大趋势和国际金融局势；最后，企业所有变革和创新，都应该以提高企业的核心竞争力为目标，使企业的内生价值真正实现增长，为股东创造价值，最终能更好地回馈社会。

7.3 研究展望

科创板的开启及 A 股将迎来的改革。2019 年 6 月以来，随着科创板的开板，从中国证监会密集发布的相关政策文件和征求意见稿来看，A 股迎来了新一轮的改革浪潮，展望未来资本市场，机遇和挑战并存，但我个人认为更多的应该是机遇。首先，在市场化进程方面，科创板的定价销售、券商保荐跟投的机制，以及当下处于亏损等情形的企业 IPO 成功，可以看出弱化监管对资本市场的影响，强调专业的研究能力，引导资本市场真正走向市场化。其次，在制度创新方面，科创板遵循的是以信息披露为核心的注册制，改变了以往审核制的做法；同时科创板也进一步明确了分拆上市的准则，允许有核心技术、有新兴产业等成长型的企业上市，从一定程度上促进了资本市场对企业生命周期选择的进化。再者，由于科创板的稳步运行，也推动了证监会对于再融资和并购重组方面政策的松绑以及创业板允许借壳的做法，并进一步酝酿创业板的注册制，这些都预示着中国正在构建更加高效、灵活的资本市场生态体系，不断完善多层级的市场的运行，优胜劣汰，发掘企业价值，为投资者带来更好的标的，分享更多经济发展的成果，让资本市场发展走向更加专业化、法制化、市场化。所以，研究中国企业整体上市或者分拆上市将会是一个持续性、有价值、专业且学术性的话题。

参考文献

- 邓康林,高扬.企业集团整体上市的市场反应[J].财经科学,2010(11):17-25.
- 巩方舟.整体上市的动机及其绩效研究[D].复旦大学,2012.
- 孔宁宁,闫希.交叉上市与公司成长——来自中国“A+H”股的经验证据[J].金融研究,2009(07):134-145.
- 李建标,孙宾宾,李政.风险态度影响信任行为的情景依赖性——实验经济学的检验[J].财经问题研究,2015(03):3-10.
- 李希.A-H股交叉上市、融资约束与投资效率[D].西南财经大学,2013.
- 王峰娟,谢志华.内部资本市场效率实证测度模型的改进与验证[J].会计研究,2010(08):42-48+96.
- 王志彬,周子剑.定向增发新股整体上市与上市公司短期股票价格的实证研究——来自中国证券市场集团公司整体上市数据的经验证明[J].管理世界,2008(12):182-183.
- 魏瑾瑞,吕晓云.Logistic模型对非平衡数据的敏感性:测度、修正与比较[J].统计研究,2016,33(02):79-85.
- 魏明海,万良勇.我国企业内部资本市场的边界确定[J].中山大学学报(社会科学版),2006(01):92-97+127-128.
- 张安榕.后股权分置时代我国集团公司整体上市的动因、模式与特点分析[J].科技广场,2011(02):146-148.
- 张洁梅.国企整体上市的理论基础及其实现途径[J].经济学动态,2009(09):82-84.
- 张奇峰,冯琪,杨龙,孙安琪.企业整体上市会计问题研究——以广药集团为例[J].会计与经济研究,2014,28(04):46-57.
- 章卫东,李德忠.集团公司整体上市与公司股价波动之间的关系探讨[J].财会月刊,2007(35):11-13.
- 张耀月.美的集团换股合并整体上市的背后——美的集团换股合并上市动因分析[J].现代商业,2013(20):68.
- 周必磊.美国债券市场热效应与公司资本结构[J].世界经济,2010,33(09):100-121.
- Akerlof G A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84Q[J]. J. ECON, 1970, 488: 489-90.

- Ansoff H I. Strategies for diversification[J]. Harvard business review, 1957, 35(5): 113-124.
- Asher G W, Archer J A, Ward J F, et al. Effect of melatonin implants on the incidence and timing of puberty in female red deer (*Cervus elaphus*)[J]. Animal reproduction science, 2011, 123(3-4): 202-209.
- Barclay M J, Smith, Jr C W, Morellec E. On the debt capacity of growth options[J]. The Journal of Business, 2006, 79(1): 37-60.
- Baek J S, Kang J K, Lee I. Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean chaebols[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(5): 2415-2449.
- Baker M, Wurgler J. Market timing and capital structure[J]. The journal of finance, 2002, 57(1): 1-32.
- Bayar O, Chemmanur T J, Liu M H. A theory of equity carve-outs and negative stub values under heterogeneous beliefs[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100(3): 616-638.
- Bebchuk L A, Roe M J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance[J]. Stan. L. Rev., 1999, 52: 127.
- Brickley J A. Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: An empirical study[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 12(2): 187-209.
- Chang C, Yu X. Investment opportunities, liquidity premium, and conglomerate mergers[J]. The Journal of Business, 2004, 77(1): 45-74.
- Chowdhry B, Nanda V. Multimarket trading and market liquidity[J]. The Review of Financial Studies, 1991, 4(3): 483-511.
- Frank M Z, Goyal V K. The effect of market conditions on capital structure adjustment[J]. Finance Research Letters, 2004, 1(1): 47-55.
- Fu H. Corporate Disclosure, Information Asymmetry and the Market Reaction to Equity Carve-Outs[R]. working paper. University of Minnesota, 2003.
- Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field[J]. Journal of financial economics, 2001, 60(2-3): 187-243.

- Gaughan P A. Maximizing corporate value through mergers and acquisitions: A strategic growth guide[M]. John Wiley & Sons, 2013.
- Haem E, Heydari S T, Zare N, et al. Ovarian Cancer Risk Factors in a Defined Population Using Rare Event Logistic Regression[J]. Middle East Journal of Cancer, 2015, 6(1): 1-9.
- Hovakimian A. The role of target leverage in security issues and repurchases[J]. The Journal of Business, 2004, 77(4): 1041-1072.
- Huang R, Ritter J R. Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment[J]. Journal of Financial and Quantitative analysis, 2009, 44(2): 237-271.
- Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.
- Lamont O. Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(1): 83-109.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Agency problems and dividend policies around the world[J]. The journal of finance, 2000, 55(1): 1-33.
- Miller M H, Rock K. Dividend policy under asymmetric information[J]. The Journal of finance, 1985, 40(4): 1031-1051.
- Penrose E. The theory of the growth of the firm[J]. John Wiley & Sons, New York, 1959.
- Pettit R R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency[J]. The Journal of Finance, 1972, 27(5): 993-1007.
- Porter M E. Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors[M]. Simon and Schuster, 2008.
- Powers E A. Deciphering the motives for equity carve-outs[J]. Journal of Financial Research, 2003, 26(1): 31-50.
- Prentice R L, Pyke R. Logistic disease incidence models and case-control studies[J]. Biometrika, 1979, 66(3): 403-411.
- Rumelt R P. Strategy, structure, and economic performance[J]. 1974.
- Schipper K, Smith A. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1-2): 153-186.

- Shroff N, Sun A X, White H D, et al. Voluntary disclosure and information asymmetry: Evidence from the 2005 securities offering reform[J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51(5): 1299-1345.
- Spence M. Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution[J]. *Journal of Economic theory*, 1974, 7(3): 296-332.
- Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. *Journal of financial Economics*, 1990, 26(1): 3-27.
- Teece D J. Economies of scope and the scope of the enterprise[J]. *Journal of economic behavior & organization*, 1980, 1(3): 223-247.
- Teece D J. Towards an economic theory of the multiproduct firm[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1982, 3(1): 39-63.
- Tirole J. *The theory of industrial organization*[M]. MIT press, 1988.
- Wan, William P. "Country resource environments, firm capabilities, and corporate diversification strategies." *Journal of Management Studies* 42.1 (2005): 161-182.
- Welch I. Capital structure and stock returns[J]. *Journal of political economy*, 2004, 112(1): 106-131.
- Williamson O E. Examining economic organization through the lens of contract[J]. *Industrial and Corporate Change*, 2003, 12(4): 917-942.
- Zare N, Haem E, Lankarani K B, et al. Breast cancer risk factors in a defined population: weighted logistic regression approach for rare events[J]. *Journal of breast cancer*, 2013, 16(2): 214-219.

附录 A

统计分析样本

序号	股票代码	股票名称	日期	整体/分拆	所属行业
01	000012	南玻 A	2009-8-31	分拆上市	建材业
02	000027	深圳能源	2007-12-20	整体上市	电力、热力生产和供应业
03	000046	泛海控股	2008-2-14	整体上市	房地产业
04	000063	中兴通讯	2009-8-3	分拆上市	计算机、通信和其他电子设备制造业
05	000069	华侨城 A	2009-11-11	整体上市	房地产业
06	000078	海王生物	2004-11-17	分拆上市	医药制造业
07	000333	美的集团	2013-4-1	整体上市	家用电器业
08	000534	万泽股份	2012-1-18	整体上市	房地产业
09	000552	靖远煤电	2013-3-11	整体上市	煤炭开采和洗选业
10	000557	西部创业	2016-2-2	整体上市	铁路运输业
11	000558	莱茵体育	2008-1-2	整体上市	房地产业
12	000561	烽火电子	2010-9-3	整体上市	计算机、通信和其他电子设备制造业
13	000565	渝三峡 A	2009-8-4	分拆上市	化工业
14	000582	北部湾港	2013-12-26	整体上市	水上运输业
15	000598	兴蓉环境	2011-4-19	整体上市	水的生产和供应业
16	000607	华媒控股	2014-12-19	整体上市	新闻和出版业
17	000620	新华联	2011-6-2	整体上市	房地产业
18	000631	顺发恒业	2009-3-16	整体上市	房地产业
19	000656	金科股份	2011-8-23	整体上市	房地产业
20	000671	阳光城	2008-12-26	整体上市	房地产业
21	000685	中山公用	2008-7-21	整体上市	水的生产和供应业
22	000703	恒逸石化	2011-6-8	整体上市	化学纤维制造业
23	000719	中原传媒	2014-8-22	整体上市	新闻和出版业

24	000723	美锦能源	2015-12-21	整体上市	石油加工、炼焦及核燃料加工业
25	000736	中交地产	2008-12-5	整体上市	房地产业
26	000739	普洛药业	2013-1-9	整体上市	医药制造业
27	000768	中航飞机	2012-11-15	整体上市	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
28	000788	北大医药	2011-10-20	整体上市	医药制造业
29	000789	万年青	2007-10-11	整体上市	非金属矿物制品业
30	000792	盐湖钾肥	2009-7-25	整体上市	化工业
31	000825	太钢不锈	2006-6-23	整体上市	黑色金属冶炼及压延加工
32	000852	石化机械	2015-6-12	整体上市	专用设备制造业
33	000861	海印股份	2008-11-12	整体上市	商务服务业
34	000876	新希望	2011-11-4	整体上市	农副食品加工业
35	000878	云南铜业	2011-7-14	整体上市	有色金属冶炼及压延加工
36	000883	湖北能源	2010-12-23	整体上市	电力、热力生产和供应业
37	000895	双汇发展	2012-7-31	整体上市	农副食品加工业
38	000898	鞍钢股份	2006-3-13	整体上市	黑色金属冶炼及压延加工
39	000918	嘉凯城	2009-10-20	整体上市	房地产业
40	000937	冀中能源	2010-6-9	整体上市	煤炭开采和洗选业
41	000950	重药控股	2007-10-18	整体上市	批发业
42	001965	招商公路	2017-6-15	整体上市	交通运输业
43	001979	招商蛇口	2015-9-18	整体上市	房地产业
44	002010	传化智联	2015-11-19	整体上市	商务服务业
45	002011	盾安环境	2008-1-2	整体上市	通用设备制造业
46	002042	华孚时尚	2009-6-9	整体上市	纺织服饰业
47	002046	轴研科技	2009-10-23	整体上市	通用设备制造业

48	002049	紫光国微	2012-5-10	整体上市	计算机、通信和其他电子设备制造业
49	002050	三花智控	2009-1-5	整体上市	通用设备制造业
50	002051	中工国际	2010-11-25	整体上市	土木工程建筑业
51	002054	德美化工	2010-3-29	分拆上市	化工业
52	002059	云南旅游	2013-12-13	整体上市	旅游业
53	002075	沙钢股份	2010-12-31	整体上市	钢铁行业
54	002085	万丰奥威	2011-7-21	整体上市	汽车制造业
55	002100	天康生物	2015-7-31	整体上市	农副食品加工业
56	002110	三钢闽光	2016-6-8	整体上市	钢铁行业
57	002123	梦网集团	2011-3-14	分拆上市	互联网业
58	002155	湖南黄金	2015-4-9	整体上市	有色金属矿采选业
59	002171	楚江新材	2014-7-10	整体上市	有色金属冶炼及压延加工
60	002180	纳思达	2015-10-20	整体上市	计算机、通信和其他电子设备制造业
61	002181	粤传媒	2012-6-19	整体上市	商务服务业
62	002204	大连重工	2011-12-27	整体上市	专用设备制造业
63	002238	天威视讯	2014-11-4	整体上市	传媒娱乐业
64	002276	万马股份	2012-11-6	整体上市	电气设备业
65	002346	柘中股份	2014-12-30	整体上市	电气设备业
66	002364	中恒电气	2012-11-19	整体上市	电气设备业
67	002608	江苏国信	2017-1-6	整体上市	电力、热力生产和供应业
68	300498	温氏股份	2015-4-28	整体上市	农林牧渔业
69	600004	白云机场	2007-12-27	整体上市	交通运输业
70	600022	济南钢铁	2011-4-13	整体上市	钢铁行业
71	600031	三一重工	2010-1-26	整体上市	专用设备制造业

72	600038	中直股份	2013-11-4	整体上市	铁路、船舶、航空航天和其他 运输设备制造业
73	600056	中国医药	2012-11-3	整体上市	医药制造业
74	600066	宇通客车	2014-12-26	整体上市	汽车制造业
75	600067	冠城大通	2007-5-22	整体上市	房地产业
76	600068	葛洲坝	2007-4-6	整体上市	土木工程建筑业
77	600073	上海梅林	2011-12-15	整体上市	食品制造业
78	600075	新疆天业	2004-5-31	分拆上市	化工业
79	600077	宋都股份	2011-10-20	整体上市	房地产业
80	600096	云天化	2013-5-17	整体上市	化工业
81	600098	广州发展	2012-7-2	整体上市	电力、热力生产和供应业
82	600100	同方股份	2011-1-21	分拆上市	电脑设备业
83	600104	上汽集团	2011-12-28	整体上市	汽车制造业
84	600108	亚盛集团	2009-12-10	整体上市	农林牧渔业
85	600133	东湖高新	2012-11-16	整体上市	土木工程建筑业
86	600168	武汉控股	2013-8-13	整体上市	水的生产和供应业
87	600170	上海建工	2011-8-1	整体上市	土木工程建筑业
88	600175	美都能源	2007-12-28	整体上市	综合
89	600184	光电股份	2010-9-28	整体上市	专用设备制造业
90	600208	新湖中宝	2006-11-29	整体上市	房地产业
91	600219	南山铝业	2007-4-30	整体上市	有色金属冶炼及压延加工
92	600278	东方创业	2011-4-28	整体上市	商贸代理业
93	600279	重庆港九	2010-11-24	整体上市	水上运输业
94	600282	南钢股份	2010-10-15	整体上市	钢铁行业
95	600297	广汇汽车	2008-4-15	整体上市	汽车行业
96	600299	安迪苏	2015-10-28	整体上市	医药制造业

97	600307	酒钢宏兴	2009-10-29	整体上市	钢铁行业
98	600316	洪都航空	2009-11-16	分拆上市	航空运输业
99	600317	营口港	2012-10-11	整体上市	水上运输业
100	600320	振华重工	2009-8-26	分拆上市	工程机械业
101	600332	广州药业	2012-6-19	整体上市	医药制造业
102	600337	美克家居	2007-10-15	整体上市	家居用品业
103	600350	山东高速	2011-7-6	整体上市	交通运输业
104	600372	中航电子	2011-5-30	整体上市	铁路、船舶、航空航天和其他 运输设备制造业
105	600373	中文传媒	2010-12-21	整体上市	新闻和出版业
106	600395	盘江股份	2009-4-16	整体上市	煤炭开采和洗选业
107	600403	大有能源	2012-11-7	整体上市	煤炭开采和洗选业
108	600409	三友化工	2011-2-17	整体上市	化工业
109	600418	江淮汽车	2015-4-27	整体上市	汽车制造业
110	600449	宁夏建材	2011-12-22	整体上市	建材业
111	600461	洪城水业	2011-1-5	整体上市	水务业
112	600475	华光股份	2017-6-26	整体上市	通用设备制造业
113	600478	科力远	2008-4-15	整体上市	元器件业
114	600487	亨通光电	2011-1-21	整体上市	计算机、通信和其他电子设备 制造业
115	600499	科达洁能	2011-12-13	整体上市	专用设备制造业
116	600502	安徽水利	2017-6-30	整体上市	土木工程建筑业
117	600528	中铁工业	2007-1-25	整体上市	专用设备制造业
118	600546	山煤国际	2009-12-23	整体上市	煤炭开采和洗选业
119	600547	山东黄金	2016-10-17	整体上市	有色金属矿采选业
120	600567	山鹰纸业	2013-8-7	整体上市	造纸及纸制品业

121	600572	康恩贝	2010-12-14	分拆上市	医药制造业
122	600578	京能电力	2017-2-22	整体上市	电力、热力生产和供应业
123	600588	用友网络	2014-5-24	分拆上市	软件服务业
124	600604	市北高新	2015-6-17	整体上市	房地产业
125	600612	老凤祥	2010-9-21	整体上市	纺织服饰业
126	600623	华谊集团	2015-9-1	整体上市	汽车制造业
127	600629	华建集团	2015-9-10	整体上市	专业技术服务业
128	600633	浙数文化	2011-9-6	整体上市	互联网业
129	600637	东方明珠	2011-12-15	整体上市	传媒娱乐业
130	600648	外高桥	2008-12-15	整体上市	房地产业
131	600649	城投控股	2008-8-5	整体上市	房地产业
132	600662	强生控股	2011-5-25	整体上市	公共交通业
133	600664	哈药股份	2012-1-10	整体上市	医药制造业
134	600676	交运股份	2012-3-1	整体上市	公共交通业
135	600704	物产中大	2015-10-27	整体上市	商贸代理业
136	600718	东软股份	2007-1-22	整体上市	软件服务业
137	600729	重庆百货	2010-12-29	整体上市	商业连锁业
138	600741	华域汽车	2009-3-30	整体上市	汽车制造业
139	600748	上实发展	2008-3-27	整体上市	房地产业
140	600757	长江传媒	2012-1-18	整体上市	传媒娱乐业
141	600758	红阳能源	2015-11-17	整体上市	煤炭开采和洗选业
142	600760	中航沈飞	2010-9-30	整体上市	航空运输业
143	600773	西藏城投	2009-12-10	整体上市	房地产业
144	600780	通宝能源	2011-6-22	整体上市	电力、热力生产和供应业
145	600781	辅仁药业	2017-12-27	整体上市	医药制造业
146	600791	京能置业	2007-4-27	整体上市	房地产业

147	600803	新奥股份	2013-7-4	整体上市	化工业
148	600827	百联股份	2003-2-14	分拆上市	商业连锁业
149	600858	银座股份	2010-3-4	整体上市	商业连锁业
150	600864	哈投股份	2016-7-27	整体上市	资本市场服务
151	600869	智慧能源	2010-9-29	整体上市	电气设备业
152	600873	梅花生物	2010-12-31	整体上市	食品制造业
153	600875	东方电气	2007-11-7	整体上市	电气设备业
154	600886	国投电力	2009-12-4	整体上市	电气设备业
155	600893	航发动力	2014-6-30	整体上市	航空运输业
156	600894	广日股份	2012-6-26	整体上市	铁路、船舶、航空航天和其他 运输设备制造业
157	600900	长江电力	2009-11-6	整体上市	电力、热力生产和供应业
158	600961	株冶集团	2007-4-2	整体上市	有色金属矿采选业
159	600967	内蒙一机	2017-2-9	整体上市	铁路、船舶、航空航天和其他 运输设备制造业
160	600981	汇鸿集团	2015-11-16	整体上市	商贸代理业
161	601155	新城控股	2015-5-9	整体上市	房地产业
162	601186	中国铁建	2015-10-12	分拆上市	土木工程建筑业
163	601607	上海医药	2009-10-16	整体上市	商业连锁业
164	601669	中国电建	2015-6-18	整体上市	土木工程建筑业
165	601989	中国重工	2014-1-23	整体上市	铁路、船舶、航空航天和其他 运输设备制造业

附录 B

访谈录

（一）平安集团访谈录

（2019年3月）

问 1：怎样看公司的多元化？

答 1：顾名思义，多元化可以理解为跨行业、跨区域、业务多元、收入结构多元等。国内外很多公司紧跟着时代的潮流，不断把落后产能淘汰，才能在长远的竞争当中取胜，淘汰落后产能，在竞争中胜出；这样的多元化公司有着长远目光，聚焦在优化业务结构和产能，激发组织活力，找到可持续发展的增长点并不断适应新经济、新形式，也涌现出了不少标杆企业。不过，以道琼斯指数看 100 多年历史的时间维度，不断淘汰，不断更新，剩下百年老店不超过 10 家，GE、可口可乐等，这是指数对落后公司的淘汰。其实国内资本市场也会认为这种转型会在某个风口时间节点开拓新业务，实现多元战略，这实际上是希望炒作一个热点，炒作市场对未来的一个预期，业务将要转型，而且是转向风口业务，这样股价就能被炒。例如某公司原来是养猪的，但预期海南开发可能拿到赌博牌照；当互联网热潮时候，很多公司成立游戏公司，有些也确实在做，表面看是多元化，实际上是噱头化。

但是平安的多元化之路，经历了三个阶段，现在正在迈向第四个阶段。1988-2002 年紧紧围绕保险业务展开，奠定现代保险基础，2002-2009 年发展了基金、银行、资管等综合金融类业务，打造了综合金融战略，2009-2018 年实践并深耕综合金融、探索金融科技，成立了多家科技子公司和基于科技支撑的新型金融公司。平安的多元化之路是在走稳传统行业步伐的前提下布局新兴产业，真正从企业核心竞争力角度出发，以实现为股东创造核心价值为目标。

问 2：平安综合金融前景及面临的挑战？

答 2: 04 年到 07 年到金融科技分拆之前都是在不断地去做公司内生价值的增长，比如收购深发展；平安内部不断设立一些专业的公司，如养老险资产管理公司等。那时候的目的是先把自己的核心“银行+投资”做大做强，探索平安的综合金融模式，以上都是在做企业内生价值的增长。随着内生价值增长，公司的体量也不断变大，在资本市场的影响力也不断增大，这时企业就要非常关注资本市场中企业的估值。如果资本市场不能反应公司自身价值的合理估值，甚至给一个低的估值，这时候管理层压力就会很大。同时，股东的资本是要不断地去寻求价值增长的，对公司而言就是要不断把自身的估值做上去。

平安最大的战略转型就是从传统的金融走向科技。因为过去传统金融的行业利润是来源于垄断，靠存贷利差，自身也没太多的核心竞争力，且同质化竞争非常严重，这是市场对传统金融很典型的认知，同时给予传统金融的估值很低。平安战略转型从传统金融转向综合金融，而综合金融在全球来看没有成功的案例，市场都认为做综合金融会出现风险交叉传递，容易引发重大的金融危机，所以市场给平安的估值自然不高。当然，平安也是全球金融机构里做综合金融唯一走到现在还成功的案例，这非常不容易。

问 3: 平安如何看待分拆上市？好医生培育之初想过在国内上市吗？

答 3: 下面谈谈为什么要分拆金融科技好医生单独上市。在资本市场上互联网公司的估值非常高，大家看得到的腾讯、阿里，市场都给出非常高的估值，为什么高？因为它盈利模式跟传统金融是不一样的，市场是看到新模式有高增长。如腾讯，它每年的利润增长，用户量增长，周边模式带来无限想象空间，会不断给市场带来惊喜，资本市场也会不断给它新的预期估值，这就是腾讯的股价从发行价 3.7 元港币到最高时候涨到 476.6 元港币。所以平安集团战略转型并不是要去讨好这个市场，而是去适应这个市场的规则及趋势。所以去年把

金融科技公司好医生分拆出去上市就是顺势而为，而且还赶上了互联网高估值的尾巴，上市的时间点很好，后来随着市场有升有跌。上面所述回到根本的就是分拆是一些表面的动作，无论是分拆还是合并，最根本的就是它是否为公司创造价值，要用这个根本去衡量所有的分拆动作。

如果是基于国内 A 股市场做分拆分析，它会带来很多干扰，国内市场最大问题是市场不成熟，很多看到的東西是扭曲的，尤其是 A 股上市公司价值是被很多不明因素扭曲了，你表面看到的東西其实不知道背后是什么因素在影响它。比如最近说 A 公司涉及 5G 概念股，A 公司自己澄清说没有，但市场说你有就有，继续炒作。比如有消息说 B 券商目标要做券商老大，B 券商自己澄清说没有，但股民说你有就有，澄清没用，继续炒作，而不是真正价值发现。想必现行提出的科创板和 A 股市场将迎来的改革，对于以上现象的发生有一定的规范、遏制作用。

好医生等公司成立时暂时没有考虑上市地点，主要看公司发展情况，同时也会结合不同资本市场对行业的认同度，但分拆是必要的，因为不分拆没法估值或者容易被低估。

问 4：对于国内整体上市有何看法？

答 4：国内大股东为什么愿意不断把他的资产吸收到上市公司呢？首先是规则的一些限制，原来市场相对不成熟的时候，靓女先嫁，先把好的资产以高的价格卖出去。这些大股东很多就是国有企业，还有民营老板，上市目标不一定是为公司创造价值，很多是为自己打工谋求利益的。公司部分资产先上市拿到比较高的估值之后，再把其它不相关的资产拿进来都放在里面，解决了规则上原来不能做的事情。如上市公司关联方要做很多信息披露，关联交易限制很多事情做不了，现在都把它们整个放到上市公司后，按规则属于内部不需要

公布，当然会存在利益输送的情形，这就是国内大股东愿意把不相关的东西做进来，这是规则的套利。

还有，大股东如果是一股独大其更愿意整体上市，小股东想拆也没办法拆，也没有这个能力；同时，在新经济时代，整体上市是一个名词，所有的战略转型，其实就是不断淘汰产能低下、优化或者创新的产业，沿着产业链做内部资源整合，寻求可持续发展，公司强大，在竞争中胜出的机率更大一些，真正体现企业价值，这个角度看可能是当下类似企业选择整体上市的初衷。总之，也是个博弈；无利不起早，上市公司完全可以在符合规则的基础上，主动发布很多信息。比如平安信息披露是走在市场最前面的，很多都是从资本市场投资者角度发布，这些信息能够使投资者更多地认同平安的投资价值，如可公布可不公布的信息，平安都选择主动披露。

问 5：平安选择上市有何背景？对境内外市场如何理解？

答 5：出于当时环境平安需要走向国际化，同时由于摩根、高盛、汇丰入股平安，带来了国际化的视野，有外资股东的基础，走向国际化顺理成章。在 A 股的公司，如已经在别的市场上市，资本市场对国际化方面会给予更高的认可度，提升品牌价值，公司主动按照国内、国际的准则进行管理，有利于走得更加长久。另外，不同资本市场对于类似平安综合金融公司有不同特定投资人群，更加符合国际大型投资机构的偏好。同时，不同市场的准则也不同，尤其是再融资、并购、分拆上市等方面。

信息披露，完全可以在当时所在已经上市的市场对公司的信息主动进行披露，品牌价值与认同也是一个因素。愿意分拆上市还有个原因就是每一个市场它是有固定的投资人，或者说它有固定的市场属性在里面。如果说一个公司在某固定市场长期得不到价值发

现、认同的话，它会找一个其它的市场，因为其它的市场有其它的投资人，有不同的成熟度，不同投资者会对它某一块业务给予更高的估值，这个也是分拆因素之一。如美国设立了纽交所之后还有纳斯达克，多层次的资本市场，就是因为成熟市场纽交所里面都是稳健的老的资本在里面玩，而纳斯达克会有愿意冒险的人参与，愿意给予更高的估值，这个时候就愿意分拆在不同市场上市。这就回到价值发现这个最核心理论上，到别的市场去，会给它某一块业务给与价值认同的机会与价值发现。而交易所与交易所之间，市场与市场之间也存在竞争，资本市场的竞争会导致市场或交易所会推出新的玩法及新的概念，迎合一些投资人投资风格，给投资者有很多新的赚钱机会。最开始，平安在香港上市就是由于香港市场相对成熟，因为香港市场与国际接轨的，资本可以自由流进流出，投资者范围更广。以上观点符合市场成熟理论及市场竞争理论。

问 6：平安目前对标是 Google 等科技公司，对此如何理解？

答 6：这是近两年提出的市场口号，也预示着金融科技是未来发展的方向和平安战略转型的决心。其实平安早在 2002 年就成立了科技公司，当时是为了服务集团内部公司；随着经济形态的变化和科技的不断崛起，平安在 2005 年前后开始布局科技路线，这也是平安管理层的高瞻远瞩，思维比较超前。经过十多年培育和发展，截止目前平安在科技上的累计投入超过 500 亿人民币，并且现在每年都会拿出营业额的 1%投入到科技领域。平安旗下的相关子公司，拥有科技人员近 10 万人，研发人员近 3 万人，并引进了多位相关领域的首席科学家，拥有专利甚至超过了全球知名的科技公司，超过了 15000 项，PCT 及境外专利申请近 4000 项，实现了人脸识别、声纹识别、微表情等多项世界前列的技术。并且，平安在科技方面的资源投入不断加大，旗下相关科技子公司的商业模式和竞争力不断加强，引领了新

一轮的技术竞争。所以，对标 Google 等科技公司也是当前比较合理的定位，未来随着发展，也可能存在变化。

问 7：对于公司的品牌和估值在资本市场方面如何理解？

答 7：平安做的所有的事情，目的都是要为公司创造价值，为股东创造价值。做分拆也是为此。当时平安证券为什么要分拆上市，因为就平安集团内保险、银行、投资等各个板块而言，保险板块大家熟知的财险、寿险，这些内含价值有它自己成熟的估值模型。银行板块也有自己的银行估值模型，包括后来并购深发展也有个市场的标准估值。其它金融板块，比如证券行业，市场都觉得这个板块没有价值。所以发现即使把平安证券拆出去，资本市场给它的估值也是很低的，因为那时候整个资本市场行情低迷。当时不管是在香港还是在国内，所有的证券公司的估值都很低，前期做了大量工作，董事会，股东大会都开了，讨论通过了，但对中国平安估值没有提升，甚至拆出去可能就成为一个很小的券商，所以暂停了。集团板块中的一些行业如果拆出去的价值没有体现，对集团的整体估值也没有贡献，即使有也是微乎其微，这就缺少分拆的动力了。平安集团认识到这点，所以后来平安重点战略布局在新的金融科技领域。关于品牌，信息披露、在境内外同时上市等走向国际化的做法，对品牌都有正向作用，尤其是信息披露；还有，在跨市场上市，投资者基于对已经上市公司的品牌认知，也会对新培育的公司充满期待和热情，对于新公司的股权激励和治理结构有更大想象空间，投资人普遍认为这样新公司的发展是可以给出更高的估值。平安也多次上了美国《福布斯》、英国 BrandZ 和 BrandFinace 的品牌价值排行榜，品牌价值逐年提升，当然在公司经营业绩的不断提升下，公司的估值也不断提升。从这个角度上来看品牌的知名度对于市场估值有正向的引导。

（二）温氏集团访谈录

（2019年3月）

问 1：温氏发展这么快，现在温氏都有些什么业务？

答 1：温氏从 83 年成立以来，一直聚焦于畜牧养殖业，并配套相关的业务，主要包括畜牧繁殖、生鲜销售、饲料加工、食品加工、生物制药、农牧设备制造、金融投资七大产业集群。

公司立足传统养鸡业务，同时商品肉猪养殖和销售也得到很好发展。养鸡业务营收占比大概在 30%到 50%，商品肉猪业务营收占比大概在 30%左右，另外我们还发展了养牛，但占比很小。我们产业群的其它板块例如生物制药主要是以我们养殖的牲畜品种育苗为主。其它的版块业务内容也是紧紧围绕主业展开的。

问 2：养殖业靠什么保持高速发展？模式？科技？

答 2：首先从全球的消费市场来看，肉禽一直是居民摄取蛋白的主要途径，随着居民生活水平的提高，传统的消费愈加旺盛，公司统计过，目前的国内市场的养殖量远远不能满足国民的需求，尤其像猪肉大量依赖进口。由此公司一直不断加大对肉禽养殖的投入。公司主要采用“公司+养户”的模式，即所有猪苗、鸡苗的培育都由温氏提供，公司有一套标准化的肉禽繁育体系，养殖交由遍布全国各地的养户负责，期间的饲料、育苗等均由公司统一供应。达到一定天数，按照约定价格回购养成品，如若遇到行情大涨或大跌的情形，回购价格有一个保底的机制以保护养户利益，在猪瘟、鸡瘟的极端情形之下，温氏同样给予保底价格补贴，对于建造猪舍鸡舍困难的养户给予一定的短期资金支持，所以养户发展较快。对于猪舍和鸡舍，公司将提供统一的建造标准，养户按照相关标准进行建造，公司验收合格

后方可进入运营，并且安装布置相关的实时监控系统、感知系统、统计系统等，全程运用科技手段进行购、养、售，以确保养户肉禽出栏产品符合公司品质要求。

问 3：温氏如何应对猪瘟、鸡瘟相关疫情？

答 3：公司在现金流的管控方面一直严格遵循财务的相关逻辑，现金流较好，未雨绸缪，设立了一定比例的风险补偿金，并充分运用保险等手段；同时公司经营比较稳健，对于投融资活动比较保守，尤其是在融资方面多年以来均保持较小的余额。同时有“公司+养户”的模式，保障了养户的利益，在极端情形下，养户也与公司站在一起，共担风险。公司也一直在加强疫苗和相关药物的研发，以科技立身。

问 4：温氏 2015 年借壳大华农案例很经典，是怎样做到的？

答 4：感谢提这个问题。其实，运用资本市场并非公司的所长，此次借壳是有历史原因的。公司在 2005 年前后就一直在酝酿上市事宜，但不符合当时的上市条件（股东超过 200 人），所以上市事宜一直在探讨中。后面由于大华农符合上市条件，所以大华农先行上市，等到政策放开，再做整体上市。2013 年随着证监会相关政策对股东超过 200 人问题给予松绑，公司开始启动整体上市，整体上市除了股权结构进一步变化之外（由原先的近 30000 人变成了 40000 多人，原一名法人股东即温氏工会变成了自然人股东）其它变化不大。温氏家族及一致行动人持股比例超过 15%，为公司第一大股东。其实在整个过程中公司并未向社会进行融资。所以公司本来就计划整体上市，只是时间推后，大华农亦没有必要单独上市必要，应为它的业务与集团是相辅相成的。

问 5：投资板块的业务方向和战略目标是什么？

答 5：2017 年开始公司投资版块负责人聘请了中金的保代，借壳上市的事情是由他处理，他对公司的战略比较了解。从专业角度他非常清晰公司的战略目标，所以投资条线的战略目标是充分运用他及团队的市场资源，紧紧围绕公司的主营业务开展相关的并购重组，主要目标包括国内中小型畜禽养殖企业的兼并和国内已经上市但规模相对较小的畜牧养殖企业的合作。与以往的粗放投资不同，行业更加聚焦，专注于做大做强主业。

问 6：公司治理结构方面，高层是怎么想的？人才培养和结构怎样？商业模式方面？

答 6：公司再上市之后一直按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的相关要求，不断完善董事会、股东会（员工代表大会）等制度。公司股东结构较为分散，暂无持有公司 5%以上的股东，股东人数目前超过 40000 人，这与公司自成立以来全员持股的做法相关。温氏家族的 11 名成员合计持股超过 15%，并且签订了一致行动人协议，温氏家族成员在董事会席位中占三分之一，在非独立董事席位中占二分之一，温氏家族为公司的实际控制人。公司有相对成熟的管理体系，随着公司业务的发展，员工数与农户数也将进一步增加，在人才储备方面公司将积极引进经验丰富、综合素质较高的高管、高级工程师及技术人才，并建立完善的员工激励机制，公司将坚持全员持股的模式。

问 7：如果有外围投资者恶意大额买进，影响到控股权怎么办？公司怎样应对？

答 7：诸如上面提到的公司实际控制人是温氏家族成员，也是一致行动人。40000 多公司的股东基本上是公司的员工，而从公司成立至今即是股东又是员工的双重身份股东是不会轻易出让手中的股份的。如果确实有这样情况发生，公司是以开放心态看待此问题，如果对公司未来长期发展有利，公司及股东是欢迎的。

问 8：现在科创板、再融资等政策不错，贵司在资本市场怎样考虑？

答 8：公司暂时不会考虑在集团内部分拆相关产业上市，从集团业务角度考虑暂没有这个必要性。公司会根据实际发展情况来决定是否需要再融资，不会由于政策的宽松进行融资，而且公司还有多种融资手段均未使用。

问 9：当下面临的最大挑战是什么？应对措施？

答 9：技术进步，不断提高生产率，如何让公司更加高效的运转。内部同业竞争比较激烈，宏观经济形态，外围贸易环境。对于公司本身而言，公司要保持优势，需要不断更新新的养殖理念及手段，对新型人才结构需求很迫切。

附录 C

调查问卷

关于中国资本市场整体上市或者分拆上市的调查问卷

前序问题

Q1:您所属行业及公司_____

Q2:您在公司的职级_____

Q3:您的从业经验（年限）:1年以下、1至3年、3至5年、5年以上

主题问题

Q1: 您认为选择分拆上市的集团公司具有什么样的公司特征（可多选）

- A. 资产规模大 B. 杠杆率高 C. 股权集中 D. 国有企业
- E. 账面市值比高 F. 交叉上市(A+H股) G. 主营业务占比高 H. 利润率高 I. 全部或部分子公司处于新兴行业 J. 业务相关度高
- K. 其他（请补充）:

Q2: 您认为选择整体上市的公司具有什么样的公司特征（可多选）

- A. 资产规模大 B. 杠杆率高 C. 股权集中 D. 国有企业
- E. 账面市值比高 F. 交叉上市(A+H股) G. 主营业务占比高 H. 利润率高 I. 全部或部分子公司处于新兴行业 J. 业务相关度高
- K. 其他（请补充）:

Q3: 您如何看待整体上市过程中，定向增发对上市公司价值的影响

- A. 重大利好，可以增强利益协同，提高资源利用率
- B. 重大风险，可能会对大股东进行利益输送
- C. 利好与风险并存，但利大于弊
- D. 利好与风险并存，但弊大于利

Q4: 如果集团公司选择分拆上市部分子公司，集团公司更可能选择哪类子公司进行分拆上市（可多选）

- A. 处于新兴行业的子公司
- B. 估值高于行业同类企业的子公司
- C. 利润率高的子公司
- D. 信息披露充分的子公司
- E. 主营业务的子公司
- F. 与其他业务相关度低的子公司
- G. 其他（请补充）：

Q5: 如果集团公司选择分拆上市部分子公司，集团公司整体价值会如何变动

- A. 上升
- B. 不变
- C. 下降
- D. 无法确定

Q6: 您认为公司在决定整体上市/分拆上市时，考虑市场行情吗

- A. 两种上市方式的公司都会考虑
- B. 只有进行整体上市的公司才考虑
- C. 只有进行分拆上市的公司才考虑
- D. 两种上市方式的公司都不会考虑

Q7: 您认为交叉上市（A+H 股）的集团公司具有什么公司特征（可多选）

A. 资产规模大 B. 国有企业 C. 行业龙头公司 D. 背景深厚

E. 信息披露更充分 F. 杠杆率高 G. 融资成本低

H. 资本运作周期长 I. 主营业务占比大 J. 业务相关度高

Q8: 您认为交叉上市（A+H 股）的集团公司的最优上市选择是什么，请给出解释（简答题）

A. 整体上市 B. 分拆上市

解释：

Q9: 对于当前中国资本市场，在整体上市或者分拆上市方面，您有何建议？