

分类号 _____
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 居然新零售公司借壳上市的模式及
财务绩效研究

研究生姓名: 魏光美

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授 陈虎 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：魏光美 签字日期：2021-06-03

导师签名：魏系华 签字日期：2021.6.7

导师(校外)签名：张广 签字日期：2021-06-10

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名：魏光美 签字日期：2021-06-03

导师签名：魏系华 签字日期：2021.6.7

导师(校外)签名：张广 签字日期：2021-06-10

Research on the model and financial performance of backdoor listing of New Retail Company

Candidate : Wei Guangmei

Supervisor: Luo Jinghua Chen Hu

摘 要

为了加速走进市场，获得上市资格，很多优质企业选择借壳上市。家居新零售企业由于消费者决策成本高等因素区别于新零售行业中的其他企业，近些年来，家居新零售企业发展迅速，规模扩大的同时竞争也在加剧，需要快速地把握市场时机，实现进一步发展，因此研究家居新零售企业如何选择适合自身借壳上市的模式以及上市之后如何产生显著的财务绩效，将对未来需要借壳上市的家居新零售企业具有针对性的意义。

以居然新零售公司借壳上市的案例作为研究对象，从借壳双方的角度分析了借壳动因，其次，本案例借壳上市模式仅为发行股份购买资产，根据这一特殊性对借壳上市的模式进行了剖析，然后通过纵向和横向分析借壳上市对财务绩效的影响，同时分析借壳上市后资源整合对企业未来发展的影响，最后对案例进行总结得出结论与启示。

通过分析得出以下结论，借壳上市的企业在壳资源选择时要考虑全面，应选择优质的壳资源，根据自身发展战略选择合适的借壳上市模式，居然新零售公司借壳上市的模式可以为拟借壳上市的企业提供一些参考，此外，根据指标表现来看，本次借壳上市不仅提高了上市公司自身的绩效，同时有效的资源整合盘活了武汉中商的原有资产，即实现了国有资产的保值增值，产生了协同效应，对其他拟借壳上市的家居新零售企业产生了非常多的经验与启示。

关键词：借壳上市 财务绩效 家居新零售

Abstract

In order to enter the market more faster, obtain listing qualifications, many high-quality companies choose to backdoor listings. The new home retail companies is different from other new retail industries, such as the cost of consumer decision is high. The new home retail companies has developed rapidly. Simultaneously, competition is very fierce, market opportunities is fatal to achieve further development. Therefore, Studying how new home retail companies choose a model that suits their own backdoor listing and how to produce significant financial performance after listing will be of specific significance to new home retail companies that need backdoor listing in the future.

The research object is the case of a backdoor listing of a new retail company, start from the reasons of the backdoor listing on both sides. Secondly, only to issue shares to purchase assets is the model in this case. Based on this particularity, the model of the case is analyzed. And then analysis the financial performance from the vertical and horizontal, and at the same time analyze the integration of resources impact on the development, and finally summarize the case to draw conclusions and enlightenment.

Draw the following conclusions through analysis, the company should think thoroughly when make choice about listed company, should choose high-quality shell resources, according to their own development strategy to choose the appropriate backdoor listing mode. That can provide companies that intend to backdoor listing. For some reference, in addition, according to the performance of the indicators, the backdoor listing was successful. It not only improved its own performance, but also revitalized the original assets of Wu Han Zhong Shang by effective resource integration, was increased state-owned assets, and other new home retail companies that intend to backdoor listing have produced a lot of experience and enlightenment.

Keywords: Backdoor listing; Financial performance; New household retail

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景、目的及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究目的及意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 国外文献综述.....	3
1.2.2 国内文献综述.....	5
1.2.3 文献评述.....	9
1.3 研究框架、内容与研究方法.....	9
1.3.1 研究框架.....	9
1.3.2 研究内容.....	11
1.3.3 研究方法.....	11
2 相关概念及理论基础	13
2.1 相关概念.....	13
2.1.1 借壳上市.....	13
2.1.2 财务绩效.....	13
2.2 理论基础.....	14
2.2.1 信号传递理论.....	14
2.2.2 效率理论.....	15
2.2.3 协同效应理论.....	15
3 居然新零售公司借壳上市的案例情况	17
3.1 双方基本情况.....	17
3.1.1 居然新零售公司基本情况.....	17
3.1.2 武汉中商公司基本情况.....	18
3.2 交易方案介绍.....	20
4 居然新零售公司借壳上市的动因分析	22
4.1 借壳方动因.....	22
4.1.1 借助良好的上市平台促进企业发展.....	22

4.1.2 把握市场时机.....	23
4.1.3 壳方公司可以与其产生协同效应.....	23
4.2 壳方动因.....	24
4.2.1 改善现有经营状况.....	24
4.2.2 解决武汉商业体系中的同业竞争问题.....	25
4.2.3 借壳方公司发展前景良好.....	25
4.2.4 实现对当地商贸零售产业结构的调整及发展.....	25
5 居然新零售公司借壳上市的模式分析	27
5.1 借壳上市模式选择的前提.....	27
5.2 借壳上市的一般模式.....	28
5.3 居然新零售公司借壳上市的模式选择.....	29
5.4 居然新零售公司借壳上市模式评价.....	31
6 居然新零售公司借壳上市的财务绩效分析	33
6.1 纵向分析.....	33
6.1.1 偿债能力.....	33
6.1.2 盈利能力.....	34
6.1.3 营运能力.....	35
6.1.4 发展能力.....	36
6.1.5 现金流.....	37
6.1.6 股东财富.....	38
6.2 横向分析.....	40
6.2.1 偿债能力.....	40
6.2.2 盈利能力.....	41
6.2.3 营运能力.....	43
6.2.4 发展能力.....	44
6.2.5 现金流.....	45
6.3 资源整合对财务绩效的影响.....	46
6.3.1 融资能力.....	46
6.3.2 业务整合.....	47

6.3.3 人力资源.....	48
6.4 财务绩效整体评价.....	49
7 结论、启示与展望	51
7.1 结论.....	51
7.2 启示.....	51
7.3 研究不足与展望.....	53
参考文献	54
后 记	58

图 表 目 录

图 1.1 常住人口城镇化率	2
图 1.2 论文框架图	10
图 2.1 理论关系图	16
图 3.1 居然新零售公司股权关系图	17
图 3.2 武汉中商股权关系图	19
图 5.1 借壳上市模式图	30
图 6.1 偿债能力指标变动图	33
图 6.2 盈利能力指标变动图（1）	34
图 6.3 盈利能力指标变动图（2）	34
图 6.4 营运能力指标变动图（1）	35
图 6.5 营运能力指标变动图（2）	35
图 6.6 发展能力指标变动图	36
图 6.7 股价走势图	38
图 6.8 营业收入构成图	47
图 6.9 员工学历构成图	48
表 3.1 居然新零售公司重组前经营状况简表	18
表 3.2 武汉中商重组前三年财务状况简表	19
表 3.3 武汉中商重组前三年经营状况简表	20
表 4.1 居然新零售公司股权转让情况表	22
表 4.2 武汉中商门店基本情况	24
表 4.3 武汉中商重组前三年经营状况简表	24
表 5.1 定向增发股票情况表	30
表 6.1 现金流指标情况表	37
表 6.2 每股指标情况表	39
表 6.3 偿债能力指标对比表	40
表 6.4 盈利能力指标对比表	41
表 6.5 期间费用率指标对比表	42
表 6.6 营运能力指标对比表	43

表 6.7 发展能力指标对比表	44
表 6.8 现金流指标对比表	45

1 绪 论

1.1 研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

在企业规模不断扩大的过程中，非上市企业由于自身拥有的资源非常有限，因而严重抑制了很多优质企业的发展，但是上市公司的平台可以为企业的资金、人力、合作关系等各个方面的资源。此外，非上市企业要自身成功上市，就必须满足 IPO 上市的各项要求，在竞争激烈的大环境下，市场时机对于想要上市的企业也至关重要，在这样严峻的形势下，借壳上市成为了很多优质非上市企业的选择。

Wind 数据显示从 2006 年 12 月 31 日至 2020 年 1 月 4 日通过借壳上市的企业共 172 家，我国证监会在 2020 年有关借壳上市的规定中，取消净利润限制范围、缩短首次累计时限，由 5 年降为 3 年、降低报刊披露数量要求等，可以看出我国当前鼓励通过让优质企业借壳上市从而优化当前市场中上市公司的质量，这对很多前景良好的非上市公司来说，将有利于其拓宽融资渠道，登上更好的发展平台，这些优质企业在成功借壳上市之后也可以为我国市场进一步发展贡献自身力量。

近些年来，新零售行业的发展突破了传统零售行业在互联网经济背景下的停滞状态，充分利用互联网技术拉近与消费者之间的距离，创造了零售行业的一片蓝海。而居然新零售公司属于目前新零售行业中发展前沿的家居新零售，家居新零售企业有别于其他新零售企业，家居新零售企业消费者的决策成本比较高，消费者需要通过观赏、实物触摸等亲身体验才能放心地做出购买选择，因此需要做到电商与实体的双向融合。同时该行业由于高品质、高标准，时尚化、同时又非常重视消费者体验感等特点，无论是在营销模式还是产品风格等方面，都非常能够吸引当下作为主流消费群体的年轻消费者。此外，精装房政策、城镇化水平，也间接推动着家居新零售企业的发展，我国近几年的城镇化水平一直呈上升趋势，具体情况如图 1.1 所示：

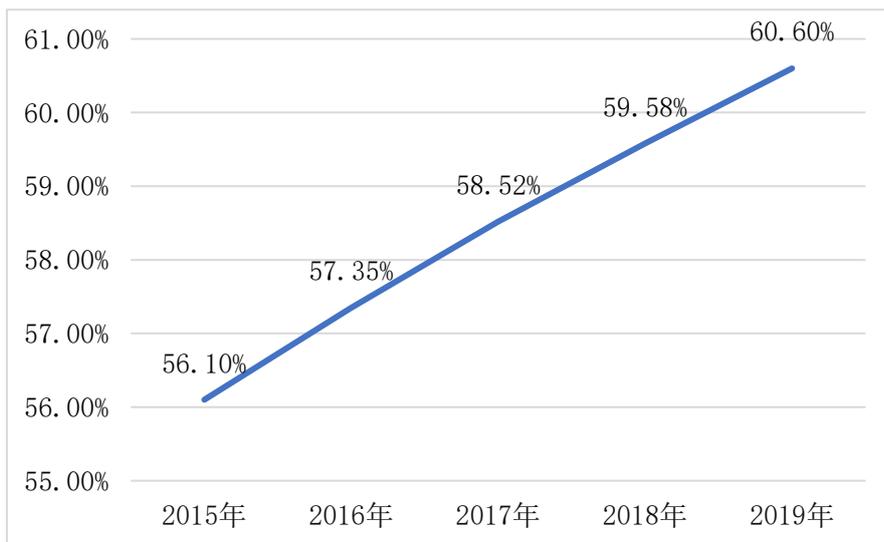


图 1.1 常住人口城镇化率

从图 1.1 可以看出，我国常住人口城镇化率在逐年升高，加之精装房政策的推动，消费者日益增长的消费需求以及逐渐高品质的消费水平都奠定了家居新零售企业良好的发展前景，而家居零售企业向新零售转型是必然趋势，企业之间竞争加剧使得企业必须进入资本市场来提升竞争力和缓解财务压力，把握市场时机，进入更好地平台增强自身发展实力。

1.1.2 研究目的及意义

(1) 研究目的

本文选取居然新零售公司为案例公司，以其借壳上市为背景，研究借壳上市的模式以及财务绩效，目的在于希望能为财务绩效分析评价体系的完整化以及行业内拟借壳上市企业对借壳上市模式的选择提供参考，同时为其他借壳企业更好地进行资源整合产生正向的财务绩效提供经验，也为同行业的其他家居企业的发展提供一个新的选择。

(2) 研究意义

本文对居然新零售公司借壳上市的模式及财务绩效进行分析，居然新零售公司在借壳上市之后迅速提升了市场地位，本文将分析居然新零售公司如何确定借壳上市的模式，然后产生显著的财务绩效表现，可以丰富有关借壳上市背景下的财务绩效以及家居新零售企业的研究案例。

家居零售企业目前发展态势良好,尤其是家居企业中正在或已经实现新零售转型的企业,但是迫于竞争压力,会驱使企业选择借壳上市,抓住市场时机,以期快速发展。本文研究结果具有行业针对性,同时如何产生积极的财务绩效无论是对企业自身还是对于其他家居企业今后的发展都尤为重要。本文的研究对于行业内其他企业在借壳上市的模式选择方面也具有一定的现实意义,并且本文所选取的案例是少有的国资卖壳与民营企业实现协同共赢的案例,所以也可以为一些国有企业面临改革的大环境中,保障国有资产的价值,让国有资产在市场新环境下实现增值,且尽量减少国有资产流失提供一种思路,也可为其他优质非上市公司提供一些参考。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

国外学者没有对借壳上市的模式进行专门研究,多数侧重于研究对于壳资源的选择,在借壳上市方面的研究主要是有关借壳上市的动因及财务绩效方面,也有学者研究借壳上市对股东财富的影响,本文将从这三个方面对相关文献进行梳理。

(1) 借壳上市的模式

Floros 和 Sapp(2011)通过研究发现,借壳上市的企业在选择壳资源的时候,通常并不是为了壳资源的内部资产、经营业务等,而仅仅是出于对上市资格的需要,因此壳资源的价值普遍比较低,这样也可以节省借壳上市的成本^[5]。Arellanbo-Ostoa, Brusco(2002)认为企业之所以选择借壳上市通常是出于对资金的需求,因而壳资源成本的高低,是选择借壳上市的公司在进行壳资源选择时普遍都会考虑的一个重要的因素,大部分企业都会选择市值较低比较廉价的壳资源^[2]。

(2) 借壳上市的动因

Arellanbo-Ostoa, Brusco(2002)研究发现企业借壳上市主要是因为如果想IPO直接上市存在很多的障碍,自身还不能满足条件,同时IPO上市需要企业花费巨额的成本,而借壳上市所需要花费的成本不会太高,这样就成为了很多人企

业的选择^[2]。Gleason, Jain 和 Rosenthal (2005) 认为大多数企业会选择借壳方式的原因是一般借壳上市都会增加企业的收益, 而借壳上市这一行为也会引起市场的关注从而增加意向投资者的加入, 还有最重要的一个原因是借壳上市要比 IPO 上市更加容易获得上市的资格^[8]。Thomas L. James (2007) 研究认为借壳上市已经成为目前市场中上市的主要方式, 尤其是资本密集型企业更容易选择借壳上市, 由于该行业所需的资本投入要高于一般行业, 因此借壳上市可以拓宽企业的融资渠道, 实现快速高效地满足这些企业对于资本的需求^[15]。Sanna just (2010) 通过对案例的研究总结出借壳上市的动因主要集中在对于融资的需求以及希望被市场上更多的投资者注意到, 还有一部分企业选择借壳上市是为了优化公司的内部结构, 提升治理水平与质量, 以更好的推进战略目标的实现^[14]。Floros, Sapp (2011) 通过研究发现企业主要为了获取壳方公司的“净壳”, 这样可以避免很多上市之后的风险, 还有另外一个原因就是行业的聚集性^[5]。Ritter、Welch (2012) 认为借壳上市成为上市的主要方式很大一部分原因是借壳上市的成本优势, 因为很多希望借壳上市的企业都是为了融资的目的, 那么就会对于费用成本方面深入考虑, 成本优势是很多拟借壳上市企业普遍的动因^[13]。Garry D (2016) 认为企业借壳上市除了希望能够比较快速地在资本市场上为自身筹集到更多的资金以外, 迅速提升企业自身在市场上的关注度也是选择借壳上市的企业所追求的一个目的^[7]。

(3) 借壳上市对财务绩效的影响

Agrawal (1992) 通选取美国借壳上市的若干企业, 结果表明企业在借壳上市后的绩效连年下降, 结论与一般研究借壳上市绩效的学者相反, 即借壳上市并不会使企业的财务绩效有所提升, 甚至从长期绩效来看是负面影响^[1]。Gleason KC、Rosenthal (2005) 研究认为, 借壳上市之后企业在盈利能力方面的表现并不都是优异的, 有的借壳上市案例在短期内盈利能力并没有增加或者说没有显著的提升^[8]。Adjei, Cyree (2008) 通过对案例的统计分析发现, 部分企业会存在借壳上市两年之内退市的情况, 而没有退市的企业短期绩效快速提升, 长期绩效并没有持续上升^[6]。Carpentier 等 (2012) 选取很多借壳上市的案例进行实证研究, 主要针对借壳上市之后的长期绩效, 实证研究的结果表明借壳上市之后部分企业的财务绩效表现并不优于借壳上市之前^[3]。Lee CMC、Li K K、Zhang R (2015)

通过案例研究得出财务绩效在借壳上市之后显著提升,融资规模扩大并且企业之前的经营风险与债务风险也会有所缓解^[10]。Daniel Greene (2016) 通过研究得出结论为借壳上市企业的财务绩效短期表现并不比 IPO 上市的企业差,甚至借壳上市的企业财务绩效会更佳,但是借壳上市的企业通常财务绩效的财务表现不理想^[4]。Peter Lam, Kelly Chan (2016) 选取两百多家借壳上市企业案例为研究对象,研究发现借壳上市虽然会对企业的盈利水平产生正向的影响,但依然相比 IPO 上市的企业有着很大的差距^[11]。

(4) 借壳上市对股东财富的影响

Agrawal (1992) 通过对借壳上市案例的市场效应进行研究,整体研究结果表明借壳上市这一行为对于股东财富的影响并不是积极的,部分企业的股东其实并没有从借壳上市事件中获取到超额收益^[1]。Schwert (1996) 选取多个样本量进行研究发现,借壳上市的企业通常可以引起市场对其股价的重新评估,而一般都是正向的,股东财富也因此显著提高^[9]。Floros 和 Sapp(2011)他们分析了大量借壳上市的案例发现,借壳上市对于股东财富的影响还是非常正面的,很多股东都可以通过借壳上市事件获取到超额收益^[5]。Renneboog et al. (2015) 对七年间借壳上市的案例进行研究,认为借壳上市之后企业的股价在短期内会剧烈且迅速地波动上升,企业股票的高溢价使得股东财富明显地增加,短期的市场效应非常明显^[12]。

1.2.2 国内文献综述

(1) 借壳上市的模式

赵昌文 (2001) 提出企业对于壳资源的选择会对企业借壳上市所花费的资金以及借壳上市之后的战略扩张与发展产生深远的影响^[52]。黄建欢和尹筑嘉 (2007) 将借壳模式分为三种,而这三种模式中都包含了资产剥离这一步骤^[22]。雷志军 (2010) 认为借壳上市模式有三种,分别是收购股权之后进行资产置换、换股之后不需要支付现金对价并且由原股东完成净壳以及政府允许市场投资者发行股票替换已被停牌的上市公司实现借壳上市^[29]。夏瑾 (2010) 认为借壳上市的模式有三种分别是定向增发、再融资以及自有资金三种方式与资产剥离置换的结合^[48]。王益民 (2012) 借壳上市模式中最重要的是获取控制权的方式,主要由

有偿转让、二级市场收购、行政划拨、资产置换等方式^[45]。丁思宇（2014）将借壳模式分为首先资产出售，然后增发新股或者换股，以及首先资产置换，然后增发新股或换股两种模式^[19]。吴志松（2014）将中小房地产企业借壳上市的模式分为三种，分别是剥离资产回购股份，然后以吸收合并进行股权分置改革、通过资产置换获得控制权将自身资产注入壳公司、以及收购壳公司然后进行资产置换的模式^[46]。彭亚文和高绍福（2015）将借壳上市的模式从直接控股和间接控股两个角度分类，认为在实际的借壳过程中，公司一般会综合使用股权置换、资产置换、现金支付和债务重组等多种模式^[34]。侯芳芳（2016）将企业借壳上市的方式分为股权性借壳上市与资产性借壳上市，其中股权性借壳上市中也常常会设计资产的处置，并指出资产性借壳上市中资产收购的方式基本通过净壳实现上市^[21]。张玲（2017）通过对医药行业借壳上市模式的研究发现由于行业的差异性大多数企业都进行资产剥离^[54]。赵蕾（2018）认为快递企业借壳上市的模式有完全置出资产然后增发或换股以及资产置换然后增发或换股这两种模式^[55]。陈飞（2019）根据资产置换、控制权获取以及对价支付三个方面总结了借壳上市常见的四种模式为借净壳协议转让混合支付或股权支付、借非净壳协议转让股权支付以及借非净壳二级市场收购现金支付^[17]。张璐文（2019）将借壳上市的模式分为传统的先收购股权再进行资产置换和现在的主流模式即资产置换与获得控制权同时进行，并且主要是通过定向增发获得控制权^[56]。何泳欣（2020）通过研究不同上市制度之下借壳上市的案例情况，得出借壳上市受上市制度的影响较大，在目前注册制度推行之下，传统空壳公司的存续与让壳行为的成功将面临阻碍^[23]。许金（2021）认为虽然注册制的实施对借壳上市原有的优势形成了一定的冲击，但是注册制初步实施的背景下借壳上市仍具有优势，尤其是优质的壳资源会助力企业借壳上市，促进企业发展^[49]。

（2）借壳上市的动因

郑丽霞和周纪春（1999）认为借壳上市可以使企业获得国家行业或者税收方面的政策支持，扩大企业影响力，还可以拓宽企业的融资功能^[57]。缪家文（2003）认为借壳上市可以让企业价值相对于上市之前大幅提升，并且借壳上市不需要花费大量的成本，同时借壳上市之后市场会更加注意到企业，增强对企业的信任，因此选择借壳上市将会提高企业未来融资能力^[30]。卿校成（2008）认为民营企业

因为通过自身的能力不能充分获取到发展所需要的资金流,直接上市的条件一般民企很难达到,而且民营企业想要快速进入一个新的行业拓展自身所拥有的资源更是困难,因此很多民营企业选择借壳上市^[36]。徐炜和裴哲辉(2011)认为企业选择借壳上市首先是由于IPO上市程序太多需要花费大量的时间成本,其次借壳上市之后企业就可以摆脱之前仅依靠银行贷款发展的状况而去发行股票,此外借壳上市之后企业可以快速扩张而实现规模效应,最后借壳上市之后地方政府的很多优惠政策也可以享受^[50]。马骁和刘力臻(2013)认为,企业选择借壳上市只要是由于借壳上市周期较短并能够时企业得到良好的品牌效应^[33]。邵新建等(2014)认为民营企业会相对国有企业来说有着更强的欲望实现利润最大化,而借壳上市的行为将会引起股价剧烈地向上波动,满足民营企业获利的需求^[38]。戴娟萍(2015)通过案例研究发现,案例公司选择借壳上市主要是由于房地产业IPO上市普遍比较艰难,还有一个原因是当时资本市场处于借壳成本较低时期^[18]。马雷辉(2016)从多个角度分析总结了企业选择借壳上市的动因,主要是拟借壳上市的企业想要利用资本市场融资,对产业结构做出调整与更新以及提升市场地位,而让壳方则是为了保住自己的上市资格,还有一些政府政策以及激烈的市场竞争也会促使企业选择借壳上市^[31]。屠金(2019)以案例研究法对顺丰借壳上市进行研究,认为顺丰借壳上市除了缓解资金压力,节省时间,更为登上更好的平台实现发展战略^[40]。

(3) 借壳上市对财务绩效的影响

万潮龄(2000)利用实证研究法构建财务绩效评价模型,结果体现出借壳上市之后除了主营业务收入的规模扩大,同时由于借壳上市的政策优惠也为企业节省了不少税收^[43]。张文璋、顾慧慧(2002)通过对重组财务绩效的研究得出重组之后大部分企业的财务绩效提升,但是也存在部分企业财务绩效因为重组行为下滑^[58]。罗贤(2006)建立数据模型对大量借壳上市案例的绩效进行分析,得出在财务绩效表现方面国有企业要相对优异,但是国有企业的指标表现并不稳定,总体结果表明借壳上市还是推动了企业财务绩效的提升,并且资本效用更大的行业财务绩效提升的更明显^[28]。刘贵文、冯捷(2010)认为借壳上市这一行为有它的两面性,也就是会对企业产生积极与消极的双面影响,而这两方面影响共同作用于企业时,一般积极的影响会将消极的影响淡化,从而引起财务绩效的提高^[24]。曾

劲业和王启乐（2011）基于净现金流量模型对样本进行统计回归分析，发现短期内企业净现金流量提升，但是分析长期数据得出随着时间的推移借壳上市这一行为对企业现金流量的作用效果会降低，甚至有的企业会经营失败^[53]。司艳芳（2012）认为重组行为对于企业绩效的影响在短期或者长远来看都是积极的，但是这种影响并不显著^[39]。王冉冉（2012）通过多元线性回归分析得出壳方公司原本的规模与经营业绩越低，企业在借壳上市之后的绩效表现就更显著^[44]。罗诗艺等（2013）认为借壳上市使得企业的综合实力、绩效都得到了显著的提升，同时壳方公司也避免了经营风险与退市风险，是双赢的结果^[27]。田霄（2017）以海澜之家借壳上市研究对象，数据结果显示在借壳上市当年各项指标迅速提升，但同时由于迅速扩张导致企业偿债风险的提高，借壳上市第二年之后各项指标恢复至正常水平^[41]。王博（2017）通过对借壳上市企业的实证研究得出借壳上市之后与净资产与净利润相关的指标都会显著地增加^[42]。雷红霞（2018）研究得出借壳上市虽然提高了企业的盈利能力，并未持续影响盈利能力，从长期数据可以看出盈利能力的趋势是下滑的，但是借壳上市可以使企业的偿债能力提升，规避了部分债务方面可能会带来的风险^[26]。马书琪（2018）通过案例分析得出借壳上市使得企业的短期绩效提升，让企业在面临亏损以及承担巨额债务的多方压力时快速改善了经营状况与资金状况^[32]。程腊梅、张明明等（2019）用 EVA 评价体系对顺丰集团借壳上市之后的财务绩效进行分析研究，结果发现财务绩效提升显著，并且认为借壳上市行为在一定程度上可以为企业在市场上募集资金，为企业未来的发展提供资金保障^[16]。

（4）借壳上市对股东财富的影响

郭葆春等（2015）认为如果综合多种因素适当选择壳方公司，那么会更加容易对股东财富产生正向的影响^[20]。乔文军（2016）研究互联网企业借壳上市的数据，得出借壳上市之后企业的市盈率大多都提高了，同时股价也越来越高^[35]。盛娜（2016）通过研究发现借壳上市行为可以市场重新对上市公司做出积极的反应，并且超额收益率逐步提高^[37]。李佳璐、徐凤菊（2017）由于信息的提前泄露使得借壳上市还未发生之前已经在初步地影响着股东财富，一旦借壳上市的公告发布之后这种影响立刻反映在股价等因素上^[25]。杨胜利、奉佳（2017）以事件研究法分析借壳上市对股东财富的影响，结果表明借壳上市行为促使企业获得了超过一

半的超额收益，股东财富爆发增长，但是在借壳方案过会以后这种超额收益将会消失^[51]。谢海东、谭琦颖（2018）通过回归分析证明了业绩承诺对股东财富的积极影响，并且短期的影响更加地明显^[47]。

1.2.3 文献评述

由于国外借壳上市的发展要早于我国，丰富的案例资料为国外学术研究提供大量的研究基础，因此国外学者的研究成果相对我国较为成熟。国内外对于借壳上市的模式及财务绩效方面的研究主要集中在借壳上市的动因以及借壳上市对财务绩效与股东财富的影响。

在借壳上市的模式方面，国内学者的研究成果相对较多，经过梳理发现学者基本都认为借壳上市的模式中壳资源的选取对企业后期的发展非常重要，并且壳资源成本是企业主要所考虑的因素，此外，国内学者还认为资产置出环节在借壳模式中是主要的形式，本文的研究案例对于壳资源中的资产采取了完全保留，本文将对这一模式进行剖析；在借壳上市的动因方面，国外学者的研究成果并不多，我国学者的研究成果较多，除了与国外类似的结论外，对于借壳上市的动因还有基于我国的政策、经济背景等方面的研究，但是针对于目前新兴的家居新零售行业学者还没有相关的研究成果；在借壳上市对财务绩效的影响方面，目前主要以财务四方面的指标能力以及股东财富体现对借壳上市的影响，通过不同的研究方法得出了立足于不同立场，不同行业中借壳上市对财务绩效方面的影响，结果既有正面的，也有负面的。

综上所述，现有文献有关借壳上市对财务绩效的影响并未形成一个统一的结论，也没有一个相对完整的分析评价体系，本文将选取居然新零售公司借壳上市的成功案例，研究该案例借壳上市模式的选择，同时分析借壳上市对财务绩效的影响，希望可以增加借壳上市的案例研究，完善财务绩效分析体系。

1.3 研究框架、内容与研究方法

1.3.1 研究框架

本文的研究框架如图 1.2 所示：

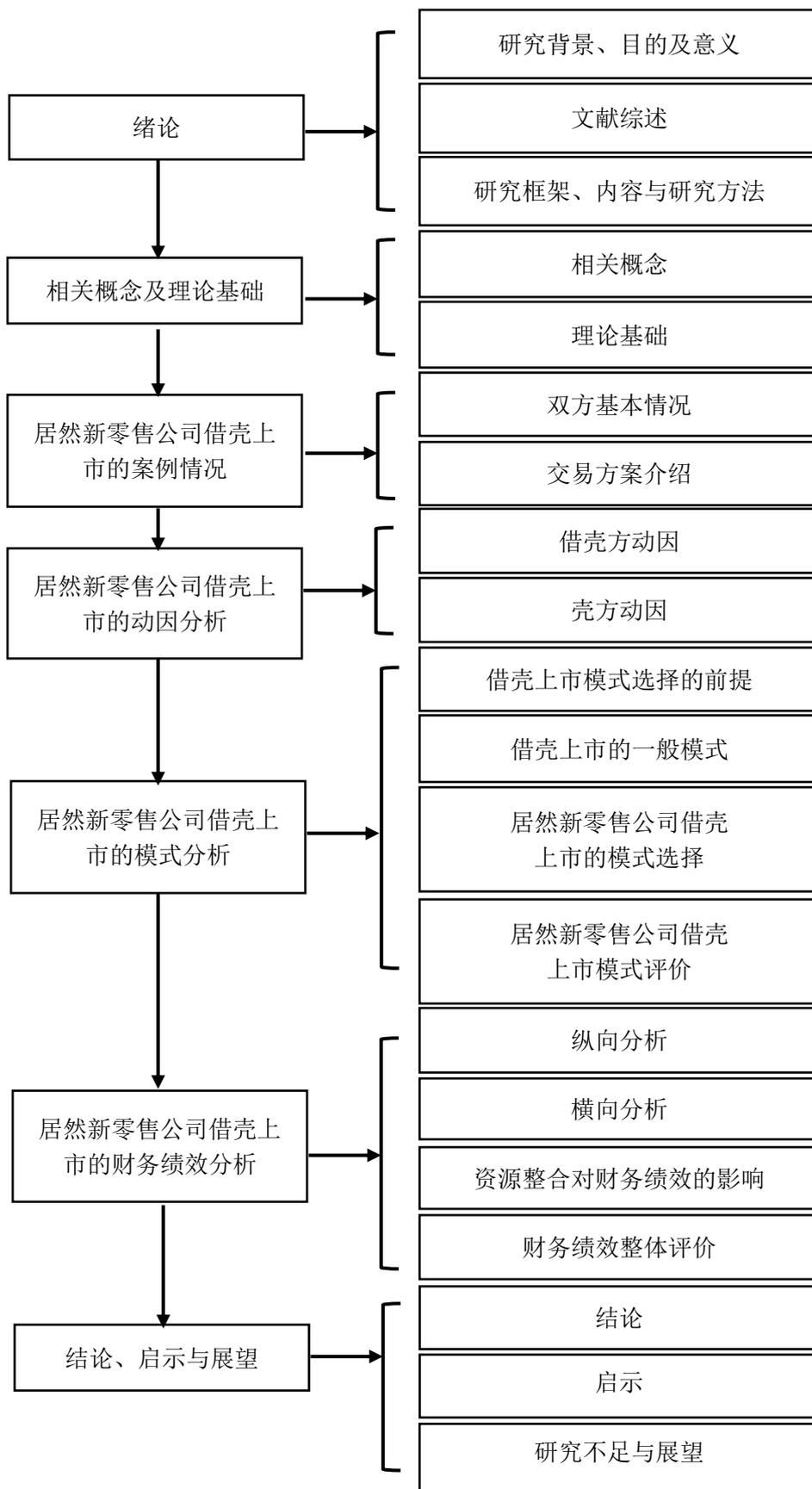


图 1.2 论文框架图

1.3.2 研究内容

本文由七个部分构成，各章具体按如下思路展开：

第一章：绪论。

本章主要介绍了选题背景、研究目的和意义，综述了国内外的相关文献，总结归纳该领域现有的研究状况，最后明确本文研究的内容、方法以及研究框架。

第二章：相关概念及理论基础。

本章对与研究主题相关的概念及文章后续所将用到的理论进行整理，为文章后续研究奠定基础。

第三章：居然新零售公司借壳上市案例情况。

本章主要介绍了居然新零售和武汉中商的基本情况，以及此项交易的过程，为分析案例提供基础。

第四章：居然新零售公司借壳上市的动因分析。

本章依据对案例的了解，分别从壳方和借壳方研究分析了居然新零售借壳武汉中商的动因，为居然新零售公司之后选择借壳模式奠定基础。

第五章：居然新零售公司借壳上市的模式分析。

本章从壳资源的选择以及借壳模式的选择两方面剖析了居然新零售公司借壳上市的模式，并进行评价，以便分析其财务绩效的产生。

第六章：居然新零售公司借壳上市的财务绩效分析。

本章利用财务指标分析法分析评价借壳上市对居然新零售公司的指标表现、以及现金流的影响，同时分析对股东财富的影响，由于资源整合对于案例选择的借壳模式下产生显著财务绩效非常重要，因此还加入了资源整合对财务绩效影响的分析，最后评价本次借壳上市对财务绩效的影响，为后续得出启示做好铺垫。

第七章：结论、启示与展望

本章对案例的模式与财务绩效分析进行了总结，并基于前文的分析得出启示，同时提出本文研究的不足之处，基于全文分析对案例公司的未来发展进行展望。

1.3.3 研究方法

（一）案例分析法

以居然新零售公司借壳武汉中商为研究案例，结合所学理论知识对案例进行分析。从双方角度分析借壳上市的动因，进而分析居然新零售公司借壳上市的模式，再从四方面财务指标、现金流以及股东财富角度出发，体现借壳上市对企业财务绩效的影响，最后基于前文分析总结出本案例可以得到的一些启示与经验。

（二）对比分析法

分析财务绩效时，不仅从居然新零售公司自身在借壳上市前后的绩效变化分析，也将居然新零售公司的绩效与可比公司进行对比分析，使得分析结果更加立体可靠。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 借壳上市

(1) 壳资源

通常将上市公司所拥有的上市资格形象地成为“壳”，注入自身优质资产的期望得到上市资格的公司为借壳方，而市值不高甚至存在被退市风险的目标上市公司则被称壳方也就是壳资源。

一般根据壳资源的业务经营状况将壳资源分为经营不善失去发展能力的实壳公司、经营严重恶化即将退市的空壳公司以及已经停止原有业务置出原有资产的净壳公司三种。

企业对于壳资源的选择将会对借壳上市的成功以及借壳上市之后的发展影响深远,因此壳资源的选择时借壳上市模式选择的前提与基础。

(2) 借壳上市

借壳上市是指非上市公司在获取原上市公司的控制权之后,将自身的资产置入进上市公司,并且所置入资产应超过原上市公司资产总规模的一倍以上,由于一般在重组之后上市公司都会在股票代码不变的情况下,股票名称发生变更,也就是说原上市资格依然存在,但主体已经成为置入自身优质资产的非上市公司,因此这一种行为就叫做借壳上市。

2.1.2 财务绩效

财务绩效是指企业一段时间内战略实施在经营方面所产生的效果,财务绩效的表现情况可以全面的展示企业在这一个时期内的综合能力。

企业对于财务绩效的目标不应仅仅只是营业收入、利润等表象,财务绩效的范围应涵盖偿债、盈利、营运、发展以及现金流等方面的效果,企业必须通过财务管理的相关经济活动来促使企业产生显著的财务绩效,最终实现企业价值最大化。

一般来说，财务绩效表现为以下四个方面，本文在分析时加入了现金流相关指标以及股东财富相关的每股指标的分析：

(1) 偿债能力。企业重组之后，将会一定程度上改善原有企业资金状况，充裕的现金流、合理的资金结构、组织管理能力提高以及重组之后因为财务能力的上升而产生的新一级的信用评级，这些都会影响企业偿债水平。

(2) 盈利能力。一般情况下，企业的重组对盈利能力的影响是最为直接的，无论是重组之后的营销模式、营销能力、营销渠道还是企业规模都会对重组之后的盈利能力产生影响，其次，重组之后产生的规模效应或者资源共享同时也会对盈利能力产生影响。

(3) 营运能力。企业重组一般情况是以低价获得被低估的资产，并且可以通过对资源的优化配置实现正向效应，比如重组之后可以使得原本被闲置的资产重新利用起来，或者整合闲置资源，总之重组之后优秀的管理水平可以帮助企业实现资金、资产等很多方面的利用效率，这些都影响着企业的营运能力。

(4) 成长能力。重组之后企业的规模扩大，双方企业原有的投资机会、经营项目等资源都可以互补，财务能力的提升或许还可以帮助企业获得重组之前不可获取的投资机会，进一步增强企业实力，扩大市场占有率，因此，企业重组对企业的成长能力也有一定的影响。

但是对于借壳上市的财务绩效还应分析对股东财富产生的影响。企业重组的行为会向市场传递股价被低估的一种信号，市场所作出的反应会迅速反映在股票价格之上，其次，重组之后无论是财务能力还是综合成长能力的改变都会反映在企业利润上，从而影响每股收益等指标，这些都影响着股东财富。

2.2 理论基础

2.2.1 信号传递理论

信息与信号理论的产生主要是基于信息不对称的存在，由于市场上的投资者并不能像企业内部人员一样获取企业的全部信息，而企业为了吸引更多的投资者，就会通过一些市场行为向投资者们传递某种信号，投资者也会根据信号来评估自身投资行为的合理性与可行性。

也就是说，企业重组活动会想市场传达一种该企业的股价被低估的信号，那么这些企业的股价就会被市场重新评估。这些股价被低估的企业会在重组过程中将股价相应调整，从而为股东获取超额收益。

在企业发生重组行为时，信息与信号理论的应用最为广泛。企业的重组行为一般都是为了向投资者们传递股价被低估的信号，重组后的企业资源优化整合、经营管理能力、企业规模等各方面的提升会反映在企业价值上，也就是说无论重组成功与否，重组行为的开始已经向市场中的投资者们传递了股价被低估的信号，都会大大提高股东的短期财富。

2.2.2 效率理论

效率理论认为重组行为可以提升企业的效率，并且如果重组之后进行了良好的整合计划，还会同时提升重组双方的效率，效率理论还认为市场中的每一个企业效率的提升都可以推进整个社会的效率。

在企业重组行为发生之前交易双方存在效率差异，在重组行为发生之后效率高的企业会通过一系列的措提高另一方企业的效率，实现整体的良性可持续发展。效率理论很好地诠释重组行为发生的动因，以及财务绩效的产生。

2.2.3 协同效应理论

协同效应是指通过重组行为之后的净现金流量或者业绩状况都高于两个独立存在时的表现，该理论将协同效应分为财务、经营以及管理协同效应。基于借壳模式选择的特殊性，本文案例产生了三方面的协同效应。

(1) 财务协同效应

财务协同效应，也就是双方企业通过重组行为实现融资能力、资本结构以及资金使用效率的提高等各财务方面的积极效果，从而使企业整体财务能力提升。

(2) 经营协同效应

经营协同效应认为企业通过优化资源配置，资源共享，优势互补等方式实现经营协同效应，将企业良好的可持续发展能力信号传递给市场。企业在重组之后所产生的规模效应以及竞争优势的增强都可以提升企业的经营效率，产生经营协同效应。

（3）管理协同效应

管理协同效应通过企业的管理效率体现，重组之前各方面效率较低的一方企业可以通过高效率企业将优秀的管理方案、管理理念以及管理资源等应用在效率较低的企业，提升其管理效率，产生管理协同效应。。

本文的理论关系图如图 2.1 所示：

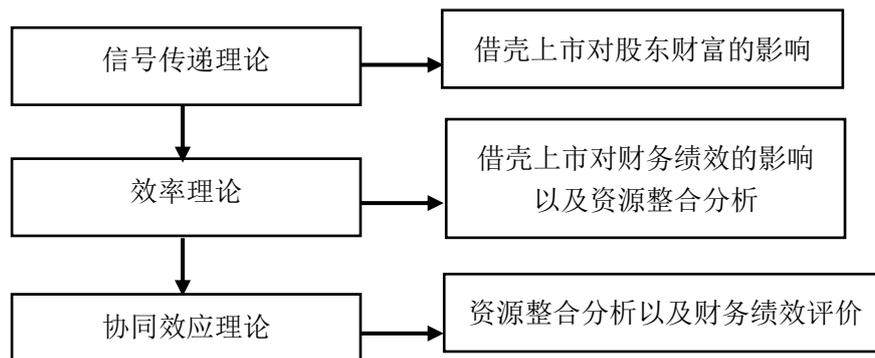


图 2.1 理论关系图

3 居然新零售公司借壳上市的案例情况

3.1 双方基本情况

3.1.1 居然新零售公司基本情况

居然新零售公司是在 2015 年设立的。居然新零售公司的主营业务是家居卖场，属于泛家居行业中家居新零售企业，根据证监会的行业划分标准其属于零售行业。以中高端消费者为经营定位、顾客可以在居然新零售公司享受从设计、体验到装修的完整家装流程。居然新零售公司拥有家居卖场、建材超市、“居然设计家”家居家装服务平台、智慧物联等版块，正在布局大消费的经营模式，是中国泛家居行业的领先企业。

居然新零售公司由居然控股在 2015 年 4 月 30 日出资设立，经过多次股权转让，截止重组前股权控制关系如下图 3.1 所示：

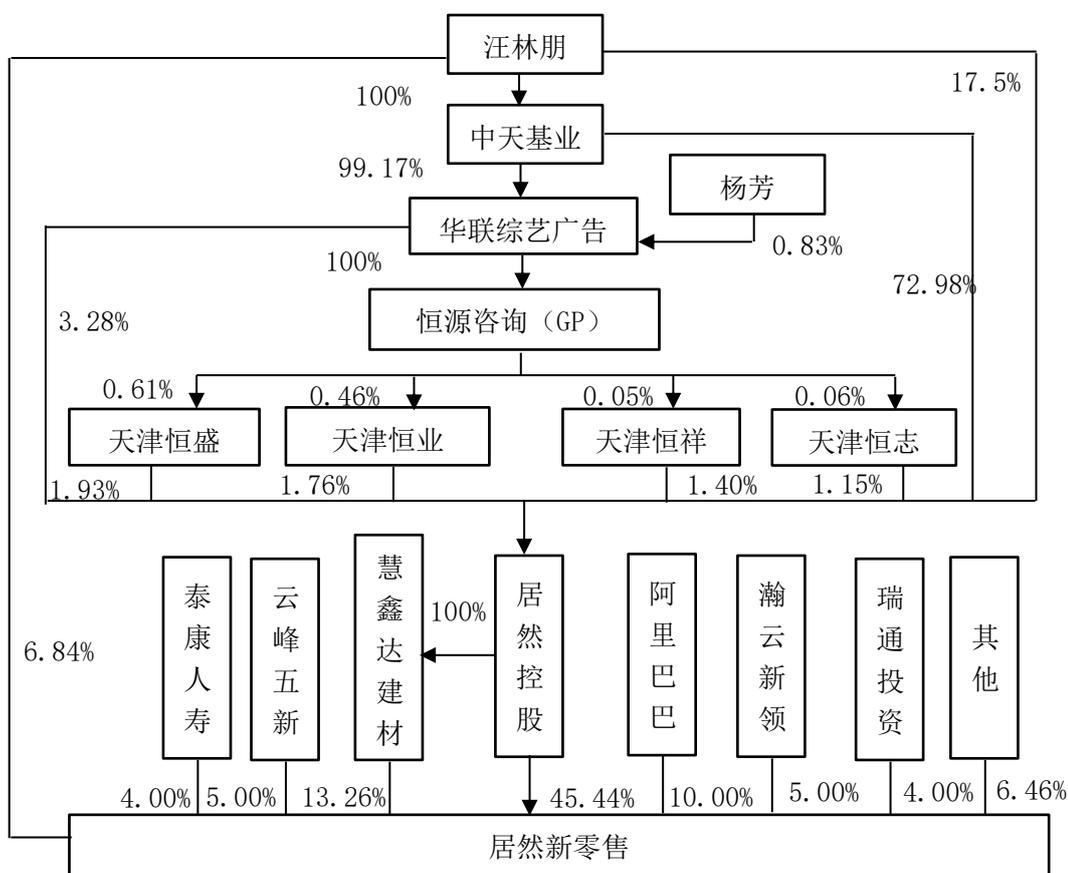


图 3.1 居然新零售公司股权关系图

从股权控制关系图中可以清晰地看出，居然控股为居然新零售公司的第一大股东，但汪林朋为居然新零售公司的实际控制人。股权控制关系图也同样反映着居然新零售公司有非常多优秀的关联方，这也进一步说明了众多投资者对居然新零售公司未来发展前景的看好。

居然新零售公司近几年来不断引资扩张，积极与产业链上下游之间合作共赢，为成功上市做好铺垫，截止重组前资产规模已达 278 亿元，近三年来营业收入增长较快，2018 年度营业收入高达 84 亿元，净利润 19.6 亿元，由于与阿里巴巴的深度合作，为居然新零售公司带来了又一个新的利润增长点，具体经营情况如表 3.1 所示：

表 3.1 居然新零售公司重组前经营状况简表

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入	649,791.33	740,410.35	841,706.24
营业成本	428,324.88	449,625.67	467,937.91
营业利润	114,142.26	151,804.60	263,265.58
利润总额	115,084.30	151,419.80	261,001.34
净利润	82,919.17	112,626.55	196,193.39
归属于母公司股东的净利润	83,272.71	112,317.52	195,264.19

资料来源：万得数据库

由表 3.1 可以看出，居然新零售公司在重组前营业收入、净利润等指标连年上涨，发展势头较强。居然新零售公司经营业绩的提升得益于阿里巴巴的参，阿里巴巴的加入使得居然新零售公司的数字化经营、智慧产业链建设以及营销渠道的重建等战略目标逐渐在实现，为居然新零售公司贡献了非常可观的营业收入。

3.1.2 武汉中商公司基本情况

武汉中商的前身武汉市中南商业大楼，是武汉市的一家国有企业，1990 年武汉中商正式设立，1997 年在深交所正式上市。武汉中商的主营业务包括百货、购

物中心等，武汉中商目前有 9 家现代百货店、1 家购物中心、50 家各类超市，而这些业务场地都处于武汉的繁华地区以及湖北省 10 个主要城市。武汉中商具体股权控制关系图 3.2 如下：

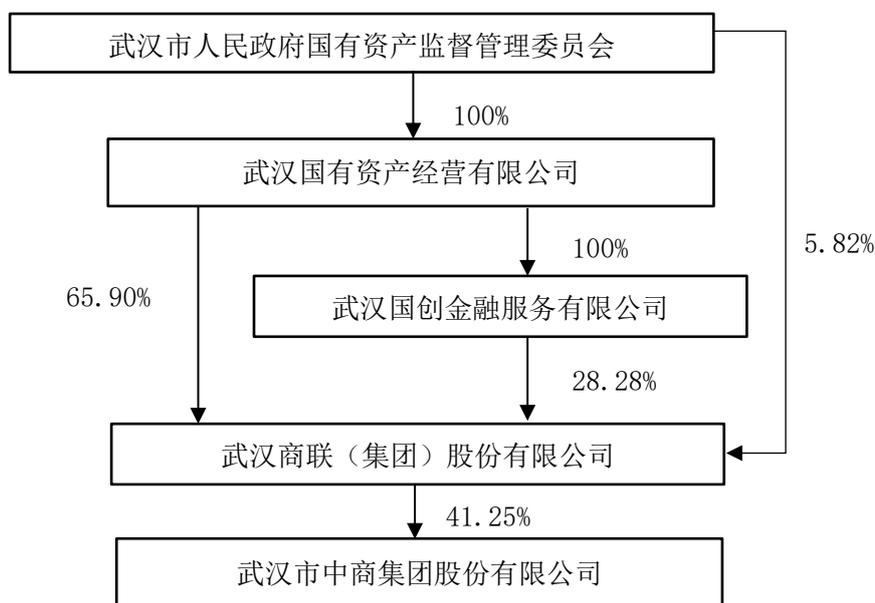


图 3.2 武汉中商股权关系图

从以上股权关系控制图可以看出，武汉商联持有武汉中商 41.25%的股份，为武汉中商的控股股东。武汉国资公司持有武汉商联 94.18%的股份，为武汉商联控股股东，因此武汉国资公司为武汉中商的实际控制人。

武汉中商因为行业同质化较为严重，导致净利润下滑，资产规模也在下降。重组前市值不到 17 亿，近三年主要财务状况数据如表 3.2 所示：

表 3.2 武汉中商重组前三年财务状况简表

单位：万元

项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
总资产	286,734.72	283,150.73	272,595.86
总负债	195,494.84	154,324.63	141,133.04
归属于母公司所有者权益合计	77,491.39	113,244.92	114,856.73

资料来源：万得数据库

武汉中商近三年的营业收入几乎无增长，净利润甚至在下滑，主要经营状况如表 3.3 所示：

表 3.3 武汉中商重组前三年经营状况简表

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入	401,081.27	399,662.57	404,373.09
营业成本	394,084.19	391,493.21	393,268.88
利润总额	6,879.46	46,639.04	16,698.10
归属于母公司所有者的净利润	204.11	35,753.53	6,636.24

资料来源：万得数据库

从表 3.3 可以看出，资产规模、负债规模近三年来基本无变化，营收几乎无增长，但是营业成本高达营业收入的 80%，仅净利润指标就也可以非常直观的看出武汉中商在传统商贸业发展前景并不乐观，可见武汉中商同质化的竞争导致获利能力低迷，发展停滞经营状况不佳。

从以上介绍可以看出，如果武汉中商继续独立经营下去，经营风险和财务风险极大，因为武汉中商的财务数据不断下滑，市值已经不足 17 亿。由于武汉中商是由国资委控股的，需要保障国有资产的保护增值。而目前市场上大多数上市国企，由于行业背景的原因导致发展活力不足，他们不愿意改善自身经营模式，不愿意顺应市场潮流的变化，但是在如此激烈的竞争下，国有企业不应该单纯的掌握自身国有控股权，而不顾企业的发展，国有企业需要一些新鲜血液，为其注入活力，重寻发展势头，与民营企业一起携手促进市场经济的发展。

3.2 交易方案介绍

居然新零售公司借壳武汉中商的重组方案中，仅采用了向居然新零售公司的各股东定向增发股票，保留武汉中商的资产，因此没有资产置出的环节。在定向增发方案中，居然新零售公司也就是武汉中商拟购买的标的资产，以评估后价值为基础即 3,567,401.00 万元，增值了 2,447,490.28 万元，增值率为 218.54%。

武汉中商通过向定向非公开发行的方式购买居然新零售公司各股东持有的居然新零售公司全部股权。以 6.18 元/股的价格共定向发行新股 5,768,608,403 股。

一般借壳交易中，借壳方主要看中壳方价值，即上市资格，壳内业务对于借壳方并无多大价值，所以借壳上市交易方案中通常在获得壳方公司控制权之后会将壳方公司的资产进行置出剥离，这种纯粹的壳交易，对借壳方股权的摊薄就是真正消耗的成本。但在本案例中，并没有资产置出的方案，而且武汉中商的自有物业，正好也可以应用于居然新零售公司的家居卖场所需的物业，优势互补，协同发展，共同扭转上市公司的发展困境。

4 居然新零售公司借壳上市的动因分析

4.1 借壳方动因

4.1.1 借助良好的上市平台促进企业发展

上市公司的发展平台以及融资平台相比非上市公司而言有着绝对的优势，居然新零售正致力于发展数字化、智慧产业链建设，实现三大融合战略，这些都需要大量的资金支持，良好的上市平台非常有利于其实现进一步地发展。

居然新零售公司 2018 年 3 月，通过新增注册资本及原股东转让股权的方式引入阿里巴巴、泰康人寿等 21 名投资者，2019 年又分别进行了四次股权转让，这些投资者的加入不仅增强了企业的资金实力，也向市场反映了企业的良好发展前景，可见近两年一直在为上市做筹备。具体情况如下表 4.1 所示：

表 4.1 居然新零售公司股权转让情况表

日期	股权转让情况
2018 年 3 月	阿里巴巴、泰康人寿等 21 名投资者对居然新零售公司进行了增资，慧达装饰、慧鑫达建材和致达建材分别向阿里巴巴等上述 21 名投资者进行了股权转让，合计转让注册资本金额 1,836.73 万元，占增资后股比 14.40%
2019 年 1 月	致达建材将其持有的居然新零售公司 2.53% 的股份转让给汪林朋；信中利少海汇也将其持有的居然新零售公司 0.28% 的股份转让给信中利海丝
2019 年 4 月	工银投资将其持有的居然新零售公司 0.55% 的股份转让给居然控股
2019 年 10 月	东亚实业将其持有居然新零售公司 0.08% 的股份转让给居然控股

资料来源：万得数据库

居然新零售公司的业务涉及家居零售、家居装饰、家居体验等，根据居然新零售公司的战略布局，目前所在的市场地位阻碍了其发展，一些优质的品牌并不会加入非上市公司，如果一直没有上市资格，居然新零售公司将会失去一些优质

的品牌合作商，并且融资机会与融资规模也较少，销售渠道不比上市公司多样，所以也会丧失很多销售渠道与融资机会。上市公司的平台可以满足企业的资金需求以及为企业吸引优质的合作伙伴，因此当前居然新零售公司需要改变这一现状，快速解决自身的发展阻力。

4.1.2 把握市场时机

目前家居新零售行业众多企业发展迅速，同样吸引这广大消费者，例如红星美凯龙、宜家、富森美等都通过各自的优势占据着市场份额，甚至苏宁与京东也增添了家居版块的业务，行业竞争日益加剧，但行业内仅红星美凯龙具备上市资格，面对激烈的竞争，居然新零售公司必须通过获取上市资格来与行业龙头拥有平等的相同的竞争平台。

其次，居然新零售公司虽然近几年营业收入不断上升，但是距离行业龙头红星美凯龙的规模还有着较大的差距，同时目前精装房政策、借壳上市政策以及数字化的对于家居新零售行业的重要性，居然新零售公司需要把握住这些利好的市场时机。

4.1.3 壳方公司可以与其产生协同效应

居然新零售公司和武汉中商在业务上有一定的重合，并且武汉中商处在武汉的核心商圈，寄托着武汉人近三十年的商业情节，居然新零售公司因为优质的服务和极佳的体验感，在行业内同样声誉良好，因此与武汉中商的重组将会产生一定的协同效应。

首先，武汉中商是属于一个生活业态的百货中心，而居然新零售公司在其智慧产业链建设的过程中，依然着力发展家居大卖场业务，这与武汉中商的业务有着重合之处，扩大经营范围，线上线下同时运作，可以提升竞争力。

其次，武汉中商有着近 40 万平方米的自有物业，这与居然新零售公司的家居卖场业务可以产生协同效应，居然新零售公司可以利用武汉中商的自有物业，而这些原本闲置无利润点的物业也可以通过居然新零售公司的利用而被盘活，加上居然新零售公司互联网数字技术应用在武汉中商，武汉中商原有传统商贸业务也会因此实现数字化转型，进一步增强上市公司的盈利能力，具体情况如表 4.2

所示：

表 4.2 武汉中商门店基本情况

地区	经营业态	自有物业门店	租赁物业门店
		建筑面积（平方米）	租赁面积（平方米）
湖北省	百货	163,917.71	109,773.60
	超市	47,180.25	160,284.71
	购物中心	160,912.00	-

资料来源：万得数据库

由表 4.2 可以看出，武汉中商的门店基本都是自有物业，同时武汉中商的物业都处于湖北省的繁华商圈，其近 40 万平方米的自有物业对于居然新零售公司来说，选择武汉中商为壳方公司，并且交易方案中不涉及资产置出，那么其摊薄成本就会很低，甚至会有额外收益，协同效应预计将会非常显著。

4.2 壳方动因

4.2.1 改善现有经营状况

近三年来武汉中商的营业收入几乎没有增长，净利润甚至在 2018 年出现大幅下铁，武汉中商目前自身已无法找到新的利润增长点，因此在武汉中商主业竞争力削弱的情况下，急需转型来改善现有的经营状况，具体情况如表 4.3 所示。

表 4.3 武汉中商重组前三年经营状况简表

项目	单位：万元		
	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入	401,081.27	399,662.57	404,373.09
利润总额	6,879.46	46,639.04	16,698.10
归属于母公司所有者的净利润	204.11	35,753.53	6,636.24

资料来源：万得数据库

从表 4.3 可以看出虽然 2018 年武汉中商的收入有小幅的增长，但是行业的营业成本连年升高，2018 年主营业务成本占比高达 78%，而居然新零售公司近几年经营业绩一直处于高速增长状态，将居然新零售公司的家居零售业务注入仅目前经营不善的武汉中商，再将武汉中商作为国有企业所拥有的各方面资源应用在未来的上市公司，可以转变目前的经营状况，提升上市公司未来的盈利水平。

4.2.2 解决武汉商业体系中的同业竞争问题

湖北省国有企业上市公司中，有很多是零售类企业，其中就有四家商业零售类上市公司，产生了非常严重的同质化现象，这四家上市的商业零售类企业的经营业务基本相似，甚至重叠，同业竞争的问题长时间都存在但却始终没有解决。近几年间，湖北省商贸体系中的上市公司发展状况都不理想，经营业绩都在不断下降，甚至其中有的公司净利润出现了负数的情况。

让这几家上市的商业类零售国有企业合并的可能性并不大，但是可以一家公司仅就一种业态进行发展，而武汉中商可以选择让壳引入优质的新零售企业实现业态的转变，这样也可以解决同业竞争激烈的问题。

4.2.3 借壳方公司发展前景良好

近几年家居零售企业发展迅速，很多电商以及新零售平台都增加了家居零售这一板块，首先大环境下居然新零售公司前景较好，其次，居然新零售公司目前的经营理念是融合战略，不仅可以改变家居零售企业的上下游关系，提升消费者的消费体验感与满足感而且将有望实现多种相关业态的综合发展，这些和当下市场环境非常契合，同时有很多在各自行业处于领先地位的企业都在投资居然新零售公司，例如阿里巴巴可以为居然新零售公司未来的战略实施提供技术支持。

以上都可以说明居然新零售公司良好的发展前景，这对于武汉中商来说也是比较优质的标的资产，促进武汉中商选择居然新零售公司作为自己的借壳方。

4.2.4 实现对当地商贸零售产业结构的调整及发展

武汉中商的优势则是发展作为生活业态的百货中心，居然新零售公司是家居

零售的龙头企业之一，并且在家居行业中实施全产业链经营战略，构建线下综合型创新家居零售商，在家居零售企业中具有领先地位。居然新零售公司目前的战略方向中很重要的一点就是实现家居零售业态与百货销售业态也就是“大消费”业态相融合。

上市公司引入居然新零售公司可以推进业态的融合，同时武汉中商也可以利用居然新零售公司数字技术优势，通过跨界融合，实现对数字化、智慧产业链等先进网络技术的超前探索，对当地商贸零售产业结构将产生积极的影响。

5 居然新零售公司借壳上市的模式分析

5.1 借壳上市模式选择的前提

拟借壳上市的企业对于壳资源选择将在一定程度上决定了该企业会选择何种借壳上市的模式，因此壳资源的选择是借壳模式选择的前提。将从以下几个方面对居然新零售公司所选择的壳资源进行剖析：

(1) 壳资源市值

对于计划借壳上市的企业来说，市值较小的壳资源通常会得到更多借壳方的青睐，因为不仅可以节约成本，同时，市值较低的壳资源对于借壳上市之后企业的股权稀释力也相对较小。

在最近几年借壳上市的案例中壳资源的市值基本小于 40 亿，而市值在十几亿的居多。武汉中商在准备借壳上市之前武汉中商的市值已经不足 17 亿，因此属于市值比较小的壳资源，居然新零售公司选择武汉中商作为壳资源，可以节省借壳成本。

(2) 股权结构

企业在借壳上市选择壳资源时除了会考虑壳资源的市值，也会考虑壳资源在控股权、产权等方面的明晰程度，这将影响企业借壳上市的效率，甚至会对能否成功上市造成一定程度的威胁，企业一般会在借壳上市选择壳资源的时候慎重地考虑。

武汉中商的控制权从 2007 年起就一直在武汉国资公司，没有发生改变，股权结构相对稳定，作为国企的武汉中商股权、产权较为明晰，因此可以降低因为法律纠纷导致的监管机构方面的风险，同时，武汉中商所处的商贸行业在湖北同行竞争非常激烈，政府一直想要解决本土商贸企业目前的发展瓶颈，这也使得控制权会较为容易地获取。

(3) 壳资源的性质

在进行壳资源选择的过程中，不仅需要考虑借壳的成本以及壳资源的控制权质量，还应充分考虑壳资源本身的软实力，尽管武汉中商利润与市值都大幅度地下滑，但武汉中商依然是已经上市了三十多年的国有企业，国有企业在管理程序，以及内部运行规范化等方面有着先天的优势，这是还未上市企业以及上市民企所

需要学习与借鉴的地方，因此选择上市国企作为壳资源将有利于企业未来的发展规范性。

（4）业务类型

企业一般应考虑壳资源所处的行业以及壳资源的业务类型，针对这一方面的考虑一般会与企业未来的发展战略吻合，如果未来的发展战略为多元化战略，则多数会选择同行业以外或者不同业务类型的壳资源，如果企业是为了横向发展，提高市场占有率则其选择的壳资源会是同行业或者业务相近的其他行业的企业。

武汉中商符合居然新零售公司的未来发展战略。居然新零售公司致力于“大家居”与“大消费”融合战略，武汉中商为商贸行业，可以扩大居然新零售公司借壳上市之后的经营范围，促进“大家居”与“大消费”的融合，提升企业未来的利润上升空间，因此居然新零售公司根据自身发展战略选择了武汉中商作为壳资源，以寻求更进一步地发展。

通过以上四个方面的分析，武汉中商无论是从市值、股权结构、公司性质还是业务类型来看，对于居然新零售公司都是一个非常优质的壳资源。

5.2 借壳上市的一般模式

借壳上市的模式目前国内有诸多学者在研究，并没有一个统一的概念，总体来讲，在选定壳资源之后，一般需要进行两步，首先需要取得目标上市公司的控制权，然后再进行壳方公司资产的重组，具体的模式是通过对两个步骤中具体措施的多种组合，比较常见的有以下几种模式：

（1）股份协议转让+资产出售

首先与壳方公司签订协议，通过协议获取上市公司的控制权，然后将壳公司原有的资产直接出售给原壳方公司的股东或关联方，或出售给无关联的第三方。

（2）股份协议转让+资产置换

首先与壳方公司签订协议，通过协议获取上市公司的控制权，然后将壳方公司原有的资产与借壳方将要置入的资产进行置换，借壳方可将持有的壳公司资产再转让给壳公司原股东，完成壳方公司资产的置出，此模式可能会涉及对价支付。

（3）增发/换股+股份回购

首先向借壳方公司的股东定向增发新股或者借壳方公司股东以股份支付的

形式购买其增发的股份即换股，获得壳方公司控制权，然后壳方公司将原本拥有的资产出售给原股东，与原股东的股权进行置换，并将对应的股权注销从而成功置出资产。

（4）增发/换股+资产出售

首先向借壳方公司的股东定向增发新股或者借壳方公司股东以股份支付的形式购买其增发的股份即换股，获得壳方公司控制权，然后将壳公司原有的资产直接出售给原壳方上市公司的股东或关联方，或者出售给无关联的第三方。

（5）增发/换股+资产置换

首先向借壳方公司的股东定向增发新股或者借壳方公司股东以股份支付的形式购买其增发的股份即换股，获得壳方公司控制权，然后将壳方公司原有的资产与借壳方将要置入的资产进行置换，借壳方可将持有的壳公司资产再转让给壳公司原股东，完成壳方公司资产的置出，此模式可能会涉及对价的支付。

除了比较常见的几种模式之外，有关控制权的取得还有以下几种特殊的方式：

（1）二级市场收购或间接收购

二级市场收购是指在拟借壳上市的企业在二级市场购买上市公司的股份，当购买的股份达到一定比例时将会获得上市公司的控制权。

间接收购，间接收购方式下拟借壳上市的公司首先需要获得壳方公司所属母公司的控制权，即收购其母公司，获得母公司控制权之后，也就间接获得了壳方公司的控制权。

（2）政府干预或者司法拍卖

这是两种并不多见的获得控制权的方式，是指政府或者司法机关将有退市风险且的上市资格直接无偿划拨给或者通过在市场上拍卖的方式，将其上市资格转移给拟上市的企业。

由于拟借壳上市的企业为了避免承担壳方公司债务风险以及经营不善的业务，降低整合风险，因此在比较常见的几种模式中都涉及了壳方公司原有的资产置出环节，但是在本文案例中并未将壳方资产置出，这种借壳模式比较少见。

5.3 居然新零售公司借壳上市的模式选择

居然新零售公司借壳上市的模式为由武汉中商定向增发股票，发行的股份数

量为 5,768,608,403 股，股价为 6.18 元/股，因此武汉中商将向居然控股等以其持有的居然新零售公司的持股比例定向增发股票购买，具体情况如表 5.1 所示：

表 5.1 定向增发股票情况表

序号	交易对方名称	发行股数
1	汪林朋	394,572,826
2	居然控股	2,569,147,817
3	慧鑫达建材	764,686,721
4	阿里巴巴	576,860,841
5	其他	1,463,340,198
合计		5,768,608,403

资料来源：万得数据库

在武汉中商定向增发股票之后，居然新零售公司将获得上市公司的控制权，一般的借壳上市模式中都会涉及两个环节，但是在本案例中不涉及资产置出环节，由于对武汉中商没有置出，而是选择充分利用武汉中商的原有资源。

上市成功之后，武汉中商以原有资产继续持有上市公司的股权，由于武汉中商市值较小，因此武汉中商原股东将仅持有上市公司 4.17% 的股权比例，这样也不会对上市公司股权稀释方面造成很大的影响，具体借壳模式如图 5.1 所示：

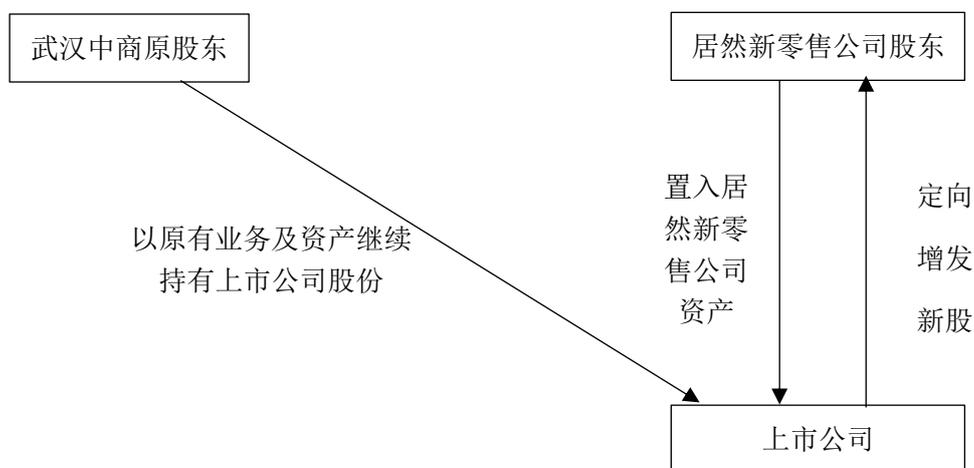


图 5.1 借壳上市模式

从图 5.1 可以看出,居然新零售公司借壳上市区别于一般借壳上市公司对于借壳模式的选择,由于不涉及资产置出环节,借壳模式相对简单,并且在将居然新零售公司的资产置入上市公司时,也是选择了以自身资产作为对价购买上市公司对其定向增发的新股,不涉及现金对价。

5.4 居然新零售公司借壳上市模式评价

(1) 壳资源选择恰当,为借壳模式的选择奠定基础

居然新零售公司选择的壳资源是由于经营理念落后而导致的经营不善,并且与自身处于类似的行业,这样可以在未来经营中利用自身优质资产,扭转经营状况,共同发展。

如果居然新零售公司在选择壳资源时没有充分考虑相关因素,选择的壳资源是已经面临退市风险或者与自身处于不同行业的企业,说明壳资源中多数是不良资产且可能存在纠纷或者高额负债,那么壳资源中对其有用的就只有上市资格,为了避免后期经营风险与整合,在确定资产重组方案时必须完全或者部分置出。

此外,居然新零售公司在对于借壳上市模式选择的时候充分考虑了企业期望达到的目标与自身发展战略,而不仅仅是为了获取上市资格融资,综合考虑了各方面因素才确定了将武汉中商作为壳资源。

在当前市场上市制度改革阶段,借壳上市的优势已经不比以前显著,随着新制度的推行,劣质的壳资源将会更快地被市场淘汰,尽管制度已经改革,但是借壳上市还是有一定的优势,资本市场上拟上市的企业不在少数,同时我国目前部分国有企业经营状况不是非常理想,而优质企业通过将国有企业作为壳资源实现借壳上市,不仅可以推动产业升级,促进市场良性发展,同时也可以为国有企业改革作出贡献。

因此,在准备借壳上市的时候,需要充分考虑企业未来的发展战略,壳资源所处行业以及壳资源的企业性质,并且上市的目的应该是积极的,通过自身优秀的资源与经营理念推动市场的进步。

(2) 不涉及现金对价,降低资金压力

当企业选择借壳上市时,大多数的壳资源都是经营不善,甚至即将退市,因此借壳上市模式中如果涉及现金对价,就会形成比较大的资金压力,例如选择资

产置换或者将资产出售给企业原股东等方式都会涉及现金，而充裕的现金流对企业的发展非常关键。

本案例中，居然新零售公司选择以自身资产作为对价购买上市公司对其定向增发的新股，并且不置出武汉中商原有资产，因此不涉及现金对价，居然新零售公司目前正在布局三大融合的发展战略，需要大量的资金支持，现金流的充裕对其未来的发展至关重要，大大节约了借壳上市的成本。

（3）不进行资产置出符合企业特性

居然新零售公司在选择借壳模式时，并未对武汉中商的资产进行置出，保留了武汉中商的资产、原有业务以及原有人员，并承诺保持武汉中商的独立性，让各自在其熟悉的业务领域发挥，这样可以避免资源的浪费，居然新零售公司计划通过整合方案使得二者产生协同效应。

居然新零售公司这样的借壳模式为企业留下了武汉中商近 40 万平方米的自有物业，以及武汉中商的原有的行业声誉与客户资源。此外，目前居然新零售公司正在进行数字化转型，结合居然新零售公司的战略目标，决定不将武汉中商置出可以有效地与武汉中商进行跨界业态融合，扩大经营范围，重新激发武汉中商商贸业务的发展潜力，各方面数字技术优势可以应用于武汉中商的传统商贸业务，优势互补，形成多业态发展。

在居然新零售公司借壳上市的模式中选择保留武汉中商这样优质的壳资源，武汉中商由于上市多年，也有着丰富的管理经验，可以弱化居然新零售公司的财务管理经验可能不适用于上市之后的企业状况所带来的风险，最大程度对上市之后居然之家的财务风险进行防范，确保财务战略的有效实施。同时居然新零售公司拥有符合当下市场发展的新型的管理经验，将这些管理经验运用到武汉中商，二者之间可以优势互补。

综上所述，居然新零售公司借壳上市保留了壳资源中的资产，这得益于居然新零售公司在选择壳资源时综合考虑了壳资源的成本以及壳资源的业务与企业未来发展战略的契合性，由此可见企业在选择借壳上市的模式时，不应该只是为了获得上市的资格，应该充分根据自身的战略布局选取适当的壳资源，利用充分的资源整合盘活壳方公司业务，增强企业实力，实现协同效应。

6 居然新零售公司借壳上市的财务绩效分析

6.1 纵向分析

6.1.1 偿债能力

企业借壳上市很大程度是为了扩充资金，提高企业自身的筹资能力，因此企业偿债能力的变化是评价借壳上市对企业财务能力影响的基础。将选取以下三个指标来反映居然新零售公司偿债能力。具体指标表现如图 6.1 所示：

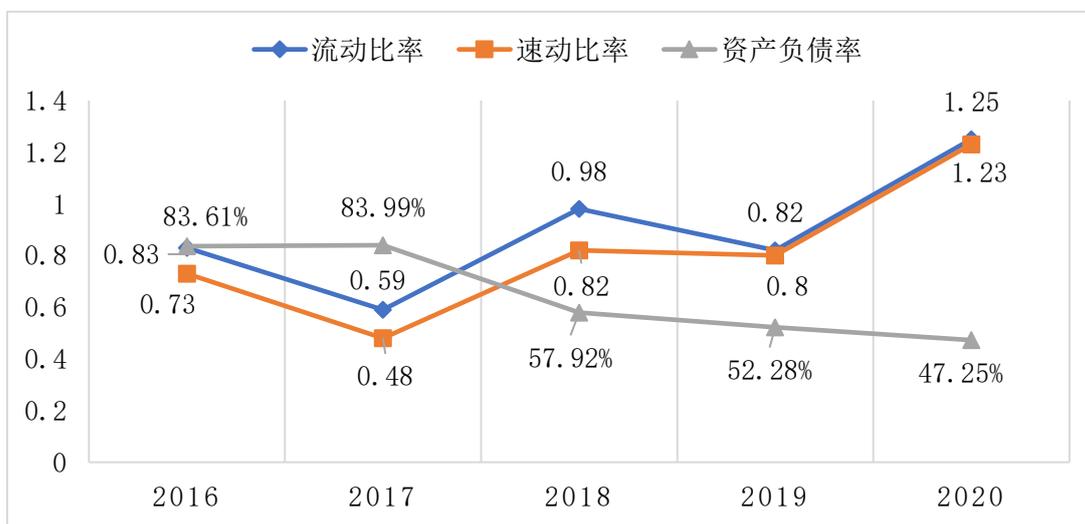


图 6.1 偿债能力指标变动图

从图 6.1 数据可以看出，相对于 2018 年度来说，流动比率、速动比率以及资产负债率三项指标都处于下降趋势，流动负债数额的上升造成了流动比率与速动比率的下降，这属于企业重组过程中人力资源整合的正常支出，未对短期偿债能力产生较大影响，2020 年流动比率与速动比率的上升主要是引入金融业务受让应收账款以及增加短期借款货币资金上升所引起的。

2019 年资产负债率的下降主要是由于资产的增加所导致，而资产的增价、加是因为投资性房地产项目以及固定资产项目的增加，其次，由于企业依然处于扩张过程中，所以 2019 年增加了一些在建工程项目，使得资产总额增加，但是负债变动较小，因此资产负债率小幅下降，而 2020 年资产负债率的下降主要是由

于增加的借款导致货币资金以及投资性房地产和固定资产规模导致资产规模增加，虽然变动幅度不大，但是居然之家后期还需要注重借款所带来的偿债风险。

综上所述，借壳上市使得居然新零售公司总资产规模上涨，提升了企业长短期的偿债能力，并且上市成功后经营情况良好，充裕的现金流，以及较强的创收能力都可以增强市场对其未来发展方面的信心。同时，阿里巴巴等投资者的加入也为企业将来筹资增添了一定的吸引力。

6.1.2 盈利能力

盈利能力的高低决定着一个企业所拥有的市场份额以及所能够吸引到的投资者与客户资源，可以非常直接地说明出企业借壳上市的经营表现，将选取以下四项指标反映了企业的盈利能力，具体情况如图 6.2、6.3 所示：

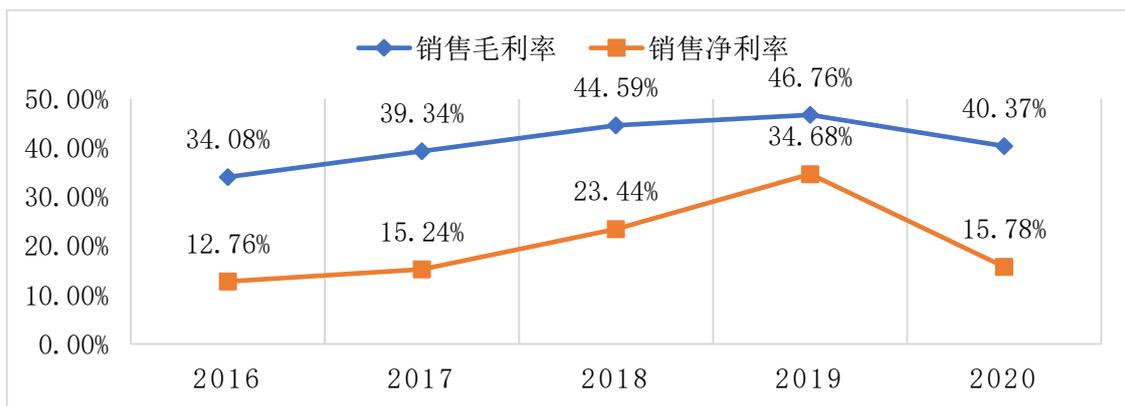


图 6.2 盈利能力指标变动图 (1)

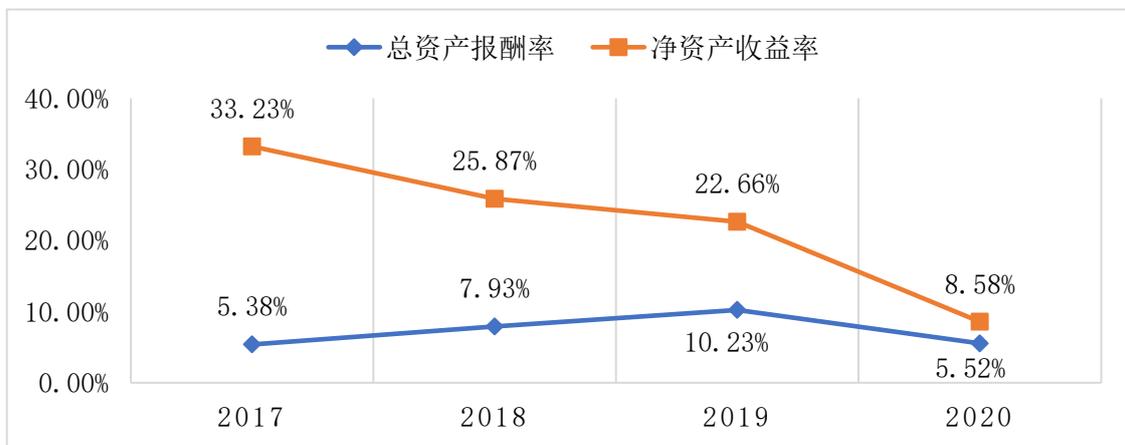


图 6.3 盈利能力指标变动图 (2)

由图 6.2、6.3 可以看出 2019 年在销售净利率、销售毛利率以及总资产报酬率三个项目中，销售毛利率与总资产报酬率的增幅相对比较缓慢，但从绝对数来看，近三年盈利能力非常可观，2019 年与 2020 年实现营业收入分别为 92.3 亿元、89.92 亿元，销售净利率的高增长主要还是归功于经营战略以及对于期间费用等的有效控制。净资产收益率的下降主要是重组带来的投资、实收资本的增加，足以体现借壳上市之后盈利能力的增强。而 2020 年指标的下降是市场原因所带来的行业普遍下降，以及武汉中商原有投资性房地产的公允价值变动，资产规模上涨等因素带来的影响，将从后文横向比较来更加立体地体现指标表现的优异。

6.1.3 营运能力

针对本案例，由于没有将武汉中商的资产与业务置出，那么评价借壳上市行为对于资源的整合的影响，也就是企业的营运能力就非常必要，将选取以三个指标来反映营运能力，具体指标数据如 6.4、6.5 所示：



图 6.4 营运能力指标变动图 (1)



图 6.5 营运能力指标变动图 (2)

由图 6.4、6.5 可以看出营运能力的三项指标都呈下降趋势。首先，应收账款周转率下降主要是由于加盟业务的增长，以及金融业务以受让应收账款的方式向外提供贷款，因此导致应收账款的规模增大；存货周转率大幅下跌，主要是由于武汉中商原有的存货，扩大了存货原有的规模，但营业成本项目变动较少，所以存货周转率下降比较严重；总资产周转率的下降主要是由于 2018 年 3 月增资，经营规模以及卖场的逐步扩张，同时新增了数字化实体的建设项目，这些都造成了总资产基数明显增加，从而降低了总资产周转率。

总的来说，各指标的变化都是由于资产项目的基数变化，尤其是存货与应收账款周转率的变化，居然之家后期可能要注意存货与应收账款方面的管理。

6.1.4 发展能力

企业选择借壳上市是为了谋求发展，因此借壳上市之后的发展能力是对评价财务能力来说非常必要的。针对本案例来说，借壳上市之后企业的规模扩大，双方企业原有的投资机会、经营项目等资源都可以互补，或许还可以帮助企业获得之前不可获取的投资机会，增强竞争力。将选取以下三项增长率证明发展能力，由于市场原因 2020 年增长率普遍为负数，将在横向对比中体现，此处仅分析至 2019 年，具体指标数据如图 6.6 所示，

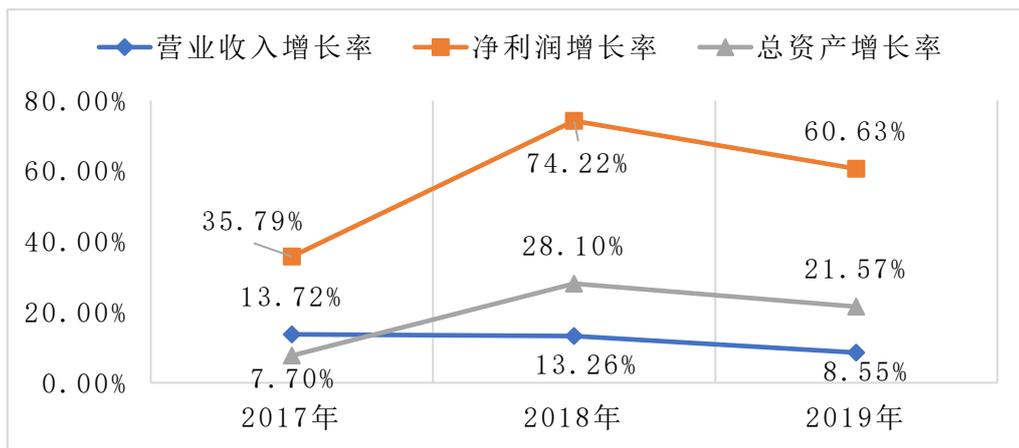


图 6.6 发展能力指标变动图

由图 6.6 可以看出，各项指标在 2019 年度都在下降首先营业收入与净利润的增长率放缓的主要原因是由于基数的增大，其次尽管净利润的增长率在下降，

但依然 60.63%的高增长阶段。可见上市公司在引入了居然新零售公司这样的优质的资产使得上市公司业务板块增加，盈利规模上涨，并且提升了原武汉中商业务的经营业绩，未来发展前景可期。

总资产增长率在 2018 年的剧增是由于引入阿里巴巴等投资者，在本就高资产的情况下，居然之家 2019 年度总资产增长率保持在 21.57%，在借壳上市成功以后，扩张速度放缓，也就是说经营规模的扩张速度放缓，借壳上市初期扩张的同时需要致力于双方公司的内部整合，因此在资产规模方面保持了平稳的增长。

但是，借壳上市之后武汉中商原有的业务板块收入增加 1.2 倍，净利润增加 2.8 倍，因此相比较借壳上市前身的武汉中商，各项成长能力指标都是大幅的增长，借壳上市之后发展能力表现良好。

综上所述，借壳上市使得居然新零售公司与武汉中商的品牌影响力增强，二者在创新能力、管理经验以及双方客户资源、销售渠道等方面的结合共享，基本消除了武汉中商在借壳前竞争能力薄弱的困境，发展能力显著提升。

6.1.5 现金流

拥有稳定而又充裕的现金流一定程度上也决定着企业的发展，现金流是企业发展的“血液”，如果资金周转不畅，可能导致一个盈利企业濒临破产，因此现金流的在财务绩效分析中的地位同样非常重要。将选取相关现金流量指标分析评价居然新零售公司在借壳上市前后的现金流的变化情况，具体情况如表 6.1 所示：

表 6.1 现金流指标情况表

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动净现金占现金流量总额比	5.78	2	1.1	14.82	0.65
销售收现比率	1.06	1.11	1.01	1.08	1.06
现金流量资本支出比率	2.59	1.23	0.64	1.06	1.37
债务保障率	0.13	0.14	0.16	0.15	0.11

资料来源：万得数据库

从表 6.1 的数据可以看出，经营活动净现金流量占现金流量总额比在 2019 年剧增，也就是借壳上市之后，由于 2018 年居然新零售公司大量引资导致筹资活动产生的现金流量净额为正数，而 2019 年几乎没有进行引资计划，并且 2019 年居然新零售公司借款与利息同时被清偿，因此 2019 年现金流量总额相应下降，引起导致 2019 年经营活动净现金流量占现金流量总额比剧增，2020 年该指标的下降主要是 2020 年进行的发行股票募集资金以及借入款项使得现金流量总额上升，也就是说借壳上市当年由于收入表现较好，居然之家有着充裕的现金流保证发展，2020 年由于市场环境的影响使得居然之家需要通过外部融资实现扩张，在 2020 年下半年市场回暖，收入可观，但居然之家后期仍需注意现金流方面的管理。

其次，销售收现比率一直大于 1，表明居然之家在应收账款收现管理等方面做的较好；而现金流量资本支出比率在 2019 年的上升主要是因为 2018 年在规模扩张方面已经有了较大投入，在维持经营现金的基础上资本支出相对减少，2020 年债务保障比率的下降是由于债务规模的上升导致的，表明了居然之家借壳上市当年利用经营活动产生的现金流量净额扩大规模的能力有了进一步的提升，2020 年之后需要加强经营方面的战略计划，提升经营业绩，保证现金流的充裕性。

6.1.6 股东财富

(1) 企业市值增加股东获利

市场对于借壳上市行为反应会迅速而直观的从股价中反映出来，居然新零售公司在借壳上市之后的股价发生了较大的变动，具体股价变化如图 6.7 所示：

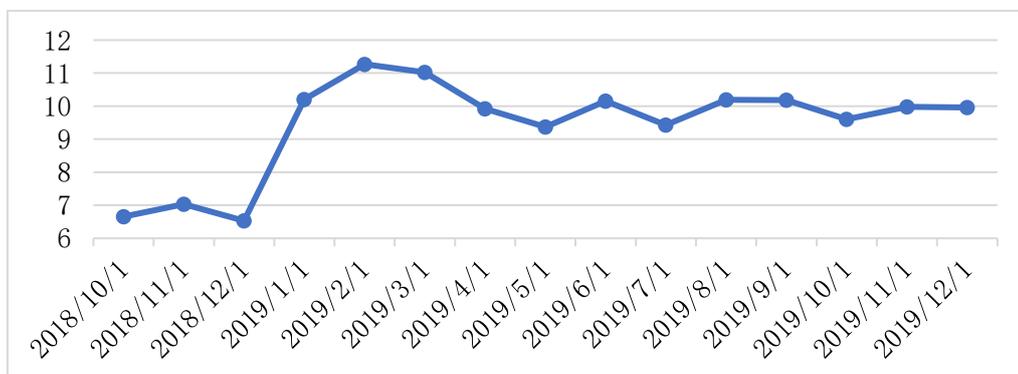


图 6.7 股价走势图

由图 6.7 可以看出, 根据信号传递理论的解释, 借壳上市通常会导致股价的上涨, 上方股价走势图中, 最低点是武汉中商停牌之日, 之后股价直线上涨, 最高点是在宣布重组预案过会之后, 此时企业市值达到 665.7 亿, 到居然之家正式上市之后股价才逐渐恢复平稳的正常水平。

也就是说, 股价随着重组进程的推进而波动上升, 股价一路从 6.21 元上涨至 13.07 元, 就是短期的高增长为股东带来了超额收益, 其次, 股价的上升也就意味着企业价值的上升, 说明市场上的投资者对于重组借壳上市以后企业前景的看好。公布重组预案时居然新零售公司的估值为 367 亿元, 上市公司总市值爆发式上升至 665.7 亿, 这足以体现借壳上市这一重大资产重组行为为股东们所带来的积极效果。

(2) 经营业绩提升股东受益

企业的重要目标就是股东财富最大化, 借壳上市之后经营业绩的提升应看其是否真正增加了股东利益, 一般以每股指标来体现, 具体每股指标如 6.2 所示:

表 6.2 每股指标情况表

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
每股收益	1.4200	0.2600	0.5400	0.2200
每股净资产	4.5078	4.5719	2.5130	3.0125
每股经营活动产生的现金流量净额	1.1465	0.9516	0.4275	0.3148
每股股东自由现金流量	-0.1160	0.6708	0.7030	0.0585

资料来源: 万得数据库

由表 6.2 可以看出, 2019 年每股经营活动产生的现金流量净额指标的下降主要是因为企业在借壳上市重组之后股数增加造成的, 2020 年指标下降是由于业绩下滑导致的, 但是 2020 年净资产的增加提升了公司的每股净资产指标; 而在借壳上市当年, 每股收益和每股股东自由现金流量在股数增加的情况下依然增加, 后期仍需增强自身利用所有者投入资金获取收益的能力。

总体来说, 经营业绩的提升, 不仅提高了企业的财务绩效, 同时也使得股东受益。借壳上市之后优秀的业务整合、发展战略制定等措施, 为企业价值以及股

东财富的增加贡献了核心力量。

6.2 横向分析

为了更加立体地体现借壳上市对财务绩效的影响，将进行相横向对比分析，由于居然新零售公司本质上还是属于零售行业，但是因为零售行业中红星美凯龙业务范围与其最接近，因此横向分析将选取家居新零售行业目前的龙头红星美凯龙作为可比公司，并选取零售业业前 20 家企业的指标平均值作为行业均值。

6.2.1 偿债能力

双方偿债能力指标对比情况如表 6.3 所示：

表 6.3 偿债能力指标对比表

指标	公司名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率	居然之家	0.59	0.98	0.82	1.25
	红星美凯龙	0.64	0.62	0.5	0.48
	行业均值	1.06	1.44	1.55	1.59
速动比率	居然之家	0.48	0.82	0.80	1.23
	红星美凯龙	0.64	0.61	0.49	0.47
	行业均值	1.14	1.22	1.32	1.37
资产负债率	居然之家	83.99%	57.92%	52.28%	47.25%
	红星美凯龙	54.71%	59.14%	59.95%	61.16%
	行业均值	57.23%	52.07%	50.33%	49.89%

资料来源：万得数据库

表 6.3 显示，居然之家的流动比率与速动比率是高于红星美凯龙的，主要是由于首先红星美凯龙的规模要大于居然之家，因此各项财务数据基数较大，其次最重要的原因是，红星美凯龙委托管理、自建大量自有物业导致红星美凯龙存在大量的人工成本以及项目建设期间所形成的合同负债、应付工程款等，这些都使

得流动负债增加，而居然之家相对较少的流动负债就会形成较高的流动比率与速动比率，2020年居然之家筹资导致货币资金项目增加，因此指标高于1。

但居然新零售公司的资产负债率除了2017年一直都低于红星美凯龙，借壳上市之后低于了行业平均水平，由于红星美凯龙的大量自有物业导致其固定资产、投资性房地产以及在建工程项目远高于居然之家，同时自有物业的建设需要大量的资金，因此红星美凯龙的长期借款数额是居然之家的近7倍，资产负债率较高。

综上所述，由于经营模式与公司规模所导致的双方偿债能力指标之间的差距，而武汉中商的业务版块由于没有进行资产置出，所以卖场为原有物业，并且还可以用于未来居然之家的经营，可以节省未来居然之家在物业方面的投入成本，总体来看，居然之家的偿债风险是要低于红星美凯龙。

6.2.2 盈利能力

双方盈利能力指标对比如表6.4所示：

表 6.4 盈利能力指标对比表

指标	公司名称	2017年	2018年	2019年	2020年
销售毛利率	居然之家	39.34%	44.59%	46.76%	40.37%
	红星美凯龙	71.14%	66.20%	65.17%	61.51%
	行业均值	20.22%	22.30%	25.30%	27.84%
销售净利率	居然之家	15.24%	23.44%	34.68%	15.76%
	红星美凯龙	39.03%	33.04%	28.45%	14.50%
	行业均值	6.71%	3.89%	7.81%	-7.17%
总资产报酬率	居然之家	5.38%	7.93%	10.23%	5.52%
	红星美凯龙	4.79%	4.53%	4.02%	4.07%
	行业均值	4.09%	2.77%	5.80%	2.36%
净资产收益率	居然之家	33.23%	25.87%	22.66%	8.58%
	红星美凯龙	10.59%	10.90%	10.25%	3.72%
	行业均值	10.87%	5.27%	11.29%	3.73%

资料来源：万得数据库

由表 6.4 可以看出,由于企业规模的差距导致居然之家的销售毛利率一直低于红星美凯龙,主要是因为居然之家的租赁成本比较高;在借壳上市之后,业务规模增大,红星美凯龙的销售净利率低于居然之家,这是因为投资性房地产的公允价值变动以及委托管理模式下大量的人工成本导致红星美凯龙的净利润大幅变动,2020 年双方都有所下滑,相比红星美凯龙的销售净利率居然之家下降的幅度比较小,主要是因为居然之家收入下降的幅度相比红星美凯龙较小;而居然新零售公司的总资产报酬率与净资产收益率始终高于红星美凯龙,这是因为红星美凯龙的资产规模与所有者权益中根据净利润绝对数指标提取的盈余公积数额相比居然之家要高很多。因此,从指标的纵向对比表现来看,居然之家总体的盈利水平要略优于红星美凯龙,并且在经济下滑阶段,上市之后居然之家的盈利水平依然高于行业平均水平。

综上所述,借壳上市之后,跨界业务融合,互动发展,显著提升企业的盈利能力,指标表现良好,但是未来居然之家的发展仍需要注意租赁成本对销售毛利率的影响。

除了收入盈利指标可以反映盈利能力之外,企业对费用的控制影响着盈利能力,双方费用指标对比情况如表 6.5 所示:

表 6.5 期间费用率指标对比表

指标	公司名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售费用率	居然之家	9.60%	7.86%	8%	11.89%
	红星美凯龙	13.81%	11.94%	13.91%	11.90%
	行业均值	8.69%	9.44%	10.31%	11.02%
管理费用率	居然之家	4.48%	4.18%	5.05%	4.7%
	红星美凯龙	12.43%	10.77%	10.87%	12.06%
	行业均值	7.94%	7.64%	7.42%	7.69%
财务费用率	居然之家	0.96%	1%	0.53%	1.62%
	红星美凯龙	10.33%	10.77%	13.72%	17.31%
	行业均值	3.33%	3.02%	3.40%	3.40%

资料来源:万得数据库

由表 6.5 可以看出,总体来说居然之家的期间费用率低于红星美凯龙,由于红星美凯龙的一切广告费用由其总部承担,而居然之家的广告费由加盟方自己承担,因此红星美凯龙的销售费用一直很高,但是在 2020 年由于销售方面的职工薪酬等费用的上涨导致销售费用上升,但是与行业平均水平相比还是偏高,是因为会聘请当红新生代明星做代言人,年轻化品牌形象,拓宽潜在的消费者群体。

管理费用率方面,居然之家不仅低于红星美凯龙,而且低于行业平均水平,主要是因为其精简管理机构,提高管理效率,红星美凯龙在管理人员等方面花费较多,红星美凯龙所委派的管理人员比居然之家要多 3-4 倍,导致管理费用较高。

财务费用率方面,上市之后的居然之家依然低于红星美凯龙,也同样低于平均水平,主要是因为业务发展良好,同时在借壳上市之后采用保守型的财务战略,而红星美凯龙由于自有物业导致其融资规模远高于居然之家,财务费用也就较高。

综上所述,双方联手继承了居然新零售借壳上市之前的优秀管理理念,对费用做了较好的控制,盈利能力增强,产生了管理与经营两方面的协同效应。

6.2.3 营运能力

双方营运能力指标对比情况如表 6.6 所示:

表 6.6 营运能力指标对比表

指标	公司名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
应收账款周转率	居然之家	52.39	41.93	27.32	17.83
	红星美凯龙	11.14	9.97	9.43	7.61
	行业均值	177.09	141.62	119.40	53.24
存货周转率	居然之家	87.86	113.70	41.30	27.94
	红星美凯龙	38.18	25.90	19.70	16.62
	行业均值	26.58	25.14	38.04	42.34
总资产周转率	居然之家	0.35	0.34	0.29	0.25
	红星美凯龙	0.12	0.14	0.14	0.11
	行业均值	1.22	1.18	1.10	0.92

资料来源:万得数据库

从表 6.6 可以看出, 营运能力各项指标居然之家都要高于红星美凯龙, 即相关资产的周转次数较高, 但由于业务规模与资产规模的不同, 导致与营运能力指标与同行业差距较大。其中应收账款周转率是由于红星美凯龙有建造施工设计业务形成了大量的应收账款, 居然之家对加盟费采取预收的形式, 大型建造项目较少, 因此应收账款较少; 存货周转率主要是由于主营业务成本导致, 居然之家大部分卖场由于租赁产生较高的租赁成本, 但是从单位租赁面积所贡献的收入来看, 情况依然是可观的; 总资产周转率主要是由于总资产规模因引起的, 由于居然之家采取的是轻资产运营模式, 总资产周转率会比较高。

综上所述, 居然之家目前的运营模式决定了其不需要提前将大量资金投资于工程建设中, 降低了企业在资金链方面的风险, 同时由于预收款项导致对资金的需求较小, 自有资金充裕, 也可以满足自身快速扩张的战略需求, 借壳上市之后, 由于各方面资源的扩张导致规模增大, 指标有所下降, 但是未来双方将共享优秀的资金营运理念与资源, 营运能力将会大幅提高。

6.2.4 发展能力

双方发展能力指标对比情况如表 6.7 所示:

表 6.7 发展能力指标对比表

指标	公司名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	居然之家	13.72%	13.26%	8.55%	-2.56%
	红星美凯龙	16.14%	29.93%	15.66%	-13.56%
	行业均值	12.85%	14.52%	-6.12%	-16.36%
净利润增长率	居然之家	35.79%	74.22%	60.63%	-56.81%
	红星美凯龙	1.03%	9.80%	0.05%	-61.37%
	行业均值	184.97%	-135.20%	5.28%	-285.15%
总资产增长率	居然之家	7.70%	28.10%	21.57%	11.25%
	红星美凯龙	5.64%	14.27%	10.31%	7.57%
	行业均值	10.14%	2.58%	64.23%	7.42%

资料来源: 万得数据库

表 6.7 中, 2020 年从市场环境影响下增长率均为负数, 但可以看出居然之家指标下降幅度相对较小。除了营业收入增长率, 其他指标远高于红星美凯龙, 营业收入的增长率与红星美凯龙还存在一定的差距, 后期需要注意营收规模的扩大; 净利润增长率的差距是由于红星美凯龙大量投资性房地产公允价值变动所导致的, 并且, 由于企业规模以及企业生命周期的影响, 红星美凯龙已经进入发展成熟期, 两种因素的共同作用造成了净利润增长率的差距; 总资产增长率的差距是因为资产规模导致, 因此居然之家上市之后将轻资产运营模式继续应用于未来的发展, 纵向比较来看, 居然之家相比红星美凯龙而言, 发展能力指标表现良好, 指标的成长性比较乐观, 借壳上市之后与武汉中商共同经营, 居然之家未来仍需在营业收入规模方面提升。

6.2.5 现金流

双方现金流指标表现如表 6.8 所示:

表 6.8 现金流指标对比表

指标	公司名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动净现金流量	居然之家	5.78	2	1.1	14.82	0.65
	红星美凯龙	11.58	1.49	-2.2	-4.88	-4.76
销售收现比率	居然之家	1.06	1.11	1.01	1.08	1.06
	红星美凯龙	0.99	1.11	1.02	0.97	0.96
现金流量资本支出比率	居然之家	2.59	1.23	0.64	1.06	1.37
	红星美凯龙	1.22	1.12	1.56	0.94	1.43
债务保障率	居然之家	0.13	0.14	0.16	0.15	0.11
	红星美凯龙	0.09	0.12	0.09	0.06	0.05

资料来源: 万得数据库

从表 6.8 可以看出, 经营活动净现金流量占现金流量总额指标居然之家更高, 由于红星美凯龙在建造固定资产方面投入大量资金导致现金流量总额这两年一直为负数, 而居然之家轻资产的运营模式使得其不需要在建造固定资产方面投入太多资金, 只需要为扩大规模购置所需设备等, 其现金流量总额为正数, 二者

因此形成了差异。

其次，销售收现率与现金流量资本支出比率居然之家依然较高，红星美凯龙由于经营模式的不同存在大量的应收账款，同时规模扩张也存在大量的借款，这两个指标表明居然之家对于应收账款的管理以及利用现金流满足扩张需求的能力要优于红星美凯龙。

此外，债务保障率指标居然之家较高是因为红星美凯龙自建物业的经营模式导致红星美凯龙存借款数额较高，红星美凯龙的负债规模是远超居然之家的，所以居然之家的债务保障率要更高一些，也就是说居然之家偿还负债的能力要更强，财务风险相对较低。

综上所述，现金流的状况将直接影响企业的存续，居然之家采取租赁物业的运营模式使得居然之家与行业龙头红星美凯龙相比较现金流的相关指标表现优异，而在与自身横向比较时指标表现稳定，加上居然之家目前已具备上市资格，这将会对居然之家未来的融资能力产生积极的影响，进而促进未来居然之家战略目标的实现。

6.3 资源整合对财务绩效的影响

6.3.1 融资能力

居然新零售公司选择借壳上市获取上市资格，是由于现有资源严重阻碍了自身的发展机会，上市平台拥有更广泛的融资渠道，以实现进一步发展战略。2020年5月居然之家拟对投资者非公开发行股票筹集资金45.6亿以及借款资金，用于家居卖场的门店数字化改造升级、有关武汉中商的智慧超市的建立等扩张项目，以实现深度数字化转型与线下实体相融合，同时为了收购居然控股旗下三家金融企业，目的是为了将其用于对企业员工贷款，也可以更加便捷高效地向卖场内的商户发放贷款，以缓解产业链上游各商户由于自身融资能力不足而形成的对企业整体发展的阻力，拓宽中小商户融资途径，促进主营业务与金融业务的有效协同，也可以提高公司的资金使用效率。

居然新零售公司可以借鉴武汉中商合规有效的财务管理经验，加上借壳上市之后优异的业绩表现所产生的规模效应，以及居然新零售公司数字化转型、三大

融合战略的前景将进一步提升居然之家的融资能力，提升未来的发展空间，由此可见借壳上市之后通过资源整合，以及上市平台天然的融资优势都提升了融资能力，从而间接影响财务绩效的表现。

6.3.2 业务整合

在借壳上市之前引入阿里巴巴等投资者，其目的就是开始实施数字化转型战略，居然新零售公司的发展战略为三大融合。因为家居新零售行业与其他新零售行业有所不同，家居新零售行业的目标消费人群在作出购买决策的时候潜在成本较高，要进行实体的考察，因此卖场是家居新零售行业所必需的资产，线上线下的双向融合对自身发展至关重要。其次，家居新零售行业从上游企业到商户中间存在太多的中间商，因此该行业上下游产业链之间的成本较高，如果可以融合缩短行业的产业链，将会显著降低成本。而武汉中商商贸业务的加入将有助于促进未来实现家居与消费的跨界融合。

2020年居然之家共实现销售收入657.4亿元，其中线上收入就高达84.5亿元，2020年居然之家利用上市平台扩大资金实力，进一步实现了线上与线下的双向融合，主要业务收入构成如图6.8所示：

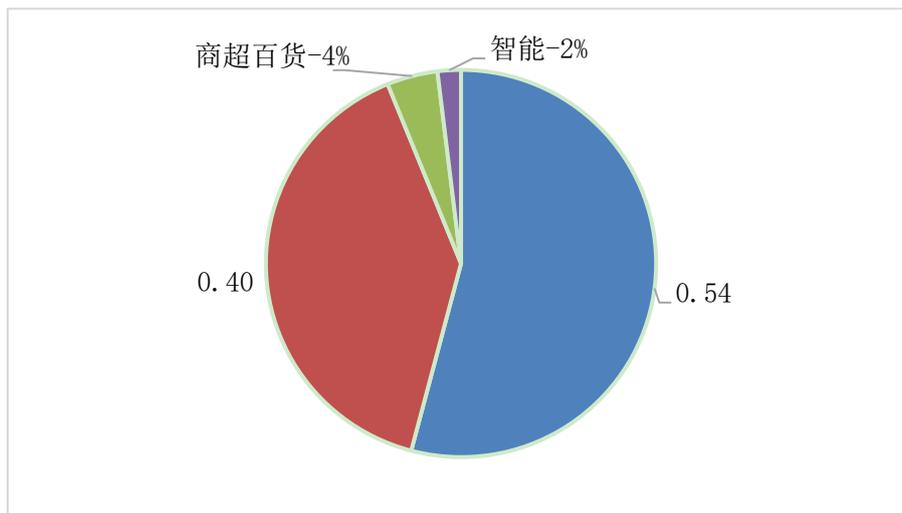


图 6.8 营业收入构成图

由图 6.8 可以看出，借壳上市之后，不断地融资计划，为企业增加了一项新

的业务板块，也就是智能收入，这里的智能收入主要包括数字化智能家装服务平台、装修基材辅料采购平台、智能家居及家居用品销售平台、后家装服务等，也更进一步地加强了企业的竞争力。

上述三大融合战略的实现离不开资本的支持，拥有上市资格的居然之家可以通过融资以及收入规模的扩大等多个渠道助力战略的实施，此外，居然之家还建设了中商智慧超市、智慧物流园等数字化版块，上市之后居然之家的战略理念被市场看好，得到了市场的广泛认可，可见借壳上市这一行为对企业的业务转型战略产生了积极正向的影响。

6.3.3 人力资源

在人力资源方面，企业在进行重大重组之后的人员管理与双方公司的人员融合以及对于辞退人员的安置工作通常是比较重要的部分，居然之家在这一方面做的非常到位。上市之后的居然之家承诺将不会辞退任何一位已签署劳动合同的员工，并且通过对员工的培训使员工适应新业务环境的变化，将原居然新零售公司与武汉中商员工的文化水平与工作能力整合提升，这样不仅提高了团队的凝聚力和稳定性，同时为企业未来的创造性发展提供宝贵的智力资源。具体情况如图 6.9 所示：

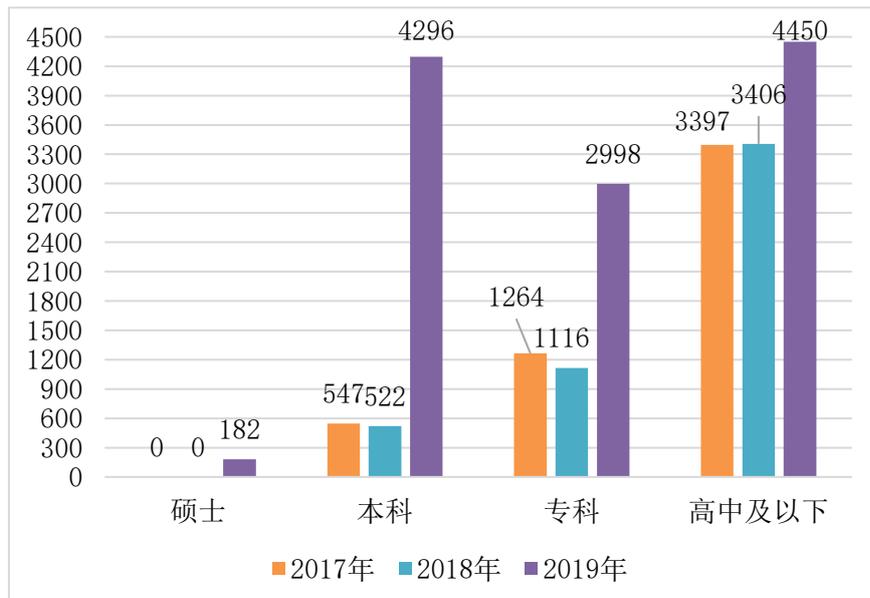


图 6.9 员工学历构成图

从图 6.9 中可看出,在未被借壳前的武汉中商的员工构成中没有硕士学位员工,而被借壳后上市公司不仅拥有了硕士学位的员工,并且企业员工中的本科、专科学历员工也是大幅上涨,这些优质的人力资源改善了武汉中商之前低学历创新能力、发展潜力不足的困境。居然新零售公司在借壳上市之后将原有的优秀人力资源管理体系注入上市公司,同时,居然新零售公司针对每一位员工选择相适应的岗位,使得能力与岗位的匹配性提高,进而提高工作效率,人员晋升方面,倾向于内部晋升,业绩优异能力出色的内部员工就拥有优先晋升的资格,形成了企业内部良性的人才循环,从源头提升了企业的管理效率,这样不仅可以巩固员工对企业的忠诚度与信任感,增强员工的积极性,也避免了企业优秀的人力资源流失。

企业的重大重组过程中,不同企业之间的企业文化冲突也需要引起重视。居然新零售公司在借壳上市过程中,没有辞退原武汉中商的员工,让原武汉中商的员工继续负责武汉中商的原有业务,在资源共享的基础上,独立运营,既保证工作效率与管理效率,又降低了因为企业文化冲突而导致的风险。

6.4 财务绩效整体评价

通过上述对于财务绩效的分析,将从以下几个方面对居然新零售公司借壳上市的财务绩效进行评价:

(1) 偿债能力方面,纵向指标分析各项指标表现良好,后期发展中由于借款规模上升使得资产负债率小幅上涨,横向比较来看依然是优于红星美凯龙,因此借壳上市增强了企业的偿债能力。

(2) 盈利能力方面,纵向指标分析营业收入规模,净利率、毛利率等指标稳步上升,在 2020 年出现了下滑,但是横向比较中居然之家由于租赁成本较高毛利率一直低于红星美凯龙,并且借款规模增长导致了财务费用的上升共同作用下净利率也低于红星美凯龙,但是总资产报酬率与净资产收益率均高于红星美凯龙,同时横向分析了期间费用率,居然之家的费用率一直低于红星美凯龙,总体来说,借壳上市之后居然之家保持对费用的良好控制,借壳上市对盈利能力的影响是正向的,但是后期还是要控制财务费用对利润的影响。

(3) 营运能力方面,借壳上市之后由于资产规模的扩大,所以纵向比较来

看营运能力指标是下降的，而横向比较来看，居然之家的营运能力各项指标都高于红星美凯龙，这也得益于其轻资产的运营模式，总体来说借壳上市使得居然之家依然保持了良好的营运能力。

（4）发展能力方面，各项指标增速放缓，但绝对数依旧大幅上涨，二者利用现有的企业影响力加上阿里巴巴等企业的技术支持，未来发展能力增强。

（5）现金流方面，各项指标变现优异，横向对比也相对良好，借壳上市之后优秀的现金管理效果更是为其融资能力的增强做出了贡献。

（6）股东财富方面，无论是股价波动为企业股东带来了短期收益，还是企业价值上涨、每股指标上升，都增加了股东财富，产生积极的影响。

（7）指标的变化可以最直观地反映财务绩效，但是对本案例特殊的借壳模式来讲，资源整合也会对也会对财务绩效产生间接的影响，前文分析可以看出融资、业务以及人力资源三方面的整合都对借壳上市的财务绩效产生了积极的影响，但是，居然之家未来需要注意旗下融资公司为商户与员工贷款时的潜在风险。

总的来说，居然新零售公司借壳上市财务绩效的影响显著，产生了经营、管理以及财务三方面的协同效应，并且借壳上市这一行为也对企业未来的发展具有积极的影响，是一次成功的借壳上市。

7 结论、启示与展望

7.1 结论

本文通过对居然新零售公司借壳上市的案例分析,认为居然新零售公司借壳上市主要是由于企业发展战略、融资需求以及壳资源需要解决发展困境和行业问题等原因所推动的。

其次,充分考虑自身未来发展方向,选择与之适合的壳资源,综合分析武汉中商对于居然新零售公司是一个非常优质的壳资源。借壳模式方面居然新零售公司选择了不将壳资源的资产置出,在资源共享的前提下保持独立运营,盘活壳资源资产,二者协同发展,产生了财务、经营以及管理三方面的协同。

最后从传统财务绩效四方面指标表现、现金流、股东财富等三个方面分析了借壳上市对于居然新零售公司财务绩效的影响,从融资能力、业务转型以及人力资源三方面分析了借壳上市行为对企业未来发展的影响,居然新零售公司由于借壳上市在财务绩效增长显著的情况下,融资能力也得以提升,借壳上市行为助力了上市公司业务转型,也通过整合将上市公司人力资源的质量与管理进一步的强化。

7.2 启示

家居新零售行业发展态势良好,但是集中度较低,一般连锁卖场的规模效应会增加企业的市场竞争力,而财务绩效可以很好地体现企业借壳上市行为的成功与否,并且能否产生正向的财务绩效是一个企业可持续发展的关键。通过前文的分析研究,得出以下启示:

(1) 应选择优质的壳资源产生协同效应

企业决定通过借壳的方式实现上市时,首先应综合考虑多方面因素选择合适并且相对优质的壳资源。本案例中,居然新零售公司在选择壳资源时综合考虑了壳资源的市值、壳资源的股权结构、壳资源的企业性质以及业务类型等因素,最终选择了市值较小,控制权稳定并且与其处于类似行业有助于未来多业态融合发展战略实施的国有上市公司作为自己的壳资源,不仅可以扩大经营范围,汲取国

资企业上市多年来规范化的管理经验,还可以利用自身数字化优势助力国有企业转型,实现了积极的协同效应。

(2) 根据发展战略选取合适的借壳模式

企业当决定借壳上市时,应根据发展战略选取合适的借壳模式。本案例中,借壳模式仅为发行股份购买资产,并没有将原武汉中商的业务与资产置出,而是保留武汉中商的原有资产,与自身的发展战略契合,并且居然新零售公司以自身的资产作为对价获取上市公司控制权,不涉及现金对价,降低了双方的资金压力。

同时在注入居然新零售优质资源的基础上保持相对独立性,这样会因为获得了武汉中商原有的物业资产而使得摊薄成本降低,这一点也比较符合家居新零售企业的业务性质,但另一方面也需要注意资源整合与文化冲突等风险的防范。

(3) 注重企业价值的提升

借壳上市前,应注重企业价值的提升。本案例中,居然新零售公司在借壳上市之前就一直稳步地推进各方面战略计划的实施,并且和多加优秀的企业合作,例如阿里巴巴,加速提升自身企业价值,多名优秀投资者的加入也可以向市场反映出企业未来的发展潜力,提高市场对企业的的评价,因此高溢价才会被认可,不仅推进借壳上市的成功,而且也对借壳上市之后的发展奠定了良好的基础。

(4) 注意借壳上市之后的资源整合

成功借壳上市后,有效的资源整合可以促进企业长远发展,尤其是选择了保留武壳方上市公司原有的资产与业务,资源整合对于这种模式下的借壳上市就更加重要。本案例中,居然新零售公司在借壳上市之后,保留原武汉中商所有人员,并对这些人员进行培训提升其工作能力,保障了人员的稳定性与凝聚力;其次将优秀的数字技术注入武汉中商原有业务,生成线上平台,实现业态融合创新发展;利用各自的专业团队进行管理,有将居然新零售公司自身管理经验、管理人员共享,实现了远低于行业平均水平的费用率,其成功的整合经验可供借鉴。

(5) 轻资产运营模式优化家居新零售企业财务指标

居然之家与红星美凯龙为家居新零售众多企业中的的领军企业,但二者的运营模式截然不同,红星美凯龙选择自建物业作为投资性房地产,而居然之家则采取租赁的方式,因此红星美凯龙的重资产运营模式不仅拉低了销售净利率以及运营效率等各项指标,同时红星美凯龙也存在大量借款用来足扩张的需要;而居然

之家的轻资产运营模式虽然增加了租赁成本,但单位面积所贡献的收入依然可观,并且运营效率各项指标远高于红星美凯龙。可以看出运营模式的不同会导致不同的经营效果,相比之下,轻资产运营的指标表现是更加优异的,尤其是资产运营效率以及现金流,因此家居新零售企业在确定发展战略时对于运营模式一定要慎重选择。

(6) 借壳上市在规模上与 IPO 上市企业有差距

虽然与行业龙头红星美凯龙相比,居然之家各项指标表现优异,但是在规模上居然之家与红星美凯龙还是相差甚远,红星美凯龙是 IPO 上市,在营业收入规模、资产规模等绝对数指标上都是远超居然之家的,在这一点上,居然之家还需要制定实施一系列的经营发展战略来缩小与红星美凯龙的差距。

7.3 研究不足与展望

本文研究的不足主要在于案例发生时间不久,根据现有公开市场数据显示,居然新零售公司自借壳上市以来仅对外公布 2019 年年报与 2020 年年报,并且因重大公共卫生突发事件的不确定性对家居新零售行业产生较大冲击,相关财务数据的可对比性减弱,今后将密切关注居然之家未来财务绩效的变化情况,但根据目前的财务绩效表现来说,家居新零售正在以创新前沿的经营思维与经营模式吸引着消费者,该行业未来将朝着更好的方向发展。

居然新零售公司高标准的服务为居然新零售公司的行业声誉、行业认可度奠定了坚实的基础,而在上市之后的居然之家也将继续秉持这一理念。同时,居然之家在上市之后在推进智慧产业链建设的基础上,还将重点推进“三大融合”的发展战略,做好家居市场与原武汉中商商贸业务的融合,缩短产业链降低中间加价带来的成本,开创家居零售的蓝海,致力于以消费者为核心的数字化转型战略的实施。这些都使得居然之家未来的发展前景广阔,此外,居然之家在发展自身的同时,应注意行业龙头红星美凯龙带来的挑战,以及各三四线城市加盟商对于企业文化履行的程度等不利因素。优化自身,放眼整个家居零售业格局,才能成就企业的辉煌,居然之家才可以走的更远。

参考文献

- [1]Agrawal,Jaffe, Mandelker.The post-merger performance of acquiring firms:A re-examination of an anomaly[J]. The Journal of Finance,1992,47(4):1605-1621.
- [2]Arellano Ostoia A,Brusco.Understanding reverse mergers:A first approach.[J]. Business Economics series,2002,(11):332-334.
- [3]Cecile Carpentier, Douglas Cumming, Jean-Marc Suret. The Value of capital market Regulation: IPOs Versus Reverse Mergers[J]. Journal of Empirical Legal Studies, 2012, (1):56-91.
- [4]Daniel Greene,The wealth of private firm owners following reverse mergers[J]. Journal of Corporate Finance,2016,(37):56-75.
- [5]Floros IV, Sapp T R A,Shell games: On the value of shell companies[J]. Journal of Corporate Finance, 2011,(4):850-867.
- [6]Frederick Adjei,Ken B.Cyree,Mark M.Walker.The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs[J]. Journal of Economics and Finance,2008,32(2):176-194.
- [7]Garry D, Governance,ownership structure,and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments [J]. Strat Mgmtj,2016,(5):122-143.
- [8]Gleason KC, Rosenthal L,Wiggins III R A.Backing into being public:an exploratory analysis of reverse takeovers[J]. Journal of Corporate Finance,2005,12(1):54-79.
- [9]K. Schwert. Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996,(29):05-19.
- [10]Lee CMC,Li K K,Zhang R.Shell Games:The Long Performance of Chinese Reverse Merger Firm[J]. Accounting Review,2015,forthcoming.
- [11]Peter Lam,Kelly Chan.Long-run performance of backdoor-listed firms[J]. Financial Services Institute of Australasia,2016,(02):6-17.
- [12]Renneboog. L, and T. Simons. Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation[J]. Review of Financial Studies, 2015, (6): 17-54.
- [13]Rtter J,Welch I.A review of IPO activity,pricing,and allocations[J]. Finance 2012,

- (57):1795-1828.
- [14]Sannajust, A.Motivations of Private Transactions: An International Study[R]. Working Paper,2010.
- [15]Thomas L,James.Use.of Reverse Mergers to Bypass IPO: A New Trend for Nanotech Companies[J]. Nanotechnology Law & Business,2007,(3):661-664.
- [16]程腊梅, 张明明等. 顺丰集团借壳上市后对企业财务绩效的影响研究——基于 EVA 评价体系[J]. 中国商论, 2020, (01):050-051.
- [17]陈飞. 环球易购借壳上市模式选择的案例研究[D]. 大连理工大学, 2019.
- [18]戴娟萍. 绿地集团借壳上市的决策动因探析[J]. 财务与会计, 2015, (22):29-31.
- [19]丁思宇. 基于借壳上市模式选择的成本收益分析[D]. 西南财经大学, 2014.
- [20]郭葆春, 邓美靓, 李增泉. 产权性质、多元化与壳资源——基于我国资本市场的经验证据[J]. 现代管理科学, 2015, (06):88-90.
- [21]侯芳芳. 我国企业借壳上市方式之绩效影响的分析[D]. 东华大学, 2016.
- [22]黄建欢, 尹筑嘉. 证券公司借壳上市: 模式、成本和收益比较[J]. 证券市场导报, 2007, (07):34-40.
- [23]何泳欣. 上市制度改革对借壳上市的影响[J]. 法制与社会, 2020(05):84-85.
- [24]刘贵文, 冯捷. 房地产企业“买壳上市”的动因与绩效分析[J]. 建筑经济, 2010, (04):58-61.
- [25]李佳璐和徐凤菊. 借壳上市、股价波动与信息泄露[J]. 财会通讯, 2017, (26):34-36.
- [26]雷红霞. 私有企业借壳上市行为财务影响分析[J]. 财会通讯, 2018, (05):91-94.
- [27]罗诗艺, 王杰, 帅许飞, 黄颖. 浅谈借壳上市[J]. 现代商业,2013, (08):195.
- [28]罗贤. 我国企业买(借)壳上市运作的动因与绩效研究[D]. 北京:中国地质大学, 2006.
- [29]雷志军. A 股市场借壳上市的主要模式与交易结构的设计[J]. 经济视角(下), 2010, (09):66-68+75.
- [30]缪家文. 案例点击: 借壳上市[J]. 国际融资, 2003, (Z1):82-84.

- [31]马雷辉. 我国借壳上市沿革及动因分析[J]. 现代商业, 2015, (06): 168-169.
- [32]马书琪. 借壳上市公司的动因及绩效分析—以 360 借壳江南嘉捷为例[J]. 技术经济导刊, 2018, (30): 200-204.
- [33]马骁和刘力臻. 中、美及香港证券市场借壳上市监管制度比较[J]. 证券市场导报, 2013, (03): 67-72.
- [34]彭亚文, 高绍福. 借壳上市的交易模式分析—以北部湾集团借壳北海港为例[J]. 市场论坛, 2015, (06): 60-62.
- [35]乔文军. 中国互联网企业美国借壳上市的研究[J]. 经济体制改革, 2016, (02): 101-105.
- [36]卿校成, 曾勇, 李解. 民营企业上市模式、现状与原因分析[J]. 管理学家(学术版), 2008, (05): 443-452.
- [37]盛娜. 文化传媒企业借壳上市的财务绩效分析[D]. 山东财经大学, 2016.
- [38]邵新建, 贾中正, 赵映雪, 江萍, 薛熠. 借壳上市、内幕交易与股价异动—基于 ST 类公司的研究[J]. 金融研究, 2014, (05): 126-142.
- [39]司艳芳. 我国上市公司并购绩效及影响因素研究[D]. 上海师范大学, 2012.
- [40]屠金. 顺丰控股借壳上市动因及财务绩效评价研究[D]. 杭州: 浙江工商大学, 2019.
- [41]田霄. 海澜之家借壳上市的动因、效应与启示[D]. 南京: 南京信息工程大学, 2017.
- [42]王博. 上市公司并购重组突出问题、监管难点及对策研究[J]. 证券市场导报, 2017, (06): 71-78.
- [43]万潮龄, 储诚忠, 李翔, 袁国良. 沪深股票市场公司重组绩效实证研究[N]. 上海证券报, 2001, (09).
- [44]王冉冉. 借壳上市绩效的实证分析[D]. 济南: 山东财经大学, 2012.
- [45]王益民. A 股借壳上市模式分析及案例研究[D]. 上海交通大学, 2012.
- [46]吴志松. “借壳上市”在中小房地产企业融资中的应用探讨[J]. 会计之友, 2014, (27): 46-49.
- [47]谢海东, 谭琦颖. A 股借壳上市公司的业绩承诺、盈余管理与公司绩效[J]. 河南社会科学, 2018, (09): 34-39.

- [48]夏瑾. 我国整体上市的理论综述及典型案例[J]. 现代商业, 2010, (02):184-185.
- [49]许金. 注册制下借壳制度存在性思考[J]. 现代商贸工业, 2021, (01):129-130.
- [50]徐炜, 裴哲辉. 民营企业借壳上市的动机、问题与对策[J]. 现代管理科学, 2011, (08):99-100.
- [51]杨胜利, 奉佳. 圆通速递借壳上市绩效的实证研究—基于事件研究法视角[J]. 云南财经大学学报, 2017, (04):133-140.
- [52]赵昌文. 壳资源研究—中国上市公司并购理论与案例[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2001.
- [53]曾劲业, 王启乐. 上市公司并购协同效应: 基于净现金流量的实证检验[J]. 财会通讯, 2011, (03):78-80.
- [54]张玲. 医药企业借壳上市的模式与财务绩效评价[D]. 新疆财经大学, 2017.
- [55]赵蕾. 不同模式下民营快递企业借壳上市的成本和收益比较分析[D]. 兰州大学, 2018.
- [56]张璐文. 物流企业借壳上市问题研究[J]. 新金融, 2019, (03):61-64.
- [57]郑丽霞, 周纪春. 用壳资源开拓融资渠道[J]. 政策与管理, 1999, (12):35-36.
- [58]张文璋, 顾慧慧. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 证券市场导报, 2002, (09):21-26.
- [59]2019年家具零售新方式研究报告[R]. 亿欧智库, 2019.
- [60]2018-2019年度中国家居家装产业发展研究报告[R]. 亿欧智库, 2019.

后 记

论文即将完成，也就意味着学生生活的结束，此刻仍然记得踏入校门的那一瞬间，三年的时光很快就这样流逝了，又觉得三年也很长，经历了太多喜怒哀乐。

首先，从开始选题一直到论文结束完成，中间有关文献的整理、论文框架的确定，以及初稿的形成和不断地改写，感谢老师一直耐心认真的指导，给予我极大地帮助，老师的严谨是我需要一直学习的品质，因为老师对我认知与思维一步步地引导，我的论文才能顺利地完成。老师不仅关注学习，对于我们的生活也热切关心，感谢老师三年来温暖的陪伴！

同时，论文答辩时各位老师提出的每一个问题都让我逐步加深对自己文章的思考，各位老师让我学会了如何更加透彻全面地思考和解决问题，感谢各位老师对于我的论文付出的时间和精力！

其次，朋友使我三年的生活非常幸福，感恩遇见，感谢与我一起经历欢快或是低落的朋友们，未来的路上，也希望有你们的参与！

最后，感谢一直支持我的家人们，是你们让我的生活有希望，有动力，未来我将对待生活和工作都时刻保持认真和努力，以未来更好地成绩与发展回报家人的支持！