

分类号 _____
U D C _____

密级 _____ 公开 _____
编号 _____ 10741 _____

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 贝瑞基因借壳上市的绩效研究

研究生姓名: 于 鸽

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授 张乐卉 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究 方 向: 企业理财与税务筹划方向

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： 于鸽 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 张乐奇 签字日期： 2021.6.12

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内容。

学位论文作者签名： 于鸽 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 张乐奇 签字日期： 2021.6.12

The Performance of The Shell Listing of Berry Genomics

Candidate : Yu Ge

Supervisor: Yuan Youfu Zhang Lehui

摘 要

借壳上市，是目前较常见的一种企业上市方式。一般情况下，企业由于自身达不到IPO上市的条件，从而通过借壳，缩短上市的时间，减少交易成本，快速实现上市。借壳上市存在有一定的弊端，比如：稀释企业的股权，壳公司的质量不能确定，影响市场正常功能等。因此，为了防止企业随意借壳上市，国家制定了相关的规范上市的政策，随着新政策的颁布，对借壳上市的限制越来越严格，对想要通过“借壳”来实现上市的企业来讲，遇到的问题越来越多，难度越来越大。近年来，国家政策对基因行业投入了较多的关注，这对投资者来讲是一种新的机遇。毋庸置疑，机遇与挑战同时存在，主营基因的企业为了有效地应对挑战，把握好发展机遇，选择上市。贝瑞基因就是基于这样的背景下，通过天兴仪表公司，在2017年成功地实现了借壳上市。

作为基因测序行业内的第一家成功借壳上市的企业，本文在相关理论的基础上，研究了案例企业借壳上市的动因、交易模式、借壳上市的效果影响和财务绩效等，分析了借壳上市对基因测序行业上市的利弊，以及对案例企业本身产生的影响。在具体的研究过程中，主要采用了事件研究法、财务绩效分析法、EVA分析法等，通过对案例企业借壳上市的市场效应、财务绩效，EVA等方面的分析，研究结论认为，贝瑞基因借壳上市是成功的，为企业可持续发展奠定了良好的基础。

关键词： 贝瑞基因 借壳上市 绩效评价

Abstract

The shell listing is a common way to go public. Generally, because the enterprise can not meet the IPO listing conditions, it can shorten the listing time, reduce transaction cost and quickly realize listing. There are some disadvantages in the listing of the shell stock, such as diluting the equity of the enterprise, the quality of the shell company is uncertain, and affecting the normal function of the market. Therefore, in order to prevent enterprises from listing on the shell at will, the state has formulated relevant policies to regulate listing. With the promulgation of new policies, the restrictions on the listing of the shell borrowing are more and more strict. For enterprises who want to achieve listing through "borrowing shell", more and more problems are encountered and the difficulty is becoming bigger and bigger. In recent years, national policy has paid more attention to gene industry, which is a new opportunity for investors. Undoubtedly, opportunities and challenges exist at the same time. In order to effectively deal with the challenges, the main gene companies seize the development opportunities and choose to go public. Under such background, Berry Gene successfully listed in 2017 through Tianxing Instrument .

As the first successful listed company in gene sequencing industry, this paper studies the motivation, transaction mode, effect and financial performance of case companies listed by borrowing case on the basis of relevant theories. The advantages and disadvantages of the shell listing on the listing of gene sequencing industry and the impact on the case enterprises themselves are analyzed. In the specific research process, the main use of event research, financial performance analysis, EVA analysis, etc. Through the case of the case of the market effect, financial performance, EVA and other aspects of the analysis, the research conclusion that the Berry Genomics shell listing is successful, for the sustainable development of enterprises laid a good foundation.

Keywords: Berry Genomics; Shell backdoor listing; Performance appraisal

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	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.....	8
1.3 研究内容与方法.....	9
1.3.1 研究内容.....	9
1.3.2 研究方法.....	9
2 相关概念和基础理论	11
2.1 相关概念.....	11
2.1.1 借壳上市含义.....	11
2.1.2 借壳上市过程.....	11
2.1.3 借壳上市模式.....	12
2.2 借壳上市的相关理论.....	12
2.2.1 市场份额理论.....	13
2.2.2 协同效应理论.....	13
2.2.3 借壳上市绩效分析.....	14
3 贝瑞基因借壳上市概况	16
3.1 借壳企业双方概况.....	16
3.1.1 贝瑞和康公司概况.....	16
3.1.2 天兴仪表公司概况.....	16
3.2 上市动因分析.....	17
3.2.1 贝瑞基因借壳上市动因.....	17
3.2.2 天兴仪表协助借壳动因.....	19
3.3 借壳上市交易方案概述.....	20

3.3.1 贝瑞基因借壳上市交易流程.....	20
3.3.2 资产整合和重组方案.....	20
3.2.2 股权配置方案.....	22
4 贝瑞基因上市效果分析.....	24
4.1 贝瑞基因上市市场效应分析.....	24
4.1.1 短期市场效应.....	24
4.1.2 长期市场效应.....	25
4.2 贝瑞基因上市财务绩效分析.....	28
4.2.1 财务绩效纵向对比.....	28
4.2.2 财务绩效横向对比.....	34
4.3 贝瑞基因上市 EVA 分析.....	39
4.3.1 EVA 项目调整原则.....	39
4.3.2 EVA 的调整方法.....	39
4.3.3 EVA 指标的计算方法.....	40
4.3.4 贝瑞基因 2015 年-2017 年 EVA 值的计算.....	40
5 结论与启示.....	44
5.1 研究结论.....	44
5.2 案例启示.....	44
5.2.1 结合自身情况选择上市方式.....	44
5.2.2 实时把握好国家政策.....	45
5.2.3 合理选择壳公司.....	45
5.2.4 制定可行的借壳上市方案.....	46
参考文献.....	47
后 记.....	50

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

近年来，国内各领域的发展蒸蒸日上，人民的生活水平和质量都上升了。与此同时，中国各行各业一派欣欣向荣，各领域的企业数都在迅速增加。在众多的企业发展过程中，都遇到了一个同质性的问题，企业资金不足，满足不了企业的发展速度。而，上市对企业来讲，绝对是一个筹资的最好方式，所以，为了为企业的发展筹备资金，很多企业都想要实现上市。在我国，企业实现上市的途径很有限，其中，借壳上市就是一种。对于借壳上市来讲，其本质也是一种并购，但是通过借壳上市的实际企业会发生根本上的变化。在我国的第一起借壳上市的案例，是对一家香港企业的并购，此次案例中，并购者借助被并购企业的优势成功的实现了在香港的上市。此次案例的发生和成功的上市经验，在同行业中，引起了广泛的关注，让企业进一步认识到了借壳上市的具体应用过程。所以，此种方式，逐渐成为了我国实现上市的一种方式。但是，任何事物的兴起，都是利弊共存。其中，就有很多的企业，想要获取资本的利益，但是却又打破了资本市场的标准，造成了资本市场中很多的乱象。为了能有效阻止这种现象的频发，证监会在2016年发布了，关于借壳上市的细节文件。文件中，对以往比较模糊的地方，给与了明确的规定。比如，对上市企业的股东做了一定的要求、将原先的股份锁定期做了延长等。此文件的发布，表明了政府要严格管制借壳上市的程序，提高其实现上市的门槛，保证资本市场的发展始终向着健康的方向。

“精准医疗”，是技术和科学的时代产物，其目标是实现更加准确的治疗。随着“精准医疗”的发展，人们更加的对其给与了重视，将基因测序的发展推进到了历史的高潮中，之后，基因测序更是被国务院列入发展规划中，与此同时，人民的保健思想，在“二胎开外”政策的影响下，得到了显著的提升，这为我国基因行业创造了很好的基础。得到了国家政策的照顾后，又吸引了行业内部更多投资者的关注，可以说，基因测序的发展迎来了前所未有的机遇，并以每年20%的速度增长。越来越多的投资者闻利而来，一时间，该行业中进入了很多企业，每个基因测序行业都想要分一杯羹，并且每家企业都意识到了国家在此领域的发展意思。本文的案例企业贝瑞基因，就是在此背景

下开始了发展扩大。市场竞争的越来越激烈，基因行业的更替演进就会出现。企业为了能在激烈的竞争中，赢得优势，就要想办法使企业的规模得到扩大，加大利润的增长空间。但是，扩大企业规模，需要很多的资源、人力、物力等，就意味着需要很多资金的投入，因此，资金的多少，决定了企业在竞争中能占据怎样的位置。上市，不仅为企业的经营带来很多优势，还能为企业筹集资金提供更好的平台。其中，本文的案例企业贝瑞基因，就是在这样的背景下，选择了借壳上市。

1.1.2 研究意义

1. 理论意义

在对借壳上市的研究上，国内外学者都已经投入了很大的精力和时间，目前，已经取得了很好的成绩。在国外，众多学者的研究重点集中在借壳上市动因、引起的市场效应、交易模式等方面，但在我国，学者们的研究方向主要有以下几个方面：借壳上市对市场产生的影响、具体上市的流程等，有一个领域属于研究的空白区域，就是借壳上市中基因测序的应用研究。所以，本文在相关理论基础的支持下，将贝瑞基因在发展基因测序行业中的全过程，作为本论文的研究对象，重点分析贝瑞基因的借壳上市对其自身及其整个市场带来的影响，最后得出研究结论，对案例企业的经验进行总结。

此外，本案例为什么要选择贝瑞基因为研究对象呢？是因为，他是在基因行业中，第一家通过借壳成功实现上市的企业，具有很强的代表性，能通过对其的具体研究，希望能对我国在此领域的研究，做一定的补充。

2. 实践意义

本论文的案例企业贝瑞基因，虽然经过了严密的调研和前期的准备工作，最终是完成了上市的工作，但是在操作过程中，遇到了很多的麻烦和问题。比如，在对壳资源的筛选上面，就存在很大的疑惑、在具体执行上市任务时，要采取什么样的模式，也面临着很大的困难，尤其是在政府加大了对借壳上市的监管后，使得贝瑞基因的上市面临了更大的挑战。

即使条件有多艰难，最终贝瑞基因还是克服万难实现了上市，其过程共耗时 8 个月。贝瑞基因，该企业的主要努力方向是，通过运用基因测序，提高疾病监测中的准确率，并能为检查结果设计很好的解决方案。其技术的前沿性，是企业成为同行业中的领军者的主要因素，同时，也提高了贝瑞基因在市场中的竞争能力，这些能力的提升，是企业能实现成功上市的基础。在本文的研究中，将具体分析案例企业贝瑞基因在上市中的全

过程，包括是什么原因导致其进行借壳上市、其上市采用了什么模式，并对贝瑞基因上市前后的绩效进行对比分析，整个研究过程，不仅能进一步完善贝瑞基因上市后的经营过程，还能为其他同类型的企业提供借鉴和指导。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

1. 在上市方式的对比研究方面，Brown（2010），作为国外在此领域的著名专家，他选取的研究对象是一家澳大利亚的企业，研究方法是对比分析法，通过将该企业的借壳上市和 IPO 上市的全过程，做细致的对比，最后得出了结论，就资产角度来讲，运用借壳上市的企业，其资产的规模并不小，并且相对来讲，借壳上市所需要的时间要更长。Floros 和 Shastri（2009），在此研究方向上，也做了很大的努力，他们在研究过程中，将信息透明化不理想的企业确定为研究对象，运用对比分析的方式，来看借壳上市的优势是什么，IPO 上市要注意什么等，最终指出，在信息披露角度来讲，借壳上市的企业逊色于选择 IPO 方式上市的企业。Floros 和 Sapp（2011），将焦点集中到了对壳公司的研究中，他们采用了多案例研究法，选择了高达 500 多家企业，作为对壳公司研究的对象，最终通过研究分析统计，大部分的壳资源在被选择之前，就出现了股价下跌的趋势，并且也做好了相应的让壳准备。

2. 在对企业上市动因的研究方面，Brusco(2002)，将自己的主要研究对象选在美国市场，在研究结论中明确指出了企业选择上市的两点动因：第一，通过借壳实现上市的门槛比通过 IPO 上市的低，第二，借壳需要的支出少。Sjostrom(2007)，对企业上市过程中的相关程序，以及战略作了研究，指出借壳上市被许多企业选择，还存在一种原因，企业为了通过借壳上市来获得更多的资金，以满足企业发展需求。Akisik 和 Gal（2014），通过研究指出，企业为了追求上市的成功率，更愿意选择借壳的方式来上市。Brown（2010）指出，在私营企业中，主要分析企业在上市之前选择借壳还是 IPO 的动机，研究发现，选择借壳上市的企业，很大程度上是因为其程序简单，操作过程风险更低。JindraJ 等人(2012) 指出，中国企业，为了能在美国市场实现上市，往往会选择借壳的方式，因为在这样的情况下，借壳上市后会遇到的问题会相对更少。Arellano-Ostoa 和 Bmsco（2002），基于借壳理论，将研究对象确定为美国资本市场中的企业，通过研究得出结论：选择借壳上市的企业，最终花费的成本要比 IPO 方式低，这是企业在选择

上市模式中会主要考虑的。Thomas L. James (2007) 指出, 很大一部分的中小型企业, 选择借壳上市, 是想要在时间上面取得优势, 这样能最大程度的达到企业上市的初衷, 更快的进行融资。Coase (2007) 在其研究中, 发现了有别于其他研究者的结论, 他指出, 企业想要扩大经营范围时, 与其他经营业务的融合往往会加大企业的管理费用, 但是这部分费用很难被算进产品的成本中, 只能作为企业的沉没成本, 所以为了减少沉没成本的出现, 企业更愿意选择并购重组的方式, 来实现企业想要扩大生产规模的目标。Floros (2008), 是美国会计界很有名气的学者, 他在一次研究中发现, 不同企业之间, 往往存在会计信息的不对称性, 这导致了企业在上市时, 更喜欢选择借壳上市的方式。Nguyen (2012) 在前人已有的研究中, 继续做了更深的研究, 他指出, 国内外在借壳上市的相关研究中, 虽然已经有了很深的造诣, 但是对于借壳上市动机的研究, 并没有形成统一的说法, 因为每个案例都是独一无二的, 每个企业想要上市的动机有相同的, 就必然存在不同点, 他在结论中指出, 对不同的行业来讲, 选择上市的动机很大程度上与企业所处市场及其所在产业的发展息息相关。Distier (2017), 将研究对象瞄准与欧美市场, 通过对借壳上市案例的分析, 发现企业决定通过借壳来实现上市, 在一定程度上, 是为了获得品牌优势。

3. 在企业借壳上市后对企业绩效、市场的影响研究方面, Gillean (2001), 在其研究中, 将研究对象聚焦在 45 起反向并购案中, 研究结论发现, 企业进行反向并购后, 会在一定程度上, 引起企业绩效的下跌, 并且会限制企业的管理能力。此外, 有一部分企业表示, 反向收购后, 企业的经营水平得到了一定的提升, 最后还有一部分企业表示, 在并购后, 并没有对企业产生明显的影响。Bhagat、Hirshleifer、Noah (2001), 将美国将近 800 例并购案例的数据进行了分析整理和统计分析, 时间从 1962 年起, 到 1997 年为止, 分析在这一时间段内, 企业的并购对绩效带来的影响程度。最终得出结论, 企业在实现并购后, 企业的盈利能力在一定的时间段内, 是会出现明显的上升。Schwert (2003), 同样采用了案例研究法, 对研究对象进行了细致的分析, 最后发现, 并购企业在实现并购后, 很难将被并购企业的高收益率完全的带到并购企业中, 更有甚者, 在完成并购后, 被并购企业的盈利能力会出现显著的下降。Megginson 和 Moregan (2004), 选择了 30 几家实施了并购的企业, 对其并购前后的财务指标做了对比, 发现由于受到了并购后业务增加的影响, 企业的营业收入都出现了明显的增加。并且, 在并购后, 并购方企业的市场竞争力得到了很大的提高。Marina 和 Luc (2006), 将目标聚集到了欧洲的并购重组活动上, 确定了 2000 多起案例为具体的研究对象, 通过分析企业在实

施并购后对利益的影响，来体现并购活动对企业的绩效带来的影响，最终得出结论，并购活动对被并购方的收益率影响大于并购企业。Kimberly 等（2005），运用了实证研究法，选择了在 20 世纪 90 年代期间，100 对起案例进行分析，得到了研究结论，一般情况下，在盈利能力方面，通过 IPO 上市的能力更强，并且，在一定范围内，通过借壳上市的企业遇到的破产风险更大。Jean-Marc Surety 等（2011），将企业上市后的业绩作为了研究主题，选取不同方式上市的案例企业做对比分析，最终的研究结论指出，就企业未来的发展空间来讲，选择借壳上市的企业在此方面明显低于 IPO 上市的企业。

1.2.2 国内文献综述

1. 在借壳上市模式的研究方面，雷志军（2010），国内会计界有名的研究者，他将目标聚集到 A 股市场，选择了若干起借壳上市的案例，研究结论中总结了以下几种模式：传统模式，先用资产来换股权，之后再换回资产；吸收合并，是一种比较常用的模式，本质是对股权进行吸收和合并；还有一种比前面两种特殊，在一家企业停牌后，相关部门为了市场中其他利益相关者的合法权益，选择其他想上市的企业，通过股票替换，实现直接上市。孙春甫（2013），在一次研究中明确指出，借壳上市可以分为两步，第一步是实现对壳公司的控制权；第二步是壳公司和借壳公司进行资产置换。而这两个步骤存在很多的完成方式，这就导致了借壳上市模式的多样性。此外，他特别提出，有两种交易模型是在企业的交易中常被运用的，第一，拟进行上市企业的股东，或者是其他第三方，通过购买的方式换回资产；第二，企业自己将股东的股票购买回来，并且注销掉，之后增发新的股票。彭亚文、高绍福（2015），在对借壳上市的具体模式也做了很多的研究，最后在一篇报道中指出，直接、间接控股，是企业上市时，常选用的两种模式。郑媚丹（2017），就借壳上市可能会遇到的问题，做了深刻的研究，主要针对上市中的商誉降重问题做了细致的分析。肖敏（2007），在研究过程中，对于研究案例的选择不限制在某个地域，而是从我国的香港、美国等资本市场上，都选择了一些借壳上市的案例，具体在研究中，针对企业的上市动因做了解释，他认为，提高企业上市后的整体竞争能力，是借壳的初衷。罗诗艺与一些学者（2013），在共同的努力下，最终指出，借壳上市，其实本质来讲，是企业完成目标的一种手段，此种手段可以为上市企业赢得更多的发展空间。

2. 在借壳上市动因的研究方面，戴娟萍（2015），在进行研究过程中，采用了对比分析法，将选择 IPO 上市和借壳上市的企业做了对比，最后发现，选择借壳上市的企业，

有极大的一部分是因为，此种方式没有很繁琐的程序，而且审核通过的时间也不长。庞彪（2016），在研究中，将对象的选取集中到快递行业，最后通过对案例企业的研究，发现在快递行业中，企业选择上市最多的原因是：借壳上市能实现企业筹集资金的初衷，还能在上市后，完善公司的法人结构。龚思益（2017），将自己的研究对象集中在物流行业，来研究在此行业中的借壳上市过程，他认为，战略的需要才是该领域的企业选择借壳的原因。郝程伟（2018），选择了海澜之家作为其研究对象，在对其上市的过程进行逐步分析后，总结了对于海澜之家来讲的借壳上市原因：第一，海澜之家在选择借壳上市之前有计划通过 IPO 上市，但是被相关部分拒绝；第二，对海澜之家来说，目前最大的风险是存货量大，而这个问题使企业只能通过借壳的方式来实现上市的目的。牛森、章雁（2018）指出，相对于 IPO 上市方式来讲，借壳的上市方式更符合那些想快速完成上市企业的意愿，因为此种方式能在为企业节省更多的时间，并且在上市程序上相对较简单。所以，从这个角度来讲，企业选借壳上市的原因是想在上市过程中，拥有更多的操作空间。吕维依、敖慧（2017），将研究对象的选取瞄准在物流行业，通过案例研究法，最后提出，通过借壳上市，企业能迅速的获得上市的优势，在证券市场中有能力获取资金，满足企业对于资金的需求，还能通过上市帮助企业实现转型。刘好丹（2016）通过案例分析，得出结论，他认为，借壳上市的兴起，与我国证券市场的发展息息相关，企业为了能在证券市场中获取更大的利益，最好的方式就是实现上市。此外，越来越多企业的上市成功经验，影响到了未上市企业，让未上市的企业垂涎于资本市场中的利益，所以，纷纷选择了上市。但是，要想通过 IPO 上市，是需要很多条件满足后，才能拥有机会的，而相比之下，借壳上市就比 IPO 容易一点，一时间，成了很多拟进行上市企业的选择。戴娟萍、魏妍妍（2015），在自己的研究中提出，借壳上市并不是每个企业的首选，一般情况下，企业达不到 IPO 的上市条件，就只能退而求其次，选择了借壳上市。他还指出，只要在上市过程中，重视每一个环节，科学实施，那么通过借壳上市的企业，得到的收益未必低于 IPO 方式上市的企业。彭晓洁（2011），在他的研究结论中指出，企业之所以能将借壳上市作为一种选择，也正是因为此种方式并没有超出法律的界限，反而，国家政策中，对借壳上市是有一定的认可的，具体还在于企业对政策的解读到位与否。

3. 在企业借壳上市后对企业绩效、市场的影响研究方面，截止到目前，国内外并未形成统一的标准，其主要原因是，不同的企业，在各方面都存在很大的不同，这就导致了企业在上市后取得的效果不一样。雷华（2017），在研究过程中，运用了定量分析法，

分析了企业在实现借壳上市后，对企业绩效产生的影响，在其研究结论中表示，企业的借壳上市对企业的扩张起了很显著的正向作用。

陈荣（2011）运用了多案例研究法，选择了2006年、2007年间发生的几起案例，他在研究中发现，如果企业在前期的上市目标是不一样的，那么在企业实现上市后，对市场带来的影响也不同，并且只要企业一切按科学、合规的程序进行，即使是通过借壳实现的上市，也能收获到很好的市场效应。侯芳芳（2016），在此研究方向上，可以说投入了很大的精力，他从2007年开始，连续7年在A股市场上市的企业进行了调查研究，对相关的资料进行了阅读整理，做了一个规模很大的对比分析，根据标准将上市企业做了分类，最后的研究结论表示，企业上市方式的选择，不会对企业产生很大的影响，通常情况下，企业的上市都能带来好的市场效应。刘好丹（2016）将研究对象确定为海瑞影视，在具体的研究过程中发现，企业在将上市的消息公布后，就会立刻对企业的股价产生积极的影响。此外，他还强调了评估方案对上市的重要性，如果在上市的准备工作中没有重视对壳资源的评估，以后会面临风险问题。赵金艳（2016）指出，企业的借壳上市行为，一般会对企业的经营产生影响。此种现象印证了企业的上市，对企业的经营来讲，是起到很大的正向作用的，这在一定程度上，也属于企业前期决定上市的动机之一。刘焰（2014），在研究中发现了其他研究者没有涉及到的，他发现企业的上市，会受到企业产品生命周期的影响。吴毫、庄新田（2009），从财务的角度，展开了对并购活动的研究，在对案例企业的具体分析中，他发现，企业的不同生命周期进行并购，会出现不同的并购效果。此外，他还指出，在并购结束后，获取了积极的市场效果的企业，在前期的经营中和股票市场中，都肯定具有很强的竞争力。何邓娇（2015）运用了因子分析法，对案例企业的审计结果，进行了细致的分析，其研究过程严谨，结论具有很强的可信度。在对案例企业上市前后的绩效对比分析后，得出了研究结论，企业要想通过对财务数据的分析，科学的推断出企业在未来的发展情况，就要对研究过程中采用的方法进行很好的选择，能保证财务数据的有效性。

柳柳（2017）在研究中表示，企业的重组中包括资产的剥离，企业在选择上市时机时，如果能很好的把握机会，便有很大概率在上市后使企业资产得到提升。孔令军（2016），运用单个案例研究法，将靖远煤电确定为研究案例，对其资产重组的全过程进行了深入的研究，结果发现，企业在实现并购重组后，对企业的盈利能力有积极的影响，至少在短期内，企业的绩效实现了显著的上升。雷红霞（2018），在研究过程中，他发现企业在上市后，使企业的营运能力得到了迅速的增加，其更多的原因是上市后，

企业能筹集到更多的资金，这对企业的经营来讲具有重要的意义。但是随着上市时间的增加，企业存在的问题逐渐暴露出来了，使原本增长的利润开始下降，此时，如果企业忽视了这些问题的存在，企业就会丧失上市的优势，盈利能力最终下降到上市前水平，甚至更低。张晓明，宫巨宏（2016），在研究中，找到了影响企业并购绩效的其他因素，通过分析，最终他提出支付方式以及政策变动，也会对企业并购效果产生影响。丁妙松、史习民（2017），在研究过程中，选择了16例借壳上市的案例，对其进行对比分析，最终发现，企业在上市后，各项财务指标都有了一定的上升，但是，也存在一部分企业，在上市后并没有实现预期的目标。张新（2003），将1993年到2002年的全部借壳上市案例，做了整理分析，总共高达1200多件，在具体的研究过程中，为了能使研究结论更具说服力，将定性和定量的分析方法结合使用，分析企业在实现借壳上市后，对企业绩效产生的影响，在结论中表示，企业实现上市后，一般会给被并购方带来好处，相反的，会对并购方造成积极的影响。潘颖、聂建平（2014），对多起借壳上市案例，做了整理分析，其中运用了因子分析法，主要对企业并购后的绩效情况展开细致的研究。最终得到，在企业完成并购案的当天，一般会对企业的多项指标发挥积极的影响，但是，一般在并购后的几年，这种正向的积极影响效果会逐渐减弱，进而影响到企业的整体盈利水平。总之，一般情况下，企业并购后对企业绩效的影响是有限的。陈志超、谭旭（2015），从我国的制造业领域中，具体分析了上市的全过程，及分析并购后，企业绩效发生的变化，在最后的结论中指出，在中国制造业内，要通过并购重组来提升企业的各项能力是很困难的。

1.2.3 文献评述

首先，通过对以上文献资料的阅读整理，我们能够发现，在国外，学者们在并购方面的研究方向主要集中在对并购重组整体，而对借壳上市本身的研究很有限，并且研究过程中，最常被使用的方法是多案例研究法。但是，在我国，学者们对借壳上市的研究已经有一段时间了，尤其是针对借壳上市的案例研究。追其原因，最重要的一点是因为，对国外的发达国家来讲，他们的企业在上市时，更倾向于选择IPO，但是，在国内，通过IPO实现上市，对大部分企业来讲具有很大的困难，所以更多的企业只有选择借壳来实现企业的上市目标。

其次，在对上市后企业绩效变化的研究中，财务指标法是最常被选择的一种研究方式，在研究结论中，大部分学者指出，企业借壳上市后，一般能起到提升企业绩效的效

果。但是，也存在相反的声音，有部分学者认为企业的绩效，会受到借壳上市的负面影响。

最后，在对国内外现状进行整理后，找到本论文的研究切入点。选择了已有研究中的空白领域，基因测序行业，选择其行业中发展状况较好的贝瑞基因为本文的研究对象，来研究贝瑞基因在通过借壳上市后，对企业的绩效造成的影响。希望通过对此案例的研究，能对国内在此领域的理论研究上做一定的补充，并能为同行业中的其他企业提供一些借鉴。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文按照研究主题的逻辑路线，分为五个部分进行细致的研究：

第一章为绪论。其中包括论文的研究背景和意义、研究的内容及思路、并整理此方向的研究现状。

第二章为概念界定及理论基础。对有重要意思的概念进行界定，对论文依据的相关理论做简要的阐述。

第三章为案例介绍。在描述相关行业背景的基础上，重点介绍案例企业的背景，并对案例企业贝瑞基因借壳上市的全过程做出概述，在此基础上，明确企业对上市方案的选择。

第四部分是案例分析。其中研究的重点是贝瑞基因上市的绩效分析，分析角度包括财务角度和非财务角度。第一步，要对企业上市后的效果做出评价，包括短期效果和长期效果；第二步，整理贝瑞基因借壳上市前后的财务数据，分析各项财务指标的变化情况；第三，为了使研究结论更具说服力，运用 EVA 分析法，来分析贝瑞基因在上市后，对各个方面产生的影响；最后，从非财务的角度，对贝瑞基因的上市效果分析进行补充分析，让整个分析过程更严谨。

第五部分是结论与启示。通过以上环节的分析，能对案例企业贝瑞基因的上市效果得出很明确的结论，以此来发现上市过程中存在的不足和对企业上市的启示。

1.3.2 研究方法

1. 文献综述法：在确定研究大方向后，首先要做的就是查阅大量的文献资料，掌握

国内外在此方向的研究现状和研究的焦点及角度，在此基础上，找到自己论文的研究切入点。其中，查阅过的网站有很多，此外，在学校图书馆借阅专业书籍。

2. 案例研究法：此方法是本论文研究方法的核心，贝瑞基因借壳天兴集团上市，为本论文的研究对象，通过分析其上市后企业绩效的变化情况，进而确定贝瑞基因借壳上市对企业带来的影响是积极的还是消极的。

3. 定量与定性研究法：为了让整个研究过程更严谨、科学、客观，本论文在对案例企业绩效的研究过程中，采用了定性和定量结合的方法。定性方面，研究角度是企业上市的作用机理，定量方面，采用了财务指标法对企业上市前后的财务数据进行整理分析，最后得出具有说服力的研究结论。

2 相关概念和基础理论

2.1 相关概念

2.1.1 借壳上市含义

借壳公司，也就是借壳企业要选择的壳资源，对其的选择，对后续的上市活动来讲是很重要的一个环节。其本质还是上市企业，只是在证券市场中，出现了经营问题。一般上，可以将壳资源分三种，包括实壳、空壳和净壳。对实壳公司来讲，一般情况下，是可以经营下去的，不会破产，主要的表现是企业的股价不理想，业务经营水平差；对空壳企业来讲，在一定程度上，是存在破产风险的，虽然股票尚在流通中，但是却处于持续的下跌状态中，在企业日常经营中，面临着很严重的入不敷出问题。对于净壳企业来讲，其本质就是空壳，企业的资产已被剥离。企业想要通过借壳来实现上市，第一步就是要将目标企业实现净壳，第二步，将自己的业务替换其中。从本质来讲，借壳上市也属于企业的并购活动，他是一种实现上市的间接方式。

2.1.2 借壳上市过程

企业要想通过借壳实现上市，主要需要经过两个过程，第一得到目标壳公司的实际控制权，第二对壳公司完成并购。

1. 取得壳公司的控制权

实现对壳公司的控制，是借壳的第一步。主要能采用的方式有以下几种：第一，行政划拨；第二，拍卖股份；第三，股份收购。就目前市场来讲，股份收购是最常被使用的一种方式。行政划拨，一般是针对国有企业的一种借壳上市的方式，其中上市企业，一般是国有企业，借壳方为了能够实现借壳的目标，通过需要借助一定的行政权。司法拍卖股份，采用此方式进行借壳的案例是很少的。

2. 对壳公司进行资产重组

此过程又包括了主要两个方面，置出资产，置入资产。这个过程首先要达成的目的是，实现对壳公司的净壳目标，然后将借壳公司的资产置入其中，为上市做好准备。

2.1.3 借壳上市模式

目前在学术界，对借壳上市模式的研究并没有形成统一的规定。贝瑞基因借壳天兴集团实现上市时，是 2016 年，当时资产重组的新准则已经颁布了，因此本文中，对贝瑞基因借壳上市所采用模式的介绍，以新准则为主。在 2016 年开始，主要存在四种借壳上市模式，具体操作如下：

1. 资产置换+增发

此种方式，在企业借壳上市中，属于较常见的模式，其本质是，壳公司的相关资产等向借壳方的股东进行转让，并增发借壳方的新股票。之后，借壳方的股东将取得的资产给与原来壳公司的股东，来换壳公司的股票。在我国，中公教育就是通过借壳亚夏实现的上市，上市模式就是资产置换。

2. 资产出售+增发

此种模式在我国也有营运，本文中案例企业，贝瑞基因的借壳上市，就是采用了此种模式。具体过程包括，壳公司向关联方出售资产和业务，获得现金；壳公司增发新股，定向全体股东，目的是能收购其持有的全部股份。

3. 增发

一般来讲，借壳企业选择的壳公司都有许多股份，所以，借壳公司可以通过增发新股来收购其股东持有的股份，最终实现对壳公司的控制。在这种模式下，并不涉及资产的置换。与前两种相比，此种模式更适合在现有产业的发展中。领益科技借壳江南磁材，最终实现了上市目标，在上市过程中，就是采用了此种模式。

4. 买壳+吸收合并

此种模式在我国的使用尚不成熟，共达电声率的借壳上市中，首次使用了此种模式，之后，在 ST 慧球的借壳上市中，此种模式再一次得到了运用，并且取得了比共达电声率上市的更好效果。

2.2 借壳上市的相关理论

借壳上市，对无法满足 IPO 上市条件的企业来讲，是一种新的选择，也是一种机遇。对于借壳上市理论进行深刻的解刨和学习，对之后的论文撰写有很重要的意义，可以说是后面研究的基础。

2.2.1 市场份额理论

市场份额理论，在企业并购活动中有很广泛的运用，他表示，在企业实现并购后，不仅可以迅速的扩大企业的经营范围和营业规模，还能在一定程度上，增强企业同类市场中的竞争能力。在具体的研究过程中，如果想要通过市场份额理论来评价企业的并购行为，可以很多的角度来进行，比如从企业的横向并购出发，将其作为研究的切入点，进而分析整个并购过程。比如，并购企业实现了对同行业中企业的并购，就可以将被并购企业的优势，通过整合后的融合转入到并购企业中，实现企业在竞争市场中产品份额的提升，进一步增强企业的市场竞争力。如果能将此种优势发挥到最大，在最大范围内，实现对企业利润的最大贡献，就会有可能会帮助并购企业想着行业垄断的目标发展。如果并购企业和被并购企业的经营产品有很大的不同，并且不处于同一竞争市场，这样的并购属于纵向并购。企业选择此种并购方式，主要是想延长企业的产业链条，实现规模化的生产，将企业的生产、经营和销售过程都掌握在企业的手中，这样能保证企业产品生产的原材料供应充足，并且能保证质量。混合并购，本质是企业的多元化战略，为了增加企业的利润增长点，混合并购，是一种实现途径，不仅能满足企业对利润的要求，还能做到多元化经营，适度分散经营风险。此外，能够利用被并购企业的优势，帮助并购企业进入新的领域。

2.2.2 协同效应理论

协同效应理论的终极目标就是，让并购企业和被并购企业的价值通过整合能发挥到最大，即“ $1+1 > 2$ ”，这也是对财务整合提出的新要求。实现现有资源的优化配置和使双方的资源得到充分的运用，能在最大限度内，达到规模效应。协同效应理论，直到1976，国外学者Haken给出了一个解释。他主张，各个分系统对于整体而言，是独立的，具有各自的不同特性，但是彼此之间又是相互制约的。技术、市场和管理是并购后协同效应能体现的三个方面。就技术来讲，企业在生产中，如果边际收益足够大，并且超过了边际成本，说明这时候扩大生产对企业更有利。专业化分工，主要效用是降成本，提效率。就管理来讲，通过统一管理制度能达到降低管理成本的目的。就市场来讲，由于市场影响力的提高能提升企业产品的竞争力，进而使得并购存在一定的垄断能力。

2.2.3 借壳上市绩效分析

财务绩效，是衡量企业经营效果的指标。通过对其的分析，我们能对企业上市后对企业带来的效果做出客观的评价，以此来判断企业的借壳上市是不是实现了预期的目标。一般来讲，如果企业的借壳上市是理想的，那么上市后，不仅仅能为企业带来壳公司之前的品牌优势，还能在一定程度上，帮助企业实现资源的优化配置，最后提升企业的各项财务指标。

事件研究法，其最终的目的是计算超额收益率，以此来评估企业的上市会受到什么因素的影响。Ball 和 Brown 二人第一次在 1968 年提出了此方法，此方法的首次运用是在美国，为了能对实现有效性的测试。之后，在很多研究领域都有此种方式的运用。事件研究法，其中要注意的最关键的问题是，事件日、事件的确定，只有合理确定了这两点，才能保证研究结论的准确性。在本研究中，要确定的是华鲁恒升两次进行股权激励方案这个事件，及此方式实施的两个事件日，其中需要注意的是，事件日是企业实施股权激励在市场中被知道的时间，并不是企业决定实施的具体时间。通过文献资料的整合总结及分析，发现在众多的案例中，有一部分企业，的确存在将事件日确定在计划实施股权激励的当日。

指标分析法，是最常用的一种方式，用来分析企业绩效的变化，通过对相关指标的研究，能客观的反映企业借壳上市后对绩效的影响。此方法包括以下几个指标：

盈利能力，是在企业的日常生产经营过程中能够使企业价值逐渐提升的一种能力，是在一段时间里反映企业能够获得利润的能力。盈利能力往往作为一种评价企业绩效的重要指标。此外，还有很多指标，也可以反映出企业盈利能力的大小。

偿债能力，是企业常用来形容其发展能力的一种指标，来表示企业是否具有按时还债的能力。一般来讲，企业的总资产主要由两部分组成，股本和借款，股本是指企业的所有者投入的资金。通常来说，企业资金中，借款占据的比例越高，企业就越有可能经历财务风险，但是，借款也能为企业带来优势，比如通过借款企业可以扩大资金规模，有利用资金的流通，有利用企业的长远发展。

营运能力是可以客观反映企业资产管理效率的一种指标，在企业正常经营活动中，企业按照不同的资产进行分工化的配置，为的是能最大限度的发挥资产的效用，提高资产的循环率，追求最终能够用最低的成本获得最高的收益，以此来提升企业的核心竞争力，提高企业产品在市场中的竞争力。所以，企业的管理和具体的运作是决定企业营运

能力的关键因素。

企业的发展能力，具体是指企业在现在规模的基础上，能继续发展、扩大经营规模的能力。一般能够用营业收入的增长率来预测，或者反映企业在未来的发展能力。

基于 EVA 的绩效分析法，又叫做经济附加值，其值的本质是经济利润。在计算过程中，有具体统一的计算公式，在各类教材中也有对公式的解释。这种方式的出现很好的解决了，企业在分析财务绩效时，只关注会计利润而对资本成本的重视完全缺失而造成的分析结果不严谨的问题。在对 EVA 值的计算中，基础是财报中的数据，之后对相关的项目做标准的调整，最后计算出企业实际价值。在此环节，要严格按照会计准则对其科目等进行调整，不仅能够杜绝企业管理者的不合法行为，防止其为了能得到更大的利益，而去损害企业的整体利益，而且能够以企业的长远发展为目标进行战略的选择。但是，对此种方法的运用也会导致很多的问题，比如，有的企业存在周期性，这就导致了企业净利润在不同阶段可能会有很大的差别，这会影响到企业对 EVA 结果的预测。

3 贝瑞基因借壳上市概况

3.1 借壳企业双方概况

3.1.1 贝瑞和康公司概况

基因测序,在我国属于发展的初期阶段,很多企业一直在此行业领域摸索。贝瑞和康基因技术股份有限公司成立于2010年5月,是致力于应用高通量基因测序技术,为临床医学疾病筛查和诊断提供“无创式”整体解决方案的研发型生物科技公司。贝瑞基因已成为全球领先的高通量测序技术及应用研究中心。公司先后于2011年9月获得中关村高新技术企业认证,2012年12月获得国家高新技术企业认证,2017年8月成功登陆A股主板上市。贝瑞基因已发展成为总部设在北京,市场网络覆盖国内30多个省市自治区超过2000家医院,拥有高标准的研发、市场、销售、客户服务等体系,2017成功登陆A股主板上市,成为了基因检测行业领导者。基因测序的终极目标是实现临床运用,在我国,贝瑞基因是此领域发展相对较好的企业,目前已经取得了较好的成绩。作为本文研究对象的贝瑞基因,一直的努力方向,是将基因测序运用到对疾病的筛选上,并且能针对不同的结果给出合适的治疗方案。高扬博士、周代星博士是贝瑞基因在研发中心的核心人物,其带领着行业中很有造诣的专家,常年来从事对基因测序的研究。贝瑞基因经营的医疗产品有很多种,包括对癌症检测、孕检等。此外,贝瑞基因为了确定自己的研究方向,起初先收集了单个的基因组,然后随着研究的深入,将单个基因转变为基因组,再在此研究基础上,利用现代化技术将研究推进到最新一个阶段。目前,贝瑞基因已经凭借在技术上面的优势,成功的占据了基因测序的国内市场,在此领域,得到了权威的专业认证。随着企业的发展,贝瑞基因需要加大研发的投入力度,也就意味着企业需要更多的资金来满足企业的发展需求,而怎么才能最大限度的筹集资金,上市是一个很好的战略。最终于2017年8月,贝瑞基因通过借壳实现了上市。

3.1.2 天兴仪表公司概况

天兴集团,在1966年正式成立。企业的发展经历了浮浮沉沉,一直以国家政策为引导,及时调整企业的战略目标,在企业开创之初,主营产品是基建和军工品;到了1975

年，将生产经营的重心放在了军工品的生产上，基建几乎处于停产状态；从 1981 年开始，将多品种生产作为企业的发展核心；从 1989 年开始，一直到今天，企业将以民为主作为企业的发展方向。从创立到目前，天兴集团经历了 50 年的发展，未忘记企业建立的初衷，在发展中，始终坚持这企业的发展理念，为祖国建设贡献力量，为了能让企业的发展更上一层楼，三兴集团在 1997 年实现了上市，期望能在资本市场中，继续发挥企业的拼搏精神。在上市后，企业的经营也出现了很多的问题，在 2001 年天兴企业为了能进一步的扩大企业的盈利空间，实施了多元化发展战略，但是其经营的核心内容是以汽车零件为主的产业。在全球经济不景气的情况下，我国的传统业受到了很大的冲击，从盈利一直倒退到负债经营，最终，天兴以被 ST 退出了竞争市场。之后，面临着巨额的亏损，在坚持了几年后，企业的各项财务指标还是见不到好转，包括企业主营业务的收入，更是一年比一年低。在 2014 年，国内的汽车行业不景气，再加上国家整体经济的下行趋势，对天兴集团造成了致命性的打击，在此期间，企业的产销出现了急速的下降。从企业此时的整体发展做分析，可以发现，此时期天兴集团在经历着产品价格持续下降的同时，产品的生产成本却一直居高不下，这就导致了企业绩效的显著下降。根据相关机构的研究，在 2015 年，天兴集团未实现盈利，出现了 1300 多万的亏损。在这么的状况下，一直找不到出口的天兴企业，如果一直这样亏损下去，就会迎来被退市的风险。此时，企业管理者及其领导人，为了能不伤害众多利益相关者的权益，最后决定售壳，希望通过此举，能为企业赢得一线生机。

对天兴仪表来讲，作为壳企业是有很大的竞争能力的，并且，通过售壳，可以为天兴集团实现利益的提升。反之，对借壳企业的贝瑞基因来讲，天兴也是很好的选择，由于受到连年亏损的影响，天兴的市值受到了影响，不会很高，这就为贝瑞基因节省了很大一笔并购成本。另外，天兴是民企，所以决定了在后期的谈判中会简单很多，对其的收购过程也会更简单，这些因素都是贝瑞基因选择天兴作为壳公司的原因。

3.2 上市动因分析

3.2.1 贝瑞基因借壳上市动因

在前文的陈述中，介绍了本论文的研究对象贝瑞基因，和其选择的壳公司天兴集团。贝瑞基因，发展的速度很快，为了能够实现企业的进一步发展战略，企业选择了借壳上市的战略，想要通过上市，将企业做的更强；天兴集团，在连年亏损的状态下，选择售壳，

对天兴来讲是一个机会，是企业能够实现自救的最后一种方式。下面是对贝瑞基因选择借壳上市的动因分析：

1. 战略规划的要求

贝瑞基因，其主营范围是基因测序的生产和服务，但是随着企业的日渐强大，企业的战略目标也逐渐变得远大。在贝瑞基因实现上市前，企业的主要发展战略包括以下几方面：基因测序在全产业链的实施；基因测序在肿瘤的监测中运用；对产品线的完善等。毋庸置疑，企业想要实现以上目标，首先需要解决的问题就是资金的筹集，企业如果实现上市，就可以借着资本市场的庞大力量，筹集到企业发展中需要的资金。2017年8月，贝瑞基因通过借壳成功的实现了上市，在之后的经营中，虽然出于某种因素将其中一小部分的股权做了转让，但是还继续持有将近20%的股权。在2018年的一月，贝瑞基因为了能对子公司的资产负债比例进行优化，对其中的几家增加了资金的投入，从这几家企业的财务指标可以发现，此次增资提升了企业的各项能力，并且确实实现了企业对子公司增资的预期目标。

2. IPO 时间长、要求高

在贝瑞基因选择借壳上市前，也有争取过IPO上市，但是审核未通过。如果选择IPO上市，贝瑞基因至少要花费几年的时间才能完成，期间必须要通过以下流程：第一，改变贝瑞基因的公司形式，将其改变为股份制企业；第二，聘请相关机构，对企业进行辅导，为能满足发行的审核条件做相应的准备；第三，企业要按照证监会的要求，借助中介机构的帮助，完成对各种审核文件的制作；第四，提交有关机构，等待审核；第五，发行股票、上市。由此可知，企业要通过IPO实现上市是很困难的，不仅程序繁琐、上市流程多，还对各个方面有很高的要求。但是相对来讲，如果贝瑞基因选择借壳上市，就不会有那么多的流程和要求，就会节省很多的时间，并且上市的可能性很大。

IPO上市需要3年左右时间，这对主营基因测序的贝瑞基因来讲，可不单是时间问题，还可能在此期间，错失了行业中的竞争优势，比如，在同一时间段中，同行业中的竞争者也在努力上市，此时，如果对手企业率先的实现了上市，对贝瑞基因的消极影响是重大的，可能会直接影响到贝瑞基因在行业中的地位和竞争优势。所以，贝瑞基因为了更快的进入资本市场，为企业的发展赢得更好的机遇，最后，贝瑞基因转换了思路，选择了借壳上市的方式，选择通过借壳天兴集团，实现企业的上市目标。最终，贝瑞基因从2016年12月开始，期间耗时8个月，于2017年8月实现了上市。

3. 基因测序行业发展空间广阔

基因测序，目前在国内的发展势头很高，据统计，在 2012 年，基因测序在我国市场中占 11 亿元，截止 2020 年的数据统计，其值已经超过了 100 亿元。贝瑞基因，在 2016 年之前，NIPT（无创产前检测），是其主要的研究重点，在 2015 年 NIPT 约在市场中有 20 亿元的规模，相对于在中国香港的发展，我国内地的基因测序行业还有很大的发展空间。另外，据统计，我国的人口出生数在 2015 年的值为 1655 万左右，并且随着政策对二胎开放政策的发布，将进一步提升我国的人口出生率。因此，NIPT 将在我国未来的市场发展，占据很大的发展潜力。

此外，根据相关的数据统计，在我国，死亡率最高的疾病是肿瘤。而对肿瘤的检测和治疗，都需要很强的技术性，在我国的传统治疗方法下，对此种疾病的治疗作用很有限，并且治疗效果很难实现进步。此时，对精准检测的渴望成了每一个肿瘤研究者的心愿，而基因测序在研究中发现，能检测出肿瘤，这在医疗行业的未来发展空间之大，不言而喻。贝瑞基因看到了基因测序的巨大市场潜力，想要快速的抓住这个发展机遇，将企业发展上升到更高的层次，自然而然想到了通过上市来实现企业发展的宏伟蓝图。

3.2.2 天兴仪表协助借壳动因

1. 大力提升企业业绩

天兴仪表，主要的经营范围是，生产、销售汽车配件。2015 年，中国市场的汽车行业迎来了低谷期，并且此期间的经济发展也很不景气，在这样的大环境中，天兴集团的经营受到了很大的消极影响，当年亏损额高达 1300 万，其资本市场中的股价更是悲观。对此时的天兴集团来讲，对未来的发展一片迷茫，不知采用何种方式来实现自救的时候，贝瑞基因出现了，向天兴集团表示了想借壳的意愿，并对天兴集团作出了一定的承诺。天兴集团深知如果不借助被并购的机会，只通过自己是很难解决企业目前的经营问题的。所以，答应了贝瑞基因的借壳意愿，同意售壳。这对天兴来讲，绝对是实现再次盈利的机会，在被并购后，能提升企业的绩效，扭转企业的亏损趋势。

2. 避免退市

天兴仪表，在 2015 年的亏损就高达 1,300 多万元，并且亏损的趋势在 2016 继续延续，2016 年亏损额为将近 420 万元，如果不采取措施对企业的绩效发挥积极的影响，其亏损趋势会在 2017 年继续保持。如果这种局面不能被扭转，企业的亏损继续下去，天兴集团将面临退市风险。这对企业的危害是严重的。因为，在 2017 年被暂停上市后，如果企业在经营中还是不能迎来转机，那么下一步，企业将面对的是被退市。因此，为

了避免这种情况的出现，售壳对天兴集团来讲，是一种实现自救的唯一途径。

3.3 借壳上市交易方案概述

3.3.1 贝瑞基因借壳上市交易流程

借壳上市的过程是一个耗时的过程，这对双方的前期的准备工作提出了要求，制定最终的方案。首先，作为借壳的一方，成都天兴仪表股份有限公司于 2016 年 6 月 29 发布了《关于重大资产重组停牌公告》；2016 年 9 月 24 日天兴仪表于宏瓴并购签订并购协议，2016 年 9 月 28 日天兴仪表与平潭天瑞祺签订股权转让协议，这两项举措都是降低控股权为贝瑞和康入主公司铺垫。2016 年 12 月 4 日经过筹划天兴仪表发布了重大资产重组的草案，根据草案可以看出，重组方案主要包括发行股份购买资产与重大资产出售，想要通过非公开发行股份的方式购买贝瑞和康的全部股权。2016 年 12 月 19 日，天兴仪表开始复牌交易。天兴仪表的重组方案在 2017 年 4 月 26 日通过，获得证监会批准，贝瑞和康借壳天兴仪表成功上市，并将其更名为贝瑞基因（000710），重组后的上市公司的第一大股东是贝瑞和康的董事长高扬及其一致行动人候颖。

表 3.1 贝瑞基因上市重大事件图

时间	进程
2016 年 6 月 29 日	发布《关于重大资产重组停牌公告》
2016 年 9 月 24 日、28 日	签订股权转让协议
2016 年 12 月 4 日	发布了重大资产重组的草案
2016 年 12 月 19 日	开始复牌交易
2017 年 4 月 26 日	重组方案获证监会无条件通过，更名贝瑞基因

资料来源：贝瑞基因年报

3.3.2 资产整合和重组方案

贝瑞基因借壳上市的全过程包括两个主要的步骤，一是发行股票购买资产，二是重大资产出售。具体流程如下图 3.1 所示。

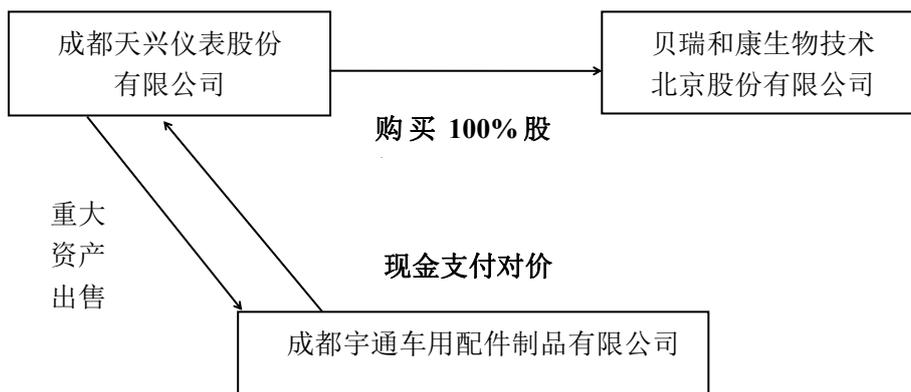


图 3.1 交易流程图

资料来源：贝瑞基因年报

在 2016 年 6 月 30 日，天兴集团会按照事前的售壳协议规定，接受在总资产中，减去各种借款和资金，还要包括对票据的计算、对企业长期借款的计算等。按照售壳协议的规定，本次出售的是天兴集团的资产，对于天兴资产的合计以基准日为止，在具体的计算过程中，用总资产减去企业的资金和各种借款的总额。

在本次研究中，只有运用收益法来评估企业的资产，在收益法的基础上，也运用了资产基础法，在具体的评估过程中，将售出的资产额确定为 29652 万元，为了能方便后续环节的计算和实施，天兴集团将净资产的出资全部的转到了其子公司。在资产交割前，该资产的所有者是天兴仪表。

贝瑞基因和天兴集团，通过协商，将各个方面的问题都做了统一，最终将所有项目的加权计算，计算出此次交易为 29652 万元，而获得这笔交易款的天兴集团，能够借此解燃眉之急，弥补企业的连年亏损。协商的具体内容涉及较为复杂，在此过程中，会涉及到企业上市的很多内容，在交易结束后，天兴集团是大股东。

此外，在这次交易中，涉及到的资产包括审计后的总资产等，2015 年 12 月 31 日是评估的结算日期。还需要注意到的问题是，天兴集团半年度的收入都要被算入到企业的交易中，并且将天兴集团在此期间的经营利润也要包括其中。具体的项目明细如下表 3.2 所示。

表 3.2 合并财务报表相关指标

项目	天兴	贝瑞	交易额	计算依据	比例
资产总额	4.9888	10.0404	43.0000	43.0000	86.2%
归属于母公司股东权益	1.1768	8.9998	43.0000	43.0000	3,65.47%
净资产额	1.1769	9.1294	43.0000	43.0000	3,65.4%
营业收入	2.3006	4.4588	-	4.4588	94.1%
净利润	-0.1301	0.4348	-	0.4348	.
扣除非经常性损益净利润	-0.1301	0.3683	-	0.4348	.
购买资产发行股份数(亿股)	15.1120	2.0341	-	2.0341	13.5%

资料来源：贝瑞基因年报

3.2.2 股权配置方案

贝瑞基因对天兴集团的借壳主要包括了两个环节，发行股份、出售资产。对天兴集团来讲，此次售壳让企业的股权结构发生了很大的变化，吴进良，天兴集团的最大股东，也是其企业的实际控制人，在此变动中成为了企业的主导人。第二股东为宏瓴并购、第三股东为平潭天瑞祺。贝瑞基因在实现借壳上市后，高扬成了最大的股东，成为了上市企业的领导者，拥有 21.27% 的股份。天兴集团，通过收壳，将股权进行了转化，其中将本企业原来的、属于大股东的股份转移了，最终到了贝瑞基因，可以说，天兴集团在此次行动中，实现了企业股权结构的优化，为新股东的入驻提供了基础。自此，作为壳资源的天兴集团，完成了出售的计划。具体的股权变化情况如下表 3.3 所示。

表 3.3 交易前后股权结构变化

股东名称	交易完成前		交易发行股份	
	持股数量（万股）	持股比例	股数（万股）	持股比例
原上市公司股东				
天兴集团	44,00.2	29.10		12.41
宏兮瓦并购	30,00.0	19.84		8.46
平潭天瑞祺	15,00.0	9.42		4.23
原其他股东	621,19.8	41.14		17.54
小计	151,20.0	100.00		42.64
新增股东				
天津君睿祺			51,60.5	14.55
高扬			49,26.1	13.89
侯颖			26,15.6	7.38
小计			203,40.6	57.36

资料来源：贝瑞基因年报

4 贝瑞基因上市效果分析

4.1 贝瑞基因上市市场效应分析

4.1.1 短期市场效应

1. 短期股价上涨明显

股价，极容易受到资本市场变化的影响，并且通过分析企业的股价，能很好的了解到企业的经营情况和未来的发展潜力。一般情况下，研究者想要分析企业的绩效情况，就可以通过该企业的股价变动情况来分析。本文为了分析贝瑞基因借壳上市这一行为，对市场造成的影响及对贝瑞基因自身带来的影响，将壳公司天兴集团发布售壳公告当天，前后选择 10 天，作为交易日。天兴基因对外公布重组的时间是 2016 年 12 月 4 日，因此，将此日作为基准日。但是，在这个时间范围内，天兴集团处于暂时的停牌期，所以，当日的股价没法得到，只能选择天兴停牌之前的股价。20 个交易日中的股价变动表 4.1 所示。

表 4.1 天兴仪表股票价格

-20	24.27	-4.41	1	24.33	9.99
-19	24.29	0.08	2	26.76	9.99
-18	25.20	3.75	3	29.44	10.01
-17	24.74	-1.83	4	32.38	9.99
-16	22.30	-9.86	5	35.62	10.01
-15	22.33	0.13	6	39.18	9.99
-14	22.79	2.06	7	43.10	10.01
-13	22.90	0.48	8	47.41	10.01
-12	22.91	0.04	9	52.15	10.00
-11	22.80	-0.48	10	57.37	10.00
-10	22.70	-0.13	11	54.61	-4.81

续表 4.1 天兴仪表股票价格

-9	22.90	0.57	12	54.05	-1.03
-8	23.50	5.00	13	54.90	1.57
-7	24.14	2.72	14	49.41	-10.00
-6	24.13	-0.04	15	46.00	-6.90
-5	24.62	2.03	16	45.53	-1.02
-4	24.95	1.34	17	43.45	-4.57
3	24.34	-2.44	18	44.65	3.76
-2	24.09	-1.03	19	41.80	-6.38
-1	22.48	-6.68	20	42.70	0.89
0	22.12	-1.60			

资料来源：中华财富网

观察表 4-1，我们能清楚的看到，在天兴集团发布并购重组公告前，企业的股价一直处于很低的状态，股价低迷主要是受到了企业经营情况不佳的影响，由于企业经营上的问题，企业的盈利能力持续走低，已经连续 2 年处于亏损状态。可以想到，企业股价的跌多涨少已经开始危害到了股东的权益。2016 年 12 月 19 日，天兴集团发布了资产重组的公告，当天在资本市场中就起了很大的效应，实现了复牌，并且股价实现了接近 10% 的增长。并且增长趋势在接下来的几个交易日，一直持续，股价一直增长到了 57.37 元，创造了历史的最高价格。随后，天兴集团的股价在资本市场调节的影响下，股价出现了变动，下降到了 41.80 元，但是此值还是远远的超过了基准日的值。从整体来讲，天兴集团在发布公告后，就已经走出了股价持续下跌的趋势，实现了股价的上升。所以，从短期市场来看，此次贝瑞基因的借壳上市，对天兴集团的影响是积极的，不仅使天兴集团的股价回春，还为天兴集团的股东提升了收益。

4.1.2 长期市场效应

1. 长期股价趋于平稳

在 2016 年 12 月 4 日后，由于天兴集团发布了资产重组的公告，促使企业股价实

现了显著的上升，解决了天兴重组之前的经营困境，为其以后的发展带来了新的机遇，至少从短期来讲，此次贝瑞基因的借壳上市，对天兴有着不可替代的意义，让天兴集团实现了自救。下面，从长期效应来看贝瑞基因在上市前后的股价变化情况。

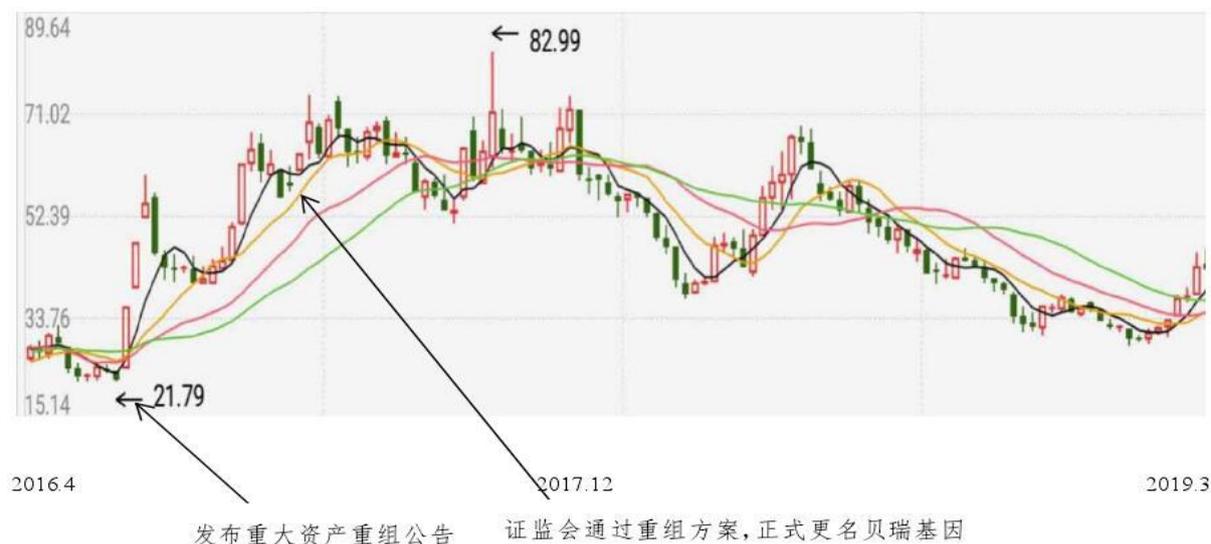


图 4.1 贝瑞基因股价走势图

资料来源：东方财富网

从上面的分析中，能够发现，天兴集团的售壳，使企业的股价实现了上升，对自身的有积极意义的，对企业有正向影响，由此可知，在资本市场中，对贝瑞基因借壳上市的反应是积极的。在上市过程中，对贝瑞基因的审核工作，进展的很顺利，在 2017 年 4 月，作为壳资源的天兴仪表，正式改名为贝瑞基因，随着迎来了股价的显著上升，甚至达到了历史的最高值。股价的持续增长一直保持到了 2017 年末，这是由于此时的投资者逐渐趋于理性，再加上 A 股市场出现了低迷期，企业股价的上涨趋势才出现了下行的态势。到了 2018 年，贝瑞基因股价的下降开始保持在稳定的区间，在 2018 年到 2019 年的第一季度，股价开始维持在 30 至 40 元，基本处于稳定。从整体来看，自从贝瑞基本实现了借壳上市后，企业的股价就处于上升态势，在这期间也有出现下降，但是股价相比 2016 年，还是属于高值。所以，可以得出结论，贝瑞基因的借壳上市，从长期效应来看，对企业的影响是正向的，不仅实现了股价的上升，还为企业的资金筹集奠定了基础。

(2) 个股回报率分析

通过对股价的分析，能肯定的是，贝瑞基因借壳天兴仪表的上市目的基本得以实现。

总体来讲，企业股价在上市后实现了前所未有的上升趋势，尽管在此期间有出现过股价下跌的情况，但是总体来看，是处于增长态势的，在 2018 年后，股价基本维持在一定的波动区间。股价只要出现波动，就会对股票的回报率造成影响，所以，下面将股票的回报率作为研究角度，来分析贝瑞基因在实现上市后的股票回报率具体的变化状况，并在此过程中，运用对比分析的研究方法，将贝瑞基因和同行业的股票回报率做对比，来研究企业实现借壳上市后对自身绩效带来的效应是否为正面的。

表 4.2 2017 年、2018 年贝瑞基因等公司的年个股回报率

时间	公司	考虑现金红利再分配的 年个股回报率	时间	考虑现金红利再分配的 年 个股回报率
	贝瑞基因	0.18889		-0.434096
	华大基因	-		-0.709959
2017	达安基因	-0.197335	2018	-0.397598
	迪安诊断	-0.261273		-0.356955
	综合 A 股	0.064296		-0.258891

资料来源：东方财富网

观察表 4.2 可知，2016 年起，贝瑞基因借壳天兴仪表的行动已经开始，历时 8 个月完成了借壳上市的全过程，在借壳上市完成后，2017 年开始，企业的股票就在持续上升。从表可以看到，2017 年，同行业中的其他企业股票的个股回报率是负的，但是贝瑞基因的此值为正值，说明在行业发展不景气的状况下，贝瑞基因借助了上市的优势，实现了个股回报率的上升。这也间接的证明了此次的借壳上市对企业带来的影响是积极的，不仅提升了企业的股价，还在一定程度上，增强了企业的核心竞争力。但是，有图可知，股价上升的趋势在 2018 年出现了变动，受到大环境的影响，资本市场发展不景气，上市企业的股票回报率，大部分都是负值，在此期间，贝瑞基因的个股收益率同样受到了影响，处于下降期，其值最低时，下降到了-0.43，比同行业中其他企业的个股回报率还要低，甚至低于同行业的均值。此种情况的出现，说明了贝瑞基因借壳上市后，对企业股价的积极影响，随着时间逐渐降低了，再加上行业不景气的影响，贝瑞基因在成功实现借壳上市后的第二年开始，企业的绩效出现了下降趋势。

4.2 贝瑞基因上市财务绩效分析

贝瑞基因成功借壳上市后,是否真的实现了企业绩效的提升,有较直接的判断方法,比如整理分析企业上市前后的相关财务指标的数据,运用定量分析的研究方法,分析案例企业贝瑞基因在借壳上市的影响下,企业财务绩效的具体变化。本文选取了贝瑞基因2014年-2019年的财务数据,运用指标分析法来进行研究,最后得出结论。纵向对比、横向对比,是财务指标法中常用的对比方式,下面是具体的分析过程。

4.2.1 财务绩效纵向对比

1. 偿债能力分析

偿债能力,是企业常用来形容其发展能力的一种指标,一般来讲,正常情况下,企业的偿债能力的表现,可以通过计算一定时间内的资产负债率来分析,这二者之间的关系,在一定的范围内是呈正相关的。企业可以通过相关指标的变化,提前对企业经营中的问题制定对策。由于时间因素,偿债能力可以分为:短期偿债能力和长期偿债能力。短期偿债能力的评价指标有:流动比率、速动比率;长期偿债能力的评价指标有:资产负债率、产权比率。企业的总资产主要由两部分组成,股本和借款,股本是指企业的所有者投入的资金。通常来说,企业资金中,借款占据的比例越高,企业就越有可能经历财务风险,但是,借款也能为企业带来优势,比如通过借款企业可以扩大资金规模,有利用资金的流通,有利用企业的长远发展。

偿债能力的大小,能通过相关的财务指标来体现,本文在对贝瑞基因偿债能力的分析中,整理了2015-2019年的财务数据,具体的数据如下表所示。

表 4.3 贝瑞基因偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018	2019
流动比率	0.84	5.08	4.63	6.06	4.12
现金流量比率	-0.28	0.51	0.31	0.73	0.27
资产负债率	0.76	0.12	0.13	0.10	0.23

资料来源:东方财富网



图 4.2 贝瑞基因偿债能力纵向比较图

观察上图可以发现,在 2015-2019 年,贝瑞基因的资产负债率都在保持在较低水平。由此可以看出,贝瑞基因在实现借壳上市后的几年,企业的资产负债率一直都很低,并且在近年来,一直保持在稳定的状态,这说明企业这几年的财务风险相对较低,可见其有很强的偿债能力。其实,任何事物从不同的角度看,都会有不一样的效果。就资产负债率的高低,从企业的债权人角度来讲,肯定是希望偿债能力强对其更有好处,所以,企业的债权人,都会希望贝瑞基因的资产负债率能低。但是从企业的发展来讲,资产负债率的高低是把双刃剑,高的资产负债率会影响到企业在日常经营中的资金调度,但同时,也不是完全没有好处的,在一定范围内,其值过高,可以为企业带来好处,比如能增强企业在同行业中的竞争能力。

流动比率,具体是对企业流动资产的描述,在企业偿还债务之前,为了某种需求,能够不受其他条件的限制,可以自由变现,通常情况下,在企业的正常经营中,为了提高企业的资金利用率,要将企业的流动比率保持在 2 的范围。由图可知,贝瑞基因在借壳上市后从 2016 年开始,流动比率值都高于 2,可以表示企业资金的流动性很好。

综上所述,贝瑞基因在实现借壳上市前后几年,企业的流动比率和现金流量比率不稳定,但是整体来讲,企业在完成借壳上市前后,即 2015-2019 年,企业偿债能力相对处于一个稳定的状态,没有发生过于明显的波动,但是随着上市时间的持续,此值会出现变化。通过以上表现可以总结,贝瑞基因的借壳上市对企业的影响的好的,由偿债能力变化带来的风险的变化也是在可接受区间。

2. 盈利能力分析

盈利能力是在企业的日常生产经营过程中能够使企业价值逐渐提升的一种能力，是在一段时间里反映企业能够获得利润的能力。盈利能力往往作为一种评价企业绩效的重要指标。有很多指标都能体现企业的盈利能力情况，比如主营业务利润率等。

本文选择了案例企业 2015-2019 年的财务数据，从企业的总资产收益率等，三个角度来具体分析企业在实施借壳上市前后的盈利能力的变化，具体情况如表 4.4 和图 4.3 所示。

表 4.4 贝瑞基因盈利能力纵向比较

项目	2015	2016	2017	2018	2019
销售净利率	9.81%	17.11%	20.87%	18.04%	23.94%
总资产报酬率	7.51%	16.56%	18.54%	15.98%	16.99%
净资产收益率	6.81%	15.89%	18.57%	14.83%	18.35%

资料来源：东方财富网

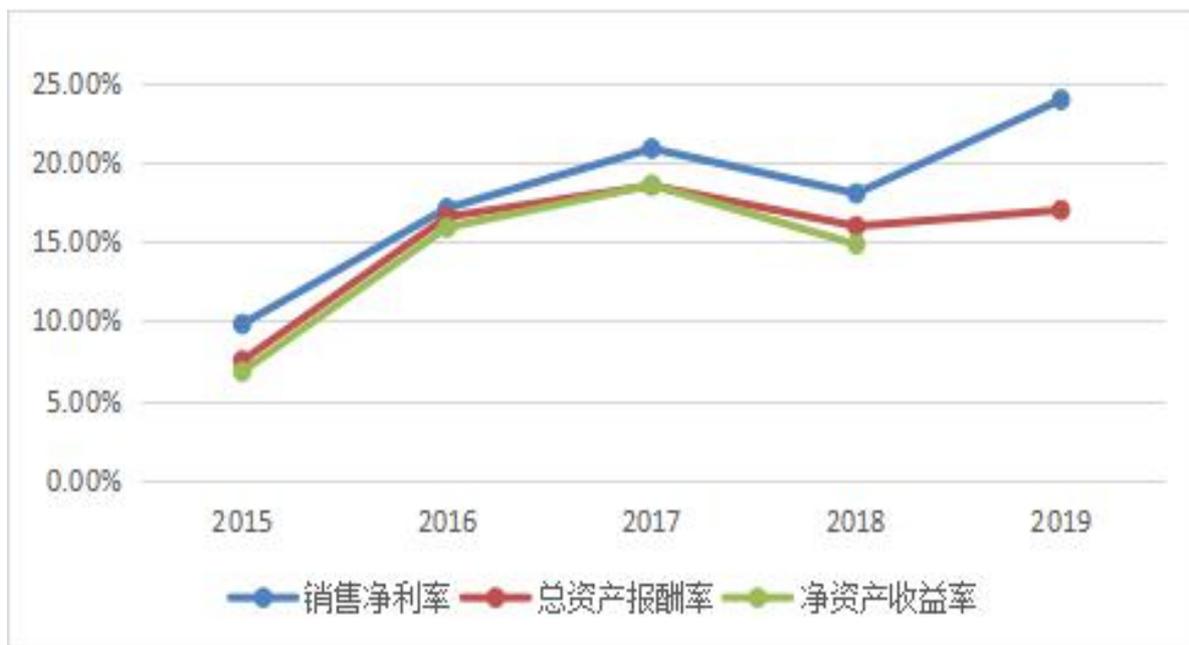


图4.3 贝瑞基因盈利能力纵向比较趋势图

观察表 4.4 和图 4.3 可以发现，从 2015 年开始，连续 4 年时间内，企业的盈利能力发生了很大的变化，各项财务指标也没有发生了显著的提升。其总资产收益率的变化很明显，从 7.5%急剧上升到了接近 16%，其他财务指标也发生了明显的上升趋势，销售

净利率从 2015 年的 9.81%，到 2019 年已接近 23.94%，净资产收益率，从 6.8% 一直上升到了 18.35%。究其原因，主要是企业在实施上市战略后，在很大程度上，提升了企业员工的工作积极性，使员工为了实现自己利益的增加，而主动的提升自己的工作效率，从而提升了企业的整体工作效率，在上市后，提升了贝瑞基因的品牌效应。此外，贝瑞基因在上市前，就受到了国家二胎开放政策的积极影响，基因测序的市场需求逐渐上升，对企业带来的利好影响一直持续到了企业上市后。

此外，随着企业借壳上市时间的延续，贝瑞基因的产品研发得到了很大的提升，在同行业中，较之前有了更强的市场竞争力。总体来讲，各项财务指标都发生了积极的变化，向着好的方向发展。

最后可以得出结论，贝瑞基因的借壳上市最终实现了初期的目标，不仅为企业盈利能力的增加提供了动力，更是为企业的长久发展提供了保障。

3. 发展能力分析

企业的发展能力，具体是指企业在现在规模的基础上，能继续发展、扩大经营规模的能力。一般能够用营业收入的增长率来预测，或者反映企业在未来的发展能力。所以，本文为了能客观的反映企业在未来的发展空间，选取了案例企业 2014-2018 年的相关财务数据，具体如表 4.5、图 4.4 所示。

表 4.5 贝瑞基因发展能力纵向比较

项目	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入增长率	33.43%	106.72%	27.07%	22.93%	12.35%
净利润增长率	-3.05%	260.55%	54.97%	15.18%	45.70%
净资产增长率	145.91%	17.51%	45.46%	24.48%	22.33%
总资产增长率	141.97%	21.83%	47.68%	20.57%	40.90%

资料来源：东方财富网

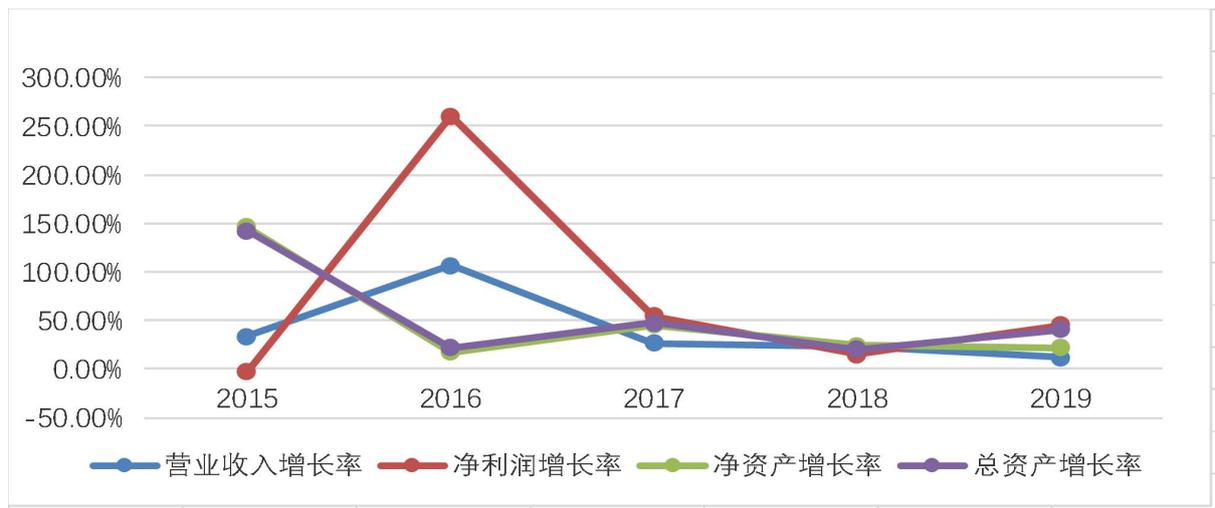


图 4.4 贝瑞基因发展能力纵向比较趋势图

观察上表和图，发现贝瑞基因在 2015 年的净利润是负值，从 2016 年开始逐渐上升，一直到 2019 年，此值一直是正值，这表示贝瑞基因在实现借壳上市后，提升了利润的增长点。在 2015 年贝瑞基因出现了亏损，主要原因在于，当年的设备购置成本、管理费用等，相对于 2014 年，增加太多，所以出现了利润的亏损情况。此外，是什么原因，导致企业在 2016 年的营业收入达到近年来的最高值，通过对企业本年的经营环境等的整体分析可知，最大的可能是受到了国家政策的影响，自从 2016 年国家发布二胎开放政策，贝瑞基因的基因测序就迎来了更好的发展空间。还有一点是，当贝瑞基因对外公布即将上市的消息后，在市场中的反映很好，引起了很多家媒体的报道，增强了企业的品牌效应。以上因素，共同积极的影响了企业利润的增加，让贝瑞基因保持一定的增速，稳定的发展。

从贝瑞基因的净资产数值来看，从 2015 年开始，一直到 2019 年，此期间贝瑞基因的净资产一直在上市，其增长率一直保持正值，虽然在期间内有上升和下降的波动，但是从整体来讲，变化趋势是好的。这表明，在贝瑞基因实现了借壳上市后，对企业的影响是好的，不仅帮助企业提升了绩效，还增加了股东的所有者权益。

从总资产增长率来看，变化趋势和净资产增长率同步，几乎处于同一变化趋势中，在 2015 年，贝瑞基因的总资产增长率上升到了接近 150%，出现此种现象的主要原因是，企业 2015 年的资产规模得到了扩大，在贝瑞基因借壳上市前，总资产为 122319 万元，在其完成借壳后，总资产上升到了 180640 万元，并且在 2017 年，继续保证了增长的趋势，虽然在接下来的 2018 年，增长趋势有减缓的态势，但是从整体来讲，贝瑞基因在

上市后的资产是处于增长状态的，这说明企业的借壳上市对企业总资产的影响是好的，借壳上市行为帮助企业对资金的需求，为企业的发展提供了基础。

4. 营运能力分析

营运能力是可以客观反映企业资产管理效率的一种指标，在企业正常经营活动中，企业按照不同的资产进行分工化的配置，为的是能最大限度的发挥资产的效用，提高资产的循环率，追求最终能够用最低的成本，来取得最高收益，以此来提升企业的核心竞争力，提高企业产品在市场中的竞争力。所以，企业的管理和具体的运作是决定企业营运能力的关键因素。

本文选取了几个指标来具体分析贝瑞基因在上市前后的营运能力变动情况，具体数值情况如表 4.6、图 4.5 所示。

表 4.6 贝瑞基因营运能力纵向比较

项目	2015	2016	2017	2018	2019
应收账款周转率	4.02	4.07	2.91	2.48	2.18
流动资产周转率	0.82	1.22	1.28	1.17	1.01
总资产周转率	0.63	0.83	0.77	0.72	0.62

资料来源：东方财富网



图 4.5 贝瑞基因营运能力纵向比较趋势图

观察上图可以发现，贝瑞基因的营运能力，变化幅度相对较平稳。企业的应收账款周转率，在贝瑞基因实现借壳上市后，此值出现了轻微的上升趋势，之后从 2016 年开始，出现了显著的下降，到 2019 年为止，此值下跌到了 2.18。此过程正是对贝瑞基因上市过程的解释，在企业完成上市后，应收账款减少，主要的原因是企业在 2017-2019 年，增大了在基因行业的投入，增加了医疗器材和医学服务上面的应收款项。

从流动资产周转率来看，2015 年至 2019 年，贝瑞基因的此值经历了上升，之后又开始下降，在 2017 年此值达到了近年来的最高值，在 2018 年出现了很小幅度的下降，但是在数值大小上还是远远的超过了并购前的值。在贝瑞基因上市后的 2018 年，为什么企业的应收账款周转率出现了下降的情况，其主要还是因为，贝瑞基因在实现上市后的资金流动性变强了，并且企业的流动资产明显增多了，而相对来讲，企业的营业收入变化没有流动资产的大，这就导致了企业资产周转率的下降。

从总资产周转率来看，贝瑞基因在实现上市前后的变化趋势，与流动资产的周转率变动情况很相似，先上升，后出现了缓慢的下降。首先，在上市当年此值出现上升，是因为企业在当年的营业收入增长率很高，达到了 106.72%，远远的超过了企业的总资产增长率，之后再 2017 年，这两个值的大小情况出现了变化。整体来讲，贝瑞基因借壳上市后，对企业自身产生的影响是积极的，总资产周转率的变化趋势，反映出企业的资产流动比企业在上市前稳定，且表现良好。

4.2.2 财务绩效横向对比

1. 偿债能力分析

资产负债率能客观的反映企业的偿债能力，通常情况下，此值与偿债能力同增同减。流动比率，具体是对企业流动资产的描述，在企业偿还债务之前，为了某种需求，能够不受其他条件的限制，自由变现。速动比率，也可表现偿债能力大大小，当此比值为 1 时，说明企业此阶段的偿债能力一切正常，如果此值小于 1 则表示企业的短期偿债能力存在一定的风险，而此值大于 1 则表示此时企业要达到一定的偿债能力需要增加一定的成本。所以，本文将采用这三种指标来对上市企业的偿债能力做分析。

表 4.7 偿债能力横向对比

	流动比率 (%)					速动比率 (%)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
同行企业	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
贝瑞基因	8.65	5.08	4.63	6.06	4.12	8.09	4.50	4.18	5.11	3.18
华大基因	4.43	4.38	4.71	3.48	2.82	4.27	4.28	4.54	3.33	2.52
达安基因	2.14	2.31	1.89	1.42	1.40	1.99	2.14	1.89	1.42	1.40
迪安诊断	1.00	1.37	1.44	1.37	1.57	0.83	1.12	1.16	1.10	1.25
中源协和	0.84	0.69	0.58	1.10	1.41	0.78	0.64	0.53	0.95	1.25

企业	资产负债率 (%)				
	2015	2016	2017	2018	2019
贝瑞基因	0.76	0.12	0.13	0.10	0.23
华大基因	18.96	18.38	16.70	19.02	25.52
达安基因	36.23	38.32	43.09	39.93	41.39
迪安诊断	53.81	55.47	60.12	55.91	52.20
中源协和	40.28	41.68	45.52	32.84	29.21

资料来源：东方财富网

观察上表可以发现，仅仅从数值来看，贝瑞基因的流动比率值很好，并且其速动比率的表现一样表现不错。在 2015-2019 年，贝瑞基因此值在同行业中，处于领先。中源协和表现相对最差，在 2015-2019 年间，中源协和的此值最高也没有超过 1。

从资产负债率来看，贝瑞基因在实现了借壳上市后，其值出现了上升，但是还未改变在行业中排位，依然处于最低状态。华大基因，这几年的资产负债率同样表现欠佳，连续几年处于下降趋势。在上表统计的企业中，迪安诊断在此值的表现上属于最不好的。

通过对以上数据的分析，从整体来讲，偿债能力最好的是贝瑞基因和华大基因，最差的是中源协和和迪安诊断。

2. 盈利能力分析

净资产收益率 (ROE) 可以很好的体现企业通过利用资本而获得收益的能力水平，一般来讲，此值越大的情况下企业能够实现的利益就会越大。总资产收益率是评判企业盈利能力的一个很好的指标，能客观体现企业的资产的利用效率和企业整体的经营水平。本文选取以上指标来评价企业的盈利能力。

表 4.8 盈利能力横向对比

	净资产收益率 (%)					总资产净利率 (%)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
同行企业										
贝瑞基因	6.81	15.89	18.57	14.83	18.35	-2.75	18.32	16.14	13.04	14.76
华大基因	9.20	10.38	10.75	9.16	6.27	9.13	8.60	9.07	7.87	4.99
达安基因	10.09	7.71	5.29	5.77	5.10	5.08	3.79	2.19	2.08	-1.31
迪安诊断	21.31	13.63	15.97	15.55	9.04	10.51	8.44	7.08	6.52	5.38
中源协和	14.88	2.41	-1.23	2.18	1.64	8.29	1.72	0.67	1.49	1.16

	销售净利率 (%)				
	2015	2016	2017	2018	2019
同行企业					
贝瑞基因	9.81	17.11	20.87	18.04	23.94
华大基因	20.63	20.45	20.22	16.08	9.95
达安基因	7.99	8.43	6.23	5.85	-4.29
迪安诊断	9.62	8.84	9.27	8.45	6.81
中源协和	30.61	5.98	-1.19	4.99	3.89

资料来源：东方财富网

观察上表可以发现，贝瑞基因在借壳上市前，企业的以上三个指标都很低，在 2016 年，贝瑞基因实现借壳上市后，这些指标均出现了上升的趋势，在当年就高于了行业的平均水平。在 2017 年，贝瑞基因的净资产收益率上升为行业的第一位，总资产收益率同样处于榜首，销售净利率仅仅低于乐普医疗 0.03%，位于同行业中的第二位。此外，华大基因在 2014-2019 年期间，这三个指标的变化趋势几乎处于平稳状态，销售净利率处于稍微的波动中，但是能保持在 20%左右；净资产收益率在后期发生了上升，实现了高于行业的水平；总资产净利率，前两年的值处于较高的状态。

3. 发展能力分析

营业收入增长率可以很好的体现企业的具体经营情况。此值的大小和企业营收情况呈正相关。净利润增长率能够反映企业净利润的变化状况，并且，可以评价企业的发展能力。总资产增长率也同样有这个作用，并且数值越大，通常情况下说明此时的企业成长速度越快。因此，本文选取以上指标来对上市企业的发展能力做分析。

表 4.9 发展能力横向对比

	营业收入增长率 (%)					净利率增长率 (%)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
同行企业	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
贝瑞基因	33.43	106.72	27.07	22.93	12.35	364.82	28.66	21.05	6.27	49.03
华大基因	16.50	29.79	22.44	21.04	10.41	364.82	28.66	21.05	-3.74	-31.71
达安基因	35.74	9.38	-4.35	-4.13	-25.73	-25.76	15.42	-29.28	-10.00	-154.51
迪安诊断	39.18	105.79	30.86	39.22	21.33	39.8	89.03	37.33	26.80	-2.19
中源协和	48.68	18.18	3.94	-0.02	5.02	363.02	-76.92	-120.76	164.74	-18.07

	总资产增长率 (%)				
	2015	2016	2017	2018	2019
同行企业	2015	2016	2017	2018	2019
贝瑞基因	11.89	9.85	47.68	20.57	40.901
华大基因	90.88	8.16	20.84	2.73	12.52
达安基因	91.28	36.10	12.13	-21.08	-2.78
迪安诊断	106.74	149.44	29.25	44.33	0.79
中源协和	16.52	6.66	-0.12	0.64	10.02

资料来源：东方财富网

观察上表可以发现，贝瑞基因的营业收入一直很低，净利润增长率也同样处于低值。但是，从 2016 年开始，这两个指标的值都出现了显著的上升。贝瑞基因的总资产增长率在 2014-2019 年处于波动中，整体来讲，在企业实现上市后，其值比上市前增长了。这说明，在贝瑞基因上市前，其在市场中的发展水平很一般，但是后期的借壳上市为企业的发展提供了长久的动力，改善了企业的经营。

4. 营运能力分析

应收账款周转率通常能够体现应收账款在企业营运过程中的周转速度，一般情况下，该值与营运能力同增同减。总资产周转率，是能反映企业在经营过程中对资产的利益效率和资产的流动速率，一般情况下，该值的大小和企业的营运能力成正相关。

表 4.10 营运能力横向对比

	存货周转率					应收账款周转率				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
同行企业										
贝瑞基因	4.34	4.43	4.81	3.84	2.0	4.04	3.51	2.91	2.48	2.18
华大基因	5.91	7.69	8.50	5.95	4.45	3.24	3.12	2.94	2.46	2.26
达安基因	6.18	4.89	4.17	4.74	3.18	2.36	2.10	1.73	1.81	1.57
迪安诊断	8.48	7.86	5.83	4.91	4.52	3.74	3.81	3.27	3.07	2.73
中源协和	4.13	4.71	4.21	2.39	2.20	5.04	4.77	4.60	3.63	3.14

	Z 总资产周转率				
	2015	2016	2017	2018	2019
同行企业					
贝瑞基因	0.49	0.47	0.77	0.72	0.62
华大基因	0.44	0.42	0.45	0.49	0.50
达安基因	0.64	0.45	0.35	0.36	0.30
迪安诊断	1.09	0.95	0.76	0.77	0.79
中源协和	0.27	0.29	0.29	0.30	0.30

资料来源：东方财富网

观察上表可发现，在 2014-2017 年，贝瑞基因的存货周转率，都处于一个相对较低的水平。在行业中处于第一位的是华大基因，并且在 2017 年，行业不景气时，各大企业的存货周转率都面临着下降的趋势，只有华大始终保持着上升趋势。上面表中包括的企业中，乐普医疗的存货周转率是最低的，几乎一直都处于行业的最低值。

从应收账款周转率来看，贝瑞基因一直表现不佳，即使已经在 2016 年实现了借壳上市，也不能改变其总体下降的趋势。在 2014 年，贝瑞基因的应收账款周转率是 7.33，一直到 2019 年，下降到了 2.18。华大基因在此期间，应收账款有表现很差，每年都在下降。

从总资产周转率来看，贝瑞基因属于行业中表现很好的企业，其值每年都远远的超过了行业的平均值，并且发展很稳定。其中，中源协和的总资产周转率是最低的。

通过以上分析可知，贝瑞基因在同行业中的竞争能力，在实现借壳上市后，得到了很大的提升。但是，从营运能力的角度出发，贝瑞基因的上市对该指标的影响效果并不明显。

4.3 贝瑞基因上市 EVA 分析

4.3.1 EVA 项目调整原则

经济增加值（EVA），可以在一定程度上体现企业实现价值的大小，即企业的经济利润。此种计算方式，可以对传统利润的计算方法实现补充。

在对 EVA 项目进行调整时，要注意以下几点：

成本效益原则：这个原则是对企业进行调整的一个条件，满足不了此条件，企业将不会进行调整。这个条件需要让收到的利益大于投入的成本。

符合实际原则：这要求企业调整过程中，要时刻注意企业的实际情况，不能做出超过企业承受范围内的调整。

可理解性原则：是要求企业的调整要简单易懂，并能让其他人员明白。

可获得性原则：要求企业在调整之前，要保证具体操作能进行下去。

4.3.2 EVA 的调整方法

一般情况下，企业会根据实际情况，做不超过 10 项的调整，在保证 EVA 值有效的情况下，不加大企业的工作量。

1. 利息支出的调整

对于此方面的调整，主要需要解决重复扣除问题。企业发生负债时，一般会使企业的利息增加，但是在具体的扣除中要注意是否能扣、是否已经扣除。

2. 研究开发费用的调整

对于此项调整内容，在我国会计准则中有很明确的说明，比如有一部分需要被费用化处理，包括在企业研究中使用的，还包括企业在开发中使用但是又不能资本化的。如如此的处理方式，有利于企业的长远发展。

3. 无息流动负债的调整

无息流动负债，包括的内容很广泛，这些部分需要从资本总额中减除。

4. 减值准备的调整

在企业计算 EVA 值时，会将前期的资产准备金额加入到净利润中。因为，如果此部分被扣减，会引起真实利润的误差。

5. 递延所得税的调整

根据相关的会计准则，在税务处理中，要使用债务法。在计算实际的净利润时，需要加上递延所得税费用，此外，还需要将收益扣除。

6. 在建工程的调整

对于此部分，一般会减除后，才能计算资产总额。因为在建工程还没有一定的生产能力，并且也不属于企业的固定资产。

7. 非经常性损益的调整

非经常性损益，本身具有突发性，不是企业在正常经营中发生的，是企业在偶然情况下造成的，所以，在计算净利润时要扣除或者加回来。对这部分调整能有效的防止企业的非法行为，比如，企业管理者为了能增加自己的收入，可能做篡改报表。

4.3.3 EVA 指标的计算方法

计算公式为：

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{投入资本} * \text{加权平均资本成本率}$$

企业在计算 EVA 值时，第一步是对营业利润的计算；第二步投入资本；第三步，计算平均资本成本率；最后根据上面的公式进行计算即可。在整个计算过程中，需要注意以下几点：

1. 税后净营业利润的计算

在此环节，要注意以下几点：第一，区分利息费用；第二，要对研发费用进行识别，划分清楚哪部分属于费用化；第三，递延所得税，分析其在贷方还是借方，需减去还是加。

2. 投入资本的计算

对投入资本的计算，要注意由两部分组成，股权资本和债务资本分别由什么构成。

3. 加权平均资本成本的计算

对此的计算，要注意 WACC 是各种成本的比重先加权后计算的平均值。

4.3.4 贝瑞基因 2015 年-2017 年 EVA 值的计算

1. 税后净营业利润的计算

贝瑞基因适用的税率为 25%，所以在计算贝瑞基因的 EVA 时，企业所得税吧 率为 25%。下表是贝瑞基因在 2015-2017 年的净利润计算过程。

表 4.11 贝瑞基因税后净营业利润计算表

	2015 年	2016 年	2017 年
净利润	43748061.30	157733674.23	244446127.56
企业所得税	25%	25%	25%
+税后利息支出	0	575843.93	874783.52
+本期费用化的研发费用税后值	28501703.89	36436184.72	25168852.28
-费用化研发费用本期摊销额税后值	-5700340.78	-7287236.94	-5033770.4
+资产减值损失税后值	1727202.20	2323763.58	4230298.22
+递延所得税负债增加 (-递延所得税资产增加)	-1545526.80	-3554644.55	2770270.91
-营业外收入税后值	-1408802.47	-4244994.42	-6885683.12
+营业外支出税后值	24550.25	78450.32	39135.07
税后净营业利润	65346847.59	182061040.87	265610013.98

资料来源：贝瑞基因财务报表

2. 投入资本的计算

下表是贝瑞基因投入资本的计算过程：

表 4.12 贝瑞基因贝瑞基因投入资本计算表

	2015 年	2016 年	2017 年
平均资产总额	709495631.99	1113617689.61	1514795646.30
+研发费用累计为摊销额	52229020.64	75425233.54	76886642.60

+平均减值准备	2077120.09	3937966.84	8299477.87
-平均无息流动负债	-67399852.87	-116508560.58	-175396333.63
-平均在建工程	-4603920.5	-1083970.86	-22794881.85
+递延所得税贷方余额	0	0	0
-营业外收入税后值	-1408802.47	-424494.42	-6885683.12
+营业外支出税后值	24550.25	78450.32	39135.07
资本投入	690413747.13	1061465994.45	1394944033.24

资料来源：贝瑞基因财务报表

3. 加权平均资本成本的计算

① 债务资本成本的计算

根据贝瑞基因近几年的财报发现，贝瑞基因在 2017 有短期借款，将短期贷款利率确定为 4.35%。

② 权益资本成本的计算

(a) 无风险报酬率的确定

贝瑞基因从 2015 开始，一直到 2017 年，国债收益率处于变动中，所以，在具体的计算中，是选取了年份的均值。

(b) β 值的确定

贝瑞基因 2015-2017 年的 β 值分别为 1.2274、1.6718、1.7649。

(c) 市场风险溢价的确定

在本文的研究中，用 GDP 增长率来体现风险。GDP 增长率在 2015-2017 年，分别是 6.90%、6.70%、6.90%。

表 4.13 贝瑞基因的加权平均资本成本

	2015 年	2016 年	2017 年
税前债务资本成本			4.35%

税后债务资本成本			3.70%
无风险报酬率 (R)	3.09%	2.68%	3.66%
β 值	1.2274	1.6718	1.7649
市场风险溢价	6.90%	6.70%	6.90%
权益资本成本	11.56%	13.88%	15.84%
加权平均资本成本	22.56%	13.88%	15.62%

资料来源：贝瑞基因财务报表

最后计算贝瑞基因每年的 EVA 值，如下表所示：

表 4.14 贝瑞基因 2015-2017 年 EVA 值

单位：元

	2015 年	2016 年	2017 年
税后净经营利润	65346847.59	182061040.87	265610013.98
投入资本	690413747.13	1061465994.45	1394944033.24
加权平均工资	11.56%	13.88%	15.62%
EVA	-14464981.58	34729560.84	47719760.67

资料来源：贝瑞基因财务报表

通过计算贝瑞基因的 EVA 值，我们能发现，后两年贝瑞基因的经济增加值均为正值，并且从中可以看出来，在贝瑞基因实现借壳上市后，企业的 EVA 值出现了显著的上升。由此现象可以确定的是，贝瑞基因的借壳上市对企业的影响是巨大的，并且影响是正向的。

5 结论与启示

5.1 研究结论

在对贝瑞基因的研究过程中，分别对贝瑞基因的经营现状、选择借壳上市的动机，在过程中具体的交易模式以及上市后的效应进行了分析。重点运用了多种研究方法，分析案例企业贝瑞基因在上市前后的绩效情况，最后根据分析过程总结贝瑞基因上市，在各方面存在的利弊。最后得出研究结论，从整体来讲，贝瑞基因的借壳上市行动是成功的。

在具体的研究过程中，从财务角度和非财务角度对贝瑞基因上市前后的绩效进行了对比分析，最后发现，贝瑞基因在实现上市后，企业的很多项能力水平都得到了很大的提升，比如企业的盈利能力是在实现借壳上市后出现了上市趋势，并在今后的几年一直保持。此外，企业各项指标表现越来越好。在非财务角度来讲，贝瑞基因在借壳上市后，提升了企业在市场中的知名度，获得了和优质企业的合作机会，提升了企业产品的市场占有率。

诚然，借壳上市有利有弊。例如借壳上市选择壳资源风险大，如遇仲裁，负债，税务等问题的壳资源会对上市存在威胁；又比如借壳上市前期投入资金大，且不能及时回笼；借壳上市后，在企业文化，管理模式，业务运营等方面的整合也是一个艰难的过程。这对企业的后期经营提出了新的挑战。但通过对贝瑞基因的研究，可以看出它的成功上市取决于几个方面：首先，在国家政策的大背景下，按照战略规划选择了借壳上市；其次，选择了合适的借壳公司成都天兴仪表公司；最后，通过制定和实施合理的借壳方案成功借壳上市。

5.2 案例启示

5.2.1 结合自身情况选择上市方式

在对贝瑞基因借壳天兴集团上市的案例研究中，我们能发现，贝瑞基因之所以非要实现上市，是因为该企业需要借助资本市场的力量，实现自己筹集资金的目标。此外，对贝瑞基因来讲，如果能实现上市，还能帮助其进一步提升在同行业中的地位和竞争力。

在贝瑞基因决定上市的同时，同行业中的竞争者也在为上市做努力，所以，这意味着，谁能第一步实现上市，就能率先赢得更多的机会。所以，此时对贝瑞基因来讲，如何快速实现上市很重要。因此，贝瑞基因通过对自身情况的衡量，确定了借壳上市的上市方法。因为，借壳上市所需要满足的条件较 IPO 上市要少，并且过程简单、流程少，这些导致其上市需要的时间就比 IPO 短。所以，从整体来讲，企业如果决定上市，在对上市方式进行选择时，要充分结合自身实际情况，还要时刻关注外部环境，以此来确定哪种上市方式最适合本企业。

5.2.2 实时把握好国家政策

通过对贝瑞基因的研究分析我们可以看出，贝瑞基因所处的基因测序行业正是我国近些年大力提倡发展的行业，对于行业的发展国家制定了多项政策。因此，贝瑞基因借助行业东风成功上市。对贝瑞基因和天兴集团来讲，双方都很迫切的想要通过上市，来解决企业发展中遇到的问题，这更要求两家企业在整个交易过程中，严格遵守规定，做到合法合规。对贝瑞基因来说，为了能顺利的进行上市的行动，事前对借壳上市、重组交易等相关政策做了很深入的解读，为企业的上市做好了充分的准备，并聘请专门机构评估整个过程中可能存在的风险。

所以，对于想要借壳上市的企业，在借壳上市前，应当了解企业所处行业的政策，了解国家政策导向，依靠政策红利，更快更好的实现上市。

5.2.3 合理选择壳公司

借壳上市，从本质来讲，其实就是企业的一种战略。企业能否成功的实施此战略，其中至关重要的一个环节是，选择合适的壳公司。具体来讲，从以下几个方面来选择壳公司。第一，对目标壳公司进行严谨的调研分析，包括其股权、经营状况、干净程度等，根据壳公司的干净程度，可以分为实壳、空壳和净壳。一般情况下，被定义为实壳的企业，经营状况不佳，但是资产较多；净壳，仅仅能维持上市状态，一般上，空壳和净壳是借壳企业更愿意选择的；第二，对壳公司股价的选择，一般情况借壳企业更喜欢的股本少、股价低的，因为，这样要支付的对价就少，对企业上资金流动影响小；最后，借壳公司在选择壳资源时，还会充分考虑壳公司的股权集中情况，这是由于对将借壳企业来讲，壳公司股权太分散，会增加借壳的难度。

5.2.4 制定可行的借壳上市方案

贝瑞基因为了能在最短时间内，完成上市目标，最终选择了借壳天兴集团实现上市。最终历时 8 个月完成了这个上市目标。而在这一过程中，最重要的部分就是制定借壳上市的交易模式。借壳方评价借壳方案是否合理，应当以借壳成本作为衡量指标，在此基础上，选择借壳交易方案，并对借壳交易流程进行制定，这样可以降低上市的时间，减少借壳交易对企业现金流的消耗，也减少了借壳交易成本。

贝瑞基因借壳上市的全过程包括两个主要的步骤，一是发行股票购买资产，二是重大资产出售。与现金支付获得控制权再资产置换的方式相比，具有的好处有：一是简化了交易的流程，缩短上市的时间。另一方面，对企业来说，降低了现金支付的成本，从而减轻企业在现金流方面的压力，更好的保障企业未来发展。对于贝瑞基因，如果想要通过现金购买来获得天兴仪表的控制权，是很有难度的，所以采取先资产置换这一交易模式是最符合企业情况的。因此，企业在借壳上市前，在考虑市场条件和企业本身的基础上，应当设计最合适的的借壳上市方案。并且，要保障借壳上市方案的落实与实施，如此才能保证企业的成功上市。

参考文献

- [1]Akisik O, Gal G. Financial performance and renews of orporate social responsibility reports[J]. Journal of Management Control,2014, 25(3-4): 259-288
- [2]Arellano Ostoa A, Brusco S. Understanding reverse mergers: a first approach[J]. Business Economics Series, 2002,(11): 332-334
- [3]Brown P R, Ferguson A, Lam P. Choice between Alternative Routes to Go Public: Backdoor Listing versus IPO[J]. Social Science Electronic Publishing, 2010
- [4]Coase R H. The problem of social costs [M]. Britain: Blackwell Publishing Ltd,2007
- [5]Floros Ioannis V. Sapp Travis R. A. Shell games: On the value of shell com-panies[J]. Journal of corporate Finance, 2011, 17: 850-867
- [6]Gillan S L, John W K, John D M. Diversification: the case of sears, roebuck and Co[J].Value JournalCreation and Corporate of Financial Economics, 2000,(55):103-137
- [7]Gleasona, Kimberly, Leonard Rosenthal, Roy Wiggins. Backing into being Public: An exploratory analysis of reverse takeovers [J].Journal of Corporate Finance ,2005,(12):54-79
- [8]Jindra J, Voetmann T, Walkling R A. Reverse Mergers: The Chinese Experience[J]. Fisher College of Business Working Paper, 2012,(03): 018
- [9]Krishnamurthy, S rinivasan S, Venkat S.Does investor identity matter in equity issues[J]. Journal ofFinancial Intermediation,2005,(14):210-238
- [10]Marina M, Luc R. The performance of the European market for corporate control: evidence from the fifhttakeover wave[J]. Discussion Paper, 2006,(118):188-200
- [11]Megginson L, Morgan A. The determinants of positive long-term performance in strategicmergers:corporatefocus and cash[J]. Journal of Banking &Finance, 2004,(3):523-552
- [12]Sanjai B, David Hirshleifer, Robert noah. The Effect of Takeovers on Shareholder Value[J]. Journal ofFinancial Economics,2001,(12):117-123
- [13]Schwert G William. Markup pricing in mergers and acquisitions [J]. Journal of Financial Economics,2003,(1):23-56
- [14]Silber. Discounts on restricted stock: the impact of illiquidity on Stock Prices[J]. Financial AnalysisJournal,2009,(4):60-64

- [15]Sjostrom W K. The truth about reverse mergers [J]. Social Science Electronic Publishing, 2007
- [16]Thomas L, James. Use of reverse mergers to bypass IPO: a new trend for nanotechnology companies[J]. Nanotechnology Law&Business, 2007,(3):661-664
- [17]Vinay, Jean-Marc Surety. The value of capital market regulation: IPOs versus reverse mergers [J]. CIRANO Working Paper, 2011,(08):109-127
- [18]Wruck K H. Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financing[J]. Journal of Financial Economics, 2000,(1):3-28
- [19]陈荣. 企业借壳上市动因与绩效的相关性分析[J]. 商业现代化, 2011(1): 199
- [20]陈志超, 谭旭. 中国制造业企业跨国并购绩效研究[J]. 现代商业, 2015,(4):188-19
- [21]戴娟萍, 魏妍焘. 海澜之家借壳上市交易结构及其绩效分析[J]. 财会月刊, 2015,(04):64-66
- [22]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
- [23]丁妙松, 史习民. 巨人网络借壳上市交易结构研究[J]. 财务与会计, 2017,(11):26-28
- [24]龚思益. 我国民营快递企业借壳上市研究[J]. 经管空间, 2017,(11): 115-116
- [25]郝程伟. 海澜之家借壳上市动因分析[J]. 现代经济信息, 2018,(14): 324
- [26]何邓娇. 企业并购绩效问题研究的方法与成果[J]. 会计之友, 2015,(21): 46-49
- [27]孔令军. 靖远煤电资产重组绩效研究-基于事件研究法的实证分析[J]. 商业会计, 2016,(4): 66-67
- [28]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,(5): 91-94
- [29]雷华. 房地产企业借壳上市效果评价分析——以中南房地产借壳上市为例[J]. 财会通讯, 2017,(32):96-99
- [30]刘好丹. 跨界影视并购动因及效果分析-以海润影视借壳申科股份为例[J]. 财会通讯, 2016,(1): 5-7
- [31]刘焰. 生命周期、并购模式与并购绩效的关系—基于收购公司的视角[J]. 华南师范大学学报, 2014,(4): 100-108
- [32]柳柳. 我国上市公司资产剥离动因研究-以沪深两市上市公司为例[J]. 经济师, 2017,(1): 98-100
- [33]罗诗艺, 王杰, 帅许飞. 浅谈借壳上市[J]. 现代商业, 2013,(8): 195

- [34] 吕维依, 敖慧. 物流企业借壳上市的动因剖析—以顺丰控股借壳鼎泰新材为例[J]. 财会通讯, 2017, (11): 89-91
- [35] 牛森, 章雁. 快递企业借壳上市案例研究—基于动因交易模式及成本收益[J]. 财会通讯, 2018, (16): 3-6
- [36] 潘颖, 聂建平. 基于因子分析的上市公司并购绩效差量评价[J]. 经济问题, 2014, (1): 115-118
- [37] 彭晓洁. 我国民营企业借壳上市现状、动因及建议[J]. 财会月刊, 2011, (4): 28-29
- [38] 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, (6): 60-62
- [39] 孙春普. 借壳上市的动因及交易模式分析—以大有能源借壳欣网视讯为例[J]. 征信, 2013, (3): 90-92
- [40] 吴豪, 庄新田. 中国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 东北大学学报自然科学版, 2008, (28): 284-286
- [41] 肖敏. 企业借壳上市的资本市场选择[J]. 财会通讯(理财版), 2007, (5): 23-26
- [42] 于彤彤. 民营企业借壳上市的问题研究[J]. 中国商贸, 2014, (36): 162-164
- [43] 张汝根, 樊铮. 借壳上市对企业经济效益的影响及启示[J]. 经济师, 2019, (12): 57-58
- [44] 张晓明, 宫巨宏. 我国上市公司并购绩效影响因素综述[J]. 财经问题研究, 2016, (6): 3-4
- [45] 张新. 并购重组是否创造价值—中国证券市场的理论与实证研究 [J]. 经济研究, 2003, (6): 20-29

后 记

光阴似箭，日月如梭，三年的硕士研究生求学即将结束。回想在校的学习和生活，心中无限感慨。在我的求学生涯即将结束之时，我想在此将我最真诚的谢意传递给所有遇见的学校、老师、亲人及同学们。

首先，感谢我的导师。三年来，老师渊博的专业知识、严谨认真的治学态度和蔼可亲的人格魅力极大的感染了我，我一直以老师为学习榜样。在平时的生活中，导师经常给我们许多建议，提高了我们的专业素养。我的论文从开题到完成，离不开老师的耐心指导，在论文的修改中，老师总是为我提出有建设性的意见，帮助我一步步完善论文。此外，导师在生活上也给予了我很多关心，让我的校园生活充满了温暖。在此向我的导师表示诚挚的感谢。

其次，感谢学校和授课老师们。学校为我们提供了鸟语花香、治安极好的校园环境，老师们将专业知识讲得清晰透彻、生动有趣，为论文的写作打下强有力的基础。在此向学校和所有老师们表示诚挚的谢意。

接着，感谢我的家人。家人在我求学的过程中，非常支持我的学习，关心我的校园生活，在我迷茫的时候慢慢开导我，让我感受到无比的温暖，是我最坚强的后盾。

另外，感谢我的同学，舍友。因为有了你们的陪伴，三年的读研生活变得更加丰富更加有意义。在读研期间，大家一起互相监督与鼓励，过得充实而快乐。在论文的撰写过程中，也对我的论文逻辑、格式等方面给出建议，给予我无限帮助，再次向我乐于助人、可爱、真诚的同学、舍友表示感谢。

十分幸运能够遇到各位老师和同学们。再次感谢大家！