

分类号 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



# MBA 学位论文

论文题目 顺丰控股借壳上市财务绩效研究

研究生姓名: 张文君

指导教师姓名、职称: 郭恒泰、教授

学科、专业名称: MBA

研究方向: 公司理财方向

提交日期: 2022.3.18

## 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： 张文君 签字日期： 2022.6.16.

导师签名： 郭峰 签字日期： 2022.6.16

## 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： 张文君 签字日期： 2022.6.16

导师签名： 郭峰 签字日期： 2022.6.16

# **Research on the Financial performance of SF holding's backdoor listing**

**Candidate : Zhang Wenjun**

**Supervisor:Guo Hengtai**

## 摘 要

互联网购物使得人们生活更加简单、方便，随着网络购物订单的持续增长，快递作为连接网络购物买卖双方的桥梁，其需求量快速增加，快递行业各家企业为快速获取在快递行业中的市场占有率，不得不采用价格战，这使得部分企业利润下滑，面临亏损，最终结果就是使整个行业的平均利润下降。在此背景下，2015年申通的成功上市，给其他快递公司带来了机遇，顺丰控股等快递企业纷纷借鉴申通上市经验，通过在国外或者国内借壳上市的方式来获取构建快递产业壁垒所必须的资金，中国民营企业快速上市一度成为潮流。

本文选择对顺丰控股借壳上市的案例进行研究，回顾其借壳上市的交易过程以及上市后所开展的运营调整工作，从而研究此次借壳上市行为主要对本企业财务绩效的影响。本篇文章总共由五部分构成。首先介绍顺丰控股借壳上市绩效研究的意义及目的，并表明笔者在研究过程中的思路与框架；其次阐述借壳上市研究过程中包含的相关概念以及涉及的理论基础；再次，通过回顾顺丰控股借壳上市的案例，对交易过程进行阐述，剖析顺丰控股选择借壳上市动因及上市过程，和顺丰控股在上市前后所做的经营管理上的调整；然后利用财务指标分析法和EVA评价法进一步挖掘顺丰控股借壳上市前后的财务绩效变化以及背后的原因；最后对研究结果进行总结归纳，并阐明此次研究的结论及启示。

通过对顺丰控股借壳上市动因、上市后经营结构的调整、财务绩效变化以及出现的问题进行深入分析后，对想要借壳上市的民营企业是否需要通过借壳上市扩大企业规模、实现资源整合以及在借壳上市过程中需要关注的问题提出建议。同时通过对鼎泰新材进行了分析，推断出作为优质“壳”的一些特点，为我国后期想要借壳上市的民营企业提供了借鉴。

**关键词：**借壳上市 财务绩效 快递行业

## Abstract

Internet shopping makes people's life simpler and more convenient. With the continuous growth of online shopping orders, express, as a bridge connecting online shopping buyers and sellers, its demand increases rapidly. In order to quickly obtain the market share in the express industry, enterprises in the express industry have to adopt a price war, which makes some enterprises decline in profits and face losses. The final result is to reduce the average profit of the whole industry. In this context, the successful listing of Shentong in 2015 has brought opportunities to other express companies. Express companies such as SF holdings have learned from Shentong's listing experience and obtained the funds necessary to build express industry barriers through backdoor listing abroad or at home. The rapid listing of Chinese private enterprises once became a trend.

This paper chooses to study the case of SF holding's backdoor listing, review the trading process of its backdoor listing and the operation adjustment after listing, so as to study the impact of this backdoor listing on the performance of the enterprise. This article consists of five parts. Firstly, it introduces the purpose and significance of the research on the performance of SF holding's backdoor listing, and shows the author's ideas and framework in the research process; Secondly, it expounds the related concepts and theoretical basis involved in the research process of backdoor listing; Thirdly, by reviewing the case of SF holding's backdoor listing, this paper expounds the transaction process, analyzes the motivation and listing process of SF holding's choice of backdoor listing, and the adjustment of SF holding's operation and management before and after listing; Then the financial index analysis method and EVA evaluation method are used to further explore the changes of financial

performance and the reasons behind the backdoor listing of SF holdings; Finally, summarize the research results and clarify the enlightenment.

In a word, through the in-depth analysis of the motivation of SF holdings backdoor listing, the adjustment of business structure after listing, the changes of financial performance and the existing problems, this paper puts forward some suggestions on whether private enterprises who want to backdoor listing need to go through backdoor listing and the problems that need to be paid attention to in the process of backdoor listing. At the same time, it also analyzes Dingtai new material, infers some characteristics as a high-quality "shell", and provides constructive suggestions for private enterprises that want to backdoor listing in the later stage of our country.

**Key words:** Backdoor listing; Financial performance; Express industry

# 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| <b>1 绪 论</b> .....                  | 1  |
| 1.1 研究目的及意义.....                    | 1  |
| 1.1.1 研究目的.....                     | 1  |
| 1.1.2 研究意义.....                     | 2  |
| 1.2 文献综述.....                       | 3  |
| 1.2.1 借壳上市内涵、特征研究.....              | 3  |
| 1.2.2 借壳上市动因研究.....                 | 4  |
| 1.2.3 借壳上市的绩效评价研究.....              | 6  |
| 1.2.4 文献述评.....                     | 7  |
| 1.3 研究思路与框架.....                    | 8  |
| 1.3.1 研究思路.....                     | 8  |
| 1.3.2 研究框架.....                     | 9  |
| <b>2 相关概念与理论基础</b> .....            | 10 |
| 2.1 相关概念.....                       | 10 |
| 2.1.1 借壳上市概念.....                   | 10 |
| 2.1.2 壳公司概念.....                    | 10 |
| 2.1.3 借壳上市运作流程.....                 | 11 |
| 2.2 理论基础.....                       | 12 |
| 2.2.1 效率理论.....                     | 12 |
| 2.2.2 委托代理理论.....                   | 12 |
| 2.2.3 协同效应理论.....                   | 13 |
| <b>3 案例介绍</b> .....                 | 14 |
| 3.1 顺丰控股简介.....                     | 14 |
| 3.2 顺丰控股 PEST 分析.....               | 15 |
| 3.2.1 政策与红利给现代物流产业发展带来的引导与保障.....   | 15 |
| 3.2.2 行业步入增速换挡期，但仍将保持较高的经济增速水平..... | 17 |

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| 3.2.3 主要行业特征及周期性特点.....       | 17        |
| 3.2.4 精准定位中高端业务，建造行业领先地位..... | 18        |
| 3.2.5 IPO 时间过长.....           | 19        |
| 3.3 顺丰控股借壳上市过程.....           | 19        |
| 3.3.1 重大资产置换.....             | 19        |
| 3.3.2 发行股价购买资产.....           | 20        |
| 3.3.3 募集配套资金.....             | 20        |
| 3.4 顺丰控股借壳上市后的企业调整.....       | 20        |
| 3.4.1 运营管理.....               | 20        |
| 3.4.2 治理结构.....               | 22        |
| <b>4 顺丰控股借壳上市财务绩效分析.....</b>  | <b>23</b> |
| 4.1 主要财务指标分析.....             | 23        |
| 4.1.1 盈利能力分析.....             | 23        |
| 4.1.2 偿债能力分析.....             | 28        |
| 4.1.3 营运能力分析.....             | 32        |
| 4.2 EVA 分析.....               | 36        |
| 4.2.1 EVA 简述.....             | 37        |
| 4.2.2 顺丰控股 EVA 分析.....        | 37        |
| <b>5 研究结论与启示.....</b>         | <b>39</b> |
| 5.1 研究结论.....                 | 39        |
| 5.2 研究启示.....                 | 39        |
| 5.2.1 根据企业情况制定合理上市方案.....     | 39        |
| 5.2.2 完善治理结构优化资源配置.....       | 40        |
| 5.2.3 警惕财务风险拓展融资渠道.....       | 40        |
| <b>参考文献.....</b>              | <b>41</b> |
| <b>后 记.....</b>               | <b>44</b> |



# 1 绪论

## 1.1 研究目的及意义

### 1.1.1 研究目的

一谈起借壳上市公司，不少人或许都会觉得是公司由于财务指标和税收政策等因素无法完成 IPO，而被迫选择并购一个在主要行业中发展停滞、业务下降，又或者被人看作是垃圾股的小规模上市公司，大量投入资本，从而使得原来的上市公司摇身一变，股票价格大涨、营业收入增加。但其实，上述情况都只是借壳上市中的一个样态，特别是由于近年来借壳上市监管体制的改变，对所有正准备借壳上市的公司产生的巨大制约影响，借壳上市公司正逐步转化为需要具有较高专业技能的复杂交易方式。因此借壳上市公司已经成为世界各国金融市场上最长期活跃的一类交易，有了其存在的合理性与可行性。借壳上市公司不但能够帮助企业缓解融资市场的融资难等问题，还能够推动公司实现结构转型和内部调整，从而优化市场资源配置，使市场上的大量资本流入优秀公司中。对一些有发展潜力、有活力、有能力但没有投资途径的公司而言，借壳上市公司能够让借壳方在较短时间内达到上市目标，而且还会提供大量就业，维护社会稳定。

在快递产业与电商交叉渗透的大电商时代下，产业之间开始进行融合。随着快递产业在剧烈的国际竞争中逐渐遭遇淘汰战，上市融资也成为了突出重围的路径之一。但其实，通过上市获取公司发展需要的资金对于物流产业来说并不是一个新鲜想法，早在 2011 年时申通、圆通等就已开始谋划和布局 IPO 发行，但是由于民营物流公司的加盟制经营方式使得 IPO 的实现非常艰难，同时也因为加盟制度使得民营公司进入了产业独立、产品同质化争夺、大打市场价格战的恶性循环系统之中。缺乏相应的优良资本，民营公司很难成功通过证监会的审批。所以 IPO 在中国短期内很难完成，为迅速提升市场占有率、拓展产业链、提升服务水平、实现公司的转型提升，借壳上市就成了各家民营快递公司的关键突破口。

在 15-16 年快递公司纷纷选择借壳上市的大背景下，作为我国物流龙头企业的顺丰速运，是中国几大物流运输企业中最晚上市的物流公司，且整个借壳上市企业历时也很短，从 2016 年发布的借壳上市预案至 2017 年 2 月 24 日的公开挂牌，仅用了 147 天

间。他的最后选择会影响其他类似公司的上市决策，并给广大想要借壳上市的民营企业提供了许多建设性的意见。

### 1.1.2 研究意义

随着电子商务、中国人民居民消费结构提升等的快速发展，给中国快递产业兴起带来了巨大的市场，中国快递产业也进入了红海时期，并有着巨大的发展前景。不过近年来，在冲击 IPO 发售市场而一直不太成功后，圆通速递有限公司、顺丰集团控股有限公司、中通、上海申通等众多民营速递企业，转而选择了借壳发行上市。毕竟普通的中小企业，要想通过首次披露募股登录资本市场还是相当不容易的，通过借壳上市可以筹集到配套融资，所以说借壳上市可以促使部分原来无法挂牌，或者不符合挂牌要求的小公司不再止步于 IPO。借壳上市公司最初于上世纪三十年代出现于在美国，由于其成本相对较少且成功概率更大的特点而很快就被人们所认可，尤其是在当时美国宏观经济不景气的时候，收入下降，股价降低，因此不少公司也开始选择通过借壳达到上市目标。而在中国，借壳上市公司的历史也并不久，上世纪九十年代初才开始大量出现，历经了短短 30 年不到的时间发展，已经成为中国企业兼并重组的主要交易类型之一。尽管中国企业兼并重组的历史并不久，特别是对于借壳上市后这一段的理论研究，中国仍处在初步阶段，对于借壳上市企业后的针对性问题的理论研究成果也相对较少，很多问题迄今仍未能完全解决，缺少针对性、特殊性的理论研究成果，比如对于借壳上市企业后对公司绩效的影响程度的理论研究，还没有全面具体，再比如对于借壳上市企业的发展动因，是否会由于产业的差异而有产生很大的差别。

所以论文主要通过财务角度分析选取了对借壳上市企业的这一论题展开了深入研究，同时选取了在具体案例中对研究量相对较小的快递业务进行了深入分析，尽管该分析存在着相对的狭隘性和针对性，且结论也缺乏全面，但仍期望可以为我国在对借壳上市企业的深入研究上增砖添瓦，对借壳上市企业所产生的若干问题，通过对具体个案的剖析提供了相应的意见与看法，也可以为借壳上市企业的实践与发展有所助益。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 借壳上市内涵、特征研究

Muller(1980)通过对借壳上市公司企业的财务特点进行了研究,发现借壳上市公司企业与其他同行公司企业一样具有更高的资产负债率,同时公司在实施借壳上市行为前后的主要财务指标也会产生很大的变化。

Gleasona 和 Rosenthalb(2005)在十九世纪末进行了借壳上市的企业中,绝大多数的让壳企业都发生了经营问题,只有约 26%的公司被同业兼并,甚至还没有完全被同业兼并,但有将近三分之一的公司已经被相关产业并购。

Thomas L.Jmaes(2007)通过对市场中各种公司的比例进行了动态观察,发现借壳上市的公司数量正在逐渐递增,而其中又以资本密集型公司居多。Floras 与 Shastri(2009)对比了美国公司的 IPO 和通过借壳上市公司行为,信息的公开程度是二者间最大的区别,通过借壳上市的公司信息披露方面存在一定问题,信息公开程度较低,难以了解其股权结构。

Brown 等学者(2010)在个案分析的基础上,进一步探究了借壳上市这一模式,并指出该模式并不仅仅出现在小型民营企业,很多大型民营企业也通过借壳上市来进入证券市场,规模往往不小于很多通过 IPO 发行的民营企业,而且在发行后公司也获得了不错的发展。

Sapp 与 Floras(2011)对 2006-2008 年在证券市场中所发生的五百余家让壳企业展开了调研,并发现“净壳”是很多企业需要采取的措施。

赵昌文等(2001)选择借壳上市公司作为研究样本,在调查研究的基础上指出该类型公司运营能力相对较差,市场发展空间相对较小。周文敏(2009)系统梳理了影响民营企业上市模式的因素,根据该学者的观点,民营企业通常会立足自身发展实际而选择上市模式。在借壳上市模式中,关联企业数量较少而且运营现状不佳的中小型企业往往是让壳公司,通过股东大会,大股东以自愿的方式将股权让出。在股权转变过程中,政府政策支持发挥了重要作用,是企业引入优质资金的重要保障。

彭晓洁(2011)选择国内借壳上市公司作为研究样本,在统计分析的基础上发现,国内借壳公司通常为资本密集型公司,现金流要高于一般公司。牟朝霞(2012)对借壳上市

模式进行了深入研究,并进一步指出借壳上市,本质上是一个资金优化过程和资金重组过程,资产方面具有优势的公司向壳公司注入优质资产,从而改善双方运营状况,提升双方竞争能力,实现双方共赢。我国现阶段在政策层面上支持借壳上市模式的应用,因此,借壳上市现阶段的限制因素较少,很多公司可以通过借壳上市的方式快速进入证券市场融资。

张雪莹等学者(2015)选择 2014 年借壳上市的公司作为研究样本,统计分析的基础上,对壳公司的特征进行了梳理和总结,归纳出其共同特性,包括股权结构不合理、运营能力较低等。

### 1.2.2 借壳上市动因研究

Singh(1995)对市场心理的调查结果表明,投资人总是把注意力放到有高速增长、高额利润的优秀公司上,而没有重视盈利状况较差的公司,导致有的公司直接上市无法引起投资人的重视,只有利用借壳上市的方法间接取得更多的资金。

Arellano 与 Brasco(2002)以借壳上市企业的投资成本为切入点,调查了 1990 年至 2000 年在美国股市中通过借壳上市的企业,并得出了结论:由于 IPO 上市门槛很高,所以借壳上市企业比 IPO 成本要低廉得多。

Brenner 等学者(2004)选择家族企业作为研究对象,探究了该类企业在上市方面的倾向。该学者的研究成果显示,家族企业更倾向通过借壳上市的方式进入证券市场融资,借壳上市模式相较于传统模式具有成本支出少,上市周期较短而且风险程度较低等优势,因而成为家族企业上市首选。

Hakan 等学者(2007)选择中小企业作为研究对象,在实证分析的基础上探究了中小企业选择借壳上市的主要影响因素,根据该学者的观点,借壳上市程序相对简单、门槛相对较低、申请时间相对较短等因素都是中小企业选择借壳上市重要影响动因。实践表明,中小企业通过借壳上市可以有效控制时间成本,对中小企业的发展具有积极意义。

Sjostrom(2008)选择民营公司作为案例分析对象,深层次探究了民营公司选择借壳上市这一模式的内在动因,根据该学者的研究结论,获得私募基金投资是广大中小企业选择借壳上市这一模式的主要原因,而其他因素对民营公司选择借壳上市这一模式的动因影响较低。

Ritter 等学者(2012)对民营公司选择借壳上市这一模式的原因进行了分析,根据该学

者的观点,相较于传统上市模式,借壳上市的成本相对较低,而且有利于实现自身融资,扩大自身业务规模。

郑海元等学者(2002)选择借壳上市公司作为研究样本,在实证分析的基础上指出,借壳上市有利于公司优化内部资源,特别是发挥优质资金的优势,实现业务的快速扩张。罗贤(2006)对借壳上市的特征以及影响因素进行了总结分析。根据该学者的观点,企业通过借壳上市有利于扩大自身经营规模,对于强化自身市场号召力和市场影响力具有积极意义。

钱兴邦(2008)在调查研究的基础上指出,国内很多中小企业由于自身综合实力不足,在很多情况下难以满足 IPO 上市要求,因此,更倾向选择借壳上市这一路径。卿校成(2008)对企业上市需求进行了研究,根据该学者的观点,在国家经济社会发展水平不断提升的大背景下,民营企业将进一步扩大自身经营规模来扩展市场,为达到这一目标,快速上市已经成为很多企业迫在眉睫的需求。

田乐(2010)从对国美借壳发行的个案中,调查认为有许多原因会抑制着企业的成长,借壳上市公司虽然的确解决了企业的融资问题,不过对企业的未来快速发展与转变能否有所帮助目前还并不清楚,因为企业的未来快速发展与提升都离不开其企业的市场竞争力。

孙春甫教授(2013)在对义煤集团等借壳上市公司的个案研究中表明,多数公司选择借壳上市公司的重要因素是发行过程较为简单,整个流程相对便捷,资金筹集难度相对较低。但是相对而言,借壳上市并不会显著改善上市公司融资速度。

卢鑫(2014)在对国内企业选择壳公式方面的影响因素进行了梳理总结,该学者的研究成果显示,借壳上市公司会首先考虑利益因素,而政府政策也是促进借壳上市的重要因素。

吴志松(2014)对企业借壳上市的动因进行了分析,根据该学者的观点,通过借壳上市可以实现短时间内快速融资,在改善企业财务绩效方面也具有积极意义。但是必须正确认识借壳上市流程,确保操作的合理性和规范化。戴娟萍(2015)从上海绿地公司的例子中,发现国家政府的扶持政策也是不少地产公司选择借壳上市的原因因素

刘姝滢(2016)在对顺丰控股借壳鼎泰新材上市的案例研究中发现,由于快递行业的特殊性,顺丰控股拥有着庞大的现金流,但是相比于申通、圆通快递等等业内同行来说,顺丰控股也有着超高额的负债,过高的资产负债率对顺丰控股发展造成严重的负面影响,

通过融资降低资产负债率，已经成为顺丰控股持续发展面对的重要课题，对于其转型升级意义重大。

### 1.2.3 借壳上市的绩效评价研究

Kaplan(1989)选择 104 家借壳上市工程组成研究样本，在财务分析的基础上探究了借壳上市和公司财务绩效之间的相关性，该学者的研究成果显示，借壳上市之后，共计 55 家公司的财务绩效得以改善。

Thoma 等学者(1994)选择 88 家并购公司组成样本，在实证分析的基础上指出，并购行为会显著影响企业财务绩效，这一结论具有普适性。

Gillean 等学者(2005)选择 45 个反向并购案例作为研究对象，在调查分析的基础上指出，借壳上市对不同企业产生的影响也有所不同，企业财务绩效的变化也有所差异。由此可见，借壳上市对公司市值的影响具有不确定性和不可预期性。

Gleason 等学者(2005)对借壳上市这一模式表示高度的认可，根据该学者的观点，企业通过借壳上市可以改善股票预期收益，有利于吸引更多市场投资者。

Pollard(2016)选择 2001~2012 年中美两国借壳上市的公司作为研究样本，在对比分析的基础上发现，和美国相比，中国借壳上市公司数量相对较少，但是借壳上市的公司普遍拥有更高的收益率。

张新(2003)选择 1200 多个并购案例组成研究样本，对其 1994~2020 年的数据进行统计分析。该学者的研究成果显示，大部分并购行为负向作用于公司财务绩效，由此可见，并购行为并不利于企业改善财务技巧。夏祖伟(2009)选择仁和药业作为案例分析对象，在对该公司借壳上市进行深入分析的基础上指出，通过提升壳公司管理能力，有利于改善借壳上市之后的经营绩效，对其持续发展具有积极意义。

刘贵文等学者(2010)跨行业借壳上市模式进行了深入研究，该学者在对比分析的基础上指出，相较于同行业的借壳上市，跨行业的借壳上市往往可以取得更好效果。吴林江等学者(2001)对壳公司效益在借壳上市前后的变化情况进行分析，该学者的研究成果显示，壳公司效益在借壳上市之后会出现一定程度提升，但是次年会出现明显下降。

邱群(2013)在案例分析的基础上择房地产公司作为研究对象，在案例分析的基础上指出，房地产公司项目资金需求较大，借壳上市只能在短时间内满足其资金需求，如果要实现长期融资，必须探索新的融资路径。

冯苗苗(2014)选择小型公司作为研究样本,在财务分析的基础上指出,借壳上市对小型公司财务绩效产生巨大影响。存在借壳上市需求的公司必须合理选择壳公司,如果壳公司选择出现偏差,必然对自身发展造成制约效应。

方志刚(2014)选择上世纪末期借壳公司组成研究样本,分析的基础上指出,幕后操作成为早期借壳上市模式运作过程中存在的普遍问题,而借壳上市的主要目的在于资金重置,所以借壳上市并不会引发市场较大反响,而且市场效应的周期相对较短。

潘颖等学者(2014)在对借壳公司运作模式进行分析的基础上指出,部分借壳,上市公司依然存在违规操作,严重冲击了证券市场秩序,有必要加大对借壳上市公司监管力度。该学者的研究成果显示,我国证券交易市场处于发展早期,需要探索更加有效的监管模式,以便提升整个市场的规范化水平。

赵金艳(2016)从对部分中小企业的调查中发现,这些企业借壳上市公司的主因都是企业在上市发行之前存在着资金困难,对于借壳上市公司发生后不久,企业的财务管理管理工作成绩会有震荡,不过伴随时光的推移,终于这种震荡会趋向平稳,从宏观经济层次的角度看,借壳上市公司对中小企业财务管理管理工作整体业绩的影响是积极的。

齐方圆(2017)选择绿地集团作为案例分析对象,该学者的研究成果显示,绿地集团通过借壳上市进入资本市场之后,积极调整经营管理理念,促进了企业财务绩效的提升。

刘青和杨子锋(2018)运用主成分分析法,认为借壳上市后企业的总体绩效出现了平稳上升的趋势。谢海东和谭琦颖(2018)通过对 2007-2017 年的 110 家 A 股样本企业实证分析,表明借壳上市企业具有较强烈的短期市场反映力,且正向影响企业绩效,市场效应通常会持续三年左右。李治颖(2019)选择 2011~2017 年上市公司作为研究样本,对比分析了借壳上市公司和 IPO 上市公司,该学者的研究成果显示,相较于 IPO 上市公司,借壳上市公司两年内的财务绩效更好。

#### 1.2.4 文献述评

通过梳理相关文献资料可知:

我们对借壳上市挂牌的企业经过分析,发觉他们存在如下特点:借壳企业都是具有大量资本流的企业,而壳企业的运营水平一般很落后,企业产生市场价值的力量薄弱,投资者不认可企业的发展前景。关于借壳上市原因的探讨,人们认为壳公司被壳化主要是因为公司的运营状态并不理想,赢利能力持续下降;而借壳上市公司选择借壳上市的

内在动因在于借壳上市可以提升发行效率，降低失败的可能性。同时，部分企业由于自身组织架构过于复杂，不满足 IPO 上市的要求，为实现融资而选择借壳上市。国外学者较早在借壳上市公司方面开展了较为广泛地研究，因为借壳上市公司实质上是企业兼并重组中的一个特殊种类，而且在借壳发行和兼并二者之间还存在着一定的共通性，因此二者之间的研究很容易被交叉引证。国外资本发展得比较完善，也很早地就出现了借壳上市的大潮，而且有大量的科研素材、历史资源等，在这方面的研究内容也就相对比较广泛、深刻。所以尽管在中国，借壳上市企业存在的时间还相对比较晚，但是专家学者们对这方面的研究成果也很多。

通过对国内外文献资料进行整理分析可知：

第一，在借壳上市后对公司业绩影响的研究方面，中国国内研究者暂时还不能统一结论。

第二，在借壳上市动因方面，中外学者调研结果也基本相同。

第三，在有关 EVA 绩效评价方法的研究方面，总的来说，中国目前对 EVA 业绩分析法的学术理论研究和实际研究仍稍滞后于国外学界。

## 1.3 研究思路与框架

### 1.3.1 研究思路

在快递行业高速发展的大背景下，大部分快递企业为扩展融资渠道而选择借壳上市的方式。所以，本文选择顺丰控股借壳上市公司中的个案展开调研，并回顾了其在借壳上市中的交易过程及其在上市后的经营战略调整，进而进一步探究借壳上市后对公司企业财务绩效的影响。本文共由五个篇章所构成。

第一章介绍研究目的、意义、文献综述，阐述笔者的研究思路与框架。

第二章阐述了顺丰控股借壳上市的相关概念以及理论。

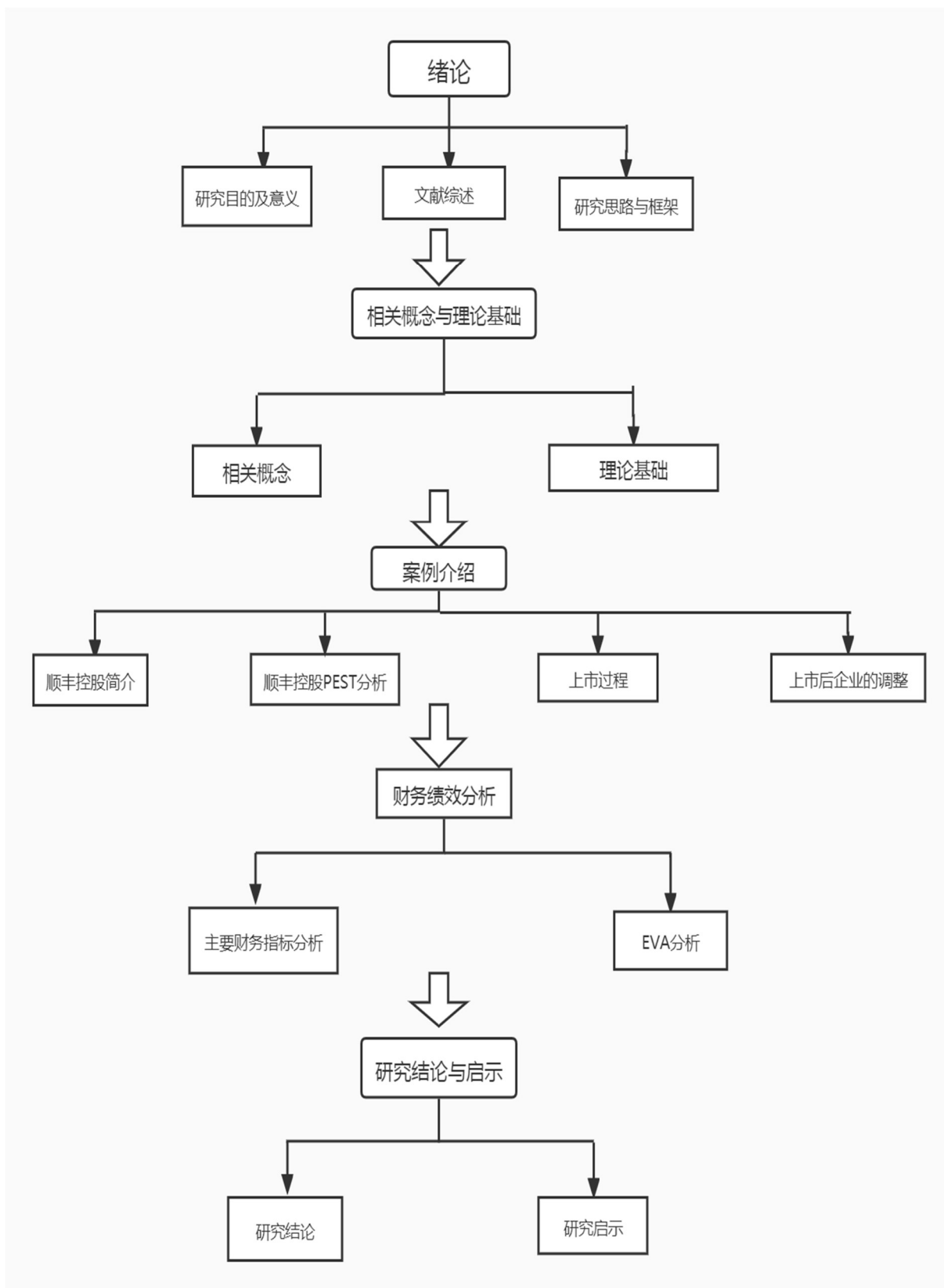
第三章对本文案例进行回顾剖析，研究顺丰公司控制选择借壳上市的动机和上市流程，并阐述顺丰控股在上市后所作的运营管理模式上的重大调整。

第四章用财务指标分析法和 EVA 评估法，深入研究顺丰控股公司在借壳上市前后的财务业绩变动以及分析因素。

第五章对研究结果进行归纳总结，并说明研究结论及启示。



### 1.3.2 研究框架



## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 借壳上市概念

借壳上市，从实质来说属于一个非上市企业与上市公司二者之间的重组或交易活动，是一个以间接实现上市目的的市场性活动。挂牌后的新公司可面向广大社会融资主体公开筹集资金，保障其寻求国家战略发展需要的直接融资，并增加公司影响力等。

借壳上市企业，一般包括了狭义的借壳上市企业和广义的借壳上市企业。就狭义而言，主要是指上市企业利用发行的股票收购资产或负债置换等方法，进而直接购入非上市企业的全部资产和负债，而非上市企业在事实上以反向并购的形式取得了上市企业的全部控制权，从而再利用置入自己本身的优质资产、置入出壳企业的全部资产和负债达到了上市的目标。但广义的借壳上市企业并不仅仅包含了上述一类情形，另外一类则是非上市企业以直接收购已挂牌企业的方法获得其控制权，进而利用资产配置、通过控股重组取得上市资格。其实，借壳上市也属于兼并重组的一个比较特别的表现形式，其主要目的便是为了走向资本市场，从而取得了上市发行股票的资质。

#### 2.1.2 壳公司概念

“壳”实际上指的是企业上市增发股份的资质，而这个资质也是具有法律地位。如果某公司想要在证券市场通过股票发行而实现融资目标，亦或者试图利用资本市场进行资金配置，那这个法定所赋予的资质就是必不可少的。但是由于当时中国法律针对企业首次发行股票时采取的是严格核准制，审查手段相当严厉，对企业获利能力以及其他有关财务指标都有较高的规定，因此整个流程相当冗长而且具有失败的可能性，而这样高标准的规定也使得发行时机十分稀缺。此外，近年来拟挂牌的公司越来越多，审查也日趋严苛。两个方面影响下造成了中国“壳”的匮乏。

“壳”公司通常是已挂牌的，壳公司能够在一段时间内保留其挂牌资质，但是这些壳公司随着行业相关政策法规有所改变及社会、科技的发展进步，企业盈利水平逐渐降低，带来的效益越来越低，在市场上缺乏了竞争性，也随着市场的迅速发育，将存在退市的风险。一般情况来讲，这类公司仍然保留着挂牌资质，虽然其投资实力比较有限，但是售壳的动力十分充分。这样一来，企图借壳的公司将注意力放在了这些业务表现较差的壳公司上面，壳公司成为了收购重组的理想对象。

壳公司根据不同的企业经营状况和运作状况，一般分为如下三个类别。一种是“实壳”企业，指的是尽管保有其挂牌身份，但当下的主营业务逐渐衰退，财务每况日下，其股本与总股价相对较低的企业。这种壳企业是市场竞争的必须产物，同样也是壳企业中最普遍的一类。第二种即“空壳”企业，一般是指运作状况不良，营业规模不断下降或者一直处在停牌状态，营运状况也非常差甚至严重亏损；此时企业已无法再继续发展，不过尽管其股份并没有停牌，并且仍然保持正常流通，但是企业在证券交易上的交易量和估值都很低。第三种类则为“净壳”中小企业，一般是在空壳的基石上蓬勃发展而来，中小企业的公司固定资产早就被处理、置出，中小企业不再享有公司固定资产及欠款，处理了司法争议、未决诉讼，丢失了正常经营的力量，中小企业也已只剩一个“空壳”。

### 2.1.3 借壳上市运作流程

借壳上市企业的过程可被简明地总结为五大步骤，其首先是为借壳作前期准备，而借壳上市方要求由有关中介机构来协助其审查企业的财务状况，和筛查并排除各种潜在风险。这种金融服务机构通常是审计师事务所、大律师事务所和券商，这种金融服务机构通过结果对公司做出综合评价，以便协助公司寻找最契合的壳企业。作好了上述准备工作以后，就需要借壳各方协调后能制订出各方都感兴趣的重大资产重组预案；第二步主要是进行申请，由这些金融机构根据借壳上市双方的实际状况，为申请机构提交了相应的申请文件；第三步主要就是审查，由相应的监管机关通过其申报材料对本次借壳进行了审查，因此借壳上市双方都必须主动地回应有关监管方的反馈。在这一阶段中，

壳企业需要按照规范的流程提交停牌材料，并必须准确的对重组的进展加以揭示；第四步是流程中的关键问题，完成实施方案，如果上述申报已被中国证券监督管理委员会审核通过，借壳各方必须按照上述申报实施的方案进行业务整合，对资产进行交割并完成员工安置工作；最后一步则是连续监督的工作，借壳各方必须在一至五年内进行对有关公司的连续监督工作，完善公司股权结构，对上市公司内部的经营管理加以加强，提高公司的运营质量和内部运作，并以此促进公司的长期发展。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 效率理论

企业借壳上市是对资本进行兼并重组的过程，借壳上市可以显著改善借壳方内部经营效率，合理配置相关资源，对壳公司发展具有积极意义。

效率理论是对兼并行为给公司绩效带来的负面影响进行剖析的学说，理论上层面上，企业在兼并重组的基础上，一方面可以合理配置内部资源，整合相关要素，激发内在发展活力，另一方面则有利于改善新公司的财务绩效，实现双方共赢。兼并重组是资源再配置和再利用的过程，通过兼并重组有利于企业增值，激发企业新的增长点。壳公司陷入经营困境是其选择借壳上市的主要动因，壳公司在借壳上市的基础上完成相关融资，并进一步优化让壳公司运营机制，改善让壳公司的经营绩效，提升双方市场竞争力，达到双方共赢。

### 2.2.2 委托代理理论

随着社会经济的快速发展，生产力水平的不断提升，企业规模化和专业化进程不断加速。企业经营管理也面临新的挑战，当企业老板由于一些问题无法对公司实施直接领导，也可通过委托代理的方法，把企业的经营者委派给专门的职业经理人。由于企业所有人和企业管理人的核心利益方面并不一致，容易产生代理成本，借壳上市则可以显著改善壳公司管理效率，并在资源整合和结构优化的基础上，有效降低代理成本。通过借壳上市，可以吸引投资者关注，从而降低筹资难度实现企业发展的良性循环。

### 2.2.3 协同效应理论

一般公司在进行收购以后其财务业绩相对较收购以前都会有所改善，这正是协同效应的影响。协同效应理论主要分为营销协同、管理协同和财务协同三个领域。由于公司规模增加，产品的边际生产成本下降而产生了规模经济，如果两家公司在并购业务完成之后，经济效益会得到显著改善，甚至超过原有两家公司经济效益之和，则表示并购业务产生协同效应。如果借壳双方在业务层面上具有一致性，那么会进一步强化协同效应。在管理经营方面具有优势的公司，可以对另外一个公司形成示范效应，从而实现双方的优势互补。不仅如此，双方资产结构的互补也有利于强化企业融资能力。

在借壳上市完成后，因为融资渠道的拓宽，新公司能从资本市场中获得企业发展新项目新计划所需要的资金从而降低资本成本，进而改善让壳公司的经营情况，实现交易双方的互惠共赢达到  $1+1>2$  的效果。

### 3 案例介绍

#### 3.1 顺丰控股简介

顺丰集团控股股份有限公司，前身为顺丰控股股份有限公司速运部，创立于一九九三年三月，当时注册资本为 11340 万美元，其实际控制人王卫。顺丰公司通过几年的奋斗发展成为了中国国内物流服务行业的龙头企业，并有力保证了顾客的物流安全，在顾客市场中也积累了非常好的口碑，其业务实力和服务质量均高于同行业平均水平，与此同时它的净利润也一直保持在业界首位。近年来，由于网络物流服务发展，物流配送服务水平也“水涨船高”，顺丰实业股份公司也逐步地从以物流配送服务水平为主向多样化运营型的企业转型。目前顺丰集团公司的专营业务范围大致细分为三个主要模块：核心物流配送服务水平、商贸物流服务，以及金融服务。核心配送服务包括速递、冷运及物流服务；商品经营即重点是顺丰物流自身建立的顺丰优选店和优选网上商城；金融服务即重点在财务、供应链融资及综合支付方面。顺丰一边向多样化发展转型，一边不断完善其配送系统，以此增强企业实力，进入全球市场。由于顺丰公司的营业规模逐年增加，企业涵盖的产业类型丰富，而物流配送服务总体增长速度减缓，再者同行业竞争日趋激烈，顺丰控制公司所采用的自营管理模式在这个历史背景下要壮大必须耗费巨大的资金，于是顺丰控制公司不得不选择借壳发行。顺丰控制的股权结构相对来说较为清晰，由于明德控制已经成为顺丰物流有限公司的主要控股股东，其的实际持有权益比例也超过了 76%，所以明德控股的实际所有权人王卫成为了顺丰控制的最终实际掌控人。企业的股权结构见下图：

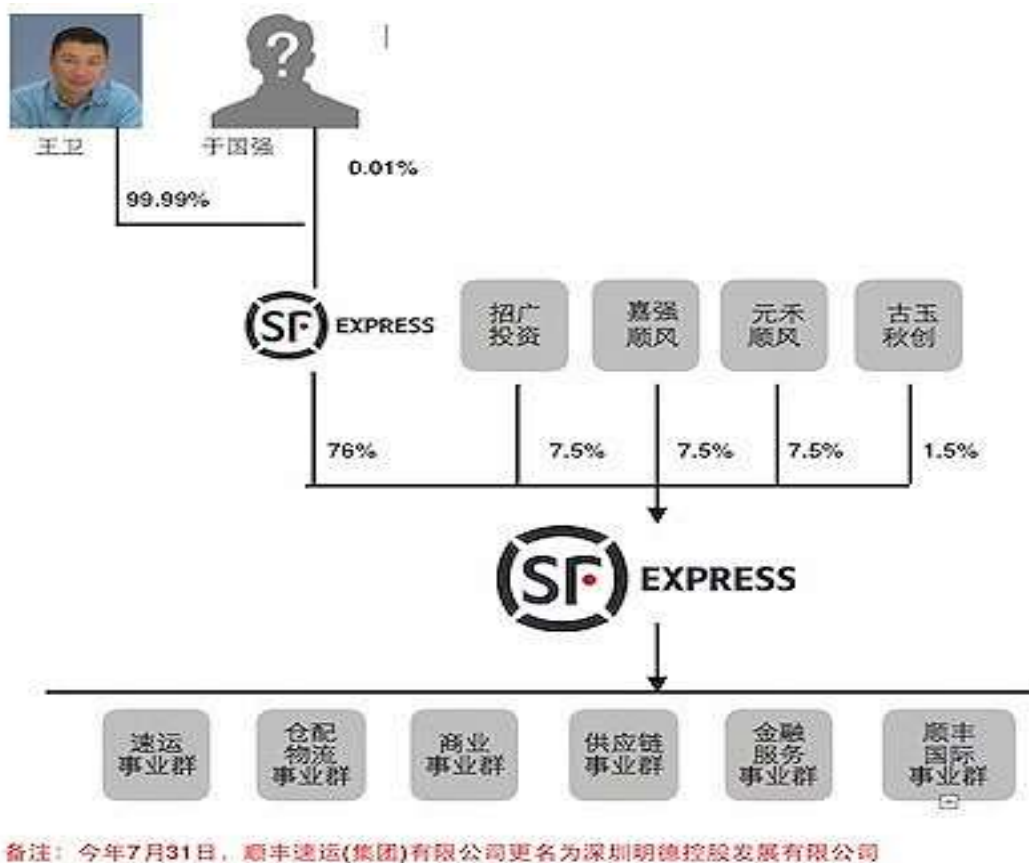


图 3.1 顺丰控股股权结构

### 3.2 顺丰控股 PEST 分析

#### 3.2.1 政策与红利给现代物流产业发展带来的引导与保障

2017 年开始，特别是十九大前后，物流产业政策红利频出。2017 年 2 月 13 日，我们国家邮局发布了《邮政速递业蓬勃发展“十三个五”行动计划》(下文又称《行动计划》)。  
《计划》还确定了“十三五”发展时期，中国快递事业发展的目标：到 2020 年，中国基本建立普惠城乡、科技领先、服务质量优良、安全快捷、绿色环保的现代物流服务体系，基本构建覆盖全国、联运全球的物流服务网络系统。而且《计划》还设计布置了七个目标和九大工程。七项任务之一就是：积极建设“快递航母”，到 2020 年，将建立三、四家年营销总量超百亿元或年营业收入超千亿元的国际快件公司集群，并培养两个以上具备全球竞争力和良好信誉度的全球著名国际快件品牌。2017 年 8 月 17 日，国务院政府办公室发布《有关继续推动物流配送企业降本提高效率加快中国实体发展的若干意见》，

具体要求精简物流配送企业分支、末梢网点审核事宜，减少营业税加收征缴，加大政府对物流配送企业土地、基础设施建设投资的保障，推动物流配送企业仓库信息化标准化智能化，推动电子商务和工业联合发展等。为继续深入推广现代物流配送成本增效功能，主动地营建物流配送服务业发展的健康良性经济发展环境条件，进一步提高物流配送服务业规模经济发展水平创造了政策措施条件。2017年10月13日，国务院政府办公室印发《有关积极推进供应链创新与运用的引导若干意见》，将供应链创新与运用提高为国家发展策略，具体指出到2020年基本建立涵盖国家重点行业的智能供应商系统，培养出一百强以内世界供应商领军公司；而且，《引导若干意见》还具体指出了六项重要任务，涵盖了农村、制造商、流通业、供应商金融服务、绿色供应链、国际供应商等六大方面。为现代物流与流通公司进一步发展供应链业务能力，提供了方向：一方面要与一二行业深度融合；另一方面也要综合利用大数据等新兴技术，积极发展智能、全球、绿色的供应链。在2017年10月18日，十九大报道把“一带一路”提高成为全方位开放性的新格局，明确提出以“一带一路”工程建设为重心，逐步建立水陆海内外联通、内容双边互济的全方位对外开放格局，同时探讨建立自由贸易港，积极拓展培育发展对外贸易的新型模式。在“全方位对外开放新布局”的策略辐射下，随着中欧班列、国际集装箱货物运输的互动发展，水、海、铁、公、空多式共同物流体系将迎来更大的增长机会；自贸区的全方位对外开放，自由港建立将形成新突破口，将促进中国跨境电子商务和物流配送服务的更深入发展；海外网络布局的重要意义将再次彰显。另外，十九大公报也指出增强力量支持中国社会主义革命旧址、中国民族地方、边陲省区、扶贫经济社会发展，通过加强优惠政策举措推动西部大开发成为新布局，通过推进国家政治体系改革促进东北等老工业培训基地的复兴，通过获得国际资源优势互补促进中以东地域腾飞。快递运输是东西部经贸的重要纽带，同时由于无人机等高新技术的广泛应用，对于推动中国中西部省份、偏远地区经济社会发展也具有难以取代的重要价值。2017年11月27日，国务院办公厅印发了《有关推进“网络+现代化制造业领域”蓬勃发展产业互联网技术的引导若干意见》，我国将以网络为重点加速建设现代化制造业领域。快递物流是基础行业，拥有成熟信息系统、健全的物流配送服务网络和对快递业务深度理解等，能快速为经济实体赋能，帮助制造商转变和创新，增强竞争力。2018年1月23日，国务院办公厅颁布一号文《有关促进电商与速递物流配送协调健康发展的若干意见》，在机制创新、规划引导、标准化运作、业务创新、标准化、智能化、绿色理念等六大方面给出了十八条



具体规定，并明确部门，加大了落实力度。《意见》建议引导电子商务网站逐渐进行价格和快件业务价格相隔离，使配送选择权由企业变为消费者，配送服务品质将作为消费者购买的主要基础，未来需要差异化多元的配送产品来满足消费者个性化的要求。第一次确定了智慧快件箱、快件业务终点等综合业务场所的公共服务基本属性，并鼓励对快件业务车辆统一标示管理。物流行业在智能快件箱、末端站点、末端快件车辆的通行方面，将获得政府扶持。另外，速递物流有关设施被列入规划，将完善公司之间资源共享机制等。

### 3.2.2 行业步入增速换挡期，但仍将保持较高的经济增速水平

历经了几年的高速蓬勃发展，目前中国速递业务量规模已经排名全球第一。而 2017 年业务也步入了加速换挡的新阶段，据我国邮局统计表明，二零一七年速递业务销售总量增加了 28%，业务总收入增加了 24.7%，虽均与 2016 年的增速比有所下滑，但仍保持在较高水平。而同期，由我国邮局发布的《2017 年四季度中国速递经济发展指标研究报告》也表明，快递行业服务指标同比增长增加 13.5%，表明业务蓬勃发展步入了提质与增长兼顾，降低成本与提高服务效率兼顾的新周期。另外，根据各国邮局的预计，2016 年中国快递服务量将同比下滑并上升 22.2%；快递服务总收入同比上升了 22.2%，表明在未来快递服务仍将维持一定的增长速度。

### 3.2.3 主要行业特征及周期性特点

#### （1）快递行业发达地区特点显著

中国快递业务存在着鲜明的地域性特点，但随着经济社会发展水平的差距，中国快递服务大多集中在东部区域，与中西部差异较明显，但中西部区域仍然具有很大的市场空间。按照我国国家邮政总局发布的统计资料，2017 年，全中国东、中、西区域邮件总业务收入的比例分别为 89.9%、10.8%和 8.3%，总业务量比例依次为 81.1%、11.6%和 7.3%。其中，西部地区比例显著提高，业务量与总收入的比例各提高了零点一个百分点。

#### （2）快递行业具有较强的季节性

快递业务的订货量呈现强烈的季节性特点，假期消费高峰期加上每年的第四季度为

社会交易和物流服务高峰期，形成速递服务需求的旺季，但在春节假期期间公司生产经营活动并不活跃，是快递业务经营的低谷。以 2017 年为例，11 月行业峰值规模以上的公司快递行业总收入约为 565.5 亿，约为同年二月的 1.93 倍，季节性波动特点突出。

### 3.2.4 精准定位中高端业务，建造行业领先地位

作为全国性物流业务的标杆企业，顺丰采取集中差异化策略定位中高端市场，品牌优势突出。拥有特殊稀缺的直营模式、业内领先的全货轮+散航+无人机等构成的航空“天网”、全省数万的经营站点、集中分拨站点、陆路运送服务网络、仓库站点、客户服务电话站点、最后一公里物流服务网络系统等构成的“地网”，还有由智能技术设施、智力信息服务、智力企业决策、现代化包装材料、机械图象标识、车联网等构成的“信息网”，构成了物流产业中自主控制能力最强、运行稳定能力第一、最特殊稀缺的“天网+地网+信息网”三网一体的互联网资源和技术能力，有效地保证了业务的时间与品质，从而给企业带来了名牌声誉与巨大市场号召力，企业也连续几年蝉联了多项全省速递服务质量、时间、客诉与满意指数的排行榜首位，以优良企业品牌口碑和信品牌溢价，成就了中小企业在海内外物流服务行业遥遥领先。

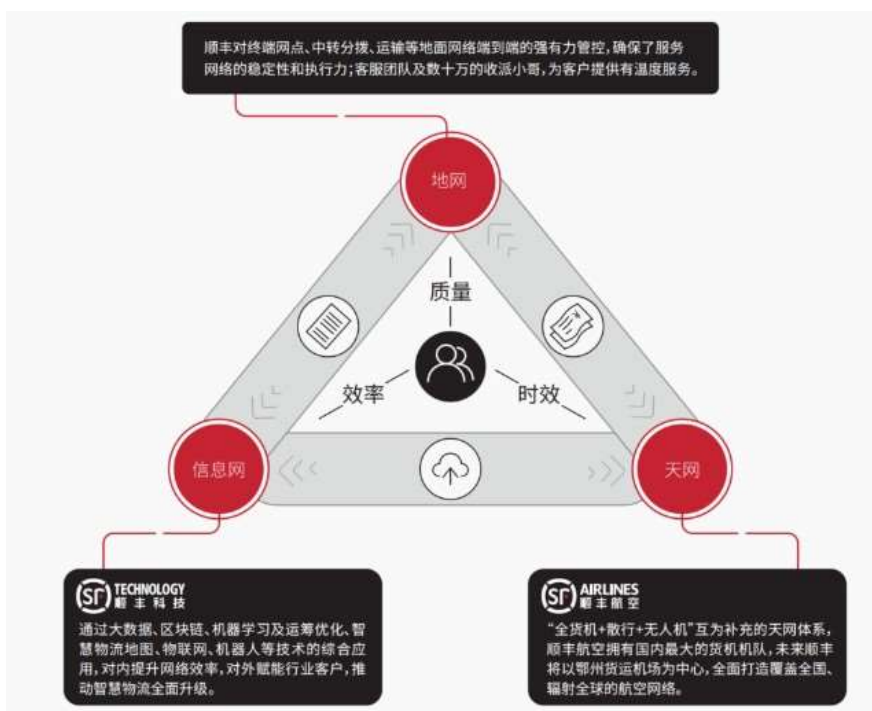


图 3.2 顺丰三网合一生态系统图

### 3.2.5 IPO 时间过长

首次公开募股（IPO）涵盖了 4 个基本步骤，在完成基本步骤之后，还必须接受持续的监督指导，需要两个会计年度才能完成首次公开募股。首先，转变企业体制。在正式上市之前，申请上市的公司需要将公司转变为股份制公司，耗时 3~6 个月；其次，接受机构辅导。申请上市的公司需要接受相关主管机构的辅导，并通过相关检验，耗时 2~3 个月；再次，保荐人或者相关机构根据上市申请公司的具体情况编制材料和报告，耗时 3~4 个月；最后，等待主管部门的审核通过。通常情况下，上市申请公司提交的经过证监会的审核，耗时 3~6 个月。即便在上述 4 个步骤全部完成，企业还需要耗时 1~2 个月接受相关的督导工作，才能正式上市公开发行股票。相对于 IPO 上市模式，借壳上市的程序则相对简单，审批流程较少，而且门槛较低，借壳上市的公司无需承担过高的上市成本。借壳上市的便捷程度要低于 IPO 上市模式，通过资产置换和后续股票发行即可进行证券市场融资。在借壳上市之前，壳公司需要做好前期准备。例如，选择合适的让壳公司、确定合理的上市方法、明确股票发行价格等，该过程大约需要一个会计年度，相较于 IPO 上市，可以节省 50% 以上的时间。

顺丰控股采取直营模式，治理结构相对比较简洁，优化难度较低，虽然通过 IPO 上市的难度较低，但是考虑到自身现阶段面临的经营困境，为确保自身行业龙头地位的稳定，顺丰控股选择借壳上市来进行融资，但是该模式也增加了顺丰控股的风险。

## 3.3 顺丰控股借壳上市过程

借壳上市通常包括三个步骤，首先，顺丰控股需要在选择壳公司的基础上，完成资产置换；其次，发行股票完成资产重组；最后，募集配套资金。

### 3.3.1 重大资产置换

2016 年 12 月，壳公司鼎泰新材以自身的所有资产和负债，与原借壳上市企业顺丰的等值股份进行了等价置换，置出资产的最后作价为人民币 8.18 亿，置入资产的最后作价为人民币 433 亿。通过交换各方之间的协议，差价由壳公司配售未公布股份的办法加以补充，通过此次交换，双方的主要资产进行了置换，这是本次借壳上市的第一步。

### 3.3.2 发行股价购买资产

顺丰控股为确定股票定价，召集企业股东进行董事会决议，当天记为定价基准日。根据定价准则，定价跌幅在两个月的交易周期内控制在 10%以内，顺丰控股董事会最终将股价定为 10.84 元/股，共计发行约 40.3 亿股。

### 3.3.3 募集配套资金

2017 年 7 月，顺丰控股为配套资金的募集，以每股 35.19 元的价格，将 2.2 亿股股票发放给特定对象，筹集 80 亿元资金，扣除费用之后，结余 78.3 亿元，该部分资金主要用于新项目建设，在得到融资后顺丰控股将快速的开拓新的市场和新的经营领域，将发展更为领先的配送运输技术，进而大大增强了企业的市场实力，并占据更多的市场份额。

## 3.4 顺丰控股借壳上市后的企业调整

顺丰控股在成为上市公司之后，企业属性也会发生相应变化，顺丰控股不再是单纯的大型私营企业，而是成为广受关注的社会公众企业，承担更多的社会责任，接受广大市场投资者的监督，对其监管要求也会不断提升。在这一背景下，顺丰控股必须加强内部建设，持续优化完善治理结构，建立规范化和标准化的经营管理机制。因此，顺丰控股在有针对性的调整了治理结构，优化和完善运营管理体系，而这些做法必然会在一定程度上影响其上市后绩效。

### 3.4.1 运营管理

在借壳上市过程中，顺丰控股的人事结构也会相应变化。原鼎泰新材董事长刘冀鲁、董事会秘书黄学春、财务总监张彦不再担任原有职务，王卫担任董事长，并兼任总经理，董事会秘书由甘玲担任，财务负责人则由伍玮婷担任。在完成并购交易之后，顺丰控股公司在快递交易系统领域投入更多资源，并加强了技术研究投资，特别是通过“三网合一”全方位物流配送通道的建设，顺丰公司控股具备了对全网络强有力控制的运营模式，是中国 A 股市场目前第一家完全实行直营管理模式的快递企业。顺丰控股有限公司总公

司掌管着整个物流配送业务网络系统和核心互联网资源，包括收派车站、转空港、干支线、班车节点、航空公司、车辆、公司人员等。相对于加盟运营模式，直营管理模式对各环节拥有绝对控制权，有利于企业策略各级人民政府继续保持统一，确保企业策略与运营目标的高效实现。对比于加盟管理模式，直营管理模式有以下好处：一是可以提高企业运营的稳定程度与可控性。物流业务同时具备着规模性和网络化的特点，包括了数千万个经营网点和数十亿名雇员，因此如何保证企业运营的稳定程度和可控制度是企业保证未来可持续性发展的重要关键点。而顺丰集团控股对从企业总行到配送网点的各个主要经营机构，包括从收件到运送再到派件的各个重要核心经营管理工作环节，都采取以自营业业务模式主体，仅在部门非核心管理环节辅以外包业务模式经营，不但能够保证企业经营的安全稳定，还可以实现企业在异常风险的发生、经营时间、质量和成本等方面的可控机制，从而保证了企业未来可持续、健康地前进发展。二是促进经营管理模式和终端产品的规范，从而提高快递业务的品质与效益。顺丰控股在整个网络范围内都采用了规范化管理模式，加之企业内部自上而下统一的运营监测与考评制度，可以有效保证服务质量与时效，同时保障了顾客感受与感知效果。三是有助于提高企业内部经营管理工作的规范性与合规性。由于直营管理模式统一化、标准化和可控性的优势，直营管理模式保证了企业外部运营、管理、财税遵从和公司管理等各方面的规范性和合规性，并规避了各类合规管理经营风险，为国家、地方监管机关和所有公司负责。四是有助于增强顾客满意度和品牌美誉度。直营管理模式让企业更加接近顾客，能够第一时间、全面精准地掌握顾客的需要，倾听顾客的呼声。在遇到问题时，能够第一时间跟踪解决、回访顾客，从而提高了服务水平和顾客满意度，日积月累，造就了顺丰控股持续九年位居首位的顾客满意度和品牌声誉。五是帮助中小企业了解整个业务流程数据信息和企业核心数据信息。直营模式下，电子商务信息系统和整个企业业务流程数据信息的汇集、统筹控制，更便于企业开展有价值的大数据挖掘与应用。正是所谓“谁拥有了用户数据，谁就占住了先机。

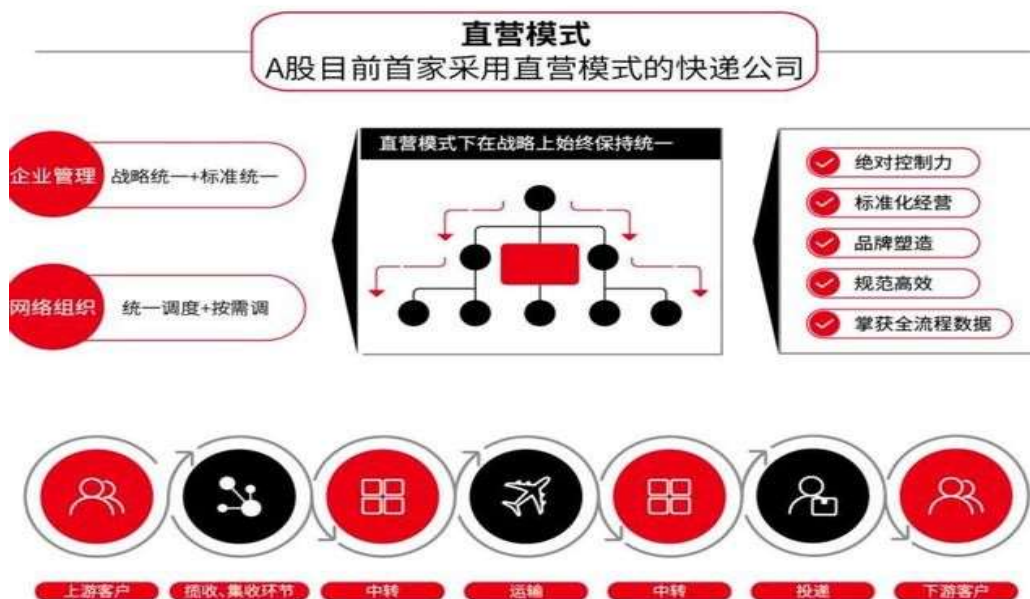


图 3.4 顺丰直营模式示意图

### 3.4.2 治理结构

在借壳上市之前，顺丰控股即有的绩效管理体系存在一些不足，在上市之前顺丰控股市场分析不到位，缺乏市场敏感性。在成为上市公司之后，顺丰控股公司必然面对更高的社会关注，并接受市场投资者监督，必须保持对市场环境变化的高度敏感，不断提升对外部行业环境和市场环境的应对能力。为实现上述目标，顺丰控股有必要建立更加完善的绩效管理体系，实现对市场波动的及时反应。同时，建立完善的内部信息交流共享机制，加强不同部门之间的有效协同。与此同时，打造更加完善的绩效评价体系，突破原有的部门壁垒，通过评价系统的信息化和数据化转型，提升绩效评价效率，激发内部发展活力。

在完成借壳上市之后，顺丰控股对治理结构进行持续优化和完善。首先，顺丰控股确立了以王卫为董事长的新董事会和监事会结构，董事会负责各项决策的制定，并负责领导各项工作。监事会负责各项监督工作，作为董事会的评级结构，对董事会进行有效制约，最大程度的确保董事会决策不损害股东利益。其次，顺丰控股公司对股权结构进行了调整，以满足证券市场相关要求，建立更加完善的治理制度；最后，进一步优化经理层人员，通过建立更加完善的薪酬体系，引入专业程度更高，素质更好的专业经理人，通过物质和精神的双重激励，改善内部运作效能，提升自身核心竞争力。

## 4 顺丰控股借壳上市财务绩效分析

企业本质上是一种盈利性组织，利益最大化是其运营的主要目标。顺丰控股上市的财务绩效取决于多方面因素，并通过关键反应出来。选择财务指标分析法和 EVA 评价法，对顺丰控股公司和上市之前和上市之后的财务绩效进行对比分析，从而更加全面的了解顺丰控股公司上市财务绩效的变化情况，并对财务绩效的变化内在原因进行分析，做出客观的评价结论。

### 4.1 主要财务指标分析

为评价顺丰控股公司的财务绩效，本文分别在偿债能力、营运能力、盈利能力与发展能力 4 个横向维度下选择相关指标。在指标选择过程中，本文充分考虑了快递行业的特殊性，并结合了顺丰控股本身经营特色和发展实际。在纵向维度上选择顺丰控股 2015~2020 年的财务年报，通过借壳上市前两年和借壳上市后两年各项财务指标的对比分析，来判断顺丰控股财务绩效变化情况。此外，还将顺丰控股借壳上市前后的财务指标数据同行业其他公司进行比较分析，来判断借壳上市对顺丰控股财务绩效的影响情况。

#### 4.1.1 盈利能力分析

盈利能力是评价企业市场运营情况最直观的指标，通过分析企业的盈利能力，可以全面了解企业经营管理现状。在经营能力评价方面，本文选择了三个指标，分别是销售毛利率、销售净利率、净资产收益率。通过对比分析上述三个指标在借壳上市之前和借壳上市之后的变化情况，同时结合借壳上市的其他快递公司财务情况，对顺丰控股借壳上市之后的演变趋势进行预测。在横向对比方面，本文将选择申通，圆通，韵达作为参照。

表 4.1 顺丰及其他公司盈利能力指标

| 财务指标      | 公司 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售毛利率 (%) | 顺丰 | 14.35  | 19.69  | 20.07  | 17.92  | 17.42  | 16.35  |
|           | 申通 | 13.79  | 19.85  | 18.45  | 16.24  | 10.48  | 3.37   |

|            |    |       |       |       |       |       |       |
|------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 圆通 | 22.49 | 13.56 | 11.73 | 13.22 | 12.01 | 9.04  |
|            | 韵达 | 25.08 | 27.92 | 28.98 | 28.02 | 13.15 | 9.50  |
| 销售净利率 (%)  | 顺丰 | 3.76  | 7.24  | 6.68  | 4.91  | 5.01  | 4.5   |
|            | 申通 | 0.002 | 12.78 | 11.75 | 12.06 | 6.15  | 0.23  |
|            | 圆通 | 7.74  | 8.16  | 7.24  | 7.03  | 5.40  | 5.29  |
|            | 韵达 | 7.85  | 8.97  | 15.9  | 18.78 | 7.62  | 4.25  |
|            | 顺丰 | 3.48  | 22.46 | 18.43 | 13.21 | 14.86 | 15.20 |
| 净资产收益率 (%) | 申通 | 0.53  | 89.26 | 24.05 | 26.35 | 15.30 | 0.40  |
|            | 圆通 | 4.28  | 27.81 | 16.56 | 18.89 | 13.74 | 11.16 |
|            | 韵达 | 8.94  | 7.95  | 35.45 | 28.84 | 21.22 | 10.09 |

数据来源：根据各个公司年报整理计算所得

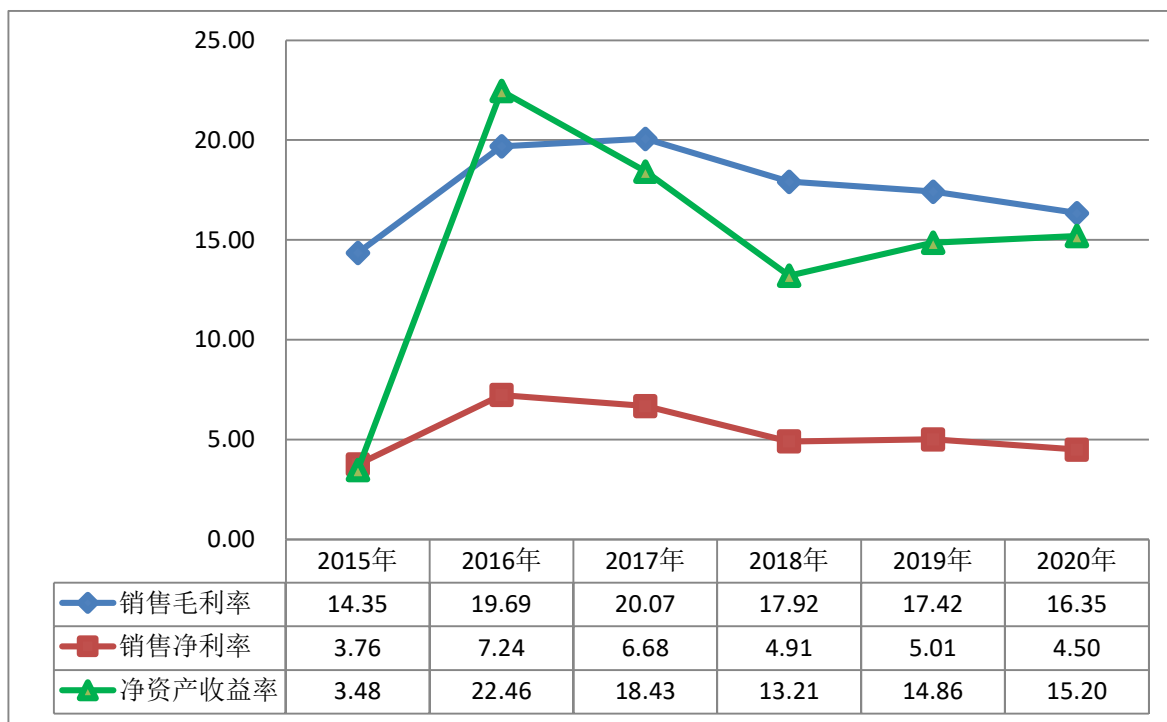


图 4.1 顺丰盈利能力趋势图

根据表 4.1 和下图可以看出，借壳上市事件发生之前，顺丰控股的销售净利率除了 2015 年有所下降外，一直呈现增长趋势，但速度缓慢，直到借壳上市之后才开始上升，



达 7.24%，即便之后出现下降的情况也依然比借壳上市前高。同样的，顺丰控股的净资产收益率也在当年打破了之前缓慢增长的僵局，加快增长速度，最高值为 22.46%。此后虽有下降，甚至净资产收益率下降速度更快，但两者收益率都高于借壳上市前。

顺丰在 2015-2020 年，其盈利水平处于持续上升的时期，特别是在 2016 年上市时，三项指标均出现较大幅度的增长。但是在 2018 年，三项指标均出现一定程度的下降，2020 年，只有净资产收益率开始正增长，其他两个指标依然保持下降态势。基于此可以判断，顺丰控股在借壳上市之后并没有显著改善经营绩效，其原因在于直营模式下物流成本较高，市场竞争不断加大，业务量出现缩减。

销售毛利率反应了企业销售毛利润与销售额的比值，通过毛利率不仅可以直观的看到企业的销售利润，通过对其分析还可以了解企业的优势所在，确定优势资源的领先地位，有助于企业的长远发展。从表 4.1 中可以看出顺丰控股的销售毛利率在 2018 虽有下降但稳中有升，保持在 20%左右，相比另外三家加盟式销售毛利要更好，可见顺丰控股的盈利水平很高。销售净利率是净利润占营业额的百分比，它体现的是销售收入获取利润的能力，可以最为直接的反映企业盈利能力。因此，这一指标越高，表示企业盈利能力越强。从销售净利率指标来看，顺丰控股的销售净利率低于加盟模式的其他企业，是由于顺丰控股在直营模式下，成本费用较高，虽然营业收入高于其他快递企业，但销售净利率不如其他几家加盟式快递公司，也说明了直营模式成本较大这一问题。但从发展趋势来看，顺丰控股是稳中有升，而加盟模式的其他企业的销售净利近年来呈下降趋势，随着整个行业区域规范化发展，服务质量、网络稳定性成为竞争力的决定性因素，传统商业模式空间持续压缩。顺丰控股 2017-2020 年盈利能力下滑主要是由于企业各项成本费用上升幅度过高所致，2019 年职工薪酬虽然有减少，但由于快递行业属于劳动密集型行业，需要大量的人工作业，其职工薪酬所占成本费用仍较高。其次，顺丰控股的外包成本持续增加，占比也进一步提高，导致的成本费用普遍较高，但这也是直营模式发展扩张的必经之路，随着业务量的不断增加，单位运输成本将会大幅度减少，因而未来有着显著的发展空间。

快递行业在高速发展的同时，整个行业的竞争程度也在不断提升，特别是随着平均单价的降低，快递公司的盈利能力持续下降。就顺丰控股而言，该公司积极调整治理结构和管理模式，盈利能力整体上保持上升态势。由此可以认为，顺丰控股通过借壳上市取得良好的财务绩效，特别是净资产收益率高于上市之前的数据。顺丰控股公司为确保

借壳上市成功，在 2016 年已经完成资产筛选，将不良资产进行剔除，强化和巩固了优质核心资产，从而确保自身盈利能力的稳定性。顺丰控股只有保持净利润持续增长，才能确保营业收入的良好表现。数据显示，顺丰控股在 2017 年完成借壳上市，经营规模不断扩张，年业务量达到 30.52 亿票，同比增幅高达 18.29%，市场份额持续扩张，年营业收入超过 710 亿元，同比增幅高达 23.68%，在扣除相关损益费用之后，净利润同比增幅高达 40.08%，共计 37.03 亿元。基于此可以判断，顺丰控股在转型期间的盈利能力保持持续提升的态势，在借壳上市之后，顺丰控股将品牌建设作为吸引投资者的重要抓手，提升服务水平和改善服务效率，客户的满意度和认可度持续提升，为自身盈利能力的改善奠定了坚实基础。

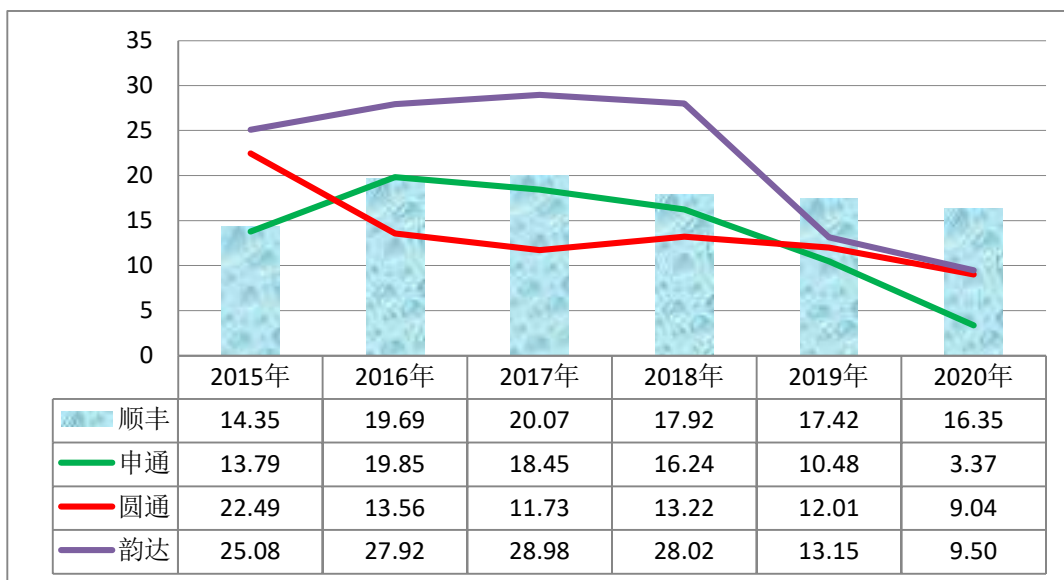


图 4.2 顺丰及其他公司销售毛利率趋势图

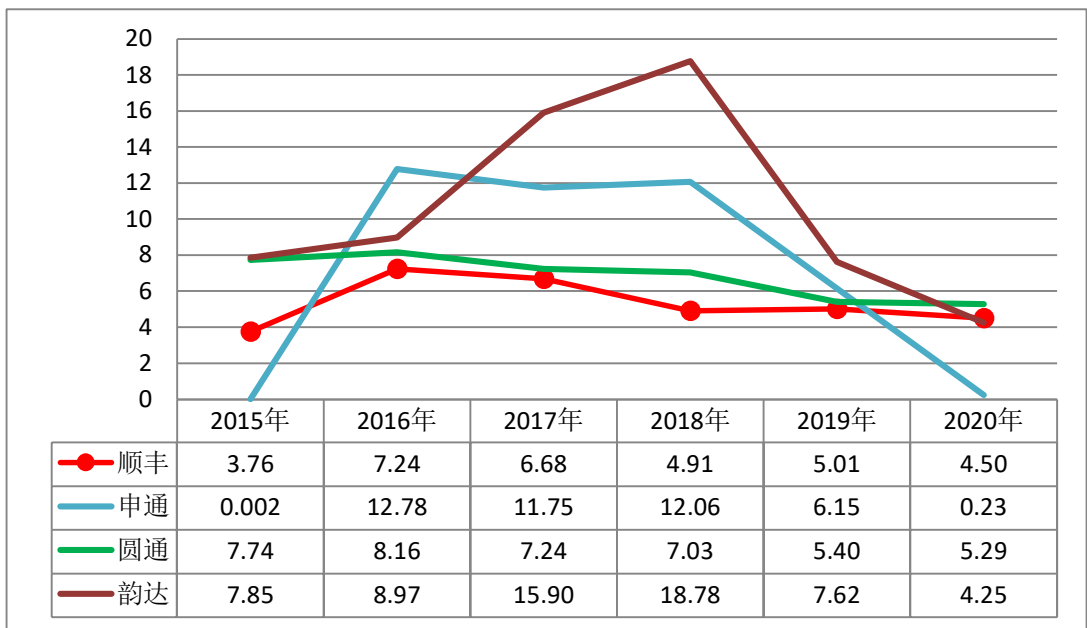


图 4.3 顺丰及其他公司销售净利率趋势图

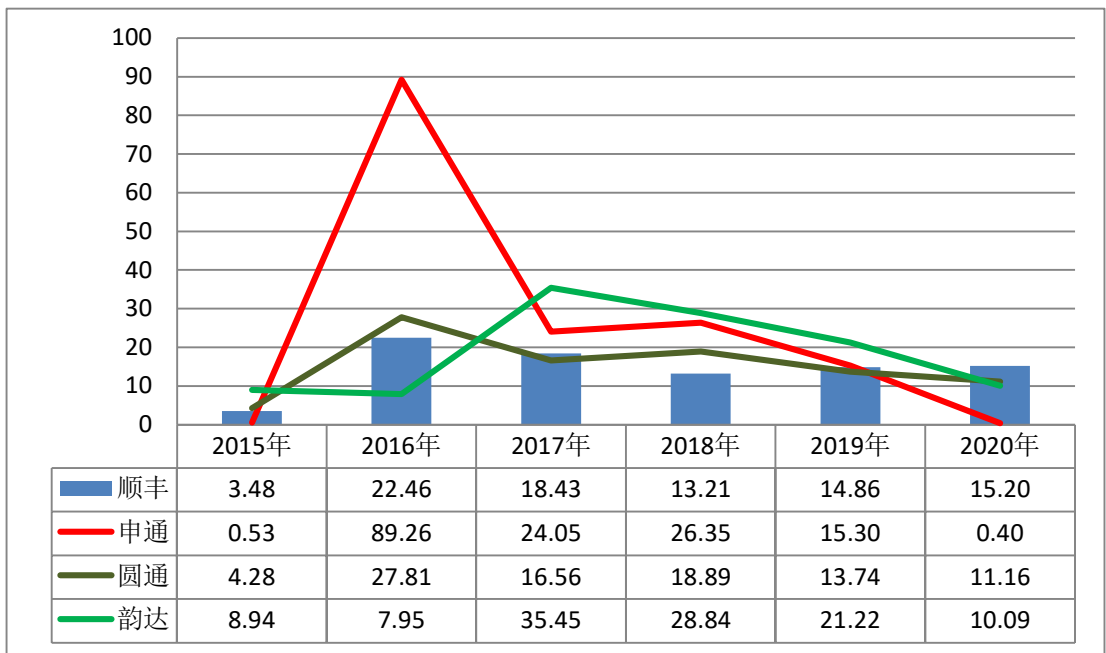


图 4.4 顺丰及其他公司净资产收益率趋势图

### 4.1.2 偿债能力分析

偿债能力指的是企业对各类债务进行偿还的能力，反映了企业债务承受范围，因此企业要想有长远的发展，必须具备偿还债务的能力。同时，企业也应具备资金进行投资活动，为促进企业良好发展就需要保持良好的债务资本结构。对于顺丰控股来说，由于直营模式需要大量的基础设施建设以及研发投入，业务拓展也相对较多，因此举债相对于加盟模式更多一些，下表选取了顺丰控股以及应用加盟模式的“三通一达”近年的偿债指标，并进行了以下分析。

表 4.2 顺丰及其他公司偿债能力指标

| 财务指标      | 公司 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动比率 (%)  | 顺丰 | 3.48   | 1.16   | 20.07  | 17.92  | 17.42  | 16.35  |
|           | 申通 | 1.26   | 2.49   | 2.92   | 1.89   | 1.40   | 1.13   |
|           | 圆通 | 5.46   | 2.25   | 1.55   | 1.83   | 1.53   | 1.00   |
|           | 韵达 | 1.55   | 0.94   | 1.16   | 1.57   | 1.24   | 1.44   |
| 速动比率 (%)  | 顺丰 | 2.60   | 1.14   | 6.68   | 4.91   | 5.01   | 4.50   |
|           | 申通 | 0.83   | 2.48   | 2.90   | 1.88   | 1.39   | 1.12   |
|           | 圆通 | 4.25   | 2.24   | 1.54   | 1.82   | 1.52   | 1.00   |
|           | 韵达 | 1.18   | 0.66   | 1.15   | 1.56   | 1.23   | 1.43   |
| 资产负债率 (%) | 顺丰 | 20.04  | 53.25  | 43.23  | 48.45  | 54.08  | 48.94  |
|           | 申通 | 51.61  | 31.67  | 23.08  | 27.81  | 33.52  | 44.57  |
|           | 圆通 | 13.97  | 26.53  | 33.80  | 40.94  | 40.34  | 33.73  |
|           | 韵达 | 31.40  | 50.35  | 44.11  | 36.17  | 39.84  | 50.99  |

数据来源：根据各个公司年报整理计算所得

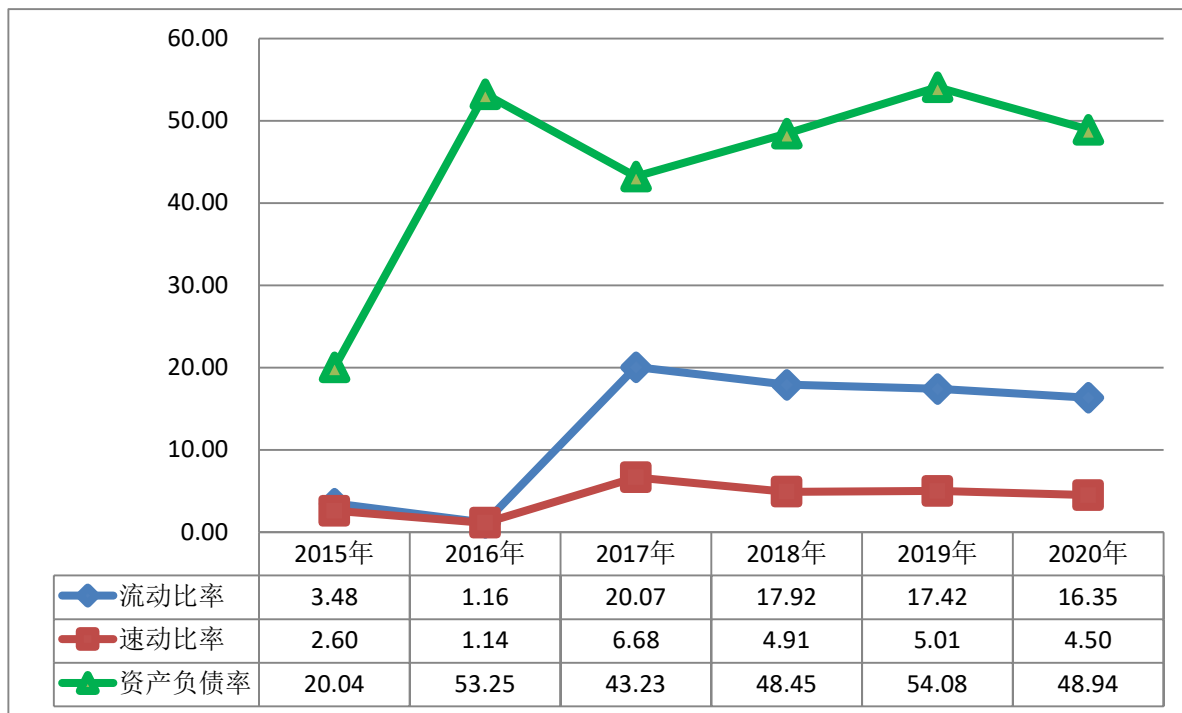


图 4.5 顺丰偿债能力趋势图

首先从短期偿债能力进行分析，可以从折线图看出顺丰控股的流动比率和速动比率相差甚微，主要原因在于快递行业的存货大多是包装物、低值易耗品等且占比不大，因此流动比率与速动比率几乎重合。再从借壳前后流动比率和速动比率数值对比发现，2017年-2020年的数值明显高于2015年和2016年，主要是因为2017年借壳上市后募集配套资金78.32亿元，比2016年增资高出99.7%，导致流动资产大幅增长。2018年由于新增39.7亿元借款去购买设备导致流动负债增加，使得流动比率回弹。由于顺丰控股现阶段的经营规模持续扩张，经营管理能力持续提升，短期偿债能力和借壳上市之前相比保持增强态势。在长期偿债能力方面，顺丰控股资产负债率在借壳上市之后出现一定程度下降，其原因在于随着业务的不断扩张，培育出一系列大型资产项目，从而造成资产负债率有所下降。

根据上文论述，可知顺丰控股公司偿债能力在借壳上市之后偿债能力稳步提升，降低了顺丰控股在业务规模不断扩张过程中潜在的财务风险和经营风险，强化了企业融资能力，提升了对投资者的吸引力，对企业后续的持续稳定发展具有积极意义。

流动比率反映了企业利用现金偿还短期债务的能力。根据普遍观点，流动比率的值接近2比较合理，顺丰控股近年来流动比率虽有波动，但基本保持在一个稳定的范围内，

波动主要是由于顺丰控股在上市后加大了固定资产投资，大量举债造成的，从这方面来看，该指标不如加盟制快递企业。速动比率是衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力。一般认为速动比率的值接近 1 比较合理，顺丰控股近年来数值最接近 1，表明除去存货和预付等变现速度慢的资产后，资产变现能力也一直稳步提升，在这一点上，顺丰控股的直营模式优于其他同类企业。负债比率代表企业的举债能力，主要用于评价企业资产以及股东资本对债权人资本进行偿还的能力。对顺丰控股公司而言，资产负债率在 40%~60% 相对合理，如果资产负债率太高，则债权人的利益就缺乏保障。对比顺丰控股和其他三家加盟制企业，顺丰控股的资产负债率相对更加合理，虽然企业近几年展开了许多新业务，资产购入较多，但也已经基本稳定。由表格数据可得知，借壳上市带动了流动比率及速动的回升，其资产负债率在上市后由峰值 53.25% 下降，到 18 年有所回升，但在 2020 年有继续下降的趋势。企业短期偿债能力的评价，一般选择流动比率和速动比率两项评价指标。在完成借壳上市之后，顺丰控股公司的业绩出现较大幅度的增长，因此流动比率和速动比率也在稳定提升，现金流动性比较稳定，短期偿债能力得以强化。在借壳上市完成之后，顺丰控股公司资产负债率保持稳定的下降态势，长期偿债能力也出现较大幅度的提升。而盈利能力的提升是偿债能力强化的前提条件。2017 年 8 月，顺丰控股公司完成 80 亿配套资金的筹集，从而保障了企业流动现金的健康和稳定。顺丰控股公司为确保长期还本付息能力，建立了完善的财务管控机制，在对资产结构进行持续优化的基础上，提升了盈利能力，进一步确保了长短期偿债能力，为实现长期稳定发展奠定了基础。

通过对图 4.6-4.8 分析可知，和圆通、申通相比，顺丰控股的偿债能力指标相对较低，基于此可以判断，顺丰控股，偿债能力虽然有所改善，但是依然处于同行业较低水平，负债率要远高于行业均值，顺丰控股必须考虑负债引发的潜在风险。需要强调的是，如果顺丰控股在上市之后持续保持较高的盈利能力，那么财务风险反而会转化成财务杠杆，对企业扩大利润具有积极意义。就现阶段而言，快递行业正处于快速发展阶段，行业规模将持续扩张，市场集中度也会持续提升，如果在这一时期可以保持稳定的发展态势，那么在行业中的竞争优势将会得以强化。整体而言，根据横向对比分析结果显示，顺丰控股现阶段有必要适当提升偿债能力，以保持未来财务稳定。

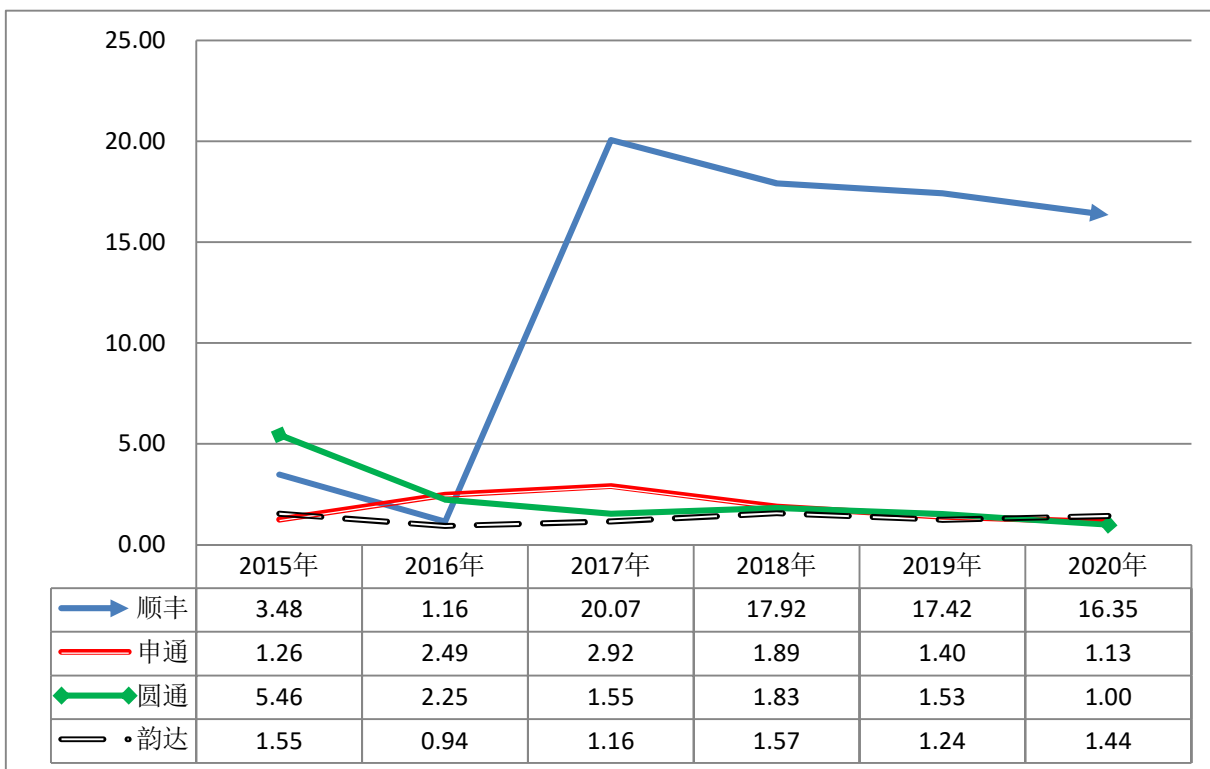


图 4.6 顺丰及其他公司流动比率趋势图

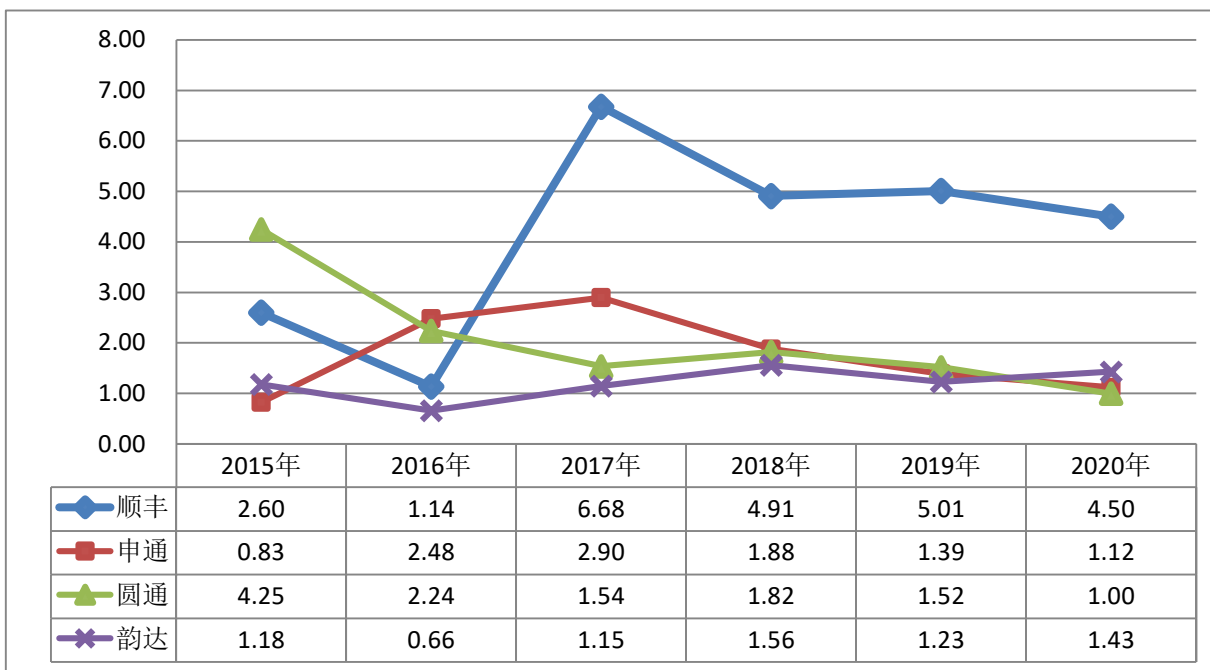


图 4.7 顺丰及其他公司速动比率趋势图

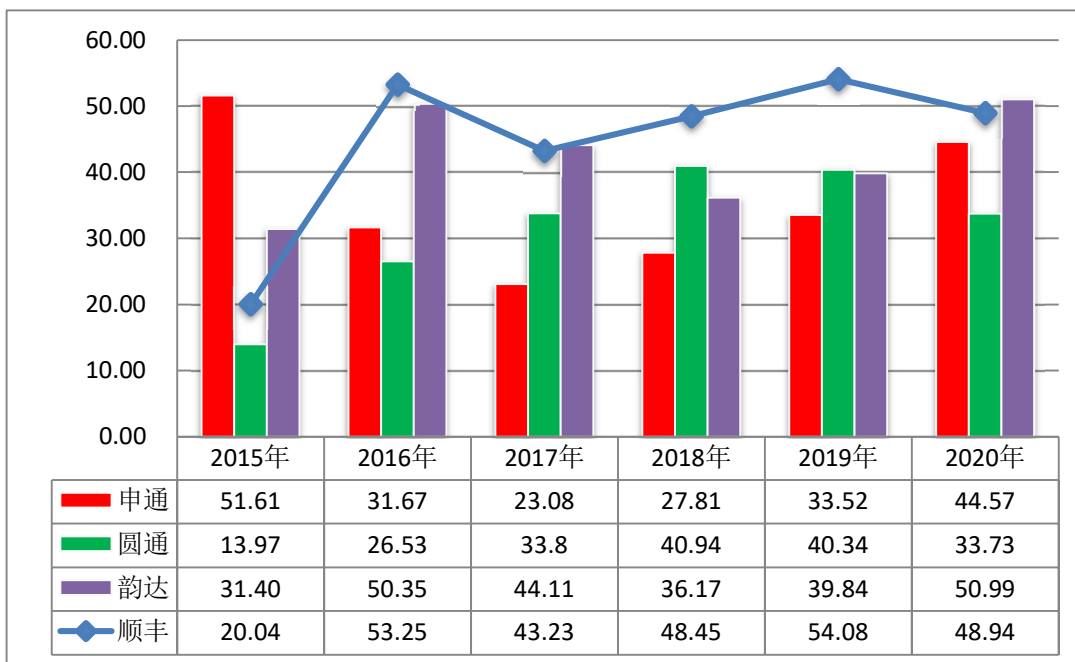


图 4.8 顺丰及其他公司资产负债率趋势图

### 4.1.3 营运能力分析

营运能力可以反映企业创造收入效率的能力，在评价顺丰控股营运能力方面，本文选择了 4 个指标，分别是应收账款周转率、流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率。顺丰控股具体营运能力指标如表 4.3 所示：

表 4.3 顺丰及其他公司营运能力指标

| 财务指标       | 公司 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 应收账款周转率(次) | 顺丰 | 3.51   | 24.10  | 13.72  | 13.82  | 11.57  | 10.66  |
|            | 申通 | 4.77   | 21.41  | 18.53  | 19.54  | 24.38  | 23.69  |
|            | 圆通 | 8.68   | 116.09 | 30.74  | 21.90  | 24.03  | 27.33  |
|            | 韵达 | 5.80   | 2.78   | 33.96  | 32.09  | 56.15  | 49.07  |
| 流动资产周转率(次) | 顺丰 | 1.07   | 5.24   | 2.69   | 2.87   | 3.00   | 3.26   |
|            | 申通 | 1.43   | 2.74   | 2.10   | 2.83   | 3.67   | 3.26   |
|            | 圆通 | 0.77   | 4.35   | 2.96   | 3.50   | 3.57   | 4.04   |
|            | 韵达 | 2.49   | 1.22   | 2.50   | 1.86   | 3.26   | 2.73   |



|            |    |      |       |       |      |      |      |
|------------|----|------|-------|-------|------|------|------|
| 固定资产周转率(次) | 顺丰 | 2.98 | 9.66  | 6.03  | 7.03 | 6.83 | 7.46 |
|            | 申通 | 3.16 | 17.50 | 12.78 | 8.59 | 6.93 | 4.72 |
|            | 圆通 | 6.27 | 15.18 | 7.96  | 6.66 | 4.97 | 4.13 |
|            | 韵达 | 3.67 | 1.87  | 3.88  | 3.68 | 6.17 | 4.21 |
| 总资产周转率(次)  | 顺丰 | 0.72 | 2.55  | 1.40  | 1.41 | 1.37 | 1.51 |
|            | 申通 | 0.91 | 2.07  | 1.51  | 1.65 | 1.80 | 1.45 |
|            | 圆通 | 0.60 | 2.65  | 1.58  | 1.61 | 1.48 | 1.44 |
|            | 韵达 | 1.13 | 0.55  | 1.24  | 1.01 | 1.70 | 1.29 |

数据来源：根据各个公司年报整理计算所得

从图表中数据可知，顺丰控股从 2015 年开始应收账款周转率最低，至 2016 年开始上升，2017 和 2018 年保持稳定。我们通过查阅相关资料可以了解到，顺丰控股在 2014 后不断扩大业务规模，特别是进入资本市场获得融资后开始涉及冷链运输，空运、重货运输等新业务，使得应收账款规模迅速增加，导致应收账款周转率下降。虽然借壳上市后应收账款周转率略微提升，但相比借壳上市前要下降。

在固定资产周转率和总资产周转率方面，顺丰控股在 2016 年达到最高峰，但是在 2017 年降至最低点，在 2018 年出现小幅回升。究其原因可知，顺丰控股在完成借壳上市之后，通过资本市场融资运营资金，为扩展市场，而在 2016 年新增固定资产 38.5 亿元，但是 2017 年新增固定资产仅为 2.2 亿元，从而导致上述两个指标在 2016 和 2017 年出现大幅波动。顺丰控股公司的营运能力在完成上市之后出现一定程度下降，原因在于规模扩张和配套设施的采购，随着各项业务模式进入正轨，其营运能力将会出现较大幅度提升。

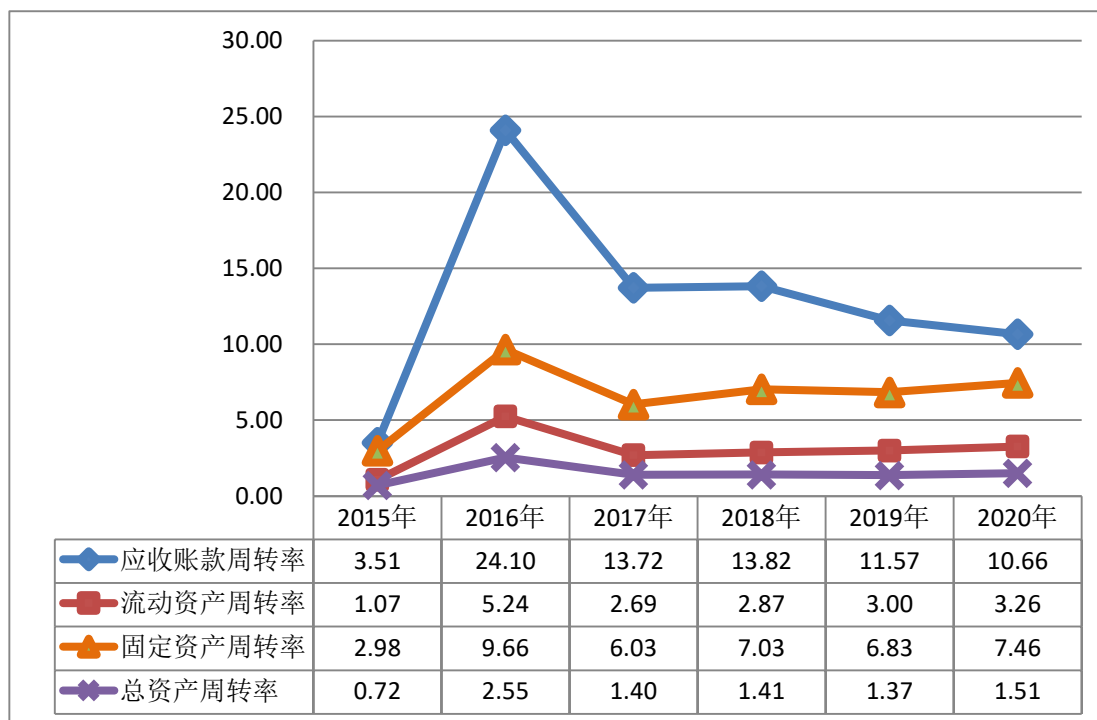


图 4.9 顺丰营运能力趋势图

应收账款周转率越大，说明企业从销售到收回现金的时间就越短，就会有效减少坏账的发生，促进流动资金良性循环。从表中可以看出，相比其他三家加盟式企业，顺丰控股应收账款周转率一直较低，可见直营模式与加盟模式相比周转率较差。主要是因为顺丰控股公司和很多商务用户以及中高端市场建立了契约关系，采取定期结算的模式，根据 2020 年的数据，月结客户收入同比增幅在 30% 以上，而未结算部分即为应收账款，虽然该部分占比有所提升，但是不会对企业正常运作造成冲击。顺丰控股在应收账款管理方面引入了信息系统，提升了应收账款管理的信息化和自动化水平。根据 2015~2020 年的数据显示，流动资产周转率保持稳定的增长态势，在 2016 年之后已经处于行业前列，反映出顺丰控股的发展态势良好。顺丰控股固定资产周转率虽然低于申通和圆通两家公司，但是主要是由于近些年顺丰加大固定资产的建设，购买飞机等行为势必要大量投入，从而降低了固定资产周转速度。在此期间，顺丰控股总资产周转率保持相对稳定状态，反映了该公司经营态势良好。

总的来说，顺丰控股的应收账款周转率、总资产周转率、以及流动资产周转率，均略低于加盟式企业，但是各项指标均已有所提高，逐渐趋于竞争对手。

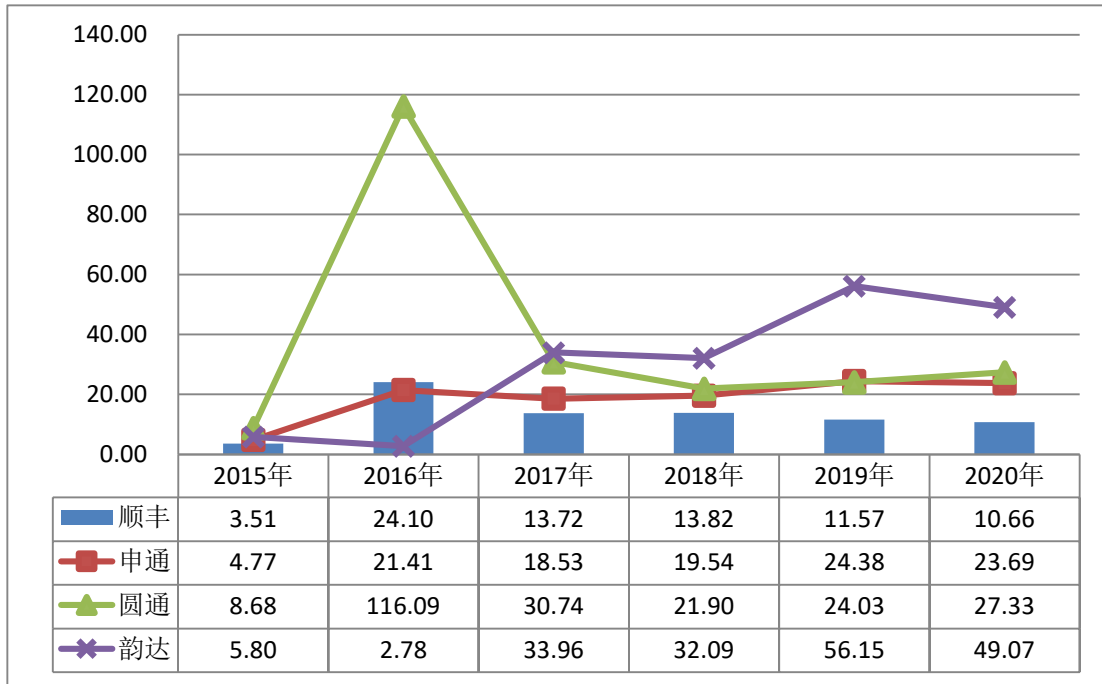


图 4.10 顺丰及其他公司应收账款周转率趋势图

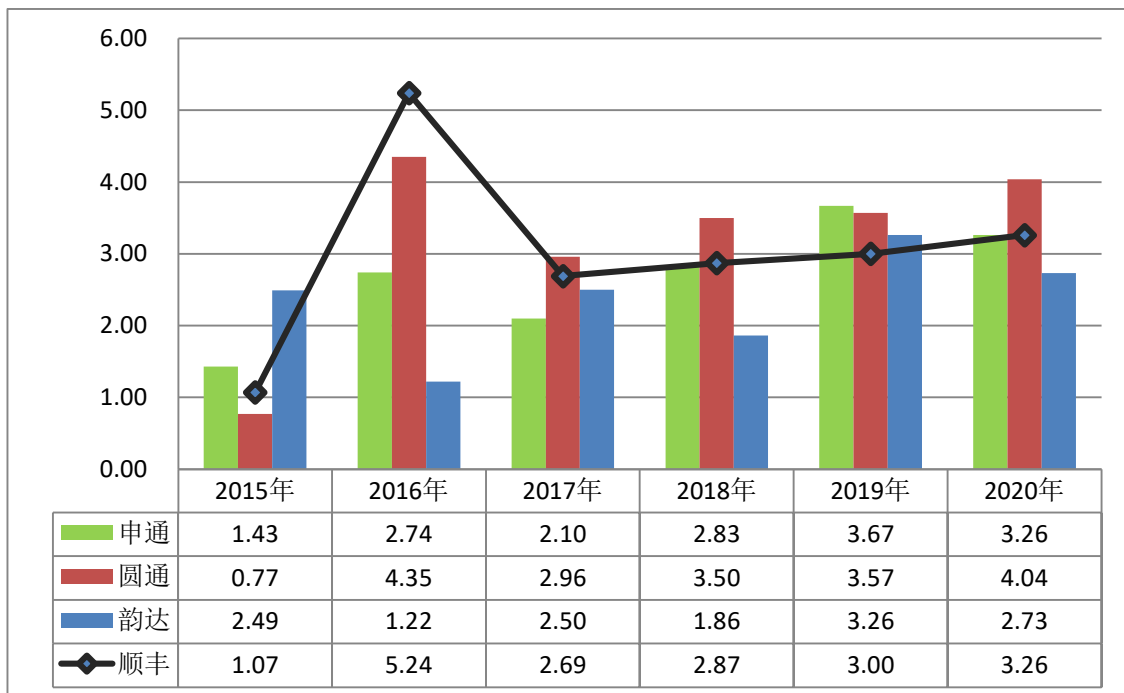


图 4.11 顺丰及其他公司流动资产周转率趋势图

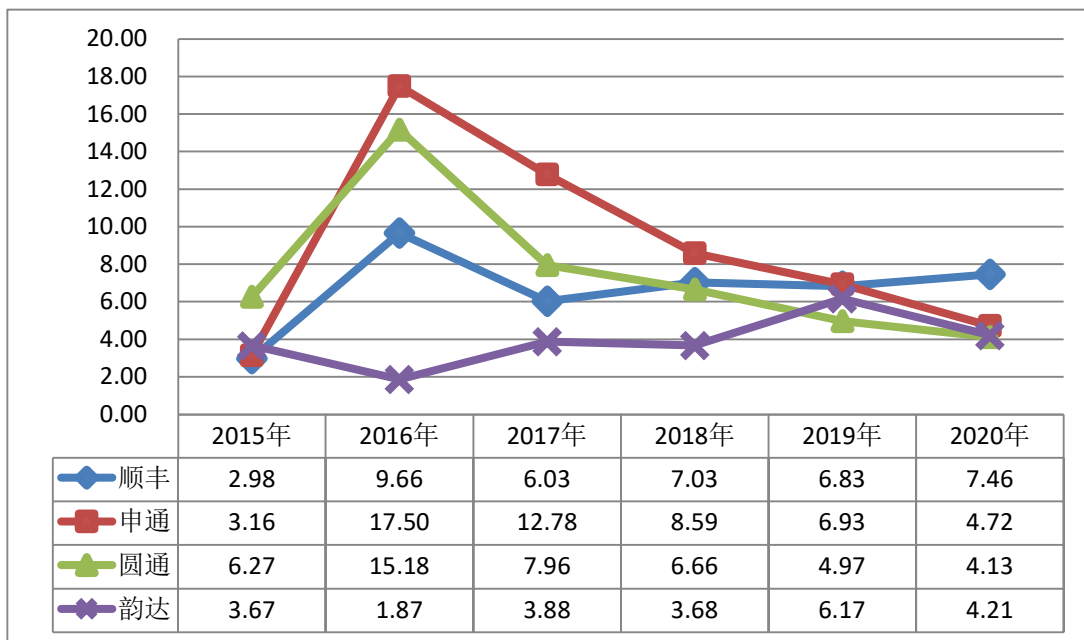


图 4.12 顺丰及其他公司固定资产周转率趋势图

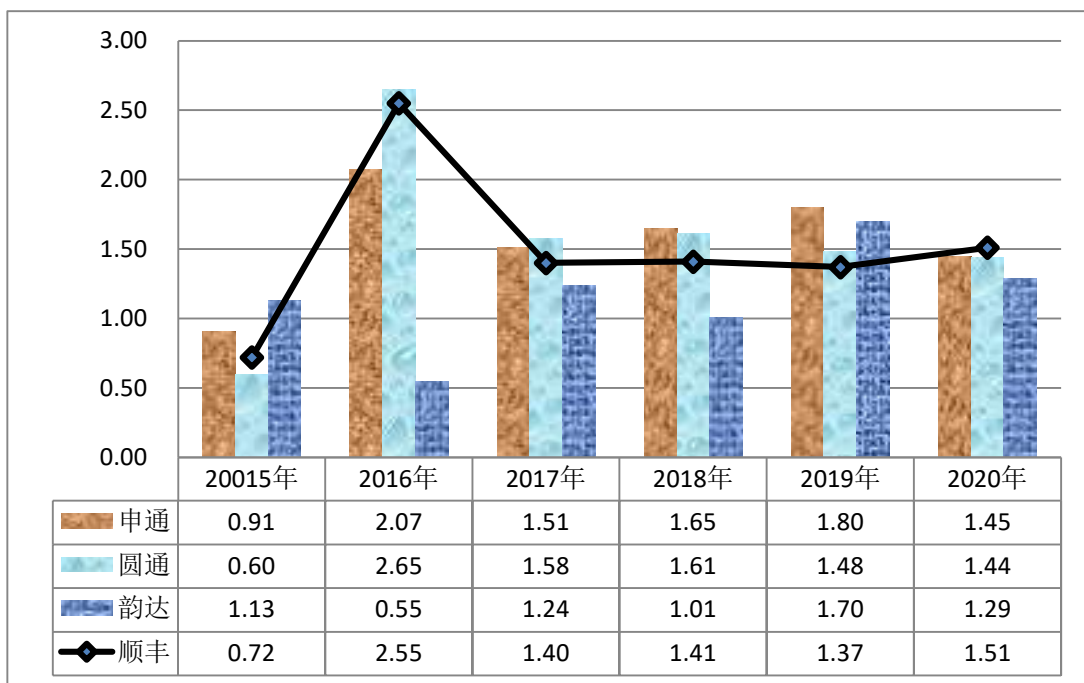


图 4.13 顺丰及其他公司总资产周转率趋势图

## 4.2 EVA 分析

EVA 即经济增加值，EVA 反映的是企业是否具备可持续性盈利的能力，能否实现较高的股东回报率。现有市场分析理论在评价企业并购绩效方面存在一定局限性，有必

要对研究重点进行调整，引入经济增加值(EVA)这一新型分析方法。通过这一方法可以更加全面的分析企业资本收益，得出最佳的资本配置方案。对企业而言，如果要创造价值，必须让经济增加值在 0 以上，否则股东财富不会增加。

### 4.2.1 EVA 简述

在公司的年报中以净利润为基础，通过调整相关会计科目，得到税后净利润的操作方法，即为 EVA 分析，通过这种方法，可以对企业营运能力以及盈利能力进行评估。

EVA 的具体内容为：经济附加值=税后净营业利润-投资资本\*加权平均资本成本。

### 4.2.2 顺丰控股 EVA 分析

EVA，全称 Economic Value Added，中文名称为经济增加值，指的是税后净营业利润扣除全部投入资本的成本后的剩余收益。”经营资产”和”总资产”等指标基于会计准则计算而来，在很大情况下无法反映企业真实业绩。EVA 承认股权资金的成本，可以更好的反映企业价值创造能力，有利于引导企业创造长期价值，避免为追求短期利润而出现决策偏差，确保股东权益不会受损。顺丰控股的 EVA 数据如下：

表 4.4 2015 年-2020 年顺丰控股 EVA

|          | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EVA (亿元) | -0.19  | 19.28  | 31.28  | 28.17  | 34.48  | 40.19  |

数据来源：国泰安数据库

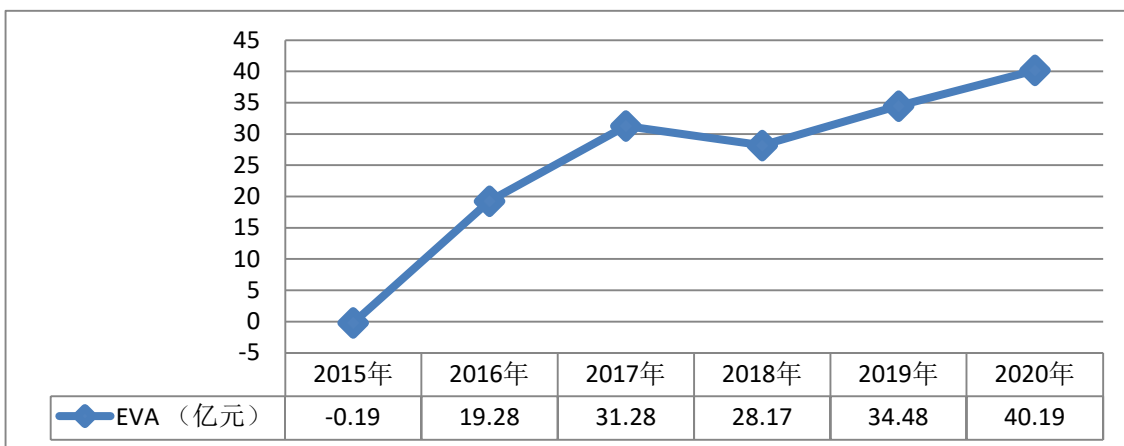


图 4.14 顺丰 EVA 趋势图

根据图 4.14 顺丰控股 2015 至 2020 年 EVA 变化趋势折线图可以得到以下两方面结论：

第一，顺丰控股 EVA 在 2015 年借壳上市之前在零以下，由此可以判断，顺丰控股该年度投资经营活动造成企业价值减损，由于未将股权资本成本考虑在内，无法真实呈现企业净利润。2016 年，顺丰控股完成借壳上市，EVA 由负转正，股东财富持续增加，特别是 2018 年，股东财富大幅提升，顺丰控股市场竞争力进一步强化，企业实现增值。由此可见，顺丰控股借壳上市，显著改善了其综合绩效，实现了预期目标。

第二，顺丰控股 EVA 在完成借壳上市之后，保持稳定的增长态势。由此可见，顺丰控股借壳上市所产生的经济效益高于成本，随着融资渠道的日益完善，各项业务的逐步成熟，顺丰控股盈利能力将保持持续提升态势，EVA 的增长态势在短期内也不会改变。

## 5 研究结论与启示

### 5.1 研究结论

在对顺丰控股借壳上市这一案例进行分析之后，本文认为顺丰控股借壳上市，显著改善了其综合绩效，具体反映在以下几个方面：

通过对顺丰控股上市前后的财务绩效对比中发现，顺丰控股在完成借壳上市后缓解了企业现金流不足的问题，通过筹集所需资金为实现战略目标提供了强有力的支撑，显著改善了经营效率，利润空间持续扩展。因此，顺丰控股借壳上市，改善了其短期绩效。在借壳上市完成之后的两年期内，顺丰控股财务绩效保持稳定的增长态势，特别是在上市一年之后，出现较大幅度的增长。基于此可以判断，顺丰公司在借壳上市之后，经过一年左右的资源整合，经营情况得到显著改善，盈利能力持续提升。

本文横向对比分析的结果显示，在整个快递行业，顺丰控股盈利能力和营运能力处于中低水平，但是具有较高的偿债能力，这和顺丰控股公司资产基数以及运营规模存在相关性。和其他几家快递公司相比，顺丰控股公司规模较大，各项财务指标变化幅度相对较低。特别是行业内几家快递公司借壳上市之后，财务绩效都得到显著改善，在很大程度上说明借壳上市是一种有效的上市融资模式，对企业发展产生积极影响。

根据上文论述可知，顺丰控股此次借壳上市，实现了预期目标，扩展了融资渠道，改善了经营管理效率，优化了内部治理架构，提升的盈利能力，财务绩效得以显著改善。

### 5.2 研究启示

顺丰控股通过借壳上市的方式，在短时间内实现上市，有效改善了集中和绩效，结合上市过程中的很多做法和经验，对于其他类似企业借壳上市具有参照价值。

#### 5.2.1 根据企业情况制定合理上市方案

在国家政策的大力支持下，快递行业保持高速发展态势，市场规模不断扩张，成为具有广阔发展空间的新兴产业。在快递行业，顺丰控股如果保持稳定的核心竞争力，必须持续扩展业务覆盖范围，在战略目标导向下加速转型和业务升级。在这一过程中，

离不开持续的资金支持，上市融资势在必行。顺丰控股在借壳上市之前，圆通快递和申通快递已经拥有借壳上市的成功案例，如果顺丰控股采取传统的 IPO 上市，将耗时良久，错失发展机会。因此，顺丰控股选择更加便捷的借壳上市，在短时间内实现快速融资。基于此可以判断，在日益复杂的快递行业，借壳上市已经成为快递企业转型发展的重要路径。

### 5.2.2 完善治理结构优化资源配置

企业通过借壳上市成为上市公司之后，必须有针对性的调整经营战略，优化完善治理结构，整合优势资源，梳理核心资产，优化资源配置，以便最大程度的扩大利润空间。企业在完成借壳上市之后，必须以战略目标为导向，制定科学合理的经营决策，在优化治理结构资源配置的基础上，激发内在发展活力，改善资产运营效率，接受市场监督，建立符合监管要求的治理制度、信息披露制度以及激励制度，从而持续改善工作效率，实现经营绩效的增加。

### 5.2.3 警惕财务风险拓展融资渠道

通过分析顺丰控股借壳上市的动机，可以发现，随着快递行业竞争程度的不断提升，整个行业的竞争环境更加复杂，快递公司通过借壳上市可以实现快速融资，而满足其战略转型的资金需求。基于此可知，借壳上市本质上是一种短期投机行为，虽然在短时间内有利于改善企业经营绩效，但是也存在影响企业长期绩效的风险。所以，企业在借壳上市过程中，必须加强战略目标的合理规划，各种潜在风险因素加以重视，不断丰富融资途径，制定科学的融资规划，为实现战略目标提供强有力的保障。

通过分析相关财务数据可知，顺丰控股在完成借壳上市之后，对贷款和债券的比例进行了调整，企业资产负债结构持续优化，现金流动性进一步提升。整体而言，顺丰控股依托于证券市场，进一步扩展了融资渠道，为企业各项发展规划的有效实施奠定了坚实基础，推动了企业稳步发展。



## 参考文献

- [1] Brusco S, Ostoa A A. Understanding reverse mergers: a first approach[J]. Journal of Chemical Information & Modeling, 2002, 54(1):30-36.
- [2] Brown, Ferguson. The effects of management buyouts on operations and value[J]. Journal of Financial Economics, 2010(24):217-254.
- [3] Brenner V C, Schroff W K. Reverse merger or IPO consider the former when you take your family business public[J]. Strategic Finance, 2004, 5: 47-52.
- [4] Floros Ioannis V, Sapp Travis R.A. Shell games: On the value of shellcompanies[J]. Corporate Finance, 2011(17): 850-867.
- [5] Floros, Ioannis, Kuldeep Shastri. A comparison of initial public offerings and revers mergers as alternate mechanisms to going public[J]. Iowa State University Working Paper, 2009(36): 113-217.
- [6] Gleasona, Kimberly, Leonard Rosenthalb, Roy Wiggins. Backing into being Public: An exploratory analysis of reverse takeovers[J]. Journal of Corporate Finance, 2005(12): 54-79.
- [7] Gleason K.C, Jain R, Rosenthal L. Alternatives for going public: evidence from reverse takeovers self-underwritten IPOs and traditional IPOs[J]. Working Paper, 2005: 12-14.
- [8] Gillan S L, John W K, John D M. Diversification age case of sears roebuck[J]. Value Journal Creation and Corporate of Financial Economics, 2005(15):103-107.
- [9] Hakan F, Joel S, Martin T. Reverse takeover: a back door to the market[J]. Gjuterigatan Sweden:Jonkoping University,2007.
- [10] Manson, Stark, Thomas. A cash flow analysis of the operational gains from 50 takeovers[J]. Research Report of the Chartered Association of Certified Accountants, 1994(35): 301-311.
- [11] Muller.A Theory of Conglomerate Mergers[J]. Quarterly Journal of Economics, 1980(83): 643-659.
- [12] Pollard. Sneaking in the back door? An evaluation of reverse mergers and IPO[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2016, 47(2): 305-341.

- [13] Ritter, Welch. Understanding reverse mergers: a first approach[J]. Business Economics Series, 2012(11).
- [14] Singh. Corporate financial patterns in industrializing economies-a comparative international study[D]. IFC Technical Paper 2, 1995.
- [15] Sjostrom. Truth about Reverse Mergers[J]. The Entrepreneurial Business Law Journal, 2008(2): 433-456.
- [16] Steven Kaplan. The effects of management buyouts on operations and value[J]. Journal of Financial Economics, 1989(24): 217-254.
- [17] Thomas L, James. Use of reverse to bypass IPOs: a new trend for nanotech companies[J]. Nanotechnology Law & Business, 2007(3): 661-664.
- [18] 赵昌文等著.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.
- [19] 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.
- [20] 方志刚. 借壳上市的市场反应研究[D]. 北京: 中国人民大学, 2014.
- [21] 冯苗苗.财务视角下的银亿控股反向并购案例研究[D]. 济南: 山东大学, 2014.
- [22] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究, 2001(1): 54-62.
- [23] 桂苗苗. 圆通速递“借壳上市”绩效评价——基于财务报表分析视角[J]. 现代商贸工业, 2020(3): 1672-3198.
- [24] 罗贤. 我国企业买壳上市运作的动因与绩效研究[D]. 北京: 中国地质大学, 2006.
- [25] 卢鑫. 反向并购下壳资源价值评估—基于借壳方收益视角的研究[D]. 北京: 北京交通大学, 2014.
- [26] 李治颖. 基于多元线性回归的 IPO 与借壳公司的绩效研究[J]. 全国流通经济. 2019(20): 2096-3157.
- [27] 刘妹滢. 借壳上市热潮之顺丰转型融资[J]. 商场现代化, 2016, 6, 10.
- [28] 刘贵文,冯捷.房地产企业“买壳上市”动因与绩效分析[J]. 建筑经济, 2010(4): 58-61.
- [29] 刘青,杨子锋.基于主成分分析法研究中国企业借壳上市的后续财务绩效[J].辽宁师范大学学报, 2018, 41(1):22-29.
- [30] 牟朝霞. 内地企业集团在香港借壳上市问题探讨[J]. 财经科学, 2012(8): 35-40.
- [31] 潘颖,聂建平.基于因子分析的上市公司并购绩效增量评价[J].经济问题, 2014(1):

- 115-118.
- [32] 卿校成,曾勇,李解.民营企业上市的模式、现状及原因分析[J].管理学家. 2008, 5: 443-452.
- [33] 钱兴邦. 借壳上市:IPO 的替代模式[J]. 投资家, 2008(1): 34-37.
- [34] 彭晓洁. 我国民营企业借壳上市的现状、动因及建议[J]. 财会月刊, 2011(4): 28-29.
- [35] 邱群. 房地产企业借壳上市财务绩效研究[J].财经界(学术版), 2013(6): 26-28.
- [36] 齐方圆. 绿地集团借壳上市对财务绩效的影响研究[D]. 广东工业大学, 2017.
- [37] 孙春甫. 借壳上市的动因及交易模式分析[J]. 财务与会计, 2013(3): 90-92.
- [38] 田乐. 企业资本运作中的“壳”资源[J]. 合作经济与科技, 2010(8): 56-57.
- [39] 王太盈. 协同效应理论文献综述研究[J]. 经济研究导刊, 2019(31): 11-24.
- [40] 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(9): 22-25.
- [41] 夏祖伟. 买壳上市效应研究——基于仁和药业的案例分析[D]. 复旦大学学报, 2009(10): 45-94
- [42] 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(9): 34-39.
- [43] 张雪莹,焦健.哪些上市公司容易成为买壳对象?-基于 Probit 模型分析[J]. 山东工商学院学报, 2015, 29(5), 94-99.
- [44] 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.
- [45] 张洽, 刘蓉. 权力寻租理论文献回顾及启示[J]. 商业会计, 2019(24): 1002-5812.
- [46] 周文敏. 基于 Fama-French 三因子模型的公司借壳上市绩效问题实证研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2009.
- [47] 郑海元, 陆佳友. 从美国购并浪潮看中国的借壳上市[N]. 西南财经大学学报, 2012(4): 33-39.
- [48] 赵金艳. 浅析借壳上市经营绩效[J]. 时代经贸, 2016(3): 31-32.

## 后 记

光阴似箭，日月如梭，3 年的 MBA 研究生求学即将结束。回想两年多的学习生活，面对培育我的母校，心中无限感慨。

首先，我要向我的导师致以最衷心地感谢，在本论文的写作过程中，我的导师倾注了大量的心血，从论文选题到开题报告，从写作提纲，到一稿、二稿、三稿中指出每稿的具体问题。导师老师严谨的治学态度、渊博的理论知识、清晰的头脑思路使我受益匪浅。尤其是导师丰富的会计实务知识和对会计政策及法规的理解和运用，为我此篇论文的写作给予了极大地帮助。

此外，也要衷心感谢兰州财经大学 MBA 中心的每一位老师，你们在授课时教授的 MBA 理论知识及相关课程，构成了我此篇论文的理论基础。论文中的字里行间也透露着你们平日授课时的辛勤汗水，各位老师的敬业精神和渊博的知识将成为我终生的学习目标。

在此，我还要感谢我论文中引用和参考的文献作者，是他们的文献给了我启示，使我开阔思路、增长了学识。

最后，要感谢我的家人，感谢家人对我研究生阶段学习、生活上极大地关心和支持。

作者：张文君

2022 年 3 月 18 日