

借壳上市对快递企业短期市场反应层面的影响

——以顺丰控股为例

蒋欣,田治威,唐余,闫威

(中南林业科技大学 会计系,湖南 长沙 410000)

摘要:近年来,电子商务的蓬勃发展促进了快递产业的崛起,越来越多的快递公司开始选择上市发展。而在上市模式中,借壳上市相较于传统IPO挂牌方式来说,申请流程更加简化,等待上市的时间也更短。文章以顺丰控股借壳鼎泰新材上市事件为主要案例,采用事件研究法对顺丰控股借壳上市后所形成的短期市场反应做出分析,由此来研究顺丰控股借壳上市公告日前后财务效应的变动情况,并根据此变动情况给其他迫切需要上市的公司提供可参照借鉴的投资建议。

关键词:顺丰控股;鼎泰新材;借壳上市;短期市场反应

[中图分类号]F832.51;F272.5 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2021)06-0110-11

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2021.06.015

**The Influence of Back-Door Listing on the Short-Term Market Response of Express Delivery Enterprises:
Taking SF Holding as an Example**

JIANG Xin, TIAN Zhi-wei, TANG Yu, YAN Wei

(Department of Accounting, Central South University of Forestry and Technology,
Changsha, Hunan 410000, China)

Abstract: In recent years, e-commerce's flourishing development has contributed to the rise of express industry, and an increasing number of the express delivery enterprises begin to choose listing development. In the listing mode, comparing to the traditional IPO listing method, back-door listing simplifies the application procedure and shortens the waiting time for listing. Taking SF back-door holding Dingtai Hi-tech Materials listing event as the main case, this paper analyzes the short-term market response after holding back-door listing by applying event study method. Accordingly to study the changes in the financial performance of SF holding back-door listing before and after the date of announcement and to provide investment advice for other companies anxiously desiring to list for a reference according to this change.

Key words: SF holding; Dingtai Hi-tech Materials; back-door listing; short-term market response

收稿日期:2021-09-28

基金项目:国家社会科学基金项目(19BGL052)

作者简介:蒋欣(1972—),女,湖南保靖人,副教授,博士,主要从事财务会计、林业经济理论与政策研究;

田治威(1958—),男,山西晋中人,教授,博士,主要从事财务会计、林业经济理论与政策研究;

唐余(1994—),男,湖南石门人,硕士研究生,研究方向为财务报表分析与应用; <http://www.cnki.net>

闫威(1997—),男,河南安阳人,硕士研究生,研究方向为内部控制与风险管理。

一、引言

随着社会主义市场经济的发展以及电商的出现,人民的购买需求和渠道也越来越多元化,中国的快递行业也进入到了一个前所未有的发展黄金期^[1]。在经济供给侧结构性改革的推动下,我国中西部区域物流需求受到了进一步刺激,快递业成为现阶段高速发展的一个产业。2016年,中国快递产业出现了巨大的变革,各家快递企业规模不断扩大,发展如日中天,全国总的快递业务量由19世纪80年代的153万件提升到现在仅仅是2021年的前三个季度就达到673.2亿件,三十年年均增速高达41.5%左右^[2]。同时,电商班列、高铁物流等新型经营模式获得重大进展,中国物流业务也走向了新纪元。然而,在时代的驱使下,大小快递企业的竞争也越来越激烈,各大快递企业为了谋求发展,并凸显自身优势,纷纷选择上市^[3]。

对于上市方式来说,主要包括以首发股份上市(IPO上市)和借壳上市两种模式,其中借壳上市具有成本低、速度快、操作简单的特点,对于处于机遇期的快递行业,借壳上市无疑是一种十分合适的上市方式^[4]。顺丰控股作为国内汽车物流公司的龙头企业之一,从创立至今,它在市场上树立了优秀的企业品牌形象。采用借壳上市投资的方法,顺丰控股将可以更好地实现公司的发展,顺应时代变化的浪潮。为此,本文期望通过探讨顺丰控股借壳上市后短期市场反应层面的影响来为其他上市较为迫切的企业提供参考。

二、理论框架与研究方法的选取

公司通过借壳上市对于短期市场反应的影响,通常是采用事件研究法来研究。事件研究法的基本原理,是先对某个重大事件前后公司股票的平均超额收益(AR)和累计超额收益率(CAR)的变动情况做出分析,然后通过这些数据考察该事件对股价的影响。超额收益率能够排除随机因素给企业股票价格所造成的负面影

响,对分析企业借壳上市后的财务绩效具有实际意义。一旦事件期的累计超额收益率有明显增加的现象,则说明该事件会造成股票价格上升,从而提高企业的投资价值。所以,本文以顺丰控股通过控股及借壳鼎泰新材上市为案例,研究顺丰控股借壳上市对其公告日前后的股价变动等短期市场反应层面的影响。

运用事件研究法,首先要明确的是“窗口期”和“估计期”。窗口期是指公司不会出现重大事件,以保证公司在预测期间内的正常收益率。估计期与窗口期并不重叠,其目的是确定事件的正常收益率与无偏性^[5]。

三、顺丰控股借壳上市案例介绍

(一)顺丰控股借壳上市案例背景

1.顺丰控股简介

顺丰控股集团有限公司创立于1993年,其原先的名称为顺丰速运。在上市之后,顺丰速运便于2017年2月24日把公司名变更了,变更后的名称为顺丰控股,股票代码为002352。公司董事长为王卫,顺丰控股的主营业务是对国内以及海外的各类快递运输产品进行仓储配送和物流运输,随着业务的不断精进和拓展,顺丰控股已经发展成了一家业务成熟且家喻户晓的快递服务商了^[6]。顺丰控股自成立之初,就秉持着直营模式的发展战略,力求最大程度保证服务的质量和效率,这也更方便了企业的管理和运作。历经二十多年的发展,顺丰控股依托成熟的快递运输网络,在巩固国内市场地位的同时,进军海外市场,寻求业务转型升级,加强基础配套设施的建设,对供应链体系不断进行完善。同时依托B2B领域的优势和机会,结合电商行业的发展,把握住电商件业务和商务件业务的双重市场^[7]。本文以表1及图1所示内容对顺丰控股发展历程及其借壳上市前股权结构进行相关介绍。

2.鼎泰新材简介

马鞍山鼎泰稀土新材料有限公司成立时间为2003年5月13日。其于2010年在深圳证

券交易所中小企业板挂牌上市,股票名称是“鼎泰新材”,股票代码为 002352。

鼎泰新材一直致力于稀土锌铝金属材料防腐技术的研究开发与应用,该公司主要从事对新型、耐腐蚀性强的稀土铝合金镀层钢丝进行制造和推广销售。鼎泰新材的股权结构如图 2 所示。

表 1 顺丰控股发展历程

发展时期	时间	发展历程
初步创业期	1993—1997 年	吸引大量顾客的“低价抢滩”策略,使其得到了初步的成就,并开启了疯狂发展;加盟模式扩大市场区域,占据一定市场份额。
高速成长期	1997—2001 年	走出华南,布局全国,成为快递行业佼佼者。
管理优化期	2002—2007 年	整顿收权,进一步清晰公司架构和产权结构;设立总部,王卫掌权,逐步采用全面直营模式,明确产品定位,为客户提供中高端的快递服务。
竞争领先期	2008—2012 年	成立顺丰航空,拓展国际业务,加强竞争优势。
战略转型期	2012—	发展多元化业务,提供一体化供应链解决措施,巩固 B2B 快递领先地位,追求更高目标。

资料来源:根据顺丰官网资料自行整理

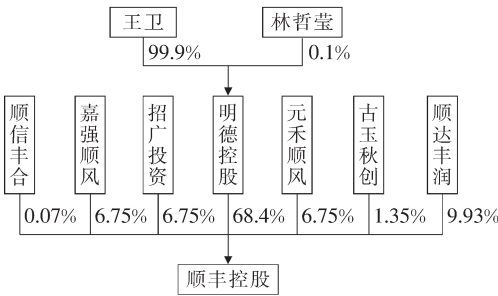


图 1 借壳上市前股权结构图

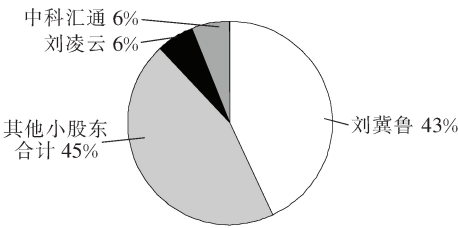


图 2 鼎泰新材股权结构图

由图 2 可知,鼎泰新材的股权相对集中,刘冀鲁拥有其 43% 的股份,是其实际控制人。高度股权集中的鼎泰新材,极大地提高了股东大会通过借壳上市方案的概率。

(二)借壳双方经营状况

1.顺丰控股的经营情况

顺丰控股是国内领先的物流服务供应商,其业务主要包括快递运输、仓储配送、冷链运

输、重货运输及金融投资等,顺丰控股 2014—2017 年部分财务数据如表 2 及表 3 所示。

表 2 顺丰控股 2014—2017 年资产负债表部分数据

日期/年	资产总计/万元	负债总计/万元	股东权益合计/万元	母公司所有者权益/万元
2014	2 742 645	1 298 336	1 444 308	1 443 708
2015	3 471 657	2 095 771	1 375 886	1 368 574
2016	4 413 489	2 357 822	2 055 666	2 051 177
2017	5 766 016	2 492 753	3 273 263	3 268 083

资料来源:同花顺 iFinD

表 3 顺丰控股 2014—2017 年利润表部分数据

日期/年	营业收入/万元	营业成本/万元	利润总额/万元	净利润/万元	母公司的净利润/万元
2014	3 891 114	3 219 892	61 696	47 563	47 847
2015	4 810 115	3 858 590	169 050	109 422	110 143
2016	5 748 270	4 616 517	519 073	416 078	418 043
2017	7 109 430	5 682 311	650 204	475 185	477 069

资料来源:同花顺 iFinD

由表 2 可以看出:顺丰控股资产总额增长幅度明显,说明其企业拓展业务发展、引进设备物资、经营发展状况良好。资产的扩张带来负债的增加,顺丰控股的负债总额增幅稳定,因此

所有者权益也呈现出明显上升的趋势,说明顺丰控股在扩张企业规模的同时,能够把握住公司的运营节奏和发展方向,创造良好的收益。

由表3可以看出:顺丰控股的营业总收入增长稳定,说明顺丰控股在保持原有业务稳定发展的同时,开辟的新业务和运输线路所带来的收益良好,能够为企业创造价值。

2. 鼎泰新材的经营情况

鼎泰新材在2010年1月11日,经证监会核准在深圳证券交易所发行股票进行融资。但是,由表4可以看出,鼎泰新材的业务发展能力下降,为企业创造的收益越来越低。

表4 鼎泰新材2013—2015年利润状况

日期/ 年	营业收入/ 万元	营业成本/ 万元	利润总额/ 万元	净利润/ 万元
2013	72 199	62 106.11	4 712	4 028
2014	81 264	70 578.51	2 791.49	2 412
2015	66 846	57 253.21	2 927.67	2 513

资料来源:同花顺 iFinD

在表4中,2013—2014年,鼎泰新材的净利润快速下滑,并且在后来持续的一年时间内没有太大的变化;而在2014—2015年,鼎泰新材的营业收入从8亿元左右快速下滑至6亿元左右,主要原因是国内外缓慢复苏的经济环境下,需求疲软,使得鼎泰新材的市场需求量不断下降,同时劳动力资源的短缺以及人力资源成本的增加,导致收入和利润严重缩水。

(三) 借壳上市过程

2016年2月18日,顺丰控股前身顺丰速运拟在我国资本市场IPO上市,但是选择IPO上市,按正常流程需3年左右的时间。2016年5月23日,鼎泰新材发布公告,拟与顺丰速运进行重大资产重组,顺丰速运将采用借壳上市模式,其上市过程重要时间表如表5所示。

顺丰控股取得鼎泰新材控制权完成借壳上市后,其首次募集80亿资金,用于航空器材购置与冷链有关的配套设施购置以及三网物流网

络系统的研发和运输枢纽中转站建设等核心业务的拓展和建设。具体上市流程如图3所示。

表5 顺丰控股借壳上市重要时间表

时间	上市过程
2016.05.23	鼎泰新材首次宣告与顺丰速运进行重大资产重组
2016.07.26	修改定向增发方案,剥离金融业务
2016.10.11	重大资产重组事项获批
2016.12.27	双方正式签订了企业重大资产重组的合同以及资产交割协议确认函
2017.01.23	顺丰新股正式上市
2017.02.24	证券名称由“鼎泰新材”正式改为“顺丰控股”

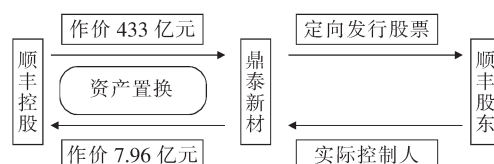


图3 顺丰控股借壳鼎泰新材上市流程

四、顺丰控股借壳上市动因分析

(一) 借壳方动因分析

1. 同行业竞争压力大

近年来,快递同行业之间的竞争日益激烈,为了增加企业自身的业务量,获得更大的市场份额,不惜以降低价格作为代价。随着快递业经营成本的上升以及快递价格的下降,企业的经营利润也逐渐缩减。为了有效地改变激烈的竞争状况,缓解竞争的压力,需要资本的介入。另外,在我国,包括顺丰控股在内的快递企业都是依靠电商行业的东风兴起的,和海外市场知名的快递企业相比较,顺丰控股起步相对较晚,发展比较落后,想要与FedEx、DHL、UPS等国际快递企业竞争,深入占领国际市场,在短时间内是难以实现的。在经济全球化的趋势下,要求企业跨出国门,走向世界,否则会被优胜劣汰的市场规则所淘汰^[8]。所以,顺丰控股在国内市场后有追兵,在国际市场前有强敌,发展形势十分紧迫。

2. 拓展融资渠道, 助力企业转型

顺丰控股主动调整其原有的发展战略, 独立自主运营主营业务板块。公司发展战略的实现需要强大的资金作为支持, 但是从顺丰控股 2015 年的财务报告来看, 公司自有资金已经难以维持战略发展。公司在 2013—2015 年花费在自有航空运输设备的筹建以及分拨中心建设上的资金已经达到 200 亿元, 而当时顺丰速运财务报告上显示只有 141 亿元可用于支付, 单靠自有资金很难推动企业转型发展。另一方面, 顺丰控股作为快递行业内的龙头企业, 公司业务发展所创造的主营业务收益总体上是相当可观的。但是从管理模式来说, 顺丰控股采用的直营式管理虽然管理效率高, 但其产生的管理成本与其他加盟制快递企业相比较, 却要高出许多^[9]。顺丰控股作为快递行业拥有货运机最多的公司, 所承担的运输成本高, 导致公司的营业收入和利润不成正比。除此之外, 顺丰控股还致力于拓展业务的多样性, 增加了冷链、医药和重货运输的业务。其中冷链和医药运输对保存条件要求极高, 特别是医药的运输, 需要专业的操作人员对配送细节进行把握, 这也增加了人力资源成本。另外, 进入到物流智能化时代, 顺丰控股除了要保持原有的竞争优势外, 还需要紧跟时代发展的步伐, 加大对智能物流系统的研发, 将智能物流系统引入公司内部管理模式, 才能更好地推动公司的发展。

以上业务的发展, 需要大量且长期的资金占用, 光靠企业自身资金很难维持其发展, 因此, 顺丰控股急需拓展融资渠道, 解决公司的资金问题, 为企业的顺利转型和发展提供强有力的资本支撑。

(二) 让壳方动因分析

1. 经营状态不佳, 实现自我转型

鼎泰新材经营状况不佳, 尽管不存在退市的风险, 但是在当前经济形势下, 传统制造业发展受限, 净利润逐渐下降, 盈利能力减弱, 发

展陷入瓶颈。为了保护股东的合法权益, 维持公司的正常经营和发展, 鼎泰新材决定和顺丰速运进行资产重组, 来提升公司整体的营业能力。鼎泰新材从原先的制造业企业转变为拥有广阔发展前景的现代服务业企业, 从根本上拓展企业的经营范围, 突破发展瓶颈, 实现自我转型。鼎泰新材公司业务的转变体现了管理协同效应理论, 顺丰控股的高效管理能力能够改善鼎泰新材的经营管理水平, 同时通过将非上市公司顺丰控股的优质管理资产注入自身企业, 提高企业资产的质量, 实现协同管理, 经营能力和管理水平也将有所提高, 从而带来良好的业绩^[10]。

2. 看好快递行业发展前景

鼎泰新材之所以选择与顺丰控股进行资产重组, 也是因为看重其行业发展前景。近年来, 制造业受“三去一降一补”的影响, 面临着利润下滑、发展前景受限等困境, 而快递业处于高速发展期, 并受到国家政策支持, 优势显著。并且, 人们习惯且热衷于线上购物, 这也带动了快递市场的发展。

在国家整个经济环境活力不足的情况下, 鼎泰新材所在的制造行业发展情况并不乐观, 受市场消费需求等多方面因素的影响, 企业的盈利能力和成长能力较差。因此, 鼎泰新材希望和顺丰控股进行资产重组, 将业务投身于快递行业, 实现企业的转型^[11]。

五、研究设计

国内民营快递企业上市受很多因素的影响, 这就使得一般的财务绩效评价方法很难准确地评估顺丰控股借壳上市事件给其带来的短期层面的影响。采用事件研究法可以很好地避免其他非关键因素对该事件评估的影响, 采用该方法首先需要对顺丰控股借壳上市的事件内容、事件日、窗口期及估计期进行界定, 然后再确定需要计算的样本和指标^[12]。

(一)确定研究事件

顺丰控股已在国内股市挂牌,采用的“壳”为安徽马鞍山段山区鼎泰矿业稀土新料及材料集团股份有限公司,股票名称为“鼎泰新材”。本文把顺丰控股借壳收购鼎泰新材并实现控股上市定义为研究事件,对顺丰控股借壳上市公告日前后财务绩效的变化进行研究。

(二)确定事件日

一般来说,事件日指的是公司借壳上市的公告日,即第0天。如果公司股票在当日处于停牌的状态,则将股票的恢复交易日作为事件日。鼎泰新材首次对外发布重大资产重组公告的时间是2016年5月23日,而当时鼎泰新材的股票处于停牌的阶段,停牌时间从2016年4月5日至2016年5月30日,因此,本文将鼎泰新材恢复交易日的第1天即2016年5月31日作为事件日。

(三)选取窗口期

窗口期的确定。窗口期的选择一般为事件发生前后的第 N 天,即 $T=(-N,+N)$ 。本文选取的窗口期为事件日前后的30天,剔除其中的停盘日后,最终确定窗口期的时间为2016年2月22日至2016年7月18日。

(四)确定估计期

估计期的确定。估计期是用来计算公司股票的实际收益率,其结果不受研究事件的影响。因此,本文将事件日前的150个交易日至前30个交易日确定为估计期,剔除所有可能影响股价的交易事项和时间段,具体时间为2015年8月19日至2016年2月19日。

(五)计算超额收益率和累计超额收益率

超额收益率和累计超额收益率的确定。将目标公司在窗口期内计算出的收益率作为预计正常收益率,窗口期内的实际收益率和预计正常收益率之间的差额为超额收益率,将超额收益率进行代数求和得到累计超额收益率。

目标公司只需要将自身在窗口期内的股票价格以及所在资本市场的个股指数作为原始数据用于事件研究法的计算。其优势在于原始数据容易搜集与计算,且结果更加清晰明了,并且便于比较^[12]。事件研究法的缺陷在于仅将目标公司的股票价格作为单一指标计算并研究,只对目标企业借壳上市的短期市场反应作出评价,对财务效应难以进行全面的研究。因此,若想对财务效应进行更全面的研究还需借助其他研究方法。

六、计量模型的建立

本文通过构建计量模型计算相关数据及利用SPSS软件进行 T 检验,进一步分析顺丰控股借壳上市事件给其带来的短期市场层面影响。

(一)计算估计期内的股票收益率和市场收益率

为进一步测算顺丰控股的超额收益率和累计超额收益率,需要先计算出顺丰控股在估计期内的股票收益率和市场收益率。估计期内股票收益率和市场收益率模型:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (1)$$

$$R_{m,t} = \frac{K_{i,t} - K_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} \quad (2)$$

其中, $R_{i,t}$ 指公司估计期的正常收益率; $P_{i,t}$ 和 $P_{i,t-1}$ 指公司在 t 日和 $t-1$ 日的收盘价; $R_{m,t}$ 指市场收益率; $K_{i,t}$ 和 $K_{i,t-1}$ 指市场在 t 和 $t-1$ 日的收盘指数。

鼎泰新材在深交所挂牌,因此,本文收盘指标采用了同期的“深证指数”(399001.SZ)。

(二)计算股票在事件期内预期正常收益率
同样地,还需要计算顺丰控股在事件期内的预期正常收益率,为后续的数据测算作铺垫,其构建模型表达式为:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \theta_{i,t} \quad (3)$$

其中, α_i 指回归截距项; β_i 指回归斜率; $\theta_{i,t}$ 指回归残差项。

根据相关数据, 使用了 SPSS 的方法对市场模型进行普通最小二乘法估计, 得到 α 和 β 的数值。

(三) 窗口期内的相关指标的计算

下一步计算出窗口期内的两项相关数据。超额收益率表达式为:

$$AR_t = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (4)$$

窗口期 $(-30, +30)$ 累计超额收益率表达式为:

$$CAR_t = \sum_{t=-30}^{t=30} AR_t \quad (5)$$

(四) 利用 SPSS 软件对累计超额收益率进行 T 检验

我们在计算出相应的数据后, 为保证计算结果的准确, 还需要利用 SPSS 软件对累计超额收益率进行 T 检验。只有在检验无误后, 才可以通过已有的数据来分析顺丰控股借壳上市事件给其带来的短期市场层面的影响。

七、计量结果及分析

运用上述分析模型, 在计算出相应数据后, 需要进一步研究事件期内的累计超额收益率的变动是由借壳上市事件引起的, 还是资本市场股价变动的正常现象。

(一) 股票超额收益率和累计超额收益率分析

将个股股价和深证指数代入公式(1)和公式(2), 计算得出顺丰控股在估计期内的股票实际收益率和深市的市场收益率, 将两组收益率带入 SPSS 进行回归分析, 结果如图 4 所示, 得到通过显著性检验的 α 和 β 的值, $\alpha = 0.001$, $\beta = 1.338$ 。回归方程为:

$$ER_{i,t} = 0.001 + 1.338 R_{m,t} \quad (6)$$

根据上述模型计算出事件期内顺丰控股相关的数据, 变化趋势如表 6 所示。

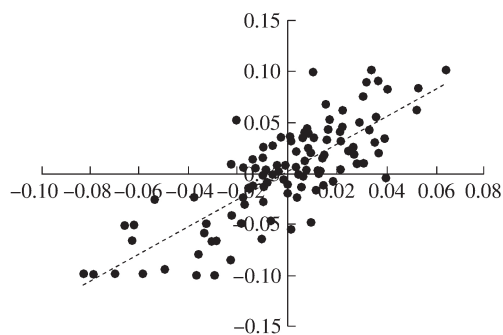


图 4 顺丰控股个股收益率与深市收益率对应散点图

(二) 对事件期内超额收益率变动趋势的分析

由图 5 可以看出, 在 $T=0$ 之前, 鼎泰新材股票的超额收益率就表现出围绕坐标轴各个方向上下连续波动的运行趋势, 波动起伏不大, 主要是顺丰控股借壳上市之前, 鼎泰新材的经营业绩不好, 利润下滑, 股价表现平平无奇。同时, 在 $T=(1,11)$ 期间内, 鼎泰新材的超额收益率急剧上升, 保持在 1% 左右。这是因为 2016 年 5 月 18 日鼎泰新材正式宣布将向其所有者及全体控股股东分别再次派发普通新股并同时给予股东分配一定的股息投资红利, 因此, 此次鼎泰新材股票的超额收益率在 $T=(1,11)$ 期间呈现出比随后几天高的现象。同时也说明顺丰控股借壳鼎泰新材上市给投资者传递的信息是积极的, 投资者认为能够为自身带来利益。鼎泰新材的超额收益率在 $T=(12,30)$ 期间内呈现出波动的现象, 原因是投资者接收到借壳上市的信息后, 逐渐恢复理性, 投资态度由盲目跟风投入资本转向理性分析, 做出的合理的投资选择。总体来说, 鼎泰新材发布重大资产重组公告后, 公司的股票价格虽然后期增速变缓, 但是公司的股票价格还是处于一路上升的状态。

(三) 对事件期内累计超额收益率变动趋势的分析

由图 6 可看出, 在公告日事件发生以后的 30 天里, 鼎泰新材的累计超额收益率在公告发

表6 顺丰控股超额收益率和累计超额收益率数据

交易日	AR	CAR	交易日	AR	CAR
-30	-0.002 510 938	-0.002 510 938	1	0.092 783 199	0.223 763 276
-29	-0.013 839 558	-0.016 350 495	2	0.090 616 794	0.314 380 07
-28	0.002 139 562	-0.014 210 933	3	0.090 040 376	0.404 420 446
-27	-0.002 545 323	-0.016 756 256	4	0.096 699 44	0.501 119 886
-26	-0.006 015 532	-0.022 771 788	5	0.100 922 645	0.602 042 531
-25	0.016 543 591	-0.006 228 198	6	0.094 458 614	0.696 501 145
-24	0	-0.006 220 576	7	0.061 426 459	0.757 927 605
-23	-0.018 685 107	-0.024 905 683	8	0.106 859 114	0.864 786 719
-22	-0.010 294 763	-0.035 200 446	9	0.090 021 692	0.954 808 41
-21	0.036 237 911	0.001 037 465	10	0.093 917 161	1.048 725 571
-20	0.010 751 627	0.011 789 092	11	0.110 906 402	1.159 631 974
-19	-0.010 215 876	0.001 573 216	12	-0.101 246 665	1.058 385 308
-18	-0.001 108 765	0.000 464 451	13	-0.020 262 788	1.038 122 52
-17	0.002 314 018	0.002 778 469	14	-0.034 768 017	1.003 354 503
-16	-0.000 827 769	0.001 950 7	15	-0.012 415 556	0.990 938 948
-15	-0.007 316 252	-0.005 365 552	16	0.088 059 777	1.078 998 725
-14	0.012 476 663	0.007 111 111	17	0.099 244 89	1.178 243 615
-13	0.050 043 704	0.057 154 815	18	0.047 827 63	1.226 071 245
-12	-0.020 952 395	0.036 202 42	19	-0.023 596 813	1.202 474 432
-11	-0.024 221 531	0.011 980 89	20	-0.047 937 311	1.154 537 121
-10	-0.021 668 793	-0.009 687 904	21	-0.002 962 401	1.151 574 72
-9	0.033 579 091	0.023 891 187	22	0.031 114 313	1.182 689 033
-8	-0.005 114 572	0.018 776 615	23	0.019 073 746	1.201 762 779
-7	0.003 830 626	0.022 607 242	24	-0.037 696 72	1.164 066 059
-6	0.007 461 924	0.030 069 165	25	-0.027 076 988	1.136 989 071
-5	0.017 984 485	0.048 053 651	26	-0.021 587 491	1.115 401 58
-4	0.019 645 051	0.067 698 702	27	0.005 187 354	1.120 588 934
-3	-0.018 289 759	0.049 408 943	28	-0.013 357 591	1.107 231 343
-2	0.032 139 749	0.081 548 693	29	-0.005 405 799	1.101 825 543
-1	0.009 412 622	0.090 961 315	30	0.007 238 869	1.109 064 413

资料来源: Investing 数据整理与 SPSS 数据分析结果

布的30天内,达到1.22,说明资本市场上的专业投资者看好顺丰控股借壳鼎泰新材上市这一事件,增强了资本市场上专业投资者对鼎泰新材股票的信心,为企业制定未来发展战略带来极大的正面经济影响和积极推动效应。鼎泰新材股票的累计超额收益率在 $T=(0,10)$ 期间迅

速增长,在 $T=(11,30)$ 期间增长幅度趋于平缓,数值稳定在1.1左右,说明投资者对利好事件的信息需要接受和消化,要花一定的时间,这也提醒投资者要抓住投资黄金时机。

(四) 显著性检验分析

本部分采用单样本 T 检验对借壳上市所

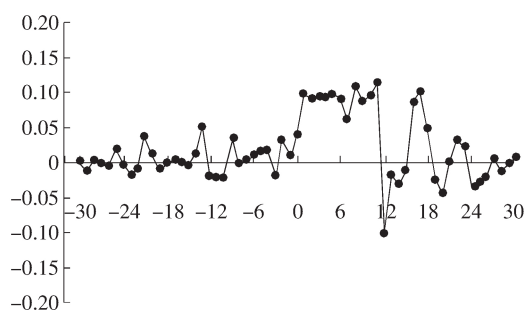


图 5 事件窗口期上市公司超额收益率变动折线图

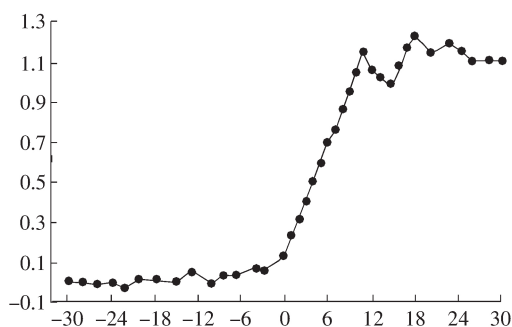


图 6 事件窗口期上市公司累计超额收益率变动折线图

表 7 累计超额收益率显著性检验

检验值 = 0						
t	df	Sig. (双侧)	均值差值	差分的 95% 置信区间		
				下限	上限	
7.288	60	0.000	4.817 419 176	3.495 149 567	6.139 688 786	

带来的累计超额收益率(CAR)进行显著性分析,验证累计超额收益率(CAR)的变动是借壳上市所引起的,还是资本市场上正常的股价变动现象。

由上述检验结果可知,顺丰控股借壳鼎泰新材在窗口期(-30,30)内的CAR值通过了显著性检验($t > 2$ 且 $p < 0.05$),表明窗口期内顺丰控股的股票累计超额收益率不是市场的正常波动,而是受借壳上市事件的影响。

根据以上结果,我们可以发现CAR值的T检验结果是信息与信号理论在此处得到验证。鼎泰新材发布和顺丰控股进行重大资产重组公告后,向市场投资者发出信号,顺丰控股下一步

将进行全方位的资源整合,将全部资产注入鼎泰新材来实现上市。市场的投资者在接收到该信息后,会以较高的价格买入鼎泰新材的股票,使鼎泰新材的股票价格上涨,从而为公司带来正向的累计超额收益率。

八、结论与建议

研究结果表明,顺丰控股借壳鼎泰新材上市在短期市场反应层面上是成功的。通过事件研究法研究发现,顺丰控股借壳鼎泰新材上市这一事件给顺丰控股的股票带来了正面影响,使其股票价格在短期市场反应层面有所提升,并且市场对于这一事件反应较为迅速,并产生了积极的效应,且在持续一段时间后趋于稳定。最后,通过检验表明,事件期内顺丰控股的股票的变化,并不是市场的正常波动,而是受借壳上市事件的影响。顺丰控股的这次借壳上市行为,不仅增加了公司自身的价值,还给公司股东们带来了非常显著的财富效应。本文的研究结论对快递行业其他企业的上市行为具有一定的参考价值。结合顺丰控股借壳鼎泰新材上市的案例,本文总结出以下几点建议,以期为其他企业提供参考。

(一)企业应选择合适的上市方式

在中国,公司挂牌通常采取审批制度,而挂牌的方式通常有企业资产重组和IPO两个方面,而借壳上市属于企业资产重组方案中的其中一类。借壳上市方式的优点,主要在于公司挂牌所需时间较短、程序也相对简单,这两个优势可以很好地为企业的上市战略抢占先机。但是,在其具有优点的同时,又具有相对的劣势,一旦公司通过借壳上市而使借壳方的股份被稀释,则公司在上市后的运作空间也会减少。因此,在选择上市方式时,如果企业是想快速完成上市,抓住市场的机遇期,那么借壳上市无疑是一种相较于IPO上市方式更好的方法;但是,如果企业本身就处于一种发展状况良好,行业

地位稳固,不存在急于上市的情况,则可以选择IPO上市^[9]。2016年对快递业界而言,堪称是群雄并起的一年,中国的各大快递公司都争相上市,而正是这种外部的巨大压力,使得顺丰迫切需要上市来保住自己的行业地位和发展优势,所以对顺丰控股而言,在较短时间内完成上市是十分必要的。所以,借壳上市也就成为了其上市计划的最佳方案。由此可以发现,有计划上市的公司应该事先评估上市方案的优劣,并选定一个合适的上市方案,这样不但能够事半功倍,还能够使公司更好地走上融资舞台,进而实现利润最大化。

(二)企业应选择优质的壳公司

在选择完上市方案之后,一旦公司选择了借壳上市,那么选择一家优质的“壳”便是至关重要的一步了。一个优质的“壳”对企业整体所产生的收益将是很大的,它不但能够降低借壳方重组过程中的经营压力、员工安置压力,还可以避免或有经营风险和后续的整合风险^[13]。通常,优质的“壳”资源具有如下特性。

一是股本规模小。企业在选择“壳”资源时,首先要考虑的就是“壳”资源的股本规模,企业应当尽量选择股本规模较小的“壳”资源,因为如果对方本身的股本规模大于自身或与自身相当,那么,即便是收购了一部分的股权,也不能完全获得企业真正的控制权,这对企业未来的发展是十分不利的。

二是股权结构相对集中。借壳上市前,除了考虑壳资源的股本规模外,同时也需要将壳公司的股权结构考虑进去。股权结构越集中的企业,越有利于借壳上市。因为公司的股权结构集中度高,在进行借壳上市交易的协商过程中,借壳双方能够就借壳方案很快地达成一致,大大降低借壳双方的沟通时间和协商成本,进而降低借壳上市的资金成本。反之,股权集中度分散的壳公司,各利益相关者可能会为了维护自身的利益,难以达成一致的意見,大大降低

借壳上市的效率,间接增加借壳上市的成本。

三是属于“净壳”。借壳上市成功与否直接受到壳资源质量好坏的影响,因此,在借壳上市前,借壳公司应当考虑优质的壳资源,将“净壳”公司作为壳资源的首选。“净壳”公司不可能存在大量的资产负债以及未决诉讼,能够有效地降低其在借壳公司上市时所面临的法律风险,以及有效地减少其借壳公司上市后的资产整合成本^[14]。

借壳上市成功与否与壳公司的质量密切相关,所以“壳”公司的资格筛选至关重要。企业在选择“壳”公司的时候应当结合自身所处的行业特点、自身的实际情况以及“壳”公司的内部情况等方面,认真考察评估,并经过专业的规划与分析,挑选出最适合的优质“壳”公司。

(三)企业应合理使用募集的资金

公司不管选择了哪种模式来上市,上市和成功地融到大量资金并不是它最后的目的,在拥有了巨额的资本注入公司之后,能否合理地利用所筹集到的大量资本,才是关键。回归到原本案例上,顺丰控股在借壳上市获得大量融资之后,根据公司自身的长期发展策略,通过灵活运用资本,大量增加了研发投入,同时完善建立了智慧物流,从而提高了公司运营效益;除此之外,顺丰控股还继续发展新业务,在原有业务的基础上,顺丰控股还开辟了新的经营领域,从而形成了更为完整的业务网络。正是由于顺丰控股的合理运用资金,其迅速步入了智能化、数字化经营的新阶段,大大提升了公司的业务能力,并成为了物流业务中的佼佼者。此外,顺丰控股在借壳上市之后快速拓展了其核心命脉——运输网络,顺丰控股在上市之后,迅速推进了新飞机场地的建设,这不但增加了运输能力与效率,还将更有利于为顺丰控股的客户提供更为优质的服务,同时促进了顺丰快运控股建设高端综合运输服务公司,以确保业务领先。值得注意的是,尽管在顺丰控股所投资的这些

项目并没有马上反映到公司财务上,不过这为顺丰控股未来的发展打下了扎实的基础,也为其未来的腾飞提供了必要的准备^[15]。所以,公司在成功上市及融资后不能盲目地使用资金,要制定科学合理的资金使用计划,结合公司自身的发展战略,着眼于未来,使其为企业带来最大效益,真正解决公司发展遇到的问题,为未来发展蓄力。

(四)企业应根据监管要求调整上市方案

在对顺丰控股借壳上市的动因进行分析时,我们发现民营企业借壳上市对各种外部环境存在较高的敏感性,不管是出现什么变动,都有可能对民营企业借壳上市产生极大的影响。所以,民营企业一定要牢牢把握住国家政策和市场规律,制定出具有针对性的策略,推动企业的发展^[11]。面对市场和监管环境的变化,顺丰控股也适时调整借壳上市的方案,剥离一些不符合监管要求的金融资产,促使此次重大资产重组的顺利实施。因此,企业想要通过借壳上市进入资本市场,获取融资,需要密切关注监管政策的变化,调整借壳上市的方案。

[参考文献]

- [1] Kun-Chih, Qiang Cheng, Ying Chou Lin, et al. Financial Reporting Quality of Chinese Reverse Merger Firms: The Reverse Merger Effect or the Weak Country Effect? [J]. The Accounting Review, 2016 (1): 1363-1390.
- [2] 王英绮.物流企业借壳上市的动因剖析——以圆通借壳大杨创世为例[J].时代金融, 2017(26): 147, 150.
- [3] 李福柱,田爽.我国经济增长中供给侧与需求侧新旧动能转换效应研究[J].长沙理工大学学报(社会科学版), 2020(6): 81-96.
- [4] Wang Bing, Pan Yan. Backdoor Listing Cost Income and Market Transaction-Based on the Empirical Analysis of Listed Enterprises Express[J]. China Circulation Economy, 2017(6): 72-81.
- [5] 刘佳琪.国轩高科借壳上市的财务效应分析[D].长沙:长沙理工大学, 2020.
- [6] 刘鹏飞.顺丰速递借壳上市案例研究[J].现代经济信息, 2017(3): 277.
- [7] 韦璇.大数据背景下的物流企业融资问题研究[J].经营与管理, 2021(6): 20-23.
- [8] 陈依敏.圆通借壳大杨创世上市动因分析[J].山西农经, 2020(1): 55, 57.
- [9] 王静.民营企业借壳上市及资源整合分析[J].财会学习, 2018(5): 161-162, 167.
- [10] 吕维依,熬慧.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.
- [11] 王冰,潘琰.借壳上市成本收益与市场异动——基于快递企业上市的实证分析[J].中国流通经济, 2017(6): 72-81.
- [12] 孙伟艳,张嘉靓.事件研究法下中矿资源并购东鹏新材料价值创造研究[J].经营管理者, 2021(9): 72-73.
- [13] 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.
- [14] 苗卿华.重组上市“借壳”有讲究[J].董事会, 2019(11): 94-95.
- [15] 周云兰,刘妍.居然之家借壳武汉中商上市案例分析[J].财务与会计, 2020(22): 35-37.