



**STUDY OF THE TRANSACTION STRUCTURE DESIGN OF
BACKDOOR LISTING, TAKING COMPANY A AS AN
EXAMPLE OF BACKDOORING COMPANY B**

BY

HAOLIN WANG



**A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT
OF THE REQUIREMENTS FOR
THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INTERNATIONAL CHINESE COLLEGE**

**GRADUATE SCHOOL, RANGSIT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2023**



借壳上市交易结构设计研究-以A公司借壳B公司为例

王浩霖
撰



此论文为申请中国国际学院
工商管理专业研究生学历
之学术毕业论文

兰实大学研究生院
公历 2023 学年

Thesis entitled

**STUDY OF THE TRANSACTION STRUCTURE DESIGN OF BACKDOOR
LISTING, TAKING COMPANY A AS AN EXAMPLE
OF BACKDOORING COMPANY B**

by
HAOLIN WANG

was submitted in partial fulfillment of the requirements
for the degree of Master of Business Administration

Rangsit University
Academic Year 2023

Asst. Prof. Chen Ao, Ph.D.
Examination Committee Chairperson

Jiang Haiyue, Ph.D.
Member

Prof. Guo Jianluan, Ph.D.
Member and Advisor

Approved by Graduate School

(Asst. Prof. Plt. Off. Vannee Sooksatra, D.Eng.)
Dean of Graduate School
May 29, 2024

致谢

我谨向我的导师郭建鸾教授致以最诚挚的感谢和最深厚的敬意。在完成这篇论文的过程中，您的支持和帮助是我最宝贵的财富，让我能够顺利地完成这一学术旅程。您在整个研究过程中给予了我无私的指导和鼓励。您的专业知识和严谨治学的态度，不仅为我提供了宝贵的学术指导，也启发了我对研究工作的热情和执着。感谢您对我的耐心指导和悉心培养，让我在学术道路上不断成长。

我还要感谢评审委员会的各位专家，感谢您们抽出宝贵的时间对我的论文进行评审和指导。您的审阅意见和建议对我提高论文质量和思考深度起到了至关重要的作用，让我的研究更加严谨和完善。

感谢我的家人和朋友，在我学习和研究的道路上一直给予我无条件的支持和鼓励。感谢你们在我遇到困难时给予我坚定的支持和鼓励，让我始终坚持不懈，不断前行。

最后，我要感谢所有曾经帮助过我的老师、同学，感谢你们在我学习和工作中的无私帮助和合作。没有你们的支持和鼓励，我无法完成这篇论文。你们的支持和鼓励是我前行路上最坚实的后盾。愿我们继续携手并进，共同奋斗，共同成长！

王浩霖

研究生

6509276 : Haolin Wang
 Thesis Title : Study of the Transaction Structure Design of Backdoor Listing, Taking Company A as an Example of Backdooring Company B
 Program : Master of Business Administration
 Thesis Advisor : Prof. Guo Jianluan, Ph.D.

Abstract

With the development of China's market economy becoming more and more perfect, companies with increasing demand will enter the securities market to seek financial assistance. Due to the cumbersome and time-consuming IPO process, many companies are in a critical period of development. In order not to miss development opportunities, some companies will choose to acquire listed companies and complete their listing through backdoor financing.

This article takes company A's successful shell listing of company B as the starting point to explore how home furnishing enterprises can raise funds through shell listing. The case of company A's backdoor listing is representative and advanced in the home furnishing industry. Company A overcame the equity dispute and landed in the A-share market with the approval of the CSRC within one year, which shows that company A has a bright spot in the design of the transaction structure.

Transaction structure design refers to the combination and adjustment of financial, asset, and personnel resources by the main companies between the two parties in the transaction process, in order to design a more favorable and mutually recognized solution for market transactions, which can enable both parties to quickly complete delivery during the transaction process.

(Total 48 pages)

Keywords: Backdoor Listing; Home Furnishing Enterprises; Transaction Structure Design

Student's Signature.....Thesis Advisor's Signature.....

6509276 : 王浩霖
论文题目 : 借壳上市交易结构设计研究-以 A 公司借壳 B 公司为例
专业 : 工商管理硕士
论文导师 : 郭建鸾教授

摘要

随着中国市场经济的发展越来越完善,需求越来越大的企业就会进入证券市场寻求资金帮助,由于 IPO 的过程相当繁琐和耗时过长,很多企业正处于发展的关键时期,为了不错过发展机遇,部分企业会选择收购上市企业通过借壳完成上市。

本文从 A 公司成功借壳 B 公司上市作为切入点,探讨家居企业如何通过借壳上市融资。A 公司借壳上市的案例在家居行业中具有代表性和先进性,A 公司在一年内克服股权纠纷和证监会审核登陆 A 股市场,可见 A 公司在交易结构的设计上存在闪光点。

交易结构设计是指交易双方中的主要公司在交易过程中对企业在财务、资产和人员等多方面的资源进行组合调整,设计出更有利于市场交易和双方都认可的方案,可以令双方在交易过程中快速完成交割。

(共 48 页)

关键词: 借壳上市、家居企业、交易结构设计

学生签字.....指导老师签字.....

目录

	页
致谢	i
英文摘要	ii
中文摘要	iii
目录	iv
表目录	vi
图目录	vii
第 1 章	绪论
	1
1.1	研究背景
	1
1.2	研究目的
	2
1.3	研究意义
	2
1.4	研究方法
	3
1.5	研究不足
	3
1.6	文献综述
	4
1.7	研究创新点
	9
第 2 章	借壳上市交易结构的理论基础
	10
2.1	借壳上市相关理论
	10
2.2	借壳上市交易结构相关理论
	13
2.3	本章小结
	15
第 3 章	借壳上市交易结构设计框架
	16
3.1	交易结构设计的基本原则
	16
3.2	借壳上市交易结构设计要素
	17

目录 (续)

	页
3.3 借壳上市交易结构设计实施要点	23
第 4 章 A 公司借壳 B 公司案例分析	25
4.1 A 公司借壳上市行业背景分析	25
4.2 A 公司借壳上市案例背景介绍	30
4.3 A 公司借壳上市交易结构安排	34
4.4 A 公司借壳上市交易结构设计分析	38
4.5 A 公司借壳上市交易结构评价	39
第 5 章 结论	42
5.1 研究结论	42
5.2 不足之处	44
参考文献	45
个人简历	48

表目录

表	页
表 4.1 家居行业上市情况	30
表 4.2 业绩承诺安排表	38



图目录

图	页
图 2.1 壳资源处理图	12
图 2.2 借壳上市流程图	12
图 2.3 研究流程图	15
图 4.1 电商零售规模	26
图 4.2 A 公司控股情况	31
图 4.3 B 公司控股情况	32
图 4.4 审批流程	33
图 4.5 借壳上市后控股情况	35
图 4.6 借壳上市后 A 公司控股情况	36



第 1 章

绪论

1.1 研究背景

随着改革开放的持续加深，中国人民的收入开始逐年上升，1978 年中国人均 GDP 为 156 美元，1978 年至 2000 年为止中国人均 GDP 增速也不算很快，仅有 959 美元，但千禧年后中国加入 WTO 后经济开始进入加速阶段，2010 年中国人均 GDP 上升到 5618 美元，2023 年更是到达 12000 美元。经济的高速发展就意味着消费者的消费习惯开始走向高端，消费者对家居的要求不再是简单的使用款式，越来越多的款式出现在市场上供消费者选择，这就导致了家居生产商需要增加新的产线以及展厅供消费者选择。

随着家居市场不断扩大，对生产端的要求也相对应提高了，从之前的单一木头款式，增加到皮革或布艺等较为新颖的类型，这就要求生产厂家增加相对应的生产线来满足生产需求。在销售终端也需要增加更多的店面来摆放样品供消费者挑选，这就驱使厂商需要在店面投入更多的资金，但是厂商的资金是有限的，不可能凭一己之力完成双线布局的同步推进，厂商迫切需要外部资金流的支持才能完成产业布局，所以有实力和雄心的企业就会选择上市寻求资金。正常的上市流程是 IPO，IPO 的审核流程较为复杂，从开始提交资料到上市需要经历很长一段时间，而且对企业的准入门槛也较高，对于迫切需要获得上市融资机会的企业来说并不是一个好的选择。选择借壳上市是较为快捷的手段，借壳上市能够帮助企业快速获得市场的准入门槛，受到快速崛起企业的青睐。

借壳上市不仅仅涉及到两家企业的股权分配和资产重组，交易方案和交易过程都是很复杂的存在，其中潜藏着不易被发现的风险，都会导致交易的失败，借壳上市更是被证监会重点监视的项目。在严格审查的环境下，A 公司成功摆脱了股权纠纷以后，一路高歌猛进推动对 B 公司的收购进程，2019 年 10 月 17 日 A

公司通过收购 B 公司成功登陆 A 股，成为家居企业借壳上市走向证券化的典范。本文选取 A 公司借壳 B 公司作为研究对象，对 A 公司收购 B 公司的交易结构设计进行分析，找到本次交易设计的优点，总结成功经验，为后续家居企业上市选择交易结构时提供一些新颖的参考。

1.2 研究目的

随着中国市场经济的发展越来越完善，需求越来越大的企业就会进入证券市场寻求资金帮助，由于 IPO 的过程相当繁琐和耗时过长，很多企业正处于发展的关键时期，为了不错过发展机遇，部分企业会选择收购上市企业通过借壳完成上市。借壳上市的流程通常分为选择收购目标，筛选壳资源并对壳的背景做详细调研、交易结构的方案设计、各方会面谈判、产权交割等六大环节，六大环节中交易结构的设计方案是整个借壳上市的关键步骤。不同行业的公司会选择不同的交易结构，因为交易结构会对并购后公司的主营业务产生一定的影响，所以不同的企业是不能通用一套交易结构的，必须按照实景情况构建交易结构，参考同行业的其他公司的优秀案例并结合自身的情况去做设计才是最优解。

A 公司作为一家借壳上市的家居业龙头公司，在克服种种困难后成功上市，在资产重组的方案设计上存在许多值得探讨和借鉴的闪光点。本文通过 A 公司收购 B 公司成功借壳上市的成功案例，分析 A 公司本次借壳上市的交易结构，结合现有的关于交易结构的理论，分析双方的动机、选取目标壳的原则、交易方式的选择、实际控制权的交割、资产置出和置入等环节，找到本次交易结构中的创新点，帮助其他企业在面临相似问题时，能够找到新的切入视角，为家居企业的管理者提供一些不同的思考。

1.3 研究意义

本文通过梳理现有文献和结合真实案例的方式，重新梳理和整理借壳上市以及借壳上市交易结构的理论概念和理论基础，通过分析 A 公司借壳上市的成功案例，总结 A 公司在本次交易结构中存在的闪光点，为家居领域的其他企业提供一

些较为新颖的参考理论，并补充针对家居企业借壳上市交易结构的文献空白。

1.4 研究方法

1.4.1 文献分析法

本文作者通过查阅知网、论文数据库和学校图书馆论文数据库中的期刊论文和学位论文，对借壳上市的相关理念进行整理和疏导，对当前借壳上市的概念和流程进行梳理，从而构建本文借壳上市理论体系。通过查阅同花顺、证监会官网和财经网站等获取借壳上市交易结构设计的内容，了解交易结构设计需要设计的法律法规、准入准则、国家支持的力度、证监会的政策和相关的案例分析，借鉴现有的设计思路，对 A 公司的成功案例进行思考和分析。

1.4.2 案例分析法

本文选取 A 公司成功借壳 B 公司为研究案例，结合收购进行时的时代背景，分析交易结构设计的流程和交易方案，对 A 公司的交易结构进行深度解析，探讨交易结构与其他方案存在不同的闪光点，为后来的家居企业起到参考作用。

1.5 研究不足

第一章绪论，主要介绍本文写作的背景、目的、意义和创新点等。向读者介绍本文的具体框架。文献综述，主要是收集整理现有的文献，了解 IPO 的相关研究。通过现有的文献了解借壳上市的相关研究，梳理借壳上市目前研究的进程以及存在的不足。通过查阅相关的文献和案例分析了解借壳上市交易结构设计的相关研究。

第二章对借壳上市的相关理论进行梳理，整理出借壳上市的概念和流程以及基础理论。重点是整理借壳上市交易结构设计的流程和原则，建立借壳上市交易结构设计整体逻辑。

第三章是对借壳上市交易结构设计的研究，主要是梳理借壳上市交易结构设

计的目前主流的研究进度和情况。还要梳理分析目前借壳上市交易结构设计要点。

第四章案例分析，是以 A 公司收购 B 公司为研究对象。首先对研究案例的背景和过程进行一个简明介绍，然后针对本案例的交易结构进行拆解分析，分析交易结构设计的要素和交易结构的财务绩效效应和协同效应，深入了解交易结构设计不同对借壳上市存在的不同之处。本文针对 A 公司收购 B 公司借壳上市的案例进行评价，探讨本案例中与过往案例存在的不同点和闪光点，并提出一些自己的建议，为后续的家居企业起到一定的参考作用。

第五章总结，总结本次案例分析所得到的思考结果和闪光点。

1.6 文献综述

1.6.1 IPO 的相关研究

李镜川 (2022) 通过研究核准制和注册制下企业股利信号在资本市场的影响中指出，核准制下的上市公司大都是规模较大的公司，公司内部的制度完善且经营状况能够得到保障，核准制下市场会对释放的股利信息做出正面回应，反观注册制下，企业信息的有效性需要通过市场参与者自行判断，在市场不能完全肯定信息真假的前提下，释放的信号不一定能够影响股票价值。

张婉清 (2021) 通过研究具体的案例后认为，核准制更加有利于制度完善且体量较大的公司在资本市场上进行融资，因为通过核准制的严格审核就意味着公司的总体实力较大和信息披露情况接近事实，投资者认为信息差较小，投资该股票能够获得较大的利润回报。

项荣淏 (2022) 认为核准制的缺点是过程太过漫长且审核要求较为严格，对于市场风口期较短的企业不是很友好，但优点在于核准制一旦通过后，能够快速获得市场的青睐，通过核准制就意味着企业具备良好的基础和长期运作的 ability，对于中长期投资者来说是较好的投资选择。

李洋 (2024) 通过对多个注册制上市案例分析后认为, 注册制降低了企业进入资本市场的准入门槛, 可以令企业快速上市收获外部资金, 不容易错过企业发展的关键时期, 但是资本市场对注册制的企业还是存在一定的不信任, 因为信息披露后的真实性需要投资者自行判断, 对于谨慎的市场投资者来说信息的不真实就意味着与投资无缘。

李镜川 (2022) 通过实证分析后认为, 公司经营状况良好且发展潜力较大的公司选择注册制上市可以快速获取资金用于投资主营业务, 可以避免企业因为资金不足的问题导致战略布局进度落后, 也有利于企业将风口红利转化为企业的实际收益。

总的来说, 能够通过核准制上市是企业进入资本市场的最优选择, 因为通过核准制的严格审查后就意味着短时间内获得了一定的证监会背书, 市场投资者更偏向于投资这类型的股票, 而获取大量的外部资金是企业进入资本市场的主要目的之一, 通过核准制就意味着上市就能够得到资金支持。注册制的推出也给与中小企业一定的机会, 在有限制的资本市场内进行资本的流通, 但资金量与核准制比较起来就有较大差距, 但两种方式并不存在谁比谁更强, 每一个企业都应该根据目前企业自身的情况来判断选择哪种方式, 上市融资的最终目的都是获得资金支持发展壮大企业。

1.6.2 借壳上市的相关研究

Singh (2010) 在对并购的案例研究中发现, 选择借壳上市的公司通常具有市值低、经营状况差的特点。因此, 他们无法进行充分的投资, 希望通过反向收购来实现上市目标, 以增加融资。Thomas 和 James (2016) 在对上市公司规模的研究中发现, 选择借壳上市已不再局限于中小企业, 一些国有企业也通过借壳上市途径来实现其上市目标。此外, 上市公司往往是资本密集型的。

Brown and Ferguson (2020) 研究了一些澳大利亚的借壳上市公司案例并得出结论: 并不是所有选择借壳上市的公司都是小公司, 事实上, 其中不少企业的总资产和市场规模要比同一阶段的 IPO 上市的企业大得多。

Carpentier 和 Suret (2012) 通过对上市公司的调查得出结论，他们认为借壳上市是公司的被动选择而非主观选择。由于难以达到直接上市的标准，这些公司被迫通过壳公司来实现其上市目标。

雷志军 (2010) 通过分析借壳上市的具体案例认为，借壳上市的精髓在于如何设计交易结构，交易结构直接影响借壳后企业的运作，借壳上市应该重视交易结构设计，而不是单单追求上市获取资金支持。

王献锐 (2017) 研究顺丰控股时指出，借壳上市的优点在于能够缩短企业进入资本市场的进程，能够避免一些审查规矩的约束，但是借壳上市也存在一定的弊端，那就是会令一部分企业脱离实体产业转向交易壳资源，对实体产业的发展失去兴趣。

朴艺珍 (2018) 通过研究三六零借壳上市案例后指出三六零在公司处于市场风口时果断选择上市，IPO 没有选择常规路线，而是使用借壳上市的方式，通过收购江南嘉捷成功登陆资本市场，在网络安全热度还处于高峰时成功上市，获得了大量的资金支持。

罗璇 (2021) 的研究主要聚焦在借壳上市时的风险预判，预判壳资源的风险至关重要，因为借壳上市从始至终都围绕壳来进行，壳资源的选择就显得至关重要，在选择壳时尽量通过财务手段去判断壳资源的质量高低。

也有学者针对国企利用借壳上市深化改革提出自己的见解，政策积极鼓励国企加速市场化的进程，这势必就需要进入资本市场进行市场定价和市场融资，国企的公司框架和股权组成较为复杂，所以通过核准制上市需要经历很多的改动和限制，借壳上市就成为了新的选择，借壳上市可以跳过一些框架的限制，直接将子公司的整体资产置入后达到上市的目的 (邸丛枝, 2022; 程子健, 2022)。

处于风口的企业借壳上市的目的之一就是缩短上市进程，这就要求交易结构设计要稳重，交易结构的设计需要围绕顺利借壳进行，对壳的选择和资产注入的方式都应该慎重选择，不应只追求资产注入的便捷性，更要考虑资产注入时的安

全性，如果在资产注入阶段出现问题，就会导致借壳进度停滞，所以交易结构的设计需要稳，按部就班推进不出现问题才是快（姚晨晖，2022；方良杰，2022；曾杰，2023）。

通过梳理现有的借壳上市研究，我们可以发现很多学者都认为借壳上市具有上市进程较短、审查严格程度中等和市场认可程度高等优点，但是借壳上市也存在一定的风险和不确定性，例如壳资源的优劣可以决定借壳的成功与否，交易结构是每一个研究人员都很关心的问题，因为交易结构设计是指导借壳前中后期的所有动作，但又因为每个案例的实施情况不同，交易结构设计也不同，需要根据实际情况进行变化，所以交易结构设计就是借壳上市风险的主要来源。

1.6.3 借壳上市交易结构设计的相关研究

交易结构设计关系到借壳企业在成功借壳后的一系列融资渠道、资金募集渠道和债务释放的选择。Adjeif(2008)研究了借壳上市公司的行为，发现部分企业借壳上市不仅仅是为了节约时间和加快审核进程，而是通过借壳上市的影响力在资本市场筹集更多的资金，从而降低企业的负债。Strongroom(2008)从企业“需求”的动因出发，得出企业选择“借壳”的最大理由是：需要拓宽融资渠道，以获得更多的资本。

Natinda(2017)通过研究大量的并购案例得出，交易结构设计影响关乎借壳企业在注入资产后的市场操作，利用重组停牌期间的影响拓宽资金来源。此外，财务状况较差的企业更倾向于选择借壳上市。

雷志军(2010)认为借壳上市就是通过收购其他上市公司的控制权并将资产注入到上市公司后达到实际上市的目的。借壳的关键在于如何获得控制权和交易企业的资产，在现实操作中交易结构受到很多条件的约束，需要考虑如股东、员工和债务等问题，交易结构的设计还是应遵循综合效益原则，要顾全大局，不能只照顾某一方面的利益。

曹舒芳(2014)从会计作为切入点，认为借壳上市的交易结构设计应该注意

会计风险,购买方在确定报价时,应该实地核查收购标的真实性和关注公允价值,公允价值的波动需要考虑到设计方案之中。

当壳资源不存在历史遗留问题并且还拥有一定的资产时,实壳交易的亮点就体现在股权置换。壳公司的资源如果和购买方的资源存在重合,那就可以节省下资产置出的环节,直接通过股权置换获得控制权后将资产置入然后资源整合,借壳的花费不仅是购买上市资格,还扩大了自己的生产链(戴娟萍,2015)。

借壳上市的交易结构也存在反向收购,经典案例就是巨人网络,巨人网络将自己100%的股份通过非公开的方式出售给上市公司世纪游轮,当巨人网络成为世纪游轮的全资子公司以后,巨人网络的实际控制人通过股权置换的方式也成为了世纪游轮的实际控制人,反向收购的操作比正向收购更加快,不良资产也能通过资产置换和增发股票等方式置出(丁妙松,2017)。

不良资产的置出是交易结构设计中的关键一环,借壳上市的企业都想寻找一个净壳,但现实中净壳资源极其稀有,那么将不良资产置出制造净壳就是交易结构设计需要解决的问题。将不良资产打包置入全资子公司后,壳公司实际控制人再将子公司出售获得股权或者现金收益,在不良资产置出后,壳资源实际上就是一个实壳资源(朴艺珍,2018)。

借壳上市的交易结构设计需要考虑自身企业的融资方式和资金压力,如果交易结构中设计过多的现金置出不良资产或者现金收购股权,有可能会使企业面临较大的现金流压力,从企业财务压力方面出发,最理想的方式就是通过股权置换的方式进行交易,这样有利于购买方减轻资金压力,也有利于被收购方实际控制人在企业上市后,通过资本市场获得现金流(赵彦锋,2022)。

1.6.4 文献综述

通过梳理现有的文献,学术界目前对借壳上市的研究已经较为成熟,对交易结构设计的研究主要集中在如何处理不良资产和降低风险这两方面。在无法找到净壳的情况下,通过不良资产的置出制造实壳或净壳是目前主流的操作方式,操

作手段常见的就是通过将壳资源的不良资产打包下放到全资子公司，再通过现金买断的方式置出，这个方式对股权结构复杂的壳资源不适用。降低风险主要是对不确定性的事件做预案，例如公允价值的变动需要考虑到方案中，标的物因自然灾害损毁的风险也需要考虑进去，造成的损失如何划分责任以及追偿都应一一作出预案。

但是目前的研究中，对交易结构设计中的财务方面的分析还存在不足，如何减轻本公司借壳的资金压力也是需要关注的内容，如果使用过多的现金置换，会被交易所警告，严重的话会被取消收购要约，通过其他方式置换或者降低比例置换的方式应该得到更多的关注和研究。

1.7 研究创新点

本文从 A 公司成功借壳 B 公司上市作为切入点，探讨家居企业如何通过借壳上市融资。A 股市场中借壳上市的案例有很多，但是家居行业借壳上市的案例少之又少，A 公司借壳上市的案例在家居行业中具有代表性和先进性。A 公司在一年内克服股权纠纷和证监会审核登陆 A 股市场，根据笔者的资料整理可知，交易结构是借壳上市过程中的决定性环节，可见 A 公司在交易结构的设计上存在闪光点。

本文基于交易结构设计理论，通过解读分析 A 公司借壳上市的案例，分析交易结构设计的设计理念，主要研究交易结构设计中不涉及壳资源资产置出的设计的前提和使用效果，现有的借壳上市案例中大多数会将壳资源资产债务置出，A 公司借壳上市中没将资产置出也没有增加财务压力，减少了借壳上市的操作步骤，缩短企业借壳时间。本文通过分析此类交易结构设计的使用条件和设计闪光点，为后续家居类企业借壳上市提供一些新的设计思路。

第 2 章

借壳上市交易结构的理论基础

关于企业借壳上市需要熟悉相关的概念和理论，尤其是了解 IPO 与借壳上市两者之间存在的区别，两种登陆资本市场的途径不存在好与坏的区别，企业需要根据实际情况选择最适合的途径，确保企业的战略目标能够实现。

2.1 借壳上市相关理论

2.1.1 IPO 的概念

IPO (Initial Public Offering) 即首次公开募股，是公司第一次在资本市场向社会大众出售其公司股份。IPO 要求公司的形式为股份有限公司，如果为其他形式的公司需要先完成改制才能开始进入 IPO 流程。首次公开募集的资金是通过券商按照招股说明书上约定的价格和条款进行销售。IPO 成功后能够为企业带来很多有利之处，最显而易见的就是可以在资本市场上快速募集到企业发展所需要的资金，通过资本市场的运作可以提升企业在民众中的知名度和认同感（魏佳慧，2021；项荣溟，2022）。

2.1.2 借壳上市的概念

由于通过核准制上市会面临证监会严格审查且周期较为漫长，所以企业想要进入资本市场进行融资还可以通过借壳上市来完成。借壳上市的基本概念主要是指借壳上市企业的母公司在全部获得借壳公司的实际控制权后，以并购重组等方式将自己的主营业务及资产注入到借壳公司，使原本的集团公司通过借壳公司的资本市场牌照顺利登陆资本市场（魏佳慧，2021）。

通过查阅现有的文献，中国并没有官方界定什么是借壳上市，但是学术界对借壳上市的概念就是为了让集团能够顺利登录资本市场，上市企业的母公司可以

通过收购另外一个上市企业，并以资产重组的方法将两家企业重组，将需要上市的企业的主营业务移植到已上市企业中，借此完成上市。

2.1.3 壳公司的概念

壳公司也被称为壳资源，就是被收购的借壳对象。壳公司是在资本市场有正规牌照的公司，但壳公司目前的资产体量往往不大且大多数壳公司目前的经营状况不佳，甚至还面临破产退市的困境。壳资源也被分为三个档次，分别是“实壳”、“空壳”和“净壳”（魏佳慧，2021）。

“实壳”公司一般都保有上市资格，但是业务规模已经缩水到较小规模，企业的经营状况也低下，整体市值较低，现在仍然在营业但主营业务已经是夕阳产业没有什么新的发展前景。这种公司虽然还保存有上市资格，但是公司股票在资本市场上往往已经跌落谷底甚至面临停牌的危机（项荣溟，2022）。

“空壳”公司一般是指主营业务收入持续降低，经营出现问题导致企业无法继续经营下去，面临工厂停业或者破产的上市公司，这种公司在股票市场的表现为股票被股民抛售导致股价下跌，经营状况很差的企业还会面临停牌（项荣溟，2022）。

“净壳”公司是指已经不继续经营业务，在重组无望的情况下进行清退操作，把公司资产、债务和员工都清理辞退，在没有任何法律纠纷的情况下仅仅保留上市资格的公司。“净壳”公司的优点就是没有负债和法律纠纷，也就不存在相关的历史遗留问题（项荣溟，2022）。

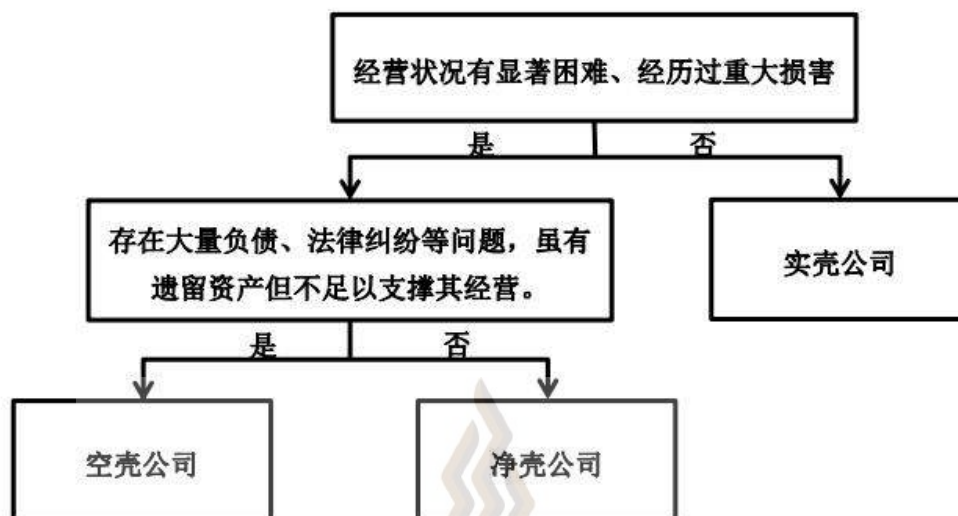


图 2.1 壳资源处理图

图片来源：本研究自行整理

2.1.4 借壳上市的基本流程



图 2.2 借壳上市流程图

图片来源：本研究自行整理

1) 前期准备，这个阶段只要是拟定上市公司的标准，选定目标壳资源，聘请专业的财务团队和律师团队作为中介机构，与壳公司就股权收购、资产置换、债务清偿和人员安排等一系列问题进行磋商，磋商的所有当事人都需要签订保密协议。在进行财务审查以后确定双方资产的价值并确定最终的收购方案。双方董事会签字后即可递交结算公司进行许可申请。

2) 签订协议及报送审批，双方经过前期一系列的准备后，相关意见双方均已达成一致，在借壳公司与壳资源公司签订股份转让协议和资产置换协议后，需要

在两个工作日内将收购报告书递交到证券主管部门，然后向全社会公告摘要部分。在转让协议和报告书公示期到期后需要在规定的时间内报送证监会，并在发改委审核意见下达之前申请停牌。

3) 交易重组方案经过证监会审核通过后，需要将资产置换报告全书刊登到指定的报纸和媒体上，对更改的内容和披露都要特别提醒。当证监会同意豁免要约收购，也同意了收购报告书后将全文在证券报纸上刊登，国有资产部分需要得到国资委的批准后，双方就可以对股权进行过户以及重大资产置换。

4) 收购后的整理及督导，收购完成后，壳公司需要召开股东大会、董事会和监事会等相关会议，按照上市目标进行相应的改制和监视的标准，并向当地证监局报告公司目前改制的情况，还需要邀请有承销资质的证券公司对公司进行指导，后续通过证监会的核查和监督后就可以上市发行新股。

5) 在借壳上市的途径中，最关键是对壳资源的处理，净壳资源在市场中是稀有的，实壳资源是大多数企业的选择，如何处理实壳资源是每一个企业在设计交易结构时都需要认真考虑的（张婉清，2021）。

2.2 借壳上市交易结构相关理论

对借壳上市交易结构设计的研究，可以分析不同情境下不同企业会做出何种措施来规避风险。基于信息不对称理论，交易双方都会对交易对手存在一点的怀疑，并且由于隐瞒的信息有可能会对交易结果造成影响，所以交易结构设计就需要在各个方面提前做好准备，消除信息不对称带来的影响。当交易结构设计能够考虑大多数因素时，委托代理理论中管理层与持股人的矛盾就能够降低，只有大多数股东同意，借壳上市的操作才能够顺利展开，可见借壳上市交易结构设计的完整流程和方法选择是值得深入分析和探讨的。

2.2.1 交易结构设计的概念

交易结构设计是指交易双方中的主要公司在交易过程中对企业在财务、资产和人员等多方面的资源进行组合调整，设计出更有利于市场交易和双方都认可的

方案，可以令双方在交易过程中快速完成交割。设计的过程包括交易标的物的选择、交易遵守的法律标准、融资途径、交割方式、支付方式和税务处理等方面的实际实施计划安排。由于市场环境在不断的变化，不确定性随时都在增大，双方随时都会出现特殊情况，这都会导致设计的难度越来越大。交易结构设计需要将交易的前中后期遇到的问题都提前准备预案，特别是在具体交易中，更加需要小心谨慎 (雷志军，2010)。

2.2.2 交易结构设计的内容

借壳上市的交易方式有获得控制权、注入资产和置出资产三种，在实际操作中，三种交易方式的使用顺序都根据使用情景的变化而不同，也可以同时使用三种交易方式 (戴娟萍，2015)。

取得上市公司的控制权，可以分为间接控制和直接控制，直接控制就是直接收购目标壳公司的所有股份，间接控制就是和壳公司的股东重组新的上市公司并拥有控制权。在获得上市公司的控制权以后即可重组董事会，将上市公司的资产和负债以及主营业务进行分离，再将自己需要借壳的公司的主营业务和资产注入到壳公司，以此完成借壳上市。

注入资产是指将优质资产注入到上市公司。注入资产的手段一般可以分为定向增发置入、置换资产置入、现金购买置入、资产换股置入、发行股票购买资产和股份转让六种方式。其中以定向增发最为常见，定向增发是指上市公司向特定的对象利用非公开方式定向增发的股股份收购壳公司的良好资源。

资产置出是指将壳资源的资产剥离，在剥离资产时有两种操作手法，一是上市企业的原控股股东回购上市企业所有的资产、负债、主营业务和员工等，以此将壳清空，即使净壳重组；二是由关联公司将上市公司的所有资产、负债、主营业务和员工都回购，在上市企业重组之前剥离出上市企业，即是标的非净壳重组。

2.3 本章小结

交易结构设计的主要目的是整合内部资源，通过合理的设计顺利达成上市的目的。借壳企业最重要的一步是取得壳资源的实际控制权，一般的借壳企业是通过收购壳资源的股权来达成这个目的，借壳企业需要通过自有资金和融资资金来支付股权相关的费用，在取得控制权后对壳资源进行处理，常规操作是将壳资源的资产和债务打包置出，然后将借壳公司的资产置入到壳资源当中，最终完成借壳上市流程。

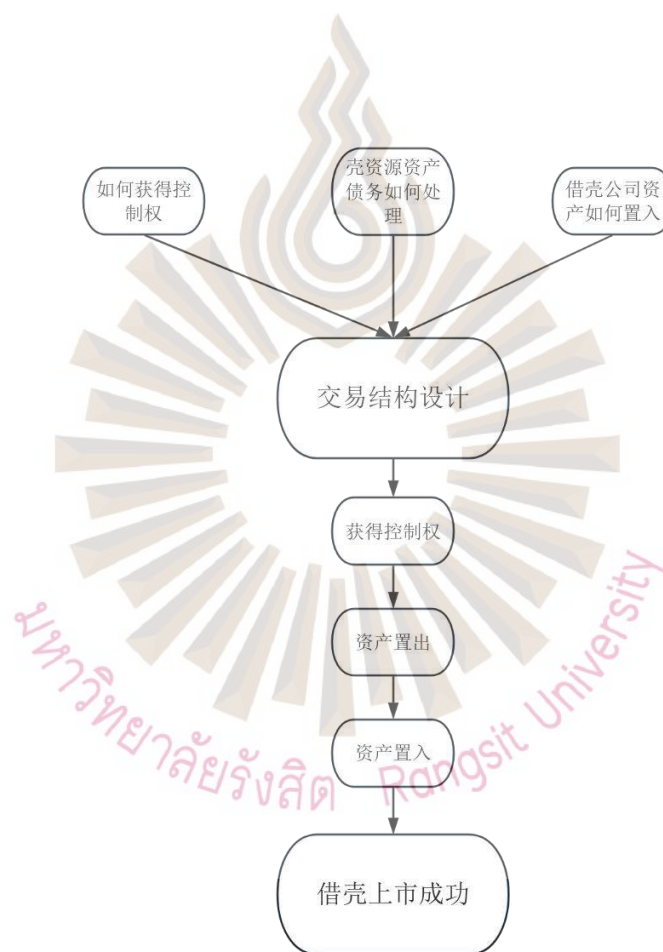


图 2.3 研究流程图

图片来源：本研究自行整理

第 3 章

借壳上市交易结构设计框架

企业借壳上市需要遵循一定的基本原则，因为涉及到的资产注入和股权转让是借壳上市的重要部分，遵循交易结构设计的基本原则是为了避免产生系统风险，将交易过程的风险产生概率降低，保障交易的顺利进展，遵守原则的最终目的是为了**保护交易双方的合法利益不会受到损害**。

3.1 交易结构设计的基本原则

1) 综合效率原则，在交易结构设计时，需要考虑的重点是以最低的成本保障本次交易的顺利完成。综合成本的考量不单单局限于某一方面是否最优解，而是需要考虑整体交易布局是否最优解。综合效率是重视交易结构的整体稳定性和综合效益，而不是仅仅考虑某一方面的利益最大化 (张婉清，2021)。

2) 全面系统化原则，交易结构设计时往往会受到各种因素的影响，所以设计者需要从全局统筹出发，系统化地去安排进程。首先需要考虑交易是否符合法律法规，在遵守法律法规的情况下设计交易框架。还需要考虑财务方面的压力，不同的交割和置换形式都会对企业的财务起到不同的作用。还需要全面审查双方的资产、债务、主营业务、人员和法律纠纷等情况，针对纠纷需要及时解决，还需要根据交割方式考虑价格水平、支付方法和融资渠道等，还需要考虑到企业所在地政府税务等问题，结构设计需要从全局出发，达到一个协调的平衡状态，是一个多方共赢的局面 (张婉清，2021)。

3) 审慎原则，借壳上市是公司寻求发展的一步棋，企业下一步是否能成功取决于本次计划是否能够顺利进行，所以计划需要以稳为核心，稳扎稳打将计划有序推进，需要将考虑到的不确定因素都做好应急预案，把风险降到最低值 (张婉清，2021)。

4) 交易结构设计的基本原则核心是降低风险的同时保障交易进度的有序推进, 交易结构设计受到多方面的制约, 在遵守相关法律法规的前提下, 需要尽量避免之前失败案例的雷区, 并且需要参考成功案例的结构, 并根据企业自身情况进行调整。

3.2 借壳上市交易结构设计要素

上市公司并购重组过程通常包括六大环节: 制定目标、市场搜寻、调查评价、交易结构设计、谈判签约、交割接管。交易结构设计是这一过程中非常重要的部分, 按照构成要素看主要包括并购方式、支付手段、融资模式、合规与税收筹划等方面。

3.2.1 并购方式

协议收购是指在金融市场以外的交易, 双方交易不经过证券交易所, 收购方直接与收购目标就股票数量、股票价格和收购期限进行场外沟通, 在交易达成后, 达到控制收购目标公司的目的。要约收购是以场内形式交易, 收购方提供过证券交易所想收购目标全体股东发出要约, 并在要约中注明价格、收购期限、收购条件等一切相关事务都需要注明。收购价格一般会高于目标公司的股票市价且不低于要约收购提示性公告日前 6 个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。要约期限届满后, 收购人持有 80% 以上的股份, 被收购公司应当终止交易; 持有 90% 以上的股份, 其余股东可以要求以同等条件向收购人出售股份。此外, 《中华人民共和国证券法》规定任何投资者通过协议或者要约收购的方式收购一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时, 继续进行收购的应当向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约, 这便是强制要约收购制度。强制要约制度的出现是为了保护目标公司中小股东的利益, 因为如果收购方取得目标公司的控制权, 那么目标公司的其他股东也应当有向该收购方出售自己股份的公平机会, 这实际是给中小股东的一种公平选择权。不过强制要约制度在某些特殊情况下如果符合《上市公司收购管理办法》相关条款要求, 收购方可以向证券监管机构申请豁免, 化准后可以免于发出要约 (戴娟萍, 2015)。

3.2.2 支付方式

在企业并购的过程中，确定并购支付方式也是非常重要的一步，目前并购的支付手段主要包括现金支付、股票收购、其他证券支付、混合支付、资产置换、承债式收购和政府无偿划拨这几种方式（戴娟萍，2015）。

1) 现金支付。收购方在收购目标企业股权时，是通过支付现金的方式购买目标企业的股权。现金支付是最常见的支付方式，因为其有两个优点，一是方便快捷，收购方可以通过银行转账的方式支付，无需太复杂的手续，能够加快收购进程；二是接受程度高，现金是每个公司都需要的资产，获得大量的现金，对于原股东来说，意味着股票变现后能够立即获得巨大的现金流。现金支付不代表一次性付清，可以根据双方协定的进程分批交割，因为收购企业需要巨大的现金，单单使用企业内部的资金是无法完成操作的，需要通过外部融资、内部融资和套现证券等方式获取现金流。

2) 股票支付。股票支付顾名思义就是收购方企业使用自己企业的股票作为支付手段，购买目标企业的股票，股票支付通常在金额巨大的交易案中才会涉及。当交易金额巨大时，企业使用现金支付是不现实的，一是受到法律的限制，企业不太可能保留或者持有大量的现金，二是现金支付会对收购企业的财务产生较大的压力，不利于企业的正常经营。三是股票支付能够让目标企业股东达成交易，通过以股换股的方式保证资产的增值。

3) 非股票证券支付。除了股票以外还有很多有价证券也能够作为支付方式，最常见的就是用债券作为支付方式收购目标企业的股票，债券作为支付方式最大的优点是能够降低企业的财务风险。

4) 混合支付。指采用多种支付手段来取得目标公司的控制权，支付手段既可以包括现金、股票，也可以包含认股权证、可转换债券等。混合支付可以弥补单独使用某种支付手段的缺点，形式多样灵活，是现在并购重组中经常采用的一种方式。

5) 资产交换。收购企业可以通过转让企业的固定资产或者流动资产获得目标企业的股票，资产交换大多数是利用企业不太重要的资产进行交换，一般在交易结构中作为自身资产结构调整的一种方法，既能够帮助企业获取股票，也能够帮助企业并在并购后调整资产结构。

6) 承债式收购。指收购方不支付额外的现金、有价证券等作为对价，而通过承担被收购企业所有债务为条件接收其资产或股权的方式。通常在地方政府挽救濒临破产的国有企业中被采用。

7) 政府无偿划拨。这是我国特有的支付方式，指政府通过行政划拨手段将目标企业的控制权在两个国有资产主体之间无偿划转的方式，收购方无需支付任何对价。该种支付方式交易成本低、并购过程迅速，但带有计划经济色彩，一般出现在国资系统内企业的改革中。

3.2.3 融资模式

企业成功并购不仅仅需要依仗强大的现金流，外部融资的资金量和高效的融资模型同样是影响企业并购的关键所在。

企业进行并购时，需要考虑如何融资。从融资途径来看，主要可以分为两大类：内部融资和外部融资。

内部融资，说白了就是收购企业利用目前企业内部可以使用的资金进行并购活动。这种方式的好处是简单快捷，只需要在企业的银行账户上转账即可完成转账手续，并且不会产生融资中介费。但是，这种方式可能不太适用于大规模的并购，因为收购壳资源需要大量的资金，壳资源本身的价值也比较高，收购企业的自有资金不一定能够满足全额现金支付。所以，这种方式更适合规模较小的并购，或者那些手头比较宽裕的企业。

外部融资，就是企业得找外面的钱来并购。这又可以细分为债务融资和权益融资。

债务融资，就是企业向银行或其他金融机构借钱，或者发行债券等方式来筹钱。这种方式的好处是钱来得快，但企业需要还本付息，会有一定的财务压力。

权益融资，则是企业通过发行股票来筹钱。这种方式的好处是，企业不用还钱，但需要给股东分红。不过，发行股票需要经过审批，时间会比较长。但长期来看，这种方式能为企业提供稳定的资金来源。

总之，企业在选择并购融资方式时，得综合考虑自己的实际情况、并购规模和风险承受能力。同时，还得时刻关注市场环境和政策变化，灵活调整融资策略，确保并购活动能够顺利进行（戴娟萍，2015）。

债务融资就像是借了邻居的钱，虽然不用分他经营上的收入（不稀释股份），还能利用利息抵税，享受一下税盾的好处。但是，如果公司财务无法支撑利息与本金，可能会面临连本带息违约的风险。

权益融资，就像是找了一群新伙伴一起做生意。他们可以长期投入资金，不用急着还本付息。原有的股东们需要把自家的一部分“地盘”分给新伙伴们（股份稀释），而且资金成本也相对较高。这种方式一般适合那些前景光明但手头有点紧的成长型公司。

上市公司也会玩点混合性融资的手段，就是多种融资方式组合起来，通过中介公司向其他资本寻求资金，再找几个新的投资人入伙。这样可以综合各种融资方式的优点，同时分散一下单一融资方式带来的风险。总的来说，公司在选择融资方式时得全面考虑自己的实际情况，选择最适合自己的那条路。

3.2.4 合规性与税收规划

《证券法》和《上市公司收购管理办法》对企业并购做出了详细的规定，所以企业在收购目标企业时，交易设计必须要严格遵守国家制定的法律法规，对于违规支付，违规收购的红线坚决不能触碰，保证并购程序的合法性。交易结构设计再精彩，在不遵守国家法律的情况下还是会被否决。例如当交易规模较小时，不能够使用以股换股是形式支付，那么交易方案中就不能够包含这一交易方式，

进能够使用现金支付，如果不按照规定进行交易，不合规的交易会导致并购失败(戴娟萍，2015)。

企业并购过程中的税务筹划是一项严谨、专业且需要精心策划的任务。在合法合规的前提下，税务筹划旨在通过合理的事先安排，降低并购过程中的税务成本，进而实现企业整体价值最大化。

在评估和选择并购目标时，若存在多个财务和市场价格相近的潜在目标，税务筹划的考量便显得尤为重要。企业应深入分析潜在目标企业的税收资产状况，包括其未抵扣的税务亏损、税收优惠地区或行业的地位，以及是否享有特定的税收优惠政策。

对于具备较高盈利能力的并购方而言，选择并购具有未抵扣税务亏损的目标企业可能是一个具有吸引力的策略。通过合并后的盈利与亏损互抵，可以有效降低企业所得税负担，优化税务结构，降低长期税务风险。

此外，潜在目标企业所处的地理位置和行业领域也是税务筹划不可忽视的因素。若目标企业位于税收优惠地区或属于享受税收优惠政策的行业，并购后的企业可以充分利用这些优势，降低税负，提高市场竞争力。

同时，还需关注特定类型企业的税收优惠政策。例如，被认定为高新技术企业的目标企业可以享受较低的企业所得税税率，而从事农林渔牧项目或国家重点扶持的公共基础设施项目的企业也可能享有税收优惠政策。合理利用这些政策，可以为企业并购及后续整合降低成本，提高整体效益。

综上所述，税务筹划在企业并购过程中扮演着至关重要的角色。通过严谨、专业且精心策划的税务筹划，企业可以在合法合规的前提下，降低并购成本，优化税务结构，实现企业整体价值的最大化。这不仅有助于提升企业的竞争力，还能为企业的可持续发展奠定坚实基础(戴娟萍，2015)。

企业并购过程中的税务筹划是一项至关重要的任务，需要企业以严谨、稳重、理性的态度来对待。在合法合规的前提下，税务筹划旨在通过精心策划和合理的

事先安排，最大限度地降低并购过程中的税务成本，以实现企业整体价值的最大化。

在评估和选择并购目标时，税务筹划的考量显得尤为重要。若存在多个财务和市值相近的潜在目标，企业应对其税收资产状况进行深入分析。这包括了解目标企业是否存在未抵扣的税务亏损、是否享有税收优惠地区或行业的地位，以及是否具备享受特定税收优惠政策的资格。

对于具备较高盈利能力的并购方而言，选择并购具有未抵扣税务亏损的目标企业可能是一个具有吸引力的策略。通过合并后的盈利与亏损互抵，企业可以有效降低企业所得税负担，优化税务结构，降低长期税务风险。

此外，目标企业所处的地理位置和行业领域也是税务筹划中不可忽视的因素。位于税收优惠地区或属于享受税收优惠政策的行业的企业，并购后可以为企业带来更多的税务利益。企业应充分利用这些优势，降低税负，提高市场竞争力。

在并购支付方式方面，股权支付和非股权支付的比例也是税务筹划的关键因素。根据税法规定，股权支付部分在特定条件下可以享受特殊性税务处理的优惠。因此，企业在设计并购方案时，应充分考虑股权支付的比例，以最大化利用税务筹划的优势，降低并购的税务成本。

然而，税务筹划过程中也面临着一系列风险和挑战。企业需要密切关注税法规的变化，避免跨国并购中的双重征税问题，并妥善处理并购后的税务整合工作。为此，企业应与专业税务顾问紧密合作，确保税务筹划的合法性和有效性。

综上所述，税务筹划在企业并购过程中具有举足轻重的地位。企业应以严谨、稳重、理性的态度对待税务筹划工作，通过合法合规的事先安排和精心策划，降低并购成本，优化税务结构，降低长期税务风险，为企业整体价值的最大化奠定坚实基础。

3.3 借壳上市交易结构设计实施要点

借壳上市的第一步选壳是最关键的一个环节，借壳企业如果能够在市场中找到一个合适自身情况的最佳壳资源，可以将借壳企业的成功率上升并获得较好的经济收益。因此，借壳企业需要审视企业内部的情况和外部环境，需要考虑目前公司的产权结构、经营的市场规模、公司的资金健康程度和阶段战略目标等因素，根据目前所需的综合考量，在壳资源里面寻找合适的壳公司进行运作（项荣溟，2022）。

壳资源的选拔和评分需要建立一套完整的评分体系，评分体系包含定量和定性等分析方法对壳资源进行分析评估，最后选择合适的壳资源。通过梳理现有的借壳上市相关文献可知，借壳公司的理想借壳对象就是“净壳公司”。“净壳公司”的优势很明显，“实壳公司”一般情况下都会附带巨大的债务危机、诉讼危机和历史遗留危机，这种类型的“壳公司”都具有潜在的高风险，对于借壳企业来说成功率和复杂程度都不友好，甚至还会降低借壳企业的经济实力和口碑。所以在实际的借壳上市操作中，借壳企业会优先寻找“净壳资源”，如果实在没有合适的“净壳资源”，借壳企业也会在后续的操作中将“实壳资源”处理后变成借壳公司所需的“净壳资源”，处理技巧大多是股权置换和资产打包处理（戴娟萍，2015）。

经过行业的发展和创新，借壳上市的手段已经是多种多样，包括但不限于要约收购、股市收购、有偿出售股权、无偿转让股权、资产置换、收购上市公司和上市公司兼并借壳公司等操作。每一个企业的情况不同，选择借壳上市的方式也会有所区别，每一种方式都存在他的优势和劣势，借壳企业需要审视自身的情况去选择一种借壳上市手段或者多种手段组合起来（项荣溟，2022）。

借壳上市的融资方式最常见就是内部融资和外部融资，内部融资是从公司内部获取资金，资金的主要来源是公司主营业务产生的收益，内部融资的方式成本较低，也能够减少外部融资带来的融资风险，但是收购上市公司涉及到的资金规模和风险都较大，如果单纯在内部融资，不利于企业的风险监控和资金流健康。

外部融资的方式就比较多样化，最常见的操作是从金融机构获得融资资金，这种方法是行业内最常规的操作，既能够降低融资带来的风险，也能够充分利用金融机构的闲散资金帮助借壳企业完成借壳操作（戴娟萍，2015）。

税务规划是借壳上市交易结构设计中的一个重要环节，在税收体系中每一个环节都涉及到税务，借壳上市中的主体较多，涉及到的税务种类也更加繁杂，纳税的周期长且税金较大，交易主体之间的交易和关联交易都会导致税收环节出现不一样的情况。企业在设计中应该要充分意识到合理避税带来的好处，并且将税后利润实现最大化。

总体来说，借壳上市是一个复杂且周期较长的过程，无论是壳资源的选择、壳资源的处理、资产置换的形式和财务处理等，每一个环节都需要按照计划落实到位，才能不影响下一个环节的实施，只有每一个环节都成功实施并最终登陆资本市场，一个交易结构设计才能称得上是成功的设计案例。



第 4 章

A 公司借壳 B 公司案例分析

4.1 A 公司借壳上市行业背景分析

4.1.1 家居行业发展历程

80 年代是中国家居行业的起步阶段，当时的市场规模较小，家居企业普遍是地方小型店铺，生产线简单，产品还是沿用木质材料居多，没有形成企业品牌的概念，店铺经营的范围仅限在企业当地。1980 年后逐渐开始成立的家居行业有红苹果、左右家私、全友家居和掌上明珠等企业。

90 年代的家居市场的规模也不大，企业和店铺已经开始使用大型化的场地和郊区场地，主要目的是为了容纳更多的展品，有的企业开始形成一定的销售体系，零售、生产、批发、直销和租赁是这个时间段主要发展的业务方向。形成品牌的企业开始从低端产品进军中高端产品，同时港澳台等外资开始涌入家居行业，同时带来了国外的设计理念，市场开始分化并快速发展。

从千禧年开端到现在，家居行业的竞争也在不断加剧，随着规范和行业越来越成熟，一站式的大型家居卖场是现阶段的主流。现阶段的家居企业数量也在逐步上升，并且都建设有自身的团队，从生产到营销全面建设自有的团队。借助国家发展战略和政策红利，家居行业的规模逐年增加，消费者已经不满足于小店铺购物，大型卖场一站式购物和高质量私人订制是目前市场上最受消费者喜爱的类型。

4.1.2 家居行业的发展前景和存在的隐患

A 公司的资金来源主要是自建卖场的店铺租金和物业费，主营业务是家居零售市场，根据《上市公司行业分类指引》的分类办法，A 公司属于商务服务业。

1) 家居市场发展潜力巨大

家居行业的发展与中国国民经济的增长曲线存在密切关系，当中国居民收入处于上升阶段时，家居行业的市场规模也会随着居民收入的提升而进一步提升。时代在发展，消费者的观念也在发展，不同于以往的大龄消费者，年轻消费者的消费观念和生活要求也产生了变化，随着线上平台的推出和现代物流体系建设越来越完善，消费者的购买方式已经不再局限于本地的商场，而是选择线上线下相结合的方式，这也体现在家居行业当中，越来越多的品牌选择在线上开店，降低渠道成本后可以利用价格竞争的方式获得更多的市场份额，但线上客户对产品品质一样有较高的要求。随着电商平台的不断扩张，家居行业的网络零售规模也在逐渐扩大，2022 年电商渠道的家居行业销售规模达到了惊人的 6562 亿元，但仅仅占家居市场总份额的 22%，可见家居行业在电商渠道的市场还能够进一步加强。

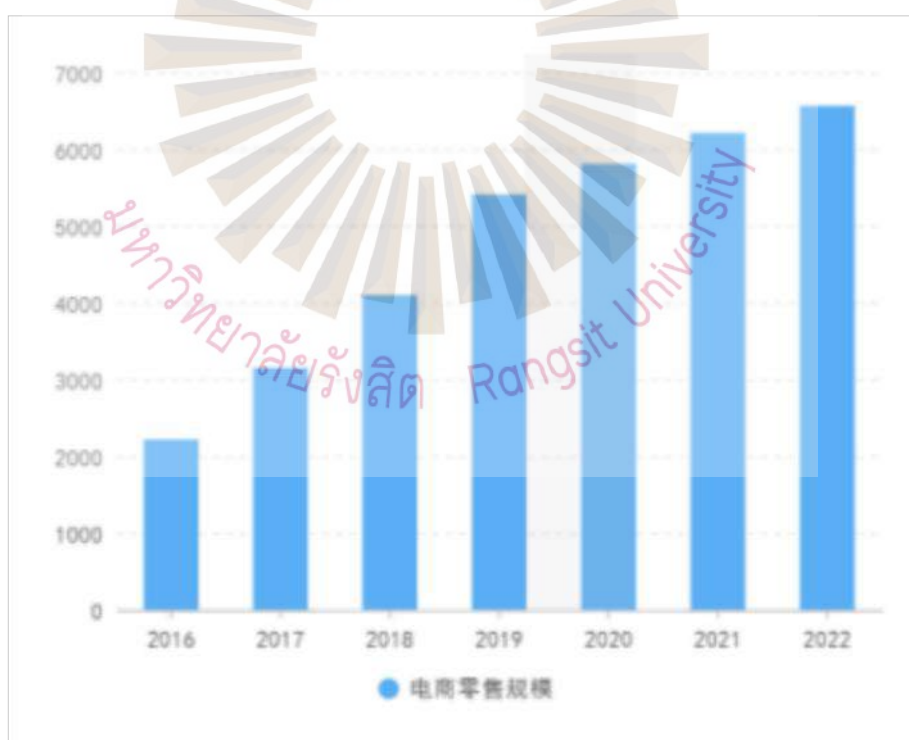


图 4.1 电商零售规模

图片来源：本研究自行整理

从当前的市场规模增长趋势来看，家居行业还具有一定的增长潜力，因为中国的经济还是处于上升阶段，并且中国居民对住房存在一定的硬需求，中国政府也在住房贷款利率上做出让步，房地产经济对家居行业的支持力度还会保持在较高水平。

人均可支配收入是一个重要的经济指标，只有人均可支配收入增加，才能够推动消费者的消费和消费结构的升级，流入家居行业的资金也会相应增加。中国居民人均可支配收入从 2016 年的 23821 元增加到 2021 年的 35128 元，并且城镇居民的可支配收入与城市居民的可支配收入差距正常一步步减少，中国居民可支配收入增加就意味着对生活的要求和质量也有所提升。家居产品是与居民生活息息相关的产品，是日常生活中使用率最高的产品之一，这就带动了家居行业的销售规模逐年上升，随着电商平台的推进，家居的价格不再是消费者考虑的主要因素，更多的消费者会选择质量好、有个性和服务棒的家居企业进行购买家居。

房地产行业的增长是家居行业增长的主要诱因，对于新房子来说，家居产品是必须要购买的产品，小到马扎凳子，大到高端床具，都会因为新房子产生需求，从而投入资金购买家居商品。虽然 2022 年的商品房销售面积有所下降，但是二手房的销售额对比前年有所上升，二手房消费者作为家居行业未来增长的主要动力，消费者画像的转变也会导致家居行业的策略产生转变。国家推行的棚改工程和老旧小区改造计划，涉及到全国 40 亿平方米共计 18 万个整改小区。虽然商品房销售面积出现下滑，但是二手房和老旧改造将会填补空缺并成为家居市场的主力。

家居行业一直是国家大力支持的行业，2019 年中国开始推进棚户区旧改工程和老旧小区改造工程，在家居这个方面是有补贴政策的，这样的政策有利于调动市场的积极性，提高企业对市场的乐观程度，并随着中国开放二胎政策和三胎政策，儿童家居的销售额也将迎来一轮新的增长高潮。

2) 家居行业未来发展的趋势研判

随着中国居民收入的逐年提升，消费者的需求和审美也在不断提升，这就对

家居行业提出了新的挑战，新面料新技术都是能够打开市场的重要因素，电商渠道的发展也将助力家居行业的发展。家居行业的重点问题在于销售端效率过低和成本较高，所以家居行业需要进行数字化转型，全面推进“互联网+”，利用好电商销售渠道服务消费者。

家居行业的消费者越来越年轻化，对商品的要求也不再局限于实用性，而是要求美感和配套措施。家居产品的主要区域还是主要集中在人口密集的大城市，对三线城市的市场开发还有巨大的提升空间，随着三线城市的消费者受教育程度越来越高，三线城市将会成为家居行业未来的增长点。教育程度和消费观念改变就会导致消费者的需求发生改变，消费者更加在意自己的审美和品质，愿意为此付出高昂的代价。同时随着消费者生活水平的不断提升，消费者的需求也越来越多元化，从设计、质量、服务和体验等方面对家居企业有了新的挑战，家居企业的未来应该是以个性化定制和高品质服务为主要方向，以此来迎合当前消费市场的消费者。

智能家居在消费市场逐渐被消费者接受，随着物联网科技的发展和产业线的完善，越来越智能的家具产品逐渐被消费者接受。2017年中国智能家居的市场规模为3254.7亿元，到2023年中国智能家居市场规模高达7157.1亿元，出货量更是高达3.3亿台，增长率惊人。智能家居的发展虽然到达了一定的智能等级，但是目前还是存在一些情况无法解决，仍然需要传统家居产品来解决问题，经过行业的努力研发和消费者的消费理念转变，智能家居已经是家具行业未来发展的主流方向。

随着家居行业的市场结构不断变化，家居行业还是要向着专业性强、流水线生产和连锁品牌方向发展，中国大型的家居企业也在不断寻找新的市场热点，向下开拓家居市场的规模，并通过科技提升企业的实力和品牌形象，这就需要企业经历持续的升级或者重组，以此达到适应市场的最佳状态。企业需要在目前的市场环境提升自身的实力才能够在市场结构升级中存活下来，A公司的实力提升和战略方向就是需要借助借壳上市达成目标。

3) 家具行业面临的潜在风险

随着 2022 年中国商品房销售面积下降和新冠疫情带来的经济冲击，家居行业还是受到了一定的影响，2021 年就有 100 家以上的家居行业企业破产，可见家居行业在经济下行阶段还是要承担很大的资金断流风险，虽然 2023 年经济有所好转，但是家居行业还是面临一些较为严峻的挑战。

第一，中国家具市场存在很多的企业，大中小规模的企业遍布全国各地，年销售额 10 亿元以上的大型企业仅仅只有 11%，年销售额 1 亿元以上的小型互联网家居企业的占比高达 46%，年销售额上百亿的企业在中国市场还没有出现，家居行业的一线品牌的市场规模增长率比较缓慢，下沉市场发掘力度还不足，中小企业在低端市场游刃有余但向上发展却面临资金和品牌价值等问题，只能局限于小范围的当地市场。

第二，家具企业的管理系统往往没有建设完善，公司的大股东占比太高，对管理体系的建设落后，在面临企业转型和战略制定时往往没有经过讨论和系统研究，当企业的战略不能够符合市场时，企业往往就会面临亏损甚至破产。

第三，没有形成护城河，融资成本高。家居行业是一个低科技要求的行业，各个企业间的护城河地带不明显，甚至没有护城河，这就导致家居行业的技术壁垒相对较低，市场融资时就会提高融资成本，对企业来说是一笔沉重的负担。

4.1.3 家居行业上市情况

企业需要进军更广阔的市场，就需要对自身实力进行提升，企业的资金缺口太大是驱动家居企业上市的主要诱因。受新冠疫情的影响，2020 年 A 公司的利润下降了 56.81%，2020 年 A 公司的市值是 547.79 亿元，在 A 股 50 家上市企业市值排名中排到了第五位，市值就是实力的最好体现，第五位说明了 A 公司的实力在家居行业属于龙头品牌之一。

表 4.1 家居行业上市情况

排名	上市企业名称	市值 (亿元)	年涨幅
1	公牛集团	1233	252.66%
2	东方雨虹	911.48	122.82%
3	欧派家居	8020.1	62.27%
4	北新建材	676.65	57.95%
5	A 公司	547.79	-14.95%
6	顾家家居	445.91	58.21%
7	三棵树	407.39	164.42%
8	老板电器	387.01	22.41%
9	美凯龙	331.53	-15.64%
10	伟星新材	297.73	47.78%

资料来源：本研究自行整理

4.2 A公司借壳上市案例背景介绍

4.2.1 A公司的基本情况

1999 年居然控股于北京成立，在家居建材行业首倡“先行赔付”服务完善顾客消费体验。2000 年市场经济蓬勃发展，A 公司从一个公司逐步成长为集多家门店和分公司的全国知名家居品牌，2003 年居然控股成立装饰公司，开发自营设计和装修业务，同年于十里河开设连锁分店，拉开全国连锁投资经营的序幕。2014 年居然顶层设计中心将家居零售与设计相结合，于兰州开设了第 100 家分店。2015 年居然控股成为 A 公司股东，100%控股成立 A 公司，将旗下家居建材板块全部转入 A 公司。2016 年居然控股紧跟互联网经济的发展，成立智慧物联科技有限公司并在电商平台上线居然设计家，将线上营销和线下实体经营相结合，为企业提供更大的发展空间。2018 年 A 公司获得阿里巴巴、康泰集团等 130 亿元战略投资。2019 年 A 公司在深交所完成上市成功登陆 A 股市场。

A 公司成立于 2015 年，由北京 A 公司投资控股集团出资注册，注册资金为人民币 1 亿元。A 公司设立了以家居主业线上线下融合、“大家居”向“大消费”融合、产业上下游协同融合的三大融合战略，以“居住安稳，生活悠然”为长期定位，于 2018 年 3 月与阿里巴巴集团达成新零售战略合作，开创家居电商新模式。

式。

序号	股东名称	出资额（万元）	股权比例（%）
1	居然控股	5600.00	43.90
2	慧鑫达建材	1690.82	13.26
3	阿里巴巴	1275.51	10.00
4	瀚云新领	637.76	5.00
5	云锋五新	637.76	5.00
6	泰康人寿	510.20	4.00
7	汪林朋	550.00	4.31
8	瑞通投资	510.20	4.00
9	兴达建材	322.45	2.53
10	其他 16 位股东	1020.41	8.00
	合计	12755.10	100.00

图 4.2: A 公司控股情况

图片来源：居然之家审计报告

4.2.2 B 公司的基本情况

B 公司集团有限公司始创于 1985 年 1 月 1 日，距今已发展 26 年，业务以零售为主业，同时涉足商业物业开发、商场装修装饰等产业的“同业多元化、零售多业态、连锁跨区域、治理现代化”的商业集团公司。主业包含现代百货、购物中心、超市等业态，截至 2018 年底集团有现代百货商场 9 家、购物中心 1 家、超市 80 余家，网点覆盖湖北省内 10 多个城市，营业总面积近 60 万平方米。近年来由于互联网经济的发展，线上消费的便捷和高效等因素导致武汉市实体零售业承受着价格战和客户流失的冲击，作为武汉市知名零售企业的 B 公司集团也深受影响其业绩出现下滑趋势。在此环境零售企业便会想要通过战略重组或并购的方式来扩大经营规模，走出困境增强行业中的核心竞争力，抢占更多市场份额，提升中商集团综合盈利管理能力发展水平。

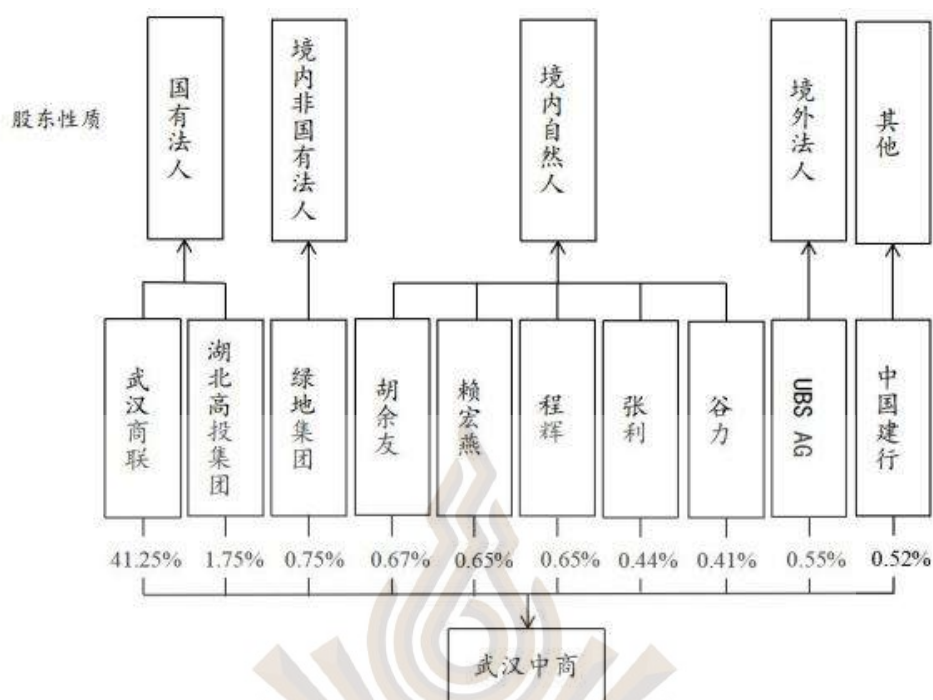


图 4.3 B 公司控股情况

图片来源：本研究自行整理

4.2.3 A 公司借壳上市的动因

A 公司在开拓生产线需要庞大的资金支持，能够满足大体量资金流的办法就是通过资本市场融资，由于 IPO 排队审核等待时间较长，存在较多不确定因素和风险。2019 年主板平均审核周期 567 天，中小板平均审核周期 478 天，创业板平均审核周期 420 天。

同时证监会的种种要求和限制也会导致企业过会率较低。2018 年，发审委全年审核企业共 193 家次，其中通过 111 家次，未通过 59 家次，暂缓表决 10 家次，取消审核 13 家次，整体过会率为 57.51%。2019 年，发审委全年审核企业共计 164 家次，整体过会率为 84.15%，虽然通过率有所提升，但相较 2014 年至 2016 年的通过率仍然较低。

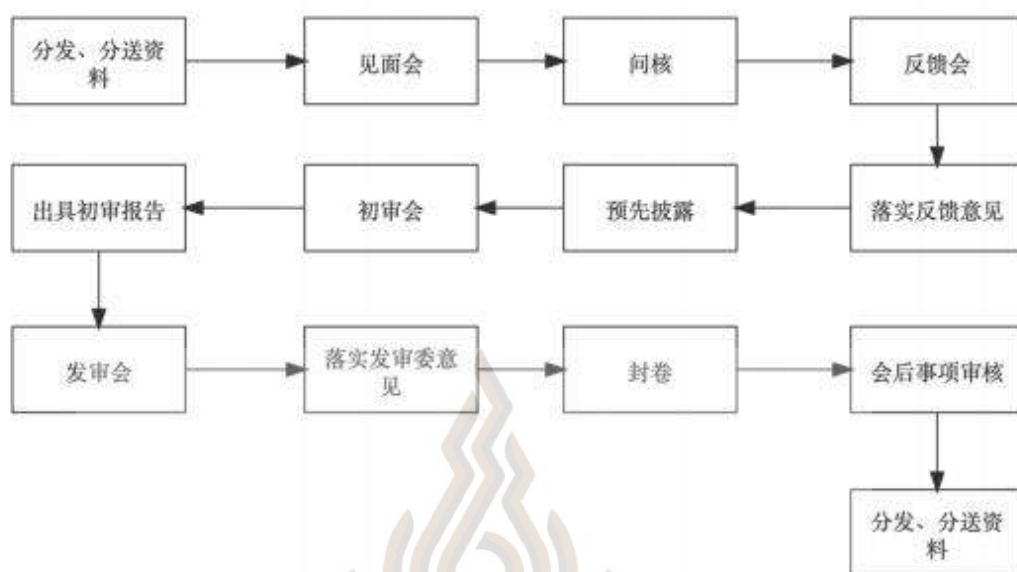


图 4.4 审批流程

图片来源：本研究自行整理

此时 A 公司选择用借 B 公司来替代 IPO 上市，一大原因就是为避开 IPO 上市过程时间长、难度较大的缺点。A 公司通过借壳上市无需排队审核只需将与重大资产相关的文件、协议和合同提交至相关部门，其成本远低于 IPO 上市成本，可见其通过 B 公司借壳上市是比较正确的做法。

A 公司为了赶上时代发展的快车道、给股东创造更好的效益，在 2018 年引入阿里巴巴等资本战略投资时就对外宣布五年内门店翻六倍，达到 600 家门店，10 年内门店翻六倍达到 1200 家门店。在借壳上市的前一年 2018 年，A 公司的资产负债比率达到了 57.6%，远高于行业平均水平，可用于短期支付的货币资金只有 63.98 亿元，可以满足一定的发展需要，但是无法抵御突发的风险因素。

为了实现这一目标，达到高速发展的要求，并能减少抵御外部风险对于企业带来的重大影响。企业必须增加资本总值以确保快速发展带来的资金需求。在这个背景下 A 公司为了获得更多的资金，就必须采取上市的策略来满足自身的需求。由于其资金需求较为急迫，普通上市排队时间过长，借壳上市就成为了其首要选

择。

资金是企业良性发展的源泉，企业的日常经营与管理离不开各种资金的支持。A 公司作为资金密集型行业企业，对资金的需求量巨大。但由于家居行业竞争日渐激烈，各企业利润空间不断被压缩。为提高竞争力 A 公司实施了多元化经营战略，将业务从最初单一的家居建材，延伸到了家居卖场综合性服务、智能家居、金融服务、商业地产开发等领域。业务的扩展势必需要支出大量的资金，如果 A 公司仅凭利润积累和银行借贷难以支撑多元化发展战略。根据 A 公司年度财务报表可知，A 公司 2016 年的资产负债率为 83.61%，2017 年为 83.99%，2018 年为 57.92%，虽三年内在逐渐下降但仍高于行业平均水平。截至 2018 年底，A 公司可用于短期支付的货币资金仅有 63.98 亿元。资料显示，在借壳上市之前，A 公司的注册资本极少。2015 年 4 月居然控股成立 A 公司，注册资本为 1 亿元，在 2018 年 3 月引入阿里巴巴等 21 名投资者的战略投资后，注册资本增加 0.28 亿元，达到 1.28 亿元，总融资额高达 130 亿元，在借壳上市完成后及 2019 年 11 月时，总注册资本达到了 60.2 亿元，A 公司若通过借壳上市而成功上市，可以利用资本市场丰富的资金资源，为企业发展多元化经营战略提供资金支持。

4.3 A 公司借壳上市交易结构安排

经过董事会表决和证监会审议后，B 公司在 2019 年 1 月 10 日发布重组停牌公告，公告中 B 公司表示企业要全面收购 A 公司。因为 A 公司的体量足够大，满足证监会的重大资产重组条件，随着 B 公司停牌开始，A 公司借壳上市的操作正式开始。

4.3.1 重大资产置换

A 公司将全部的资产和债务进行打包后，汪林朋及其一致行为人等 22 名股东通过股权置换的形式，将 A 公司的股权置换为 B 公司的等值股票，A 公司的 100% 股权估价为 3565000 万元，完成股权置换后，A 公司将成为 B 公司的全资子公司，汪林朋及其一致行动人将成为 B 公司的实际控制人。

4.3.2 发行股票置换资产

从 B 公司对外披露的公告可知, B 公司通过发行非公开股票的方式收购居然控股旗下的全资子公司 A 公司, B 公司通过自身的股票从以居然控股为主的 22 名股东处收购 A 公司 100%的股权,并通过定向增发的方式使 A 公司成为 B 公司旗下的全资子公司。

经过专业的资产评估公司对 B 公司的全面评估后送武汉市国资委核准,在 B 公司和居然控股的协商下,借壳双方的最终交易价格为 3565000.00 万元,非公开发行 A 股股票 5768608403 股,每股股票的发行价格为 6.18 元。B 公司本次发行的股票不是固定为 5768608403 股,股价也不会锁定 6.18 元,股票数量和价格还需要考虑转增成本和派息除权,这些都需要在证监会和深交所的规则中进行。

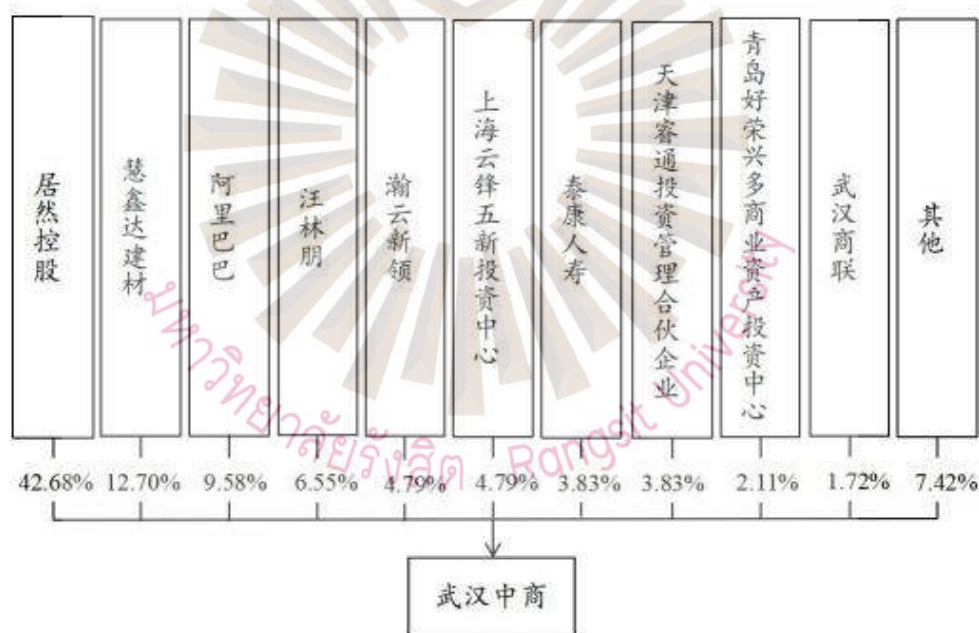


图 4.5 借壳上市后控股情况

图片来源: 本研究自行整理

2019 年 12 月 A 公司的 100%股权被 B 公司收入资产负债中,并通过非公开发行的股票支付 A 公司的股权后双方完成了工商变更登记手续,这标志着 A 公

司成功并入到上市公司 B 公司成为旗下的全资子公司。随着 A 公司原股东收到 B 公司支付的股票，B 公司的股票架构也发生了变化，居然控股成为 B 公司最大的股东，而武汉商联在增发股票以后，持股比例下降至 1.72%，实际上已经让出 B 公司的控制权，在居然控股、汪林朋和慧鑫达建材组成一致行为人后，三方控股达到 61.93%，B 公司的实际控制人就变为了汪林朋。

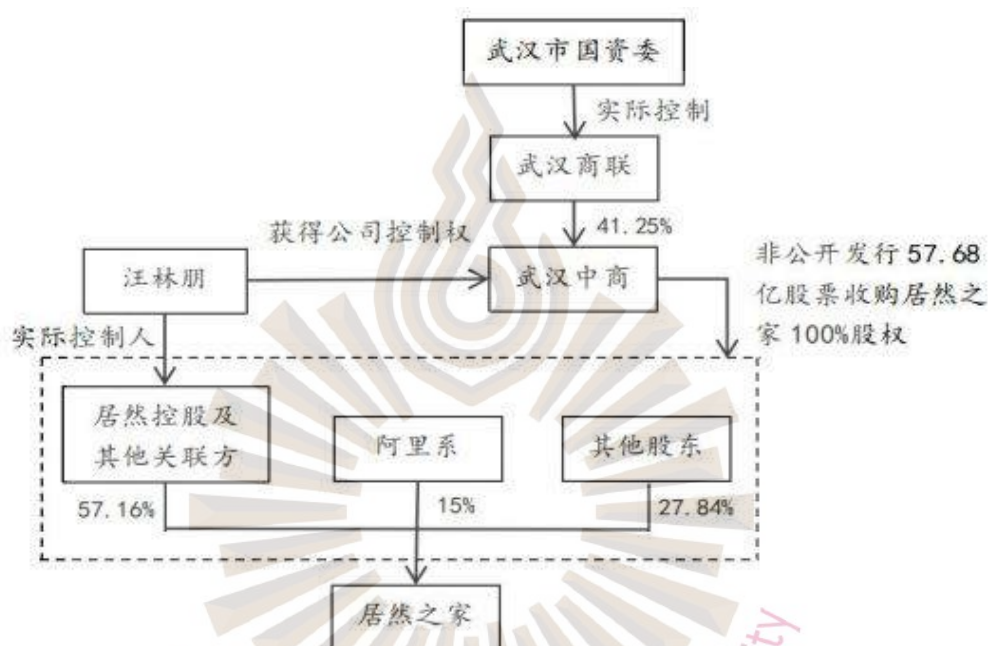


图 4.6 借壳上市后 A 公司控股情况

图片来源：本研究自行整理

根据 B 公司对外披露的信息可知，2019 年 12 月完成工商转变手续后，在 12 月 7 日再次发布公告，公告称由于收购了 A 公司后，公司的经营范围需要增加泛家居类新业务，公司原有的零售商超业务不变继续保留使用，B 公司实际上已经成为 A 公司零售业务的一部分，但 A 公司不强行改变 B 公司的经营，B 公司仍然作为一个独立子公司，拥有完整的资产、主营业务、管理体系和相关资质。反向收购 A 公司以后，B 公司的主营业务实际上已经不再是零售商超，实际控制人也和交易所登记的信息不一致，为了完善信息和向二级市场投资者传达公司新的主营业务和战略方向，B 公司在 2019 年 12 月 29 日向证监会和交易所提出了申

请，申请将公司股票和公司名称都变更为“A公司”，“B公司”已经成为过去式，“A公司”借助“B公司”的资质成功登陆A股资本市场。

4.3.3 股份锁定期限安排

A公司借壳上市的方案中，包含了多份双方签署的承诺协议，其中最重要的就是双方关于股份锁定期的承诺书，承诺书中股份锁定期的规定不仅仅对B公司的股东产生效用，对A公司的股东也产生效用。

承诺书显示，B公司的实际控制人武汉商联需要承诺完成借壳上市操作后，三十六个月之内不允许转让原有的上市公司股票，A公司原22名股东在增发股票后实际控制了B公司，承诺三十六个月内不可以转让其拥有的上市公司股票。承诺书不仅仅包含了股份锁定期限，还包括后续一系列的补偿，如盈利后需要对原有的股东进行补偿，如果原股东接受补偿，股份锁定的期限需要顺延。

股份锁定期限主要是为了保护中小投资者，防止大股东在获得上市公司股份后在二级市场抛售形成恐慌，中小投资者可以根据复牌后的股市行情和企业实际经营状况来调整自己的仓位，将大股东和上市公司绑定后，也能降低暗箱操作的可能性，有利于上市公司在后续运营。

4.3.4 业绩承诺安排

根据A公司对外披露的公告可知，A公司借壳B公司上市的重组中还存在业绩承诺，从交易报告书中可以知道，汪林朋和其一致行动人在2019年6月与B公司签订了一系列的盈利预测补偿协议和后续的补充协议。汪林朋等承诺在交易完成当年作为第一个会计年度，连第一个会计年度在内汪林朋等需要完成协商好的承诺净利润，2019年12月B公司完成工商手续变更以后，A公司借壳上市的交易圆满达成，意味着2019年作为第一个会计年，业绩承诺书也在2019年12月生效。

表 4.2 业绩承诺安排表

单位：万元

业绩承诺人	标的公司	2019 年	2020 年	2021 年
汪林朋及其一致行动人	A 公司	206027.00	241602.00	271940.00

资料来源：本研究自行整理

承诺书中规定，如果 A 公司在任一会计年度年末，A 公司的承诺净利润未能达到承诺书中商定的数额，汪林朋及其一致行动人需要在借壳上市交易中获得的上市公司股份对 B 公司的股东进行赔偿。如果汪林朋及其一致行动人所持有的上市公司股份无法满足承诺书中的赔偿要求，可以通过二级市场或者购买股份等方式取得上市公司股份对 B 公司进行赔付，当汪林朋及其一致行动人赔付的股份超过本次增发股份的 90% 后仍然无法完成承诺净利润，汪林朋及其一致行动人可以使用现金进行赔付。协议书中还规定如若汪林朋及其一致行动人没有及时、足额向 B 公司进行赔付，应视为违约，违约还将另外支付违约金。

4.4 A 公司借壳上市交易结构设计分析

4.4.1 获取 B 公司的控制权

A 公司借壳上市采用定向增发股票购买的交易结构，通过反向收购的方式将 A 公司注入到 B 公司，进而达成上市的目的。

A 公司由于将资金投入到产业建设当中，如果增加负债进行收购重组，无论是内部融资还是外部融资都会面临巨大的资金压力和融资风险，如果将 A 公司的资产反向注入到 B 公司，实现以股换股的方式完成产业注入，可以减轻 A 公司的资金压力和风险。

B 公司向 A 公司的母公司居然新零售定向增发股票，用股票收购 A 公司 100% 的股权，这样 A 公司就顺利注入到 B 公司，与此同时，用 A 公司股权交换到上市公司股份后，汪林朋及其一致行动人拥有上市公司 61.94% 的股份，实际上已经成为上市公司的控股股东和实际控制人。通过发行股票反向收购的操作，A 公司和 B 公司之间没有后续的现金补偿等操作，在重组交易中只涉及双方的股权股票交换，这有利于重组交易的进度，能够缩减 A 公司借壳所需要的时间。

4.4.2 壳资源的资产置出

B 公司的资产有现代百货商场 9 家、购物中心 1 家、超市 80 余家，资产覆盖湖北省内 10 多个城市，营业总面积近 60 万平方米。A 公司的发展战略是布局更多的线下市场，B 公司的固定资产是 A 公司未来发展的重要资源，B 公司收购 A 公司后，A 公司能够立即将这一部分固定资产投入使用，配套的员工能够满足日常经营，不需要额外再招聘，所以 A 公司对壳资源的资产不做置出处理。

4.4.3 A 公司的资产注入

A 公司的资产注入是通过以资产换股权的形式进行，A 公司将所有的资产和负债进行打包，B 公司通过定向增发股票，利用增发的股票购买 A 公司打包出售的资产和负债，在交易完成后，A 公司将成为 B 公司旗下的全资子公司，A 公司的所有资产归母公司 B 公司所有，在完成一系列的操作后，A 公司的资产已经全部注入到 B 公司，期间没有经过资产和债务分拆。

4.5 A 公司借壳上市交易结构评价

4.5.1 本次方案设计的亮点

1) 反向收购的借壳模式

在 A 公司借壳上市的交易结构中，B 公司通过定向增发股票的形式收购 A 公司，使 A 公司成为 B 公司旗下的全资子公司，同时 A 公司的原 22 名股东通过股权交换获得了 B 公司的股票，交易完成后 B 公司的实际控制人和控股股东都从原来的武汉商联转变为汪林朋及其一致行动人。家具类行业都具有的特点是市值较高但是可用的流动资金较少，如果正向并购上市企业会对借壳企业的财务造成较大的财务压力和融资风险，通过反向收购的操作，能够避免家居类企业因为收购壳资源出现财务危机。

2) 不涉及资产置换和业务分离

按照一般的借壳上市操作流程，需要将“实壳资源”变成“净壳资源”，或

者在借壳后将原来“壳资源”的资产和主营业务进行分离，仅仅保留上市公司的资质，这其中就涉及到资产、债务、人员和法律纠纷的转移，转移资产、债务、人员和法律纠纷都需要时间和资金。

B 公司作为商超零售类企业，在湖北拥有 12 家连锁门店，经营总面积 30 万平方米，这就符合 A 公司的发展需求，可以将 B 公司原有的资产进行升级，通过升级店面，商超带来的人流量将会帮助 A 公司提升销售额，同时 B 公司的门面还是固定资产，能够减少 A 公司的租金。B 公司的商超业务虽然近年来业绩不够稳定，但是与 A 公司重组后，接入阿里巴巴系统，可以有效提升商超的管理效率和互联网销售能力，产业升级和店面改造都能够提升商超业务的盈利能力。A 公司和 B 公司在本次交易中不需要进行资产剥离，而是两者相结合，互相帮助，将各自的主营业务有效结合。

家居类企业都有一个共同的需求，那就是不断拓展线下展厅和网点，家居类企业在选取相对应的壳资源后，可以不将壳资源的商场房产进行剥离，而是将其保留在壳资源当中，在获取实际控制权后将资产置入并整合资源，保留的商场房产能够帮助家具类企业快速铺开营销点。

4.5.2 可优化之处

在本次借壳上市的交易方案中，汪林朋及其一致行动人作为承诺人，对 B 公司做出了承诺净利润，承诺净利润是交易双方经过多轮对话和博弈的最终结果。

在 A 公司借壳上市的交易中，汪林朋及其一致行动人作为承诺人，承诺 A 公司 2019 年度、2020 年度和 2021 年度的承诺净利润达到 206027 万元、241602 万元和 271910 万元。如果承诺人没有达到承诺书中的承诺净利润，承诺人将向 B 公司赔付上市公司股票，如果不能够及时赔付和足量赔付，承诺人还需要额外支付违约金。

其中 2020 年度的承诺净利润涨幅最大，按照 2019 年度公布的中国商品房面积销售额增速和家具业规模增速来看，2020 年承诺的净利润超出了市场预期，在

国家政策的干预下，房地产销售市场还没有下降，按照市场预期还是有机会达到承诺净利润，但是天有不测风云，2020 年开端便遭遇了新冠疫情的冲击，对于依靠线下卖场的家居业来说，没有消费者逛的卖场，无疑面临了巨大的销售压力和成本压力，随之而来的是消费经济下行，A 公司高端化和定制化的业务板块也受到了影响，随着新冠疫情的消逝，消费者也重新出现在卖场，但是消费者在消费时会更加谨慎，不利于中高端市场的发展。A 公司还要支付商超零售业务的成本，B 公司的商超零售业务当时还处于不稳定状态，盈利能力尚不能准确估算，但是投入的成本确实越来越大，还要面对店面升级和管理体系改变带来的经济负担，这些都会对 A 公司的年度净利润产生较大的不确定性。



第 5 章

结论

5.1 研究结论

随着中国对金融市场的改革进一步深入，企业进入资本市场获取发展资金的情况将越来越常见，A 公司通过借壳上市，企业的整体实力获得了提升，本文对 A 公司借壳 B 公司上市交易结构设计的总结如下：

5.1.1 选择有线下门店的壳资源

家居类企业的主要发展方向之一就是开设更多的线下门店，提升企业品牌的曝光度，那么门店就需要设在人流量大且稳定的区域。商超的人流量大且相对稳定，在周末商超的人流量还会继续增加，可见商超是家居类企业开设门店的首选。

家居类企业如果不选择带有线下门店固定资产的壳资源，家居类企业需要融资获取大量的资金，用来购买壳资源的股权。在获得壳资源的控制权后，家居类企业还需要对壳资源的资产和负债进行处理，因为壳资源的资产不能够与家居类企业兼容，为了后续在资本市场取得较好的印象，需要将“实壳资源”变为“净壳资源”，在资产置入后变更主营业务和名字，过程繁琐且融资风险较大。

家居类企业在选择壳资源的时候，可以尽量选择固定资产带有线下门店房产的壳资源，壳资源固定资产带有商超资源时，这一部分固定资产可以不做置出处理，而是可以保留在壳资源当中，这样设计的好处是减少步骤降低风险，还能够整合资源快速布局。选择带有线下门店的壳资源，能够减少借壳上市的环节，缩短借壳上市的时间，还能够降低财务压力与融资风险。

5.1.2 家居类企业借壳上市交易结构设计可以使用反向收购设计

非上市公司想要取得上市公司的控制权，正常途径是将上市公司资产和负

债都变为自己公司的一部分，然后再将原公司的业务和资产合并，并对债务问题进行分离，最后完成上市流程。

在交易方案设计中，针对“净壳”或者“实壳”都有不一样的操作流程，操作资产置换包括了资产置出，即将原上市公司资产、负债和业务进行剥离，资产剥离部分如果按照“净壳”资源操作就置出给被借壳上市公司股东，“实壳”资源就置出给借壳公司。而资产置入则是将借壳公司的资产和业务注入到被借壳公司，主要可以通过换股、现金购买、资产置换和定向增发等方式进行置入。

家居类企业借壳上市交易结构设计中，可以将家居企业的资产和债务全打包，让壳资源反向收购家居企业，并以股权为支付方式，这样做好多个好处，第一是以股权作为支付方式收购家居企业，家居企业和壳资源都不涉及融资，能够降低家居企业和壳资源的财务压力和避免融资风险。第二是家居企业将资产反向置入壳资源，可以节省处理壳资源的时间，将借壳上市风险进一步降低。第三是家居企业的实际控制人能够安全取得壳资源的实际控制权，在原有家居企业资产已经置入的情况下，可以快速整合现有资源投入生产。

5.1.3 使用股权置换的方式控制壳资源

家居类企业的特点是固定资产比例较高，可用的流动性资产比例较低，家居类企业在收购壳资源时，需要支付壳资源的相关费用，如果家居类企业使用现金收购壳资源，需要面临流动资金压力，而且按照企业管理要求，企业可使用的流动资金并不足以收购一个完整的壳资源，这就要求家居企业向外寻求融资，大量融资会导致借壳企业的财务压力增加，流动性资金短缺还存在资金链断裂的风险。

企业通过外部融资的形式获得资金收购壳资源后，外部融资将在并购后公司年报中现出来，资本市场的投资者在选取投资对象时，都会对企业年报进行详细研读，如果发现企业存在高风险行为，很大一部分投资者将此公司视为投资目标，这与家居企业借壳上市寻求战略发展资金的初衷相违背。

家居类企业可以使用以股换股的方式获得壳资源的控制权，以股换股的好处

是家居类企业能够避免外部融资带来的风险，并且以股换股表达出的意愿是愿意经营好企业，可以使壳资源的拥有者和小股东对家具类企业感到信任，能够促进交易达成。

5.2 不足之处

尽管本人在论文写作过程中一直保持的谨慎认真的写作态度，尽自己最大的能力去完成论文理论基础和数据收集，但出于不可抗因素，仍然存在一些不足。

一是本次交易结构分析的案例仅仅是基于上市公司年报和资产重组的公开公告以及相关的财经社区网站的公开资料进行交易结构设计分析，并且由于本人身处境外，并没有到企业中进行实地考察和对企业内部相关人士进行调查和访谈，并且本文的写作水平有限，论文还有进一步深入和改进的空间。

二是选取的案例在当时只存在首次公开发行和并购重组的方式登陆资本市场，但是在随后的金融市场改革中，科创板的出现大大降低了上市的难度和时间成本，本文中的一些文献并没有能反映科创板的存在，相关读者在阅读文章时会存在一些疑惑。

本人将会在未来的学习中继续保持谦虚好学的态度，不断学习新的知识理念，丰富自己对上市方式的见解。

参考文献

- Adjei, F. (2008). The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs. *Journal of Economics and Finance*, 32(2), 176-194.
- Brown, & Ferguson. (2010). The effects of management buyouts on operations and value. *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.
- Carpentier, C., Cumming, D., & Suret, J.-M. (2012). The value of capital market regulation: IPOs versus reverse mergers. *Journal of Empirical Legal Studies*, 9(1), 51-87.
- Chapman, C., Boichuk, J. P., Steenburgh, T. J., & Ahearne, M. J. (2016). Real earnings management in sales. *Journal of Accounting Research*, 54(5), 1233-1266.
- Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.
- Floros, I. V., & Sapp, T. R. A. (2011). Shell games: On the value of shell companies. *Journal of Corporate Finance*, 17, 850-867.
- Gleason, K., Wiesenthal, L., & Wiggins, R. (2005). Backing into being public: An exploratory analysis of reverse takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 12, 54-79.
- James, T. L. (2007). Use of reverse mergers to bypass IPOs: A new trend for nanotech companies. *Nanotech L. & Bus.*, 4.
- Johnson, W. C., Karpoff, J. M., & Yi, S. (2015). The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firm. *Journal of Financial Economics*, 117(2).
- Floros, I. V., & Sapp, T. R. A. (2011). Shell games: On the value of shell companies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 850-867.
- Dambra, M., Field, L. C., & Gustafson, M. T. (2015). The JOBS Act and IPO volume: Evidence that disclosure costs affect the IPO decision. *Journal of Financial Economics*, 116(1).
- Natinda, M. (2017). The financial economics. 10, 12-16.
- Orlando, L. (1972). Going public through the backdoor and the shell game. *Virginia Law Review*, 51-87.

参考文献 (续)

- Singh, A. (1995). Corporate financial patterns in industrializing economies: A comparative international study. International Finance Corporation, *Department of Economics Working Paper*.1995.
- Singh, A. (2010). Corporate financial patterns in industrializing economies: A comparative international study. *MPRA Paper*, 48(6), 902–912.
- Singh. (1995). Corporate financial patterns in industrialising economies: A comparative international study. *IFC Technical Paper* (2), 34.
- Strongroom, W. K. (2008). The truth about reverse mergers. *Entrepreneurial Business Law Journal*, (02), 743–759.
- Thomas, L. J. (2007). Use of reverse mergers to bypass IPOs: A new trend for nanotech companies. *Nanotechnology Law & Business*, 3(3), 661-664.
- Yung, K., Sun, Q., & Rahman, H. (2013). Acquirer's earnings quality and the choice of payment method in mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 39(10), 979.
- 曹舒芳, 苏俊. (2014). 不同交易结构下的借壳上市会计处理分析——基于联合化工、江苏宏宝重组案例. *中国注册会计师*, (12), 96-100.
- 程子健, 陈韵竹, 白雪莲. (2022). 借壳上市还是 IPO: 上市方式影响分析师预测行为吗? . *会计与经济研究*, (03), 111-128.
- 戴娟萍. (2015). 海澜之家借壳上市交易结构及其绩效分析. *财会月刊*, (04), 64-66.
- 邸丛枝, 庞晴, & 张梅. 引入战略投资者+整体借壳上市"两阶段混改的路径与效果研究——以中粮资本为例. *财会通讯*.
- 丁妙松. (2017). 巨人网络借壳上市交易结构研究. *财务与会计*, (11), 26-28.
- 方良杰. (2022). 民营企业借壳上市风险控制分析. *中国市场*, (21), 1-3.
- 雷志军. (2010). A 股市场借壳上市的主要模式与交易结构的设计. *经济视角* (下), (09), 66-68+75.
- 李洋. (2024). 科创板注册制对企业 IPO 的影响研究. *中国市场*, (09), 54-57.

参考文献 (续)

- 李镜川. (2022). A 股市场核准制与注册制下的现金股利信号传递效应及其差异实证研究. 硕士学位论文, 上海财经大学. 中国.
- 罗璇. (2021). 借壳上市对壳公司风险预判及应对. *财务管理研究*, (10), 73-76.
- 朴艺珍. (2018). 三六零借壳上市交易结构分析. *现代商业*, (31), 123-126.
- 王献锐. (2017). 核准制下借壳上市对中国资本市场的影响——基于顺丰上市的反思. *中国市场*, (32), 59-61.
- 魏佳慧. (2021). 证券发行核准制和注册制对比研究. *财务管理研究*, (01), 11-30.
- 项荣溟. (2022). 上市制度与新股 IPO 抑价及长期表现. 硕士学位论文, 浙江大学. 中国
- 姚晨晖. (2022). 高管风险偏好视角下跨境并购交易结构与风险研究. 硕士学位论文, 浙江财经大学. 中国
- 张婉清. 注册制与核准制并行下生物医药产业 IPO 公司的融资方式比较——以硕世生物和万泰生物为例. 博士学位论文, 东华大学. 中国
- 赵彦锋. (2022). 类借壳上市模式及其效果研究——基于 WAWJ 案例. *财务管理研究*, (07), 1-9.
- 曾杰. (2023). 小心借壳上市风险. *法人*, (07), 73.

个人简历

姓 名	王浩霖
出生日期	1999 年 5 月 26 日
出 生 地	河南省项城市
教育背景	本科：海口经济学院 专业：金融工程专业，2017 学年 硕士：泰国兰实大学 专业：工商管理，2023 学年
联系地址	chikara apartment
联系邮箱	864992086@qq.com

