

房地产上市企业并购策略与财务绩效

刘京虎, 李 兵

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005, E-mail: bli@xmu.edu.cn)

摘 要 建立房地产企业的并购战略、策略和绩效的并购决策模型,主要分析支付方式对并购绩效的短期影响。选取2005~2009年支付方式单一的78宗房地产并购企业案例为研究对象,对剖析的企业并购战略,并购支付方式与并购财务绩效进行实证研究。结论表明,房地产企业的短期并购绩效与一般企业不同;并购支付方式对短期并购绩效影响显著;决策类型为水平一体化战略和证券支付的方式较其他决策路径取得更高的短期并购绩效。

关键词: 房地产企业并购; 一体化战略; 支付方式; 财务绩效

中图分类号: F293.3 文献标识码: A 文章编号: 1674-8859 (2013) 05-093-05

M&A Strategy and Performance of Chinese Real Estate Companies

LIU Jing-hu, LI Bing

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China, E-mail: bli@xmu.edu.cn)

Abstract This paper aims to develop a conceptual model of M&A's strategy, measure and performance. It focuses on analyzing the relationship of strategy attribute; method of payment and financial performance indicator in the decision making mode. This research selected 78 real estate M&A cases between 2005-2009 from database. Based on the tested results, this paper comes to the conclusions that there is a great difference of M&A financial performance comparing real estate industry to other industries. The payment methods have a significant influence on short-term performance indicator. Horizontal integration strategy plus security payment have higher score in short-term performance.

Keywords: M&A of real estate company; strategy attribute; method of payment; financial performance indicator

在经济转型的过程中,随着产业结构调整和企业的发展,并购事件不断涌现。并购泛指在市场机制作用下,一家企业为了获得另一企业的控制权而进行的产权交易的企业经济行为。我国是亚洲地区并购业务最活跃的地区,仅2003年公布的并购案例达1504宗,并购金额超过280亿美元^[1]。房地产行业一直以来都是并购活动最为活跃的行业之一,在2005~2009年间共发生千余起并购事件,并购总额高达70.3亿美元^[2]。2009年,房地产行业并购交易非常活跃,共完成400多起并购案例,在各行业中排名第一。在2008~2010年间的房地产企业并购的案例中,由良好融资渠道的大型房地产企业对小型开发公司、在建项目或物业管理公司的收购逐年增多,并购项目和并购方式也越渐复杂化。更多的上

市房地产企业从企业自身的战略角度在全国布局、实施战略并购。从2010年4月的房地产调控以来,房地产行业步入了并购整合加速期,并购数量与金额成为行业并购的第一位。

然而,调查统计表明,在已发生的众多并购案例中,成功率却是非常低的。全球范围内的并购成功率仅为30%~40%,即能够获得并购正效益的并购案例尚不到四成^[3]。而我国开展并购活动的时间还相对较短,实践经验、理论研究、配套条件、宏观环境都不甚成熟,并购成功率更让人堪忧。我国企业并购的成功率在25%左右^[3]。由此,对并购决策与并购绩效之间的关系的研究成为房地产企业并购的研究重点。

本文通过对我国房地产企业并购案例分析,研究房地产企业战略规划、策略选择与并购绩效之间的内在关系。采用因子分析法研究了2005~2009年房地产企业的总体财务绩效情况,直观有效地衡量

收稿日期: 2013-06-04.

基金项目: 国家自然科学基金项目 (71272078);

福建省新世纪优秀人才支持计划.

企业的整体财务绩效情况,并分别选取了2006年和2007年的并购案例,分析并购当年、并购后1年、并购后2年的绩效变化情况,从而检验并购战略、并购支付方式与并购绩效的关系。

1 并购决策和绩效的关系模型

并购的形式多种多样,按照不同的分类标准将企业并购划分为不同的并购类型。如由双方行业关系划分为横向并购、纵向并购和混合并购^[4]。按照并购交易的实现方式划分为现金购买式并购、证券交易式并购和承担债务式并购3种类型^[5]。还可以按照被并购企业的范围或按照并购目的划分^[6]。

战略必须通过一系列策略和行动方式来实现。本文建立战略、策略到绩效的框架模型如图1所示。

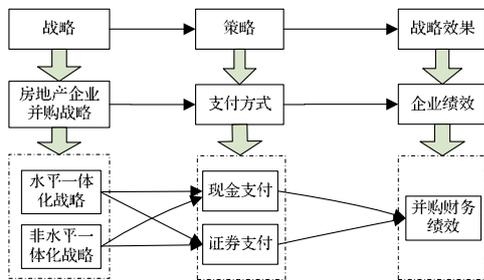


图1 并购决策综合框架

图1中,战略并购的核心在于将并购作为企业发展战略的重要组成部分,创造协同效应、提高市场竞争力来逐步实现企业的长期发展目标^[7,8]。一体化战略是由若干关联单位组合在一起形成的经营联合体,主要包括水平一体化(同行业企业之间)以及非水平一体化,后者如垂直、前向、后向一体化。

不同的企业采用不同的并购战略,生产技术居中的企业一般采取垂直一体化或水平一体化战略,而生产技术最高的企业选择复杂一体化战略。房地产企业在由大做强的过程中,采用扩大现有经营规模和拓展新的经营领域两种模式较为常见。前者为水平一体化,而后者则可能出现各种一体化模式。水平一体化的方式中,采用横向并购的模式是最直接、最有效的方式。这种水平一体化战略成为企业实施规模经济、降低企业成本的最佳选择。它可以促使企业获得优势资源、先进技术,提高企业的经营效率。但是,也存在一定的营运风险,如产能过剩风险、技术泄露风险、人员组织的困难、文化冲突问题等。

在房地产企业决定并购的另一个可行性考察方案是支付方式。支付方式的不同选择将影响并购

后的财务绩效,是并购过程中的策略要素。一般的支付方式主要有现金支付和证券支付两种,采用现金支付方式,并购企业增加了资产,增大了资产折旧避税额,从而对并购企业产生有利的影响^[9]。而且采取现金支付方式时会给证券市场传递公司运营良好的信号,提高公司市场价值,增加股东收益。而如果采取证券支付方式,则可以减少现金支出给企业带来的融资压力^[10]。

对企业并购的效应分析,主要集中在并购完成后企业效益和社会福利的变化上^[6]。国内外学者认为对并购的绩效一般是通过财务指标作为衡量标志,而且是综合财务指标评价法更为适用,它从多维度、多视角来考察企业并购绩效的变化。通过对企业并购前后的对比,或者与同行业未参与并购的企业绩效横向对比,判断并购对于企业绩效的影响,以确定是否真正实现并购公告期内的超常收益率^[11]。因此,通过案例统计分析来获取并购绩效与并购前的战略决策和支付手段具有实际价值。

2 研究方法

2.1 样本的选取

在统计分析的样板选取中,以2005~2009年沪深两市上市公司的企业并购事件为研究对象,统计分析并购企业的绩效表现,并寻找合理的解释。本文采用的数据主要来源于CSMAR、WIND、中国上市公司资讯网、证券之星、中国财经信息网、中证网、中国上市公司业绩评价报告。

以2005~2009年的企业并购案例作为原始样本主要基于:2004年后,我国的企业并购相关法律法规才逐渐完善,在完善法律下进行的企业并购活动才具有可参照性,具有研究价值;同时,为了保证研究质量和有效性,样本选取尽量广泛,必须保持一定的时间跨度,才能综合反应房地产企业并购的历史状况。因为企业并购是一个非常复杂的经济活动,受到来自多方面的因素影响,为了尽量使研究结果更具客观性,排除其他因素对企业并购绩效的影响,按照一定的标准对所采集的并购案例做了一定的筛选,主要的标准如下:

(1)为了更好地检验企业并购对经营绩效的影响,剔除并购规模小于t-1期末净资产10%的样本,剔除涉及的股权买卖不构成控制关系或不纳入合并会计报表的样本。

(2)可以获得在分析期内该上市房地产企业的财务数据,剔除数据缺失、异常值公司。

(3) 不考虑国有资产在国有企业之间的无偿划拨, 此类并购为政府行为, 不具市场特征, 不能用简单的并购绩效来衡量。

根据以上条件, 共获得发生在2005~2009年有显著并购行动的78个案例, 检验样本来自同时期的所有上市房地产公司, 总选取样本数264个, 分布如表1所示。这些检验样本的绩效值将用于同并购企业的绩效相比较。

表1 样本案例分布

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 合计 |
|-----------|------|------|------|------|------|-----|
| 样本数量 | 6 | 13 | 26 | 12 | 21 | 78 |
| 检验样本(总)数量 | 42 | 45 | 50 | 52 | 75 | 264 |

2.2 财务指标的选取

衡量上市公司并购绩效的财务指标非常多, 如果仅以某一项指标来评估企业绩效必然造成非常大的片面性, 而指标过多也会造成不必要的重复。本文选取的是中央企业绩效管理评价方法的综合绩效评价方法, 基础数据来源于企业内部审计机构审计后的财务会计报告。绩效评价的原始指标为: 净资产收益率、总资产报酬率、息前税后利润、每股收益、总资产周转率、流动资产周转率、资产负债率、利息保障倍数、主营业务增长率、资本积累率、总资产增长率、现金流量比率、债务保障率13个指标。这13个指标将通过因子分析挖掘出主要影响因素, 以及它们的权重, 据此组合成综合财务评价指标。

3 数据分析

3.1 综合财务指标的获得

通过因子分析法研究房地产企业并购前后绩效的变化, 并用多元线性回归获得综合财务评价指标。除此之外, 本文还采用交叉关联分析的方法, 对企业战略、并购策略和绩效的关系进行分析。

对样本企业财务数据的相关度分析可知, 多个变量相关系数超过了0.3, 说明存在较为严重的多重共线性, 使用普通的回归模型将会使变量的显著性检验失去意义、模型的预测功能失效和参数估计量经济含义不合理等, 因此有必要消除变量之间的多重共线性后再进行建模。对2005~2009年所有上市房地产企业财务指标进行分析, KMO 检验值为0.630, Bartlett 的球形度检验的 Sig 值为0.00, 如表2所示, 均表示适合做因子分析。

在综合绩效指标的确定方法上采用主成分分析法确定因子载荷矩阵。按照特征根大于1的原则,

表2 原始数据的 KMO 和 Bartlett 检验

| 取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量 | | |
|------------------------------|------|----------|
| | | .626 |
| 近似卡方 | | |
| | | 1776.422 |
| Bartlett 的球形度检验 | | |
| | df | 78 |
| | Sig. | .000 |

选出4个公共因子, 其中累计方差贡献率为66.10%。如表3所示, 能基本覆盖本文选取的财务指标, 能够较为完整地描述企业的财务情况。

表3 解释的总方差

| 成分 | 初始特征值 | | | 旋转平方和载入 | | |
|----|-------|-------|--------|---------|-------|-------|
| | 合计 | 方差的 % | 累积 % | 合计 | 方差的 % | 累积 % |
| 1 | 3.19 | 24.56 | 24.56 | 2.34 | 18.03 | 18.03 |
| 2 | 2.43 | 18.65 | 43.21 | 2.19 | 16.83 | 34.86 |
| 3 | 1.68 | 12.92 | 56.13 | 2.14 | 16.48 | 51.34 |
| 4 | 1.30 | 9.97 | 66.10 | 1.92 | 14.76 | 66.10 |
| 5 | 0.99 | 7.58 | 73.67 | | | |
| 6 | 0.97 | 7.49 | 81.17 | | | |
| 7 | 0.78 | 5.97 | 87.14 | | | |
| 8 | 0.58 | 4.44 | 91.58 | | | |
| 9 | 0.45 | 3.43 | 95.01 | | | |
| 10 | 0.30 | 2.30 | 97.30 | | | |
| 11 | 0.18 | 1.41 | 98.71 | | | |
| 12 | 0.12 | 0.92 | 99.63 | | | |
| 13 | 0.05 | 0.37 | 100.00 | | | |

再根据 SPSS 因子分析, 对公共因子进行方差最大化正交旋转, 并得因子得分矩阵。该矩阵显示, 第1主因子 F_1 主要由每股收益、总资产利润率、净资产利润率、息前税后利润这4个指标决定, 这个指标在主因子 F_1 上的载荷较高, 从财务学角度分析可知, 第1主因子代表了企业的盈利能力; 第2主因子 F_2 主要由总资产周转率、流动资产周转率决定, 代表了企业的营运能力; 第3主因子 F_3 由现金流量比率、债务保障率决定, 代表了企业的现金能力; 第4主因子 F_4 由主营业务增长率、资本积累率、总资产增长率决定, 代表了企业的发展能力。经过 Kaiser 标准化正交旋转后4个主因子不再具有相关性, 可通过计分的方式描述企业财务绩效的得分情况。

将各因子的方差贡献率占4个因子总方差贡献率的比重作为权重进行加权汇总, 得出各年度各企业的综合财务评价指标 F , 即:

$$F = \frac{18.03 \times F_1 + 16.83 \times F_2 + 16.48 \times F_3 + 14.76 \times F_4}{66.096} \times 100$$

3.2 并购后的企业财务绩效变化

为了能够找到影响并购绩效的因素, 对2005~2009年各房地产企业的财务绩效进行了统一计分, 除去时间影响因素, 得到在统一标准下的企业各年

度得分情况。由此，可以对不同年份不同企业间的并购行为进行比较，图2显示并购企业的绩效变化，图3显示并购企业与房地产企业总样本的比较。

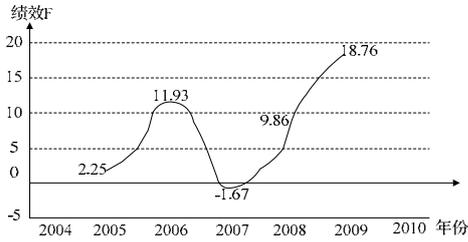


图 2 2006 年并购企业绩效 F 值变化趋势图

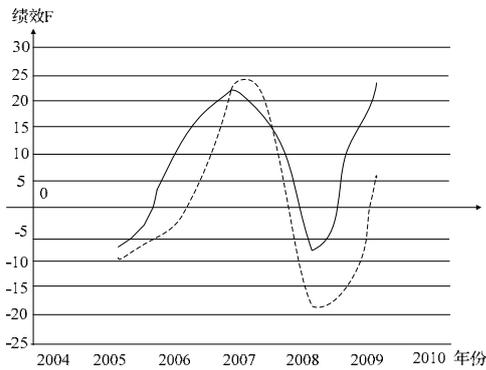


图 3 2006 年并购企业与总样本年均绩效 F 值的对比

以2006年年房地产并购企业为例，可以看出企业经营业绩较好的企业或者企业经营业绩势头良好时更倾向于参加企业并购，并且并购行为对并购企业当年的绩效影响不一，并购后第1年绩效略有下降，并购后第2年均出现明显的并购优势。2007年房地产并购案例与2006年基本相似，先抑后扬，表明房地产企业的运作性质较其他制造业不同。房地产企业是一个经营周期长、资金密集型产业，在经营过程中需要较大的现金流，并购在一定程度上会削减企业的现金流量能力，从而对并购后一年的绩效产生副作用。而完成并购后的较长期时间内，其综合财务绩效显著增加。

3.3 企业决策对并购绩效的影响

2005~2009年间的房地产企业并购案例数据如表4所示。统计结果显示，我国房地产企业在进行企业并购时，较多采用现金支付的方式。在统计的78个并购案例中，采用现金支付方式的案例达65个，占比83.3%。这也证明房地产企业不例外于我国其它行业。

现金支付的并购方式通常被认为是并购市场尚未达到成熟的标志。在我国现行的法律体系中，房产税、契税、土地占用税、土地增值税、城镇土地使用税等5个税种是专门针对房地产业的，印花

表 4 我国房地产企业并购案例支付情况表

| 战略选择 | 并购支付方式 | 案例数 | 占比 (%) | 平均短期绩效 | 平均绩效 |
|--------|--------|-----|--------|--------|-------|
| 水平一体化 | 现金支付 | 31 | 39.74 | -3.41 | -1.71 |
| | 证券支付 | 6 | 7.69 | 7.07 | |
| 非水平一体化 | 现金支付 | 34 | 43.59 | -1.88 | -1.09 |
| | 证券支付 | 7 | 8.97 | 2.73 | |

税、营业税、企业增值税、城市维护建设税、个人所得税等五个税种也与房地产业相关，覆盖了房地产的开发、建设、交易和保有等各个环节。房地产企业并购采用现金支付的方式可以合理地减少税收，是企业并购的重要动因之一。

从表4的绩效分析结果可以看出，无论何种战略选择方式，房地产企业并购的平均绩效均为负值，水平一体化比非水平一体化的情况更糟糕。但是分析支付方式可以发现证券支付方式的平均短期绩效为正值，而现金支付方式为负值。

在我国房地产企业中较为广泛采用的现金支付方式并不能给企业带来较高的短期绩效，不同战略属性的企业采取不同的支付方式也会获得不同的短期绩效。

4 结果讨论

本文的研究结果与文献有所不同，水平一体化战略在房地产企业实施并不能提高企业的短期平均绩效，说明企业并购的行业差别很大。同时，支付方式的效益也不能一概而论。具体讨论如下：

(1) 房地产企业并购绩效增长具有延时性。在房地产企业并购的绩效研究中发现，房地产作为资金密集型、生产周期长的产业，其并购的短期绩效并非像其他产业那样非常的明显。从2006、2007两年的案例分析来看，并购企业在并购1年内未能表现出优于整个行业的平均绩效，但是在并购后第2年，房地产企业并购的绩效均有较大幅度的下降；并购第3年，房地产企业并购的绩效出现明显的增长。这可能与房地产企业的运营模式息息相关，房地产企业开发周期长，一般为3年左右，即房地产企业以项目形式进行并购则需要3年的时间进行资本回收，从而改善财务指标。

(2) 战略属性对并购绩效的影响。房地产企业的并购行为均可看为企业扩展战略的一部分，由此将房地产企业扩张战略划分为水平一体化战略和非水平一体化战略。研究发现，房地产企业的战略扩张对短期绩效有微弱的副效益，其短期平均绩效均为负值-1.71。

房地产企业作为资金密集型企业,企业的现金水平和变现能力是企业的生命线。在房地产企业实施扩张战略之际,采用横向并购、纵向并购抑或是多元化并购均对房地产企业的现金水平产生压力,从而间接影响到企业的短期平均绩效。但是从本文的研究可以发现,非水平一体化战略的企业平均绩效略优于水平一体化战略的企业。说明水平一体化战略的企业资金链上压力要大于非水平一体化地房地产企业,也从侧面反映了房地产企业采用非水平一体化战略能够降低企业的资金压力。

(3) 支付方式对并购绩效的影响。随着房地产业的不断发展,房地产企业并购也越来越成熟,支付方式也由早期的单一现金支付转化为现金支付为主多种支付方式并存。数据统计表明,我国房地产企业并购仍以现金支付为主,以证券支付方式交易的占少数。虽然以现金支付方式占绝大多数,但是此种方式并没有对并购企业起到比较好的绩效影响。研究数据表明,以现金支付方式的并购企业的短期平均绩效为负值,而以证券支付方式实施的并购企业的短期平均绩效为正值。以证券支付方式实施战略并购优先较为明显。

房地产企业是资金密集型企业,房地产企业的负债率普遍处于危险的高位,经营现金流严重缩水。故采用现金支付的方式会加重房地产企业的现金压力,从而对企业的财务构成威胁。在这种情形下,资金实力薄弱、融资无门的房地产企业面临被吞并的危险境地,而已在全国广泛布局、现金流和土地储备充裕的大型房地产公司应择机发动整合战略。

(4) 不同战略属性的房地产企业采用不同支付方式对短期绩效有显著差别。水平一体化战略的企业采用现金支付的方式获取的短期并购绩效为较大的负值,采用证券支付方式获取的短期并购绩效为较高的正值;非水平一体化战略的企业采用现金支付方式获取的短期平均绩效为较小的负值,采用证券支付方式获取的短期平均绩效为较小正值。

从而看出企业采用水平一体化战略、证券支付的方式能够获得最高的短期绩效,其次是非水平一体战略、证券支付的方式,第三是非水平一体花战略、现金支付的方式,最后才为现在企业普遍采用的战略战术方式,即水平一体化战略、现金支付的方式。

5 结语

从并购企业来看,水平一体化的房地产企业对资金的需求最为强烈,对现金能力的要求也最高,故采用现金支付的方式对企业的压力也就越大,应谋求证券支付的方式。但是我国房地产企业由于各种原因并不能很快转变现有的模式。非水平一体战略的房地产企业采用证券支付和现金支付取得的短期并购绩效并没有太大的差别,只是证券支付稍优于现金支付的情况。非水平一体化战略的房地产企业采用纵向并购、混合并购的方式,并购后的整合企业能够对紧张的资金链产生缓冲作用。尤其是并购现金流较为充裕的企业,其并购的短期绩效则有明显的改善。

参考文献:

- [1] 汤文仙,赵勇.经济全球化下的企业并购趋势[J].现代管理科学,2005(3):40-41.
- [2] 清科研究中心.中国并购市场年度研究报告[M].北京:清科集团,2011.
- [3] 邱明.关于提高并购成功率的思考[J].管理世界,2002(9):146-147.
- [4] 于春晖,刘祥生.企业并购:理论·务实·案例[M].上海:立信会计出版社,2002.
- [5] 张维,齐安甜.企业并购理论研究评述[J].南开管理评论,2002(2):21-26.
- [6] 傅元略.中级财务管理[M].上海:复旦大学出版社,2005.
- [7] 王长征.企业并购整合[M].武汉:武汉大学出版社,2002.
- [8] Prahalada C.K.,Gary.H.The Core Competence of The Corporate[J].Harvard Business Review,1989,12(1):48-68.
- [9] Eckbo.Horizontal Mergers.Collusion and Stockholder wealth[J].Journal of Financial Economics,1983,11(2):241-273.
- [10] 刘崇明,陈丹.企业并购支付方式合理选择的因素和对策[J].财会月刊,2008(10):12-13.
- [11] Barnes P.The identification of U.K.takeover targets using published historical cost accounting data Some empirical evidence comparing logit with linear discriminant analysis and raw financial ratios with industry-relative ratios[J].International Review of Financial Analysis,2000,9(2):147-162.

作者简介:

刘京虎(1984-),硕士研究生,研究方向:房地产经营与管理;

李兵(1967-),副教授,研究方向:建筑管理与经济,项目管理。