

房企“蛇吞象”式并购财务绩效评价

——以中天金融为例

张淦平

武汉轻工大学管理学院, 湖北 武汉

收稿日期: 2023年9月11日; 录用日期: 2023年9月20日; 发布日期: 2023年11月2日

摘要

文章以2021年深圳证券交易所A股归属为房地产行业的52家上市公司数据为研究样本, 采用因子分析法, 通过STATA对所需指标进行处理, 从而构建财务绩效评价体系, 研究中天金融“蛇吞象”并购失败后的绩效, 并对正处于转型中的房企给出一定科学的建议。

关键词

并购, 绩效评估, 因子分析法, 房地产企业

Acquisition Performance Based on Factor Analysis

—Taking Zhongtian Financial as an Example

Ganping Zhang

School of Management, Wuhan Polytechnic University, Wuhan Hubei

Received: Sep. 11th, 2023; accepted: Sep. 20th, 2023; published: Nov. 2nd, 2023

Abstract

This paper takes the data of 52 listed companies whose A-shares belong to the real estate industry in Shenzhen Stock Exchange in 2021 as research samples, adopts factor analysis method and processes the required indicators through STATA to build a financial performance evaluation system, studies the performance of Zhongtian Financial after the failure of the “snake swallows the bull” merger, and gives some scientific suggestions to real estate enterprises in transformation.

Keywords

Acquisition, Performance Evaluation, Factor Analysis, Real Estate Enterprise

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

多年来房价持续上涨，国家为防止经济波动，自 2016 年就开始推出“房住不炒”政策，业内企业都倍感压力，随后又推出了“三道红线”政策。房地产行业本身投入大、回报周期长，因此对于资金的需求极高，“三道红线”限制了房地产商股权融资，许多房企由此发展急转直下。不到一年时间，从评级优秀到债务违约，众多房企已经面临倒闭危机，房地产行业处于低迷状态。从房市有低迷的可能以来，各个房企都在谋求新的发展之路，多元化发展是许多房企选择的方式。

金融作为国家经济发展的重中之重，从新中国成立伊始就开始得到国家的大力发展。国家对于金融界的重视也引起了各企业进军金融业的兴趣。收益越大，风险越大。对于一个企业来说，能够抓住市场的机遇进军新的行业，从而获得更大的利益，虽是好事，但也绝非易事。并购是进入一个行业的企业最常用方法。崭新的行业是未知的，员工、股东甚至高管都对这个行业不是很熟悉，企业会面临各种各样的风险。本文中运用因子分析法构建财务风险模型，重点分析企业因并购面临风险而给企业本身所带来的危害，以此来对各企业给予一定科学的建议。

2. 研究理论

目前有关于并购动因的研究，已形成交易费用理论、市场势力理论、折中理论以及协同效应理论等较为成熟的理论。本文主要涉及到协同效应理论。

协同效应理论最开始是由德国的物理学家赫尔曼·哈肯提出的，原本是一种物理化学现象，现在被广泛应用于经济管理研究中。该理论认为两个以上业务的公司拥有的技能、资源在企业内部通过沟通和交流的方式形成核心竞争力，核心竞争力在各个业务单位之间转移和共享，从而获得公司整体业绩的提升。战略协同包含两个相互联系的内涵：一是协同效应，即因为协同作用而获得的好的结果；二是通过资源和能力的整合，识别和实现协同效应获得竞争优势的动态过程。是企业战略形态转换、战略体系在转换进程中保持相互协调能力和处于相对和谐的状态。企业并购主要是能够优化资源配置，主要为了在经营、管理和财务这三个方面获得协同(Fred Weston, 1990)，实现“1 + 1 > 2”的效果，使企业的有限资源在战略作用下发挥最大的效用，为合理配置企业资源提供战略方向。其中，经营协同效应主要来源于规模与范围经济，企业在整合之后成本下降，收益上升；管理协同效应指任何两个管理能力存在差异的企业并购后，企业绩效受到拥有更优秀管理经验的企业影响，整体管理效率得以提升；财务协同来源于并购后企业规模的扩大而带来举债能力的提高、资本成本的降低。

近年来，协同效应被众多学者引用，苑泽明等人(2018)认为我国企业通过并购获取目标企业先进的技术和广阔的营销渠道优势，并且与自身产品优势相结合，实现生产要素的最有效配置和资源的高效利用，从而降低生产成本，提升盈利能力，产生协同效应[1]。贾少康(2022)认为，从根本上来讲，协同效应就是将所拥有的低成本或零成本的资源用于投资在更高投资价值、更高投资收益的项目上[2]。杨茁(2023)认为协同效应中的外部协同是指将不同的企业作为研究的主体，通过多方的资源共享实现双赢[3]。

3. 案例介绍

3.1. 公司简介

自 2012 年央行发布《金融业发展和改革“十二五”规划》以来，我国着重于金融业的发展，表示要改善金融调控、完善组织体系、建设金融市场、深化金融改革、扩大；对外开放、维护金融稳定、加强基础设施，从而促进金融业的发展。为响应国家政策的号召，同时扩大公司自身资产，成立于 1978 年的中天金融 2014 年以来，按照贵州省“十三五”规划中提出的深入实施“引金入黔”战略的总体要求，逐渐进军金融行业。据中天金融的官网披露，从 2013 年起，中天金融陆续入股银行、证券、保险等金融市场，逐渐完成基金、券商、传统保险、互联网保险以及普惠金融的全面布局。在 2017 年，中天城投集团股份有限公司已经正式更名为中天金融集团股份有限公司，主营业务已经由城市基础建设、公共设施投资管理以及房地产开发慢慢转变为金融行业，倾力推进金融产业布局。如今，中天金融持续保持着“金融 + 地产”的双主业业务模式。

3.2. 事件回顾

中天金融成立于 1978 年，于 1994 在深圳证券交易所主板完成上市，曾经连续多年被深交所评为信息披露 A 级公司，据中天金融的官网披露，2017 年 11 月、12 月中天金融与北京千禧世豪电子科技有限公司、北京中胜世纪科技有限公司签订协议拟以现金想要购买华夏人寿保险股份有限公司(以下简称“华夏保险”) 21%~25% 的股权并且已经支付定金 70 亿元，但该交易迟迟未能履约。于是 2020、2021 这两年会计师事务所均由于该交易没有任何进展而出具保留意见。并且，2020 年华夏保险因为触发接管条件，被银保监会派驻接管一年，根据 2021 年 7 月中天金融发布的公告表示，华夏人寿接管期限被再延长一年。中天金融想要“蛇吞象”成为金融界巨头的美梦不成，反而因此将公司拉至了流动性危机的边缘。截至 2021 年中天金融年度报告，中天金融 2017~2020 年资产负债率都达到 80% 以上，2021 年更是已经达到 92.79%，偿债压力较大，企业已经濒临财务危机。

4. 财务分析

财务比率能够很好地对企业的财务状况进行准确地描述，以便于高管和投资者能够根据此来分析企业的现状和发展前景，从而实施相对应地战略措施，根据 2016~2021 年的财务分析报告，可以得到相应反映企业各方面能力的比率。

Table 1. Main indicators of Zhongtian Financial Annual Report from 2016 to 2021

表 1. 2016~2021 年中天金融年报主要指标

主要指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
净利润增长率(%)	12.94	-27.40	-29.53	-24.41	-48.40	-1221.92
流动比率(%)	2.29	1.11	0.95	1.72	1.70	1.06
速动比率(%)	0.81	0.44	0.38	0.89	0.84	1.05
资产负债比率(%)	78.11	82.42	80.67	82.68	84.35	92.79
净利润率(%)	15.07	13.57	10.38	8.81	8.02	-111.81
总资产净利率(%)	4.15	1.98	1.42	0.96	0.51	-6.87

数据来源：2016~2021 年中天金融年报。

由上述背景可得到, 2016 年是中天金融未并购华夏保险之前, 2017 年是开始实施并购计划之后。计算可知, 企业的当期利润逐年下降, 净利润增长率和净利润率到 2021 年都已经达到负数。同时, 从表 1 中可见, 与 2016 年相比, 2021 年流动比率降低, 资产负债率增加, 说明企业的长期、短期偿债能力变弱。由于该指标反映的企业财务状况不容乐观的情况基于并购的前后, 所以作者考虑是由于中天金融并购华夏保险未成功而给企业的财务状况带来负面影响, 接下来作者会通过中天金融的年报进行因子分析来验证该观点。

5. 因子分析法评估

5.1. 因子分析法介绍

因子分析是指从一堆变量群里面提取对它们存在有一定影响的共性因子。企业的各项财务指标之间可能存在一定的相关性, 提取影响程度大的具有代表性的因子进行分析, 可以更为准确地得出并购对于公司绩效的影响。因为中天金融对华夏保险的并购计划跨越时间较长, 所以分析此对企业的长期影响, 因此选择因子分析法对此进行研究。

5.2. 样本与指标选取

参考陈磊等人(2022)以及宁怡(2022)选取绩效评价的指标[4] [5], 本文选取深圳证券交易所 A 股归属为房地产行业的上市公司, 剔除掉两家 ST 类公司后, 利用 52 家上市公司 2021 年的财务数据作为样本, 数据来源于巨潮资讯网, 通过 STATA 来对此进行分析。本文从偿债能力、盈利能力、营运能力以及成长能力这 4 个维度中选取了 11 个指标, 见表 2。

Table 2. Evaluation indicators selected by the samples

表 2. 样本所选取评价指标

指标类型	评价指标	属性
偿债能力	速动比率(x2)	正向指标
	资产负债率(x3)	负向指标
营运能力	总资产周转率(x4)	正向指标
	存货周转率(x5)	正向指标
	应收账款周转率(x6)	正向指标
盈利能力	净利润率(x7)	正向指标
	营业利润率(x8)	正向指标
	基本每股收益(x9)	正向指标
成长能力	总资产增长率(x10)	正向指标
	营业收入增长率(x11)	正向指标

此时所选取 11 个指标中, 只有资产负债率为负向指标, 因此在进行数据分析时, 本文采用资产负债率的倒数来进行运算, 以确保其与其他正向指标一致, 舍去变量资产负债率 x3, 将资产负债率的倒数这个变量命名为 x12。

5.3. KMO 和 Bartlett 球形度检验

首先, 对指标数据进行 KMO 检验以及 Bartlett 球形度检验, 以验证相应数据是否适用于因子分析。

检验结果见表 3。其中，KMO 检验结果为 0.667，大于 0.5，Bartlett 球形度检验显著性值为 0.00，表示拒绝原假设，适合使用因子分析法。

Table 3. KMO and Bartlett sphericity tests

表 3. KMO 和 Bartlett 球形度检验

取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量	0.667
Bartlett 球形度检验	近似卡方
	402.024
	自由度(df)
	55
	显著性(Sig.)
	0.00

5.4. 主因子分析

本文采取主因子分析法，选取初始特征值大于 1 的因子，见表 4。前 3 个因子的累计贡献率达到 99.00%，所以选取这 3 个主因子对中天金融的财务质量进行综合评价，并且用 F1~F3 来代表这 4 个因子。

Table 4. Characteristic values and contribution rates of factors

表 4. 因子特征值及贡献率

初始因子	特征值	各初始因子贡献率		选取主因子	
		贡献率	累积贡献率	贡献率	累积贡献率
1	3.48119	0.5036	0.5036	0.5036	0.5036
2	1.89651	0.2743	0.7779	0.2743	0.7779
3	1.46631	0.2121	0.9900	0.2121	0.9900
4	0.30507	0.0441	1.0341		
5	0.15404	0.0223	1.0564		
6	0.05765	0.0083	1.0648		
7	-0.02679	-0.0039	1.0609		
8	-0.05034	-0.0073	1.0536		
9	-0.09011	-0.0130	1.0406		
10	-0.10968	-0.0159	1.0247		
11	-0.17075	-0.0247	1.0000		

5.5. 因子旋转

因子旋转后的到旋转因子载荷矩阵，见表 5。从分析结果可以发现，三个公共因子可以综合地反应整体公司的财务状况。公共因子 F1 在流动比率、速动比率以及资产负债率的倒数这三个财务指标中的载荷均超过 0.8，因此认为该因子可以用来解释偿债能力方面的财务指标，将其命名为偿债因子；F2 在财务指标净利润率以及营业利润率中的载荷均超过 0.9，因此可以用来解释盈利能力，命名为盈利因子；F3 在总资产周转率以及存货周转率的载荷均超过 0.8，主要反映了企业的营运能力，称为营运因子。

Table 5. Factor load matrix after variance rotation
表 5. 方差旋转后的因子载荷矩阵

指标	因子 F1	因子 F2	因子 F3
流动比率 x1	0.8830	0.2689	0.0127
速动比率 x2	0.8935	0.0638	0.2852
总资产周转率 x4	0.0677	0.0034	0.8378
存货周转率 x5	0.1797	0.0134	0.8565
应收账款周转率 x6	-0.0904	0.0261	-0.0878
净利润率 x7	0.2104	0.9484	0.0012
营业利润率 x8	0.2318	0.9215	-0.0440
基本每股收益 x9	-0.1671	0.4241	0.1312
总资产增长率 x10	0.0231	0.6682	0.1933
营业收入增长率 x11	-0.1598	0.3186	0.1925
资产负债率的倒数 x12	0.9338	0.1569	-0.0048

5.6. 因子得分计算

根据各公司实际数据计算出来的指标，并且利用 Stata 软件，可以计算出各上市公司公共因子 F1、F2、F3 的得分，并且以三个公共因子的贡献率作为各因子的权重，以各公共因子与其贡献率的乘积，再除以累积贡献率，以此可以得到并购绩效得分函数。则总得分 Z 的计算公式为：

$$Z = (50.36 * F_1 + 27.43 * F_2 + 21.21 * F_3) / 99.00$$

指标代入函数可以得到各公司综合得分，并对此进行排名。部分排名见表 6。

Table 6. The scores of some A-share companies in the real estate industry
表 6. 房地产行业 A 股部分公司得分情况

A 股简称	F ₁ 偿债因子	F ₁ 得分排名	F ₂ 盈利因子	F ₂ 得分排名	F ₃ 营运因子	F ₃ 得分排名	总得分 Z	排名
海南高速	6.01	1	0.25	26	-1.05	52	2.90	1
新大正	0.89	4	0.16	31	4.21	1	1.40	2
特发服务	0.86	5	0.18	29	3.99	2	1.35	3
顺发恒业	1.28	2	0.84	3	-0.56	48	0.76	4
荣丰控股	-0.46	42	3.28	1	-0.30	33	0.61	5
世荣兆业	0.76	6	0.70	6	-0.30	32	0.52	6
合肥城建	-0.45	40	0.54	11	0.04	12	-0.07	23
招商蛇口	-0.37	33	0.44	14	-0.11	18	-0.09	24
我爱我家	-0.54	49	0.27	24	0.44	7	-0.10	25

Continued

美好置业	-0.25	22	-2.13	50	-0.40	41	-0.81	50
嘉凯城	-0.40	36	-2.34	51	-0.41	42	-0.94	51
中天金融	-0.06	17	-3.39	52	0.06	11	-0.96	52

5.7. 中天金融绩效综合评价

由行业的综合排名可得，中天金融在行业内综合实力排名垫底，财务综合质量仅排在行业末端，排名第 52 名，这与公司原本“贵州巨头”的名号并不相符。偿债能力与营运能力虽然分别排名 17 位和 11 位，但并不能说明其能力较好，因为行业中偿债能力排名第一的海南高速偿债因子得分为 6.01，而中天金融仅为-0.06，两者之间存在较大差距；与此同时营运能力位于第一位的新大正得分为 4.21，而中天金融仅为 0.06，两者之间同样悬殊，说明虽然偿债因子和营运因子虽然位于行业中游，但并不算良好。真正使中天金融的排名垫底的是其盈利能力，以-3.39 位于行业末位，在房地产行业普遍不景气的当下，中天金融的盈利能力可以说是差强人意。

6. 改进建议

中天金融自进军金融界起一直野心勃勃，想要在金融行业中占据领头羊的位置，虽说是双主业同时发展，但是公司高层一直偏向于将主要资金投入旗下的保险、证券等子公司，但是金融类子公司多年来仍处于一个“入不敷出”的状态，如中融人寿，根据其官网上披露的年度财务报告数据来计算，2020 年营业利润率为-10.33%；再如中天国富证券，在证券从业协会的 2021 年年度总资产排名中，中天国富在 106 家同行业公司里排名 89，排名较为靠后，这是中天金融盈利能力低的其中一个原因。其二，由于中天金融震惊业界的对于华夏人寿的并购计划，导致中天金融支付的 70 亿元仍无法收回，2021 年中天金融的净资产仅为 111 亿元，在华夏人寿中投入的定金已达净资产的 63%，可见其对公司财务的伤害之大；同时，为使公司有更多的可流动性资金，中天金融将旗下房地产公司股权纷纷转卖，房地产收入不断收窄，中天金融的盈利模式已经逐渐模糊。基于此，提出以下建议：

首先，在稳固房地产业务的基础上再次向金融界进发。房地产行业虽然如今整体成交量大幅度回落，但是房地产仍然是中天金融主要的收入来源，近几年来，其房地产营业收入占总收入的 75% 以上。因此，公司的高层对于房地产和金融应该两手抓，且对于金融界的进入不应该操之过急，应徐徐图之。对于其他房企来说也是如此，虽然目前房地产行业处于低迷状态，但切不可在进军新行业之后便将房地产行业鲁莽抛弃，每一个行业的企业扎根都需要努力和积累。

其次，权衡风险后再进行并购。并购本来就是一个对于企业来说风险极高的行为，况且中天金融刚踏入新行业，就试图并购比自己规模大好几倍的企业，这种行为较为鲁莽。但是，郑雪晴等人(2022)提出进行并购后大部分风险会得到缓释，上市公司的质量会得到一定提升[6]。因此，适当并购会对公司有正向作用。对此，公司高层应该吸取教训，看准市场的风向，更为精准的衡量利弊，再作出决策。对于其他房企来说，虽然适时通过“蛇吞象”并购模式可以获得其他企业的资源，提升自身能力基础，但是对于该模式的并购应该进行更为详细地探讨，深入探究风险程度。

7. 结论

本文从盈利能力、偿债能力以及营运能力三个财务指标的大方向对中天金融的综合财务质量指标进行了评价，认为中天金融排名行业内最末位的很大一部分原因是因为其盈利能力不佳，而并购计划不成

功恰是造成其盈利能力差的原因。据此，希望给诸多转型类房地产企业带来更多的思考与启示，对于新晋军的行业应缓缓图之，对于执行并购计划公司高层应慎之又慎。

本文仍存在诸多局限性，比如：本文构建的“蛇吞象”并购绩效评价体系仅仅采用了财务指标为核心的评价体系，没有研究股票市场绩效、战略绩效指标等非财务指标的绩效评价，因此对于并购的绩效评价不够全面，对于寻求出路转型的房企来说，对于并购的研究仍需进一步探索。

参考文献

- [1] 杨茁. 体育用品上市公司并购协同效应研究[D]: [硕士学位论文]. 蚌埠: 安徽财经大学, 2023.
<https://doi.org/10.26916/d.cnki.gahcc.2023.000465>
- [2] 苑泽明, 顾家伊, 富钰媛. “蛇吞象”海外并购模式绩效评价研究——以吉利集团为例[J]. 会计之友, 2018(16): 60-65.
- [3] 贾少康. 浅析企业跨国并购的财务协同效应——以伊利并购威士兰为例[J]. 产业创新研究, 2022(5): 61-63.
- [4] 郑雪晴, 刘喆仪, 高维. 国有资本并购民企情况分析 & 政策建议——以深市民营上市公司为例[J]. 证券市场导报, 2022(8): 2-7.
- [5] 陈磊, 熊威. 基于趋势分析法和因子分析法的财务质量评价——以中国恒大为例[J]. 财务管理研究, 2022(9): 16-21.
- [6] 宁怡. 新冠疫情背景下汽车制造上市公司财务绩效评价——基于因子分析法[J]. 商场现代化, 2022(20): 174-176.
<https://doi.org/10.14013/j.cnki.scxdh.2022.20.045>