

分类号 F23/990
U D C _____

密级 公开
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 基于 AHP 的中粮地产并购大悦城的
财务协同效应分析

研究生姓名: 张延颜

指导教师姓名、职称: 董成 教授 葛明波 财务总监

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2023 年 6 月 19 日

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：张延敦 签字日期：2023.6.10

导师签名：李成 签字日期：2023.6.10

导师（校外）签名：高明珠 签字日期：2023.6.15

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：张延敦 签字日期：2023.6.10

导师签名：李成 签字日期：2023.6.10

导师（校外）签名：高明珠 签字日期：2023.6.15

Analysis of Financial Synergy Effect of COFCO Real Estate Merger and Acquisition of Joy City based on AHP

Candidate: Yanyan Zhang

Supervisor: Cheng Dong

摘 要

在房价快速增长这一社会大背景下，房地产行业的企业数量不断增加，业务竞争激烈，众多房地产企业为了实现规模的扩张或者获取更多的现金流、改善其财务状况，不约而同选择了并购这一有效方式。而我国企业并购重组历史短，正处于转型升级的探索时期，因此因地制宜找到适合我国经济发展形式的，并且符合中国国情的现代并购理论至关重要。

本文选取了中粮地产横向并购同一母公司旗下大悦城地产这一案例，在介绍了并购及财务协同效应相关的理论之后，按时间线阐述了并购的历程。并基于层次分析法对并购企业的财务协同效应展开研究。最后，根据并购企业偿债、营运、盈利和成长四种能力选取相应的财务指标进行评分，分析此次并购产生的财务协同效应。

此次中粮地产通过并购大悦城，营运能力评分大幅增长，成长能力评分也有一定的提高。但是由于房地产自身较高的财务杠杆以及受外部环境冲击整个房地产行业经济下行，盈利能力和偿债能力没有达到预期的效果。综上所述，此次并购成功的完成了并购目标，而且总结了并购过程中的先进经验，为后续其他国有投资公司的关联并购奠定坚实的基础。

关键词： 并购 层次分析法 财务协同效应 中粮地产

Abstract

In the context of the rapid growth of housing prices, the number of enterprises in the real estate industry is increasing, and the business competition is fierce. In order to achieve scale expansion or obtain more cash flow and improve their financial situation, many real estate enterprises inevitably choose the effective way of M&A and acquisition. However, Chinese enterprises have a short history of M&A and reorganization, and are in the exploration period of transformation and upgrading. Therefore, it is of great importance to adapt to local conditions to find a modern M&A and acquisition theory suitable for China's economic development form and in line with China's national conditions.

This paper selects the case of COFCO Real Estate's horizontal M&A of Joy City Real Estate, a subsidiary of the same parent company. After introducing the theories related to M&A and acquisition and financial synergies, it expounds the process of M&A and acquisition according to the time line. Based on analytic hierarchy process (AHP), the financial synergies of M&A companies are studied. Finally, the corresponding financial indicators are scored according to the four abilities of debt paying, operation, profit and growth of the M&A enterprise, and the financial synergies generated by the M&A are analyzed.

Through the M&A and acquisition of Joy City, COFCO Real Estate saw a substantial increase in its operating capacity score and a certain

improvement in its growth capacity score. However, due to the high financial leverage of the real estate itself and the economic downturn of the whole real estate industry impacted by the external environment, the profitability and solvency did not achieve the expected effect. In summary, this M&A successfully accomplished the M&A target, and summed up the advanced experience in the M&A process, which laid a solid foundation for the subsequent related M&A and acquisitions of other state-owned investment companies.

Keywords: M&A; Analytic Hierarchy Process; Financial Synergy; COFCO Real Estate

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	3
1.2.3 创新点.....	4
1.3 文献综述.....	4
1.3.1 国外研究现状分析.....	4
1.3.2 国内研究现状分析.....	6
1.3.3 文献评述.....	8
2 基本概念及理论基础	9
2.1 概念界定.....	9
2.1.1 企业并购.....	9
2.1.2 财务协同效应.....	10
2.1.3 层次分析法.....	11
2.2 并购动因理论.....	12
2.2.1 协同理论.....	12
2.2.2 竞争优势理论.....	12
2.2.3 市场势力理论.....	13
3 中粮地产并购大悦城的实施情况	14
3.1 我国房地产行业并购背景.....	14
3.1.1 行业发展特点分析.....	14
3.1.2 关联并购分析.....	16
3.2 关联并购主体介绍.....	17

3.2.1 并购方—中粮地产.....	17
3.2.2 被并购方—大悦城地产.....	19
3.3 中粮地产并购大悦城的动因.....	20
3.3.1 并购外部动因.....	20
3.3.2 并购内部动因.....	21
3.4 中粮地产并购大悦城的过程及股权变动情况.....	22
3.4.1 并购过程.....	22
3.4.2 股权变动情况.....	23
4.基于 AHP 的中粮地产并购大悦城财务协同效应评价模型构建	25
4.1 财务协同效应评价模型构建原则.....	25
4.1.1 全面性原则.....	25
4.1.2 可行性原则.....	25
4.1.3 重要性原则.....	25
4.2 层次分析法基本步骤.....	26
4.2.1 建立递阶层次结构模型.....	26
4.2.2 构造成对比较判别矩阵.....	26
4.2.3 作一致性检验.....	27
4.3 构建财务协同效应评价模型.....	28
4.3.1 指标选取.....	28
4.3.2 构建判别矩阵及权重确定.....	28
4.4 评分方案.....	32
4.4.1 评分方案设计.....	32
4.4.2 评分标准.....	33
5、中粮地产并购大悦城的财务协同效应评价模型应用分析.....	35
5.1 财务协同效应评价指标计算.....	35
5.2 评价结果分析.....	37
5.2.1 目标层财务协同效应结果综合分析.....	37
5.2.2 准则层财务协同效应结果具体分析.....	39
6、结论与创新点	47

6.1 主要研究结论.....47

6.2 展望.....48

参考文献49

后 记.....53

附 录.....54

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

在党和国家对房地产企业的号召下，为了更加有效的利用国有资本，提高其利用率，和国有资本投资与运营的各公司不断进行有益的改革实践探索。中粮企业作为此次改革首批试点企业，以糖、油、粮、棉花这四项核心业务为企业发展重心，与社会发展与保障民生息息相关，因此如果单纯以业务带来的经济利益作为主要考核指标过于狭隘，中粮地产业不断改善自己的绩效考核指标，应该评估其对集团的发展做出的财务方面的贡献。为了满足改革的相关需求。母公司中粮集团做出了旗下房地产子公司横向整合资源的决定，中粮地产在 12 月实现了并购并整合了相关要素，并购整合了大悦城，成为了我国首例“A 控红筹”的横向并购成功实践。

另外在房价快速增长这一社会大背景下，房地产行业的企业数量不断增加，业务竞争激烈，国家也加大了管控力度，不断出台相关规定规范其发展。在这些外部条件的影响下，许多当地地产企业为了实现规模的扩张或者获取更多的现金流、改善其财务状况，不约而同选择了并购这一有效方式。伴随着国家不断加大对于房地产行业的扶持力度，房地产行业将会度过现在的“爆冷”阶段，重新迎来发展机遇。中粮地产横向并购大悦城，完成收购红筹控股权大悦城地产并且大悦城仍在上市的成功并购案例，不仅实现了企业对于此次并购的相关战略规划，并且其探索也可以为同来企业的并购重组提供相应的经验。

与西方国家相比，我国企业并购重组历史短，正处于转型升级的探索时期，也处在中等收入陷阱威胁企业健康稳定发展的关键时期，因此因地制宜找到适合我国经济发展形式的，并且符合中国国情的现代并购理论至关重要。本文重点聚焦中粮地产并购大悦城这一案例，通过寻找并归纳其成功之处，同时吸取工作还没做到位的经验，使用定性加定量的分析方法，通过赋分客观评价此次并购为企业带来的财务协同效应，扬长补短，并提出相应的修改建议、希望通过本文的分析可以向相关的房地产行的横向并购提出相应的具有落地行的可行建议，帮助我

国企业在并购整合中可以获取更好的财务协同效应，助力企业发展。

1.1.2 研究意义

理论意义：当下，虽然国内外学者在并购产生的协同效应尤其是财务协同效应方面的相关理论已经做出了特别多的研究，通过借助层次分析法构建较为客观的分析模型并结合改进后的沃尔评分法进行赋分，并选取多方面的财务指标进行分析，分析更为全面。通过将并购前后中粮地产与大悦城披露的相关财报数据带入构建的分析模型，利用赋分分析其存在的具体问题，拓宽了现行对于财务协同效应的研究体系。并且在现行房地产企业并购行为不断增加的当下，此次研究能为相同类型企业分析并购是否达到预期的分析提供一定的理论指导。

现实意义：房地产这一行业的特点之一就是能为行业内企业带来客观的收益，而众多企业受到这一特性的吸引，纷纷将资金投入房地产行业，拓宽自己的业务范围，而在大量行业进入之后，行业一片红海的情况不断加重，一系列不合规行为也随着产生。在这种背景下，政府高度重视改善和保障民生，维护居民住房安全，提出了一系列针对房地产行业的宏观调控政策，其中针对城市是基本特点有的放矢进行管理以及稳控房价、首先满足居民住房要求作为宏观调控的重点。而且当下房地产行业规模不易，大规模的房地产公司背靠力量雄厚的母公司不断抢占市场，而规模较小的企业不仅置地、融资费等成本更高，与更大规模的企业关联经营顺应了企业的发展趋势。房地产行业并购尤其横向并购的数量不断增加，成为了企业扩大自身规模、迅速占领更大市场极为有效的途径。

作为中粮企业旗下房地产板块的横向并购的成功案例，中粮地产并购大悦城同时也是我国房地产行业并购重组各案例中最大规模的案例，使用层次分析法构建相应的评分模型，通过与并购前所选取的各项指标进行比较，关注变化的趋势并分析是否产生的财务协同效应，使用数据形象证明企业在红海战略盛行的当下如何通过并购重组寻找企业发展机会。本文的相应分析以及结论可以为房地产企业或者相关横向并购的企业提供一定的经验，还可以帮助将并购重组作为企业摆脱困境重获发展契机的企业提供经验借鉴，极具现实意义。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

本文主要从以下六个章节展开：

第一章是绪论，重点阐述“为什么研究”。阐述了文章在什么样的现实背景下展开，以及此次研究所具有的意义。通过学习与了解国内外学者相关理论与观点，进行了文献综述，在此基础上对于所阅读的文献进行评述。

第二章是基本概念及理论基础，重点阐述“基于什么理论进行研究”。包括对于企业并购和财务协同效应两个名词的概念进行了界定，并详细介绍了并购动因的相应理论。

第三章是中粮地产并购大悦城的案例简介，重点阐述了“分析案例什么内容”。从房地产行业并购相关特点、并购的相应主体介绍，分析其并购动因及过程，以及并购后股权的相应变化。

第四章是基于 AHP 的中粮地产并购大悦城财务协同效应评价模型构建，重点阐述“如何构建”。

第五章是中粮地产并购大悦城的财务协同效应评价模型应用分析，带入具体的财务数据进行计算得出分数，并且对评分的变动情况展开综合的分析。重点阐述“如何应用”。

第六章是结论与启示，重点阐述“研究意义”。结合前文分析得出此次并购有没有达到预期的财务协同效应的结论。

1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法

目前，经过国内外多位学者对企业并购整合的一系列分析和研究，更深层次的理解并购整合的相关理论意义，结合前任对于相关领域的研究奠定理论基础，并根据中粮地产并购大悦城后披露的具体的财务报告结合构建的层次分析法研究模型评价此次并购带来的协同效应。

(2) 案例分析法

结合中粮地产并购大悦城之后公司的经营模式以及运营情况,本文进行了案例研究,重点分析通过构建分析模型进行赋分后其各项财务指标的变化情况以及综合得分的变动,根据各种分数的变化判断是否实现了财务协同效应。

(3) 层次分析法 (AHP)

使用定性与定量相结合的方法,构建基于层次分析法的中粮地产并购大悦城的财务协同效应分析模型,进行各类指标的划分,并在此基础上选取相应的财务指标、确定各指标权重、并在赋分后对其结果进行分析。

1.2.3 创新点

(1) 研究内容的创新

目前学者对于并购的案例的选择聚焦不同领域,也取得了不少研究成果,但是对于房地产行业关注较少。而且对于并购研究的内容大多数关注通过并购为企业带来的管理能力的提升或者企业品牌效应的改善,而本文通过分析中粮地产公开披露的财务报告中的内容做支撑,研究此次并购大悦城带来的财务协同效应,为企业后续战略调整以及生产经营提供了数据支撑。

(2) 研究方法的创新

主要探讨房地产行业中粮地产并购大悦城,因为并购这一单一要素而产生的财务协同效应。在模型构建中同步使用层次分析法、改进后的沃尔评分法,以及财务指标法,计算各财务指标的权重以及获取相关的分数,定性加定量进行全面客观的分析。

1.3 文献综述

1.3.1 国外研究现状分析

(1) 企业并购动因的研究

Jana P. Fidrmuc 和 Chunling Xia (2019) 选取了在美上市的 1098 个已经通过并购整合实现企业发展的案例作为研究对象,分析数据表明与外部竞争企业想要通过并购减少竞争对手获取规模效应相比,被并购公司获取更多相关信息后主动提出并购请求的交易中,其管理层有更高的所有权,而其并购的溢价也更高。

这是因为公司高管希望在公司被并购后能够获取高额的补偿^[1]。Anying Wei (2019)通过分析得出当下越来越多的互联网企业并购动因是为了减少竞争对手数量、最大限度的抢占市场、不断提升企业价值获取更多经济利益^[2]。Akira Fukuda (2020)在日本政府通过宏观手段进行改革后,选取了改革前后对比明显的企业,通过借助差异分析法这一研究方法,发现虽然并购表面看可以使公司继续存续,但是长远看不利于提高生产效率^[3]。

(2) 财务协同效应的相关研究

H.Igor.Ansoff (1965)首次提出协同效应这一理论,拓宽了企业管理的理论范围,将企业听过并购重组获得的财务协同效应纳入了分析理论系统,认为所谓的协同就是获得 $1+1>2$ 的效果,通过评估并购双方企业的资源、资产等,通过战略规划,并购适配的标的企业来实现企业的发展^[4]。作为新提出的协同战略,重点就是通过并购重组将二者的相关经营业务进行一定整合,另外,并购方对被并购方所开拓的市场、占有的优势资源以及管理方式等进行评估,实现双方的资源互补,追求双方在生产、经营、销售等产业链条的协调配合,有效的适应外部环境的变化、合理优化产业布局、优化资源配置,获取财务协同效应,利用现有资源开拓新的市场,提高市场占有率,寻找新的经济增长点。HiroyukiItami (1987)日本战略管理领域专家对于企业通过并购重组获得的财务协同效应有着不同的理解,他认为协同效应是寄托于无形资产实现其价值,代表了企业在发展过程中所具备的独特的竞争优势,很难被同类型企业模仿甚至超越^[5]。Yang Duan 等 (2019)认为财务协同效应是并购方与被并购方通过并购重组并且整合相应资源后实现的各类资产加总来计算企业获得的收益,构建双方之间的财务各项指标之间的约束项之间的差异,发现了这种差异越高并购产生的协同效应越高^[6]。

Ansoff 通过分析对于投资回报率有重大影响的重要因素。随后, Waston 沿袭并丰富了 Ansoff 的理论,他提出企业并购重组最主要的目的是获取财务协同效应,具体从减少企业税赋、合理评估企业价值、合理预估企业经济效益这三个角度进行考量。DanielRottig (2017)选取了上市公司具有研究意义的 24 个样本,分析了企业的相关文化背景对企业并购产生的财务协同效应的作用,并得出:如果想完成成功的国际并购,跨越不同文化背景以及经济形势的鸿沟,需要在可持续发展理念的指导下求同存异,降低其不同带来的影响^[7]。Ziva (2018)主要分

析了财务协同效应是否与企业提升经营效率有相关性,他认为企业通过并购产生的财务协同效应与经营获取的利润存在着高度的相关性,是分析是使用的重要影响因素,如果企业过度聘用企业员工,会使得企业生产经营的风险大大增加,虽然营业收入在短期可能出现增加^[8],但是总体来看利润率反而下降,并不能实现企业预先想实现的协同效应。

国外学者对于企业并购整合产生的财务协同效应大多使用财务指标分析法进行研究,这也是当下最常用的方式之一。Sirowe 认为企业就可以通过使用财务指标分析法这一研究方法去计算企业的市盈率、市净率、投资回报率等相应的指标来分析此次并购重组所带来的财务协同效应,这一新思路的提出为以后的学者提供了新的研究思路^[9]。Nail • Megginson 和 Maquieira 虽然也借助财务指标分析法,但是他主要分析了并购前后的不同时间段,重点关注不同时期企业股价的变动情况以及对企业经营带来的影响。并且通过分析得出相应结论:并购双方业务范围跨度太广,重合率过于低的话,并购不仅不会带来相应的积极影响,反而会严重损耗股东的分红的相应权益^[10],但是不过业务量折叠度合理,并没有太大差别的话,企业间的并购重组会为企业带来超额的利益。Surendra S. Yadav 和 P.K. Jain (2015)主张企业间的并购行为会提高并购企业的偿债能力、盈利能力、营运能力等^[11]。

Robert. J. Borghese (2002)作为关注财务分析重要性的首创学者,认为通过研究上市公司公开披露的财务报告的各类财务信息,对于研究企业间的并购所产生的协同效应至关重要。Luis E 和 Pereiro (2018)两位学者共同讨论分析了传统的计算财务协同效应的计算方法,并且创新性的使用增量经济增加值^[12],精准的计算竞标企业如何提高企业绩效。Marek (2018)在这一研究领域提出了不同的看法,他认为之前的各位学者大多依赖财务协同效应带来的经营协同效益,但是几乎没有人关注战略相关视角^[13],在此基础上他通过归于战略相关理论的分析整合,首次确定了财务协同效应评估结构的新视角。

1.3.2 国内研究现状分析

(1) 企业并购动因的研究

黄雯、杨柳青（2018）使用事件研究法这一研究方法，主要从企业的高管如何在代理动因的角度进行并购^[26]。韩金红和唐燕玲（2019）重点分析了优酷被金融企业阿里集团并购这一案例，使用了当下并购分析常用的 VIE 分析方法，探究了并购动因，并通过分析得出了阿里集团此次并购时希望通过并购优酷进军线上播放 APP，在新的业务领域发展，同时实现企业的业务范围更加丰富多元，丰富产业链获取规模效应^[20]。丁辉（2020）从多个角度，重点分析了开展线上旅游的企业各类并购行为，最后得出结论：通过并购可以整合市场资源，提升企业在相关行业的地位、重构行业结构，有利于企业获取有利的财务、管理协同效应^[30]。林镇江（2020）选取了当下国内家电行业龙头企业海尔海外并购案例。分析了此次并购是希望通过开拓新市场扩大销路来实现盈利同时整合 GEA 企业成熟的经营模式、先进的技术、以及工作经验丰富的优质员工，最终实现企业的发展^[31]。

（2）财务协同效应的相关研究

我国相关领域各位学者研究重点主要集中在并购带来的财务协同效应。谢梅花（2018）选取了我国发展生机勃勃的新兴互联网零售业相关并购，他认为并购并且可以降低税赋，合理避税；另外试下企业管理层对于战略的相应规划、实现市场预期等^[19]。郝玉萍（2019）选取了互联网行业的相关案例，并且合理地选取了适宜的财务指标，借鉴了我国学者谢梅花的相关研究思路，重点研究企业并购对并购企业带来的合理避税以及实现市场预期等，还创新性的将盈利能力等相关财务指标纳入考虑范围，并进行相应分析模型的构建^[28]。张玉缺（2019）通过分析海外并购带来的协同效应，并且构建了定量的分析模型，通过研究得出财务协同效应主要影响现金流的计算，而且会依托经营能力、财务指标等具体表现出来^[25]。

出于对相关理论的不同理解，国内学者对于并购产生的财务协同效应也存在不同见解。范思远（2018）突出并购双方在并购重组的过程中，对于货币资金、应收账款等流动资产以及主要的固定资产的整合影响着企业能否实现预期的财务协同效应。董丽萍和张宇扬（2019）也将关注点放在了互联网领域，通过对互联网领域并购案例的研究分析，认为主要是获取资金付出的相应成本、现金流出量、资本报酬率等大大影响着企业通过并购所获得的财务协同效应^[23]。尹永梅（2019）分析了苏宁易购这一企业通过并购不断拓宽其业务范围、经营范围不断

丰富，其筹资、投资、资金配置等各方面都具有优异的表现，达到了企业的预期^[27]。黄福广（2020）通过分析企业相关指标发现通过并购使得企业的相关成本进一步降低，从而可以获得较强的财务协同效应，以达到提高企业绩效的目的^[32]。

国内相关学者对于财务协同效应的评价在实证研究的基础上，不断进行创新。徐莹（2017）站在前人的肩膀上，通过寻找医药行业出现的具有代表性的案例，分析并购带来的效果是否达到了企业的预期。扩大了数据的研究范围，考虑了企业的存货相关数据以及营业成本的变动情况，分析是否产生预期的财务协同效应。章煜、何卫红（2018）将目光聚焦在华三通信被紫光股份收，使用财务分析法，认为企业在并购时应该充分考虑被并购方各项指标，通过获取正向的财务协同效应来提升企业价值^[41]。刘建（2020）重点分析重组企业所获取的财务协同效应，从财务管理、会计核算、绩效考核、全责范围、以及人员管理五个方面进行^[29]。

1.3.3 文献评述

通过对国内外学者理论观点的汇总整理，可以看出当下对于企业并购所获取的财务协同效应，以及对于影响因素的分析都是基于并购这一大背景，即在企业并购这一前提下研究企业的财务协同效应的发生机制。国内外众学者因为所选取的行业、样本等各不相同，产生了不同的结果，但是一般都是使用财务指标进行量化的评价。而且相关学者主要使用财务指标法、EVA 等进行分析，很少结合层次分析法进行客观的定性加定量的分析。而且，对于相关领域国外学者重点使用实证研究，我国学者恰恰相反主要使用案例分析，虽然聚焦不同领域也取得了不少研究成果，对于房地产行业关注较少。

基于此，在国内外学者对于相关领域的研究仍然较少的情况下，本文主要探讨房地产行业中粮地产并购大悦城因为并购这一单一要素而产生的财务协同效应。在模型构建中同步使用层次分析法和财务指标法，作为对于房地产行业研究数量较少的补充，以期能为后续希望通过并购交易获取财务协同效应的企业提供参考。

2 基本概念及理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 企业并购

并购是各企业之间使用资金来实现彼此之间股权的交易，在看不见的手即市场的自发调节机制下进行的产权之间的交易，被并购通过企业转让经营权来获取资本，进而完成并购。并购在当下具有有效整合资源、优化资源配置，提高市场占有率、增加企业实力等多种优势，越来越被当下企业所青睐，兼并和收购是其常见的两种形式。其中兼并是两家不同的企业通过协商整合，共同组建成一个全新的公司。而收购与兼并的主要关注点不同，重点放在股票的收购上，通过购入股票获取相关的所有者权益，成为被收购企业股东并不断增加其持股比例，从而达到实际控制该企业的目的，但是与兼并不同的是，被收购企业的法人主体地位仍然存在。虽然通过并购行为，企业可以不断地扩大其规模、获取更高的收益、有更好的发展前景等，但是整个并购过程高额的风险也与巨大的收益并存，比如在并购案例中普遍存在的法律界定不一、经营风险高等问题，并购过程需要专业知识及经验的判断指导，对企业各项能力也提出了相应的要求。

企业之间通过并购重组不仅可以进行资源的重组，还可以获取规模效益、拓宽业务经营范围、占据更大市场份额获取更多定价权、获取并购之后的协同效应等，这也是促使企业进行并购行为的主要动因。

（1）获取规模效应

收购方企业通过并购重组可以获取被并购方所具有的资产、资源等，不断的提高自己的业务量。而在企业的经营中，固定资产的折旧、产房设备的租金等固定的支出在一定的生产额之内是保持不变的，随着生产量的不断提高，固定资产被摊薄，单个产品的相关成本随着生产量的增加而降低，能够提高企业的利润率，为企业带来更高的经济效益。

（2）获取更高定价权

企业通过横向并购可以扩大自己的体量,通过兼并或者收购同一领域内的其他公司,不断减少行业内的竞争,使自己收货更多的市场,获取更多的定价权,提高行业的进入壁垒,不断的巩固自己的市场份额,获取更多的收益;通过纵向并购可以延长产业链,通过各产业链条相关产品的内部转移定价,不断降低生产经营的成本,可以采取更低的进价但是获得更多的利润;通过混合并购可以提升企业的经营范围的广度,分散风险,提升企业的抗风险能力,也可以通过统筹安排,不断提高企业在不同领域的定价权与竞争力。

(3) 获取协同效应

企业希望通过并购获取超过两个企业单独存续的利益,而无论是善意收购还是恶意收购,并购方希望通过并购整合两个企业之间的资源,调整自己的管理架构,提升管理能力;共享专利技术、相关市场等不断提升自己的经营能力;降低资金获取成本、更好的整合资金进行投资等。

2.1.2 财务协同效应

协同效应也叫增效作用,原意是指在物理化学等专业学科两种或多种功能成分通过耦合作用,产生的 $1+1>2$ 的效果,即各成本通过耦合所获取的作用大于各成分效果的简单相加。这一现象在企业经营管理过程中也同样适用,企业产业链的各个环节、人力资源管理、各部门间管理配合等各个部分通过耦合,使企业获得比各模块简单相加更多的效应^[37]。无独有偶,在企业的并购整合过程中,企业通过并购所获得的效益大于各企业单独存续经营时所获得的效益,从而实现了更好的协同效应,在该效应的影响下,并购双方可以有效的整合彼此的各项资源,制定更为合理可行的战略规划。而财务协同效应在房地产行业主要表现为调整房地产行业过高的资产负债率,降低财务杠杆比率,使企业可以拥有更多的可以周转的现金流,通过降低融资成本来获取更多的收益,并进一步提升企业的自身价值^[49]。而企业通过并购所获取的财务协同效应主要有以下几种表现:

(1) 改善企业资本结构,提高偿债能力

企业通过并购可以整合并购双方的两个公司的资源,通过合并报表的编制一方面可以使自己的账面现金流改善,融入资金时有更大的优势,另一方面可以使合并之后的公司拥有更多的现金流用于偿还债务,或者经营周转,企业的财务风

险大大降低，资本结构进行优化，不断提升自己的偿债能力。另外，企业并购之前单一企业背负的债务在并购完成之后有两个企业的资金共同承担，使其偿债能力大大增强，偿还债务的能力不断提高。

（2）提升管理能力，获取更大收益

企业并购的动因之一就是获取被并购方良好的管理经验，学习其更为合理的组织架构，或者纳入更多的经营管理能力强的员工。在企业的并购完成之后，企业的高管不仅可以有了更多的发挥自己才能的机会，拓宽晋升渠道，提升管理者的积极性，为企业带来管理效率的提升；还可以有效的利用自己的管理资源，将某一企业充裕的管理资源应用于两个公司的管理之中，提升企业整体的管理能力。为企业带来更高的效益。

（3）获取现金流，提高企业价值

通过并购企业可以整合现金流，抓住更多的投资机遇。通过企业的并购可以提升企业资金利用效率，将资金投进能带来更多收益但是前期投资业更为高额的项目，提升公司的投资收益率；另外，通过两个前景良好或者声誉良好的企业之间的并购整合，可以增强股票市场中股民的预期，促进股价的上涨，提升企业的价值。

对于企业通过并购所获取的相关的财务协同效应主要有两种主流观点。一种是认为在现行的税法规定、财务会计细则、以及证券交易的相关规定等的影响下为企业带来的货币效应，主要表现在一方面合理减少纳税额、实现避税目的，进而减少现金的流出，增加企业收益；另一方面可以提升企业各级市场中流通的股票价格，获得更好的股票预期。第二种观点则认为企业通过整合资金进行集中投资、消费、结算等企业内部的各项资本使用，进而提升企业的经营运作的的能力。本文重点采用第二种观点并在此基础上进行分析。

2.1.3 层次分析法

层级分析法（AHP）是根据对所研究的问题进行定性并且确定预期所想实现的目标，将问题拆解分割成不同的层次，并且层次之间不同元素进行排列组合之后赋予不同的权重，最终通过权重以及影响程度来做出合理的排序。此类方法将

定性分析与定量分析相结合，同时具有极强的系统性与可视性，便于决策者做出更为科学合理的决策。

2.2 并购动因理论

2.2.1 协同理论

协同理论是通过企业并购的行为以获取超越其他相关企业单独存续经营时做获取的利益加总的和，目前一般分为三种协同效应^[43]。具体地说，经营协同是指企业完成并购整合之后，与被并购企业尤其是横向并购的企业实现资源整合，不仅减少了竞争对手，还增加了企业规模，从而进一步占领更多相关市场，同时提高了并购企业的相关生产能力，结合本量利分析在固定成本不变的情况下，变动成本被摊薄，每件产品的相关成本随之减少，企业收入提高。管理协同效应主要表现为两个管理模式等管理方面许多理念与方法都不相同的公司，可以在并购互相学习彼此先进的经验并结合企业实际情况进行调整，进而探索更适宜的管理模式，促进企业发展。财务协同效应如上述表达，它是指并购企业与被并购企业在重组之后整合双方各类资产资本，进而提升企业财务的运作能力以及提升企业的价值。

2.2.2 竞争优势理论

所谓的竞争优势理论是指在存在竞争的行业中，企业通过并购来对获取竞争企业的实际控制权或者直接兼并竞争企业，减少行业中竞争者的数量。同时通过整合被并购企业的各项资源来提升并购企业整体的竞争能力，而在并购标的企业的选择中，被并购所具有的竞争优势、专项技术、企业声誉等是重要的评估依据^[29]。并且通过并购更效率的增强企业的竞争力、提升企业价值是切实可行的方法之一，而且可以获取被并购企业所拥有的、能够在市场竞争中帮助企业占据一席之地的竞争资源，获得更大的竞争优势。

2.2.3 市场势力理论

市场势力使企业在行业竞争所具有的定价以及影响控制其他企业的能力。在行业竞争中，准入门槛高可以增强竞争对手进入难度，使其投入更多的资金或者付出更多的成本，市场势力理论就基于这一定出发，通过并购提升企业市场中的份额，在此基础上增加整个行业的集中度，设置更高的门槛以及更为严苛的行业壁垒，通过这种行为，可以有效的帮助企业在更长的时间范围内获取更高的收益，降低企业遭受市场风险等外部环境变化的影响，获得更多的回报[30]。在当下常见的三种并购形式中，纵向并购可以延长产业链，整合产业链条各生产及供应要素，获得市场上的优势；横向并购可以减少行业内竞争企业数量、提升行业集中度，帮助企业获取长期、稳定、高额收益；混并购可以以更为间接的方式提升竞争力，使企业进入更多的领域，通过不同行业的配合获取更多的定价权，甚至影响着整个行业。

3 中粮地产并购大悦城的实施情况

房地产行业是我国第三产业重点行业之一。一般是房产与地产的加总，通俗所提到的房地产企业是指经营范围涉及房地产开发建设、经营管理并且以此获得利润的公司，

主营业务范围主要包括对于土地的开发管理、建筑物的设计建造、以及建成后的房屋销售、后续提供的物业管理服务等。由于房地产行业的重资产性、先导性等行业特点，在我国经济的高质量发展中占据重要地位。

本文通过选取房地产这一行业，基于该行业的历史进程和发展现状进行深入分析，重点研究该行业这几年以来并购案例的进展以及并购金额的变化，并从并购背景和并购动因等展开对于案例的分析。而本文中的中粮地产与大悦城地产，两者共同作为中粮集团旗下房地产板块的子公司，按照并购的时间线进行分析该次并购的流程，通过分析并购之后的股权变动情况，对后续得分提供依据。

3.1 我国房地产行业并购背景

3.1.1 行业发展特点分析

回望我国房地产的发展史，可以大致分为萌芽时期、快速发展时期、逐渐规范时期三个时间段。我国房地产从 1990 年开始萌芽一直持续至 1997 年，这一时期相关的法律法规仍不完善，违规买卖土地的现象屡禁不止。随着我国国家领导人邓小平通知南方讲话这一政治因素的影响，房地产行业各个企业一拥而上涌入房地产导致整个房地产行业无序扩张混乱发展。随着经济的发展，房地产行业很快进入第二个阶段--发展阶段（1998-2002），1998 年半开始企业以及国家停止对员工等进行房屋分配，商品房总体销售面积出现了大幅增长，成为了促进国民经济的重要增长行业，其重要程度不断增加。随着法律法规等不断完善，房地产行业进入规范期（2003 年至今），随着政府新的政策的出台，对于规范房地产业的发展产生的巨大的作用，“国五条”、“新国五条”等政策的提出为企业的发展提供了政策引导，倒逼企业合法合规发展。“8·31 大限”对于房地产企业提出了新的规范，禁止企业以协议的方式行业内大量转让商品房，必须听过招标、拍

卖等公开方式进行，这是我国规范房地产行业健康有序发展的标志性举措。而 2011 开始的十二五规划中，国家正是鼓励支持保障房的开发建设，标志着我国房地产的发展进入规范时期。

房地产行业并购案例不断增加的原因分为以下几点：

（1）助推国民经济快速发展的需要

一方面政府细化了房地产行业相关详细的法律规范，加强了监管力度，在这种宏观调控之下，房地产行业的发展也随之减缓，与之前各个时期相比增速降低，整个行业存在经济下行风险，但是尽管如此也并没有动摇其作为国民经济重要组成地位的重要作用。另一方面房地产行业的对于全行业的贡献率不断提高，由 10 年的 5.67% 增加值 19 年的 7%，提高了 1.33 个百分点，极大地影响了经济整体的运行态势。

（2）置地成本不断增加

随着城市化进程的不断加快，城市的住房需求不断加大，在当下的城市规划下所提供的住房数量严重不足，但是建设用地数额大体保持不变，房地产企业继续争取有限的土地进行商品房开发建设满足市场需求。随着国家对于土地资源的把控力度不断增加，而且在房地产企业的相关产业需求不断加大这一矛盾的背景下，土地资源的获取越发显得捉襟见肘，土地购置成本随之水涨船高。在当下众多的房地产企业为了获取后续经营发展所必需的土地储备不断提高土地获取的价格，利润不断减少，随之而来的资金链断裂的风险也就随之增加。

2017 年作为我国房地产土地获取最为火爆的年份，土地出现不合理溢价，为了实现房地产行业的可持续发展，国家与 18 年实施紧缩的金融与财政政策，使土地市场回归正常的发展轨道。国家政策的出台使得土地巨额溢价的现象有所改变，合理的土地获取价格使得房地产相关产业重新理性的评估其发展定位，建议量也随之不断增加。但是土地购置成本的增加使得相关行业不得不提高商品房的售价来维持正常的利润获取。

（3）资产负债率过高

为了适应时代发展趋势、促进企业的经营与发展，相关房企通过发行债券或者债务融资的方式借入资金，负债量不断增加，2010-2019 短短十年间增加了将

近四倍。随着负债的不断增长，资产负债率也随之迅速增加，在这十年间增长了 6%。

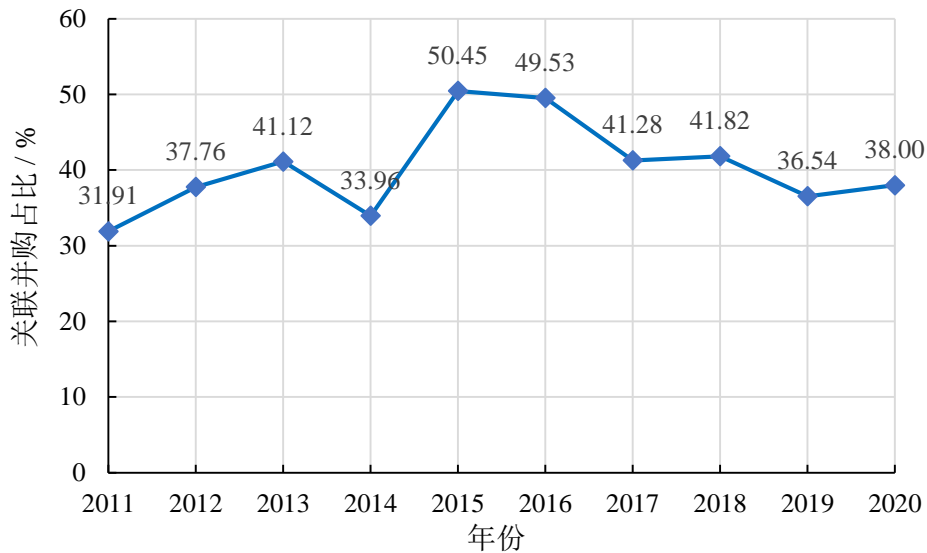
房地产行业整体行业特点之一就是极度依赖现金流，这一特点导致房地产企业过度融资，负债占比过高导致资产负债率一直处于高位，财务杠杆比重极大。在众多可选择的融资方式中，银行这一主要金融机构的突出优势是流程简化易操作、同时能够给予企业更多的利率折扣，因而备受企业青睐。由于银行将巨额的资金借给房地产企业，当房地产行业因为经营不当资金周转困难时容易出现资金链断裂的风险，极大地增加了银行的不良贷款数额，影响银行业健康发展。这种融资发展主营业务的发展模式使得企业的财务杠杆大幅提高，面临巨大的偿债风险。

3.1.2 关联并购分析

房地产行业存在着严重的两级分化现象，该行业中的龙头企业或者大规模的企业想要获取更多的资源实现更多的收益，在这种背景中小企业经营发展面临更严重的困境，具有相应竞争优势的中小企业就成了大规模企业并购的标的企业。但是同一母公司旗下的房地产公司进行并购更多的是为了战略的需要，“蛇吞象”现象屡见不鲜，制定适宜的企业战略是企业根据内外部环境，分析相关优势劣势，制定整体战略规划，明确后续发展方向，实现房地产企业的战略转型升级。

根据证监会 2012 版行业分类所披露的数据，本文通过筛选 11-20 年在深交所、沪交所上市的房地产企业，根据企业上市时的股票代码，计算出了所选取的样本企业通过关联并购交易在整个房地产行业所占的比重。根据图 3.1 绘制的关于房地产行业关联并购比例趋势变化，2011-2020 这十年来占比都在 30%以上，尤其 2015 达到峰值占比高达 50.45%，以上数据的变化也从侧面反映了众多大型房地产企业试图通过并购实现关联交易，进而实现公司的转型升级，获得行业龙头地位。但是在 19 年下降至 36.54%，达到了近五年来最低值。即使在 2020 年随着外部条件巨大变化，关联并购的占比仍有小幅增长，可以反映出房地产企业通过关联并购可以降低相关成本、增加收入，减少疫情的负面影响，促进公司健康发展。

伴随着我国房地产市场信息公开不足、监管存在空白等问题的存在，而且在房地产企业股权高度集中的大背景下，关联并购占比过高的情况存在也就不足为奇。作为规模效益十分明显的房地产行业，企业通过关联并购来实现规模的扩张，进军更宽广的市场，降低获取土地所付出的成本，完善资本结构，降低财务杠杆，对同行业之后的关联并购的展开具有指导意义。



资料来源：CSMAR 数据库

图 3.1 房地产行业关联并购占比变动趋势图

3.2 关联并购主体介绍

3.2.1 并购方—中粮地产

中粮地产（集团）股份有限公司（现为“大悦城控股”），作为母公司中粮集团控股的在我国房地产行业口碑较好的企业。2005 年 1 月，获取“深宝恒 A”的实际控制权，2010 年 3 月，作为国有资产管理委员会认可的 16 家国企之一，国家对其发展与转型提供了一定的支持。并购前中粮集团持有中粮地产 47.27% 的股份对其实施实际控制。

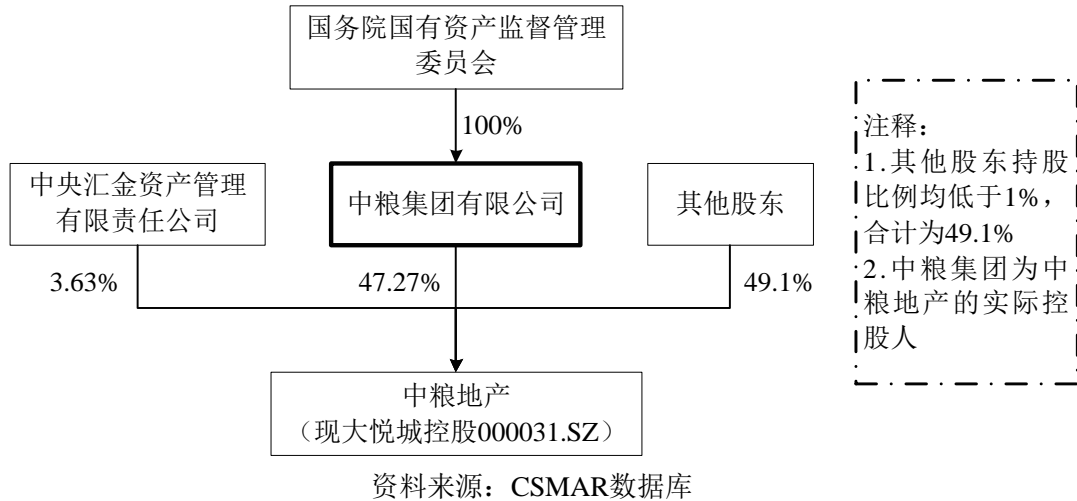


图3.2 关联并购前中粮地产股权结构图

中粮地产作为房地产行业的知名企业之一，在消费者中享有良好的声誉，公司愿景是为了成为城市美好生活的创造者而不懈追求。在国民衣食住行作为最基本的需求的当下，中粮地产核心业务聚焦住宅开发，以优质的住房供给提升居民的居住水平。我国进军住宅市场的企业数量众多且资金占用率高，并且该行业具备不断成长的潜力很为相关企业所看好。中粮地产在这一背景下，不仅注重对于住宅品质的不断提升，而且关注不同区域市场的开拓。一方面，中粮地产旗下商品房跨度广，涵盖顶级住宅、中高端住宅、精品房、以及刚需房等，精准对接消费者需求，满足不同层级消费者的需要。另一方面，中粮地产以深圳作为中心点，并不断向周边尤其是向北方扩展业务范围，逐渐提升在各个市场潜力巨大的城市中的市场份额，以可持续发展理念为指引不断精进其业务，开拓新市场。

目前，中粮地产正逐渐不如平稳高速发展阶段，在关联并购交易发生前其财报公开披露的数据如下：

表 3.1 关联并购前中粮地产财务数据

单位：万元

年份	2015 年	2016 年	2017 年
总资产	5,532,156.10	6, 127, 658.07	7,575,143.25
总负债	4,324,573.15	4,998,938.27	6,400,688.09
净利润	100,135.23	133,354.11	173,486.04

资料来源：CSMAR 数据库

3.2.2 被并购方一大悦城地产

大悦城地产在 2017 年之前作为母公司中粮集团所有子公司中唯一一个开展商用地产各项业务的合规经营平台，由中粮置地企业使用借壳上市的方式收购侨福股票，并完成各种资源整合、业务整改之后改名而来。根据公司公布的年报数据，整理了下图中大悦城在被并购前的各个股东持有的股票比例以及股权结构图：

表 3.2 关联并购前大悦城地产股东持股情况表

股东名称	初估数量	持股比例
明毅	9,133,677,648(L)	64.17%
得茂	367,691,988 (L)	2.60%
GIC private Limited	1,135,919,700(L)	8.01%
Citigroup Inc	859,885,497(L)	5.98%
其他股东	-	19.24%

资料来源：公司年报

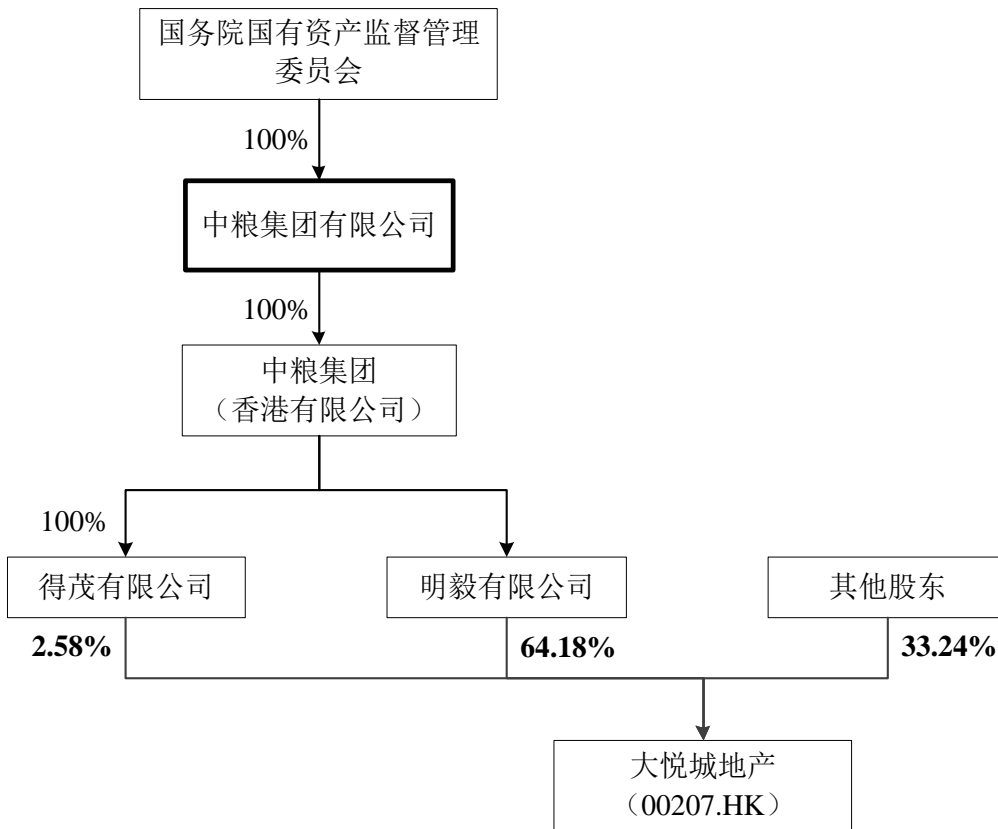


图3.3 关联并购前大悦城地产股权结构图

大悦城地产其生产经营主要分为三大模块，具体包括对于后续居住过程中物业公司的投资开发管理、商务酒店的设计与经营、以及管理输出，业务范围广、涵盖五大繁华都市圈，并以都市圈为圆心想周边城市扩散，还拥有着大悦春风里等各项创新性的综合体验项目深受消费者喜爱。大悦城将经营的重心放在青年群体这一细分市场，将自身的战略中心放在满足青年消费者的需求、打造青年文化上，其品牌愿景“年轻、时尚、潮流、品位”受到消费者的追捧与认可。因为在战略的设计中将市场进一步细分，重点关注年轻人这一当下极具消费能力的目标消费者，有的放矢地开展业务、业务中心突出，在房地产行业极具辨识度，成为了青年消费者的首选，业务量不断扩大、净利润不断增加、价值不断提升，一下为根据年报整理的大悦城地产被并购之前三年的各项财务数据：

表 3.3 关联并购前大悦城地产财务数据

单位：万元

年份	2015 年	2016 年	2017 年
总资产	73,308,710.1	8, 255,063.9	8, 637, 053.1
净负债	2,099,986.9	1,248,961.3	1, 198, 685.1
收入	538,246.8	698,710.2	1, 165, 775.7
毛利	290,017.2	376,019.1	524, 768.2

资料来源：公司年报

3.3 中粮地产并购大悦城的动因

3.3.1 并购外部动因

中粮集团认识到了将旗下房地产企业合并整体上市的战略前景，于是与 09 年着手评估中粮地产与大悦城地产各项资源，制定符合实际的整合规划，公司预期通过整合可以实现以“A+H”的方式顺利上市。2011 年，在母公司的指引下中粮地产开始整合其旗下各项业务，但是收获的结果并没有达到企业预期。在政治指引下各个央企竞相开展业务转型活动，母公司中粮集团为了在此次转型升级中成为成功模本，不仅改变了组织架构，学习西方企业建立专业子公司具有更多自主权的扁平化管理模式，优化配置核心具有竞争力的资源；同时还制定三年规划，循序渐进战略攻坚，达到提质增效的目的。“种下梧桐树，引得凤凰来”，中粮

企业还不断提高福利待遇水平,引进具有相关管理经验的人才以及职业经理人管理公司,并形成长效机制。尽管有战略的支撑,中粮集团在实际的经营管理过程中仍存在着不少问题,比如企业对于后续的发展规划不够具体、目标客户不清晰,对于下属的子公司具有何种权利仍不明确并且内部控制模式不合理,对于职工绩效考核机制不合理难以激发员工创造力积极性,资本利用率低、资本管理系统效率的等问题严重制约着企业的长期稳健发展运行。

中粮地产通过制定三年规划,并根据规划有序推进改革工作的展开,最终达到了预期的转变为国有资本投资公司,高效利用现有资源开拓业务,升级管理模式的目的。并且中粮集团提出的母公司集中精力发展其主营业务、重构母公司职能结构、实现转型升级,对于不同细分市场专业领域的权利分配给各个子公司的构想,通过明确各自全责共同促进公司整体发展。

3.3.2 并购内部动因

(1) 构建平台,减少竞争

中粮地产与大悦城地产在经营管理中各项业务存在业务的重叠与竞争的情况,极大地影响了整个集团的经营发展,不仅浪费了资金等各类资源,而且使得企业获取业务的成本增加。中粮企业预计对两个子公司业务资源进行整合配置,实现房产与地产的有机结合,促进两个公司资金、人员、市场、销路等各个方面的整合优化,获取更多的协同效应、基于此,中粮集团通过对旗下企业的并购重组,打造了统一的经营平台,促进集团长远发展。

(2) 有效应对变化,提高竞争力

中粮地产作为房地产行业,其融资占比高、财务杠杆高的问题一直存在,流动性风险极大地影响了企业的发展。通过并购轻资产化的大悦城,中粮地产不仅可以扩大自身规模、提升竞争能力,而且可以有效应对流动性风险,减少自身负债水平。在国家对于房地产行业有力的宏观政策调控下,各大房地产公司抓住机遇顺应时代发展,现行的央企中已经培育出了不少在房地产行业中名列前茅、口碑极佳的房地产开发公司。在此背景下,中粮地产为了增加其竞争力,与已经在房地产行业探索出适合的发展路径,分割占领市场的龙头企业比如保利地产、

中海地产以及华润置地等的市场，需要不断被优化其资本结构，降低负债率的同时不断被提升其利润水平。

（3）降低融资成本，提高盈利能力

通过此次的并购重组，中粮地产有望增加其竞争优势，降低资产负债率。其实在并购前由资本力量雄厚的母公司中粮企业作为背书，中粮集团一直拥有良好的融资能力，但是并购一直稳健发展的大悦城之后，中粮地产的融资能力迈上了新的台阶，融资能力大大增加，在境外，融资的成本也大大降低。并购重组后的大悦城不仅可以保持其低成本融资的优势，而且可以增强其盈利能力，益处显而易见。

3.4 中粮地产并购大悦城的过程及股权变动情况

3.4.1 并购过程

此次并购过程历时久。首先在 2017 年 7 月 22 日，中粮地产宣告停牌，这是实施此次并购交易的开端。但此次的并购重组所涉及的业务范围非常广泛，并且存在一系列的风险因素不确定性高，因此停牌时间不断延长，直至同年 8 月 22 日仍然继续停牌时，中粮地产的公告披露将进行关联交易，交易对象为同一母公司旗下的相关标的公司。同年 9 月 23 日，中粮地产将并购的目标确定为同一母公司下聚焦青年市场，由明毅有限公司控股的悦城地产，并对外进行公告。但是虽然双方约定在 5 日后签订并购协议，但是中粮地产停牌现象仍旧存续，并购进程停滞不前。

事情的转机出现在 2018 年的 3 月末，双方通过良好协商达成了此次并购的交易预案，这也证明在停牌持续多日后此次并购终于出现了进展，初步确定了此次并购听过收购增发股票增加持股比例的方式进行收购，并且向社会募集低于 24 亿元的资金进行收购后各项目的建设。但是这次关联并购做产生的溢价虚高，同年 4 月深交所发布了关于此次并购重组的问询函，希望得到合理解答。

收到深交所问询函之后，中粮地产与 2018 年 11 月 15 日披露了之前签订的交易员，并且对于后续的补偿金额将至 144.47 亿元，但是之前商定的以何种方式进行交易没有做出改变。并且为了推动此次并购的持续开展，中粮地产聘请了

权威的第三方资评公司对大悦城有形及无形资产进行估值,希望能证明此次交易合法公允。修改之后的交易预案如下表:

表 3.4 中粮地产关联交易预案 (修订版)

进行交易方	明毅有限公司
持有大悦城股份数 (股)	91.34 亿
收购大悦城股份数量占比	64.18%
总对价 (元)	144.46 亿

此次并购在 2018 年 12 月 4 日得到了证监会无条件审核通过的好消息,这也意味着可以开展后续的相关手续的办理以及各项资源的整合。2019 年 1 月,中粮地产将大悦城的详细数据纳入公司财报,编制合并报表,并且于同年二月在深圳证券交易所整合上市。对于公司更改营业名称这一重大事项的决定,中粮地产与同年三月召开股东会议,通过投票表决,公司更名为“大悦城控股”,但仍使用原本的(000031.SZ)作为股票代码,并购案至此正式完成,此次关联并购交易完美结束。

3.4.2 股权变动情况

通过此次并购交易母公司中粮集团拥有了更多的股权,实际上增强了对于旗下房地产公司的控制能力。中粮集团直接持有中粮地产 21.84%的股份,并且在并购之后间接持有了大悦城 54%的股份,与未进行关联并购之前的持股比例相比提升了超过 20 个百分点。同时,随着股票的增发,其他股东的股权被稀释,影响力与控制力降低,中粮集团的话语权不断扩大。

表 3.5 关联并购后中粮地产股东持股情况

股东名称	持股数量	持股比例
明毅有限公司	2,112,138,779 股	53.9%
中粮集团	857,354,139 股	31.83%
中央汇金	65,864,598 股	1.67%
其他股东	-	合计 12.6%且单个股东持股均低于 1%

资料来源:CSMAR 数据库

明毅作为中粮地产的实际控制人，持有中粮地产将近 54% 的股份，而中粮地产又在本次的并购交易中受够了大悦城地产的 64% 的股份，及明毅间接实现了对大悦城的控制，但是三者均为中粮集团旗下的子公司，所以此次并购的性质被界定为同一母公司控制下的关联交易，其母公司中粮集团对于各个公司的实际控制权保持不变。

4. 基于 AHP 的中粮地产并购大悦城财务协同效应评价模型构建

4.1 财务协同效应评价模型构建原则

本文主要探讨房地产行业中粮地产并购大悦城因为并购这一单一要素而产生的财务协同效应。在模型构建中同步使用层次分析法和财务指标法，根据选取不同维度的综合性的财务指标，并以此为重点分析内容，构建能综合反映中粮地产综合财务状况的指标模型^[47]。具体原则如下：

4.1.1 全面性原则

在房地产行业应收账款回收周期长、发展依赖融资等因素影响下，对于此次模型构建应该综合的考虑这些因素全面的选取指标，多个方面多个角度反应此次关联并购产生的财务协同效应，为企业后续的生产经营提供指导。为了便于分析中粮地产并购后财务协同效应，本文将选取 4 类 16 种财务指标进行综合评分。

4.1.2 可行性原则

可行性主要是指选取相应的财务指标之后，能够真实公允的获取中粮地产对于相应财务指标的具体值，比如依赖企业披露的财务报告或者证监会公布的问询函等，在获取实际值之后还要对数值进行筛选、计算、分析，能够具有可比性，这个可比性不仅包括横向可比、也包括纵向可比，更好的为以后分析决策提供依据。

4.1.3 重要性原则

企业关联并购交易发生之后，各项指标在编制的合并报表中具有不同幅度的变化，若对各项指标进行全部分析不仅耗时耗力，而且会模糊影响力重大的核心指标，不利于对后续的分析提供指导。因此标杆分析在此次的数据选区中极具指引意义，在选取相应的指标时选取对此次关联并购产生的协同效应高度相关、影响力巨大的四个准则层下的细化指标进行具体的分析。

4.2 层次分析法基本步骤

4.2.1 建立递阶层次结构模型

首先明确此次研究的重点问题，将问题的范围、要求、包含的因素以及各因素之间的关系进行准确的界定。然后针对重点问题的初步分析，把所涉及到的相关因素按照性质进行分层，主要分为目标层、准则层和方案层：目标层是分析的重点问题；准则层是衡量重点问题的各项准则；方案层是具体的影响因素。具体的构建如图 4.1 所示：

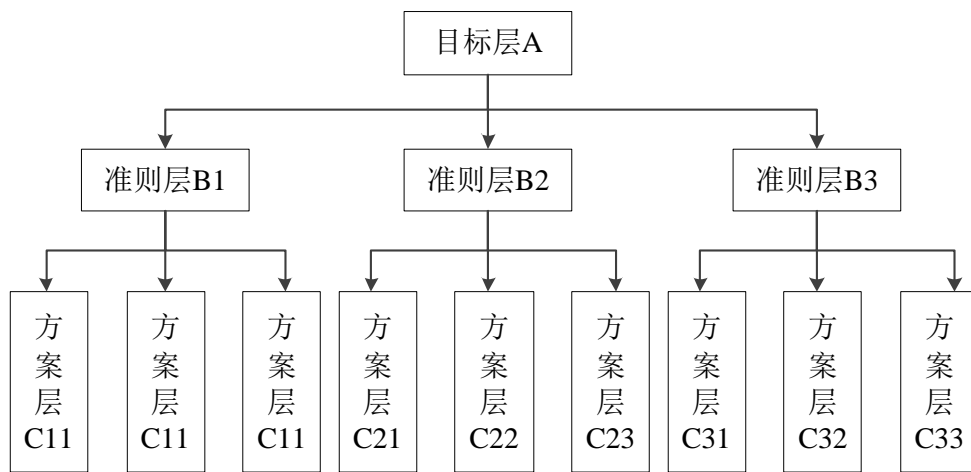


图 4.1 递阶层次结构模型图

4.2.2 构造成对比较判别矩阵

在建立了层次分析之后，将有利于通过评分法对层次结构中的各因素进行优劣比较。并在比较过程中使用 1-9 进行重要性赋值，使其更直观可视。

$$A = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{1n} \\ a_{21} & 1 & a_{2n} \\ a_{n1} & a_{n2} & 1 \end{bmatrix}$$

其中，A 为判别矩阵， a_{ij} 表示层次分析结构中因素 i 与因素 j 的重要性比较结果，且 a_{ij} 大于 0， $a_{ij}=jia_1$ 。此方法的应用将有效解决不同因素之间因性质差异而导致的比较困难，可以大大提高各因素之间比较的准确性，重要性等级评价标度见表 4.1。

表 4.1 重要性等级评价标度表

赋值分值	重要性等级评价
1	两两相比，具有同样重要性
3	两两相比，前者稍重要
5	两两相比，前者明显重要
7	两两相比，前者强烈重要
9	两两相比，前者极端重要
2、4、6、8	重要性介于上述之间
$1/a_{ij}$	因素 i 和因素 j 重要性之比为 a_{ij} 时

4.2.3 作一致性检验

首先，需要给判别矩阵 A 中的各因素进行重要性赋值；然后，对判别矩阵 A 中最大特征根 (γ_{max}) 的特征向量进行归一化处理，由此计算出同一层各因素相对于上一层所占的权重值；最后，通过指标 CI 判断矩阵的一致性，其计算过程如下式所示。

$$CI = \frac{\gamma_{max} - n}{n - 1}$$

若判别矩阵 A 的阶数越大，则一致性判断指标 CI 的偏离情况就越严重。当一致性判断指标 CI 为 0 时，说明判别矩阵具有很强的一致性；当一致性判断指标 CI 接近 0 时，说明判别矩阵具有良好的一致性；当一致性判断指标 CI 越大，则说明判别矩阵具有较差的一致性^[51]。

另外，还有部分随机原因会导致一致性判断指标 CI 的偏离。因此，为了更加准确判断矩阵 A 是否具有较好的一致性，从而避免随机原因的影响，本文进一步引入了随机一致性指标 RI (查表 4.2 可得)。计算 CI 与 RI 之比，得到随机一致性比率 CR^[51]，其计算过程如下式所示。

$$CR = \frac{CI}{RI}$$

当 $CR < 0.1$ 时，说明判别矩阵 A 通过了一致性检验，此时各个因素具有恰当的权重值；当 $CR \geq 0.1$ 时，则说明判别矩阵 A 没有通过一致性检验，应当进行重新判断。

表 4.2 RI 标准值表

矩阵阶数 n	1	2	3	4	5	6	7
RI	0	0	0.58	0.90	1.12	1.24	1.32

4.3 构建财务协同效应评价模型

4.3.1 指标选取

在模型构建原则的指引以及对于行业特点进行分析之后, 本文的准则层主要选取了偿债、营运、盈利和发展四种能力作为此次并购产生财务协同效应的影响因素。而方案层的细化指标则选择了《企业绩效评价标准值》中对于此次被并购的财务协同效应分析高度相关的 12 个指标。

表 4.3 财务指标选取表格

财务指标	
财 务 协 同 效 应 分 析	偿债能力 (B1)
	资产负债率 C11
	速动比率 C12
	带息负债比率 C13
	营运能力 (B2)
	总资产周转率 C21
	应收账款周转率 C22
	存货周转率 C23
	盈利能力(B3)
	营业利润率 C31
	成本费用利润率 C32
	净资产收益率 C33
发展能力(B4)	
总资产增长率 C41	
营业收入增长率 C42	
营业利润增长率 C43	

资料来源: 《企业绩效评价标准值》

4.3.2 构建判别矩阵及权重确定

在遵守层次分析法模型构建原则的前提之下, 本文通过对所选取的准则层的各个财务指标赋予合理的权重值, 让财务指标的计算过程更为更为简捷, 数据更

为合理，为管理者决策提供数据支撑。

(1) 递阶层次结构模型建立

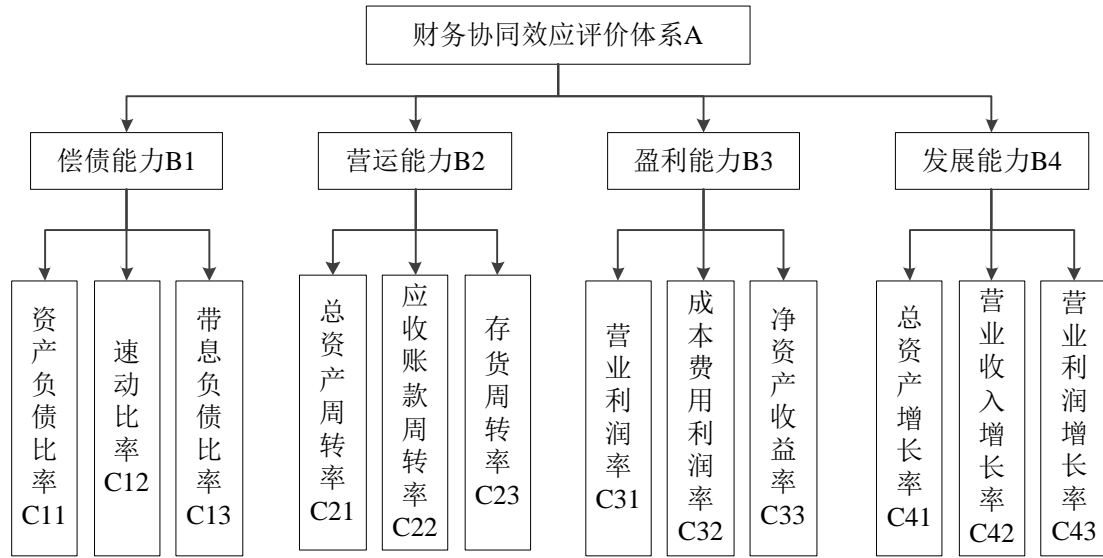


图 4.2 财务协同效应递阶层次结构模型图

如上图所示：此次听过构建层次分析法模型重点分析并购之后带来的财务协同效应，所以目标层（A）即为中粮地产并购大悦城带来的财务协同效应的分析；中间层准则层（B）排列了衡量此次并购是否获得相应的协同效应的偿债、营运、盈利和发展四种能力的财务指标；最后的方案层（C），排列了准则层四类财务指标之下具体的影响因素。

(2) 构建判别矩阵

根据专家对于相应因素的重要性进行比较，并且在 1-9 的范围内赋予其一定的重要性数值，将专家所赋的数值构建数学矩阵，并计算几何的平均值，将目标层下四类财务指标进行上述计算获得一个判断矩阵；同理，准则层下四类财务指标应对与方案层指标进行分析构建相应判断矩阵。而此次分析重点就在于专家对于因素的评分，本文选取了相关领域十名专家，汇总了各位专家在综合评估各项因素结合专业判断之后进行评分的问卷，计算出了下述判断矩阵：

表 4.4 准则层 (B) 相对于目标层 (A) 判别矩阵

财务指标 (A)	偿债能力	营运能力	盈利能力	发展能力
偿债能力	1	1/2	1/2	3
营运能力	1/2	1	1/3	2
盈利能力	2	3	1	5
发展能力	1/3	1/2	1/5	1

利用 (2) 中构建准则层 (B) 相对于目标层 (A) 判别矩阵的方法, 构建方案层 (C) 相对于准则层 (B) 的判别矩阵。

表 4.5 偿债能力 (B1) 的判别矩阵

偿债能力指标(B1)	资产负债率	速动比率	带息负债比率
资产负债率	1	2	1/2
速动比率	1/2	1	1/5
带息负债比率	2	5	1

表 4.6 营运能力 (B2) 的判别矩阵

营运能力指标 (B2)	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
总资产周转率	1	1/4	1/2
应收账款周转率	4	1	3
存货周转率	2	1/3	1

表 4.7 盈利能力 (B2) 的判别矩阵

盈利能力指标 (B3)	营业利润率	成本费用利润率	净资产收益率
营业利润率	1	1/2	1/3
成本费用利润率	2	1	1
净资产收益率	3	1	1

表 4.8 发展能力 (B4) 的判别矩阵

发展能力指标 (B4)	总资产增长率	营业收入增长率	营业利润增长率
总资产增长率	1	2	5
营业收入增长率	1/2	1	3
营业利润增长率	1/5	1/3	1

(3) 计算矩阵权重向量并检验一致性

因为判别矩阵 A 中权重值的选择具有很大主观性，所以会导致成对比较矩阵的相对重要性出现矛盾。因此，在判断出某一层次中各因素的相互间重要性后，利用相关数学运算程序和法则将各因素的重要程度值转化成权重向量，进一步分析得到单个指标的重要程度，并进行一致性检验，根据检验结果做出纠正或者相应调整。首先依照表 4.4 计算出准则层（B）的权重向量，并对其一致性进行检验。

$$W(A) = (0.2718, 0.1575, 0.4824, 0.0883) T$$

由式可得，判别矩阵阶数 n 为 4， $\gamma_{max} = 4.0145$ ， $CI=0.0048$ ， $RI=0.90$ ， $CR=0.0054 < 1$ 。因此，通过一致性检验。

其次依照表 4.5-表 4.8 计算出方案层（C）的权重向量，同样对其进行一致性检验，检验结果如表 4.9 所示。

$$W(B1) = (0.28, 0.13, 0.59) T$$

$$W(B2) = (0.14, 0.62, 0.24) T$$

$$W(B3) = (0.17, 0.39, 0.44) T$$

$$W(B4) = (0.58, 0.31, 0.11) T$$

表 4.9 一致性结果检测表

矩阵	权重向量 WBi		CI	RI	CR
B1	(0.28, 0.13, 0.59)	3.0055	0.0028	0.58	0.0048 < 0.1
B2	(0.14, 0.62, 0.24)	3.0183	0.0092	0.58	0.0158 < 0.1
B3	(0.17, 0.39, 0.44)	3.0183	0.0092	0.58	0.0158 < 0.1
B4	(0.58, 0.31, 0.11)	3.0037	0.0018	0.58	0.0032 < 0.1

由表 4.9 可以看出矩阵 B1、B2、B3 和 B4 均通过了一致性检验，证明了赋予的权重值具有较好的准确性和科学性。根据准则层（B）和方案层（C）之间各因素权重值的乘积，得到两个层次中各因素对目标层（A）的综合权重值，如表 4.10 所示。

表 4.10 并购协同效应评价体系综合权重汇总表

目标层	准则层	方案层	方案层层内权重	综合权重
财务 指标	偿债能力指标 (27.2%)	资产负债率	0.28	0.07518
		速动比率	0.123	0.04393
		带息负债比率	0.59	0.16169

表 4.10 并购协同效应评价体系综合权重汇总表（续）

目标层	准则层	方案层	方案层层内权重	综合权重
财 务 指 标	营运能力指标 (15.8%)	总资产周转率	0.14	0.02163
		应收账款周转率	0.62	0.09815
		存货周转率	0.24	0.03772
	盈利能力指标 (48.2%)	营业利润率	0.17	0.08191
		成本费用利润率	0.39	0.18683
		净资产收益率	0.44	0.21366
	发展能力指标 (8.8%)	总资产增长率	0.58	0.05133
		营业收入增长率	0.31	0.02730
		营业利润增长率	0.11	0.00968

4.4 评分方案

4.4.1 评分方案设计

层次分析法的缺点之一在于其添加了专家打分的主观因素，不同专家对于各因素重要性不同认识以及在处理中出现的对于问题的偏差会影响权重的确定。本文在结合层次分析法和会计指标法带入各财务指标进行时，可能会出现结果相悖或者严重偏离的指标，影响后续的分析。为了降低这种潜在风险的影响，本文选取了更为合理地改进的沃尔评分法。基于国务院国资委考核分配局编写的《企业绩效评价标准值 2018》，将房地产行业中的各项财务指标标准值作为后续计算的标准比率。并且为了有效降低方案层某一个指标出现偏离，影响其他指标得分结果，遮掩不利影响因素的存在，本文选取标准评分值和综合评分值进行比较，并使用更小值作为最终得分。其综合得分计算过程如下：

$$\text{综合得分} = \text{评分制} + \text{调整得分}$$

$$\text{调整分} = \frac{\text{实际比率} - \text{标准比率}}{\text{每分比率}}$$

$$\text{每分比率} = \frac{\text{行业最高比率} - \text{标准比率}}{\text{最高评分} - \text{最低评分}}$$

式中，标准比率是该行业的平均值；行业最高比率是该行业的优秀值；最高评分和最低评分分别是过去设定标准评分分值的 1.5 倍和 0.5 倍，为了所选取指标的合理性，选取标准得分与综合得分较低者作为最终得分。

协同效应的财务指标得分如表 4.11 所示。

表 4.11 财务指标综合得分表

一级指标	二级指标	实际 比率	标准 比率	行业最 高比率	每分 比率	调整分	标准 评分	综合 得分
偿债能力	资产负债率	69.5	49.5	-3.1	7.5			
	速动比率	0.64	1.11	1.80	3.5			
	带息负债比率	45.5	25.5	-3.48	16.2			
营运能力	总资产周转率	0.3	0.6	0.67	2.2			
	应收账款周转率	5.7	21.9	15.31	9.8			
	存货周转率	0.6	0.7	0.17	3.8			
盈利能力	营业利润率	11.9	23.5	3.45	8.2			
	成本费用利润率	11.2	19.7	1.36	18.6			
	净资产收益率	6.6	14.6	2.70	21.4			
发展能力	总资产增长率	7.5	17	1.89	5.1			
	营业收入增长率	1.4	13.2	9.84	2.7			
	营业利润增长率	4.3	18.8	4.14	1.0			
财务指标综合得分							100	

4.4.2 评分标准

通过使用层次分析法结合改进后的沃尔评分法获取的目标层“中粮地产并购大悦城产生的财务协同效应”，为了使综合得分更直观、易于理解，在参考官方对于房地产行业的区分标准之后，将此次并购分为具体五个等级：分值区间为 $90 < x \leq 100$ 时，财务协同效应等级为优秀，证明了并购财务协同效应出色，整体情况优秀；分值区间为 $80 < x \leq 90$ 时，财务协同效应等级为良好，证明了并购财务协同效应良好，少数方面待提高；分值区间为 $70 < x \leq 80$ 时，财务协同效应等级为平均，证明了并购财务协同效应一般，部分方面待整合；分值区间为 $60 < x \leq 70$ 时，财务协同效应等级为较低，证明了并购财务协同效应不良，较多方面

有待加强；分值区间为 $0 < x \leq 60$ 时，财务协同效应等级为较差，并购财务协同效应较差，未能整合成功。

5、中粮地产并购大悦城的财务协同效应评价模型应用分析

5.1 财务协同效应评价指标计算

在第四章根据企业实际情况基于国务院国资委财务监督与考核评价局制定的各行业《企业绩效评价标准值》，从中选取四个层次十二种财务指标，以及给予所构建的并购为企业带来的协同效应的评价体系带入中粮地产并购大悦城这一实际并购的数据进行显示分析。由于此次并购由 2017 年 7 月 22 日宣布重组事项历时 17 个月，并且初次的并购方案还收到证监会的重组问询函，重新进行了资产评估以及对于并购决策的调整改善，最终于 2018 年 12 月 8 日无条件通过，取得了此次并购的成功。因此本文选取并购前一年至并购后两年即 2016 年-2020 年这五年的公司财报公开披露的数据进行分析。具体的各项数值如下表：

表 5.1 中粮地产 2016-2020 财务指标实际值

一级指标	二级指标	2016	2017	2018	2019	2020
偿债能力	资产负债率（%）	81.59	84.6	84.92	76.77	77.17
	速动比率（倍）	0.69	0.63	0.84	0.68	0.63
	带息负债比率（%）	77.67	76.76	67.55	69.05	62.42
营运能力	总资产周转率（次）	0.32	0.22	0.18	0.25	0.25
	应收账款周转率（次）	96.54	71.55	65.73	117.84	2.65
	存货周转率（次）	0.35	0.27	0.21	0.34	0.31
盈利能力	营业利润率（%）	12.34	17.03	20.25	17.76	7.96
	成本费用利润率（%）	14.16	19.79	24.32	21.37	9.48
	净资产收益率（%）	12.22	14.26	17.67	12.25	-2.59
发展能力	总资产增长率（%）	7.46	23.62	20.36	100.92	91.11
	营业收入增长率（%）	33.52	-22.10	0.55	139.29	13.79
	营业利润增长率（%）	23.69	36.85	26.7	53.95	33.2

根据改进后的沃尔评分法进行方案分析，计算得到中粮地产 2016 年各项财务指标的综合得分，其结果如表 5.2 所示。

表 5.2 财务指标综合得分表

一级指标	二级指标	实际比率	标准比率	行业最高比率	每分比率	调整分	标准评分	综合得分	最终分数
偿债能力	资产负债率	81.58	69.5	49.5	-3.1	-3.9	7.5	3.6	3.6
	速动比率	0.69	0.64	1.11	1.80	0.03	3.5	3.53	3.5
	带息负债比率	77.67	45.5	25.5	-3.48	-9.24	16.2	6.96	6.96

表 5.2 财务指标综合得分表（续）

一级指标	二级指标	实际比率	标准比率	行业最高比率	每分比率	调整分	标准评分	综合得分	最终分数
营运能力	总资产周转率	0.32	0.3	0.6	0.67	0.03	2.2	2.23	2.2
	应收账款周转率	96.54	21.8	34.7	15.31	4.88	9.8	14.68	9.8
	存货周转率	0.35	0.6	0.7	0.17	1.71	3.8	5.8	3.8
盈利能力	营业利润率	12.34	11.9	23.5	3.45	0.13	8.2	8.33	8.2
	成本费用利润率	14.16	11.2	19.7	1.36	2.18	18.6	20.78	18.6
	净资产收益率	12.22	6.6	14.6	2.70	2.08	21.4	23.48	21.4
发展能力	总资产增长率	7.46	7.5	17	1.89	1.67	5.1	6.1	5.1
	营业收入增长率	33.52	1.4	13.2	9.84	3.26	2.7	5.96	2.7
	营业利润增长率	23.6	4.3	18.8	4.14	4.66	1.0	5.66	1.0
财务指标综合得分							100	86.86	

根据已有公式进行计算，得到中粮地产 2016 年-2020 年各项财务指标的综合得分，如表 5.3 所示：

表 5.3 2016-2020 年中粮地产财务指标综合得分

一级指标	二级指标	2016	2017	2018	2019	2020
偿债能力	资产负债率	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
	速动比率	3.5	3.5	3.5	2.09	2.09
	带息负债比率	6.96	6.96	6.96	10.32	7.42
营运能力	总资产周转率	2.2	2.2	2.2	3.23	3.23
	应收账款周转率	9.8	9.8	14.32	16.96	16.96
	存货周转率	3.8	3.8	3.8	7.07	7.07
盈利能力	营业利润率	8.2	11.05	11.05	7.34	5.34
	成本费用利润率	18.6	10.49	10.49	12.21	6.11
	净资产收益率	21.4	15.48	18.29	18.29	7.17
发展能力	总资产增长率	5.1	8.37	8.37	1.49	1.49
	营业收入增长率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
	营业利润增长率	1.0	4.92	4.92	2.07	2.07
总计		86.86	82.87	90.2	87.37	65.25

将中粮地产 2016-2020 年通过模型的构建所获取的分值与具体财务报告公开的数据进行比较,可以看出其变化趋势基本吻合,此次通过层次分析法构建的对于此次并购产生的财务协同效应的分析基本有效。

5.2 评价结果分析

对于此次选取的 2016 年-2020 年这五年进行的各项财务指标的得分进行计算之后,本文重点从两个部分展开分析:一方面是将目标层与前文所得到的评分结果进行对比,对中粮地产并购大悦城所取得的财务协同效应进行综合分析;另一方面是将准则层四个层次的指标细化,详细分析在偿债、营运、盈利和发展能力的四个维度下各项指标如何影响财务协同效应的最终得分。

5.2.1 目标层财务协同效应结果综合分析

基于此次并购所取得的财务协同效应的综合评价,主要借助前文绘制的 2016-2020 年中粮地产财务指标综合得分(表 5-3)进行分析。通过表格可以得出一下两个主要结论:

(1) 2016 年-2020 年这五年间,中粮地产通过此次并购所获取的财务协同效应综合评分呈波动上升的变化趋势。除 2020 年外,另外其他年份的财务协同效应综合评分等级均在良好以上,这说明了 2016 年-2020 年,中粮地产的此次并购带来了良好的财务协同效应,公司的经营管理能力以及企业价值不断提高,但是对于 2020 年评分应从各维度进行详细分析。

(2) 2020 年中粮地产的评分为 65.25,财务协同效应等级较低,2016、2017、2019 年评分为 86.86、82.87、83.37,评分在良好平分线以上,2018 年更是达到了 90.2,到达优秀平分线,通过评分从侧面说明中粮地产这几年整体的经营管理状况总体较为理想,获得了企业所预期的财务协同效应。但是 2020 年评分大幅降低证明在企业后续的经营管理中应该未雨绸缪,仔细分析企业短板,完善内部控制体系,防范和抵御各项风险,促进公司平稳高效发展。

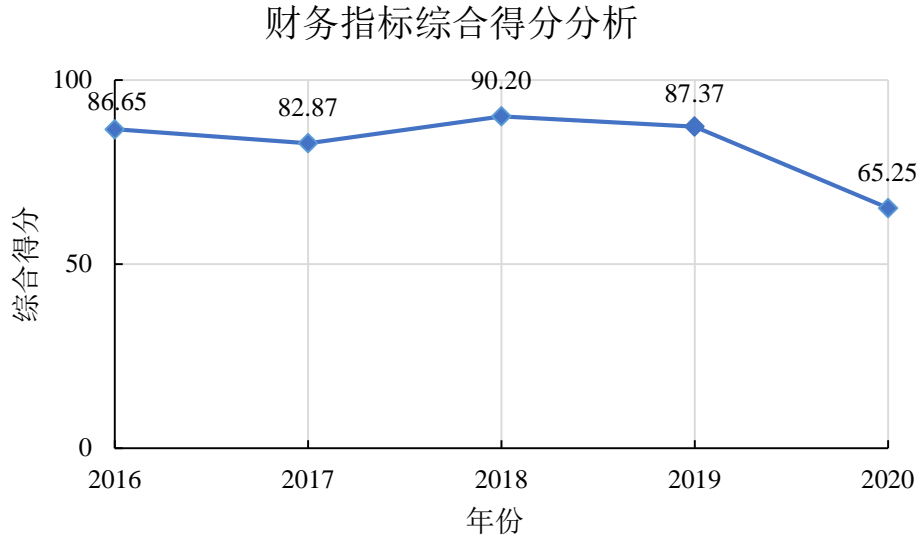


图5.1 财务指标综合得分分析

对于此次获得的综合结果的变化，有以下几方面的原因。一方面中粮地产集中企业极大的资源聚焦占领中高质量住宅市场，在这种战略规划指引下，2016年-2017年中粮地产在一二线的业务开展过程中获得了极大的收益。但是2017年之后，中粮地产总体发展的增速变缓，不仅住宅的销售额与预期存在较大偏差，销售量变少，而且应收账款的回收速度非常缓慢，并进一步导致了不合理的应收账款周转率。为了改善这种劣势，2018年中粮地产收购大悦城之后，将企业的战略中心聚焦到商业地产的投资与开发，将中粮地产极具优势的住宅开发业务与大悦城可以便利获取商业地产的优势相结合，产生极大的协同效应，收获超越两个公司单独经营时的利润。而且在统一母公司中粮集团的统筹管理之下，中粮集团可以充分吸收大悦城多年所积累的业务范围与忠诚客户群体。不仅获得了依靠大悦城开发的祥云小镇、大悦城等青年消费群体中的良好口碑，减少了客户开发与维护成本，而且获取了大悦城在相关房地产企业中都极为优秀的运营能力，取长补短、强强联合，共同促进了2018年评分的增加。

并且中粮地产对于市场的开拓以及业务范围的拓宽速度相对来说很不理想，在2016年仅在12个城市开展业务，不可避免的这一情况会影响中粮地产后续的经营管理，而且对于其提升竞争力获取更高的市场份额也产生了不利的影响。而此次并购对中粮地产的好处不仅体现在获取忠实的用户以及提升营运能力，而且体现在使用更低成本获取商业用地的能力。在2019年，中粮地产购入获取土地500多万平方米，但是每平方米的平均楼面价格与2017年相比降低53%、与2018

年相比降低 35%，仅为 5525 元，因为置地所付出的成本大幅下降与并购大悦城息息相关。不仅如此，2020 年中粮地产还成功中标拍下 18 个重点项目，而且业务范围辐射至 38 个极具潜力的城市，在相关城市开展商业住宅开发销售等业务，不断靠开拓新市场，增加业务量。但是随着 2020 年新冠疫情的爆发，经济整体下行，对房地产行业冲击巨大，大大影响了中粮地产并购后的整体得分。

5.2.2 准则层财务协同效应结果具体分析

中粮地产利用收购的明毅股份完成了并购大悦城后，其体量增加、经营范围扩大，同时销售渠道也不断拓宽、进军更宽广的市场，资产、负债等各项指标随着合并报表的编制也不可避免的出现各种程度的变动。根据第二章所提到的本文并购所带来的影响不是单纯的聚焦与各项财务指标的变化，而是使用层次分析法构建模型来进行相应的评分分析，以期为企业后续的经营提供指导，寻找短板，弥补不足。因此，在对目标层的得分进行了综合分析之后，下文将基于表 4-9 所构建的关于准则层相关指标的综合权重进行细化的分析，将准则层各个方面进行拆解，将选取的 12 个指标的实际值作为主要分析因素，辅之以计算出的各项得分，分析中粮地产并购大悦城的财务协同效应的实现结果。

本文对于中粮地产并购大悦城产生的财务协同效应的分析，主要是通过整合所选取的各类的财务指标，在此基础上进行更为细致的分析。数据的来源是 2016 年-2020 年这五年公司的财务报告中公开披露的信息，主要从偿债、营运、盈利和发展能力这四个方面进行更加深入的分析。

（1）偿债能力分析

偿债能力是企业偿还长期或短期借款的能力。而且因为房地产行业是典型的以现金流的重资产行业，所以企业债台高筑、财务杠杆极高是常见的形式，企业拥有良好的偿还外债的能力以及充裕的现金流对于企业的长期稳健经营极为重要。对于企业的短期偿债能力来说，重点关注企业所拥有的现金流是否与短期债务进行匹配，使企业可以到期按时偿还债务，降低违约风险；另外，对于长期偿债能力而言，则需要考虑资产、负债以及所有者权益之间的结构能否与企业的价值进行匹配，尤其是盈利能力之间的匹配情况，结合房地产的行业特性提升利润率，重点关注资产负债率、带息负债比率等作为切入点进行分析。

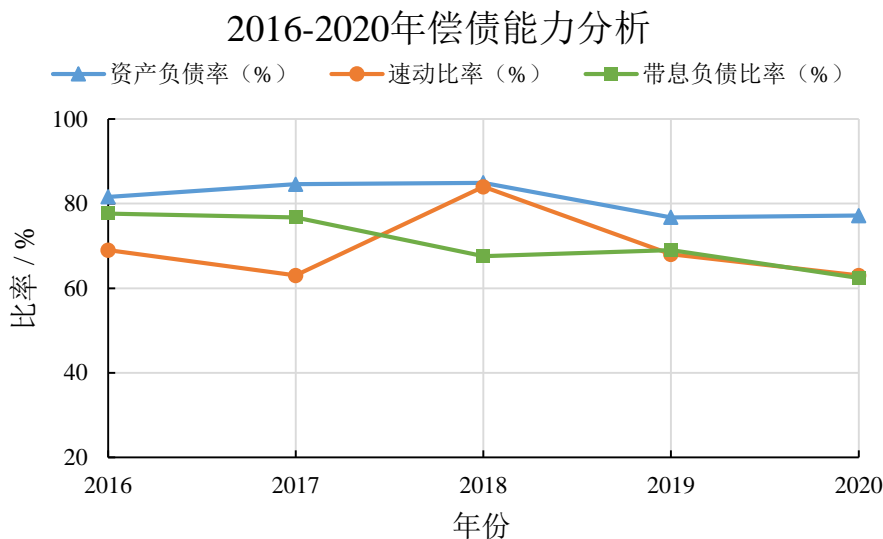


图5.2 偿债能力分析

资产负债率作为衡量企业长期偿债的能力的常用指标，一般保持在在 0.5 是比较合理的比率，根据图 5-2 的图表数据显示，在 2018 年中粮地产的资产负债率为 84.92%，达到了几年中的最高值，将近各行业均值的两倍，长期偿债能力收到极大的影响，严重危害公司财务安全。而中粮集团并购大悦城并成功整合之后，极大地改善了公司的这种困境，不仅使得公司获得了更多的融资方式、拓宽了融资渠道，而且拥有了更为良好的信用评级、融资更为便捷，在这些背景的影响下，企业的资产负债率在 2019 年开始不断下降。在房地产行业资产负债率整体走高的大背景下，中粮地产在并购之前已经进行了合理地预案调研，并且对于公司中的相应的资源进行整合，资产负债率为 76.77%，资本结构获得了一定的改善。虽然在疫情的冲击下，2020 年资产负债率上升了 0.4%，但是与行业整体相比仍占有很大优势。通过此次关联并购，中粮地产借助大悦城良好的融资能力极大地改善了中粮地产过高的财务杠杆，减少企业资不抵债的风险。

资产负债率的降低也是在房地产行业收各种外部因素影响，经济下行的大背景下，中粮地产近年来准则层偿债能力的得分没有发生太大的变化的关键原因，房地产行业获取土地并对土地附着的建筑物进行设计开发都需要巨额资金的投入，并且住宅的开发所使用的时间长而且资金回流慢，巨大的资金的投入，使得房地产行业的资产负债率畸高，影响了企业经营运转，因而不得以只能依靠借入外债积极融资来维持正常的经营活动。虽然在 2019 年和 2020 年有轻微下降，但是整体对于评分具有一定的推动作用。

速动比率的数值可以用来衡量企业偿还到期债务的能力,由财报中获取的数据中可以看出速动比率从 2018 年的评分 3.5 降至 2.09 (表 5.3), 这种变化的原因主要是 2019 年企业的存货数量迅速增加, 大大超过企业预算, 存货占用太多现金流造成企业短期偿债能力减弱, 导致不能按期偿还相关债务的风险增大。在关联并购交易发生前, 企业的流动负债占总负债的比率接近 60%, 但是在 2020 年受到疫情冲击, 企业被迫做出借助短期负债维持运营的决定, 因而流动负债占比迅速增加, 甚至占比超多 75%, 属于特殊情况应予以理解。而中粮地产并购大悦城之后, 整合属于大悦城的强势资源, 2019 年中粮地产的流动负债占比明显低于 2020 年仍旧停留在与非流动负债的四比六的结构。

通过上述分析, 2018 年通过并购整合大悦城, 企业整体的流动负债减少, 流动资产数量增加, 偿债能力大大增强, 因而 2018 年的得分较之 2017 年出现了大幅度的提升, 而 2019 年流动资产的流动性显著降低, 虽然流动负债的数量减少, 但是综合来看得分出现一定情况的下降也不足为奇。2020 年由于收到疫情的冲击, 各行各业经济发展不景气的占据大多数, 2020 年得分收到影响持续下降也就可以接受。

(2) 营运能力分析

企业的盈利能力主要是提升企业的经营效率, 进而实现企业的高效发展。在一片红海、竞争极为激烈的房地产行业, 若想要提高企业在房地产行业中的竞争力, 并可以借助该优势在现阶段竞争激烈的房地产市场中占有一席之地, 只有不断开拓新的市场, 寻找更多的潜在客户, 实现销售量的增长, 进而促进企业的高质量发展。中粮地产与众多房企的战略相同, 试图通过提升企业经营管理效率、减少资源浪费以帮助企业获得长远的发展。为了探究中粮地产并购大悦城之后为企业带来的营运能力方面的各项指标的变化对于得分的影响, 本文通过下表中这三个指标进行分析。

2016-2020年营运能力分析

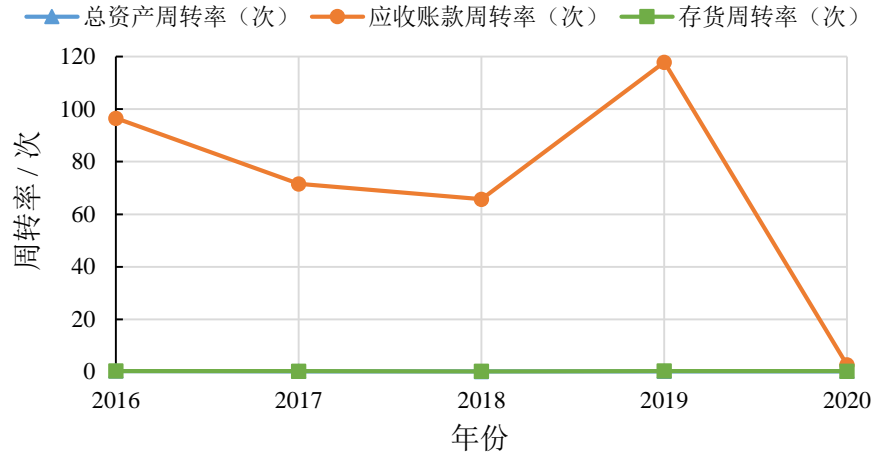


图5.3 营运能力分析

首先，中粮地产利用此次关联并购大悦城的机会，提高了自己偿还债务的能力，但从企业整体来看还与房地产行业的平均值存在一定差距，仍有很大的改善空间。与 2016 年相比，中粮地产 2018 年的总资产周转率与存货周转率均下降 14%，但是在并购整合大悦城之后两者并购的趋势变缓，2019 年首次扭转下降趋势，出现了 17% 和 13% 的提升，为中粮地产后续的发展提供了极大地信心。但是虽然在 2019 年出现了消费度的上升，但是仍在行业内有一定的竞争力，通过后续实施有效的整改，更好的发挥此次并购带来的财务协同效应。

其次，应收账款周转率与之前两项指标刚好相反，呈现逐年上升的趋势，从 2016 年的 96.54 次增加至 2019 年的 117.84 次，而其逐年上升并且超过行业平均值的原因主要是公司实行了创新了销售理念，在销售过程中使用了预售的方式。而随着预售制的提出，企业的收回的预收账款数额不断提高，应收账款的数量不断减少，因而其整体的应收账款周转率也不断提高。但是中粮地产通过关联并购整合了大悦城的活动对企业的应收账款周转率产生了一定的负面影响。主要是因为大悦城作为完成轻资产改革并且声誉良好融资成本低于行业平均水平的房企，更为依赖通过融资而不是加快应收账款回收周期的方式来进行现金流的周转。虽然在整个房地产行业遭遇着巨大的偿债压力的大环境下，中粮地产仍呈现出整体上升的趋势，为企业带来了良好的财务协同效应，但仍应好好分析此次并购导致的得分结果的下降。

综上所述,通过对上述三个数据的详细分析,可以看出中粮地产的资金回收和经营效率较低,虽然得益于大悦城良好的融资和经营能力,在 2018 年完成并购之后存货周转率和总资产周转率的得分小幅提高,但是相应的也造成了 2019 年应收账款周转率的评分较之并购完成当年出现了大幅下降,通过此次得分结果的分析,中粮地产在后续的发展中仍需合理地整合资源,获得更高的财务协同效应,一次来促进公司的发展。

(3) 盈利能力分析

盈利能力可以衡量企业的经营活动能否带来利润的增长。结合表 4.10 可知,盈利能力指标对财务协同效应的影响综合权重值为 48.2%,在四个财务能力中位列第一,说明盈利能力起到了至关重要的作用。随着各个大型企业之间激烈的竞争关系不断深化,若要实现企业的持续蓬勃发展,那么就应该十分关注盈利能力的变化。因此,本文通过盈利能力相关的三个指标进行分析。

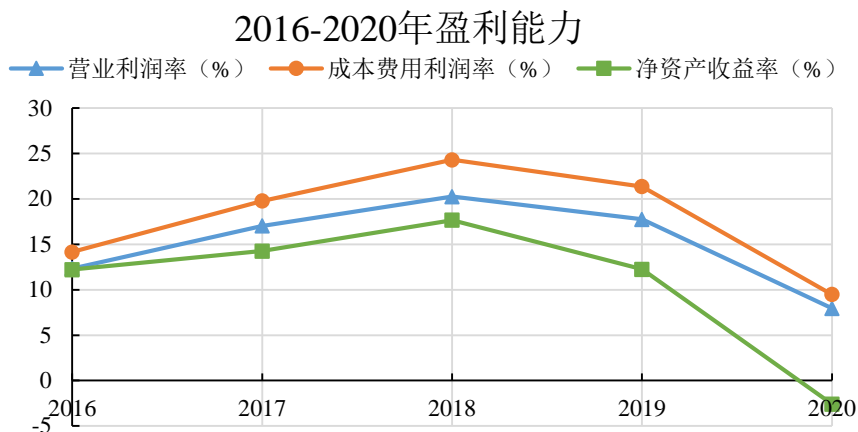


图 5.4 盈利能力分析

营业利润率由 2018 年的 20.25 降至 2019 年的 17.76,成本费用利润率由 2017 年的 19.79 上升至 2018 年的 24.32,整体盈利能力评价指标下降了 1.95 分,与其出现的增收不增利现象息息相关。在中粮地产完成并购之后,盈利能力有了很大的改变,根据表 5.3 可知,营业利润率由 2018 年的 11.05 分降至 2019 年的 7.34 分,成本费用利润率由 2018 年的 10.49 分上升至 12.21 分,净资产收益率没有出现很明显的波动,但是企业整体的盈利能力的综合评价得分的结果呈现下降的趋势。而导致评分下降的原因有:第一,企业为了完成房地产的成功售出,在销售费用等相关费用中做出了调整,在预算中给了相关费用更多的弹性,冲减了企业

的净收益。体现在财务报表上，营业收入提高 139%，可是由于销售的成本过高，导致营业毛利率下降了 1.31%，收入并没有转换成相应的利润；另一方面，大悦城在行业内的低成本融资的优势并没有为并购后的中粮地产在控制利息费用等方面提供显著的帮助，降低的幅度很小，可是销管费用却增加了 150%，成本过高，影响了企业的盈利能力的提升。

中粮地产此次并购带来了规模的扩张，但是并购产生的各种问题也随之出现。尤其 2019 年在并购之后因为无法合理地整合并购后带来的各种资源，反而出现由于规模的扩大各种销售成本、期间费用也随之增加的情况。并且由于商品房销售依赖现金流做支撑进行资金的周转，融资花费的成本也是一笔极大地支出，这都导致了中粮地产在 2019 年营业收入增加而营业利润没有随之增长这一不利的经营状况的出现。而 2020 年武汉新冠疫情的爆发导致我国经济下行，房地产行业进入寒冬，虽然中粮地产凭借其良好的口碑以及预售制等各种创新的消费方式，销售收入增加至 384.45 亿元，尤其是公司旗下房地产销售这一细分的经营范围为中粮地产整体收入做出了极大地贡献，同比增幅 21.11%，占营业收入总额的 84.73%，极大地拉动了企业整体的收入水平。但是销售收入并没有带来利润的增长，反而在销售额提高的同时，净利润缩水 25.83 亿元。

虽然这一不利现象在短期内影响了中粮地产的盈利水平，但是长远来看中粮地产仍有很好的发展前景，具体可以从财务指标上提供相应的研判。虽然财务报告中披露的并购之后中粮地产的收入增加而利润却减少，企业的各项盈利指标都在一定程度上出现了不利的变动，并没有通过并购改善企业的盈利能力。但是这是房地产行业受到整体经济形势下滑影响的系统性风险，中粮地产的各种成本和费用随之增加，而营业利润随之减少也有其理由。一方面中粮地产在这种经济形式的影响下及时调整自己的经营战略，通过并购之后并购拥有了重点地产与大悦城地产上市公司的资源与销售渠道，通过内部的“持有+销售”的发展战略，不仅提升了商品房带来的现收收入，而且降低了相关成本，提升了企业的利润。而在对外经营销售方面中粮地产通过对于市场的研判，采用了预售制的售房方式，虽然带来了商品房结算面积同比增加 136%的好成绩，但是预售制不可避免的会导致资金回收期的延长，通过预售制增加的销售收入无法立刻反映在财务报表中，为企业带来更多的可见的利润。但是在一年到三年的等待期之后，通过预售制带

来的利润的正向增长一定可以在财报中展示出来。另一方面，在中粮地产并购了大悦城之后，在销售过程中所产生的各种费用不断下降，这也让企业在并购之后获取的更多的收益。

因此，在对与 2019 年中粮地产并购之后营业收入增加而净利润反而减少的原因进行分析，并且通过其内部“持有+销售”的战略以及预售制的使用将会在之后的 1-3 年内为企业带来更多的销售收入，此次并购会带来更多的财务协同效应。并且可以合理预测企业在 2021 年之后盈利能力相关的评分还会增加，通过并购为企业带来更多的经济效益。

(4) 发展能力分析

发展能力又称“成长性”，对财务协同效应的影响力综合权重为 8.8%，排在四个指标的最后一位，但是对分析企业的后续发展十分重要。本文主要分析企业的发展前景，预估各个财务指标的增长趋势，主要聚焦分析中粮地产通过并购大悦城之后，总资产、净利润和营业收入三个方面的增减变动情况，并以此来判断此次并购发展能力方面对于财务协同效应的影响。

2016-2020年发展能力分析

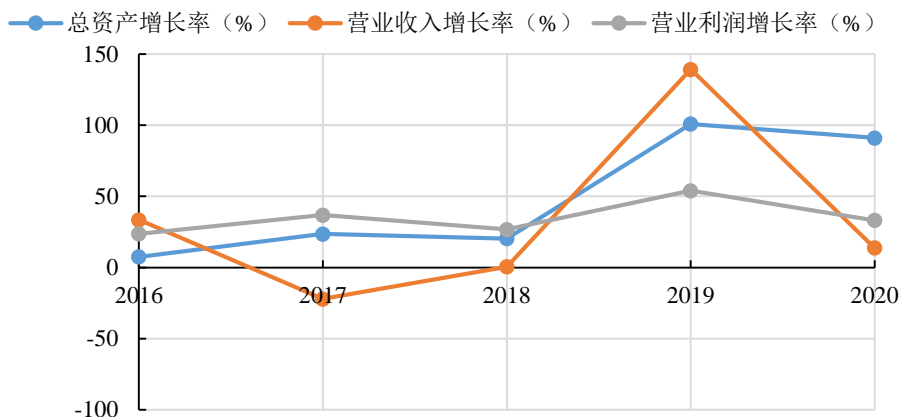


图5.5 发展能力分析

在中粮地产并购大悦城之前，企业的发展前景其实是比较差的，结合表 5.3 中粮地产财务指标综合得分情况分析，可以看出总资产增长率的评分从 2018 年的 8.37 分下降至 2019 年的 1.49 分，减少了 6.88 分；营业收入增长率在五年间保持不变；营业利润增长率从 2018 年的 4.92 分降至 2019 年的 2.07 分，总体来看，此次并购在发展能力这一层并没有达到相应的财务协同效应。将发展能力之

下三个指标得分进行详细的分析的话，可以看到财务报告中总资产增长率 2017 年的从 23.62% 下降至 2018 年的 20.36%，而 2019 年增长至 100.92%，这也是在表 5.3 中财务指标综合得分从 6.92 上升至 8.37 的主要原因；营业收入增长率大幅增长，不过通过预售制定金的抵消整体的评分基本不变；2019 年营业利润增长率与 2018 年相比提高了 27.25%，但由于房地产行业高杠杆的影响，导致财务指标的综合得分从 2018 年的 4.92 分将至 2019 年的 2.07 分。这三项数据的并购之后的综合得分的变化无不显示出中粮地产急需做出改变让企业获取更为长久的发展。

而此次并购在后续能够整合两个公司的资源，更好的为后续经营战略的改变提供支撑，提升企业的长远发展的能力。大悦城在被并购之前，战略中心主要放在青年购房者这一细分市场，不断地提升自己的设计与精细化装修能力，赢得了青年消费者的青睐，具有极高的品牌价值。同时，大悦城在完成了资本结构的改革之后，资产负债率以及财务杠杆的合理性远超行业内其他房企，为大悦城带来了融资的优势，财务成本不断降低。最后，大悦城的业务范围辐射一、二线各个城市，同时公司积累了多种置地方法与途径，拥有极大地优势。而中粮地产通过并购大悦城，总资产增长率上升至 100.92%，营业收入增长率增长至 139.29%，营业利润增长率为 53.95%，促进了其发展能力在 2018 年的提升。在 2019 年，总资产增长率与营业收入增长率仍然有小幅度的提高，说明在关联并购之后对于企业的发展能力的提升具有长久性，净利润增长率在 2020 年的下降是因为受到整个市场经济下行的影响，无法将其定位为是并购之后发展能力的改变。

通过对发展能力指标的深入分析，中粮地产利用并购大悦城的契机改变了企业以往处于滞销期时的经营状况，并且也努力通过双轮驱动的革新弥补了疫情期间给企业带来的亏损。尽管截至 2020 年，总资产增长率和营业收入增长率恢复至 16 年水平，说明在发展能力方面取得了一定的协同效应。

6、结论与创新点

6.1 主要研究结论

此次在母公司的统一规划下，中粮地产关联并购大悦城之后，2019 年财务报表中披露的各项财务指标有不同程度的改善，关键的财务指标有了一定程度的提高，尤其是依赖于大悦城良好的融资能力以及业务范围的扩展，并购后中粮地产即之后的大悦城控股的营运能力和发展能力有了极大地提高。但是受新冠疫情的冲击经济整体下行、以及房地产行业本身所具有的高财务杠杆以及应收账款占比极高、款项回收慢等特点，此次并购所带来的财务协同效应并没有及时的反映出来，盈利能力没有在并购之后立即反映出来。而偿债能力随着并购后获取了大悦城良好的融资能力，偿债能力短时间内出现下降。综合各层次要素进行分析的话，此次并购达到了企业的预期，获得了良好的财务协同效应。

而并购带来的协同效应体现在不仅实现了自身经济规模的扩大，而且进一步让企业获取了更多的收益。通过此次并购，减少了并购前的两个企业进行业务竞争导致的整个经济集团总体资源的浪费，共同拥有双方开拓的市场，扩大了业务规模；借助大悦城良好的声誉以及完成轻资产改革的优势，并购后公司整体的融资能力增强，置地成本下降；另外，随着人员、组织机构等各项资源的整合，取长补短，有利于更好的统筹规划开展业务，实现公司的整体经济价值的提升。

因此，此次同为房地产行业的中粮地产关联并购大悦城总体来看获得了企业预期的效果，带来了良好的财务协同效应，不仅使得公司的融资成本、置地成本下降，而且使得公司经营范围扩大。企业价值不断提升。在后续的经营发展过程中要注意对资源的整合以及合理的进行战略的调整，促进企业的可持续发展。

但是由于房地产行业自身极高的资产负债率以及高财务杠杆的特点使得其极易遭受难以按时偿还债务的风险，因此企业需要高度重视流动性资产的获得，减少违约风险。虽然通过此次关联并购，中粮地产的资产负债率有了一定程度的降低，但是仍高于其他同类型可以对标比较的房地产行业。在这一背景下，此后的经营发展应该关注对于投资项目尤其是占用大额资金但是资本回收期长的项目，同时控制进军新市场的速度，增加抵御风险的能力；另外，要延续大悦城并

购之前的发展路径，关注细分市场的消费者，借助大悦城良好的融资能力、降低相应的融资成本，提升利润额。

中粮地产关联并购大悦城这一横向并购案例，对于房地产行业之后的并购也具有一定的指导意义。首先：在并购企业的选择上，要综合评估目标企业的各项业务，选择业务范围有重叠的企业，不仅可以减少竞争企业数量，开拓业务范围，获取更大的市场。其次，房地产行业极度依赖现金流的周转，在之后的并购选择中可以使用增发股票的方式减少企业现金流的流出，降低融资成本。最后，在并购完成后，应该整合并购双方的各项资源，通过并购更好的提升企业整体价值。

6.2 展望

本文虽然在撰写前期阅读了大量的文献，做了很多企业的案例分析。然后选定了中粮地产并购大悦城这一案例，使用层次分析法分析此次并购带来的协同效应，但是由于在学术研究能力以及相关的理论的理解上，还存在着很多的不足：

（1）在模型的构建上，层次分析法重要的一环是专家对于相应指标进行打分，虽然使用了改进的沃尔评分法进行修正，但是难免会存在一些主观倾向的问题。

（2）对于财务数据的选取和使用，相关财务指标基本是通过公司公开的财务报表数据或者巨潮资讯等相关网站获取，对于案例企业缺乏长期的跟踪，所以相关的评价可能存在不足。

以上是本文存在的很多不足，但也是之后努力与改进的方向。

参考文献

- [1] Jana P. Fidrmuc, Chunling Xia. M&A deal initiation and managerial motivation[J]. Journal of Corporate Finance.2019: 320-343.
- [2] Anying Wei. Analysis on the Motivation and Effect of Ctrip's Merger and Acquisition of Qunar[A]. Canada: Computer Science and Electronic Technology International Society.2019: 222-226.
- [3] Akira Fukuda. The Effects of M&A on Corporate Performance in Japan: DID Analysis in the Era of Corporate Governance Reform[J]. Japan & The World Economy.2020,50.
- [4] Ansoff H I. Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy For Growth and Expansion[M]. New York: Mc Graw Hill, 1965:127-132.
- [5] Hiroyuki Itami. Mobilizing Invisible Assets[M]. Boston: Harvard University Press, 1987:103-109.
- [6] Yang Duan, Yong Jin. Financial constraints and synergy gains from mergers and acquisitions[J]. Journal of International Financial Management & Accounting. 2019:60-82.
- [7] Ziva Rozen-Bakher. The trade-off between synergy success and efficiency gains in M&A strategy[J]. Euro Med Journal of Business, 2018(2):163-184.
- [8] Neelam Rani Surendra S Yadav P K Jain ,(2015), "Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India"[J]. International Journal of Commerce and Management , Vol. 25 Iss4pp.402-423.
- [9] Robert J Borghese, Paul F Borgese. M&A from Planning to Integration: Executing Acquisitions and Increasing Shareholders Value, [J]. 2002:132-136.
- [10] Luis E, Pereiro. The Estimation of M&A Synergies: A New Approach[J]. Journal of Corporate Accounting & Finance. 2018(4):54-62.
- [11] Marek Błaszczuk. Strategic Synergies and Perspectives of Their Evaluation In the Process of Strategic Analysis[J]. Management Sciences. Nauki o Zarządzaniu, 2018, 4(02):9-17.

- [12]Tim Mooney, Hyeongsop Shim. Does Financial Synergy Provide a Rationale for Conglomerate Mergers[J].Asia-Pacific Journal of Financial Studies.2015: 537-586.
- [13]Jin Qiu, Shini Lin. Eva-based Financial Performance Evaluation Research[J]. Scientific Journal of Economics and Management Research,2021,3(10).
- [14]王秋红.基于复合系统协同度模型的上市公司并购财务协同效应评价研究[D].南京航空航天大学,2019.
- [15]胡雨帆. 中粮地产并购大悦城的绩效研究[D].长春: 吉林大学,2020.
- [16]林英帅. 华为组织变革与财务创新协同演化[D].济南: 山东大学,2020
- [17]敖蕾.中粮地产并购大悦城地产案例研究[D].北京: 中国财政科学研究院,2021.
- [18]葛辰晨.中粮地产并购整合大悦城案例研究[D].北京: 中国财政科学研究院,2021.
- [19]谢梅花.论电商企业并购的财务协同效应[J].全国流通经济.2018(19):19-21.
- [20]韩金红,唐燕玲.VIE 模式境外上市中国企业并购动因及绩效研究——以阿里巴巴并购优酷土豆为例[J].财会通讯.2019,(02):62-65.
- [21]方莉.电力公司营销与财务协同运作分析[J].财会月刊,2019(05):52-57.
- [22]杨玉国.互联网企业战略并购动因与财务协同效应分析——以腾讯并购中国音乐集团为例[J].商业会计,2019(05):33-36.
- [23]董丽萍,张宇扬.我国互联网公司并购效应实证分析[J].商业经济研究,2019(06):153-157.
- [24]张玉缺.一带一路背景下企业海外并购财务协同效应定量分析[J].现代管理科学,2019,(07):90-93.
- [25]黄雯,杨柳青.管理者代理动机与并购绩效:246 起国有上市公司并购样本[J].改革,2018,(09):115-125.
- [26]尹永梅.企业多元化并购的财务协同效应分析[J].现代营销, 2019(07):159-161.
- [27]郝玉萍.企业并购财务协同效应评价研究——以互联网行业为例[J].财会通讯,2019(14):57-61.
- [28]刘建.企业重组中的财务整合要点及策略[J].企业改革与管理, 2020, (01):164-165.
- [29]丁辉.在线旅游行业并购动因及并购绩效研究[J].科技创业月

- 刊.2020,33(08):33-38.
- [30]林镇江,林榕娟,张瑞琛,陈晓艺.海尔智家并购 GEA 财务协同效应实现路径分析[J].财务与会计,2020(16):25-28.
- [31]黄福广,王贤龙,田利辉,孙凌霞.标的企业风险资本、协同效应和上市公司并购绩效[J].南开管理评论,2020,23(04):96-106+165.
- [32]刘迎.基于 AHP 方法的建筑施工企业财务风险管控[J].财会学习,2020(32):17-19.
- [33]夏丹.基于层次分析法的高校预算绩效评价体系研究[J].财会通讯,2020(01):172-176.
- [34]刘佰雄.基于层次分析法的企业内部控制评价方法创新研究[J].商业会计,2020(09):79-81.
- [35]潘筱婷.国有房地产企业资本结构问题及对策——以中粮地产为例[J].现代商业,2020(31):46-48.
- [36]谭雯倩.美团并购摩拜单车财务协同效应分析[J].北方贸,2022(01):90-93.
- [37]袁悦.基于模糊层次分析法的互联网企业并购风险评价——以阿里巴巴并购饿了么为例[J].中国乡镇 15 企业会计,2020(03):71-73.
- [38]梁广用.现代企业价值评估方法比较分析[J].中国市场,2020(14):86-88.
- [39]周昭源.企业并购后财务协同管理探讨[J].审计与理财,2022(03):36-38.
- [40]霍二珠.房地产企业并购风险及防范建议[J].财会学习,2020(17):238+240.
- [41]张玉缺.我国建筑业产业链整合的财务协同效应[J].中国房地产,2020(01):28-31.
- [42]赵兰.房地产行业并购的财务协同效应研究[J].财会学习,2021(14):21-22.
- [43]童迎香,潘雅琼.互联网生态视角下企业并购财务协同效应研究——基于阿里收购饿了么的案例[J].财会通讯,2021(02):105-109.
- [44]曹雅茹.企业并购重组的财务协同效应分析[J].当代计,2021(13):177-178.
- [45]吕福智.集团公司产融结合的协同效应分析——以上海电气为例[J].财会通讯,2021(10):125-128.
- [46]班珍珍.浅析企业并购之财务协同效应——以平安并购深发展为例[J].商讯,2021(15):3-4.

- [47] 吴日中,景怀敏.互联网企业并购的财务协同效应评价研究——以科大讯飞并购乐知行为例[J].山西大同大学学报(自然科学版),2021,37(01):65-69.
- [48] 吴航,陈劲.制度逻辑视角下跨国并购整合的创新机理:以并购协同为中介[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2021,51(06):134-148.
- [49] 袁天荣,王霞,康艺.平台企业并购垄断动机与垄断机理研究[J/OL].会计之友,2022(11):10-15[2022-06-05].
- [50] 苏钰雅,杨冬云.基于层次分析法的高校财务绩效评价体系研究——以 S 高校为例[J].商业会计,2022(07):91-94.

后 记

总以为来日方长，却不知时光匆匆。行文至此，落笔为终，已经写到论文的最后一章节，意味着我的研究生生涯也即将结束。始于口罩盛行的初秋，终于口罩结束的盛夏，那些波澜不惊的日子里，时间回答了所有问题。

生逢盛世，与有荣焉。感谢伟大的党和祖国，有幸生于华夏，让我们可以不经战乱不缺衣食；感谢党和国家的各项政策和帮扶，让如我一样的万千学子可以拥有平等的接受教育、改变命运的机会，未来我必身怀赤子之心，以报答祖国栽培之恩。

盛行千里，不忘师恩。感谢我的导师董成老师，从论文开题到定稿，给予了我耐心的指导和帮助，提出了宝贵的修改意见，让我的论文得以顺利完成。在读研期间，何其有幸遇见导师，记得初见时导师幽默随和的言语、爽朗亲切的笑容，让初到外地求学的我有了莫大的安全感与归属感，每每遇到困难、迷茫无所时，老师的鼓励和帮助总能让我重拾希望、继续努力。真心的感谢导师以及各位老师在读研期间的教导与帮助，祝各位老师能百事顺心、万事胜意！

家人闲坐、灯火可亲。感谢爸爸妈妈尊重我求学路上的每一个决定，成为我最坚实的后盾，让我可以我所顾忌的追求所谓的理想；感谢我的亲人，给予了我无尽的爱与宽容，让我可以积极乐观的面对这个世界。你们，是我可以永远停靠的港湾，是我最想拥抱的人。

山水一程，有幸遇见。感谢兰财这个大家庭让我们有幸聚在了一起，让我可以与舍友、与同学朝夕相伴、互相包容、互相扶持，让我的求学路上充满欢声笑语，感谢师兄师姐、同门以及师弟师妹们；感谢我的十年挚友（王倩、赵宇浩），以及柳泓哲这位未来老师的帮助，这世界这么多人，感谢我们相遇，彼此成为最好的人。

道阻且长，行则将至。最后，我想感谢我自己。你走的很慢但一直在前行；你真诚待人，也被人真诚相待。希望在未来，仍对世界保持好奇心，满怀期待的去热爱生活，一砖一瓦不断建立内心秩序，寻找自洽的生活方式。

再见，我的研究生生涯！！！！

附 录

专家意见调查问卷

中粮地产并购大悦城财务协同效应评价指标重要性比较调查问卷

尊敬的专家、学者：

您好！非常感谢您能在百忙中抽空耐心地填写这份调查问卷，本次问卷是关于本人的毕业论文研究，内容是通过层次分析法分析中粮地产并购大悦城的财务协同效应，因而需要您给各个评价指标赋予权重，本文的财务协同效应评价指标体系如表 1 所示。

目标层	准则层	方案层	指标说明
财务指标	偿债能力	资产负债率	总负债/总资产
		速动比率	速动资产/流动负债
		带息负债比率	带息负债总额/负债
	营运能力	总资产周转率	主营业务收入/总资产平均余额
		应收账款周转率	赊销收入净额/应收账款平均余额
		存货周转率	销货成本/平均存货余额
	盈利能力	营业利润率	利润/业务收入
		成本费用利润率	利润总额/成本费用总额
		净资产收益率	税后利润/所有者权益
	发展能力	总资产增长率	本期总资产增长额/上年同期总资产
		营业收入增长率	本期营业收入增长额/上年同期营业收入
		营业利润增长率	本期营业利润增长额/上年同期利润总额

表 2 是赋分原则标度表，表示基于上层元素，下层各个元素之间的相对重要性。

赋值分值	重要性等级评价
1	两两相比，具有同样重要性
3	两两相比，前者稍重要
5	两两相比，前者明显重要
7	两两相比，前者强烈重要
9	两两相比，前者极端重要
2、4、6、8	重要性介于上述之间
倒数	若因素 i 与因素 j 的重要性之比为 a_{ij} ，那么因素 j 和因素 i 重要性之比为 $1/a_{ij}$

请您相对于上层元素，对下层各个元素的重要性程度进行成对比较，并根据以上的赋分原则给出相应的分值，成对比较打分表如下：

表 3 财务指标（A）的判断矩阵

财务指标（A）	偿债能力	营运能力	盈利能力	发展能力
偿债能力	1			
营运能力		1		
盈利能力			1	
发展能力				1

表 4 偿债能力（B1）的判断矩阵

偿债能力指标	资产负债率	速动比率	带息负债比率
资产负债率	1		
速动比率		1	
带息负债比率			1

表 5 营运能力（B2）的判断矩阵

营运能力指标	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
总资产周转率	1		
应收账款周转率		1	
存货周转率			1

表 6 盈利能力（B3）的判断矩阵

盈利能力指标	营业利润率	成本费用利润率	净资产收益率
营业利润率	1		
成本费用利润率		1	
净资产收益率			1

表 7 发展能力（B4）的判断矩阵

发展能力指标	总资产增长率	营业收入增长率	营业利润增长率
总资产增长率	1		
营业收入增长率		1	
营业利润增长率			1

感谢您能在百忙之中抽出时间帮助完成调查工作，谢谢您的热心协助！祝您生活愉快！