

新形势下我国房地产企业混合 并购风险控制研究

——以嘉凯城并购明星时代与艾美影院为例

张晨燕 严佳佳

摘 要：本文以嘉凯城并购明星时代与艾美影院为例，分析并购中存在的标的公司选择风险、融资与支付风险、溢价收购与商誉价值风险、并购整合与产业协同风险等风险因素，建议在新形势下我国房地产企业应进一步强化混合并购风险管理意识，兼顾硬指标和软指标筛选标的企业，构建科学融资管理体系、注重并购后整合。

关键词：房地产企业；混合并购；风险控制

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2019)24-0046-03

房地产行业作为资本密集型行业，随着相关部门先后出台多项管控政策，土地资源获取成本持续增加，房企资金压力增大，从而对其融资来源及成本也产生了显著影响。在土地供应总量有限以及市场空间增量逐渐缩小的大趋势下，许多房地产企业努力探索企业转型与发展，除更加关注主营业务增长外，大多采取由“重资产”向“轻资产”业务模式转型，即通过横向并购解决企业融资困难等问题，通过混合并购实现多元化战略转型，提高自身风险应对能力。本文以嘉凯城集团股份有限公司（以下简称嘉凯城）的混合并购案为例，探索我国房地产企业防范和化解混合并购风险的现实路径。

一、嘉凯城混合并购案例概况

2018年7月30日，嘉凯城与转让方正式签署转让协议，以现金支付方式和“股权+债权”收购方式对两家标的公司进行收购，其中：收购明星时代影院（以下简称明星时代）100%股权，包括股权对价款项272 118 888.89元，债权安排款项292 881 111.11元，共计565 000 000元；收购艾美影院100%股权，包括股权对价款项105 345.68元，债权安排款项29 894 654.32元，共计30 000 000元。具体并购事项如表1所示。

2012至2017年，中国电影市场发展迅速，票房由171亿元增长至524亿元，年复合增长率达25.10%；观影人次也由

4.67亿人次增长至16.10亿人次，年复合增长率达28.09%。在房企拿地成本居高不下、房地产存量待消化、融资成本上升的大环境下，嘉凯城投入培育第二主业，通过混合并购有助于分散企业经营风险。嘉凯城看好目前国内电影行业的良好前景，战略决定进军影视行业，培养第二主业。而收购两家院线公司能够获取其院线资质并利用其资源，匹配产业布局，为企业后续发展奠定基础。

二、嘉凯城并购案例风险分析

（一）标的公司选择风险

由于二者间业务的差距，对嘉凯城来说收购明星时代与艾美影院100%股权既是机遇也是挑战。根据表2，两家标

基金项目：2018年度国家社科基金重大研究专项项目“‘一带一路’金融国际合作机制研究”（18VDL012）；2019年度福建省自然科学基金项目“双支柱调控框架下货币政策与宏观审慎政策协调机制研究”（2019JD05025）

作者简介：张晨燕，福州大学经济与管理学院硕士研究生；
严佳佳，福州大学经济与管理学院教授，博士生导师。

表1 嘉凯城收购情况分析表

标的公司	明星时代	艾美影院
支付股权价(元)	272 118 888.89	105 345.68
股权支付方式	1. 交易完成五日内支付第一期股权转让款 70%，即人民币 190 483 222.22 元 2. 三个月内支付第二期 30%，即 81 635 666.67 元	1. 交易完成五日内支付第一期股权转让款 70%，即人民币 73 741.98 元 2. 三个月内支付第二期 30%，即 31 603.70 元
支付债权价(元)	292 881 111.11	29 894 654.32
债务处置方式	1. 交易完成五日内偿还第一期债权款 70%，即人民币 205 016 777.78 元 2. 三个月内偿还第二期 30%，即 87 864 333.33 元	1. 交易完成五日内偿还第一期债权款 70%，即人民币 20 926 258.02 元 2. 三个月内偿还第二期 30%，即 8 968 396.30 元
支付工具	现金支付	现金支付
股权评估增值率	297.85%	102.32%
产生商誉	348 556 167.94	6 769 775.11

数据来源：根据嘉凯城 2018 年年报和收购资产评估报告手工整理

表2 明星时代与艾美影业被并购前经营情况分析表 单位：万元

项目	明星时代		艾美影院	
	2017 年	2018 年 1 ~ 3 月	2017 年	2018 年 1 ~ 3 月
营业收入	4 615.43	10 639.45	987.35	308.35
营业成本	5 964.12	18 146.82	400.76	129.67
投资收益	0	15.03	-	-
营业利润	-1 348.69	-7 492.40	-396.85	-101.80
利润总额	-1 296.08	-7 771.90	-24.50	-4.50
净利润	-1 299.45	-7 803.72	-13.81	-3.40

数据来源：嘉凯城收购明星时代与艾美影院资产评估报告书

表3 嘉凯城财务主要财务指标和同行业均值对比表

年份 财务项目		2016	2017	2018
资产负债率 (%)	嘉凯城	88.69%	78.46%	81.32%
	行业均值	64.23%	65.10%	65.71%
经营活动产生的 净现金流 (万元)	嘉凯城	-83 483.73	-266 361.79	-77 923.84
	行业均值	95 505.83	-48 841.72	1 211 770.00
总资产周转率	嘉凯城	0.08	0.03	0.07
	行业均值	0.25	0.23	0.22
流动比率	嘉凯城	1.15	1.32	0.99
	行业均值	1.90	1.76	1.79

数据来源：Wind 资讯金融数据库（行业均值选取与嘉凯城市值相近 40 家企业均值）

的公司的经营状况并不乐观，明星时代利润亏损巨大，艾美影院同样长期亏损且资不抵债。并购后，2019 年 7 月 8 日，明星时代因未依照《企业信息公示暂行条例》被北京市工商行政管理局列入经营异常名录，而艾美影院在并购成功后，管理层就对其进行停工处理，且暂无重

新开业计划。

(二) 融资与支付风险

根据表 1，嘉凯城此次混合并购两院线企业均采用现金支付工具，且在交易完成 5 日内支付价款 70%，3 个月内支付剩余 30%，共计支付 5.95 亿元。反观嘉凯城的财务状况也不容乐观，由

表 3 看出，嘉凯城的资产流动性从各方面都劣于同行业均值：资产负债率三年来均远超房企均值，2016 年甚至高出 24.46 个百分点；经营产生额净现金流连续三年为负，且与同行业均值差距甚远；同时存在资产周转缓慢，流动比率偏低的问题。

嘉凯城在财务状况如此紧张的情况下，冒着消耗大量现金资产的风险发展第二产业将减少企业流动资产，导致对外应变能力下降。加上目前政策调控，房地产信贷紧缩，无疑会加剧这一状况甚至使嘉凯城陷入“钱从哪儿来”的融资窘境。

(三) 溢价收购与商誉减值风险

此次混合并购中共产生商誉 35 532.60 万元，其中收购明星时代溢价 34 855.62 万元，收购艾美影院溢价 676.98 万元，巨额商誉的确认会使企业面对计提减值和冲抵利润的风险。合并溢价越高，确认的商誉也就越高，商誉减值的风险就会增加，一旦企业不能按预期的方向发展，那么潜在的负面影响就会随之变大。

混合并购企业的目的在于实现多元化发展战略，为企业带来效益或分担经营风险。根据 2018 年年报，因对明星时代进行减值测试及艾美影院关停，且短期内没有重新开业计划，嘉凯城在 2018 年计提明星时代商誉减值准备 26 664.88 万元，艾美影院全额计提 676.98 万元，合计 27 341.86 万元。2018 年，嘉凯城归属于股东净利润 -156 404.70 万元，较上期下降 178.68%，一部分原因在于此次商誉减值的计提。

(四) 并购整合与产业协同风险

本次并购为混合并购，嘉凯城与明星时代、艾美影院双方在主营业务、企业文化、组织结构、流程制度、项目管理等方面存在差异，并购后双方的融合也需要一定的时间。对于明星时代和艾美影院，新的管理模式与企业目标的转



图/陈刚

变可能给员工带来抵触心理,企业文化的冲击也会消耗大量管理人员的时间精力。对于嘉凯城,通过收购两家业绩处于低谷的院线企业来匹配其进军影院行业培育第二产业的战略是具有挑战性的。若达不到产业协同,则嘉凯城的经营过程必然会受到影响,不仅起不到并购协同效应,还有可能会拖累企业,对企业的经营业绩产生负面影响。

三、我国房地产企业控制混合并购风险的对策建议

(一) 兼顾软硬指标筛选标的企业

在选择标的企业前,应充分对其进行有效评估,选择符合企业战略发展、经营状况良好的企业。在混合并购前期必须做好尽职调查,确定标的企业所处行业是否具有发展潜质、是否适配企业战略等。既要全面深入了解标的企业经营、财务及行业状况,也要了解其发展战略、潜在风险、企业文化等非财务状况。在混合并购中,由于信息不对称性且并购价值多是双方谈判的结果,在并购前后,需更加关注标的企业财务状况变化,其一能够防范标的企业经营业务与企业战略不匹配风险,其二也能在价格谈判中占据优势,节约并购成本。

(二) 优化财务结构,实现混合并购融资方式多元化

房地产业属于高负债行业,在并购融资时,无论是对融资规模还是融资方

式的决策,都应重点考虑自身资本结构,以确保企业资金流健康。本案例中,嘉凯城的资产负债率远超行业均值,且现金流吃紧,还存在资产运转缓慢、流动性差等问题。因此,从多角度优化财务结构是嘉凯城需关注的重点,如可建立以战略为导向的全面预算管理、降低负债规模等。同时,为降低支付风险与融资风险,嘉凯城应该加强对相关政策和自身实力的分析,探索并购融资方式多元化,如搭配不同现金与股权融资、吸引外资、投资信托、合作开发、盘活边缘性资产等。

(三) 合理评估标的资产价值,预防估值风险

尽职调查要求企业详细了解标的企业状况,为减少工作失误带来的风险。企业在聘请专业的评估公司或其他中介协助进行尽职调查时,可利用竞争机制来提高估值合理性。具体做法为公开招标,且对投标中介机构以前业绩及专业能力进行了解,聘用最适合的专业中介机构。同时,需要根据标的企业具体情况选择合适的估价方法降低并购高估值风险。

(四) 制定高效整合计划实现协同效益

根据2018年年报,嘉凯城在涉足院线业务后,通过收购明星时代,租赁场地自营、并购等形式持续扩展新业务规模,截至2019年2月底,拥有自有影城

97家。但是反观艾美影院,管理层对其进行停工且短期内无开业计划。因此,在并购前依据标的企业状况制定高效整合计划十分重要,为实现协同效益,在并购后也需对标的企业发展战略、财务方针进行调整,系统性地将管理制度、绩效考核等纳入管控体系,对标的企业聚焦优势、补齐短板,剥离低效甚至无效资产,以实现企业一体化,发挥协同效应。

责任编辑 李卓

主要参考文献

- [1] 张慧敏,潘婧.混合并购对上市公司市值管理效果影响的实证研究[J].商业经济研究,2018,(22):157-161.
- [2] 季旭.混合并购财务风险管理研究[D].北京:首都经济贸易大学,2018.
- [3] 崔云峰.房地产企业并购目标选择研究[D].昆明:云南财经大学,2018.
- [4] 刘学登.关于房地产企业并购重组税收筹划研究[J].经济师,2018,(9):113+115.
- [5] 王好婕.房地产企业并购的财务风险及对策[J].市场研究,2018,(6):56-57.