

# 行业扩张下的房地产企业并购

张红 刘平 王松涛 清华大学房地产研究所

近年来,房地产企业的并购案得到了社会各界的广泛关注。如2005年3月5日万科公司发布的《关于受让上海南都、苏州南都和浙江南都部分股权的公告》中称:“公司与浙江南都集团控股公司的上海中桥基建(集团)股份有限公司达成18.5785亿元的资产受让协议,公司将成为上海中桥控股的上海南都、苏州南都第一大股东,同时参股上海中桥参股的浙江南都”。2006年8月3日,万科再度斥资17.66亿元受让浙江南都集团旗下的南都房产集团有限公司(以下简称南都房产)60%的权益,以及浙江南都集团在上海、江苏剩余地产业务的权益。同年9月5日,香港上市公司路劲基建有限公司注资顺驰中国控股有限公司的协议正式签订。根据协议,路劲基建向顺驰中国注入12.8亿元资金,并于注资完成后持有顺驰中国55%的股权。

随着市场发展环境的规范和房地产企业运营模式的创新,我国的房地产行业进入了企业并购时代。有远见的房地产企业利用融资平台、品牌等优势,在房地产企业并购中获得了优良的项目储备,降低了项目运作风险,也为被收购企业的沉淀资产赢得了发展机会。

一、大趋势:并购是行外企业或外地企业迅速取得市场认可的捷径

一般而言,当经济发展到一定水平时,某些行业

就会出现集中的趋势。此时,企业要发展壮大,可以通过内部投资新建的方式扩大生产能力,或通过并购获得行业内原有生产能力。其中,并购是指在市场机制作用下,企业通过产权交易获得其他企业产权或控制权的经济行为。比较而言,并购的效率较高。这是因为:并购有效地降低了进入新行业、新区域的壁垒,也大幅度降低了企业发展的风险和成本,并购充分体现了经验——成本曲线效应,并有效占领了市场份额。

美国自20世纪80年代以来,就开始了以企业并购为主要内容的经济结构调整,而且这种调整一直延续至今,成为经济持续增长的重要动力之一。1984年,我国首次出现企业并购的案例。经过20余年的发展,电信、石油、娱乐、互联网等领域的并购活动极为活跃,并已成为这些行业企业低成本扩张的重要途径。

具体到房地产行业,行外的企业首次进入房地产行业或者外地的房地产企业首次进入陌生城市时,选择并购的方式来借助原企业对市场的熟识度、企业品牌的认知度和企业在城市中的人脉等珍贵的资源,无疑是迅速取得市场认可的重要捷径,也是实现社会资源高效配置的有效方法。从美国优秀房地产企业的发展规律来看,这些企业通常是在自身发展到一定阶段时,通过并购的方式进入新的区域市场和产品市场,进而完善自身的产品细分和区域布局,迅速扩大企业

8.对死户,根据对住房公积金缴存单位的审计结论、单位上级主管部门出具的证明、被工商部门注销或吊销营业执照的证明、或被法院宣告破产的公告等途径的信息,可确认单位住房公积金账户为死户。由管理中心管理部或办事处对其调查之后,汇总统一清理,将其职工账户转出或托管,然后注销该单位账户。

9.对空户,因开立的缴存帐户长时间处于空白状

态或企业关、停、并、转等原因形成的人数为零、金额为零的单位公积金账户为空户,超过36个月的,经管理中心管理部或办事处核实情况报管理中心审核后,予以销户处理。

王雨晨 / 责任编辑

品牌的市场影响力。如成立于 1956 年的美国帕尔迪房屋公司(Pulte Homes),经过 40 年的持续发展后,于 1996 年开始进行并购活动,先后收购了田纳西州的拉德诺房屋公司(Radnor Homes)、佛罗里达州的迪佛士(DiVosta)住宅建筑公司、黑石(Blackstone)公司的老年住宅业务和全球最大的老年住宅开发商德尔韦伯(Del Webb)公司,从而成为美国最大的房地产公司。因此,随着中国房地产业的发展 and 行业资源的进一步整合,房地产企业并购案不断涌现也就是自然而然的现象了。以 2000 年度为例,仅房地产类及房地产相关上市公司中,就有 21 家公司参与了 30 项比较重大的以并购为主的资产重组活动。未上市房地产企业的重组活动更是屡见不鲜。

## 二、大背景:经营环境的变化推动房地产企业并购

2003 年以来,针对房地产企业发展必需的资金与土地,国家的宏观政策背景发生了重大变化。

在资金方面,房地产金融体系本身存在的融资渠道有限、对银行信贷过分依赖的问题,使得中央银行对违规房地产信贷增加等风险空前重视。为了降低商业银行的房地产信贷风险,央行加大了贷款审核条件和贷款额度限制,以增加房地产开发企业的融资成本,降低流向房地产行业的资金供给规模。如 2003 年 6 月 13 日,央行发布了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》,主要包括:禁止发放房地产企业流动资金贷款;禁止施工企业贷款垫资房地产开发;严格控制土地储备贷款的发放;禁止开发贷款异地使用等。2004 年 2 月 26 日,央行公布作为技术规范的《商业银行房地产贷款风险管理指引(征求意见稿)》。同年 4 月 26 日,国家结合宏观调控的需要,发布《国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》,将房地产开发(不含经济适用房项目)资本金比例由 20%及以上提高到 35%及以上。信贷政策的收紧使得一些中小企业因开发资金紧张而退出房地产开发市场或将现有房地产项目转让套现,由此形成的市场空白吸引了资金实力雄厚的行外或异地企业进入;与此同时,真正有实力的企业也会吸引更多的银行资金来收购中小企业及优质地产项目,从而实现发展规模的快速扩张。

在土地方面,政府全面实施经营性土地使用权出让“招拍挂”政策,同时明确提出调整土地供应结构等要求。如国务院在 2005 年 3 月 26 日发布的《关于切实稳定住房价格的通知》中,要求“抓紧清理闲置土

地,促进存量土地的合理利用,提高土地实际供应总量和利用效率。对已经批准但长期闲置的住宅建设用地,要严格按有关规定收回土地使用权或采取其他措施进行处置”。同年 4 月 27 日,国务院常务会议要求“加大土地供应调控力度,严格土地管理。依法制止炒买炒卖土地行为”。2005 年 5 月 27 日,国务院转发七部委《关于做好稳定住房价格工作的意见》中,要求“加大对闲置土地的清理力度,切实制止囤积土地行为,严格执行法律规定,对超过出让合同约定的动工开发日期满 1 年未动工开发的,征收土地闲置费;满 2 年未动工开发的,无偿收回土地使用权”。这些政策在一定程度上规范了土地一级市场,保障了国有土地使用权出让的公开、公平和公正。同时,随着金融信贷政策的收紧,那些“靠银行贷款和关系拿地、以炒地牟利”的企业面临巨大的资金和市场压力,直至被市场淘汰,而那些资金实力雄厚、市场化程度高、专业能力强的大型企业的竞争优势则日益凸现,并可通过企业并购来不断发展壮大。

## 三、大环境:产业结构的调整需要房地产企业并购

作为典型的资金密集型行业,房地产业具有投资大、风险高、周期长、供应链长等特点,应该有一定的准入门槛。同时,房地产具有很强的地域性,属于地区垄断性行业。在市场经济发达的国家和地区,通常由几家大型的房地产企业集团垄断该地区的房地产市场,对市场的供给和价格起重要的引导和自我调控作用。如在房地产业高度发达的我国香港地区,资产总额超过千亿的公司不止一家,80%以上的房地产项目是由资产总额排名前 10 位的大型房地产企业开发的。对比看来,我国房地产企业过多、规模过小,不但分散了有限的投资资金,还引发了行业内部的恶性竞争,从整体上影响了房地产企业的公众形象和投资者信心。

近年来,随着房地产市场的发展及中国加入 WTO 的影响,房地产企业的竞争愈发激烈。为了增强企业自身的核心竞争力,营造企业品牌,房地产企业纷纷展开了资产重组活动。能够代表行业发展水平、规模大、效益好、有发展前景的房地产企业,借助企业并购活动形成具有市场导向作用的房地产企业集团,对改善目前的市场竞争格局、推动房地产业的长期良性发展具有非常重要的意义。

事实上,国家近年来也意识到大型房地产企业集团在规范市场秩序方面的重要作用,并开始制定相应

的政策来引导以并购为主的房地产企业资产重组活动,进而调整房地产产业结构,推动经济增长方式的转变。如2003年8月,国务院颁布的《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(国发[2003]18号)中,首次提出“支持具有资信和品牌优势的房地产企业通过兼并、收购和重组,形成大型企业和企业集团”。2004年6月,国资委发布《关于中央企业房地产业重组有关事项的通报》(国资函[2004]104号),确定中国建筑工程总公司、招商局集团有限公司、中国房地产开发集团公司、中国保利(集团)公司、华侨城集团公司等5家大型企业集团将以房地产为主业,并鼓励这些企业通过并购其他国有企业的房地产业务而形成房地产行业的“航母级”企业。

#### 四、多元化与核心化:房地产企业并购的特点

分析房地产企业的资产重组案例,可以发现房地产企业并购有以下模式和特点:

1. 一部分企业通过并购,拓展企业经营业务,迈向多元化发展的道路。在这方面,房地产企业通过并购涉足其他行业与其他行业企业并购房地产企业进军房地产行业的情况是并存的。如大恒科技、中大股份、中体产业和益鑫泰等的企业并购活动即是如此。大恒科技属于通信设备制造业,但投资5000万元参股设立中关村科学城建设股份有限公司。

2. 部分企业通过并购或者剥离,坚持主业经营并逐渐形成核心竞争力。这类企业主要是一些与房地产行业关联度较大的企业,如建筑施工和工程承包类的企业。企业通过并购或资产剥离方式进行资产重组后的业务转型较为彻底。如浙江广厦公司于2001年11月实施大规模资产置换,退出建筑业和信息技术业,并置入杭州国商、南京置业和华侨饭店(其中杭州国商、南京置业主要进行房地产开发业务,而华侨饭店主要从事服务业)转而全力投入房地产业。

3. 非上市房地产企业借助“买壳”类的并购活动达到间接上市的目的。受直接上市条件的制约,经营成功但难以直接上市的房地产开发企业“买壳”上市的愿望非常强烈。于是,一些经营亏损或行业前景欠佳的上市公司就成为这些非上市房地产企业追逐的重点和并购的对象。实力较强、业绩较好的房地产企业通过“买壳上市”的方式,即采用收购、受让股权方式,成为上市公司的第一大股东。如上海世贸投资发展有限公司通过收购万象集团26.43%的境内法人股,成为万象的第一大股东,继而将公司更名为“世贸股份”,同时将其主营业务变更为房地产业。另一种是

“自动”转型的企业。

4. 强强联盟,实现集团采购和信息共享,以达到降低成本、提高品质、加快开发等目的。如珠江投资与合生创展的合作。在此模式下,通常由收购方出具货币资金,与拥有目标房地产项目的企业共同出资,组建一个新的合资企业。新企业成立后,又可派生出两种并购分模式:一种为双方约定共同经营、共担风险,房地产项目建成出让取得收益后,双方按出资比例分享。在此模式下,没有购买行为发生,收购方与房地产企业之间为合作关系。另一种模式为:以房地产项目出资的企业在新企业成立后,向出具货币资金的一方转让新企业股权,即双方先合资合作,再由收购方出具货币资金收购房地产项目企业拥有新合资企业的股权。这种大企业间的战略联盟可以形成以下优势:通过共同协作,更高效、更低成本地实现对资金、土地等房地产战略资源的获取与占有;通过相互配合,提升区域价值,实现更高的市场占有率及开发利润;通过相互学习与融合,提升房地产产品的品质与服务,规范企业运作管理,提高全行业的信誉度;形成更大规模的企业集团,应对国际化的挑战。

5. 业绩不良的上市公司通过并购房地产企业来改善公司的资产状况,从而维持上市资格或是配股资格。该类公司涉足房地产的最终目的就是获得投资收益。通常,上市公司会通过参股,持有房地产企业的部分股权(一般小于50%),然后对房地产企业进行增资扩股,最后通过资本运作将所持有的股权转让,获得投资收益。如2001年6月,南京高科投资600万元参股南京天地房地产开发有限公司,并出资400万进行增资(拥有20%股权);2002年1月,南京高科转让所持有的南京天地房地产开发有限公司20%股权,受让方是“天地房地产”第一大股东——南京东方文化技术有限公司。南京高科获得的投资收益率高达58%。如果排除关联交易因素的影响,单从投资收益角度看,这种投资相当成功,并可成为开发区类上市公司孵化器功能运作的典范。

#### 五、关注房地产企业并购风险与资产价值

1. 并购双方要正确认识并购活动给企业发展带来的价值。资金实力雄厚、融资渠道宽阔、产品质量和服务优良、经营管理成熟的房地产企业并购自有资金不足、融资渠道狭窄、经营管理水平欠佳的企业,是大势所趋。收购方应加快自身品牌建设、完善企业管理体制、进一步强化自身实力,以便在资产重组市场中立于不败之地。而对中、小房地产企业而言,应摆正心

# 二手地交易方式及风险辨析

何芳 同济大学经济与管理学院



土地和资金是房地产开发中必不可少的两项基本条件,由于两项资源本身具有很高的拥有门槛,因此,拥有土地一方和拥有资金一方如何联合开发,促进资金和土地的整合,盘活房地产项目,共同赢利,便成了市场资源配置和运作的热点。这种资源的有效整合本是市场对资源的最佳配置,但土地增值带来的巨大超值利润空间,使得拥有土地一方常常会利用“鸡蛋换粮票”,通过各种非法方式炒卖土地。为此,政府制定了相应政策法规限制土地的非法炒作。那么,当前在二手土地交易方式以及土地交易过程中,如何遵循法律、保障自己的合法权益、规避必要的风险呢?本文试作分析。

## 一、二手地交易方式与特点

土地一级市场是指由国家垄断的土地出让市场,土地二级市场是指以转让、抵押、租赁、赠与或者其他合法方式将出让土地使用权转移给他人的行为。本文

二手地交易主要指出让土地的转让或变相转让的市场交易行为,不考虑划拨土地的转让行为。在当前法律框架下,二手地交易运作的模式可概括为以下几种:

### 1. 土地或在建工程转让

土地或在建工程转让指土地使用权人直接出售土地使用权或在建工程,房地产权利人发生转移变更的行为。《城市房地产管理法》第三十八条规定了转让房地产的条件:(1)要按照出让合同约定,已经支付全部土地使用权出让金,并取得土地使用权证书,才允许转让;(2)要按照出让合同约定进行投资开发,完成一定开发规模后才允许转让。这里又分为两种情形:

态,积极接受被并购的现实,并尽可能实现自身价值,特别是现有资源价值的最大化,争取做到并购双赢。

2. 充分重视房地产企业并购中的风险。一方面,要重视目标企业的资源中可能存在的风险。如目前我国目标企业的地块普遍存在手续不全、拆迁陷入瓶颈等问题。这样,即使收购方成功实施并购活动,也无法在最短的时间内进行土地开发,从而给企业后续经营带来较大的风险;另一方面,收购方应合理判断自己的资金实力。面对纷繁复杂的市场状况,收购方要保留充足的资金及合理的融资渠道,以免企业资金链断裂,打乱自身的发展战略。

3. 利用政策优惠和法律资源,借助金融工具创新,推动房地产企业并购活动的顺畅进行。随着市场

经济的发展,包括房地产企业在内的企业并购与企业资产重组的法律环境和市场环境也发生了重大的变化,金融工具的创新屡见不鲜。房地产企业应充分利用创新的金融工具,如利用杠杆原理进行融资收购等,以减少风险、提高收购效率。

### 参考文献

1. 冯苏强. 房地产并购中的财务运作模式. 会计实务. 2005.6
2. 陶韧. 论我国房地产业的并购. 中国房地信息. 2005.7
3. 张华 胡开春. 房地产行业上市公司被收购后偿债能力综合分析与评价. 华北金融. 2006.5

马志刚 / 责任编辑