

Mergers & Acquisitions Handbook
For Real Estate Enterprises

房地产企业并购 实务手册

周 济◎主编

从企业战略性并购到房地产企业并购
分析现状，发现问题，总结经验，提高绩效

收购流程操作指南+相关规范文件+真实案例分析
降低并购失败率，帮助企业通过并购获得快速发展



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

房地产企业并购实务手册

周济 主编

人 民 邮 电 出 版 社

北 京

图书在版编目 (C I P) 数据

房地产企业并购实务手册 / 周济主编. -- 北京 :
人民邮电出版社, 2017. 2
ISBN 978-7-115-44519-3

I. ①房… II. ①周… III. ①房地产企业—企业兼并—中国—手册 IV. ①F299.233.44-62

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第316316号

内 容 提 要

随着近年来我国对房地产行业宏观调控力度的加大, 房地产行业的整合和洗牌过程加快, 这也给房地产企业创造了通过并购实现跨越式发展的新机会。如何才能将房地产企业并购的效益最大化? 并购过程中应该重点关注哪些问题? 并购后如何进行有效整合? 本书将为读者深入解答这些问题。

本书共分为三大部分, 共计11章: 第一部分介绍了企业战略并购的操作流程、财务研究与支付方式、并购风险及防范措施; 第二部分介绍了房地产收购的基本流程、重点风险及法律问题分析、项目收购对价及溢价处理; 第三部分提供了与房地产收购相关的部分规范文件、管理办法等。此外, 书中提供了11个案例, 并作出了详尽解析, 对房地产企业并购实务具有一定的启发意义和指导价值。

本书适合各类房地产企业的管理人员阅读, 尤其适合参与房地产并购事项的相关人员阅读, 也可作为房地产相关咨询和研究机构的参考读物。

◆主 编 周 济

责任编辑 庞卫军

执行编辑 唐可人

责任印制 焦志炜

◆人民邮电出版社出版发行

北京市丰台区成寿寺路11号

邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

◆开本: 787×1092 1/16

印张: 13

2017年2月第1版

字数: 200千字

2017年2月北京第1次印刷

定 价: 39.00 元

读者服务热线: (010) 81055656 印装质量热线: (010) 81055316

反盗版热线: (010) 81055315

广告经营许可证: 京东工商广字第8052号

前 言

以 2016 年 9 月 30 日为标志，我国房地产市场的新一轮调控开始了，此次调控是在我国房地产行业历经了“黄金十五年”发展期，正步入尚不确定的全行业“转型升级”时期实施的，这对行业、市场及市场各方参与者来说，都有着前所未有的冲击和影响。

尽管我国的房地产市场仍有众多的不确定性，但至少有三方面是可以确定的。

首先，我们仍十分看好我国房地产行业的发展前景：一是作为基础产业“衣食住行”中的“住”，房地产所涵盖的住宅及配套空间的质与量的需求将长期增长，而且“衣食行”所涉及行业的潜在增长会直接带动对商业物业的需求增长；二是我国城市化进程尚在进行之中，与发达国家的城市化水平相比，质与量都还有较大的提升空间，城市化所伴生的对房地产市场的需求是不言而喻的；三是除了增量市场（即新开发的商品房市场），存量市场（即城市中的老旧房市场）也随着建筑年代的推移出现了更新升级的要求，同时，无论增量还是存量，两者运营和服务的需求空间都是巨大的。

其次，从本质上说，企业的终极目标是输出企业文化。“黄金十五年”之后，房地产行业已经历了从“造房子”到“造小区”、从“做物业”到“做服务、做生活”的转变，下一步将进入“做文化”的时代。随着人们物质生活，包括居住硬件条件的改善，购房者将更加关注住房对精神需求的满足，而移动互联又进一步加速了社群，特别是社群文化的崛起。房地产企业产品和服务的特殊性决定了房地产企业文化与社群文化的高度关联度，甚至可以说，房地产企业原本就是社群文化的策划者、打造者和引导

者。因此，可以预见，未来房地产企业的竞争将演变为房地产企业自身价值观优劣的竞争和企业价值观在产品中如何贯彻的竞争，这也将是房地产企业将企业文化通过品牌战略、产品线建设和 VI 体系建设植入到社区和社群文化之中的实力较量，那些流淌着优秀时代文化血脉和基因的房地产企业将不断受到市场的追捧，并最终胜出。换言之，优秀的企业在严厉的调控期不仅将得以生存，更将发展壮大。

最后，面对调控，毫无准备的房地产企业是不合格的，在经历了历次调控的国内市场，要想生存下去，首先要学会如何利用调控周期。调控期是拿地、实施并购、彻底打败竞争者的好时机，对于地产人来说，也是脱颖而出的好时机。当然，想要把握好时机的前提是要有足够的储备和资源，这包括知识体系、团队和实践经验，还有因多年实践具备的视野和对机会的把握。

关于并购，有以下几点需要我们在学习和实践中去反复玩味和体会。

（1）并购是交易的一种。与所有行业或生意一样，由买卖双方在某一个交易时点，针对交易对象达成交易条件和价格，各自赚取差价和利益，从这一方面讲，并购不神秘，其实很简单。

（2）并购是各类细分专业行为的集合交易。以房地产并购来说，任何一个并购业务，不仅涉及对宏观经济、城市发展的把握，也涉及对地段、业态、客群、竞争者、经营者的审慎分析；不仅要做好定位、设计、建造、运营等方案，也要做好项目开发层面的测算、股权投资层面的测算、投融资层面的风险评估测算乃至资产管理层面的价值评估测算；不仅要做好收购环节的并购方案，又要做好收购后市场层面的经营方案，也要做好公司治理结构和内部管理的预案，还要有并购后企业文化整合的充分准备。以上几个层面，缺一不可，而且越往后越重要，对并购成功与否的影响越大。

（3）并购的本质是合作。表面上看，并购是买方进入和卖方退出的行为，但其本质是优势互补、合作共赢的合作方式。要么双方通过并购交易实现了资源共享，使交易双方快速便捷地获取了资源；要么使双方实现了资源组合，可以打造更高级的产品和服务；要么使交易一方腾出空间去做更擅长、效益更高的事情。这其实就是市场经济一直以来的本质——社会化生产与专业分工，也是古典经济学鼻祖昭示给我们的绝对利益学说和相对利益学说的价值所在，更与当今移动互联时代流行的合作经济、共享经济的理论和思想殊途同归！

近年来，与其他行业相比，国内房地产行业的并购还不是很多，具备专业并购部

门或团队的企业少之又少。在此，我想把过去六年间本人操盘的房地产并购案例整理出来，其中既有对房地产企业的并购，也有对房地产项目的并购。为了能够照顾更多刚刚步入房地产并购领域的从业人员和在校学生，本书还是要从一般性的并购谈起，同时把上市公司并购作为特例提出，最后回到房地产企业的并购业务。本书还附录了一些操作实务和制度规定，供读者参考。

受时间、精力和水平所限，书中定会存在错误和遗漏之处，恳请读者批评指正，也容我之后完善。

周济

2016年12月8日于京沪高铁上

目 录

第一部分 企业战略性并购 // 1

第1章 企业并购综述 / 3

- 1.1 企业并购的意义 / 3
- 1.2 企业并购的概念和分类 / 7
- 1.3 企业并购的第五次浪潮 / 12
- 1.4 企业并购重组的发展趋势 / 17

第2章 企业并购的操作流程 / 22

- 2.1 企业并购的一般操作程序 / 22
- 2.2 企业并购的策略选择及分析工具 / 24
- 2.3 寻找目标企业 / 29
- 2.4 企业并购的审查及财务评价 / 33
- 2.5 企业并购的评估 / 36
- 2.6 并购后的整合计划 / 42

第3章 企业并购的财务研究与支付方式 / 49

- 3.1 企业并购的财务框架 / 49
- 3.2 企业并购的融资方式 / 51
- 3.3 企业并购的支付方式 / 57
- 3.4 反并购及其模式 / 62
- 3.5 企业资产的剥离和分立 / 67

第4章 企业并购的风险及防范 / 73

- 4.1 战略风险与对策 / 73
- 4.2 技术支持风险与对策 / 77
- 4.3 政策风险与对策 / 80
- 4.4 财务风险与对策 / 83
- 4.5 整合风险与对策 / 86

第5章 上市公司并购重组操作实务 / 90

- 5.1 上市公司并购方式方法 / 90
- 5.2 上市公司重大资产重组 / 93
- 5.3 上市公司并购重组程序问题指引 / 96
- 5.4 上市公司并购重组重点问题指引 / 102
- 5.5 上市公司境外并购操作流程 / 105
- 5.6 上市公司境外并购的核心法律问题 / 108

第6章 国内外知名企业经典并购案例解析 / 110

- 6.1 强强联合案例——滴滴先后并购快的、Uber / 110
- 6.2 以小并大案例——吉利并购沃尔沃的“蛇吞象”完美大戏 / 114

第二部分 房地产企业并购 // 119

第7章 房地产收购综述 / 121

- 7.1 房地产收购的意义 / 121
- 7.2 房地产收购的分类及基本概念 / 122
- 7.3 房地产收购的政府审查条件 / 123
- 7.4 房地产收购的企业内部审查条件 / 124

第8章 房地产收购的基本流程 / 128

- 8.1 收购前期准备 / 128
- 8.2 收购谈判 / 130
- 8.3 收购决策 / 131

第9章 重点风险及法律问题分析 / 134

- 9.1 收购前所需重点关注的风险事项 / 134
- 9.2 拟订收购协议时需重点关注的风险事项 / 135
- 9.3 协议的执行 / 137
- 9.4 特殊收购项目的法律问题及税务问题的处理 / 138

第10章 项目收购对价及溢价处理 / 145

- 10.1 对价的确定 / 145
- 10.2 溢价影响及处理 / 146

第11章 案例分析 / 148

- 11.1 对上市公司的企业收购项目——收购 X 上市公司 × × 置业 29.75% 股权 / 148
- 11.2 对非上市公司的股权收购项目——收购 × × 投资公司 70% 股权 / 152
- 11.3 对非上市公司的股权收购项目——收购 × × 物业管理公司 55% 股权 / 155
- 11.4 涉及公司分立的股权收购项目——收购 × × 置业 A 公司 / 156
- 11.5 以一致行动人协议取得公司控制权的股权收购项目——收购 × × 置业 / 159
- 11.6 全民所有制企业改制重组的收购——× × 投资公司增资扩股 / 165

第三部分 附 录 // 167

附录1 某股权收购案例法律文件 / 169

附录2 股权收购流程操作指南 / 177

附录3 ××地产公司收购尽职调查清单 / 182

附录4 ××地产有限公司股权收购管理办法 / 188

附录5 ××地产集团有限公司子公司股权管理办法 / 192

第一部分

企业战略性并购

企业并购是现代企业整合资源、提高效率的重要手段之一。企业并购不仅能让强势企业扩充实力，也能让濒危企业重焕生机，是经济发展的助推器。本部分我们将详细阐述企业并购的操作概要、财务研究以及操作方式，总结规避并购风险的有效方法，为现代企业实施并购活动提供科学的理论方法。





第 1 章 企业并购综述

近年来，世界经济的增速趋缓，国际金融危机也使我国经济市场产生了负面的波动。我国经济尚处于成长发展阶段，尚未解决深层次的矛盾与问题，企业经营发展面临着巨大的压力与挑战。为在动荡中求发展，企业纷纷进行并购与重组，而这也使得我国各行业格局发生变化，重新洗牌。

1.1 企业并购的意义

企业并购源起于西方发达国家，是市场经济高度发展的产物，也是企业经营发展的重要措施，其作用强大，可以在很大程度上推动经济的发展乃至飞跃。在我国，企业并购初现规模，已经快速被广大企业决策者所认识、利用。有实力的企业通过企业并购可实现其版图的快速扩张，边缘企业也通过被并购重新获得生存的空间与资源。所以说，企业并购是经济兴盛的助推器，具有极其重要的现实价值。

1. 企业并购的起因

竞争优势、规模经济、交易成本、价值低估以及代理理论对企业并购的起因有不同的阐释，下面简要说明。

（1）竞争优势理论。

竞争优势理论认为企业并购的出发点是获取竞争优势，原因有二：①并购的动机源于竞争压力，企业通过不断的并购不但可以减少资源竞争者，还可以增强自身的竞争力；②企业并购的实现过程是竞争优势的双向选择过程，并购方选择进行并购的目标企业，本质上是选择目标企业所具有的特定优势，从而让并购方企业获得新的竞争优势。

（2）规模经济理论。

古典经济学和产业组织理论分别从不同的视角阐释了规模经济的现实意义：古典

经济学认为企业的经济规模的大小取决于多大的规模能够使企业的成本降到最低；产业组织理论主要从市场结构效用方面论证行业规模经济，认为同行业的众多生产者应将竞争费用与效用作为重点考虑因素。企业并购能够让企业获得其发展扩张所需的资产与产权，实行一体化经营也有助于企业获得规模效益。

（3）交易成本理论。

在一定的交易条件下，企业的组织成本可能会低于在市场上进行同样交易的成本，此时市场被企业所取代。但企业规模的扩大必然导致组织费用增加，企业边际组织费用增加额等于企业边际交易费用的减少额是企业考虑并购的前提条件。在资产专用性的条件下，需要某种中间产品投入的企业倾向于对生产该中间产品的企业进行并购，从而使原本为交易对象的企业转入到企业内部，大大降低企业的组织费用。在职能与决策分离的企业中，多部门组织管理着多个不相关的经营活动，其管理成本低于这些不相关经营活动通过市场交易的成本，因此多个部门的组织者可以看作一个内部化的资本市场，并可以通过协调管理，将战略决策统一化，对高盈利部分进行大量的资本投入，提高资源的利用效率。现代财务理论及其实践促进了企业并购财务理论的发展，并为量化并购对各种经济要素的影响作出了一系列盈亏财务分析，从而为企业并购方案提供了有效的评估手段。

（4）价值低估理论。

发生企业并购的主要原因是目标企业的价值被低估，其主要原因有三：①其经济管理能力未发挥出应有的潜力；②并购企业持有外部市场中所没有的目标企业的真实内部信息，并认为并购目标企业可以取得收益；③由于通货膨胀等原因造成目标企业的资产市场价值与其重置成本间存在较大差异，若目标企业的股票市场价格低于该企业重置成本，则被并购的可能性会大大增加。价值低估理论认为，在技术水平飞速变化的市场环境中，市场销售条件及经济不稳定的条件下，企业的并购活动会趋于频繁。

（5）代理理论。

代理成本包括所有者与代理人订立契约的成本和所有者对代理人实施监督与控制的成本两部分。企业并购通过公平收购与代理权争夺，使公司的现任管理者面临被取代的风险，从而在兼并机制的接管威胁下降低了代理成本。

市场上激烈的竞争关系与小规模生产的高昂成本费用，迫使企业向规模化与集体化转型。资源整合是企业发展的必经之路，而企业并购恰恰是“整合资源”理念最具

代表性的表现形式。企业要想拥有长足的发展就要考虑宏观的市场环境以及企业自身的内部条件，走优化资源配置和集约经济的道路。这一选择是企业适应新经济增长方式发展的必然之举。

2. 并购对企业的意义

企业并购能为企业开辟出一条集约整合的资源优化之路，具有重大的现实意义。企业并购的意义可以归纳如下。

(1) 提高经营效率。

企业通过并购的方式可以将本来分散在不同企业的生产要素集中到一个企业中。此种方式让高效的企业管理代替低效的市场管理，从而提高了企业的经营效率。企业追求的效率来源有以下两个方面。

①规模经济效益。

- 企业生产的规模效益。

并购是对企业资产补充与调整的有效手段，能够让企业的生产成本降到最低，达到最佳的经济规模；并购可以压缩生产资源与生产时间，在保持整体产品结构的基础上，最大程度地实现单一化与规模化生产；一些专业化生产中的常见问题可以通过并购生产得到妥善解决并使生产过程中的各个环节形成有机配合，减小生产过程中出现的偏差。

- 企业经营的规模效益。

并购可以精简企业结构、提高企业产量，从而节省单位产品的管理费用；并购让企业用同一个销售网为消费者提供专业、便捷的服务，满足消费者的不同需求，降低了单位产品的销售费用；并购能让企业拥有足够的资金用于研究、设计、开发以及工艺的创新上，迅速推出新品，采用新技术；并购可以让企业凭借良好的信誉，快速进入资本市场，同时以较低的利息取得贷款；并购可以帮助企业化解风险，及时应对市场波动与突发情况。

②降低交易费用。

- 获得关键要素。

当今商业社会，技术越来越象征着生产力，争夺先进技术已经成为企业并购的主要目的之一。企业为了获得自身缺乏的关键要素（如关键设备、知识产权管理经验以及管理人才等），往往需要进行谈判合作或者谋求并购。而企业想通过谈判取得先进技

术时，往往会因为信息不对称，导致高昂的谈判费与监督成本的浪费，或者由于其他竞争企业的加入，谈判失败，无法取得关键要素。但并购却可以解决这一问题，其不但可以保证关键要素万无一失地获得，也达到了节省交易费用的目的。

- 维护企业商誉。

当企业的商标为他人所用时，若使用者为谋取非法利益，降低产品质量或生产质量不达标的残次产品，则会对企业的商誉造成很大影响。为解决此问题，企业需要付出很大的监督成本，但若企业采取了并购的方式，则可以将商标使用者转变为其内部成员，避免降低质量带来的损失。

（2）实施战略规划。

实施规划战略是企业进行并购的第二大意义。通过战略规划，企业可以取得争夺市场权利的有效武器，并降低其进入新行业的壁垒，快速实现企业版图的扩张。

① 争夺市场权利。

企业通过横向并购活动可以减少竞争对手，扩大市场占有率，增强自身对市场的控制能力和垄断能力，获得超额利润；企业通过纵向并购，可以将生产的不同阶段集中在一家大企业内，在节省原材料的同时也在很大程度上降低了运输的费用，从而降低了成本，保证企业的稳步发展，使企业在竞争中占据优势地位，逐渐形成垄断。

② 降低进入新行业的壁垒。

当企业通过投资新建的方式进入一个新的生产领域时，行业的进入壁垒会成为其进入过程中的阻碍。当企业采用并购的方式进入新领域时，会大大降低进入壁垒，而且由于没有新增生产能力，引起价格战或报复的可能性也会被降至最小。因此，并购成为了大多企业开辟新领域的首选途径。

（3）实现产业整合。

企业间的合并吸收不但可以帮助经营良好的企业实现产业整合，增强企业实力，更可以救活一批经营不善的企业，帮助其重振业绩，东山再起。从整个国民经济的视角出发，如果可以准确得当地指挥企业并购的宏观浪潮，就可以实现资源的再分配，从而为我国产业结构与企业框架的合理化调整作出贡献。

（4）获取投资收益。

在股票市场中，投资人对某公司股票价值的判断会引起该公司股票价值的波动，若股票波动价值大幅偏离股票的实际价值，则会给并购投资者可乘之机。这种投机性

并购收益有以下两种来源。

①从市盈率变动中获利。

一般来说，大企业的资产较为雄厚，可靠性高，所以其市盈率较高，反之，小企业及亏损企业往往市盈率较低。而当小企业被大企业收购时，股市会将并购企业的市盈率作为目标企业的市盈率，使目标企业的市盈率上涨，股票增值，从而帮助投资者从中获利。此外，并购企业已低价并购目标企业后，可以通过加强运营管理的方式，在增加生产经营性盈利的同时，改变投资，重塑形象，通过无形资产增值获得利润。

②目标企业具有较多的流动资金或利润。

并购完成后，并购目标企业所付出的代价可以被目标企业的资金抵补，即用目标企业的资金完成收购并从中盈利的方式，属于投机并购方式。

企业并购无论是对于并购企业还是目标企业而言，都有一定的积极意义。企业并购让并购企业在增强实力与市场竞争力的同时，帮助目标企业重振业绩，开辟新的出路。此外，企业并购能够成为经济的牵引力，促进市场的繁荣。

1.2 企业并购的概念和分类

企业并购具有重要的现实意义，在企业并购的价值意义研究中，并购的内涵、动因、手段、类型以及效应等因素都与并购的价值有着紧密的联系。而企业并购并不仅仅指代企业间的收购活动，其内涵广泛、类型多样，需要我们深入了解、认知。

1. 企业并购的概念

企业并购的内涵与涉及面广泛，并不单单指代简单意义上的收购活动。企业并购（Mergers & Acquisitions，简称 M&A）是企业兼并、收购与合并行为的总称。除此之外，并购还包括混合公司、控股收购、溢价收购、接管等形式。企业并购可以简单理解为，在市场经济的大环境下，一家企业通过股权交易获得另外一家企业的产权，及以控制该家企业为目的的企业重组行为。通常，买家企业被称为并购企业或者收购企业，而卖家企业被称为目标企业。

（1）兼并。

①兼并的概念。

兼并的概念可以参考《企业兼并有关财务问题的暂行规定》和《大不列颠百科全书》。《企业兼并有关财务问题的暂行规定》指出：“兼并是指一个企业以承担债务、购