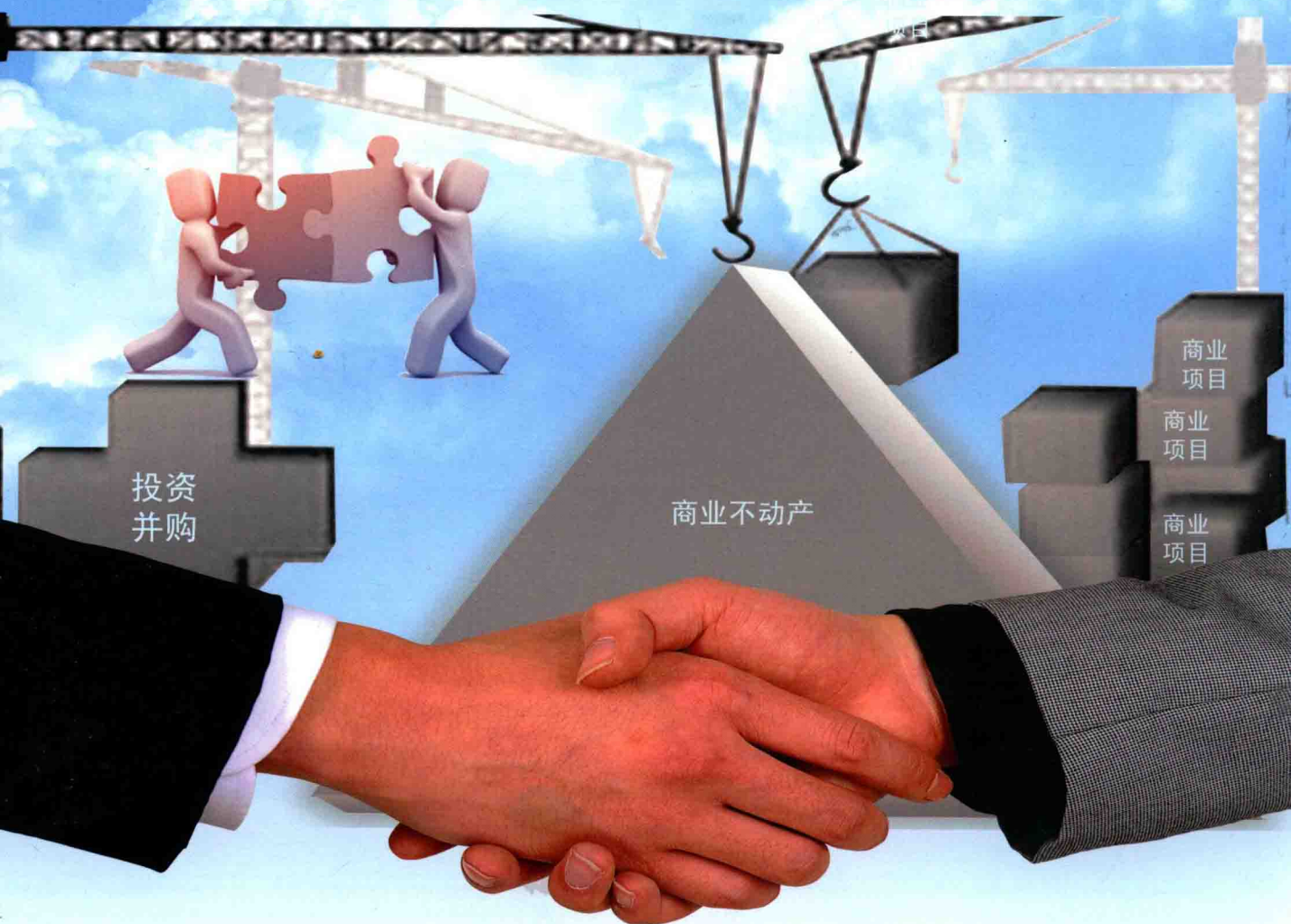


商业地产 投资并购指南

COMMERCIAL REAL ESTATE
INVESTMENT ACQUISITIONS GUIDE

李文 李其涛 编著



江苏凤凰科学技术出版社

商业地产 投资并购指南

李文 李其涛 编著

 江苏凤凰科学技术出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

商业地产投资并购指南 / 李文, 李其涛编著. -- 南京 : 江苏凤凰科学技术出版社, 2015.4
ISBN 978-7-5537-2622-9

I. ①商… II. ①李… ②李… III. ①房地产企业—投资管理—中国—指南②房地产企业—企业兼并—中国—指南 IV. ①F299.233.3-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 035860 号

商业地产投资并购指南

编 著	李 文 李其涛
项 目 策 划	凤凰空间/徐丽贤
责 任 编 辑	刘屹立
特 约 编 辑	徐丽贤

出 版 发 行	凤凰出版传媒股份有限公司 江苏凤凰科学技术出版社
出版社地址	南京市湖南路1号A楼, 邮编: 210009
出版社网址	http://www.pspress.cn
总 经 销	天津凤凰空间文化传媒有限公司
总经销网址	http://www.ifengspace.cn
经 销	全国新华书店
印 刷	广州汉鼎印务有限公司

开 本	889 mm×1 194 mm 1 / 16
印 张	27.5
字 数	352 000
版 次	2015年4月第1版
印 次	2015年4月第1次印刷

标 准 书 号	ISBN 978-7-5537-2622-9
定 价	298.00元

图书如有印装质量问题, 可随时向销售部调换 (电话: 022-87893668)。

第一章 投资并购是企业成长最快的途径

- 003 第一节 并购与商业地产投资并购的概念
- 010 第二节 商业地产现状与投资并购机会
- 019 第三节 商业地产投资并购对并购方的利好
- 048 第四节 房地产并购的法律基础

第二章 认清商业地产的投资属性

- 059 第一节 不动产与商业不动产
- 062 第二节 商业不动产的投资特点

第三章 向左向右——商业地产投资并购的战略方向选择

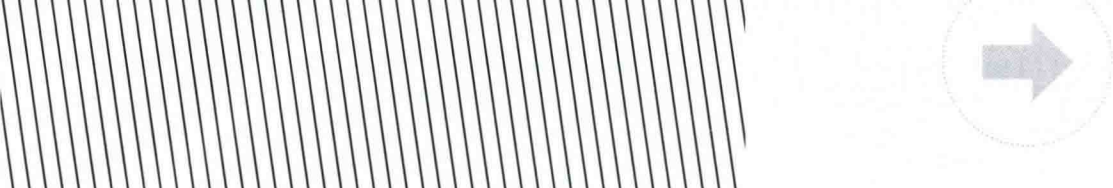
- 083 第一节 商业地产投资并购的专业选择
- 130 第二节 商业地产投资并购的空间与区域选择

第四章 商业地产投资并购模式

- 141 第一节 商业地产投资并购模式
- 148 第二节 商业地产投资并购模式选择
- 160 第三节 商业地产投资并购模式案例分析

第五章 商业地产投资并购项目的价值评估与投资测算

- 175 第一节 商业地产投资并购项目的价值评估
- 198 第二节 商业地产投资并购项目的投资测算内容和方法



第六章 商业地产投资并购的风险识别与防范

- 273 第一节 商业地产投资并购风险的概念与主要构成因素
- 275 第二节 商业地产投资并购风险的特征、种类及表现形式
- 280 第三节 商业地产投资并购风险识别
- 287 第四节 商业地产投资并购风险的防范与控制

第七章 商业地产投资并购实战流程

- 297 第一节 商业地产投资并购项目与新建项目流程比较
- 303 第二节 商业地产投资并购决策阶段
- 319 第三节 商业地产投资并购实施阶段
- 335 第四节 商业地产投资并购整合评价阶段

第八章 商业地产投资并购项目重新定位与建筑改造设计

- 367 第一节 商业地产投资并购项目重新定位与策划
- 397 第二节 商业地产投资并购项目建筑改造设计
- 406 第三节 商业地产投资并购项目施工的工程与管理

第九章 商业地产投资并购的盈利模式和退出机制

- 413 第一节 商业地产的盈利模式
- 430 第二节 商业地产投资并购的退出机制

第一章 投资并购是企业成长最快的途径



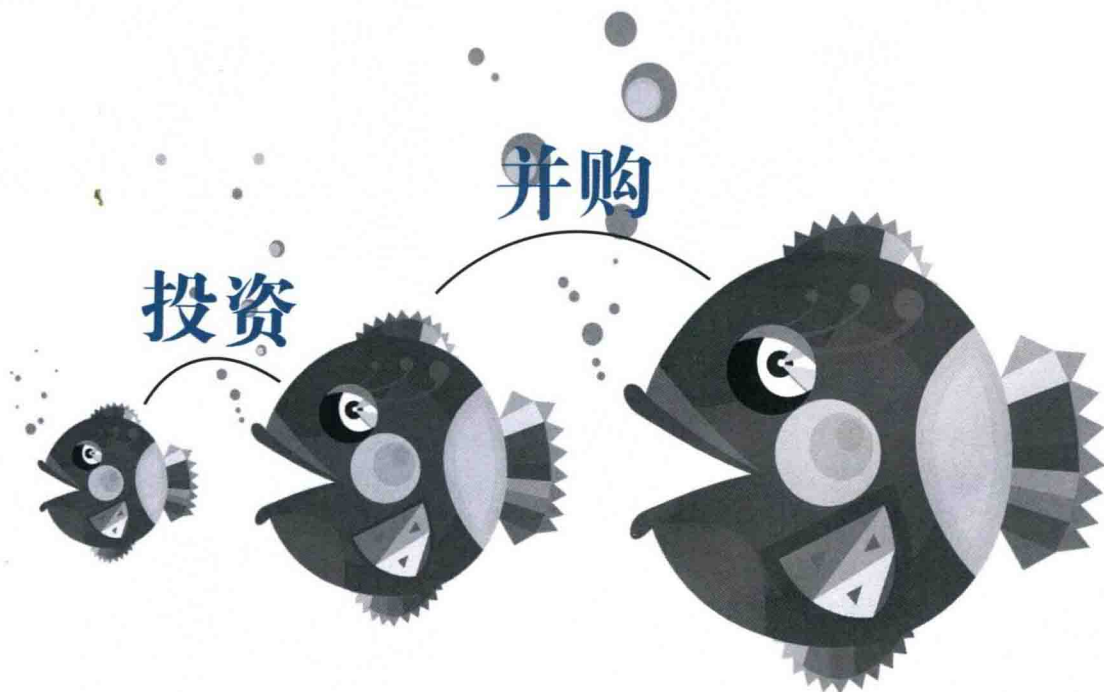
本章提要

本章第一节从并购的概念入手，阐述并购的相关知识，让读者了解并购这一经济现象的基本知识和相关特征。

本章第二节探讨商业地产现阶段在中国的发展现状和问题，找出发展机会，着重强调商业地产投资并购机会已来临这一客观的市场现象。

本章第三节以 SOHO 中国这一上市企业为例，用大量的数据和图表来说明在 SOHO 中国发展过程中，投资并购这一杠杆是如何发挥作用的。SOHO 中国的商业地产发展模式不是一个很好的商业模式，因为它分散销售大部分物业，赚取土地升值带来的开发收益，这一点与商业地产以统一经营赚取租金收益的主旨相悖。但在商业地产开发初期，SOHO 中国的成长壮大与几次成功的投资并购有着密不可分的关系。投资并购在商业地产企业的成长过程中可以起到非常重要的作用。

本章第四节阐述房地产并购的合法性。从现有的国家法律层面说明房地产并购的合法性及必须遵守的法律法规。



引言

从国外资本市场发展的经验看，华尔街并购史就是一部市场化的并购史。发达国家的并购发展大致经历了五个阶段：同行业横向并购、企业上下游纵向并购、企业多元化混合并购、杠杆收购、战略性并购。它们通过并购完成了产业结构的整合和优化，且每个阶段都有不同的并购动因和主题。

商业地产这一行业，经过多年的发展，已发展到了相当大的规模，行业整合是大势所趋，投资并购的浪潮正风起云涌，如何做好商业地产项目或商业地产企业的投资并购是亟须在理论上研究的课题。

第一节

并购与商业地产投资并购的概念

一、并购的概念

并购的内涵非常广泛，一般指兼并（Merger）和收购（Acquisition）。兼并，又称吸收合并，即两种不同事物，因故合并成一体。具体来说，就是指两家或者更多的独立企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收一家或者多家公司。收购，指一家企业用现金或者有价值证券购买另一家企业的股票或者资产，以获得对该企业的全部资产或者某项资产的所有权，或对该企业的控制权。与并购意义相关的另一个概念是合并（Consolidation），是指两个或两个以上的企业合并成为一个新的企业，合并完成后，多个法人变成一个法人。本书所指的并购，大多数是指资产收购。

（一）并购的实质

并购的实质是在企业控制权运动过程中，各权利主体依据企业产权做出的制度安排而进行的一种权利让渡行为。并购活动是在一定的财产权利制度和企业制度条件下进行的，在并购过程中，某一个或某一部分权利主体通过出让所拥有的对企业的控制权而获得相应的受益，另一个或部分权利主体则通过付出一定代价而获取这部分控制权。企业并购的过程实质上是企业权利主体不断变换的过程。

（二）并购的动因

产生并购行为最基本的动机就是寻求企业的发展，寻求扩张的企业面临着内部扩张和通过并购发展两种选择。内部扩张可能是一个缓慢而不确定的过程，并购发展则要迅速得多，尽管它会带来自身发展的不确定性。

上升到理论方面，并购最常见的动机就是协同效应（Synergy）。并购交易的支持者通常会以达成某种协同效应作为支付特定并购价格的理由。并购产生的协同效应包括经营协同效应（Operating Synergy）和财务协同效应（Financial Synergy）等。

经营协同效应主要指的是并购给企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益，其含义为：并购改善了公司的经营，从而提高了公司效益，包括并购产生的规模经济、优势互补、成本降低、市场份额扩大、更全面的服务等。

财务协同效应是指并购在财务方面给公司带来收益，包括财务能力提高、合理避税和预期效应。所谓财务协同效应就是指在企业兼并发生后，通过将收购企业的低资本成本的内部资金，投资于被收购企业的高效益项目上，从而使兼并后的企业资金使用效益大大地提高。

在具体实务中，并购的动因，归纳起来主要有以下几种。

①扩大生产经营规模，降低成本费用。企业通过并购，使规模得到扩大，能够形成有效的规模效应。规模效应能够带来资源的充分利用，资源的充分整合，能降低管理、原料、生产等各个环节的成本，从而降低总成本。

②提高市场份额，提升行业战略地位。规模大的企业通过并购，使生产力提高和销售网络完善，市场份额将会有很大的提高，从而确立企业在行业中的领导地位。

③取得充足廉价的生产原料和劳动力，增强企业的竞争力。通过并购，使企业成为原料的主要客户，能够大大增强企业的谈判能力，从而为企业获得廉价的生产资料。同时，高效的管理，人力资源的充分利用和企业的知名度都有助于企业降低劳动力成本。最终，提高企业的整体竞争力。

④实施品牌经营战略，提高企业的知名度，以获取超额利润。品牌是提高价值的动力，同样的产品，甚至是同样的质量，名牌产品的价值远远高于普通产品。企业并购能够有效地提高品牌知名度，提高企业产品的附加值，获得更多的利润。

⑤为实现公司发展的战略，公司通过并购取得先进的生产技术、管理经验、经营网络、专业人才等各类资源。并购活动获得的不仅是被并购公司的资产，还获得了被并购公司的人力资源、管理资源、技术资源、销售资源等。这些都有助于发起并购公司的整体竞争力的提高，这对公司发展战略的实现有很大帮助。

⑥通过并购跨入新的行业，实施多元化战略，分散投资风险。这种情况出现在混合并购模式中，随着行业竞争地加剧，企业通过并购，对其他行业进行投资，不仅能有效地扩充企业的经营范围，获取更广泛的市场空间和更多的利润，而且能够分散因本行业竞争带来的风险。

（三）并购的类型

1. 按并购的不同功能或涉及的产业组织特征分类

按并购的不同功能或涉及的产业组织特征，可以将并购分为三种基本类型。

1) 横向并购

横向并购的基本特征就是企业在国际范围内的横向一体化。近年来，由于全球掀起了行业重组浪潮，结合我国各行业实际发展需要，加上我国国家政策及法律对横向重组的一定支持，行业横向并购的发展十分迅速。

2) 纵向并购

纵向并购是发生在同一产业的上下游之间的并购。纵向并购的企业之间不是直接的竞争关系，而是供应商和需求商之间的关系。因此，纵向并购的基本特征是企业在市场整体范围内的纵向一体化。

3) 混合并购

混合并购是发生在不同行业和企业之间的并购。从理论上讲，混合并购的基本目的在于分散风险，寻求范围经济。在市场激烈竞争的当今，我国各行各业的企业都想到了多元化发展，而混合并购就是实现多元化发展的一个重要方法，它为企业进入其他行业提供了一条有力、便捷、低风险的途径。

上面三种并购类型在我国的发展情况各不相同。目前，我国企业基本摆脱了盲目多元化发展的思想，出现了很多的横向并购，据数据显示，横向并购在我国并购活动中的比重在 50% 左右。毫无疑问，横向并购对行业发展的影响是最直接的。混合并购在我国也有一定程度的发展，主要发生在实力较强的企业中。相当一部分采取混合并购的行业都有着比较好的效益，但混合并购发展前景并不明朗。纵向并购在我国发展得还很很不成熟，基本都发生在钢铁、石油等能源与基础工业行业。这些行业的原料成本对行业效益有很大影响，因此，纵向并购成为企业强化业务的有效途径。

2. 按并购的内容分类

按并购的内容可以将并购分为无形资产并购、有形资产并购，如图 1-1 所示。

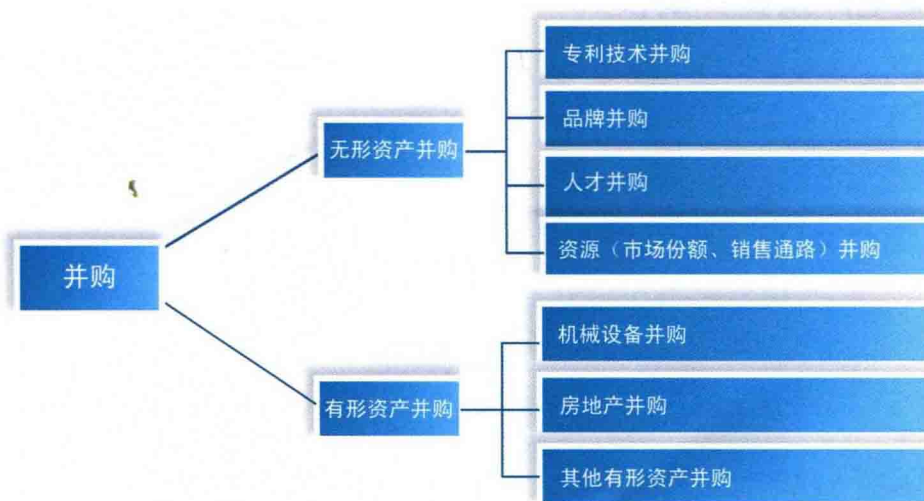


图 1-1 按并购的内容进行分类

3. 按并购方的态度分类

按并购方的态度可分为善意并购和敌意并购，如图 1-2 所示。

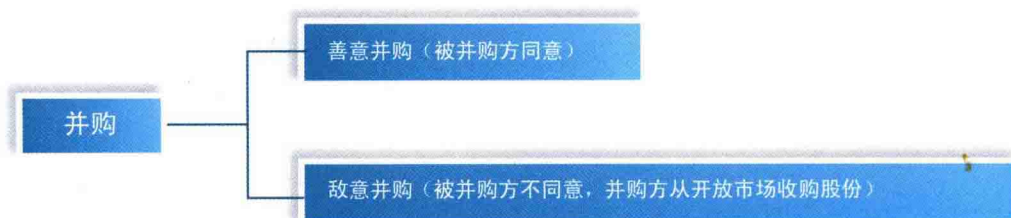


图 1-2 按并购方的态度进行分类

二、商业地产投资并购的概念与模式

（一）商业地产投资并购的概念

商业地产的投资并购是指投资者对所有商业经营性用途的土地、物业或公司等用股权或现金的方式，从转让者手中进行收购，以获取控制权的过程。

（二）商业地产投资并购模式

在实际操作过程中，常见的商业地产投资并购模式有三种（图 1-3）。



图 1-3 商业地产投资并购模式

资料/DATA

并购的主要理论观点

一、并购的传统理论

（一）效率理论

企业并购理论和并购实践一样充满着鲜明的时代脉搏。传统的效率理论认为，并购可提高企业的整体效率，如夺取核心资源、输出自己的管理能力、提高财务信誉而减少资金成本、减少上缴税收、多元化发展以避免单一产业经营风险，即实现“2+2>5”的协同效应，协同效应可分为规模经济效应和范围经济效应，又可分为经营协同效应和财务协同效应等。横向、纵向、混合并购都能产生协同效应。1982年，威廉·杰克·鲍莫尔（William Jack Baumol）提出可竞争市场和沉淀成本理论，进一步支持效率理论。1984年，美国司法部的《合并指南》修正《克莱顿法》的传统观点，旗帜鲜明地支持效率理论。

（二）交易费用理论

交易费用理论是在1937年，罗纳德·哈里·科斯（Ronald H. Coase）提出企业的存在原因是可以替代市场节约交易成本，企业的最佳规模存在于当企业内部的边际组织成本与企业外部的边际交易成本相等时。并购行为发生在当企业意识到通过并购可以将企业间的外部交易转变为企业内部行为从而节约交易费用时。交易费用理论可较好地解释纵向并购发生的原因，本质上可归为效率理论。

（三）市场势力理论

市场势力理论通过并购减少竞争对手，提高市场占有率，从而获得更多的垄断利润；而垄断利润的获得能增强企业的实力，为新一轮并购打下基础。市场势力一般采用产业集中度进行判断，如产业中前4或前8家企业的市场占有率之和（CR4或CR8）超过30%为高度集中，15%~30%为中度集中，低于15%为低度集中。美国则采用赫芬达尔系数（市场占有率的平方之和）来表示产业集中度。该理论成为政府规制并购、反对垄断、促进竞争的依据。

（四）价值低估理论

并购活动的发生主要是因为目标企业的价值被低估。詹姆斯·托宾（James Tobin）以Q值反映企业并购发生的可能性， $Q = \text{公司股票的市场价值} / \text{公司资产的重置成本}$ 。如果 $Q < 1$ ，且小得越多，则企业被并购的可能性越大。并购要比购买或建造相关的资产更便宜些。该理论提供了选择目标企业的一种思路，应用的关键是如何正确评估目标企业的价值，但现实中并非所有价值被低估的公司都会被并购，也并非只有价值被低估的公司才会成为并购目标。

二、并购的现代理论

（一）代理成本理论

现代企业的所有者与经营者之间存在委托—代理关系，企业不再单独追求利润最大化。代理成本由迈克尔·詹森（Michael C. Jensen）和威廉·麦克林（William Meckling）于1976年提出，并购是为降低代理成本由美国的尤金·法玛（Eugene F. Fama）和迈克尔·詹森（Michael C. Jensen）于1983年提出。金融经济学解释并购失效的三大假说：过度支付假说，指并购方过度支付并购溢价，所获得的并购收益远远低于被并购方的收益；过度自信假说，由罗尔（Roll）于1986年提出，指并购方的管理层因自大而并购，任何并购价格高于市场价格的企业并购都是一种错误；自由现金流量说，由迈克尔·詹森（Michael C. Jensen）于1986年提出，指并购会减少企业的自由现金流量，可降低代理成本，但适度的债权更能降低代理成本进而增加公司的价值。

（二）战略发展和调整理论

与内部扩充相比，外部收购可使企业更快地适应环境变化，有效降低进入新产业和新市场的壁垒，并且风险相对较小。特别是基于产业或产品生命周期的变化所进行的战略性重组，如生产“万宝路”香烟的菲利普·莫里斯公司转向食品行业。企业处于所在产业的不同生命周期阶段，其并购策略是不同的：处于导入期与成长期的新兴中小型企业，若有投资机会但缺少资金和管理能力，则可能会出卖给现金流充足的成熟产业中的大企业；处于成熟期的企业将试图通过横向并购来扩大规模、降低成本、运用价格战来扩大市场份额；而处于衰退期的企业为生存而进行业内并购以打垮竞争对手，还可能利用自己的资金、技术和管理优势，向新兴产业拓展，寻求新的利润增长点。

（三）其他企业并购理论

关于企业并购动机的理论还有：利润动机理论、投机动机理论、竞争压力理论、预防和安全动机理论等。并购的根本动机实际上是企业逐利的本性和迫于竞争压力的反应。

上述并购动机理论可总结为 5 种并购模式：生存型动机（倾向横向并购）、防范型动机（多为纵向并购）、多元化动机（倾向混合并购）、扩张型动机（倾向横向并购）和非利润动机（无固定模式）。

第二节

商业地产现状与投资并购机会

近年来，新建落成的大型综合购物中心已经迅速成为不少城市商业零售市场的主力军，而传统的商业物业已经很难满足零售市场对硬件和软件的要求，这给房地产行业留下了巨大的市场空白，于是融合传统流通业与房地产业商业企业应运而生。当前的传统住宅市场遭遇前所未有的调控，商业地产也因竞争激烈呈现过热迹象，地产多元化转型迫在眉睫。

一、商业地产发展现状

（一）疯狂的投资热引起商业地产新的开发热潮

严厉的楼市调控以及对住宅限购的政策，使得更多的开发商开始转战商业地产。自 2011 年国家推出“国八条”以来，沉寂多年的商业地块开始出现火爆开发局面。然而，火爆背后充满隐忧。

商业地产如此火爆的主要原因有三个：第一个原因是中国的城市化进程快，老百姓在解决住的问题后，就要解决生活配套问题，商业地产便应运而生。第二个原因是商业地产本身有比较好的利润空间，驱使一部分开发商和投资者进入。第三个原因是政府对房地产的调控，使原来主要从事住宅地产开发的开发商转到商业地产开发中来。但是这些转型而来的开发商往往缺乏商业地产投资经营的经验，也没有相关人才。总之，从增长规模来看，商业地产应该是在成倍增长。近年来，大量商业地产项目纷纷上市，出现了各种各样的问题。在供应量激增的背景下，商业地产项目在资金、招商、运营、管理、培训等某一方面如果出现了问题，便很有可能导致项目烂尾或死盘，甚至可能导致开发企业破产。

（二）商业地产进入严控视野

近年来，银监会进一步明确银行需加强对商业用房抵押贷款、个人消费贷款等非住房类贷款监测，涉及商业用房的信贷标准必须大幅高于住房，并加大对假合同、假按揭及转按揭等做法的打击力度。

据有关行业专家分析，2011年以来，由于投资升温，商业地产量价迅速齐升，租金回报率明显下降，甚至低于贷款利率，价格泡沫隐现。一旦资金退出，房价下跌，商业地产信贷将面临较大风险。同时，由于商业地产估价的技术要求高，缺乏参照物，银行很难判断商业地产交易价格的合理性。其中不排除借款人联合卖家，通过虚高价格或虚构交易套取贷款，形成“假按揭”风险。据统计，上海、广州等一线城市人均商业面积已经超出了世界发达国家人均1.2平方米的标准，上海人均商业面积甚至超过了2平方米。当供应量超过市场的消化能力，就会有一大批商业物业滞销堆积，致使开发商的资金链断裂，进而引起一连串的连锁反应。2011年7月20日，银监会在第三次经济金融形势通报分析会特别强调，需加强对商业物业抵押贷款、个人消费等非住房类贷款的监测，并首次提出“银行对商业地产抵押贷款的房贷标准应大幅度高于住房按揭”。

（三）二、三线城市将迎来商业地产发展机遇

近年以来，京、沪、穗、深4个一线城市及其他14个热点城市商业用地地价全线上涨，且上涨幅度远远大于住宅地块，而二、三线城市商业用地也同样趋热，从中反映出二、三线城市对商业地产的需求颇大。相对于一线城市，经济欠发达的二、三线城市开发商业地产项目中的商业中心有带动区域内经济活力的重要动力。如大型城市综合体、购物中心、娱乐城等，另外大多二、三线城市还没有较为完善的商业中心，因此二、三线城市在规划发展时，会考虑商业中心的开发和建设，以优惠的政策招商引资。这其中很重要的一点就是商业中心的建设是与区域经济发展密不可分的。这种商业地产项目与区域内经济共发展的模式，对于二、三线城市未来经济发展无疑是重要的支撑力量。

二、商业地产面临的困惑与危机

（一）商业地产市场发展的三大瓶颈

1. 资金——商业地产市场发展的第一障碍

商业地产面对的诸多问题主要来源于商业项目不能像住宅一样进行销售。住宅开发是售完后即告一段落，而商业地产开发要求进行可持续经营。大量资料显示，人们对商业面积的销售普遍是持否定态度的，其中不乏一些大的商业地产开发商，但最终开发商还是不得不选择以卖为主的方式。究其原因，主要是资金压力大：一方面商业用地的开发成本高，另一方面开发商追求开发利润最大化，即实现尽可能多的资金回报。由于开发压力过大而不得不卖，这一点无奈颇值得理解；而那些抱着利润最大化的想法而将

商业面积进行销售的开发商，似乎也没有错，毕竟企业运营，最终目的都是为了盈利。但这违背了商业地产只租不售的规律，所以售后的商业项目就鲜有成功的例子。

近些年来，不管是什么形式的基金或是 REITs（房地产信托投资基金），恐怕对绝大多数的开发商来说都没有太大的意义，因为国家的法律法规不允许或暂时不允许，使大多基金或 REITs 处于地下或擦边球的状态。商业地产开发商没法对此投入过多热情。即使将来基金出现了，也是远水解不了近渴。

2. 售后包租——商业地产市场发展的第二障碍

目前市场较流行的商业地产营销方式是售后包租，如给投资者 5 年、8 年甚至 10 年以上 8% 或 10% 的租金回报。表面上，这似乎减少了商业地产的投资风险，但对小投资者却存在着更大的欺骗性。因为商业地产开发商要面对房地产和商业这双重的市场风险。基于这一点，可以把开发商分为三种类型。第一种是根本不考虑商业后期能否存活，只要把项目卖掉就行的开发商。早期的商业地产开发商大抵都是这种类型。他们靠着这种理念，掘到了首桶金，而套牢了投资者。第二种是对市场盲目自信乐观，同时忽略了商业规律的开发商。这类开发商所开发的项目往往失败得最多。第三种是虽然能够认识到所面对的商业风险，但面对资金压力而不得不售的开发商，他们行事小心谨慎。目前的市场，以第三种开发商居多。他们肯投入精力研究与解决租售的矛盾，探索多种形式和比例的售后包租，意图走出一条具有中国特色的商业地产之路。这种探索至今并未获得成功。尽管目前又出现了第三代、第四代的售后包租形式，但仍没有解决包租后的风险，所以目前所有售后包租形式的探索，都只是开发商的尝试。

售后包租的主要障碍是商业经营具有现实性和不确定性。现实性指商户一般不会做赔钱的生意，能盈利就经营，不能盈利，即使零租金也不能打动他们，因为装修和后期的经营管理都需要很多费用，零租金也不能保证商户就一定盈利。不能保证商户盈利，也就不能留住商户。不确定性指今天开业大吉，明天开张走人的事对商户来说极为正常。这两点是开发商所忽略或无力直接面对的。而一旦商户离开，就缺少了租金收入来源，那么开发商又有多少资金能保证投资者 5 年、8 年甚至 10 年以上的租金回报呢？如果售后包租能够保证商户稳定交租，那么投资者才算“吃到了”真正的定心丸。所以，探索商业地产售后包租的路仍很漫长。

3. 后期经营管理——商业地产市场发展的第三障碍

即使开发商翻山越岭，克服了前两个障碍，却有可能在此处触礁沉没。如果说在售后包租方面开发商还能应付，那么后期商业经营管理这一难关就不是靠应付能过去的。因为商业经营管理与地产开发完全是两回事。其实，中国的商业市场发展要比房地产市场发展成熟得多，竞争激烈程度也绝不亚于房地产市场。而商业拼的就是经营管理。再好的地理位置，没有先进的经营理念、成熟的管理模式、优秀的团队人员，也不能保证能长期发展。中国零售市场放开后，外国投资者对中国本土零售商最大的担心还是经营管理理念和模式的落后。就商业而言，如果不能尽早缩小与国际零售巨头在经营管理方面的差距，那么“与狼共舞”就始终是一句空话。

近年来，在探讨商业地产开发模式时，提出了后期统一经营管理的观点。这个观点并没有错误，但