

阮宏毅 张有飞 著

Research on Mergers and Recombinations of
Listed Companies in China's
Real Estate Industry

中国房地产行业 上市公司并购重组研究



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

阮宏毅 张有飞 著



Research on Mergers and Recombinations of
Listed Companies in China's
Real Estate Industry

中国房地产行业 上市公司并购重组研究



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

中国房地产行业上市公司并购重组研究/阮宏毅, 张有飞著. —北京: 经济管理出版社, 2018. 12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 6123 - 9

I. ①中… II. ①阮… ②张… III. ①房地产业—上市公司—企业兼并—研究—中国 IV. ①F299.233

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第243060号

组稿编辑: 宋娜

责任编辑: 宋娜 田乃馨

责任印制: 黄章平

责任校对: 张晓燕

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦A座11层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 13.25

字 数: 182千字

版 次: 2019年3月第1版 2019年3月第1次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 6123 - 9

定 价: 98.00元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街2号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836



序 言

当今中国已经是世界第二大经济体，在经济发展方面取得了许多举世瞩目的成就。可是近几年由于受到世界经济危机的影响，我国经济发展速度较前几年虽然逐渐变缓，但是却呈现出更为理性的发展轨道。房地产企业作为我国经济的一大支柱型产业却一直保持着“高温不下”的态势。房地产行业在促进经济发展方面一直起着积极的作用，许多投资者也选择在合适的时刻入手投资房地产行业，所以造成了建筑行业的又一场热潮。俗话说：“罗马不是一天建成的”，可是根据官方发布的住宅竣工数据来看，中国大约每6周就会建成一个“新的罗马”。基于这样的现象，有些舆论报道指出习近平总书记提出的“中国梦”是靠房地产热潮维持的，由于房地产问题与我们的生活息息相关，因此也引起了社会民众的广泛关注和讨论。作为社会的一分子和一名科研工作者，我选择从中国房地产行业上市公司并购重组这一研究角度入手，来对房地产热潮问题进行系统性的研究和审视。

在当今这一热潮中，一些经济学家和投资者在研究后对世人发出警告称，最近这一轮房地产热潮所带来的经济短期增长是有代价的：它不单吹高了房价，向更远处观望，这一泡沫如果最终破灭，带来的不单单是巨大的痛苦，而是整个经济的崩盘。我国一位人大代表十分诚恳地提出了警告，我国的经济正在被房地产行业“绑架”。所以，在本书中我们希望能够在当今房地产投资以及房价飙升的时代，对有关该市场中可能出现的房地产泡沫以及企业在进行并购和重组时遇到的潜在危险进行总结和研究，这也是我们撰写本

书时的初衷。除此之外，我国经济发展的热点自 20 世纪 90 年代以来一直集中在房地产行业上，房地产行业也逐步发展成为我国国民经济中最具有先导性和基础性的支柱型产业。面对各界提出的警告以及市场中蕴含的泡沫，虽然政府中的相关部门不断从“土地”和“资金”两方面进行调控，但是迫使中小型企业逐步退出房地产市场的两大根本原因在于土地资源的短缺以及资金的紧张并没有就此缓解。市场中的某些大型房地产企业为降低企业成本、扩大企业原有规模，进一步通过并购的方式来提升企业的市场竞争力，这一行为有利于提高市场的集中度和优化原有产业结构。

我们希望在写作的过程中，加深我们对于这一问题的理解和认知，希望读者能够通过阅读本书来加深对我国房地产行业上市公司的并购重组行为的认识且形成一个系统性的认知。另外，也希望本书能够对我国房地产行业的宏观调控提供可资借鉴的建议。

1993 年，我国金融市场发生的深宝安收购延中实业，正式拉开了我国上市公司并购的序幕。在这一事件后，我国境内的并购浪潮不断涌现，任何一家有一定规模和实力的上市公司都可以通过并购的方式来实现对整体资源的合理配置以及扩大公司原有的生产经营规模，从而达到降低交易成本和实现协同效应的目的。在帮助公司进一步提高知名度和市场占有率的同时，也能帮助股东最大化地实现自身价值，这也就意味着并购重组是公司不断做大做强有效手段之一。

最后，本书的内容可能存在着一一些问题，希望读者能够就发现的相关问题与我们联系和讨论。我也十分感谢在本书出版过程中对我们提供帮助的相关人员，谢谢你们！同时，希望广大读者通过阅读本书能加深对房地产热潮问题的认知。



摘要

本书主要采用实证研究与案例研究的方法，主要为了帮助读者更好地研究中国房地产行业上市公司并购重组的具体行为，并购公司所面临的具体风险以及克服这些风险的有效形式，另外我们还希望本书对房地产公司有效并购提供一定参考和借鉴，同时也能对于政府和监管部门进行并购行为规范、行业整合给予一定指导作用。

在写作过程中，本书在第一章中首先梳理了国内外关于并购重组的相关文献，分别介绍了并购重组对于企业的意义以及概念和不同种类，并列举了发生在世界范围内不同的五次并购重组浪潮，除此之外，我们还尝试着结合相关文献对企业并购和重组的未来发展趋势进行一个合理的预测与展望。在第二章中，在第一章相关内容的基础上，系统性地描述了我国企业并购重组的相关操作流程，以及对企业如何选取并购对象和评估这一战略等相关内容进行研究和分析。在下面两个章节中，我们重点分析和研究企业并购重组所面临的风险以及上市公司并购重组的相关操作实施办法。然后，我们对房地产企业的并购重组进行重点研究和分析。主要分为四个不同的章节，第五章中我们主要对房地产行业并购重组的相关文献进行整理和综述；第六章中我们分为三个不同的阶段对并购重组的流程进行详细的分析和研究；第七章主要是分析房地产企业在这一过程中面临的风险以及有关法律问题；本书的结尾对此次研究中存在的一些问题以及得到的结论进行一个系统的梳理和总结，同时也对未来的研究提出一个合理的展望。



目 录

第一章 企业并购重组综述.....	1
第一节 企业并购重组的内涵.....	1
第二节 企业并购重组的概念和分类.....	5
第三节 企业并购重组的五次浪潮.....	10
第四节 企业并购重组的未来发展趋势.....	22
第二章 企业并购重组的操作流程.....	26
第一节 企业并购重组的操作程序.....	26
一、前期筹备阶段.....	26
二、并购谈判阶段.....	27
三、并购方案实施阶段.....	27
四、并购整合阶段.....	27
第二节 企业并购重组的战略选择及分析工具.....	28
一、并购战略目标的解释.....	28
二、企业并购战略选择的基本原则.....	28
三、基于具体模式的企业并购战略选择.....	30
第三节 如何寻找合适的目标企业.....	33
一、协同效应最大化是选择目标企业的重要依据.....	33
二、目标企业选择原则及其选择特点分析.....	34
第四节 企业并购重组的价值评估方法.....	35
第五节 企业并购重组的评估方法.....	38
一、折现现金流量评估方法.....	38
二、相对比较估价方法.....	41
三、现行市价评估方法.....	41
四、剩余收益估价法.....	44
五、经济价值分析评估法.....	44

六、业务分拆评估法	45
七、调整账面价值评估法	46
第六节 并购重组后二者的整合计划	46
一、企业并购后整合的重要性	47
二、并购后整合的主要内容	47
三、并购整合的实施过程	50
第三章 企业在并购重组中面临的风险	52
第一节 并购重组前的风险与对策	52
一、战略风险	52
二、体制风险	57
三、信息不对称风险	58
四、法律风险	60
第二节 并购重组中的风险与对策	62
一、目标企业价值评估风险	62
二、融资风险	66
三、支付风险	70
第三节 并购重组后的风险与对策	72
一、业务整合风险	73
二、人力资源整合风险	74
三、文化整合风险	78
第四章 上市公司并购重组操作实施办法	81
第一节 上市公司并购方式方法	84
一、按并购双方谈判策略分类	84
二、按是否取得目标公司同意分类	86
三、按并购的出资方式分类	86
第二节 上市公司重大资产重组	89
第三节 上市公司并购重组的相关流程	91
一、上市公司并购重组的基本环节	91
二、上市公司并购重组的行政许可审核工作流程	92
第四节 我国上市公司并购重组存在的问题	95
第五节 上市公司境外并购操作流程	100
一、并购境外上市公司的操作流程	100
二、并购境外非上市公司的操作流程	103
第六节 上市公司境外并购的法律问题	106



第五章 房地产行业并购重组综述	110
第一节 房地产并购重组的意义	111
一、房地产公司并购重组对市场经济的发展意义	111
二、房地产企业并购对行业本身的影响	113
三、对房地产企业自身的意义	115
第二节 房地产并购重组的分类及基本概念	116
第三节 房地产并购重组时政府对其实施的审查条件	118
一、并购重组监管体系	118
二、房地产开发项目的转让应具备的条件	119
三、制作房地产项目转让合同应注意的问题	120
第四节 房地产并购重组的公司内部审查条件	121
一、房地产并购重组中尽职调查	122
二、审查目标公司的条件	133
三、股权并购重组流程和操作指南	137
第六章 房地产并购重组时的基本流程	142
第一节 主并企业对并购对象的选择	142
一、目标企业选择原则	142
二、我国房地产业并购的时机选择	144
三、选择目标企业应考虑的一般因素	146
四、并购风险的考虑	148
第二节 并购目标的确定与谈判	151
一、尽职调查	151
二、协商谈判	156
三、并购谈判的关键环节	158
第三节 对目标企业的接管整合	161
一、房地产企业并购整合的原则	161
二、确定整合关键人物——整合经理	162
三、系统化的整合	164
第七章 可能遇到的风险及法律问题分析	169
第一节 并购重组前所需重点关注的风险事项	170
一、财务风险	170
二、项目风险	172
三、整合风险	173
四、政策风险	176

第二节 相关方案的选择与有关建议	177
一、融资方案的选择	177
二、金融环境的制约	178
三、对房地产企业相关建议	180
第三节 拟订协议的具体执行方式	181
一、房地产收并购项目交易方式分析	182
二、房地产收并购项目税筹实操分析	182
三、房地产收并购合同法律风险点分析	183
第四节 特殊项目存在的法律问题及税务问题的处理方式	184
一、拍卖流程及相关法律风险	186
二、拍卖税费分析及筹划	189
第八章 结 论	191
第一节 研究结论	191
第二节 未来展望	192
附 录	194
参考文献	198

1

第一章

企业并购重组综述

第一节 企业并购重组的内涵

对于一件事我们需要从两个不同的方面去审视，一个企业的并购重组行为既有积极的一面又有消极的一面。

1. 企业并购重组的积极作用

(1) 能够帮助一家企业有效地降低在日常经营中遇到的不同风险。在我国，任何类型的一家企业都可以选择通过并购后重组的方式，来扩充公司内部原有、有限的产品目录，通过目录中新增加的产品可以达到分散风险的目的，并形成企业产品多元化经营的局面。除此之外，并购重组还可以一并达到降低公司承担风险的目的。如果一家公司想单独开发一个新的产品领域，这家公司可能因此花费大量的金钱以及时间成本，并且还要在领域开发成功之后，为新产品寻找到一条适合的销售渠道。但在寻找销售渠道的过程中，可能出现产品在生产与销售等几个不同环节上脱节的情况，这也就造成了在这一过程中企业极大的风险成本，这时企业可以选择通过合理的并购重组来对风险进行有效的规避。对于小公司来说，通过并购另一家公司，它们可以

有效解决自身遇到的资金短缺的问题，能够帮助公司走上可持续发展的正确道路，另外还可以避免公司内部发生财务困难等类似问题。

(2) 国家政策扶持。现如今我国政府出台的相关政策正在大力推进和扶持产业优化升级，并购重组是能有效促进产业结构优化升级的重要途径之一，企业通过并购重组不仅能够给企业自身带来生产和经营规模效应，还能够增强协同效应，节约交易成本。企业可以通过在市场中的横向并购以及纵向并购提高自身在市场中的参与度，提高自身在市场中的竞争力。在国务院发布的《关于十大产业调整振兴规划》文件中，对我国经济市场中9个产业明确提出了扶持大企业，支持大企业进行并购重组。这一文件的出台，势必将在国内企业范围内引起新一轮的并购重组浪潮。“一带一路”“引进来，走出去”的发展倡议的提出也带动我国一部分有实力的企业纷纷跨出国门，开始面向全世界开展自己的并购重组计划。这些政策都为我国企业并购重组提供了良好的政策保障。

(3) 中国经济发展的宏观环境比较良好。在序言中我们提到了：我国目前经济发展的宏观环境良好，尽管受到了全球金融危机的影响，发展速度放缓，可是现阶段的发展态势是一种较为合理以及理智的发展状态，整体经济发展趋势呈现出了止跌企稳的迹象。这也就给国内企业并购重组提供了一个良好的氛围。

(4) 充足的市场机遇。国际金融危机的爆发以及严峻的经济周期都为企业低价并购其他企业的资产提供了良好的发展机遇。同时，也给我国一些拥有大量资金的公司，收购被低估的资产提供了很好的机遇。另外，股票价格的持续不稳定也会导致新一轮的企业并购重组热潮和产业结盟。

2. 企业并购重组的消极作用

(1) 可能被政府过多地干预并购重组过程。企业并购重组是：一家企业在所处市场中，获得另一家企业的整体或部分资产和控制权的一种市场行为，这是一种建立在双方自愿并且一方自发的基础上的。可是当前，在我国

经济市场企业并购的活动中，政府行政干预的色彩一直很厚重，但是在这其中，如果政府以一种不恰当的方式进行干预介入，会使一般意义上的市场行为、经济行为因为两者在动机和评估体制上存在的不同，发生不可逆转的扭曲。从我们熟知的现实情况来看，国内的很多企业选择并购重组，很多时候是为了能够救济另外一家濒临倒闭的企业，这时候一家本身拥有着良好效益的企业，去兼并濒临破产的企业，是可以解决许多潜在的社会问题的。除此之外，我国目前还存在一种情况，有些地方政府为了追求经济发展和可观的经济成就，会要求几家效益好的企业通过并购重组形成上市公司，来完成政府当年计划中的某些经济增长目标。

前文说的那种“救济型”企业的并购重组后结果并不好，没有达到我们预期的生产要素的有效组合以及整体资源的优化配置的目标，更有甚者可能还会有发起“救济”并购的企业被收购企业拖垮的情况。还有一种情况，在并购之后，企业并不能对优势资源进行很好的整合，只是单纯地为了达到上市的目的而进行简单的资源相加。所以，对于一个企业来说，多数行政干预方式下的并购，效益和效率都比较低。

(2) 并购企业与被并购企业的管理制度和管理模式没有很好的整合。并购成功之后，公司就会遇到如何整合被兼并企业与本企业差别很大的管理模式以及制度的现实问题。发起兼并的企业如何能够把自己原有的企业管理制度合理地应用到被兼并企业，以及两者在合并之后的经营管理过程中如何妥善地解决出现的冲突都会影响到企业日后的正常运转。这也是企业并购之后，管理者应该解决的首要问题。

(3) 整合二者人力资源难度较大。在国内经济市场现有的成功并购案例中，出现过许多由于企业并购之后，不同企业员工利益受损的情况，员工因此闹事的案例也屡见不鲜。同时在一个并购活动中间的过渡期，发生在企业内部动荡和前景的模糊等会造成员工之间、员工与企业之间的信任度持续降低。在这样的情况下，员工会加强自我保护意识，容易造成并购重组过渡

期中的消极怠工和生产效率低下的问题。所以，基于上述两个原因，企业在并购重组之后，十分有必要进行人员的重新整合与分配。

（4）两个企业文化的整合。有一些并购活动可能发生在两个处于不同行业的企业之间，其经营模式和企业文化都不相同。由于并购企业与被并购企业所处的行业不同，导致在经营过程中形成的企业文化也存在着明显的差异。虽然并购主要是对企业的资产以及业务进行整合，但是在国内企业并购中往往忽视了对企业文化的整合，双方总是选择性地忽视企业文化整合对并购的实际影响力。其实在整合过程中，企业文化的整合往往是其成功的关键所在。

3. 企业并购重组的意义

我国任何一家资金充足的企业都可以选择通过并购重组来扩大企业的生产规模，通过改变进而形成一种可观的规模效应，该效应可以帮助企业将同一种资源进行更为合理的统一分配与利用，最终可以在一定程度上使企业更好地降低成本，提高可获取的利润。企业能形成一定的规模效应对于其自身的发展来说是十分有利的，一个可观的规模效应可以有效地帮助企业将自身内部拥有的人力、物力、财力实现最大化的集中，统一由企业自己支配所需的各项生产要素来进行经营活动。另外，企业通过实现大规模的集约化生产能够成功地提高自身拥有的生产效率，继而进一步地降低企业承担的管理成本。进一步形成的经济效应，还能帮助企业在自身内部构建起更为明确的分工模式，这种模式对提高企业的劳动生产率来说，有着十分重要的作用。从上述这几点来看，企业的并购重组活动对企业本身来说，是一种有深远意义的行为。当今世界中，制约大多数企业发展的一个重要瓶颈是资源的匮乏，企业内部拥有的资源也不可能面面俱到，企业的生产会受到资源匮乏的影响，充足的资源是一个企业赖以生存的必备条件。资源对于企业来说有着十分重要的意义，两个企业的合并可以更好地促进企业之间的资源共享。所以，将社会上的现有资源更好地加以利用，来提高整体资源的使用效率和产



出效率，帮助企业实现资源的优化、配置、共享，最终形成强强联合的局面也是促使企业发起并购的根本原因之一。对一个企业来说，上述这些都能够产生十分深远的意义，对企业的未来发展也起到了十分积极的促进作用。

我们上文反复说到，并购重组活动可以有效地帮助企业来降低经营过程中遇到的风险，另外还能帮助企业提高自身的管理效率。因此，如何让企业的并购重组活动变得更加有意义是我们在未来研究中需要重点考虑的问题之一。除此之外，研究其内涵和意义不仅对企业有着十分深远的影响，对我们自身来说也是一次很好的机会，去深入了解光鲜背景下蕴含的那些我们看不见、接触不到的点和面；在形成自己独有的知识体系和认知的过程中，我们能够更加公正地审视这一问题。同时，企业通过并购以及重组可以更好地形成之前发展中无法形成的协同发展效应，良好的协同发展效应能够帮助有关企业更好地形成产业联盟。不单单是增强了企业自身在市场中的竞争力，更是增强了其所在地区的整体竞争力和人才吸引力，能够帮助企业更好地吸引到自身发展所需的人才以及帮助地区经济快速稳定地发展，这对企业以及所在地区的政府来说都有着十分深远的意义。

不同类型的企业可以通过一项成果的并购重组来帮助企业获取到更多的利益，同时这一活动也能帮助企业迎来一个更为光明的未来，与此同时，帮助企业走上一条更为良性的发展道路。

第二节 企业并购重组的概念和分类

企业并购重组对于普通人来说是一个相对宽泛的概念，该理论自建立到发展至今，不论是国内或是国外的相关研究中，学者们对这一概念进行研究时，分别从不同的视角对其加以可行的分析，并最终进行系统性的阐述解

释。不同学者对于这一理论有不同的理解，并结合各自进行的实验结论给出了不同的定义。

通常，学者们将并购拆分为两个不同的词语，分别是兼并和收购。《大百科全书》中“兼并”一词是指：两个或两个以上的不同企业、组织通过合理的组合方式，形成一个新的规模更大的企业、组织。在这个新的企业、组织中，其中一个厂商会以之前的企业、组织形式继续存在于市场当中，但是其他不同的厂商就会因为这一项兼并活动丧失独立的身份。在《新大不列颠百科全书》中对这一词语给出的解释是：两个不同的或更多的企业，合并成一家新的规模更大的企业，通常在企业合并过程中，其中一家占优势的公司会吸收掉另外一家相对劣势的公司或者更多的劣势公司。对于另外一个词语“收购”来说，在外国经典著作《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》一书中，将这一词语系统性地描述成：一家企业（可以为出价者或者兼并企业）通过利用自身拥有的某种优势，向另一家企业（目标企业或被兼并企业）提出购买意愿，并得到另一家企业领导层的一致同意，最终成功购买到另外一家企业的全部资产或拥有的大部分证券，企业的目的通常是重组被兼并公司的所有经营种类。

不同的支付方式可以将并购活动划分为三种不同的类型，这三种主要类型分别是股权收购、资产收购、债务重组。

1. 股权收购

股权收购具体指的就是：一家企业自发地选择收购市场中其他同类型，或者不同类型企业的全部股权的交易行为。发起此项收购的企业可以选择支付的形式主要包括：股权支付和非股权支付。我们选择一个合适的例子来说明此项收购，在两家不同的企业中，甲方企业可以选择和乙方企业共同商讨后签订具体的协议，协议中规定甲方企业通过收购乙方企业拥有的 50% 股权（通过此项收购行为），甲方企业需要给乙方企业的所有股东对价为 300 万元的银行存款和实际上被甲方企业全面控股的丙企业所有股权中 10% 的股份权限，走完这样一系列不同的流程之后，甲方企业才能称得上是真正实现了对



乙方企业的全面控制（就是我们经常听到的“控股”一词）。在这一流程中，担任收购企业角色的是甲方，反之被收购企业的角色是乙方。

2. 资产收购

在会计学中，资产收购的定义是：一家企业对其他企业所拥有的所有资产进行全面性的收购，从而形成的一笔交易的经济行为。我们这里还是以甲乙两家不同的企业为例来说明这一概念，甲方企业首先需要向乙方企业提出收购意向，后经过两方企业代表共同商议后，达成协议，此项协议中可能会有一项具体的项目来规定甲方企业必须通过购买乙方企业中所有经营性质的资产（包括固定资产、仓库存货等），乙方企业中所有经营性质的资产的总共的公允价值为 500 万元，那么这也就决定了甲方企业需要支付的对价为本公司所有股权中的 20%、200 万元银行存款以及额外承担总额为 100 万元的乙方企业在之前经营过程中积攒下来的所有债务。那么在这一流程完成后，甲方企业扮演的就是资产收购中的受让企业，乙方企业担任的是这一流程中的转让企业。

3. 债务重组

顾名思义，这一词语代表的过程主要存在于：债务人个人资金发生某些难以解决的问题时，该债务人迫不得已需要进行重组时，所必须选择的行。这时候的债权人与债务人需要先期经过协商之后签订双方都认可的具体协议，该协议的最终签订，可以使债权人对债务人之前所欠下的所有债务总额进行统一的退让和折中处理。同样我们选择以甲乙两个不同的企业为例来对此概念进行解释和说明，甲方企业在经营过程中可能因为向乙方企业销售了自己企业的产品从而在乙方企业内部拥有了 30 万元的债权，那么在双方合作初期达成的合同失去效用之后，假如乙方企业因为先期经营不善的行为，最终导致自身不具备偿还甲方债务的能力，那么双方就会基于当前这一实际情况再次进行新一轮的商议，从而达成一个新的书面协议。乙方企业的负责人会最终同意甲方企业提出的：将自己所有的债权转让为对乙方企业的拥有