商业地产企业上市融资问题分析

贝政新　朱　丹

（苏州大学商学院　江苏苏州　215006　东吴证券有限责任公司　江苏苏州　215028）

【摘要】商业地产企业开发项目需要大量的资金，因此如何筹措到所需要的资金，是商业地产企业面临的一个重要问题。本文在阐述商业地产企业从资本市场进行直接融资必要性的基础上，着重分析了商业地产企业IPO和买壳借壳上市融资模式的特点及其面临的风险。

【关键词】商业地产企业　股票融资　IPO　买壳借壳

商业地产企业是资金密集型企业，对资金的需求量很大，因此如何筹措到足够的资金、扩大资金规模、增强资金实力、提高企业开发能力，一直是商业地产企业面临的一个重要问题。而筹措资金除了内源融资和向银行贷款，很重要的一条途径就是通过资本市场发行股票，直接向投资者融资。本文仅就商业地产企业进行股票融资的路径做些分析。

一、商业地产企业上市融资的必要性

商业地产企业开发房地产项目，扩大经营规模，需要的资金量很大，而资金的回收期却很长，因此增加资金供给、优化资金结构，对商业地产企业经营有着重要的现实意义。目前，银行贷款、机构直接投资占商业地产开发企业投资资金的绝大部分，这无形中增加了商业地产企业和贷款银行的经营风险。随着商业地产项目开发规模的扩大和银行信贷政策的变化，单纯依靠银行贷款融资已很难满足商业地产企业优化财务结构的要求。从一些开发成功的商业地产企业的经验来看，通过资本市场直接融资是解决企业资金短缺的一条重要途径。因此，股权融资对商业地产企业融资的意义日益凸显。

SOHO中国、金融街、北辰实业、陆家嘴等品牌地产企业近几年的迅速发展，都离不开股市融资的支持。事实证明，与银行贷款或其他负债融资相比，商业地产企业通过发行股票上市，通过配股、增发新股再融资等途径，可以迅速获得较大数额的资金，可以获得稳定的现金流量，保证开发期间的资金需求。对于一些规模较大的房地产开发尤其是商业地产开发项目来说，通过发行股票融资，能够形成强大的竞争优势。

1. 资金需求量大是商业地产企业的共性问题。商业地产企业目前主要的估价标准仍然是土地储备和持有物业。因此，商业地产企业之间的竞争是“资金”与“土地”和“物业”的竞争，而反映最直接的是“资金”的竞争。2009年中国内地“地王”不断涌现，成交总价和单价不断创出新高，市场激烈的竞争对房地产企业的资金实力要求越来越高，企业要发展就必须扩大资金规模。为此，IPO（首次公开发行股票）或买壳借壳上市成为多数企业渴望的融资渠道之一。其优点是：

第一，在楼市、股市处于热市阶段，通过IPO可以获得可观的资金。例如，中国建筑和金隅股份分别通过A股和港股IPO上市，获得超过400亿元和70亿元的融资额，给旗下的中海地产、金隅嘉业带来有力的资金支持。

第二，在楼市、股市处于热市阶段，上市公司还可以通过配股、发行公司债券等途径获得可观的资金。2009年1~7月，A股市场共有近40家上市房地产公司通过资本市场配股、增发新股方式合计融资超过500亿元。中海发展等公司实现了在香港配股再融资。此外，中华企业、保利地产、龙湖地产和远洋地产等公司发行公司债券也融得了不菲的资金。

第三，股权融资改善了上市公司的财务结构，进一步增强了公司的融资能力。除了资本市场的资金支持，2009年以来，银行方面也对上市地产公司给予了大额授信，例如万科2009年8月获得建行500亿元授信；金地集团获得工行300亿元授信；SOHO中国、世茂股份等上市公司均获得较多的银行贷款支持。另外，信托、私募等创新融资方式也对上市房地产公司给予了更多的政策倾斜。例如，金地集团2008年初与瑞银开展房地产基金合作，2009年又与上海国际信托和平安信托开展股权类信托合作，获得了大量的资金支持。

2. 在当前市场环境下，商业地产企业通过发行股票融资不仅是发展的需要，更是生存的需要。随着我国经济结构调整的深化，经过2008年资本市场的大调整，包括商业地产业在内的房地产市场的资源集中度开始提高，房地产企业必须向规模化发展，这使得中小地产开发企业的发展空间越来越小。在这样的背景下，如果企业主要还依靠贷款、抵押等筹款方式来筹集资金，显然已经无法适应市场的需求。因此，通过发行股票融资就成为越来越多的商业地产企业的必然选择。

二、商业地产企业上市融资模式

1. 商业地产企业上市概况。面对生存与发展的需要，包括商业地产业在内的房地产企业通过IPO获得资金加大投资的欲望非常强烈。国内经验也表明，多家商业地产公司的快速发展与资本市场的支持密不可分。但是，无论相对于上市公司总数来说，还是从商业地产企业的总数来看，商业地产上市公司家数总量仍旧偏少。目前，在国内A股市场上市的上市

公司中，以房地产作为主营业务或主营业务之一的上市公司较多，有近150家企业，其中多数房地产上市公司只是涉足商业地产领域，而以商业地产为主营业务的上市公司并不多。按照多数券商的观点，目前属于典型商业地产类的上市公司主要有中国国贸、金融街、北辰实业、陆家嘴、张江高科、浦东金桥、世贸股份、新黄浦、小商品城和华联股份等10多家。

另外，还有在境外上市而主要业务却在内地的红筹商业地产上市公司，如北辰实业、瑞安房地产、方兴地产、SOHO中国等。而恒隆地产、九龙仓、太古地产则在香港上市，主要业务在香港，在中国内地只是一些大型商业地产项目和投资计划。凭借资金实力，这些上市公司作为资源型地产龙头企业，都持有庞大的优质商业物业。例如，中国国贸拥有北京最高档的CBD核心区域商务地产资源，其中国贸中心地处北京中央商务区的核心地段，占地12公顷，总建筑面积56万平方米，集办公、住宿、会议、展览、购物和娱乐等多功能于一体，是众多跨国公司和商社进驻北京的首选之地。

2. 商业地产公司上市的主要路径。IPO、买壳借壳是中国商业地产企业上市的主要路径。IPO又包括商业地产企业直接上市和非商业地产重组转型上市。从目前国有和民营房地产上市公司整体数量来看，A股IPO和在香港上市是包括商业地产业在内的企业上市融资的主要路径。

IPO程序复杂，要求规范，标准较高，拟上市公司必须符合《公司法》、《证券法》和《股票发行与交易管理暂行条例》所规定的发行上市条件，从完成公司的股份制改造、上报审批，到发行股票最终上市，手续十分复杂和耗时费力。但是直接上市相对费用少、风险小、融资量大，如果发行股票获得成功，对上市公司的品牌、资金实力会产生积极的影响。例如，A股市场中的小商品城、北辰实业、中国国贸等属于典型的IPO上市商业地产公司。其中，中国国贸1999年每股发行价5.46元，集资净额逾85 400万元，满足了国际贸易中心二期工程建设和一期工程改造的资金需求，增强了企业的发展实力。

商业地产业IPO上市公司的一个特点是重组转型。除小商品城、北辰实业、中国国贸等外，上市前主营业务为商业地产业务的企业并不多，多数为住宅或商贸类公司系通过业务重组转型，将主营业务转型商业地产而来。从资本市场一些资产重组的典型案例来看，非公开发行方式使一些企业集团通过大规模的资产注入后获得快速发展。这个方面的典型案例是世茂股份。2007年，世茂股份通过定向增发方案，开始了主营业务向商业地产的战略转型，截至2009年上半年，公司的主营业务收入从住宅销售收入转变为商业地产销售和租金收入。重组后，世茂股份的商业地产项目储备处于行业第一位，且远高于其他同行。在A股市场上，还存在少数商贸百货零售类企业通过主营业务转型商业地产的上市公司，如南京新百等。但是，这一模式是以集团控制上市公司为前提的，因此通过重组转型商业地产并不具有普遍意义。

由于IPO上市要求很高、手续烦琐，办理过程漫长，以及宏观调控对地产企业上市的影响，一些商业地产公司因不具备直接上市的条件，或者说直接上市成本高于借壳，便采取买壳方式间接上市。买壳上市又称反向收购，是非上市公司作为收购方通过协议方式或二级市场收购方式，获得壳公司的控股权，然后对壳公司的人员、资产、债务进行重组，向壳公司注入自己的优质资产与业务，实现自身资产与业务的间接上市。股权分置及全流通改革，为买壳上市创造了有利条件。

商业地产业买壳借壳上市最有影响的上市公司是北京金融街。2000年4月，北京金融街建设集团先以每股3.80元买入华西包装集团公司持有的重庆华亚的4 869.15万股国有股，占重庆华亚总股本的61.88%，成为重庆华亚的第一大股东。而后，金融街建设集团置出重庆华亚全部资产，置入其拥有的位于北京金融街区域的具有稳定出租收益的物业，以及北京金融街房地产经营公司的全部股权，使重庆华亚由所属的微利包装行业转变为具有高盈利的房地产行业。上市后，金融街通过配股、增发新股，继续在资本市场进行融资，为其发展战略提供了资金支持。金融街2002年8月增发2 145万股，共募集资金41 999.1万元；2004年12月，它又增发7 600万股，募集资金总额为70 773.89万元。此后，2007年1月和2008年1月，金融街再次进行了增发新股融资。

三、商业地产企业上市融资的风险

1. 买壳借壳上市的风险。

（1）买壳借壳失败的风险。买壳借壳上市的实质是并购上市公司，而壳资源的价格是影响买壳成败的重要因素之一。壳资源的价格既受企业议价微观因素的影响，又受资本市场周期、政府IPO审核标准等宏观因素的影响。多数观点认为，并购是一种输家的游戏、赢者的诅咒，即并购多以失败告终。可见，并购上市公司存在着很大的变数。罗伯特·F.布鲁纳（2005）的研究成果认为，收购公司能够获得相对于所承担的风险而言比较合理的收益。并购失败有复杂的原因，“那些最糟糕的并购交易反映了一种出现在发热市场条件下的倾向”。在地产行业和股市周期的低谷时期，即使像金地股份这样的优质企业也会变得非常廉价。而在市场周期的高端阶段，“鸡犬升天”，即便是质量不高的壳资源也会变得昂贵。此外，受供求规律影响，IPO宽松时期，壳资源的价格便会下降。

和君咨询公司2008年的研究表明，地产行业的股市低迷时期为企业并购提供了难得的机会。金地股份的股价从最高峰时候的74元跌至5～6元价位区，跌幅超过了80%（期间有除权，按可比价格计算），公司当时市值降至80亿～90亿元。2008年金地股份的中报显示，其总资产约360亿元，货币资金73亿元，净资产87亿元，银行信用达到AAA级。2008年，金地股份总股本16.78亿股，流通股16.41亿股，实际控制人深圳市福田投资发展公司持股8.94%。和君咨询公司认为，收购方仅需从二级市场收购金地股份9%的股权，就可取代现有的第一大股东而成为其新主。如果二级市场的操作水准足够好，依据目前价位区测算，完全可以把成为第一大股东的收购成本控制在7亿～10亿元左右，甚至更低。

（2）买壳借壳未必能获得新的融资机会，也未必能及时盈利。因为壳公司绝大多数属于经营差、负债重、管理乱的企业，就买壳借壳上市本身来说，它对非上市企业的业绩要求较高，

一般要求有较高的净资产收益率，这样才能使并购企业凭借自身业务的增长潜力来有效地改善壳公司自身难以解决的问题,带动壳公司股价上升,为双方带来显著利益。此外,买壳借壳也未必能满足商业地产企业融资的需求，甚至会使得买壳借壳公司寄予厚望的配股或增发新股变得很遥远。根据有关研究，由于壳公司的基础差、业绩差，其年均融资机会仅有10%,换言之,壳公司平均每10年才能进行一次股权融资,大大低于正常上市公司17.7%的平均水平，而且其平均融资规模也不及正常上市公司。可见,买壳借壳上市对股权融资的作用有限。例如,2002年广州恒大地产曾买壳琼能源上市,但直至2006年,恒大都未能借此渠道融得所需资金。即使企业具备了买壳的实力,买壳过程仍难免存在风险,如财务和法律风险及买壳借壳上市过程中的暗箱操作带来的风险等。

(3)其他风险。一般而言,买壳借壳上市比IPO手续简单，成功率较高。但是实际中往往会出现一些预想不到的情况。如前所述,影响买壳借壳成败的因素很多,如果不顺利,不仅需要重新选壳，而且很可能把企业卷入一个资金漩涡。例如，华远地产借壳SST幸福就前后花费了近两年的时间。综观整个买壳借壳上市房地产企业的后续经营情况，各个企业差别很大,小部分企业如金融街借壳重庆华亚、世茂股份买壳万象集团、中远发展借壳众诚实业、上实股份借壳浦东不锈等都获得了快速的发展。而相当部分的企业借壳之后并无明显的好转。另有小部分企业则是借壳失败,甚至买壳借壳上市后因出现波折反而成为被买壳借壳的对象,如G亿城、中关村、科学城、G泛海、G阳光等多家上市公司就是这种情况。

2.IPO的风险。

(1)无法实现预期融资金额的风险。通过IPO发行新股,获取一定数量的融资额,有利于商业地产企业降低负债率,进一步扩大发展规模。但是,如果市场信心不足,商业地产公司不得不以较低的价格招股，那就无法达到IPO预期的融资额,造成融资计划落空、企业融资成本上升。例如,2008年股市低迷期间，在香港上市的河南建业以每股净资产价格大幅折让56%才最终得以成功发行,使得其融资额由原定的80亿港元缩水至13.7亿港元。2009年下半年，包括美林等国际投行在内的机构投资者，都对内地房地产企业赴港上市一致看好,但是内地房地产股却遭遇“滑铁卢”。随后,受华南城和恒盛地产在上市首日就破发的影响，内地房地产公司的上市招股价进一步下调，致使发行公司上市获得的融资额无法达到预期目标。当年11月,宝龙地产面向散户发行的部分股票约有22%认购不足，公司被迫将招股价由每股3.30~4.90港元降至2.75港元,首次公开募股筹资规模也从6.28亿美元降至3.53亿美元,缩水将近一半。具有较强竞争优势的恒大地产公司是2009年最受关注的赴港上市公司之一,该公司原计划招股价介于3.5港元至5.6港元，募集资金103.6亿~165.76亿港元,但是,最后招股价只有3.5港元。

(2)无法上市的风险。证监会发审委是根据所有申请上市企业的申报资料来进行审核的，包括商业地产业在内的整个地产行业的企业并非没有IPO的机会。但是,资本市场作为宏观经济政策信号传递和具体贯彻执行的重要环节，出于扶持实体经济的考虑和对资产泡沫、地产泡沫的担忧,事实上证监会发审委对房地产企业上市一直持谨慎态度，尤其是对民营房地产企业上市的审批极为严格。证监会发审委曾于1995年明确表示暂不接受房地产开发企业的上市申请。2009年,我国资本市场新股发行开闸后，大批公司在A股市场IPO,但是,却没有一家商业地产公司能够IPO。

市场和政策都存在很多变数,如果不能上市,将造成企业财务风险,甚至影响企业经营的连续性和安全性。例如,受金融危机冲击,2008年恒大地产公司招股公开后，陷入无人认购的尴尬境地，暂停IPO使其原计划中的120亿~150亿元的融资资金落空，而为上市扩张土地储备的出让金却不得不交,以致恒大地产公司陷入资金链断裂危机。2009年,受国内楼市、股市复苏的影响,地产公司上市融资再次涌动。为了上市,万达公司进行了上市前的股改和私募,募集资金达40亿元人民币,完善了其商业地产公司的股权结构,有力地支持了主营业务的高速发展。但是,万达公司为此也承担了过多的风险。其中,万达公司与建银国际的协议内容包括,如果万达公司没有在约定期限内上市，万达公司将溢价回购建银国际的股份;同时,万达公司对于投资期内的业绩也做出承诺,若没有达到协议业绩承诺,万达公司将给投资方予以补偿。

(3)其他风险。除了上述无法上市或上市后无法达到融资金额的风险,IPO还存在其他风险,主要是:①程序复杂,上市准备时间长,通常需要2至3年的时间,费时耗力自不待言。②根据证监会发审委现行制度，申请发行公司无论是否通过发行审核,均要进行公开披露,这对于不能通过审核的公司的形象和未来发展会有一定程度的不利影响。③禁地风险,IPO募集资金的用途有严格的规定,必须按规定的范围使用,不得用于囤积土地、房源,或用于购买开发用地等等。

四、结论

买壳借壳、重组转型上市是以集团控制上市公司为前提的,并不具有普遍性。在IPO和买壳之间,商业地产企业如何做出选择,一方面应考虑公司的股权结构、赢利状况、上市成本、上市条件等因素;另一方面还应考虑IPO和买壳之间成功机会的大小。套用一句哲学的话:两种模式各有利弊,没有一个盈利模式适应任何时间的任何公司。然而,没有确定不变的答案,不等于没有规律可循。在目前的市场环境下,商业地产企业IPO门槛高、审发周期长和成功率相对较低,这些不利因素都不是企业能够控制的。在目前A股市场上,对于多数企业而言,买壳是上市相对简捷而有效的路径,尽管买壳也存在多种风险,但是金融街的案例证明买壳也是机遇,把买壳作为成功进入资本市场的载体，通过企业家的合理择壳、买壳,可以规避买壳过程中的风险和顺利实现资产重组。

主要参考文献

1.贝政新.证券投资学.上海:复旦大学出版社,2005

2.罗伯特·F.布鲁纳著.沈嘉译.铁血并购.上海:上海财经大学出版社,2008

3.张健.房地产企业融资.北京:中国建筑工业出版社,2009