

■知无不言

没有地产 房产大有疑虑



◎袁东

中央财经大学教授

好不容易经过不知多少次的东奔西跑,观察、比较、协商,最终背负债务签了协议交了“首付”,买下了朝思梦想的住房,可还得等一两年(实在无法理解为什么要等这么长时间)才能拿到证明那套住房产权的证明书,这恐怕是绝大部分买房人的经历。盼星星,盼月亮,好不容易等到了那个书面证明后,不知各位有没有仔细看看和想想,那是“房地产证”还是“房产证”?也许你会问,这有什么区别吗?告诉你,区别大着呢!说实话,不管那证书扉页上怎么写,那只能是“房产证”,而不是“房地产证”。证书上“产权性质”那一栏明确写着“私产”的只能是地面上或大小或简洁或豪华的不同格局的房屋,而这房屋下面的土地则不包括在“私产”范围内,因为那是集体所有的土地范围,因为那是集体所有的土地,房屋所有人只能拥有脚下土地的几十年使用权。

于是,疑虑与争论就来了:土地使用权到期后,房屋下的土地如何处理?土地使用费如何征缴?假如到时土地所有者要将该块地皮改变用途,其上居住者所拥有房子该怎么办?对此,普通公众也就只有疑虑的份,而那些主管机构此时彼一时的随机解释,则更加深了百姓的疑虑。从经济学上讲,“疑虑”意味着不确定性较大,难以形成明确稳定的预期,预期不明确不稳定也就影响着经济行为方式的合理性。所以,百姓的“疑虑重重”不仅影响着对地面

上属于业主财产的房屋作长期投入(比如装修)和处置方式,还影响到这份财产对业主即期效用的满足程度(因为效用满足是由各种外在条件与内在心理因素综合而成的)。

更重要的,还会直接影响房地产市场的正常发育与发展,尤其是价格形成的合理性。因为不管你对住房下面的土地拥有多少年使用权,用经济学术语讲,毕竟是“有限期界”,而且仅仅是“使用权”,只是“完整产权”的一部分;而地面上的房屋则是永久性“私产”,权利的拥有是“无限期界”,并且房屋所有人拥有的是所有权、居住权、占有权、处置权、收益权、抵押权、交易转让权、继承权、遗赠权等的统一,拥有的是“完整产权”。这不明确摆着吗?业主对房屋与土地拥有的权利不对称,再有,由于“房产”是依赖土地而存在、且价值也是依赖土地而定的,离开了土地的特定自然地理位置与人文社会环境,不同房屋的价值没有什么实质差别,此所谓“级差地租”也,由此价格确定的难题就来了:一是“地上地下”产权不对称直接导致了难以对“房地产”的未来收益流(价值)统一准确折现计算;二是因谁也不能准确预计土地使用权限到期后会是怎样的制度安排和土地状况,因而土地未来价值的折现估算就更是难以合理准确;三是占房地产产成成本主要部分的“土地价格”因土地缺乏具体人格化的所有者而留下了非市场化的行政操作空隙,导致土地价格该高时不高、该低时不低,难以形成完全市场化的合理价格。这三点就决定了“房地产”价格难以充分准确反映其内在价值,这样的价格形成与波动又怎么会是合理的呢?

何以如此?答案简单得很:农民没有土地所有权使然!我国现行《宪法》对土地的规定继承了原来的“三级所有,队为基础”,保留了上个世纪50年代行政性“农业合作化”形成的农村土地集体所有制,在相当长

一段时期内,农民连对土地的自由使用权也没有,只是从1980年代“家庭联产承包责任制”后才慢慢拥有了最长可达30年的“土地承包经营权”(这是这个经营权制度也越来越显示出不可改的缺陷)。而过去近十年高速发展的房地产基本是靠在农村土地上建起一幢幢大厦支撑的,没有“人格化”的土地被各级政府征走后批租给房地产开发商,后者售房时也就只能出售地面之上房屋的“永久性完整产权”和房子下面土地的“既定年限使用权”。

如果农民拥有土地所有权,就可以在市场上直接交易买卖土地,从而根据其拥有的“无限期界完整土地产权”可能产生的“收益流”综合折现,形成能够充分反映所有相关因素并对农民出售土地完整产权予以完全补偿的市场价格,这就有利于房地产价格形成的更加合理化;而且,由于房地产开发商先行购买了土地完整产权,在其售房时也就可以将土地及房屋的完整产权一并出售,买房人买到的也就是真正完整的“房地产”了,拿到手的产权证书也就是真正的“房地产证”了,也就不会有眼下令人疑虑重重的“70年后土地使用费如何征缴”的争论了。

只要农民没有土地所有权,城镇居民也就不可能拥有完整的“私产”性质的房地产。所以,“城里人”即使出于对自身利益的关怀与考虑,也应当关注供给自己“吃住穿”的农民兄弟的土地状况,农民有没有土地所有权并非跟“业主”们无关,更何况,相当部分像我这样的城镇居民在上大学前或城镇就业前本来就是农民身份呢。如果农民的权益得不到完整保障,自视为“高人一等”的具有优越感的城镇居民完整的完整权益也难以得到有效保障。从这个意义上讲,“打破城乡二元结构,实现城乡一体化”,并非只对农民有益,对“城里人”更是具有许多层面的实质意义。

■世话实说

打开外资银行的妙计锦囊



◎程实

复旦大学国际金融系博士

今年的12月11日,注定将是一个载入中国金融史册的标志性时刻:兑付五年承诺的中国将对世界敞开金融财富的“阿拉善之门”。令人多少有些莫名其妙的,是近来竟有谨小慎微、甚至是杞人忧天的者将这一天理解成了“Judgement Day(审判日)”,视外来金融巨头如“洪水猛兽”的忧心者陡然预测“外资银行将强攻中国市场”。

这种预测可能是部分“内功不佳”的中资金融机构“心慌慌”的舆论表现,也可能是某些别有用心者的市场运作,有效的组织架构、优质的服务手段等方面。而比较劣势可以用“四缺”来描述:缺少足够的营业网点、缺少对称的营业范围、缺少广泛的市场了解,以及缺少充足的人才储备。种种迹象显示,在“步步为营”的总体思路下,外资银行正试图巧用中国传统的三十六计为在中国市场的全面突破积蓄着力量。外资银

行攻守策略中的“东方智慧”令人五味杂陈。

策略一是“声东击西”。“扬长”不一定要“避短”,在许多中资竞争对手以为外资银行会尽量避免劣势显现的时候,外资银行反而可能会大张旗鼓地发展和弥补自身劣势。虽然营业网点布局上外资银行先天不利,而且拓宽营业网络需要付出较大沉没成本,但外资银行完全可以凭借自身资金实力“知难而进”,扩大网点分支。从今年以来多家外资银行加大网点建设力度,增强广告营销频率的发展动向来看,外资银行大有将“不避短”进行到底的趋势。

策略二是“苦肉计”。全面放开并不意味着在华制度约束的骤然消失。从近期《外资银行管理条例》修订稿(征求意见稿)的讨论来看,外资银行获得经营人民币零售业务的身份,对国内法人资格的要求,对三年营业二年盈利的需要、对100万单笔存款业务的规定,不仅意味着更大的资本投入、更强的监管约束,还意味着从零开始的“机会成本”增加。但对于决意驰骋中国江湖的部分外资银行,特别是零售业务、批发业务和中间业务“三项全能”的那些全能型国际大银行而言,忍受这样短期的“难言之痛”是策略前进的不二之选。至少8月份以来外资银行对国内法人资格的需求增加已经证明了这一点。

策略三是“借尸还魂”。面对人民币业务上的相对劣势,一些以批发和中间业务为主要发展立足点的专业型外资银行选择“以证为直”的曲线战略也未尝不可。通过参股中资银行,作为战略投资者的外资银行不仅得到了靠近人民币零售业务的间接机会,还能充分利用中资银行的网点优势,这种协同效应、规模效应无疑为外资银行提供了效用改进。除此之外,联手中资银行,借用本土金融资源,还给外资银行带来了信息不对称降低的额外收获,通过融合渗透,外资银行不仅能够加深对“中国特色”金融市场的全面了

解,还能近距离获得中资银行竞争策略和力量分布的一手资料,这为全面开放初级阶段结束后外资银行的真正进攻提供了累积性帮助。外资银行对入股中资银行趋之若鹜的现状表明,外资银行的确实借尸还魂中的迂直之理。

策略四是“暗渡陈仓”。外资银行的业务优势、资本优势、经验优势和管理优势,让很多市场参与者以为他们会将竞争重心放在存贷款业务、大型批发业务、主流中间业务等利润丰厚、交易成熟的热点区域。当然,外资银行不会放弃这些传统主流业务,但在这些区域与中资银行死磕硬碰,外资银行并不能占到太多便宜,毕竟中资银行具有先发优势,外资银行的能力施展受到初始条件的制约。所以,外资银行还会将注意力投入到一些起点公平的非主流业务或是非主流地域,这将有利于他们比较优势的全面彰显。君不见,外资银行近来纷纷进军网络金融市场、中小企业贷款市场、房地产金融市场、理财市场,甚至是农村金融市场吗?大多数在上海、北京扎根的外资银行还越来越关注西部金融的进展。这为外资银行全面开放后“迎头赶上”埋下了些许伏笔。

策略五是“釜底抽薪”。银行业的未来发展将倾向于与高科技领域的相互渗透,中国金融市场由于起步较晚,在业务创新上大多遵从一种“拷贝式”的“拿来主义”,这为外资银行曲线出击提供了条件。占有技术优势的外资银行很可能会以垄断金融产品技术专利的方式形成对创新银行业务的市场垄断,为在中国市场中居于强势的中资银行创造发展受限的“技术壁垒”。至少从目前来看,部分外资银行正有意或无意地推行着这项旨在长远的技术垄断战略,在过去几年,一些银行已向中国国家专利局递交了数十项针对网上银行业务的发明专利申请。虽然这并不会给全面开放初级阶段中资银行带来多少实质性冲击,但在可预期的将来,这种技术垄断很可能成为外资银行攻克制胜的强力法宝。



盛景转眼已成往事

■MBA眼光

谁摧毁了美国在线的价值?



◎刘贤方

美国理工大学(NYIT)商学院副教授、终身教授,负责学校的中国MBA项目,兼任中美一些大公司顾问

这是一则代表一个过时商业模式正式终结的消息:美国在线公司(AOL)月前宣布其网站的内容和服务将免费向大众开放,而不再仅提供给它的会员。AOL也将以网站点击量来摊取广告费。AOL总裁米勒(Jonathan Miller)为此宣布公司裁员5000人,此占员工总人数的26%。因为新的发展策略已不需要,也无法养活这么多员工了。AOL的崛起和衰落都是传奇性的。2000年1月10日,它与时代华纳(Time Warner)规模史无前例的并购震动了金融世界。它产生了世界上最大的传媒巨头:“AOL时代华纳公司”(AOL TW)。当时,两家公司市值加起来有2800亿美元——要知道那年俄国GDP总产值才2600亿美元!

时代华纳作为传媒业之首,旗下有有线电视节目、杂志书籍出版、音乐唱片制作和发行、电影与电视剧制作、有线电视电缆系统等业务,1999年总收益达270亿美元。而AOL则是网络服务公司,自1992年股票上市后,客户量以每年递增80%的速度扩张,已拥有2200万客户、年收益近60亿。尽管当时AOL的收益不过是时代华纳的20%,员工也不及其15%,却创造了蛇吞象的奇迹——因为在当时的“新经济”热潮中,股市大大地高估了它的成长趋势和赢利能力。

那时很多人看好这一合并,认定是门当户对的婚姻,会带来“1+1>2”的效果(Synergy),可结果却让人大跌眼镜。新公司的总部坐落在曼哈顿的哥伦布中心,就在我所在学校的旁边,那是座气势宏伟的双子星大楼,工程启动时正逢高科技热浪奔涌,原名为“AOL时代华纳中心”,但落成时网络泡沫已破,就改为“时代华纳中心”。因为AOL业务萎缩,网络业务市值大幅缩水,公司名字遂又还原为“时代华纳公司”。它2002年总亏损额达990亿——那也是史无前例的,其中包括540亿美元信誉(Goodwill)的冲销,这等于承认并购时的估价错误。原AOL创始人Steve Case从董事长职位上卸任,由时代华纳的Richard Parsons接替。

2002年4月的股票价格是56美元,可如今在16美元上下徘徊,根据华尔街分析师估算,时代华纳目前的资产价值在每股16-20美元,也就是说,与AOL的结合并没有增加公司资产组合的总价值。所以常有呼声,要把AOL从公司资产中剥离(Spinoff)。

这个案例已成为公司兼并史上最大败笔,它使2000多亿市值蒸发。今天,AOL仍在挣扎,它在美国的客户量也从最高的2700万降到目前的1700万,且大小官司不断,顾客指控声也连绵不绝,甚至被PC World杂志称之为“有史最差的科技产品”。

今天,各路英雄众说纷纭:因AOL没有及时地提供宽带连网服务;是它顾客服务质量的不断恶化;它不该过度、过快的扩张;是它的合并导致了形象危机(Identity Crisis)……更还有人简单地归结于新经济泡沫。也许这些都是原因,但不是关键因素。人们太以成败论英雄,世上又有太多的事后诸葛

葛亮。

冷静回顾历史,我以为AOL因卓越而崛起,却终不敌大局变迁,故落此惨淡局面。

上世纪80年代,随着个人电脑的普及,人类社会进入一个无史可鉴、难以预测的信息时代。网上信息服务行业应运而生了。那种公司建立起一个专用网络,实质上是个虚拟资料库,提供时事新闻、气象预报、体育新闻、银行服务、购物、股票、飞机订票等,以及个人电子邮件的服务。用户付费就能登录,获取各种信息,而用户订阅读费也就是公司的主要收益。在当时的技术条件下,顾客靠电话拨号上网,连接网络的调制解调器的最快速度是56K,网上操作靠程序性的标准指令。

算起来AOL在行业中起步较晚,虽排名第三,却远远落后于前面的Prodigy和CompuServe两公司。然而,它推出了一系列创新,如以自有软件取代标准指令,减少上网过程的技术性,首次采用的图形用户界面(GUI)等。这些做法是技术性人员所不屑的,可方便了电脑新手,普及了网络,把千家万户纳入了顾客群。而且,AOL的内容和群体交流环境(即chat room)在当时也是无可比拟。

AOL以惊人的速度在扩展。后来Prodigy被迫退出了市场,CompuServe又被AOL收购。AOL通过收购还掌控了ICQ的即时信息服务、Netscape的网络浏览器等专利技术。它在行业中崛起了,成为了绝对的老大。那时微软的MSN Network才不过有300万客户。AOL扫平武林无敌手,本该笑傲江湖了——但实际上却是大势已去。

想想看,AOL始于创建自有的虚拟资料库,以此产生收益。那时行业竞争主要在资料库的完善,以内容、服务、推销来发展顾客群。AOL在那样的竞争中胜利了。既然统一了市场,就该坐享垄断利润——这也就是微软的成功模式。

不同的是,AOL面对的是互联网的崛起。网络的连接变得如此浩瀚、威力无穷,这是90年代初的人们无法想象的,又由于Netscape、Internet Explorer、Google等网络浏览器的作用,那些存于无数网站的资料成为井然有序的信息。与其相比,AOL网络的渺小,犹如宇宙中的地球,几乎无关紧要了。而众多的网站都在免费使用,靠点击率赚广告费,靠网上销售获取收益,更有大量的政府部门和非赢利机构网站提供免费信息。AOL孤独地与大势对抗,成了新时代的唐·吉珂德。

到后来,AOL网络也必须提供登录互联网的通道。它的收费因此也就有了本质的改变:顾客过去是支付资料库的使用费,而现在则是上网的服务费;过去AOL是在寡头市场上竞争,而提供上网服务的市场,便进入了一个卖方拥挤的市场。举一例子,某娱乐公司建起一座公园,以卖门票来回投资,竞争对手则是其他公园,它在竞争中击垮了它们。可在此过程中,当地城市已发展成为一座美丽的大公园,它怎么去竞争啊?或许通过改善服务,如为游客提供交通工具,并承诺他们在公园旅游后再免费载去逛城市。但那样去与旅游、客运、公交车、航空公司竞争,类同于独占性竞争(Monopolistic competition)。无论怎样努力,也产生不了高额利润。AOL又哪里能实现股市对它的预期值——回天乏力啊!

互联网的崛起使得AOL的商业模式过时了。这样的竞争形式,在波特(Michael Porter)的词汇中,便是所谓替代品威胁(Threat of Substitutes),正是替代技术的崛起摧毁了AOL的价值。

■乱弹

“胆小的 躲到桌子底下去吧”

◎周洛华

国泰君安投资管理股份有限公司 并购部副总经理 上海大学金融系副教授



“让小鬼躲到桌子底下去吧!即使在那里,他们也仍然瑟瑟发抖。而我们将迎来历史上第二个最激动人的大牛市”。好久没有听到科恩的声音了。这个准确预测了纳斯达克2001年崩盘的高盛女分析师最近又说出一些令人惊讶的话。科恩这些牛气冲天又说出一些令人惊讶的话。科恩这些牛气冲天的预测,理由似乎也充分:1,通货膨胀到头或者即将结束;2,经济活动放缓但是企业表现出利润增加;3,投资人对上述两条形成共识。

从美国的情况来看,似乎牛市的基础能够成立。首先,美联储的加息进程接近尾声,通货膨胀数据并不严重。其次,美国经济总量增长温和,GDP增长虽然有进一步放缓趋势,但是上市公司业绩却表现为增长。也就是说,上市公司销售收入并没有增加,但是利润却增加了。这是依靠应用新技术,提高劳动生产率等方法来实现的内涵式增长的结果。从最近一次的英特尔公司裁员来看,我们似乎有理由相信美国公司的劳动生产率将会进一步提高。

有人还找出了巴菲特在1999年的预测:今后17年美国股市平均收益率将是每年4%。从1999年至2006年,道琼斯指数始终维持在11000点左右,也就是说,美国股市浪费了7年时间。如果巴菲特的预测是正确的,从现在起起的10年将给美国股市的投资者带来年均9.4%的回报。这个预测和科恩的看法几乎一致。

综合这些情况看来,对我们的启示有三条:

- 1,我国股市也将迎来大牛市吗? 我们是外延式的成长,这就是为什么GDP总量迅速增加,而股票却不表现为相应增长的原因。对外扩张规模并不能体现为股价上涨。举例来说,如果一家上市公司宣布销售收入增加50%,净利润增加30%,其股价很可能不涨反跌;因为,公司业绩增长源自宏观经济增长导致的需求增加,而不是源自公司本身效率的提高。这正是沪深股市许多公司的真实写照。如果一家公司销售收入增加30%,而利润增加50%,则说明该公司通过提高劳动生产率获得了内涵增长,公司拥有优质的基因,股价将因此上涨。

我们过多地讨论了“优质资产”的内在价值,而股市定价的真正核心问题是“优质基因”。我经常收到研究员的报告,说某上市公司所拥有的地产价值就相当于20亿,而其目前的市值只有8亿,因此强烈推荐买入。这些研究人员可能忽略了一点:优质资产也需要优质基因来经营。否则,上市公司守着一堆国家给的优质资产,无所事事,甚至乱花钱,乱投资,反而会导致股市给这些优质的价值打折。

2,东南亚金融危机再次出现吗?

我最近反复想着一个问题:我们将高枕无忧地进入长久繁荣吗?就在大家对中国经济表现出无可置疑的信心时,外部情况悄悄在变。最近国际油价连续走低也许是前兆。1997年,在新科技革命的引领下,美国股市走出一个明显的牛市上升通道,大量资金从高通膨胀的亚洲市场撤回,转向美国股市。这是东南亚金融危机的重要原因。现在的情况似乎和那场危机前的情况有些类似:我国经济持续繁荣,出现了通货膨胀征兆,主要表现为房地产价格高涨;美国股市经过较长一段时间的调整,即将逐步走上牛市通道;美国经济增长放缓,但是劳动生产率在提高;只要美国的牛市得到确立,大量资金随时有可能撤离中国,扑向美国股市,中国经济就将承受调整的压力。

如果人民币能够早一些升值,或者美国的牛市来得再晚一些,我们的企业也许就会有更多的时间来调整和准备,以便适应人民币升值的环境了。

3,人民币升值将造就怎样的牛市?

人民币升值将推动股市走牛,但绝对不是经济学家们现在鼓吹的牛市。有人说地产股将是人民币升值最大的受益人,简直是痴人说梦。人民币升值将导致房价下跌,而美国股市走牛,也将带动美元走强,到时候即便人民币不升值,房价也会下跌。就像大家在1997年以后的香港市场所看到的那样。

人民币升值将使我们无法再依赖于外延式增长,沪深股市不会迎来一个普遍上涨的牛市行情。只有那些掌握核心竞争力,具有竞争优势基因的行业龙头企业才能从升值的行情中获益。企业将主要依靠提高效率、降低成本、提升产品质量,进入高利润市场等内涵式的增长,做强自己的企业,击溃同行业的其他劣势企业。这些劣势企业其实是在人民币贬值的时期,在银行贷款的积极配合下,才得以生存的。一旦经营陷入困难,这些企业将很快被淘汰出局。

从一定意义上讲,人民币升值将引发的行情将是一轮行业龙头崛起的过会,将伴随着一系列并购,我们真的会发现巴菲特的另一句话的价值:“退潮时才知道谁穿着裤子”。