

# 房地产企业资金链异样说明了什么

□易宪容



无论是顺驰地产神话的终结,还是上海圣力数码广场资金链的断裂及钱江系从重庆房地产市场大撤退,都说明了国内房地产市场宏观调控已经触动到一些房地产开发企业的神经。经过两年来的房地产市场宏观调控,房地产市场政策已经发生很大的变化,而这些政策将影响整个房地产市场的未来走势。

最近,顺驰地产神话的终结,上海圣力数码广场资金链的断裂,钱江系从重庆房地产市场大撤退,国内房地产市场也已经开始一一显露出来了。这些企业尽管所处的环境不同、条件不同及最后的结果不同,但有一点却是相同的,即面对国内宏观调控及央行的信贷紧缩政策,这些企业脆弱的资金链开始显示出国内房地产企业的弊端。

从顺驰终结的现象来看,或许人们只会看到,顺驰的发展违背了企业发展的基本常识与规则,无视企业发展的基本法则,无视自身资金和管理能力的盲目扩张。为了追求盲目的高速扩张,顺驰采取了高土地成本、高财务成本和人力成本等三“高”政策。并且,顺驰以三“高”政策来追求一个“快”字,即尽可能快地缩短项目运营时间,尽可能快地加速资金的内部流转,尽

可能快地扩大销售规模等,以建立起一个所向无败的房地产王国。但是,当顺驰的快速规模扩张无法承受其财力之重时,顺驰王国的终结也就临近了。

其实,我们可以想想,顺驰为什么可以违背企业的发展常识在短期内兴起,又怎么会在短期内终结?最为重要的是,房地产企业看到了目前的体制弊端为实现它们的梦想创造了条件。可以说,尽管在2005年顺驰的发展已开始步履维艰,但如果没有今年一系列房地产市场宏观调控政策的出台,顺驰还可能借制度缺陷而维持下去。但是,当房地产市场的制度在改变和完善时,像顺驰这种想借助市场的制度缺陷而得以生存的企业就会寿终正寝了。这就是目前国内一些房地产企业资金链断裂后的必然结果。

可以说,在短短几年的时间,国内房地产市场能够迅速繁荣,各行各业的企业都涌入房地产市场,不仅在于房地产业的市场准入门槛低、利润高和技术含量低,而且还在于房地产市场有一个完全背离金融市场法则的融资模式。

从这几年房地产市场的情况来看,哪家企业能进入房地产市场,并不在于这家企业的实力(如财力、人力、企业的竞争力等),而在于这家企业能否拿到土地。在土地没有市场化而协议转让之前,企业拿到土地的能力就在于企业与政府权力的远近,就在于如何用金钱与政府权力进行交易。但是,当土地交易规则发生了变化,当土地需要市场化方式交易时,能否获得土地就

在于企业财力,就在于企业如何利用好现有房地产融资市场不完善的制度。顺驰正好看准了这种房地产金融制度缺陷,并希望操纵这种制度缺陷来求发展。

在房地产市场,拿到土地就等于拿到了进入该市场的入门证,但在有一定竞争条件下,要获得土地就得比其他企业出价要高。当房地产企业获得过高的土地时,如何来消化这过高的土地成本,就得缩短土地项目经营的时间,让其产品尽快地推送到市场上。为了实现这一点,其资金从何而来,其比他人更具优势的营销从何而来,就在于便利的融资,就在于销售高

端人才。可以说,如果不是目前国内住房预售制度的弊端,顺驰要实现这种高价土地通过高价资金及高收入人才向产品转移是不可能的。

因为,在目前的住房预售制度下,无论什么企业,只要它所谓四证齐全,就可以进行住房预售,而且住房预期款项目可以直接进入房地产开发企业账户上。如果说,一家房地产企业预测到其经营的房地产项目能够将在住房预售顺利进行,那么它只要解决房地产运作流程中这一环节就可以高枕无忧了,即拿地后如何把四证办齐,其中最为关键的就是如何缴交其充诺的土地出让金及土地出让金支付期限

与方式。

为了支付土地出让金,财力不足的企业就会以高利率从民间信贷市场(目前国内民间信贷市场十分发达,有近3万亿资金在流动,利率达到16%多)获得资金。当这些企业交齐土地出让金(有能力的企业土地出让金交付往往是分期付款),就可办到四证。这时,企业就可能进行住房预售了。由于住房预售款项可以直接进入房地产开发企业账户,由于目前国内房地产业高利润,这就使房地产开发商只要预售项目的部分产品,就足以归还来自民间信贷市场的高利率资金及应付日常所需要的资金。此后的住房预售款项既可以为该

企业下一个房地产开发项目的滚动资金,也可以成为房地产开发商的净利润。在这种情况下,如果房地产开发商为下一个项目筹集资金,那么它就会以快速销售的方式来实现整个项目的销售,顺驰就是这样做的。如果企业为了获得超额利润,那么房地产开发商就会以高出售价的方式来攫取暴利。这就是为什么国内房地产开发商能够捂盘并不断地推高房价的原因所在。

当房地产市场政策维持不变时,这两种销售方式为房地产开发商屡建奇功。但是,当房地产市场变化发生后,尤其是当政府出台了一系列针对房地产市场的宏观调控政策后,不仅房地产市场面临了不确定性,而且住房预售产品也面临着诸多不确定性。也就是说,在现房产品面临不确定性时,期房产品更是难以吸引购房人了。一旦早期期房销售出现问题,那些财力不足或根本没有实力且希望“空手套白狼”的房地产企业资金链就会断裂。

可以说,无论是顺驰地产神话的终结,还是上海圣力数码广场资金链的断裂及钱江系从重庆房地产市场大撤退,都说明了国内房地产市场宏观调控已经触动到一些房地产开发企业的神经,也说明了目前房地产市场并不如房地产开发商预期的那样好。从国家统计局所公布的数据来看,房地产宏观调控的2005年个人住房按揭贷款增幅迅速下降,而且2006年1至5月住房定金及预收账款增长下降超过了10%以上。特别是上海法院判

决房地产企业必须退还几十家居民预售购房合同后,该事件的蔓延与影响更是不可低估。

正是从以上的案例分析,我们可以看到,国内部分房地产企业资金断裂并非仅是个别房地产企业的单个事件,而是反映了房地产企业的一般情况,只不过目前不同的房地产企业所受到影响的程度不同或可能表现出来的紧张程度不同而已。但是,市场应该看到,随着房地产市场的宏观调控日趋深入,随着房地产市场制度规则在改革,现行房地产市场融资制度弊端也在得到纠正,那么希望利用这种制度弊端想盲目扩张的企业所隐藏的问题也一定会暴露出来。而且制度变革并非不可低估它对整个市场的影响,更不要抱着侥幸的心理以为这只是一时之事,只要暂时把没有销售的楼盘严严实实捂住就行了。目前北京房地产市场的一些聪明企业采取打折销售策略,我们似乎已经能看到这一影响。

总之,经过两年来的房地产市场宏观调控,房地产市场政策已经发生很大的变化,而这些政策将影响整个房地产市场的未来走势。顺驰地产神话的终结及上海圣力数码广场资金链的断裂都预示着国内房地产市场将发生较大的变化。我们的居民与房地产开发企业都看到了这一点吗?看到这一点给整个市场带来的变化吗?这就是国内房地产企业资金断裂要说明的问题所在。

(作者单位:中国社会科学金融研究所金融发展与金融制度研究室主任,研究员)

# 公司治理基金:保护投资者利益的利剑

□国联安基金管理有限公司

## 公司治理基金的出现

20世纪90年代前,在不同公司治理模式下,德国、日本企业在运作效率与盈利能力上超越美国企业,引起以美国学者为主的经济学家们的关注,由此开始了公司治理理论的研究,并在公司治理方面提出了大量开创性见解,为今后评价公司治理效率奠定了理论基础。

进入上世纪90年代后,欧洲以及日本等发达国家的经济学家们也开始关注公司治理的作用,他们在美国经济学家理论研究的基础上,着重研究了不同公司治理模式与原则下产生的差异,使公司治理研究进入了务实的阶段。

安然、世通、安达信等一连串财务公司丑闻事件披露后,为强化上市公司内部治理和增强资本市场信息披露,美国于2002年通过了《萨宾斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act),该法案的出台为保护投资者利益做出了重要贡献,极大地规范了上市公司治理行为。事实证明,良好的公司治理具有相当的吸引力。

随着理论的不完善与深入,一时间国际社会出台了各具特色的公司治理原则与准则。参与公司治理原则与准则制定的主体不仅有国家,还有国际性组织、各类中介组织、机构投资者、金融机构,甚至还有企业自身。20世纪末,标准普尔、里昂证券、戴米诺和杰克逊等公司纷纷颁布了自己的公司治理评价标准与指标,拉开了投资者对上市公司治理结构监督的新篇章。

公司治理原则与准则的推出从法律上肯定了公司治理的重要性,但这些准则与原则尚不一定能具体运用,这就需要相应的实施细则,包括评价模式与指标。综观各种评级系统,蕴含许多共性:评级系统均包括股东权利、董事会结构及信息披露三个要素构成的系列指标;绝大多数评级系统都是用权重评级方法;获取所需评级信息的方法是一致的,主要来自公开可获得信息;评估具有非连续性等。

公司治理的重要性越来越被

## 资料链接

### ►公司治理基金:

是一种新近出现的基金,它与以往基金的不同之处在于公司治理基金主动参与上市公司治理结构改进,通过全面提升上市公司整体价值来获得超额收益。

### ►主要特征:

公司治理基金的最终目标是规范上市公司治理结构,提升上市公司运行效率,协助上市公司采用有利于长远发展的治理结构,从而提高上市公司整体价值,最终提高基金持有人收益。其意义在于用市场的力量协助监管部门监督上市公司治理结构的规范性,稳定证券市场的发展。

人们普遍认同,主要是1997年的亚洲经济危机沉重打击了亚洲新兴市场国家与转轨国家的经济,旧有的经济体制与公司治理结构阻碍了国民经济的进一步发展。在这种环境下,新兴市场与转轨经济的投资者、监管者都意识到,采取必要的措施监督与改善上市公司治理是保护投资者利益的最佳途径。公司治理指数的制定与颁布就成为各国监督上市公司治理合理性的第一步,2001年,巴西率先推出了它的公司治理指数——特别公司治理股票指数(Special Corporate Governance Stock Index),随后,英国、韩国、富实等国家与机构纷纷建立了公司治理指数。

公司治理指数的出现为投资者更好地监督上市公司治理提供了一条有效途径,不仅如此,公司治理指数还具有许多功能,例如开发指数基金、ETF以及开发各种指数挂钩产品或其他指数衍生

产品。由于公司治理指数能够向投资者传达有关公司治理质量的信息;约束指数样本公司行为,保持良好市场形象;促使上市公司提高自身治理水平等,因此,公司治理指数一经推出就赢得了许多好评。

敏锐的市场投资者发现,随着公司治理结构的改进,公司的原有价值也会上升,因此,美国、欧洲、日本、韩国的金融集团纷纷设立公司治理相关金融产品,以期通过改善上市公司治理结构而获得收益。德国安联资产管理集团(韩国)也不失时机地抓住了这个机会,于2004年6月在韩国成立了公司治理基金。

## 安联集团公司治理基金的表现

成立于2000年12月的安联资产管理集团(韩国)是安联集团下属的一家100%控股的企业,由于安联集团良好的投资与资产管理模式,安联资产管理集团(韩国)已经成为韩国一家主要的外国投资管理公司。基于安联集团良好的声誉以及行业地位,2004年6月,安联资产管理集团(韩国)被韩国国家养老基金公选为“韩国贡献(Korea-dedicated)公司治理基金”的管理人,这使安联公司成为韩国第一家操作主动型基金资产管理公司。时隔两年的今天,安联资产管理集团(韩国)仍然是韩国国内唯一操作公司治理基金的公司。

目前安联资产管理集团(韩国)拥有3只不同公司治理基金产品,截至2006年6月30日,三只产品共发行了1950亿韩元。尽管每只都有不同的投资目标和名称,但他们都属于韩国养老基金和不同的保险产品。在三只产品中,于2004年6月成立的基金是最早也是规模最大的公司治理基金,目前拥有915.6亿韩元的规模。由于该基金优异的表现,使安联资产管理集团(韩国)取得了建立两只类似基金的权利。

两年来,安联公司操作的该治理基金表现优异,远远跑赢了它的基准(90%韩国公司治理指数加上10%韩国证券自动交易

系统指数)约22.94个百分点。自成立以来,公司治理基金还跑赢了韩国大盘指数21.94个百分点。该基金优异的表现吸引了无数的机构投资者,不仅有来自韩国国内的,还有来自世界各地的。

从安联的公司治理基金投资基本策略看,该公司治理基金的投资理念是“长期优异表现”。在公司选择上,该基金采取自下而上的研究方式以及前期进入已选公司管理的模式。这种理念来源于安联集团相信公司治理会影响韩国公司的财务以及股票价格。投资策略是选择少于15只韩国上市公司的股票,并主动参与所选公司的管理。投资目标是超越韩国综合股票价格指数(KOSPI)的表现。

随着外国投资者拥有韩国上市公司股票40%以上时,我们很清楚地看到,与六年前相比,当涉及到公司治理的话题时,国外投资者发出了更多的要求与声音。我们也看到,在过去五年中,上市公司分红一直在提高,这给了投资者更多信心。

从投资结果分析看,在该基金的投资策略中所采用的关键因素主要包括以下方面:1)该基金通过购买备选公司股票,成为6家备选公司中的3家的董事,目前正在和另一家备选公司就选任董事事宜进行谈判;2)在公司有关合并与过量现金回购的文件中,投资团队阻止采用反并购形式;3)投资团队已成功说服备选公司制订一个清晰稳定的分红策略,并在可能的情况下提高分红比例;4)在看起来切实可行的时候,投资团队已经提议不同的方式以提高股份流动性;5)投资团队已经要求备选公司与投资者进行更高质量、频率的沟通。

## 中国需要公司治理指数与公司治理基金

由于受到传统体制的影响,中国上市公司存在许多弊端:

(1)法律体系不够完善,这往往表现为法律惩处不到位,对不当行为缺乏足够威慑力;重行政干预,重行政责任追究;法律救济机制不健全等。

(2)独立性仍不强,在国有控股上市公司中,高管的行政任命与选拔方式没有改变(见图);高管薪酬决定方式仍比较落后并带有浓重的行政色彩等。

(3)董事会运作的有效性不够,大股东代表基本上控制了公司董事会;董事会决策议事机制的独立性有待提高;独立董事缺乏独立性;缺乏有效的董事考核机制和长期激励机制等。

(4)信息披露质量有待提高,信息披露实践严重滞后于信息披露规则;缺乏对新披露主体有效的法律约束;企业内部缺乏有效的信息披露机制等。

这些问题的缘由基本都可归结于对委托——代理机制不合理的安排,而良好的公司治理机制恰恰是解决委托——代理机制难题的有效办法。

鉴于中国上市公司治理中存在的诸多问题,为了有效地规范上市公司行为,中国证监会于2002年颁布了《中国上市公司治理准则》,这是一部借鉴国内外成熟经验的法律,直接规范了上市公司治理内容。随后,为了进一步规范上市公司治理行为,相继颁布了《上市公司收购管理办法》、《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》、《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等法律文件。2005年,为了进一步完善对上市公司治理行为的规范,相继在新修订的《证券法》和《公司法》中明确了上市公司治理行为的要求,同年底,国务院批准证监会《关于提高上市公司质量的意见》一文,进一步明确了上市公司治理行为的要求。

国家不仅对公司治理行为规范的要求逐渐明确,对上市公司的监管也更加严格。最高人民法院于2002年、2003年分别颁布了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》、《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》,这两部规定的发布给予了证券投资者优先的一份强有力的保障武器。随后,在2005年、2006年两年中,证监会先后颁布了《关

于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》、《关于进一步加快清欠工作的通知》等文件,拉开了中国证券市场上最大规模的上市公司治理改革的序幕。

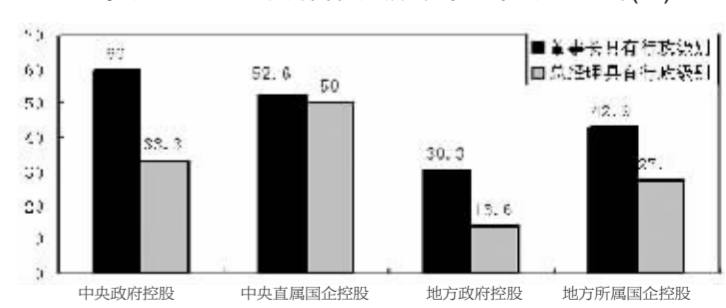
毫无疑问,中国证券市场的法律环境与制度环境在不断完善,对公司治理的要求也在不断提高,管理层一系列的法律规范来阻止不当的公司治理行为发生。但是,这种以行政手段规范管

理的方式还存在相当的缺陷,那就是缺少市场自发力量的监督(见表)。中国是成文法系国家,条文无法涵盖现实生活中的每一个细节,因此,鼓励投资者主动参与公司治理是一种有效地解决条文法灵活性较差的缺陷。正如安联资产管理集团(韩国)所作的尝试一样,我们认为公司治理基

金是一种可供选择的由市场为主导参与改善我国上市公司治理的方式。公司治理基金不仅代表投资者的利益,还可以主动参与监督上市公司不合理行为,更进一步来者,公司治理基金还可以向上市公司提供专业咨询,以提高上市公司整体价值。

历史总是存在惊人的巧合,中国证券市场目前采取的措施与市场状况和韩国97经济危机后的情况非常相似:广大投资者有公司治理的需求、针对公司治理的法律制度不断完善、国外投资者进一步进入中国……不难判断,随着中国证券市场的逐步发展与开放,随着公司治理指数的逐渐完善,公司治理基金必将成为一条代表广大投资者参与上市公司治理监督的有效途径。

董事长和总经理具有行政级别的上市公司比例(%)



资料来源:上海证券交易所

东亚经济体公司治理评分

9个东亚经济体的公司治理评分	
公司治理方面法规	投资者评价
中国大陆	0.70 17.03
菲律宾	0.76 13.75
韩国	0.66 26.11
中国香港	0.66 33.24
马来西亚	0.64 25.25
中国台湾	0.63 22.26
印度尼西亚	0.63 17.60
泰国	0.60 25.64
新加坡	0.61 43.10

(资料来源: Stephen Cheung, Hasung Jang, Sep. 01, 2005, PECC\* Macro Corporate Governance Scorecard Project)