

# 房地产调控不理想症结在哪里

□易宪容



易宪容,中国社会科学院金融研究所金融发展与金融制度研究室主任,研究员,经济学博士。

尽管 2006 年涉及到国内房地产的相关宏观调控政策出台了,但对房地产业调控所取得的成绩与国务院所期待达到的目标之间仍存在着一定差距。目前,国内房价增长速度过快,国内房价仍在高位运行。房价增长过快是观察今年房地产宏观调控成效之所以说是理想的关键所在。而房地产业作为这一轮投资增长的动力或引擎,如果国内的房地产投资过热不能够得到有效的调整,过高的房价不能够下行,那么整个宏观经济过热都可能随时出现反弹。

当国家统计局公布今年第三季度的经济数据并把当前经济形势特征概括为“三落一稳”(即国内生产总值增速回落,工业生产增速回落,固定资产投资增速回落及货币信贷增速高位趋稳)时,目前市场对经济形势判断基本上是今年宏观经济调控初见成效,今年就不要出台什么宏观调控政策,未来只要如何保持稳定就可以了。比如,多数评论都指出,这次央行上调存款准备金率主要是针对商业银行的过高流动性,最主要为了防止银行信贷增长过快与国内固定资产投资增长过快的反弹。但是,在我看来,问题可能并不这么简单,特别是当前国内房地产市场并没有得到很好调整时,国内固定资产投资过快及银行信贷过快反弹也是必然的事情。

这可能是最近国务院对国内房地产宏观调控表示不满意的真正问题所在。从当前的房地产市场情况来看,全国房价依然高位运行。如国家发改委和国家统计局提供的数据表明,今年三季度,全国 70 个大中城市新建商品房销售价格同比上涨 6.7%,同比涨幅较高的主要城市包括:深圳 12.3%、北京 10.9%、厦门 10%、成都 8.9%、呼和浩特 8.4%和广州

8.3%等,下降的城市只有 2 个,分别是上海 2.3%和丹东 0.1%。

对于全国房价依然高位运行,有职能部门政府官员认为是调控政策的滞后性,但实际情况并非如此。自国六条推出以来,不仅少数城市的住房价格上涨且调控前还快,而且房地产市场秩序的规范问题也不能令人满意,如市场信息不公开透明和市场信息混乱等。

特别是我看来,房地产业作为这一轮投资增长的动力或引擎,如果国内的房地产投资过热不能够得到有效的调整,过高的房价不能够下行,那么整个宏观经济过热都可能随时出现反弹。从国家统计局的数据来看,尽管国内 70 个城市房价增长放慢为 5.6%,但几个城市的房价增长仍然处于

两位数,如北京和深圳等地。

而且,从国内房地产开发投资的情况来看,2006 年 1 月至 8 月房地产开发投资增长为 24%,仍然高于 2005 年的 19.8% 的 4 个多百分点。而且房地产投资增长放缓主要表现东部地区,尤其是一些特大城市,但是另一方面房地产投资快速增长已经由沿海地区转向内地二线以下的城市。房地产投资发展为全国一片红。如今年 1 月至 8 月东部、中部、西部地区房地产投资增长分别为 20.6%、35.5%和 31.2%,即东部的房地产投资增长又开始反弹了,而中西部地区房地产投资则远远高于 2005 年的增长速度。

还有,从房地产开发资金来源来看,今年 1 月至 8 月份房地产开发资金来源增长达到 28%以上,

更重要的是表现在国内银行贷款增长为 51%(2005 年为 21%),利用外资增长 36%(2005 年为 10%)和外商直接投资 63%(2005 年为 18%),而定金及预收款为 -5%(2005 年为 5%)。

从这样一组数据来看,尽管从今年以来银行信贷一直处于不断收缩的过程之中,但国内银行的信贷收缩并没有对房地产业产生多少影响,相反房地产业还影响了国内银行信贷增长的迅速扩张,从而使国内房地产业在今年银行信贷增长高于 2005 年一倍以上。当然,由于国内银行信贷不断收紧,为了规避国内银行信贷收缩的风险,国内房地产业融资渠道正通过引入外资来打破国内银行信贷收缩限制,从而使今年国内房地产市场利用外资的比重成倍增长。

大量的外国资金涌入国内房地产业,这不会弱化宏观调控对房地产业的调控效果,而且让国外资金大量进入又增强了人民币升值预期。同时,定金及预收款为负增长说明了个人住房开始理性化,民众购房消费与购房投资的欲望减弱。

再就是,今年 1 月至 8 月份国内房地产业的开发面积增长是 27.5%(2005 年增长为 5.2%),商品房销售面积增长为 8.9%(2005 年增长为 15.3%),商品销售额增长为 18.2%(2005 年增长为 26.9%)。从这一组数据来说,一是今年以来,尽管房地产业宏观调控政策出台不少,但并没有遏制住国内房地产业的过快增长速度,反而这种增长还在加快,如今年以来房地产开发面积增长约为 2005 年 5 倍以

上;二是尽管房地产开发面积快速增长,但商品房销售面积增长放缓,仅及 2005 年一半。这说明房地产开发投资在加速增长,但商品房投资及个人住房消费开始趋于理性。由于国内房价过高,使得国内民众的住房消费被严重挤出;三是在商品房销售面积减少的情况下,商品房销售额却快速增长。这说明了国内房价增长速度过快,国内房价仍在高位运行。

也就是说,尽管 2006 年涉及到国内房地产业的相关宏观调控政策出台了,但对房地产业调控所取得的成绩与国务院所期待达到的目标之间仍存在着一定差距,如房地产开发投资快速增长,引入外资成几倍增长,住房销售总额增长过快和住房销售面积增长下降等。在这种情况下,房价也就自然

会上涨了。而且,目前这样一种发展状况的房地产市场无论是对保持国内经济持续增长还是对改善国内居民的住房消费水平而言都是相当不利的。如此看来,这可能是国务院对国内房地产市场宏观调控之所以不满意的原因所在。

由上分析可以看到,房价增长过快是观察今年房地产宏观调控成效之所以说是理想的关键所在。因为,房价快速增长,就必须带动房地产投资开发增长,带动大量的各种资金进入国内房地产市场。由于大量外资进入国内房地产市场,即使国内采取了货币紧缩政策,但对国内房地产市场的影响也不会太大。对此,国务院应该从两个方面入手,对今年以来的房地产宏观调控政策重新检讨:一是外资进入的途径与方式,特别是外资进入后的影响要做全面评估;二是目前国内央行货币政策调控的传导性,并根据检讨结果重新采取有效的应对措施。

总之,房地产业作为这一轮国内经济增长的动力或引擎,如果房地产投资过热不能够得到有效调整,那么整个国内宏观经济要取得实质性进展是不可能的,而且这种过热随时都可能会导致整个国内经济过热再次出现反弹。对此,我们必须予以密切关注。

# 全流通与上市公司财务管理七重变革

□段艳琳 唐震斌

上市公司股权分置改革将对中国证券市场的优化资源配置、恢复定价功能、改善上市公司治理与考核、促进金融创新、完善市场监管等方面产生深远的变革及影响,同时在很大程度上改变了上市公司的财务管理环境,带来财务管理目标和模式的深层次转变。股改完成后,财务信息披露与透明度也可能面临更加严峻的挑战。上市公司应通过转变财务管理理念,完善财务管理职能,实现财务国际趋同,做好财务管理创新,提高财务专业素质,加强财务法制意识等措施来适应全流通的市场新环境。

上市公司股权分置是我国证券市场发展中产生的特殊问题,长期以来扭曲了证券市场的定价机制,使公司治理缺乏共同的利益基础,不利于投资者形成稳定的预期,制约了我国上市公司和证券市场的健康发展。从今年 10 月 9 日起,已完成股改的上市公司取消“G”标记,恢复股改方案实施前的股票简称;而未进行股改或已进行股改但未实施的公司,其简称前冠以“S”标记,以提示投资者,这标志着中国证券市场已进入了全流通的股权分置时代。毫无疑问,上市公司股权分置改革将对中国证券市场的优化资源配置、恢复定价功能、改善上市公司治理与考核、促进金融创新、完善市场监管等方面产生深远的变革及影响,同时在很大程度上改变了上市公司的财务管理环境,带来财务管理目标和模式的深层次转变。

## 股改后中国证券市场发生多重变化

上市公司股权分置改革作为我国证券市场的一项重大基础性制度变革,其本质在于消除影响证券市场功能的制度性障碍,实现上市公司全体股东利益一致,形成优化公司治理结构的共同利益基础,稳定市场预期,通过完善上市公司的股价形成机制,全面提升证券市场的投资价值,并将从各个方面引发根本性的转变。

1、在优化资源配置各项功能中,兼并收购功能得到突出强化。由于股改让原先不参加流通的非流通股上市流通,改变股权分置的局面,实现了股票的全流通,也就为并购功能的发挥提供了充分的条件。各层次各类型的兼并收购活动将日益活跃,这对于调整存量结构、优化资产质量意义重大。

2、市场定价功能得到更加真实的体现。在股权分置情况下,市场价格只是一部分流通股的价格,并不能完整、全面反映上市公司的股本及资产状况。股改后,全流通的市场将逐渐形成自主定价功能,使股价能更真切地反映上市公司的真实价值。

3、股改将进一步完善上市公司治理结构及考核管理体系。在股权分置的情况下,不同类型股

东由于缺乏共同利益基础,导致目标、利益、行为的分歧;股权分置改革后,流通股与非流通股拥有一致的价值评判标准,必然将促进所有股东共同关注公司的经营发展,大股东会更关心公司价值的提升和证券市场的反映,建立利于企业长期发展的激励机制,从而形成多层次的外部监督和约束机制。同时,上市公司管理将增加市值管理的新内容,考核体系、动态管理模式等都将出现新的变化。

4、全流通的市场环境、市场约束作用增强以及行政干预作用减少等都将对证券监管方式提出更新更高的要求。证券监管机构也将适应新的市场环境,从监管法规制度、监管机构设置、监管模式、监管机制、监管手段等各方面实现转变,并逐渐增强对证券市场的服务职能。

此外,随着股改的推进,证券市场的制度创新、产品创新、工具创新、机制创新等都将获得前所未有的迅猛发展。而且,外资获准以战略投资者的名义进入二级市场,这意味着市场对外开放增加了新的渠道,证券市场对外开放格局将进一步拓展。

## 股改后财务管理出现深层次变革

在股权分置时代,上市公司的财务管理行为被严重扭曲。各类股东利益诉求的分歧,使得股东之间的利益无法调和,进而使财务管理的目标——企业价值最大化、甚至股东利益最大化都难以切实有效地实现。再加上以往剥离、分拆上市遗留的历史问题,上市公司财务运作的目标实际上是控股股东利益最大化。这种财务管理目标下的财务运作只能导致这样的后果:即牺牲流通股股东的利益,乃至牺牲非控股股东的利益最大化。

在股权分置状态下,各类股东在上市公司中的增发、配股及相关融资过程中承担的风险不对等,融资行为导致的股价涨跌直接影响流通股股东的利益,而对于非流通股股东却没有约束力;前者则关注二级市场股价的波动,后者则关注每股净资产的增减。例如,某上市公司以每股 12 元的价

格增发 6000 万股股票,增发后每股净资产由 8.16 元增加到 9.21 元。大股东通过增发,轻而易举就使自己净资产大幅增值;而其后该股票价格的下跌却使流通股股东利益受到严重损害,两类股东的利益差异显而易见。

股权分置改革前,非流通股与流通股的利益出发点、追求的目标、盈利方式的差异,导致证券市场的定价机制扭曲,上市公司业绩与其股价背离,股票的估值标准混乱。流通股股东以股票市值衡量投资价值,并以市值的变动确认损益;作为控股股东的非流通股股东更关心的是净资产,以及能否通过配股增发实现更大的增值。

在股权分置改革完成之后,股东间利益达成一致,实现了真正意义上的同股同权、同股同利,由此影响上市公司财务管理的目标发生转变,上市公司估值标准逐渐趋于一致。同时,随着股份全流通,资本市场并购重组也将空前活跃,维护股价成为上市公司经营管理尤其是财务管理的重要内容,股票全流通给上市公司财务管理带来的改变将是革命性的。

1、股权分置改革之后,企业价值最大化将成为上市公司财务管理的目标。在市场经济中,企业本质是人力资本与物质资本组成的多边契约关系的总和。契约实质要求公司治理结构的主体之间应该是平等的关系。股权分置改革首先解决了各类股东之间的利益冲突,实现了同股同权,实现了各类股东共同的利益基础,从而理顺了上市公司治理结构的基础,激活了上市公司控制权市场,诱发财务管理目标从控股股东利益最大化转变为企业价值最大化,要求公司管理层在确保公司持续性价值创造、承担社会责任的前提下,为全体股东实现财富最大化。

2、股权分置改革之后,优化财务决策,确保公司可持续发展成为上市公司财务管理的目标之一。在股权分置时代,控股股东为达到增发、配股或保障的目的,在财务管理上存在着严重的利润操纵等各种短期化行为。尤其对于业绩不佳的上市公司而言,财务管理的短期化现象更严重。而随着全流通局面的形成和市场监管效率的提高,股价的信息含量不仅包括企业既往盈利能

力、盈利构成的信息,还包括未来盈利潜力、时间分布等不确定性的信息。因此,在投资项目选择、融资策略制订、股利政策制定乃至中长期生产经营规划等方面的财务战略决策必须充分考虑时间价值以及各种不确定性,重视规模、盈利、风险等多方因素的均衡,确保公司可持续发展,注重不断提升企业价值。

3、股权分置改革之后,关注股价、维护股价将成为上市公司财务管理的重要内容。对于全流通的上市公司而言,股价反映了投资者对上市公司的信心以及未来盈利预期;对于控股股东而言,股价反映了所控制的资产价值,成为有效保障控制权稳定性的主要工具之一;对于公司管理层而言,股价高低反映公司投融资决策及其日常管理中资源配置和运用的效率,并影响未来的融资成本。而在影响股价的各种宏观、微观因素中,包括利润在内的多种财务管理指标将是重要的影响因素。由于传统财务管理中对于股价的关注度较低,这将成为股改后上市公司财务管理的新课题。

4、股权分置改革之后,未来现金流量等财务指标将成为资产估值的重要标准。资产定价功能将是资本市场的基本功能,是有效进行存量资源优化配置的基础。股权分置的状况使得资本市场丧失了资产估值功能,或缺乏科学有效的估值标准。而股改完成后,企业价值表现为企业未来的收益以及相应的风险报酬率作为贴现率而计算的现值,即未来现金流量净流量的现值。由此将导致资产估值的核心理念发生变更,将从注重“帐面”过渡到注重“市场”,从注重“历史”过渡到注重“未来”,“净资产”这样的财务概念将从估值的核心指标中逐渐淡出,资产盈利能力、未来现金流量等将成为资产估值的重要标准。

5、股权分置改革之后,利用有效的资本运作配置资源也将成为财务管理的重要工作。消除股权分置以后,全流通上市公司的股价更接近企业本身的盈利能力、发展潜力,从而能更真实地反映资产价值;同时,股票的全流通使得控制权转移变得更加市场化、简单化。这些都极大地激活了兼并、收购和控制权争夺市场,为企业通过资本运作配置资源、最大限度发挥协同效益提供了前所未有的广阔平台。而兼并、收购和控制权市场的活跃必然产生各种金融工具、理财产品的不断创新。有效运用财务工具、创新金融工具进行各种资本运作、理财活动将成为股改后上市公司财务管理的重要工作内容。

6、股权分置改革之后,财务管理系统中将重新构建投资风险收益的评价体系。许多企业拥有上市公司的非流通股,股改前无论长期股权投资核算采用成本法还是权益法,该投资都处于相对静止状态,投资价值变动较小。而股改完成后,该部分投资价值时时刻刻都处于变化之中,这就要求财务人员实行动态管理,充分考虑二级市场风险因素,建立股权投资的风险预警控制系统;密切监控被投资上市公司的动向,认真分析其经营现状及未来趋势,注重内在投资价值,建立起新型的投资风险与收益评价体系。

7、股权分置改革之后,财务管理的政策选择、管理模式将进一步与国际趋同。股改后,外资获准以战略投资者的名义进入二级市场,这意味着证券市场对外开放增加了新的渠道。而与证券市场股权分置改革相呼应的是,财政部于 2006 年 2 月发布了涵盖各类企业各项经济业务的新企业会计准则体系,将于 2007 年 1 月 1 日起率先在上市公司中执行。这次会计准则改革,本质上是一次中国会计准则与国际会计准则的趋同,对比新准则与国际会计准则,虽然在个别方面还存在一些细小的差异,但一致的程度相当高。这将有效地保障国际投资者的顺利进入、保障了我国资本市场对外开放格局的进一步扩展。

## 股改后财务管理可能出现的新问题

在股权分置时代,上市公司为了满足上市、再融资、保障等目的,在控股股东控制下虚假财务信息披露案例频繁出现。而在股改完成后,财务信息披露与透明度却可能面临更加严峻的挑战,虚假信息披露的动机可能更加强烈,相关行为可能更加难以制约。

首先,股改后各类股东利益诉求逐渐趋同,都主要通过股价成长实现;控股股东的稳定、管理层业绩考核也将在客观上要求维持一定的股价价位,这将使得股改后虚假信息披露的动机可能更加强烈。

其次,股权分置改革可能导致上市公司股权结构与公司治理结构的变革,并可能从“一股独大”逐渐演变成股权高度分散化、“内部人控制”的公司治理模式,相对于较稳定的控股股东而言,频繁变动的管理层将使得虚假信息披露的行为更加难以制约。

因此,股权分置改革后,如何向社会提供真实、高透明度的财务信息,不仅是对于监管层的考验,也对上市公司财务管理层的法制意识、职业道德、综合素质提出了更高的要求。

## 股改后财务管理六项应对措施

### 1. 转变财务管理理念

实现证券市场全流通之后,上市公司财务管理环境发生了深刻的变化,财务管理的目标也转变为实现企业价值最大化,企业各项财务运作都将围绕这个目标进行;财务战略趋向于确保公司长期可持续发展,避免各种短视行为;更多地关注股价变化,不再以牺牲股价的方式来进行财务管理;资产评估从注重“历史”转向注重“未来”,更重视资产盈利能力、未来现金流量;投资评价与管理体系由静态管理逐步转变为动态管理。总而言之,上市公司财务管理各层次各角度的理念、模式都将发生相应转变,以适应全流通的市场新环境。

### 2. 完善财务管理职能

在股权分置时代,上市公司的财务与会计基本合二为一,财务管理附着在会计上,理财职能相对薄弱,没有在整个财务运作中发挥应有的作用。而全流通以后,市场越来越规范,资本运作、并购重组日益活跃,股权质押担保、资产证券化等各类新型理财产品也应应运而生,财务管理职能将凸现出前所未有的重要性。因此,上市公司财务管理工作重心也将由传统的会计核算、生产经营分析转向企业理财,并完善融资、投资等各种财务管理职能,优化企业战略,促进企业价值的不断提升。

### 3. 实现财务国际趋同

上市公司股权全流通以后,随着国内证券市场与国际市场的进一步衔接,以及与国际准则极大趋同的新会计准则的实施,上市公司的财务管理工作势必逐渐与国际接轨,这就要求财务管理层在财务理念、会计政策、财务管理模式、企业理财手段、资产评估标准、财务指标体系等方面都准备与国际接轨,以适应全球经济一体化的不可逆转

### 4. 做好财务管理创新

在全流通时代,上市公司控制权的转移可以直接通过二级市场股份的买卖来完成,购并重组变得越来越简单。作为收购方,如何对兼并重组方案进行成本效益分析?如何评估并购重组的风险收益?而作为被收购方,如何通过股价有效保障反收购从而稳定控股权?这些都向上市公司财务管理提出了新问题。同时,随着资本市场上兼并重组活动的风起云涌,国际进程的不断加速,各种金融创新产品、理财工具、融资投资方式也将日益推陈出新。新形势下,上市公司财务管理层应积极主动、大胆创新,从容应对陆续出现的新事物新问题。

5、提高财务专业素质。财务管理层的专业素质直接影响着企业财务管理的水平。证券市场全流通的新环境向上市公司财务管理层提出了更高的要求。财务管理层不仅要更新理财观念,重新定位财务职能,拓展各种财务管理技能,更要进一步学习证券、金融、财政、税务、法律等相关知识,拓宽知识覆盖面、完善知识技能结构,夯实专业基础,提高综合素质。全流通的市场环境是对上市公司财务人员的挑战,更是财务人员全面施展才华的良好机遇。

### 6. 加强财务法制意识

由于在全流通时代,财务信息披露与透明度可能将接受更严峻的挑战,这对监管层提出了更高的要求。要求从股权分置时代的全面监管向全流通时代的透明度监管过渡。同时,这也是对上市公司全体财务管理层的严峻考验,要求更深入地加强企业财务管理的法制意识、职业道德以及社会责任感,以确保向投资者、债权人、政府部门、关联方、公众等社会各界提供真实、准确、完整、高透明度的各类财务信息。

作者简介:段艳琳:注册会计师,现为北京京西风光旅游开发股份有限公司财务部经理;唐震斌,经济学博士,高级经济师,现为中国民族证券研发中心资深研究员。