

■内外

千面热钱规避手法层出不穷

——“我看热钱与资本管制”之三

◎张明

中国社科院世界经济与政治研究所博士

市场在牟利动机下规避监管的智慧是无穷的。热钱突破资本项目管制进入中国的方式,林林总总且花样不断翻新。归纳起来,大致是经常项目、资本项目和地下钱庄三大类。

经常项目下的贸易、收益和经常转移都可能成为热钱流入的渠道。热钱通过货物或服务贸易进入中国的方式多种多样。例如,境内外资企业既可以通过低报进口、高报出口的方式引入热钱;又可以通过预收货款或延迟付款等方式将资金截留在国内;还可以通过编制假合同来虚报贸易出口。目前,买单出口“已经成为热钱通过贸易渠道流入中国的重要方式。在国内已经出现了较大规模的买单出口市场,即由中介机构注册多家虚假外贸企业,获得外管局提供的出口收汇与进口付汇的核销单,然后出售给没有进出口权的企业与个人。外汇核销单的申领失控与倒卖,造成了大量的虚假贸易以及相应的热钱流入。

将虚假贸易运用到极致的,或许是广东省社科院黎焱友教授对媒体披露的一个案例。一家境外公司与境内关联外贸公司签订一项外贸合同,约定外方提前三个月付款。三个月之后,中方以货物生产出现某些特殊原因为由,要求外方同意延迟三个月交货。再过三个月,中方又以原材料价格上涨为由,要求外方提高购买价格。在双方协商两个月后,最终以中方支付外方预付款10%为代价中止贸易合同。就这样,双方利用国际贸易惯例,将境外资金合法引入境内并成功滞留8个月,未了还将10%的投资收益免税汇出境外,难免令人有道高一尺、魔高一丈之叹。

热钱也可以通过投资收益项下的职工报酬以及经常项目转移进入中国境内。其中最值得重视的是热钱借道捐赠流入。近年来,海外机构和人员对内地老少边穷地区的无偿捐助越来越多,而这本身可能伴随着附加条件。根据厦门大学张亦春教授的调查,部分海外捐助提出的要求可能是,承诺给某地无偿捐助3000万元,但要求当地政府帮助境外机构从银行再汇兑3000万元。这种“有条件捐赠”的现象

防范热钱,疏为上策,堵为下策。为防止热钱通过贸易渠道的流入,外管局应加强与海关的合作与数据共享,以更准确地识别虚假贸易,外管局应与商务部加强合作来应对“买单出口”现象;地方政府和外管局应加强对外商投资企业资本金、未分配利润和对外负债的资金使用与流向的监管,防止热钱通过FDI渠道流入中国资本市场;还应加强对地下钱庄的打击;最重要的是,中国政府应努力维持资本市场的合理估值,加快人民币汇率向均衡水平的升值幅度。

据说相当猖獗。

资本项目下的FDI、证券投资、贸易信贷和贷款等可能成为热钱流入的渠道。由于中国地方政府一直对FDI采取鼓励与吸引政策,FDI的外汇既可在银行开立现汇保留,也可通过银行卖出。这就便利了热钱以FDI名义流入,通过银行兑换成人民币之后,再借助某些方式投资于中国股市及楼市。正如中国人民大学研究生院唐旭教授和梁猛博士所指出的,外商直接投资企业的未汇出利润以及累计折旧,也是“长线投资资金”的重要来源。

通过QFII渠道对投资中国资本市场,是外资进入中国A股市场的合法渠道。然而,通过购买具有QFII资格的海外金融机构未使用的投资额度,热钱也可通过该渠道流入中国。

外商投资企业法规定了外资企业注册资本占投资总额的最低比例,因此外债逐渐成为热钱进入中国境内的便捷通道。目前外商投资企业的外债主要有三个来源:国外银行提供的贷款、国外出口商以及国外企业和私人的贷款。在华外资银行的贷款,其中第二项是最重要的外债来源。目前中国大陆对国际商业贷款的指标控制并不十分有效,对国内外商投资企业的外

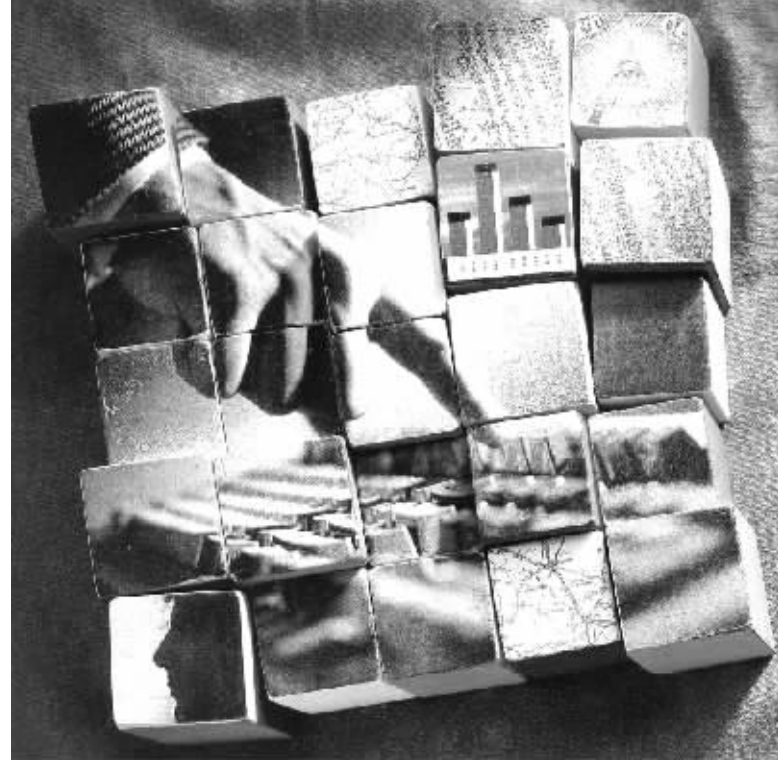
债也没有担保限制,因此热钱可以通过外债形式进入。

热钱通过地下钱庄进入中国的模式是,先将美元打入地下钱庄的境外账户,地下钱庄再将等值人民币扣除费用后,打入境外投资者的中国境内账户。地下钱庄的主要功能在于满足一些通过合法渠道无法进出中国境的需要,例如洗钱和毒品交易引起的资金流动和大额换汇等。正是由于地下钱庄的“灰色”背景,使得一些国际著名机构在是否利用地下钱庄问题上持格外谨慎的态度。目前使用地下钱庄向境内注入资金的,以港台投资者居多。

不过,令人警惕的是,某些外资银行甚至内资银行,也开始提供类似于地下钱庄的服务。具体操作程序是,首先,境外投资者将一笔美元存入某外资银行的离岸账户;其次,该外资银行的中国分行以上述美元存款为抵押,为境外投资者在中国境内的关联机构提供相应金额的人民币贷款。以上两笔关联操作由于隐蔽在外资银行庞大的存贷款业务中,很难被甄别出来。而且,由于外资银行不承担任何信贷风险,还可以赚取稳定的存贷款利差,因此外资银行提供此类服务的热情很高。

掌握了热钱流入中国的途径和渠道,有助于中国对症下药,出台更有力的资本管制措施以防范热钱的进一步流入。其一,为防止热钱通过贸易渠道的流入,外管局应加强与海关的合作与数据共享,以更准确地识别虚假贸易,用公平价格来判断是否存在转移定价的情况;同时,外管局应与商务部加强合作来应对“买单出口”现象;其二,地方政府和外管局应加强对外商投资企业资本金、未分配利润和对外负债的资金使用与流向的监管,防止热钱通过FDI渠道流入中国资本市场;其三,中国政府应加强对地下钱庄的打击,严格审查与监管提供类似地下钱庄服务的商业银行;最后同时也很重要,是,中国政府应努力维持资本市场的合理估值,加快人民币汇率向均衡水平的升值幅度,将人民币与美元利差保持在合理范围内,从而削弱热钱流入中国套利、套利和套取资本溢价的动机。若非如此,仅凭资本项目管制一己之力,要将热钱完全封堵于国门之外,将成为外管局难以承受之重。

毫无疑问,防范热钱,疏为上策,堵为下策。



■商业PK堂

永乐之痛酸楚犹在 恒大之伤凶吉莫测

◎东方愚

财经评论员、媒体专栏作者,现居广州

许家印与陈晓,都是1958年生人,所谓“五十而知天命”,只是两人如今的处境不太一样。陈晓两年前历经永乐被国美并购的酸楚,一时被称为“最孤独的总经理”,可谓饱尝天命之苦;而许家印所执掌的恒大地产,在他50岁这年的春天,伤口才依稀开始流脓,他却似乎还浑然不觉。

朱自清在《春》中开篇写道:“盼望着,盼望着,东风来了,春天的脚步近了。”这句话用在2008年3月之前的许家印身上再合适不过了——借助美林等投行“东风”,恒大地产上市似乎是众望所归,然而,3月20日,恒大在香港联交所网站上发布公告,宣布上市计划中止。春梦一帘随风而逝。

有人说只怪恒大“运气太差”,刚好遭遇地产紧缩调控风暴。但这并不是问题的核心。真正应当紧盯的对象,其实是恒大背后的国际投行。两年前国美并购永乐案时投行的角色值得拿来参考:是否又是一场盘算已久的“阳谋”?

恒大是广州2005年的“欠税大户”,直到2006年9月仍拖欠2800万元。据悉,正是欠税直接导致恒大落选当时的“广州市优秀民营企业”评选。与此同时,资本市场上的恒大也是节节败退。2006年8月,许家印以7889万元价格,将其4年前拿下的“绿能源”(先后易名为“恒大地产”与“绿景地产”)壳资源脱手卖出。恒大当时资金链之紧张可见一斑。

令人始料未及的是,恒大在极短时间内实现了“逆转胜”。从2006年11月至2007年9月,恒大与美林、德意志银行、淡马锡、瑞信等投行陆续甚至多次签订协议,获得近10亿美元的融资(包括抵押贷款与认购可换股优先股等)。但永乐在与投行联姻后的2004年,销售额达到百亿元,并且在之前通过自有资金完成了包括收购广州东泽等系列资本运作。

对比之下,疑问就来了:以恒大这样的资质,投行们为什么还会如此慷慨解囊?不排除投行们也在“赌”,赌中国房地产投资仍处于上升周期中,而去年以来人民币升值速度明显加快,投行将钱交给中国的房企,还可增值。再说禁售期只有6个月而非像阿里巴巴的两年之久,风险尚可掌控。

那么,为什么投行们选择的是恒大的许家印,而不是与万科合作项目呢,答案很明显了,即便有合作可能,万科也不会因为在利益方面有多少让步。许家印就不同了,一出手就是大手笔——出让约

33%的股权(上市后稀释至3.66%),投行们何乐而不为呢?

投行们哪里是省油的灯,根据招股书,恒大承诺给机构投资者的回报率很可观:如果在2008年6月6日前上市,回报不少于40%;若在2008年12月6日前上市,回报率不少于50%;若在2009年6月6日前上市,回报率不少于60%;若在2009年12月6日前上市,则回报率不少于70%。而如若无法完成上市,恒大将以现行市盈率回购相关机构投资者的股份。

永乐当年与投行签订的对赌协议,到最后横竖都是投行赚个盆满钵满,因为大摩是“天使魔鬼结合体”——当初不断调高永乐评级推动其股价上升,但解禁期一到马上减持,并且一面调低永乐评级一面增持国美并调高其评级。这无疑是一种“破坏性开采”的江湖招术。恒大现在面临同样的问题——上市折戟后,对投行们来说,或许意味新的机会,一来与恒大谈判的筹码更重了,二来,更低价入主的契机来了。

据报,恒大现在正在通过私募方式欲融资5亿至6亿美元。私募意味着给投行更低的价格,同时他们占恒大地产股权的比重将进一步增大。据悉,高盛也参与其中,并称为“介绍更多的机构投资者”。而根据恒大的招股书,恒大上市时间越晚,投行们得到的回报率越高,而恒大抵押的土地等资产均属优质资产。从这一角度看,投行们或在更早的时候就已盯上恒大投行控股房企,试图在中国房地产市场上的走得更远。

“破坏性开采说”绝非“阴谋论”。大摩两年前给永乐“背后一刀”,表面上看是对永乐2005年的年报失去了信心,实则在推进其提前布局好的“美乐合并”计划。对于如今的恒大资产负债率达95%的尴尬,这一切其实都在老谋深算的美林、瑞信等投行之中。恒大在上市这条路上越主动就越被动,而投行们越被动其实就越主动。

在笔者看来,恒大现在在摊子铺得太大了,无论是通过增发还是可转债形式,私募所占总股份都不可能太高,也就是说,私募并不能构成对恒大困境的实质性救援。根据其招股书,截至今年1月底,不包括恒大向几大投行的近10亿美元的借贷,其未偿还银行及其他借款总额都达到了111.334亿元。

说穿了,昔日永乐与今日恒大,都是投行的棋子,而对投行们来说,围绕恒大的“精彩故事”才刚刚开始,由于美林等投行的话语权已非同寻常,许家印只能硬着头皮往前走,恒大如果不能在上市这条路上突围,最后极有可能落得与永乐一样的结局,即半推半就地被某大型房企接管,最大赢家仍然是美林等投行。只是对于陈许两人,结局或不可同日而语。陈晓现在是国美的总裁,在去年的“胡润零售榜”上以20亿元资产排在第15位。而恒大若将来被并购,许家印的去留都将成谜。

■排沙简金

马云那根做老大的神经呀!

◎王育琨

管理专家,《经理人》商学院院长

俞正声问了上海人一个从来不曾想过的问题,为什么马云没有在上海产生?上海人受触动了。可是来自广东的汪洋却不是发一下感慨就完事,他率领广东省委一班人去杭州阿里巴巴考察。两会期间,借着广东的各位封疆大吏济济一堂的机会,汪洋要探讨把阿里巴巴落户广东的具体事宜。因为先前首脑谈产业升级紧迫带来了广东的吃饭问题,几万家中小企业纷纷撤离广东,解决中小企业的出路,成为广东省委书记的当务之急。马云由此成为两会期间最为风光的企业家。

也正是在此时,我去浙江大学跟EMBA班的企业家和高管对话,提出了为什么马云在杭州而不是在上海的问题。企业家、高管学员们发言踊跃,一下子给我反馈了40多条理由。条条触及了真问题,比官员和学者们的看法直接多了。现在我在此择其要者与大家分享。

学员1:这跟政府投资环境有关系,马云只能产生在一个服务型社会里。

这话抓住了马云产业运作的实质——服务。要提供一种服务,首先得有这种需求。上海已经格式化、程式化了,现有的渠道和体制已经可以解决所有那些人们的需要了,因此靠干服务就大有了不了的条件。

学员2:第一,广东和上海有很多更容易挣钱的机会,有很多捷径可以走,比如说房地产,用不着去做不确定因素很大的互联网。第二,互联网企业初期需要找一个成本相对较低的地方。这个学员抓住了机会反成本和运营成本两个概念,非常到位。当你面前的机会太多时,你就往往不知道该怎么选择了。当你在不同的选择之中犹豫徘徊的时候,那些没有选择的人,却抓住一件事干到底,他们的无限潜能因此都给释放出来了,你就肯定会被他打败。还有就是生活成本和工作成本的问题,是任何一个成就大事的人必须从开始就会斤斤计较的。没有这份斤斤计较的精神,企业家的创造性就不会横空出世。

学员3:我感觉跟文化有关系。浙江那种脚踏实地的文化和开放的大环境成就了马云。

从浙江人的脚踏实地和对新事物开放的文化上来说,这个学员抓住了人们的心智这个根本。浙江没有完备的体制,也无法产生等靠要的习性。因此有着一切靠自己奋斗的内在,对奋发成功者的尊重。不看你的三代,只要你能混出个人样来,就会得到尊重。

学员4:上海高楼大厦建筑比较多,而做网站更需要创造性的思维,在杭州这个山水风光好的地方更合适。

这个学员抓住了深层的问题。上海已知的东西太多,人才济济,国有体系完备,容不得马云这样有大志向的小人物出人头地,也容不得活跃的创新性思维。做企业都是从已知到未知的创新。如果已知的东西不过,还怎么创造呢?而杭州就不一样了,这里有温润的气候,宽松的环境,可以让一个人静下心来。静心是一切创造性思维爆发的必要准备。

学员5:非亲的亲戚,阿里巴巴曾提出“可以在家上班”。杭州市领导号召杭州人学习阿里巴巴。政府帮助小企业做宣传,这是马云碰到的好机会。

都说上海机会多,这个学员却偏说杭州小地方机会多。小地方可以一传十,十传百,百传千,小地方动辄有轰动效应,大地方则很难轰动起来。小地方的机会往往不被人看重,沃尔玛创始人山姆·沃尔顿在总结为什么成功时,也说出了这个道理。他说,亏得起时没有钱,亏得当时在小镇上生活。这样他才能安心在街头拐角开一家折扣店,才可以专心琢磨邻居们的心理,摸索到最便宜这个沃尔玛的核心理念。要是有了钱肯定不会再回去开杂货铺了。

学员6:在浙江,如果没有马云也会出来一个“马云”。浙江人都想当老板,有根深蒂固的创业精神。改革开放以前就有温州人,萧山、绍兴人出去赚钱。这是跟其他地方不一样的。知马云者还是老乡。这个学员不小心说出了一个实情:上海人安心做职业经理人,浙江人则骨子喜欢创业,喜欢自己说了算,喜欢做老板。小地方不迷信权威,只相信“我是一切的老源”。也正是这个浙江人骨子上的东西,出现了阿里巴巴眼下的困局。

微软出价446亿美元收购雅虎,华尔街投资者一片看好,杨致远还在寻找控制权的抵抗。本来可以借机搭上一个更大平台实现新飞跃的马云,也被感染了,发起了一场与微软争夺控制权的保卫战,在各方寻找资金回购雅虎所持有的39%的股份。而雅虎日本的大股东软银的孙正义,则乐观其成。

在人们关注阿里巴巴的控制权危机时,我分明看到了阿里巴巴的全球化危机。投资者的观察和判断出奇地准确。不管3月份两会期间的马云有多风光,不管阿里巴巴交出了怎样一个“完美”的财报,阿里巴巴股票还是在3月18日那天跌破了发行价,探底12.80港元。其后随着抄底资金的进入,反了上来,也是在发行价之上徘徊。

为什么要把自己往墙角里逼呢?本来你面对欢歌奔腾的河流,却偏要去纠缠于那一湾死水的控制权。难道这就是马云的宿命?

■知无不言

寄望一种非政府性社会商业体制模式

——县域经济最大困难在于向“市场本位”转型

◎袁东

中央财经大学教授

阳春三月里的一天,坐着朋友的车,进入了他所住的那个县级市。市区人口主干道那边一字排开的,是好几座在北京和上海都算漂亮的摩天大厦,真是蔚为壮观。这个县城只是个弹丸之地,多少年来,同绝大多数县城一样,始终与贫穷落后为伍。而现在,每年中央与地方两级税收合计额已达到30亿元,有数座高档写字楼,似乎也在情理之中。然而,当我走近细观时,这十来座显示形象的大楼,无一不是悬挂着醒目的国徽——公安局、法院、检察院、交通局等政府司法机关各自占据一栋。路的另一边,是很多城市都能看到的新建市政府办公大楼与开阔的广场。在城里转了一圈后,发现城区再也没有比得上那些高耸壮丽的政府机关大厦的建筑了。

一个县级市行政司法机关需要如此面积的数座大厦吗?更何况还有规模庞大的新建市府办公大楼呢,这其中如果没有空置与浪费,那只能说明,政府机关的人浮于事和臃肿已经到了无法忍受的程度!

正因有了心头的种种隐忧,当朋友问我印象如何时,我便冲口说道,这个县级市经济繁荣的持久性,让人担心。

且不说那些行政司法建筑过多地挤占了本应由民间用于工农业生产和商业经营的资源,单就这些集全城之最而十分醒目的楼群,就足以使那些优秀的年轻人仍将政府机关作为就业首选,那种相对较高的综合收入以及身份的显赫,都在强化着“官本位”、“当官者一切”等跟传统体制相吻合的落后气氛。

不可否认,在过去的部分时间以及一些地区中,政府直接领导与指挥,的确是经济高速增长和社会快速发展的主要决定因素,它使得资源动员效率非常高,但是,古今中外的历史一再证明这种模式是脆弱的,很难有更长久的持续性。特别是像中国这样幅员广阔的大国,在经济发展道路上,恐怕难以长期走诸如某些小国的那种以强势政府直接指挥和过多占据经济资源,而不是建立起一个广泛且稳固的非政府性社会商业体制基础的模式。在政府主导的经济起飞后,如果能够适时将经济资源主导权转让给民间,也许在效率上会有所下降,然而,它将会使改革与经济增长建立在更为牢固的基础上,经济运行的韧劲会更加持久,发展和繁荣的持续性会更持久。

向市场经济接轨,就是由资源全部被集中在政府的体制,向一个个分散的非政府实体和个人拥有资源的体制转移;也是一个由“官本位”向“市场本位”或“民众本位”转变的过程。只有当整个社会的经济运行以商业体制为基础,以等价交换、平等互利为组织管理原则,政府不再是一切资源与事务的当然占据者和决策者,而只能在民众授权范围内行事,以做好“看家护院”为己任,方才可能使经济增长与社会发展建立在更为稳固的基础上。

只有如此,才能使社会资源主要集中在那些以利润与商业效率为目标的市场主体手中,那些高素质的优秀年轻人才会更多地以创造财富的工商业企业为就业首选,而在严格的授权体制与监督机制中,按其应承担的社会管理和服务职责有序运行,尽可能减轻由于个人因素所产生的随意性和巨大波动性。

擅长研究“大历史”的黄仁宇先生在考察分析一些石油国家的发展道路

时曾总结说:如果各种经济因素无从重重相因,造成紧张的组织,彼此牵制,以限定各当事人的权利与义务。以上各因素既不能由自由价格决定,也只好让国家主权人片面地决定。”那么,纵使财富富裕,却不能凭借个人的私利观作为组织原则,只好借重于警察权与政治指导员的力量。”这样的体制模式,到底能否使经济增长与社会发展顺畅和持久呢?当今那些国家的情况,已给出了清晰答案。

那天的所见所闻,还使我想得更长远的是,任何一种发展以及文明的复兴和进步,都不可能伴随着一路的鲜花与掌声。正因为有各种各样的事先想到想不到的指责、阻挡、拦截甚至破坏,才使得这种复兴和进步有着扎实的基础,成为看得见摸得着的现实。今天,中国已经走上高速增长和加速缩小差距的道路。这种势头能否持续,最重要的是未来增量的发展方向和力量,至于最大的困难与压力,从来就不是外在的阻挡和拦截,而是内部体制与运行机制的适应性和生命力。所以,不能因为过去30年的高速增长,就想当然地认为过去的模式在未来仍具有强大推动力。适时改革和转型,永远是推动经济增长和发展的第一力量。

由此,如果要问,最希望在县域经济社会里看到什么?我的回答是,县域的最好最醒目标建筑应当是工商企业的写字楼、学校、医院,而不是政府机关大楼和广场;县城之外应是通畅的道路、具有产业化格局的田地以及散发蓬勃生机的乡村。

县域经济能否健康持续增长,县域社会能否协调发展,直接决定着中国今后发展繁荣的可持续性。因为县域经济无可置疑将是未来中国继续工业化与城市化进程的主要推动力量。