对冲基金进入我国市场的运作与监管问题

张树德(博士)

(上海浦东新区区委党校 上海 200135)

【摘要】本文阐述了对冲基金进入我国金融市场的主要途径,分析了对冲基金在我国金融市场的盈利模式,指出我国应防止对冲基金对金融市场的控制,并提出了对冲基金的监管原则。

【关键词】对冲基金 获利模式 监管原则

到目前为止,各家金融机构关于对冲基金的定义并没有形成统一观点。国际货币基金组织认为,对冲基金是私人投资组合,常离岸设立。著名的美国先锋对冲基金国际顾问公司的定义是,采取私人合伙公司或有限责任公司的形式,主要投资于公开发行的证券或金融衍生品。虽然对冲基金定义不一,但其特点还是非常明显的,归纳起来主要有以下几点:①以私募发行为主;②离岸设立;③激励机制与共同基金有较大不同,对冲基金经理的绩效和其业绩严格挂钩,一般将收益的10%~20%作为对基金经理的奖励。

一、对冲基金进入我国资本市场的方式

由于我国实行严格的资本管制,所以对冲基金通过变相的方式进入我国金融市场,主要分为公开和非公开的方式。

公开的方式主要是指境外对冲基金借道合格的境外机构投资者(QFII)进入我国金融市场,QFII已经成为我国A股市场的主要机构投资者,其短线交易的特征开始显现。

对冲基金以非公开方式进入我国有如下几种情况:

1. *虚构贸易*。对冲基金和国内贸易公司合作,虚构贸易合同将资金汇入境内贸易公司,通过贸易公司结汇,将美元转换成人民币,然后投资于我国的金融市场。获得收益后,虚构境内贸易公司违约,将收益以本金及违约金的形式汇出国门。

2. *平行贷款*。对冲基金和境内跨国公司协商,由对冲基金贷款给其境外公司,境内公司贷款给对冲基金指定的国内

(万元)

税后利润=5 000-2 500-700-700-75-431.25=593.75(万元)

方案二:甲企业把销售部门分立出去,设立独立核算的销售公司。

假设甲企业以4 800万元的价格先把产品销售给销售公司(定价原则是使销售公司目标利润为零),销售公司再以5 000万元的价格对外销售。甲企业和销售公司分别负担广告费支出350万元、业务宣传费支出350万元、业务招待费支出37.5万元。

经计算,广告费和业务宣传费可全部税前扣除,业务招待费可按照发生额的60%扣除(计算方法同方案一,不再赘述)。

同时,因销售公司和甲企业之间构成购销关系,需要缴纳印花税2.88万元(4 800×0.000 3×2)。

整体应缴企业所得税=(5 000-2 500-700-700-75×60%-2.88)×25%=263.03(万元)

税后利润=5 000-2 500-700-700-75-2.88-263.03=759.09(万元)

可见,方案二比方案一少纳企业所得税168.22万元(431.25-263.03),多获净利润165.34万元(759.09-593.75)。

四、白酒包装物的纳税筹划

相关规定:应税消费品连同包装物销售的,无论包装物是否单独计价以及在会计上如何核算,均应并入应税消费品的销售额中按照该消费品的消费税税率缴纳消费税。

筹划思路:采用变"先包装后销售"为"先销售后包装"的方式,将消费品和包装物按照各自的价格分别销售给零售商,再由零售商包装后对外销售。这样我们不必针对包装物自身的价格缴纳消费税。

例4:甲白酒生产企业2008年5月销售给超市精装白酒一批,每瓶(规格为1斤)价格为50元(不含税),共2 000瓶,合计金额为10万元。若将其分解,可分解为价值8万元的散装白酒和价值2万元的高档包装物。请进行纳税筹划。

方案一:采取先包装后销售的方式。

应纳消费税=10×20%+2 000×1×0.5÷10 000=2.1(万元)

方案二:采取先销售后包装的方式。即先将散装白酒和高档包装物分品种销售给超市,在此销售环节白酒和高档包装物分别开具发票,在账务处理环节对不同的产品分别核算销售收入,然后由超市将散装白酒包装成精装白酒后对外销售。在这种情况下,价值2万元的高档包装物不必缴纳消费税。

应纳消费税=8×20%+2 000×1×0.5÷10 000=1.7(万元)

可见,方案二比方案一少缴消费税0.4万元(2.1-1.7)。

主要参考文献

庄粉荣.纳税筹划实战精选百例.北京:机械工业出版社,2007

公司。

3. 柜台交易。国外的银行很早就推出针对我国股市的柜台理财产品,由于柜台交易并不披露持仓信息,所以无法进行统计和管理。可以肯定的是,随着对外贸易的增加,对冲基金通过柜台购买A股是迟早的事。

4. 对冲基金以自有资金购买我国证券,开展自营业务。这是国外投资基金的一般做法。其形式有以中国证券为依托,对外发行各种投资基金、信托计划、理财产品和期货、期权等金融衍生品;或是将已购买的中国证券借给那些希望进入中国市场但尚未获得QFII资格的金融机构,比如对冲基金;或者通过某些合约安排代理其他金融机构买卖中国证券,这也是外资银行和证券公司通行的做法。

5. 通过"地下钱庄"运作。地下钱庄游离于金融监管体系之外,利用或部分利用金融机构的资金结算网络,从事买卖外汇、跨国资金转移等国际金融业务。客观地讲,我国严格的资本管制在某种程度上造成了地下钱庄的泛滥。通过正常渠道得到的外汇数额有限且手续繁琐,而地下钱庄手续简单,费用低廉(通常只收取1%~2%的佣金),对企业极具诱惑力。通过地下钱庄的运作,对冲基金可以直接将资金兑换成人民币进入国内资本市场。

二、对冲基金获利模式

我国属于新兴发展中国家,资本市场发展得很快,投资机会非常多。对冲基金从我国市场获利的方式主要有以下几种。

1. 直接投资于境内A股市场。对冲基金会直接买卖A股,通过长期持有获利。对冲基金有可能和国际级投资银行合作,根据需要调高或者调低A股的信用评级,便于对A股进行操作。

2. 利用境外股指期货衍生产品进行跨市套利。我国资本市场规模的不断壮大,为对冲基金进行跨市套利提供了有利条件。例如对冲基金可以买入A股,同时在海外发行A股指数。对冲基金也可以在国外卖空A50股指期货,用来和国内的股票进行对冲,以规避系统性风险。

3. 联合操纵股票市场与外汇市场。对冲基金利用数量模型对我国的宏观经济形势进行分析,找出经济发展中的薄弱环节,大规模买入或者卖出股票造成股价的大幅波动。如果任由对冲基金将获利大规模汇出国外,就会出现货币贬值,造成经济的衰退。

对冲基金也可以利用A股与H股之间的联动关系获利。例如先在香港卖空H股,然后打压境内的A股,造成H股价格的下跌,从而使其在H股的空头仓位上获利。

4. 通过境外人民币市场影响我国金融市场。现在国际上针对我国金融市场开发的外汇产品越来越多,而且规模越来越大。以海外市场的人民币无本金交割远期(NDF)为例,其最早诞生于新加坡,后来香港、日本也推出NDF产品。这些都是区域性金融中心,NDF的影响力有限。2006年8月28日芝加哥商业交易所(CME)推出了全球第四个NDF合约。CME是全球最有影响力的金融期货交易所,当时人民币定价权旁落境外的争议随之而起,但是后来却没有得到进一步的研究。国家外汇管理局只能限制我国的金融机构参与NDF的报价,但是无法禁止境外对冲基金及金融机构进行NDF交易,由此带来的后果就是我国对NDF彻底丧失了定价权,更加有利于国外金融机构操纵NDF市场。

三、对冲基金的监管原则

对冲基金是特殊的投资主体,其投资手法多样、投资策略灵活,监管当局很难对其风险进行及时的跟踪,导致对冲基金的监管成本较高。即使是发达国家也没有出台关于对冲基金监管的法律法规,主要原因之一是监管者缺乏一定的专业技能。鉴于此,笔者建议在对冲基金的监管方面遵循下面三个原则。

1. 行业自律原则。对冲基金组织是专业化的投资机构,规模较大的对冲基金一般具有很强的研发能力,出于投资盈利目的,分析对冲基金行业的风险是其日常工作的一部分,它们也以此为依据调整自身的投资行为。监管当局可以充分利用对冲基金行业自身的力量,让规模较大的对冲基金承担部分监管责任。在发挥对冲基金自身力量的同时应该扶持专业的对冲基金咨询机构,使之成为对冲基金行业研究及监管的重要力量。

2. 分类监管原则。分类监管就是根据对冲基金规模、风险及其对金融体系的冲击程度对其进行分类,然后采取不同的监管方式。应该看到,大多数对冲基金对金融市场没有多大威胁,真正有威胁力量的是个别大型对冲基金以及宏观对冲基金。这是因为大型对冲基金通过衍生产品以及杠杆交易控制的资金量非常大,而且在很多市场都进行了大规模投资,一旦出现问题就会对金融市场产生全局性影响。一些发展中国家的金融市场存在制度性缺失,经济政策在实施中出现了诸多问题,宏观对冲基金有时会对其发起投机攻击。一般而言,宏观对冲基金是所有基金中威胁最大的一类。坚持分类监管可以使监管机关集中力量对真正威胁经济平稳运行的对冲基金进行监管,从而节省监管成本。

3. 谨慎监管原则。在谨慎性原则指导下,对冲基金应披露杠杆比率和持仓结构方面的信息。谨慎性披露主要是防止欺诈投资者,规范基金治理结构,保护投资者利益。银行贷款是对冲基金的主要资金来源,高杠杆比率会加大对冲基金的风险,风险又会传染给银行系统,从而加大了银行的风险,因此对冲基金必须公布杠杆比率。另外,如果多家对冲基金同时投资于流动性很差的资产,为这些对冲基金提供贷款的银行同样也会面临风险,鉴于此,对冲基金还必须披露持仓结构。

主要参考文献

1. 陈舜,邱三发,凌洪.国际金融危机背景下的对冲基金角色定位分析.西南金融,2007;3

2. 管同伟.对冲基金如何影响全球金融市场.银行家,2007;8

3. 黄运,陈志斌,楼小飞.近期对冲基金业的发展特征及对我国的启示.国际金融研究,2008;2

4. 张树德.对冲基金的定义与分类.财会月刊(理论),2008;11