

不知何時開始，中國出現了大量的「名股實債」類虛假股權投資，以及企業集團實控機構之間隱匿的投資與借貸等，嚴重掩蓋了企業真實的負債水平和風險程度，甚至擾亂市場規則和秩序，形成大大小小的「龐氏騙局」。近年來，特別是2020年新冠疫情爆發以來，大量企業陷入「流動性陷阱」難以自拔甚至破產倒閉，一些大型企業集團快速崩盤，最基本的共性问题就是負債水平嚴重不實，嚴重超越資產負債率合理水平。

## 做好負債管理 摒棄盲目擴張



▲企業乃至全社會能夠真實反映其負債水平，是打造誠信社會、防範化解重大金融風險的重要基礎。

廣宇視界



王永利

海王集團首席經濟學家

企業掩蓋真實負債水平的主要方式包括：一是有對賭協議的「股權投資」。

很多風投，包括不少的政府引導基金或扶持基金投資、大量上市前的戰略投資等，都會跟被投資企業，或者企業的實際控制人簽署對賭協議，明確在一定期限（一般是三至五年）後，特別是如果被投資企業達不到約定的條件（如盈利水平、成功上市、股價水平等），投資人有權按照約定的收益水平收回投資。

這屬於典型的「名股實債」，即表面上是股權投資，實質上卻是「可轉債」，連「優先股」都達不到，卻往往被企業歸入資產負債表中的「權益類」進行反映，由此大大掩蓋了企業的實際負債率，並且因為增加了股權投資，甚至推動被投資企業估值虛高，又可支持被投資企業進一步擴大負債規模，留下嚴重風險隱患。

二是企業集團內部隱匿投資和借貸。近些年來，一些企業紛紛成立財務公司、保理公司、小貸公司、消費金融公司等。一方面向集團關聯企業收購其對交易對方形成的應付賬款或商業票據等，支持關聯企業擴大負債、拉長賬期；另一方面則將所收購的資產證券化，做成理財產品向公眾或機構出售，收回資金再進行新的運作。由此循環往復，即使其存量資產會受到資本金倍數的約束，但其流量卻能夠放大更多倍，為集團擴大負債加槓桿提供支持，卻把風險完全內卷積累起來。

更有甚者，一些有勢力的企業集團實際控制人，通過收購和控制包括信託、租賃、保險、銀行等在內的金融機構，一方面可以通過信託、保險等提供股權投資，另一方面可以通過銀行、租賃等提供債務資金，並通過虛假出資人或代持人等，形成層級繁多、錯綜複雜股權隸屬關係，掩蓋相互之間的關聯關係，進而逃避對投資和關聯交易的法律約束和監管，掩蓋真實的經營狀況和負債水平，積累更大的系統性金融風險。

### 有效防範化解重大金融風險

上述問題的大量存在，反映出從企業到政府，在促發展與防風險的綜合平衡上有失偏頗，往往過於追求做大而漠視風險。很多企業都把成為世界500大或行業龍頭企業，並因此而增強實控人的社會地位與影響力，更容易獲得政府支持和利率較低的社會融資等作為奮鬥目標，脫實向虛盲目多元化擴張，主動追求成為「大而不能倒」的企業。很多政府也把培育多少上市公司、多少世界500大企業以

及經濟增速作為奮鬥目標，對大企業提供特別優惠的支持，甚至是超越法規的特殊待遇，並通過大型企業的全國乃至全球發展增強本地的財力與影響力等，而往往對風險認識不足、重視不夠、監管不力，扭曲政商關係，影響公平競爭。

上述現象的出現也存在客觀原因。中國1999年全面深化住房、教育和醫療三大領域體制改革，推動三大產業加快發展，進而於2001年正式加入WTO，進一步深化改革開放，以及移動互聯網的廣泛應用，推動經濟社會高速發展十多年，推動貨幣總量和資產價格快速攀升，推動很多企業規模快速擴張、估值快速增大，企業投資人財富急速聚集、排名快速提升，「暴富」榜樣的社會影響力大大增強，長時間並未爆發有震撼力的經濟或金融危機，致使全社會對風險的認知和重視以及相應的規則和監管跟不上。

但是，中國經濟發展軌跡自2015年開始出現重大轉變，主要表現在：政府收入結構中，資源性收入（土地礦產、政府專營權等資源出讓的相關收入）由2000年開始的大幅上漲，從2015年開始轉為整體性收縮，稅費優惠力度減弱，政府債務快速擴張；貨幣投放結構中，央行外匯佔款由2000年開始的大幅上漲，轉為2015年開始的急速收縮，2017年開始保持基本穩定。為保持貨幣總量的適度增長，就需要銀行大量增加信貸投放，相應增加社會負債率和債務成本。

政府收入結構和貨幣投放結構的根本性轉變對經濟社會發展的影響是非常深刻的。因此，中央從2016年初就提出要貫徹新發展理念，推動「供給側結構性改革」，並將「三去一降一補」作為工作重點。2017年7月中央金融工作會議進一步強調，金融必須回歸本源，堅守服務實體經濟發展的宗旨，切實加強金融監管，守住不發生系統性金融風險的底線。

2017年12月份中央經濟工作會議進一步強調，要推動「三去一降一補」有實質性進展。隨之，金融監管、房地產控制、平台型公司無序擴張的數據和教育培训和演藝圈的整頓、整據和國家安全保護等不斷強化，共同富裕成為國家重要的發展目標，中國經濟社會進入一個非常關鍵的轉型調整期。

但遺憾的是，很多人並沒有對此引起足夠的認知和重視，依然熱衷於加槓桿擴規模，沒有痛下決心壓縮規模，優化業務結構與公司治理，強化核心競爭力，錯過了最佳調整轉型期。隨着經濟社會轉型調整的深入推進，加之疫情衝擊等因素影響，包括著名大型企業在內的大量企業集中爆發流動性危機，給整個國家經濟社會

穩定和安全帶來很大衝擊，亟需堅決治理、根本扭轉。

### 科學把握資產負債率

當前，防範化解重大風險的挑戰依然十分嚴峻，建立相應的長效機制依然任重道遠。真實反映各企業乃至全社會的負債水平，是打造誠信社會、防範化解重大金融風險的重要基礎，必須高度重視扎實做好。這至少需要做到：

其一，必須嚴格區分股權投資與債務融資。在會計處理上，對存在對賭條款的各種「明股實債」類投資，只能歸入資產負債表中的「負債」類反映和披露，不得歸入「權益」類反映。

其二，必須堅持金融與實業分業經營、分業監管的基本原則。所有金融活動必須納入金融監管，必須由持牌金融機構進行。金融機構或投資性公司的實際控制人不得從被投資機構獲得任何資金回流（包括股權投資和債務融資）。企業必須轉變經營理念，摒棄求快求大盲目擴張的習慣，注重建設現代企業制度，培育核心競爭力，高度重視現金流管理，追求高質量穩健發展。

其三，科學把握各行業合理的資產負債率。需要審慎估量各行業主要資產價格的市場變化態勢，特別是在資產需要大規模處置狀況下可能出現的折價幅度等，對其資產負債率的合理水平加以把握並設置控制高限。其中，近年來對房地產開發企業設定「三道紅線」，對商業銀行涉房貸款設定「兩道紅線」，就是很好的嘗試，對防範房地產金融風險發揮了重要作用，值得總結借鑒。

其四，必須加強對集團企業，特別是金融控股公司的穿透式監管。準確核算各種資金真實來源與性質，真實反映企業及企業集團負債水平，嚴格控制關聯投資和關聯交易，嚴厲打擊各種違規造假行為。越是大型及公眾性上市公司，越是要實施更加嚴格的審計和監管，而不是給予更多的通融與漠視。

其五，必須強化金融機構及各種評估和信用中介機構的職責。金融機構必須扎實做好宏觀形勢分析及意向授信項目或企業的盡職調查，增強前瞻性的風險識別、評估和控制能力。上市公司保薦機構、會計或審計事務所、信用評級機構、資產估值機構等，必須恪盡職守、客觀公正，嚴禁弄虚作假、為虎作倀，否則將受到嚴厲懲罰。

其六，必須強化司法和專業監管體系的公正性和權威性。要不斷強化廉政建設，確保司法體系和專業監管部門能夠充分發揮應有作用。要強化全社會的信用意識和風險意識，嚴格控制行政干預下偏離市場規則的「債轉股」，嚴厲打擊各種逃廢債行為。

## NFT發力市場營銷

鍾能講堂



付饒

國際新經濟研究院高級研究員

近期，諸多世界級品牌對NFT（非同質化通證）釋放強烈興趣，佳士得、蘇富比推出NFT拍賣；耐克、LV、Dolce & Gabbana、NBA和F1等紛紛對NFT有所涉獵；胡彥斌、阿杜、徐夢圓等人推出自己的歌曲NFT。NFT正從遊戲、加密藝術等應用領域拓展成為市場營銷工具。

2000—2015年出生的「Z世代」，願意為偶像（品牌）應援，願意為收藏、炫耀、儀式感買單和花時間，他們不願意淪為被流量平台、品牌商收割的韭菜，而需要一種在品牌與受眾之間建立直接聯繫的情感消費媒介，並能真實記錄受眾的消費貢獻。對他們來說，知識產權是重要的，盜版是可恥的。NFT作為一種營銷工具滿足了這些日益增長的需求。

在保護交易者隱私的前提下，基於區塊鏈發行的NFT交易數據全部真實可信、可查驗，這為IP方（品牌方）和受眾（用戶）提供了一個可以用數字度量的客觀依據。受眾（用戶）的貢獻在區塊鏈上獲得了永恆、真實的記錄，這種貢獻是真實可見，不可篡改的。基於受眾（用戶）真實可見的貢獻，IP方（品牌方）可給予受眾（用戶）一定的特權回報。比如，演唱會門票的優先購買權等。

基於NFT購買虛擬收藏品，與購買普通虛擬收藏品的最大區別在於：消費行為的時間點通過區塊鏈的時間戳在鏈上固化下來，且不可篡改。這種固化不僅是當時可見的，而且是具有歷史意義，可以考古的。因此NFT為消費賦予了一個新的意義維度，即「時間意義」。購買NFT不僅獲得時間維度的記

錄憑證，也同時擁有了虛擬收藏的所有權。「在某個時點擁有了某件收藏」，這從兩個維度給予了受眾（用戶）炫耀的依據。

NFT的唯一性也為收藏品的稀缺性做了技術背書。NFT化的虛擬收藏在鏈上轉移所有權，確保正品、便捷、無交易風險。更何況，加密藝術領域的「可編程藝術」已經可以實現藝術品的共同創造，以及與現實事件產生互動。這讓收藏的體驗感進一步增強。

「千人千面」背景下，以「虛擬收藏品」形式寄託的專屬個人化情感，可以在IP方（品牌方）／受眾（用戶）間建立全新的情感紐帶。因此，「數字收藏」的時代一定會到來。目前記錄着創作歷程的獨一無二的明星手繪，通過電子簽名保證IP屬性真實；蘊含特殊彩蛋的視聽專輯；一生只有一次的偶像高光時刻等等，都已經做成了基於NFT的數字藏品。未來，相信與AR、VR技術結合，作品可由擁有者進行再創作，或者可與現實事件發生交互。

### 增強IP變現能力

當然，在實際運營過程中，不少推出數字藏品的機構對炒作、投機性的交易行為進行限制，只強調用國家倡導的區塊鏈技術實現稀缺性確認和所有權轉移。購買後的用戶可獲得某些外顯的身份標識，也可以將購買行為本身分享炫耀到其他平台。

NFT在該領域的盈利模式也逐漸清晰：有的分布式存儲機構，無論將NFT對應的圖像／視頻存儲在鏈上或鏈下，都由平台提供統一服務，並按存儲大小收費；有的諮詢機構如諾富騰，提供NFT市場營銷的諮詢服務，收取費用。

目前的推廣效果也比較明顯。例如胡彥斌在QQ音樂平台推出的《和尚》NFT，短短5天即有近8萬人認購購買權，只有2.5%的人有資格購買，定價199元的NFT（遠遠貴過一首普通歌曲）幾小時即銷售一空。取得了傳播和經濟效益的雙豐收。

筆者認為，隨着標桿項目的成功，NFT作為營銷工具將逐漸向相關產業輻射，打造標準化產品，形成滾雪球效應。NFT同步在各領域展開嘗試，營造一種人人都在玩NFT的風潮，樹立正確價值導向，同時為IP方帶來實際利益。

◀胡彥斌在QQ音樂平台推出《和尚》NFT，限量發行2001張，只有2.5%的人有資格購買。 微博圖片



## 新居屋全線售罄

樓按明鑒



曹德明

經絡按揭轉介首席副總裁

房委會近日宣布2020年居屋單位全部售罄，涉及7142個居屋單位，當中包括四個新屋苑（鑽石山啟翔苑、火炭彩禾苑、馬鞍山錦駿苑、粉嶺山麗苑），以及近百個重售貨尾單位。

新屋苑之中，彩禾苑已屬現樓，其後最早可入伙的為山麗苑，關鍵日期為今年11月尾，另外錦駿苑及啟翔苑的關鍵日期則為2023年2月尾及5月尾。

由於居屋以折扣價發售，首期預算較少，上車更加容易。按揭計劃方面，

買家只可選擇P按，實際按息一般為2.5厘；供款年期方面，新居屋一般最長為25年；按揭成數方面，白表人士最高可承造九成按揭，綠表人士最高可承造九成半按揭。

以山麗苑一個287方呎的單位為例，樓價約140萬元。假設按揭年期為25年，實際按息為2.5厘。白表人士承造九成按揭，首期只需要14萬元，每月供款額為5653元；綠表人士承造九成半按揭，首期只需要7萬元，每月供款額為5967元。

與購入私樓不同，私樓在承造高成數按揭時，需要經按揭保險公司購買按揭保險，並需要繳交按揭保費；而由於居屋有政府作擔保人，可節省該筆保險費用。

此外，部分銀行或可彈性處理買家的按揭申請，買家最早可於關鍵日前六個月至一年申請按揭。而即使提早申請按揭，在提取貸款前，銀行亦一般不需要重新審批申請人的借款能力及補交最新的入息證明。

雖然居屋買家有政府作擔保，但要注意若申請人的信貸評級太低，銀行亦有權拒批按揭。因此想順利申請按揭，仍要確保有良好的信貸紀錄和信貸評級，切忌過度消費及拖欠卡數。買家如有需要或任何疑問，可尋找專業按揭中介協助跟進。

以往未能成功購入居屋的人毋須失望，房委會表示料下期居屋項目最快可於今年底推售，買家可密切留意房委會的最新消息。



▶彩禾苑現樓外型。