

顾虑的公司,比如石油、天然气、港口、电力公司等公用事业单位或者重要基础设施行业;第三层次则属于行业内相对开放的领域,如能源行业等可再生能源机构。由此可见敏感行业往往是美国的战略性行业,主要涉及国家安全、技术领先等的敏感话题。

!>敏感技术

在美国外资委员会重点审核的外来投资威胁的##项条款中有两项是:削弱美国涉及国家安全领域技术的全球领先地位,以及威胁美国涉及国家安全的关键技术。美国限制中国在敏感技术方面的并购,其主要理由包括:(#)担心收购企业将该技术用于军方,可能对美国的安全造成威胁;(!)担心中国得到技术后会威胁到其技术领先地位;(\$)担心领先技术一旦被中国企业掌握和转移,结合中国的低研发成本和低生产成本,会造成美国失业率的上升。由此,敏感的技术这一因素会涉及国

家安全、技术领先、甚至就业机会等敏感话题。

\$>敏感企业

敏感企业主要是指中国对美国投资的企业性质是“国有企业”,这也是被质疑最多的一个领域。质疑的理由主要在于:(#)国有企业受国家的控制,其投资是处于商业利益还是国家利益让美国怀疑,认为构成对美国国家安全的隐患;(!)国有企业的管理人员背景复杂,过去或现在是否与所属国军方或情报机构有关系都是美国担忧的问题。(\$)国有企业透明度低,存在很多潜在的风险,特别是在并购整合过程以及今后的运作过程中,可能不遵循市场运作规律,从而使与之合作的美国公司和受雇于它的美国公民利益受到损害,进而破坏美国市场的公平竞争环境。由此,敏感的进入方式这一因素主要涉及了国家安全、技术领先、就业机会以及公平竞争等敏感话题。

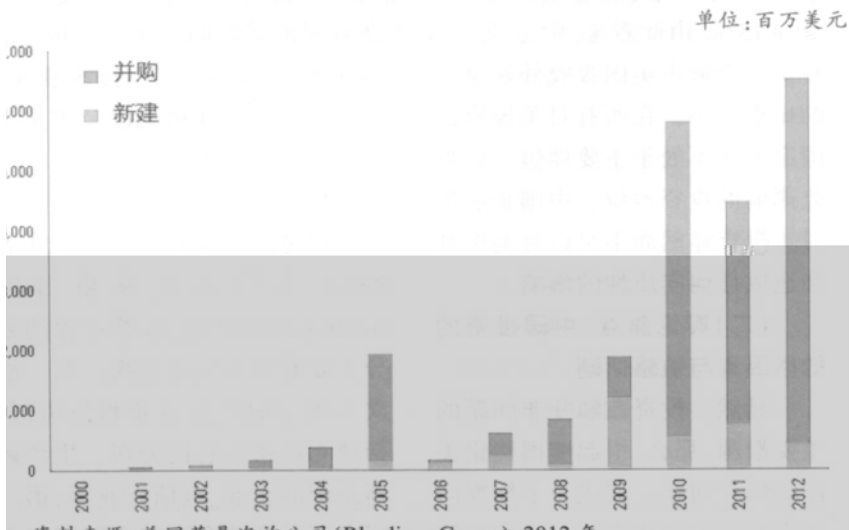
b>敏感进入方式

对外直接投资主要有两种方式,即绿地投资和并购。两者相比较美国对中国企业以并购方式进行的投资更为敏感。一方面,并购的进入方式不像绿地投资,可以新创造大量的就业,反而可能会在并购后的重组等过程中造成失业。美国的一些学者也对并购可能带来的失业问题表示了担忧,哥伦比亚大学外资研究中心卡尔·萨望教授(' 148 N> E13C1+/)提到,一些经济学家认为一旦中国企业并购成功,会将先进技术转移回国内,结合中国的低生产成本,使得美国在失去技术领先地位的同时,也丧失了就业机会。另一方面,从公平竞争的角度来看,美国传统基金会的学者史剑道博士也曾指出YM' 4' D E)-..*4, !"#Z,中国对中国的公司有大量补贴行为,比如中国利用大量的外汇储备,通过政策性银行向对外投资企业提供无息贷款等。这样一来,在并购的过程中可能会造成与其他投资者之间的不平等竞争。由此,敏感的进入方式这一因素主要涉及了国家安全、技术领先、就业机会以及公平竞争等敏感话题。

U>敏感的竞争对手

从总体上讲,美国一向是以鼓励竞争为主的;但当美国本土企业感到其自身利益受到外来资本的冲击时,他们往往会通过院外活动即游说国会来争取达到维护自身利益的目的。这次金融危机后,本土企业利益的问题热度升温,美国政府也表现出了维护本土企业利益的明显迹象。例如在!"##年,中国太阳能企业在美

图1 中国对美国直接投资,2000-2012年



国投资受挫，就是涉及到了这个敏感话题。美国本土企业太阳能制造企业共同发起一项针对中国企业的联邦贸易诉讼，指责中国太阳能企业在美国及全球市场上“倾销”太阳能产品，并要求美国对中国进口的太阳能产品征收反倾销和反补贴关税。中国光伏企业之所以遭到美国“双反”的诉讼，主要原因之一就是中国的产品在国际可再生能源市场中的地位越来越重要。作者在实地调查中发现，在没有美国本土企业参与的行业，中国企业相对更容易进入；而在那些存在美国本土竞争者的行业，中国企业的进入则相对困难得多。由此，敏感的竞争对手这一因素主要涉及本土企业利益这一敏感话题。

值得注意的是，这五大敏感因素和敏感话题的实际敏感性并不相同。在各种敏感性因素中，“行业”和“技术”因素最为敏感。原因在于这两大敏感因素是最直接和主要涉及美国“国家安全”和“技术领先”两个基本目标的。华为作为世界电信行业的后起之秀，其在美的投资既涉及敏感行业又涉及敏感技术，它一再受挫也现实地佐证了上述判断。对于“敏感企业”，只要该企业不涉及敏感行业和敏感技术，再加上企业自身在本土化方面的优秀表现，“敏感企业”这一要素并不构成实质的限制条件。中建集团、中国电信、海信集团等大型国有企业在美国投资经营过程中，就没有遇到难以克服的歧视性阻碍。对于以并购方式进入的企业，只要不涉及其他敏感因

素，特别是不涉及“敏感技术”，或说在“敏感技术”的问题上处理得好，并购方式的投资也并非禁区。例如，中海油在收购美国两大能源企业部分权益的时候，采用只在资本层面合作而不涉及具体操作层面和技术层面的方式，成功实现了并购活动。至于美国本土企业利益问题，则是一个“灰色”领域。一方面，美国本身鼓励开放和竞争仍是社会所认可的主流意识；另一方面，当中国企业的投资影响到美国本土企业的利益时，美国本土企业会采用游说国会的方式力图阻挠，至于最终是否能到达目的，还与美国所处的经济状态及政治情势相关。在2016年的美国大选中，中国的太阳能企业对美投资问题频繁成为美国两党候选人辩论的议题。从经济上考虑，案例一方面涉及美国政府补贴的收益企业的国别，另一方面涉及美国本土太阳能企业的存活和发展；从政治情势上考虑，当时也正值美国大选期间，为了凸显自身对本国企业的扶持，总统候选人更会在这种问题上做出相应的姿态来以获得更多选票。

此外，同样值得关注的是，针对同样的敏感性因素和话题，美国政界、学界及媒体也不乏对中国对美投资持积极肯定态度的声音。美国前任华裔商务部部长、现任美国驻华大使骆家辉曾经表示，中国在美国的直接投资，对美国经济的增长和增加就业非常有帮助；彼得森国际经济研究所的（2014：7）和（2014：7）也强调，中国

是一颗正在升起的对外直接投资新星，如果在未来没有来自中国的投资，美国的制造业、就业情况、竞争力和创新能力都会面临极大的威胁。彼得森研究所的（2014：7）在2014年指出，在未来的十年中，中国在国际直接投资中的表现将举足轻重。如果美国拒绝来自中国的投资，会使这些投资流向别处。此外，目前美国正面临巨大的债务危机，加上此前的金融海啸，如果在未来没有来自中国直接投资，其资金需求将很难得到满足。这些现实而中肯的观点对于中国的对美投资显然是有利的，在有关中国企业投资美国沸沸扬扬的舆论声中，事实上同时存在着对中国对美投资持正面和负面态度的两种声音，只是负面的声音暂时高过正面的声音。

（三）政府态度：消极与积极并存

除了上述舆论环境中存在着正面与负面声音相互混淆的状况外，经过深入的实地调研，我们进一步发现，作为美国投资环境的重要组成部分——美国联邦和地方政府，在对待中国企业投资的态度上，也存在着明显的差别。

1. 联邦政府层面：严格与公平的两面性

在联邦政府层面上，凡是对美直接投资的企业，都需要接受美国外资委员会的审查。根据美国RSC（2013）咨询公司的记录，自2008年以来中国的对美投资有1000多件受到了来自美国国内的较大争议，其中有100多件投资都因为迫于美国外资委员会、美国

媒体! 国会议员! 安全机构! 美国产业内人士等多方压力和阻力而最终撤回或投资失败" 从时间上看# 其中一半左右的有争议案件发生在!"S 年及其以后#即美国发生经济危机以后的时间段中" 这些案件主要涉及的行业涉及到航空! 钢铁! 矿业! 石油! 汽车! 通讯! 新能源等#所涉企业所有权结构在!"S 年以前以国有企业为主#! "S 年以后国有企业和私有企业各半" 在中国对美投资数量不大的背景下# 这种审查与驳回的力度# 显然是比较大而且特别严格的"

为了更全面地理解美国对中国对美投资进行审查的背景#我们将中国企业受到审查的案件与美国同期所有对外国投资审查的案件进行了比较" 以美国外国投资委员会向国会提交的!"## 年度报告为例#! "## 年共有### 起外国投资者收购! 兼并美企业进入了该委员会为期\$ 天的初步审查" 其中#英国投资者以!U 起交易进入初审 \$占总数!\$K%排名第一&法国\$b 起%位列其后&中国\$b 起%排在第三位" 此外#在参与收购美国重要科技公司的!U 个国家或经济体中# 英国\$b 起%首当其冲&法国! 日本! 加拿大! 荷兰位列其后&中国\$b 起%排在第九位"

由此可以推论# 中国企业在对美投资的过程中的确受到了来自美国外国投资委员会的严格审查#但与其他国家相比较而言#对中国的审查仍属于美国对外来资本管理体系的正常范畴# 并非仅仅针对中国企业# 也谈不上歧视

性审查"

!>政府层面:积极、务实的欢迎态度

相对于联邦政府# 美国的地方政府在对待对外资的态度上一向是积极的# 地方政府一般会设立专门负责促进外商投资的引资机构#同时会通过提供税收减免! 设立特区以及提供政府补助等优惠政策积极吸引外来投资" 对于来自中国企业的投资# 各州政府一贯持有积极! 开放的态度"

佐治亚州是中国在美投资数量最多的州之一#! "## 年间# 中国企业共在佐治亚州进行并购和绿地投资!! 例#涉及金额#>\$ 亿美元"佐治亚州近年来将亚洲视为其吸引外资的主要目标# 尤其是中国和印度" 佐治亚州官员多次出访中国宣传其投资环境和投资政策# 并组织中国企业前往佐治亚州参观考察" 伊利诺伊州美国各州吸引中国投资的先锋之一#早在S" 年代中期就吸引了中国企业的投资" 目前# 中国有\$ 家中资\$独资或合资%公司在伊利诺伊州开展业务"此外#在南卡州和亚利桑那州这些中国企业投资数量和投资额都不是特别大的地区# 中国企业也是很受地方政府欢迎的" 作者在实地调研中发现# 中国海尔和中建集团在南卡投资的企业在当地已颇具声望# 成为当地人才希望加入并长久执业的知名企业"

总的来说# 美国地方政府对中国企业的投资一贯采取开放和欢迎的态度# 这是中国对美投资企业需要特别关注的积极的方面"

二、探寻深层根源

对中国对美投资的真实地位! 舆论的敏感性因素以及美国两级政府的反应几个方面的分析# 本质上还是一种对投资环境的相对性分析# 也就是从中国和美国作为特定的投资母国和东道国之间的关系的角度进行分析的&而一国的投资环境#往往以其自身的发展历史! 自身的政治经济特点为其根本性的特征" 如果忽略了这一根本性的特征# 那么我们对东道国投资环境的认识就会存在片面性"为此#我们将深入研究美国的引资历史及其当前的美国所陷入的经济困境# 进一步探讨和理解美国的投资环境"

(一)历史借鉴:没有无条件的开放

研究美国吸引外资的历史#我们发现# 美国对外国资本的流入的争议从未停止过" 随着美国吸引外资来源不断多元化# 美国对外来投资的态度也经历了一个变化的过程# 其对外来投资的审核和管理制度也随之不断地完善"

美国独立战争之前# 爱国者们曾担忧英国投资的钢铁厂会制造射向他们的炮弹" 两次世界大战之间# 德国在美国化工业的投资也曾引起美国国内的关注\$R*.'+6 M1+'8 \> i %&-8* \1+'@ , 1++#! "##%"c" 到V" 年代#西欧对美国的投资出现大幅增长#美国对待来自西欧资本的态度发生了转变" 其中标志性事件是成立了美国外国投资委员会# 负责管理外国对美投资事务" c" 年代中

期!随着国际油价飙升!石油输出
 国组织"_(P#国家对美直接投
 资也出现快速增长\$虽然_(P
 国家的投资在美国吸引外资所占
 比重远远小于西欧和日本!但出
 于政治因素以及国家安全的考
 虑!美国对_(P国家投资采取
 了一系列的管制措施\$V"年代末
 S"年代初!日本在美国掀起了投
 资高潮\$在日本大举投资之初!美
 国持欢迎态度!但随着日本对美
 投资的不断增加!例如!购买美国
 标志性建筑!以及在涉及美国国
 防安全的领域直接投资!等等!引
 起了美国各界的强烈反应\$媒体
 与学术界提出了%日本威胁论&
 %日本异质论&(美国政府与国会
 明确发布%防日&信息!通过立法
 和双边协议限制日资!标志性的
 举措是#SWV年美国国会通过了
 %埃克森)费罗里奥修正案&以及
 美国外资委员会得到了更多的授
 权\$!"世纪末期以及!#世纪初
 出现了亚洲主权财富基金*E][#
 对美投资的高潮\$对于美国来说!
 主权财富基金最大的问题是缺少
 透明度!以及潜在的政治与政策
 目标\$美国对主权财富基金采取
 %两手&措施!既对主权财富基金
 进行引导和利用!又对其加以限
 制\$

从美国引资的几次历史事件
 可以看出!美国是世界最大外资
 的东道国!开放度很高!但对吸引
 外资持有小心谨慎的态度!对来
 自陌生市场体制或不同政治体制
 的国家的投资有着天然的警惕
 性!尤其是当来自这些经济体的
 投资数额骤然剧增时!美国政府
 会及时地做出反应!例如出台限

国际经济合作!"#\$年第\$期

制性和监控性的政策\$由美国的
 实例!我们可以清楚地认识到!事
 实上!任何国家!即使是全球化的
 倡导者美国!都是没有无条件对
 外资开放的\$过去如此!现在如
 此!将来也会如此\$

!二"现实困境#积累的结构
 性失业及对全球化的反思

美国政府当前面临的最大的挑
 战是解决就业问题\$美国学者
 M1C-:R3))-**!"#分析指出!美
 国的就业问题并非是因此次金融
 危机所导致的暂时性问题!事实
 上是%结构性&的失业!而失业的
 主要人群是低技能的人群\$

美国经济在战后飞速发展!
 大量财富迅速积累!奠定了其在
 世界上经济和政治上的霸主地
 位\$随着全球化的不断加速与深
 入!大量资本外流!以寻求海外
 市场上低成本的优势!从而导致
 美国本土的劳动生产率增速放缓!
 与此同时!低技能人群在低端制
 造业的岗位也因产业的转移而
 大量流失\$客观地说来!这一过程
 在!"#年以前就已经开始了!#SSb
 年北美自由贸易区建立!对美国
 而言!随着其低端产业向墨西哥
 的转移!其工作岗位随之流向墨
 西哥是不可避免的\$

在全球化的浪潮下!美国海
 外投资因获取全球优势而大受其
 益!而其国内消费市场也因之享
 受到优质廉价的商品!在这一大
 背景下!因全球化导致的部分失
 业现象没有引起足够的重视\$与
 此同时!在美国近十几年的发展
 中!一方面政府依靠美元的强大
 优势!通过高负债长期实施扩张
 性的财政政策和货币政策!使失

业的和低收入的人群都可以得到
 较好的社会保障!同时二战之后
 形成的高信贷'高消费倾向也一
 直得以保持(另一方面!在企业
 和投资机构处于低劳动生产率和高
 盈利性的巨大压力下!金融市场
 和金融机构通过%金融创新&!为
 低收入人群提供实现美国梦想途
 径的同时!也为企业和投资机构
 提供了%低风险'高收益&的牟利
 手段\$最终的结果是!使在繁荣
 的景象之下!政府和个人都处于
 高负债的状态!经济中积蓄了大
 量的泡沫\$

泡沫的破灭打碎了美国穷
 人的美国梦!也引起了美国各界
 对!"世纪以来的全球化发展趋
 势的深刻反思\$危机中!失去了
 制造业工作而在相对低收入的服
 务业找到就业机会的人们!随着
 经济的低迷再次丧失了工作(负
 债累累的政府在民主政治的体系
 中通过进一步借债实施财政刺激
 的空间消失殆尽(而激起世界各
 国大为不满的j(\$也无法在短
 期内创造充分就业!因为种种适
 应性的就业机会已经远离美国\$
 美国社会的精英们在反思!他们
 发现!随着中国等发展中国家的
 崛起!其廉价劳动力的优势还不
 仅仅体现在低端制造业!中低端'
 终端乃至少数高端制造业的部分
 也逐渐显出了相对的成本优势(而
 这种优势的产生恰恰对应了美国
 相应优势的减弱或丧失\$这种反
 思和认知!促使美国政府做出了
 全力重振美国的制造业的政策举
 措!而这一政策的出台!并非出
 于%逆全球化&或%去全球化&的意
 图!只是美国决策者在对当前全
 球化的

+ !# +

趋势和结果进行反思的基础上,不得已做出的“重构全球化”选择。

基于上述分析,可以得出结论,美国在危机后陷入经济困境难以自拔,这种困境更多是积累性的、结构型的,而不是周期性的,这是当前美国投资环境的本质特征。要走出这种困境,就需要进行系统性的变革。对于这一点,美国政府及其精英阶层有着清醒的认识。他们对全球化的反思是普遍而深入的,提出重振制造业的举措正是体现出了美国对当前全球化进行反思的一种结果。由此看来,美国内部,不缺乏对自身问题的深刻分析,这一点并不像一些政客和媒体在台面上所表达的那样,认为中国是美国问题的根源。理解这一层意义,不被来自美国的表象所迷惑,对于投资美国的中国企业而言,是至关重要的。

三、对中国企业的启示

中国企业开展对美投资业务,首先要认识到美国作为东道国其投资环境的一般性,同时又要鉴别出美国相对于中国的复杂性;只有清醒地认识并有效地控制可能的投资风险,才能辨析和把握复杂环境中的投资机会。

(一)基本认识:美国投资环境的一般性和相对性

基于上述对美国投资环境中复杂表象、实质性困境以及美国吸引外资历史的分析,可以得出对美国投资环境的一般性的认识:

第一,美国与中国在制度、文

化、经济以及地理位置和投资环境诸多方面都存在着巨大的差异,中国企业在美国投资中所遇到的困难,在很大程度上源于两国在投资环境和理念的差异,这一点与早期发达国家企业对外投资时所遇到的问题在本质上是相同的。中国企业深入了解东道国的政治经济发展状况、了解东道国的发展困境及其对外来资本的期望与担忧,从而理解东道国对外来资本的管理方式,是熟悉东道国投资环境的重要内容,这也是中国企业在投资美国之前必须做充分的功课。

第二,中国并非对美投资大国,而只是一个后来者,投资数额不大,但增长迅速,在众多传统投资国对美投资明显衰退时期,中国企业的表现特别引人注目。来自中国的新兴资本在美国最不景气的时期快速进入,成为美国最为介意的资本类型,美国社会有所反应是一个必然的现象。可以说,在消除对中国企业的戒心之前,即使是在其最需要外资资本的时期,美国对中国企业的相关性审核也会无休止地继续下去。

(二)风险识别:美国政治风险与中国企业自身能力风险

在短期内,中国企业投资美国的确存在一定程度的风险;该风险主要来自美国的政治疑虑和中国企业自身能力的缺憾。

第一,从美国方面来看,虽然从历史、制度以及东道国一般性的角度,我们可以理解美国当前对中国投资的态度;但也正是由于同样的理由,在短期内,中国企

业投资美国的政治风险是现实存在的。这种短期风险与前述的五大敏感因素和五大敏感话题密切相关,其中特别是与美国国家安全和领先相关的因素和话题相关。在未来的一段时间里,美国政府在这些敏感的方面,仍然会予以特别的关注。

第二,从中国方面来看,中国企业的对美投资能力仍存在较大的缺憾,所谓能力,是指中国企业的综合性能力,既包括在中国国内相对低端市场上形成的“所有权优势”的相对薄弱;也包括进入美国高端市场后的认知能力、沟通能力以及有效的本土化能力,这种能力缺憾在美国对中国投资持怀疑态度的期间表现出来,更容易被夸大甚至被误解。

(三)机会把握:美国的固有区位优势与经济重振计划

在投资机会方面,我们认为,尽管存在着种种风险,但并不意味着中国企业的对美投资就没有机会;相反,识别风险及其成因,有助于中国企业更清醒地把握投资机会。

第一,美国在市场、技术、研发等方面的区位优势是中国企业投资的主要选择因素。这些优势多数并未因当前的危机而被削弱,相反,为中国企业创造了更多的机遇。如前所述,美国存在着对中国投资的五大敏感因素和五大敏感话题,规避这些敏感领域的投资空间仍是广阔的;在美国地方政府层面

额在危机后一直呈持续增长的趋势,并且分布非常广泛,遍布美国##个行业和b"个州。这真实地反映了美国市场蕴藏着众多且巨大的投资机会,也清晰地反映出,一些企业在美投资屡受挫折,更多的是受制于自身的能力弱势,而非来自美国的阻挠。

第二,从振兴经济的角度而言,美国对中国投资的态度将会是务实的。除了上述美国市场原本的区位优势之外,在金融危机之后,为了刺激经济的恢复和发展,美国政府相继出台的多项重振经济的措施,这些措施在客观上也为中国企业投资美国创造了新的机会。例如,美国出台了《!""S美国复苏与再投资法案》、《!"#"美国制造业促进法案》、《国家出口倡议》以及《选择美国倡议》等,这几项法案的具体措施在吸引外部资本、重振制造业、加大基础建设和发展新能源等领域与中国当前的优势领域相互吻合,实际上为中国企业的对美投资提供了新的机会。

综上所述,对中国企业来说,美国的确是具有相对复杂投资环境的东道国,短期内的风险与机会并存交织。如果中国投资企业有能力识别风险、并且有效地管理和规避风险,同时有能力探索机会、把握住机会,那么,就意味着中国企业在国际化的道路上迈出了切实的步伐。在实地考察中,作者发现,中国在美投资企业虽然市场中仍处于竞争的弱势地位,但多数企业都在不同的程度上实现了获取美国区位优势方面的投资目标,这种收获是在没有在国际经济合作!"#\$年第\$期

美实际投资的企业无法企及的。

(本文受到国家自然科学基金的支持,项目批准号为:c##c\$#!b。作者单位:清华大学经济管理学院)

参考文献:

P*, , -//' *+ [*4'-5+ B+C'./, '+/ -+ /&' X+/-': E/1/'. YP[BXEZ> F++318 R'?*4/. /* P*+54'..6!""c@!"##> M1C'./6 '+> !""#> _3/<14: [MB M4*, P&+1 1+: -./ ?*8)9)*+/'G>g18' P*83, =-1 P'+/'4 *+ E3./1-+1=8' B+/'4+1@ /-*+18 B+C'./, '+/> [151+6 M1C-: Q> !""#> %&' X>E> R'5381/*49 1+: B+./-3/-*+18 [41, '<*4D A*4 [MB> B+ B+C'./+5 -+ /&' X+/-': E/1/'.^ B. /&' X>E> R'1:9 A*4 [MB M4*, P&+1a ':-': =9' 148 N>E13C1+/6 bU - Vb>Q*4/&1, ?/*+6 7F^ (:<14: (8514> L41&1, 6 (:<14: 7> i 714)&-)D6 M1C-: 7> !""T> XE Q1/-*+18 E')34/9 1+: [*4'-5+ M-4')/ B+C'./, '+/> N''/4. *+ B+./-3/' N4'..> \3A=13'46 L149 P89:' i] **881@)*/6 014': P> %41:' M-.?3'/ . =/'<' '+ P&+1 1+: /&' X+/-': E/1/'.^ L4*<+5 N1-+. .* [146] *4.' F&'1:a (34?'1+ H'14=**D *A B+/'4+1/-*+18 ()*+*, -) h1<6 g*8>\$6?? \$#@V> ' 1+'6 %, > !""c> F4' [*4'-5+ %41:' 1+: B+C'./, '+/ X+=181+):a] '7', * Q*> #bUU6 N3=8-.&': =9 %&' \4-/15' [*3+:1/-*+> 714)&-)D6 M1C-: 7> P*C+5/*+ i 2348+5 1+: L41&1, 6 (:<14: 7> !""T> \< P&+1 P1+ 24'1D M* <+ F, '4-1' .] 188> [14 (1./'4+ ()*+*, -) R'C' <> 7-8&13?/6 P34/-. 0> !""V>B. /&' X>E> R'1:9 A*4 [MB M4*, P&+1a h'..*+. M*,

01?1+'. (G?'4'+) ' -+ /&' #SV''> g18' P*83, =-1 P'+/'4 *+ E3./1-+1=8' B+/'4+1@ /-*+18 B+C'./, '+/> N41=&1D146 R1&38> i P*88'5'6 \14@ C14:> !""S> M'18@24'1D'4' [MB6 P[BXE6 1+: P*+54'..-*+18 R'/?*+. ' /* E/1' _<+/'4.&-? *A [*4'-5+ [-4, .>E*)-18 E)-@ '+) R'.'14)&Q' /<*4D> R*.'+6 M1+-'8 \> i \1+', 1++6 %&-8*> !""#> F+ F, '4-)1+ _?'+ M**4 71G-, -1-+5 /&' 2'+/A-/. *A P&+-'.' [*4@ '-5+ M-4')/ B+C'./, '+/> P'+/'4 *+ X>E> @P&+1 R'81/-*+.6 F.-1 E*)-'/9 1+: ' -..+5'4 B+./-3/' *+ P&+1 1+: /&' X@ +/': E/1'./6] **>4*<] -8.*+ B+/'4+1@ /-*+18 P'+/'4 A*4 E)&*814.> E13C1+/6 ' 148 N>6 ':> !""S> B+C'./@ +5 -+ /&' X+/-': E/1/'.^ B. /&' X>E> R'1:9 A*4 [MB M4*, P&+1a Q*4/&1, ?@ /*+6 7F^ (:<14: (8514> E)-..*4.6 M'4'D> !""#> #'' P&+1 79/&. A*4 /&' Q' < M')1:'> 21)D@ 54*3+: '4 Q*> ! \$TT6 N3=8-.&': =9 \4@ -/15' [*3+:1/-*+> E)-..*4.6 M'4'D> !""#> P&+1 B. E/-88 R3+ 29 L*C' /> N3=8-.&': =9 %&' \4@ -/15' [*3+:1/-*+> E)-..*4.6 M'4'D> i R*.'+6 M1+-'8 \>F, '4-)1+ (158' P&+1'. 'G'/4+18 [MB :*C' A1)/-*. &'1/': : '=1'/> !""#> &!!/?^ dd<<<A+1+)> *8>)*, d!""#>d'Td1, '4@)1+@ 158' @)&+1. @G'/4+18@: @. *C' @A1)@ /-*+. @&'1/': @. '=1'/d X>E>@P&+1 ()*+*, -) 1+: E')34/9 R'C' < YXEPPT> F++318 R'?*4/. /* P*+54'..6!""!@!"##>] *4/1'8 h1449 7> !""\$> %&' (A@ A')/. 1+: P*+.'J3'+). *A 1+ (, '45-+5 P&+1> N3=8-.&': =9 %&' \4-/15' [*3@ :1/-*+>