



13

跨国

经营  
的财务  
管理

张建平 著

对外经贸热点研究丛书

迎接中国经济发展的新时代  
——贺《对外经贸热点研究丛书》出版

改革开放十几年来，中国在经济发展、社会保障和完善政治体制等方面均取得了举世瞩目的成就。这些伟大的业绩，都是与邓小平的改革开放思想密不可分的。正是这一关于改革和开放的决策，揭开了中国发展史上崭新的一页。经过十几年的共同努力，终于使中国在通向繁荣昌盛的道路上迈出了关键性的一步。机遇对任何人都是公平的，但又不尽如此。历史上美国、日本都曾把握了机遇，抓紧时间，大大发展了自己并取得了成功。这次中国也面临着机遇，而邓小平毅然抓住了它。中国能不能利用今后几十年的时间，全国上下协力、万众一心来实现中华民族十二亿同胞的愿望——振兴中华呢？我认为十分可能，关键在于稳定、持续而有效地发展。

随着科技不断进步，世界各国之间的相互依存不断加深，这正是所谓“你中有我，我中有你”、“你离不开我，我也需要你”。这种相互依存的局面，既表现在经济上，也表现在政治上，甚至军事上。基于这一点，全世界各种国际经济、金融、科学、技术等方面的组织机构，都应在和平共处、相互依存、取长补短的前提下，求得共同发展，使世界人民都能分享科学技术和经济发展所带来的成果。

既然“相互依存，共同发展”是世界各国间相处的一个前提，那么各国之间相互了解，共同制订并遵守规则就很有必要。中国经过几十年的摸索、实践，终于作出了建设有中国特色的社会主义市场经济的决策。这充分表明了中国政府能高瞻远瞩，有雄才大略。随着中国成为世界贸易组织（WTO）的创始成员国，中国的经济体制向市场经济体制转换的过程也必然会加快。因此，研究中国与世界市场接轨问题就迫在眉睫。对外经济贸易大学一些热心于此事的教授和中国青年出版社的负责人，对这个命题作出了积极的反应，组织了对外经济贸易大学的一些充满活力、颇有才华的中青年教师，及时编写了《对外经贸热点研究丛书》。这是一种有益的尝试，也是对社会的一种贡献。尽管它还是初步的，但有积极意义，我赞成他们的这一举动。长江后浪推前浪，今朝新人展才华。作为一个在半个世纪前也曾热心为我国国际贸易著书立说的老人，对此我感到非常欣慰。我祝愿我国对外经济贸易界能有更多的优秀科研成果问世。

安子介  
一九九五年七月于香港

## 跨国经营的财物管理

## 绪 论

世界正变得越来越小。

通讯技术和航空技术的迅猛发展，使得分居于地球各端的人们能在数秒钟内互通信息，在一两天里共聚一堂。囿于一隅，完全与世隔绝的田园诗式生活已不复存在。企图闭关自守的国家或地区在抵抗世界潮流时节节败退，其政治与经济也步步落后，沦为令人怜悯甚或厌恶的对象。

对于一个公司而言，情形也大致相仿。国内市场和国外市场传统意义上的鸿沟已不再是不可逾越。在更多时候，这两个市场实际上已不可分割。即使是纯粹国内经营型企业，其产品也会经常遇到进口品的竞争冲击，汇率的变动将影响其竞争地位……而更为关键的是，纯粹国内经营型企业在面临国际浪潮冲击时，通常只有愕然承受之份，几无趋利避害的机动能力。因此，凡是不断壮大的企业，莫不努力进行跨国经营，以求充分利用跨国公司所独有的优势，在激烈的国际竞争中立于不败之地。“逆水行舟，不进则退”，千古至理。

在过去的 2 余年里，对跨国公司财务管理的研究已越来越引人瞩目。这一方面是由于公司财务管理的理论与实践在计算机技术的推动下已渐趋成熟，另一主要原因则是因为在国际商业界出现了一系列重大变化。大致可以归纳为如下三大趋势：1 跨国公司在促进国际贸易和跨国投资生产方面的重要性已与日俱增。这一趋势刺激了世界各地纷纷开设跨国公司课程和跨国公司研究中心。由于财务管理在企业管理中的核心地位，对它的重视自然也日益加强。2 . 1 9 年出现的浮动汇率制以及随后的较大幅度的汇率波动，大大加剧了跨国公司经营环境的不稳定性。汇率波动不仅对跨国公司的经营收入和现金流量产生重大影响，而且还影响了国际证券组合投资的风险与收益。财务经理和财务学者们终于认识到：只有深入把握汇率的运行机制与规律，才能在汇率波动中驾轻就熟，潇洒弄潮。

3 . 世 纪 8 至 9 年 代，货币市场与资本市场的一体化在西方发达国家间渐成规模，为跨国公司提供了极佳的融资与投资机会。

总之，掌握跨国公司财务管理的知识和技能，已成为现代企业所必须具备的要素之一。

## 一 财务管理概述

### 1. 财务管理发展简史

在发达国家里，财务管理的重要性已经无庸赘言。越来越多的财务经理被擢升为企业总裁。市场经济的发展使投资者和管理者都能充分地认识到：企业作为营利性机构，其存在的意义和最终目的是为投资者（在不违背法律和社会公德的前提下）创造尽可能多的财务效益。

然而，财务管理作为一门系统的学科，其历史并不悠久，迄今不过百余年。上世纪末至本世纪初叶，西方学者始把财务管理从经济学和公司法中分离出来，主要以分析者的姿态来研究和论述公司开设、证券发行、合并及破产清算的规则与程序，甚少涉及管理技巧。进入 50 年代，财务管理研究的重心开始向提高股权价值和增加企业盈利方面转移，财务分析方法的应用逐渐受到重视。到了 50 年代后期，财务管理更加趋向于严谨的数量分析，而其研究的重点也基本上由资产负债表的右方（即负债与股东权益方面）转至左边的资产方。此后，由于证券市场的迅猛发展，出现了证券资产优化组合理论及证券估价模型、风险—收益模型等新型理论，为财务决策提供了理论基础和实用方法。而电脑的推广，使管理者能比较轻松地制定财务预算和进行各类财务分析。到了这一阶段，人们开始认识到，财务管理乃企业管理的一大关键。

60 年代之后，尽管企业资产的管理仍是财务管理的核心之一，对负债与股东权益的分析和管理的再次受到重视。人们开始系统地探讨企业最佳资本结构的形成，研究投资与融资的辩证关系，财务管理理论渐趋成熟。

70 年代后期迄今，国际贸易和跨国投资更加蓬勃发展，越来越多的企业从国内经营型转变为跨国经营，跨国融资和跨国投资已成为企业财务管理的新课题。由于布雷顿森林国际货币体系的解体，各国货币汇率波动频繁，又使外汇风险管理日趋重要。企业财务经理的职责日益重大，财务管理理论中不断融入国际金融理论和金融创新工具，企业财务管理的国际化已是大势所趋。

## 2. 财务管理内容及我国现状

财务管理是企业经营管理的主要组成部分，体现着企业在生产经营过程中与企业内外各个方面的财务关系。财务管理的核心内容是管理企业的资金运动，包括资金的筹集、运用、收回以及分配（主要是盈利的分配）等。如融资决策、投资决策、会计、税务及股息发放政策，均属财务管理的范畴。

在我国，由于长期实行计划经济体制一切指标都以计划的形式由主管当局下达。财务部门只需要做好记账和现金收付即可。大多数企业把财务管理视为简单的“出纳”工作，或干脆把它等同于会计，而他们眼中的“会计”，也不过是记账员而已。在1992年之前，90%以上的国营企业不具备完整的三大报表（资产负债表、损益表和现金流量表），更遑论在此基础之上的管理会计和财务管理了。

不重视财务管理所造成的损失是巨大的。且不论合理优化投资组合以获取最大收益或妥善安排融资结构以降低筹资成本等方面，仅因应收应付账款管理不善而陷入困境的企业，近年来已屡见不鲜。

近几年，我国连续爆发“三角债”危机，企业间的相互欠债最终导致政府部门直接插手、硬性裁决。据报道，仅在1990年由国家银行出面组织清理的三角债就高达1,000亿元。许多预算利润甚佳的企业处于入不敷出、朝不保夕的境地。三角债危机固然反映了计划经济的积弊和沉痾（当时的银根紧缩只不过是导火线而已），但原因是多方面的。试想，如果每个企业都有一套完整的信用管理制度（请参见本书“应收账款管理”部分）和合理的财务计划，对到期的应收账款能及时有效地进行催收，对筹措的债务资金及早做好还本付息的安排，“三角债”就不会演变到今天这样积重难返的地步。对于企业领导来说，该是好好反思一下企业财务管理本身问题的时候了。

中国的绝大部分进出口交易所用货币基本上都是美元，且一般不采取外汇保值措施。在美元不断贬值的情况下，我们在出口时既没意识到该改用其他货币计价，也不知道如何进行套期保值。而当我们进口时，常有外商用各种理由要求改用德国马克或日元等相对趋硬货币计价，并常能比较容易地达到目的。由此造成的外汇风险地位，使公司和国家蒙受了较大的损失。

与交易所用货币的单一化相对应，在我国的外汇储备中，美元也居绝对主导地位。1997年1月，《日本经济新闻》报道：“由于最近日元急剧升值，中国偿还日元贷款的负担大为加重。据政府系统的经济研究机构测算，按美元计算，偿还额将增加5%，即增加了80亿美元……而中国没有像泰国那样，采取相应的外汇管理措施，如增加按日元结算的外汇储备。日元升值即将严重影响到继续增长的中国经济。”——这既是宏观经济政策问题，同时也是国际财务管理问题。

### 3. 财务管理的目标

在英美等国，企业财务管理的基本目标通常为：通过使企业资产的市场价值最大化来达成股东财富最大化（Stockholder Wealth Maximization）。此观念也被称为“股东权益观念”，因为它意味着企业存在的目的就是为了股票持有者或曰股东的利益。该观念的基本前提是：是股东们（不一定是现有的股东）创建了企业，而且至少在法律上，是企业的合法主人与控制者对企业的重大问题有决策权。此处所谓“股东财富”，乃指市场对企业股权价值的估量（股东预期未来收益之现值），体现为股票的市场价格。因此“股东财富”随股价的起伏而波动，是一个相对概念。

除了以上这个基本目标之外，还有一些次级目标。如：股东要求的投资收益率、企业的目标行业和市场、质量标准、雇员政策以及企业的社会政策与环境政策。

股东权益观念的一大缺陷是容易导致某些股东和管理者倾向于短期行为，企望以投机方式来谋求股价上升。而在市场不完善的情况下，由于并非每个投资者都能对风险和收益做出正确的判断，股市也的确有可能因受蒙蔽而高估某种股票的价值。许多评论家认为英美公司缺乏竞争力的一个重要原因就在于此——管理者屈从于在短期内使公司股东财富最大化（即股价最高化）的压力，从而采取了某些不利于公司长期利益的决策。

回顾一下次级目标，可以看出某些次级目标与股东财富最大化这一基本目标常互相冲突。因此，应当考虑受企业行为影响的其他利益相关者的合法要求，对股东财富最大化这一目标作些修正。修正后的观念称为“利益相关者观念”（Stakeholder Concept）。此处所谓“利益相关者”乃指与公司经营活动密切相关的股东、雇员、债权人、供应商、顾客以及各种社会关系和社会环境。考虑到公司财务管理人员的主要职责是为公司总经理以及其他业务经理的决策提供财务方面的分析意见，帮助他们进行决策，一些社会性的问题、相关者之间的利益协调问题，属于总经理与其他业务及职能经理的职责范畴，因此，公司财务管理的目标仍应是“股东财富最大化”。

“股东财富最大化”观念可简单阐述为：使公司的股票价格持续地处于最优价位。

具体到中国，对于那些还不是股份有限公司的经济实体，其财务管理的目标应是：综合考虑中长期发展前景，使利润最大化和现金流量最优化。

实际上，“利润最大化”在西方也是曾流行一时的财务管理目标和财务评估标准。但该目标有如下缺陷：（1）容易忽视利润的时间价值，且不易协调短期目标和长期目标。（2）定义不易统一，究竟应是利润额还是利润率？若是利润率，那么，该是销售利润率还是投资收益率或股权资产收益率？（3）没有体现风险差异。实际上，对于具有相同目标利润但风险不同的项目，投资者的估价是不一样的。

#### 4. 跨国经营财务管理的特点

纯粹的国内财务管理，其财务活动限于本国范围之内，资金的筹集、使用、结算以及收益的分配，都不跨越国界，且一般不涉及外币，因此管理起来比较简单。而跨国公司的财务管理，由于企业的经营与财务活动跨越了本国国界，与其他国家或地区的企业、单位或个人发生了财务关系，所涉及的问题也就更为广泛和复杂。

跨国公司的财务管理在如下几个方面有别于国内公司的财务管理：

##### 1. 理财环境更为复杂

跨国公司面向国际市场，涉及到各国的经济、政治、法律、社会文化等。跨国公司财务经理在进行财务决策时，不仅要熟谙母公司本国的情况，还需要深入了解所涉国家的有关情况，

并时刻关注国际形势及有关国家的政治、经济、法律等方面的变化，如各国利率的调整、汇率的变化、外汇管理政策、税收政策（包括国与国之间签订的避免双重征税的协定）等等。对此要加以缜密的分析，因为它们对跨国公司的利润水平和财务状况都可能产生直接的、甚至重大的影响。

##### 2. 机会与风险因素俱增

由于跨国公司的经营和财务活动与各国的政治、经济情况有紧密的联系，同时货币有软硬之分，政府干预有松紧之别，税率有大有小，利率有高有低，这种不均衡的竞争环境给跨国公司提供了多种多样的选择机会。当纯粹的国内企业囿于一隅之时，跨国公司却可以凭借自己在世界各地的经济网络和信息来源，有选择地出击，在投资组合上进行合理安排，以获取廉价的生产要素和规模经济效益等等，并最终实现其股东财富最大化。

然而，机会增多的同时，跨国公司所面临的风险因素也在增加。由于经营活动跨越了国界，国际政治、经济环境中的各种风险也就接踵而来。大致说来，可分为如下几种风险：（1）政治风险。如东道国内乱可能使公司财产毁于战火，民族主义浪潮可能使公司财产被征用甚至没收。（2）财务风险。如汇率利率变动的风险、通货膨胀的风险，都可导致跨国公司资产与负债实值的变化。（3）法律风险。如重复课税、税收歧视等等。财务管理人员必须对这些因素加以预测、分析，因势利导，以趋利避害。

跨国公司财务管理的主要内容包括以下几个方面：外汇风险管理、国际融资管理、国际投资管理、国际结算管理、国际营运资金管理、国际会计管理以及国际税务管理等。

## 二 外汇市场

跨国经营面临的第一个问题是经常涉及多国货币，外汇交易和外汇风险贯穿于跨国经营之始终，因此我们首先需要了解的是外汇方面的知识。

## 1. 汇 率

外汇汇率是一种货币用另一种货币来表示的价格。外汇的标价方法有两种：一是直接标价法(Direct) 二是间接标价法(Indirect)。直接标价是指以本国货币表示每单位外币的价格。如在中国，RMB 65.00/\$1 就是直接标价。间接标价是指以外国货币表示每单位本币的价格，如在英国，\$ 1.45/£1 即是间接标价，而 £ 0.68/\$1 对英国来说则是直接标价。可见，直接标价和间接标价恰成倒数关系。

鉴于美元在国际货币体系中的中心地位，为便于交易，全球银行间外汇交易的标价大多采用“欧洲(标价)法”(European) 即用其他货币来表示一美元的价格。如，国际外汇交易中，马克与美元的汇率表示一般是 DM 1.55/\$1 也称为“德国法”。依此类推，还有“日本法”、“瑞士法”等。自 19 年起，“欧洲法”逐渐成为全球电汇交易中的绝大多数货币的通用标价法。

与“欧洲法”相对的是“美国法”(American)，即以美元来表示每一外汇的价格。“美国法”通常用于如下几种货币的银行间交易：英镑、澳大利亚元、新西兰元和爱尔兰镑。用外国货币来表示每单位英镑价格的做法有其历史原因：英镑在 19 年以前并非以十进制计值，而是每英镑等于 2 先令，每先令又等于 1 便士。用这种非十进制的货币来表示其他货币的价格，在计算上显然极不方便，故习惯上以外币表示英镑的价格，而由于伦敦无可争议的国际金融之都的地位，这种标价方法便一直延续至今。其他 3 种货币之所以也用“美国法”标价则是因为它们与大不列颠之间存在着悠久紧密的历史关系。

在美国，“美国(标价)法”也运用于许多外汇零售市场，如一些火车站、飞机场的外汇兑换点。此外，费城的外汇期权交易和芝加哥的外汇期货市场也使用“美国(标价)法”。

外汇银行在对外报价时，一般要同时报出买入价(Bid or Buy) 和卖出价(Offer or Sell)。买入价和卖出价之间的差额是银行利润来源。如马克对美元的报价为：DM 1.45/\$1 和 DM 1.47/\$1 两种：前者是银行(或外汇交易商)愿意买入美元的价格，而后者是其愿意卖出美元的价格。实际上，当一家银行表示愿意以 DM 1.45/\$1 时，亦即表示其愿以 \$ 0.6897 / 1.45 卖出马克。因此，一种货币的买入价，即是其相对货币的卖出价。买入价与卖出价之间的平均价称为中间价。

全价报价(Outright) 指的是把报价全部体现出来，通常用于零售交易或报刊杂志。在电话交易和屏幕显示时，经常以简易的方式报价，如马克对美元的屏幕即期报价为 1.4500 而在电话报价时，通常是说“1.45 略停一下，再说) 10 或“1.45 至 0.10。有时，外汇交易商在电话报价时只是简单他说：“00 略停) 10 或“00 至 (t) 10，假定对方应知前面的数字。

点报价(Point Quote) 适用于远期交易，反映在即期汇率基础上表示的标的货币(即在“/”以下的货币) 远期升水或贴水的幅度，升值也称升水(Premium)，贬值又叫贴水(Discou)。鉴于远期交易风险大于即期交易风险，故远期汇率报价中的买卖差价要大于即期买卖差价。因此，从“点报价”中判断标的货币的升贬方向及幅度可用如下方法：点报价左边大于右

边的，因为远期买卖差价要大于即期差价，故须把点报价从即期汇率中减掉，亦即标的货币远期贬值。如上表马克对美元的“一个月远期”点报价为 50-40 故应从即期汇率中减除以求得“一个月远期汇率”为 1.4450/1.4470 同理，若点报价左边小于右边，则应与即期汇率相加以求取远期汇率，此时标的货币呈现为远期升值。

许多货币相互之间很少发生汇兑交易，因此一般货币市场不报告它们之间的汇率。此时求取汇率的方法是：通过与两者皆有汇率关系的第三种货币进行折算——即所谓“交叉汇率”（Cross）。如，金融市场对澳大利亚元（A\$）与丹麦克朗（DKr）的汇率没有报价，但两者与美元都有公布的汇率：A\$ 1.3600/US\$ 和 DKr 6.4500/US\$

$$A\$ / DKr = \frac{A\$1.3600 / US\$}{DKr6.4500 / US\$} = A\$ 0.2109 / DKr$$

实际上，所有两种货币之间的汇率都可以通过借助与第三者的汇率来求得“交叉汇率”。如果从金融市场上所求得的“交叉汇率”与银行的外汇报价有较大出入，则可能存在“三角套汇”（Triangular Arbitrage）机会。当一种货币的远期报价比即期报价更高时，即称该货币远期升水（Forward premium），反之则为远期贴水（Forward Discount）。远期升水或贴水的幅度通常以年百分率表示，公式如下：远期升水或贴水（年率）=  $\frac{\text{远期汇率} - \text{即期汇率}}{\text{即期汇率}} \times \frac{12}{n} \times 100\%$

式中的 n 指远期合约的期限，以月为单位，此处须注意三点：

（1）上式只能用于计算标的货币的升水或贴水幅度。若要计算参照货币（在“/”以上的货币）的升贴水幅度，则须改变公式为：

$$\text{参照货币的远期升水或贴水（年率）} = \frac{\text{即期汇率} - \text{远期汇率}}{\text{远期汇率}} \times \frac{12}{n} \times 100\%$$

（2）尽管一种货币的远期升水即意味着其对应货币的远期贴水，但两种货币的升贴水幅度将会略有差异。从公式上看也可推知：两个公式中的分母是不同的。

例如，参看表 2-1，可得

$$\text{六个月远期合约的美元远期贴水（年率）} = \frac{1.4310 - 1.4505}{1.4505} \times \frac{12}{6} \times 100\% = -2.69\%$$

$$\text{六个月远期合约的马克远期升水（年率）} = \frac{1.4505 - 1.4310}{1.4310} \times \frac{16}{6} \times 100\% = 2.73\%$$

（3）不同期限远期合约所体现的某一货币的升（贴）水年率通常不一致。例如，由表 2-1 得出的“三个月远期合约的美元远期贴水年率”为

$$\frac{1.4395 - 1.4505}{1.4505} \times \frac{12}{3} \times 100\% = -3.03\%$$

而同一外汇市场上的“六个月远期合约的美元远期贴水年率”却是 -2.69%。

## 2. 外汇交易

外汇交易大致分为如下几类：

即期外汇交易、远期外汇交易和掉期外汇交易。即期外汇交易要求立即交割外汇；远期外汇交易则指在将来的某个时间交割外汇的远期合约；而掉期交易是指同时确定买进和卖出关于某一货币的两个合约，但这两个合约的交割日有所不同。

1 即期外汇交易 (Spot Transaction)  
即期外汇交易在银行间外汇交易额中占了很大比重，据美国联邦储备银行统计，1989年4月美国银行的外汇交易额中大约有6%属于即期外汇交易。一般说来，银行和商业顾客之间的即期外汇交易能真正做到立即交割，但银行相互之间或银行与外汇交易商之间的即期外汇交易，通常却要等到交易达成的第二个营业日后才能实际交割。如在星期二达成的即期外汇交易，常要等到星期四才能交割。交割期 (Value) 滞后的原因有二：(1) 银行间即期外汇交易多由电话达成，需要经书面证实；(2) 主要的几大外汇市场之间在较大时差 (如纽约和伦敦)。地理区域近的，如美元和加拿大元的即期交易，在交易日当天立即交割也是比较常见的。

绝大多数美元交易合约是通过设在纽约的银行间支付系统清算行 (Clearing House Interbank Payment Sys

2 远期外汇交易 (Forward Transaction)

远期外汇合约是指约定在将来某日，按现在确定的某一汇率，交割某一确定金额的外汇的协议。即是说，合约的交割汇率在交易达成日当天就已确定，但实际交割却要等到合约期满时才能进行。银行在报远期汇率时，一般只报一个月、两个月、三个月、六个月和十二个月的外汇汇率。但在实际签订远期外汇交易合约时，却可以按需定期，四个月、五个月或其它月数都是可以的。少数远期外汇合约的期限甚至超过十二个月。

远期外汇合约的交割日是在合约月数满后的第二个营业日。因此，1月1日签订的三个月远期外汇合约，其交割日将在4月1日，如果4月1日是周末或节日假期，则往后顺延一天。

大多数远期外汇合约的交割日都是确定的某天。但银行有时应顾客的要求，也可能会提供交割日有一定选择余地的远期合约 (Forward Option)。通常是把合约到期月分为上旬 (1-10日)、中旬 (11-20日) 和下旬 (21-31日)，顾客可以选择任何一段时间作为交割期间，在交割期间内，顾客有权临时确定某一交割日。当然，为了得到这种附有选择权的远期外汇合约，顾客要多付一些代价。从探讨术语的角度看，同一个远期外汇合约，既可以被称为“买远期”，也可以被称为“卖远期”，视所指的货币而定。譬如，顾客打算签定一个三个月后用美元买马克的远期外汇合约，则对他而言，既可称“买马克远期”，也可说“卖美元远期”。跨国公司在做远期外汇交易时，通常是为了抵补外汇应收账款和应付账款所面临的外汇汇率波动风险或进行外汇投机。

3 外汇掉期交易 (Swap Transaction)  
外汇掉期交易是指在同一时间里 (通常与同一银行) 签订购买和出售同等 (或相近) 金额外汇的两个合约，这两个买卖合约的交割日有前后之别。常见的外汇掉期交易形式为“即期对远期 (Spot against)”，外汇交易商在即期市场上买入 (或卖出) 某一货币，同时又在远期市场上向同一家银行卖出 (或买入) 同等 (或相近) 数目的该货币。另一较复杂的外汇掉期交易是“远期对远期

(Forward against) 例如,一个外汇交易商以 DM 1.4500 / \$ 的远期汇率买入两个月后交割的远期美元 \$ 1,000 (两个月后,他将付出 1,450 马克,换取 1,000 美元),同时又以 DM 1.4300 / \$ 卖出四个月后交割的远期美元 \$ 1,000 掉期交易既可以用于套期保值,也可被用来作外汇投机。在银行间外汇交易中,掉期交易大约占 2%—3%。

### 三 汇率平价理论与汇率预测

汇率的变化趋势及幅度是可以预测的吗？每个与跨国经营有关的人都在发问。人人都希望自己能够洞察机先，以获取超额利润或避免灭顶之灾。但是汇率的变化常使一些专业预测家大跌眼镜。于是许多人便因此决定干脆听其自然，不作任何预测。实际上，汇率的变化趋势通常或多或少会在事先露出一些苗头。有时候，只要傻瓜没在睡觉，也能看出一国货币的升贬方向。但另一些时刻，却只有精明的分析家才能窥知未来。然而不论如何，作一下预测总要比稀里糊涂听天由命为好。

## 1. 汇率平价理论。

影响汇率变化的因素很多。理论上说，犹如商品的价格，一国货币的汇价取决于外汇市场上该货币的供求关系。而供求关系又受一些基本经济因素的影响。汇率平价理论所要探讨的正是这些基本经济因素将如何影响汇率的变化。

共有五大平价理论：1 购买力平价理论；2 费雪效应理论；3 国际费雪效应理论；4 利率平价理论；5 远期汇率无偏差预测理论。

### 1. 购买力平价理论 (Purchasing Power Parity)

购买力平价理论是经济学家加斯代夫·卡塞尔 (GUSTAV KASSERL) 于第一次世界大战后倡议的。当时，战争使得固定汇率制终于崩溃，世界亟需一套新的汇率平价理论。

购买力平价理论认为：一国货币之所以有价值，是因为它代表了一定的购买力。任何人只要持有某国货币，就可以在该国市场上购买商品或服务。如果某种货币的购买力相对于他国货币的购买力有所下降，则该国货币以外汇表示的价格将会下跌。所以说汇率的变化反映了不同货币购买力之间的相对变化。换言之，不同货币购买力的相对变化决定了汇率的升降方向及幅度。

购买力平价理论的基础是同一价格法则 (Law of One Price) 则认为：如果市场与市场之间不存在流通限制，而且没有如运输费用等交易成本，则同一商品在不同市场上的价格应当相同。如果两个市场分属于不同国家 (如德国和美国)，则尽管商品的标价货币不同，其价格仍应一样，只不过需要进行如下换算： $P(\$) \times s(\text{DM}/\$) = P(\text{DM})$

亦即商品在美国的价格  $P(\$)$  乘以美元与马克的即期汇率  $s(\text{DM}/\$)$ ，应等于该商品在德国的价格  $P(\text{DM})$ 。

若此一价格等式不成立，如：一台录音机在美国为 \$ 10 而在德国为 DM 20 即期汇率为  $s(\text{DM}/\$) = 1$ ，则必会有人拿马克换美元，在美国市场上购买录音机，再到德国市场上转售，每台可得利润 DM 5 (假定没有交易成本)。但如此一来，外汇市场对美元的需求将上升，而对马克的需求将下降，美元对马克的汇价将上升，直至两国货币的购买力与汇率到了平价状态： $s(\text{DM}/\$) = 2$

购买力平价理论可分为两种：绝对购买力平价 (Absolute Purchasing Power Parity) 和相对购买力平价 (Relative Purchasing Power Parity)。绝对购买力平价理论认为：两国货币的汇率取决于两国类似商品组合 (篮子) 的相对价格 (这些商品组合的价格以价格指数的形式体现，如“消费品价格指数”)，即

$$s(\text{DM}/\$) = \frac{\text{德国价格指数}}{\text{美国价格指数}}$$

相对购买力平价理论认为：当前即期汇率未必准确反映了两国货币的购买力之比，但两国“一篮子商品”的价格在将来一段时间里的相对变化，将能决定汇率在这段时期的变化方向及幅度。如果即期汇率恰如其分地反映了两国货币购买力的现状，则此后两国通货膨胀率的任何差异都将在一段较长时间里被幅度相同但方面相反的汇率变比所抵消。换言之，两国货币汇率的变化方向及幅度取决于两国通货膨胀率的差异。

相对购买力平价可用公式表现如下：

$$\text{公式 1: } \frac{S1(b/a)}{S0(b/a)} = \frac{1+Pb}{1+Pa}$$

$$\text{或公式 2 } \frac{S0(b/a)}{S1(b/a)} = \frac{1+Pa}{1+Pb}$$

此处  $S_0(b/a)$  代表 a 国货币对 b 国货币的即期汇率（此一时对 a 国货币而言，为间接报价形式）， $S_1(b/a)$  为两国货币一段时间后的即期汇率（如一年后的即期汇率）； $P_a$  为 a 国的预计通货膨胀率，而  $P_b$  指 b 国的预计通货膨胀率。

等式两边同时减去 1，可得或公式 2：

$$\text{公式 1: } \frac{S1(b/a) - S0(b/a)}{S0(b/a)} = \frac{Pb - Pa}{1 + Pa}$$

$$\text{或公式 2: } \frac{S0 - S1}{S1} = \frac{1 + Pb}{1 + Pa}$$

公式 1 的左边是货币 a 相对于货币 b 在这段时间里的升值或贬值幅度，而公式 2 的左边则为货币 b 相对于货币 a 的升贬值幅度。若结果为正值，即为该货币的升值幅度；为负值，则为贬值幅度。

例如，若 a 国下一年的预计通货膨胀率为 4%，b 国为 6%，则货币 a 在下一年中的升值幅度应为： $(6\% - 4\%) / (1 + 4\%) = 1.92\%$  而货币 b 的贬值幅度则为： $(4\% - 6\%) / (1 + 6\%) = -1.89\%$

当通货膨胀率较低时，人们通常倾向于忽略公式中右边的分母项，由此可以得到一个比较容易理解的近似公式：

$$\text{货币 a 汇价升贬值幅度} = \frac{S1(b/a) - S0(b/a)}{S0(b/a)} = Pb - Pa$$

上式表明，汇率的变化幅度应该大致等于两国预计通货膨胀率之差。在上例中，如果货币 a 的升值幅度远低于 2%，若不存在交易成本，人们将会纷纷用货币 b 兑换货币 a 以购买 a 国商品或服务；同时，a 国的商品在 b 国市场的竞争力也将增强，而出口的增长将增加 a 国的外汇储备……等等，这些因素都将刺激货币 a 的汇价上升，直至其升幅恰如其分地弥补了其购买力的相对差异幅度。

尽管购买力平价理论存在许多缺陷，但仍然得到了相当广泛的应用。至少，各国中央银行在确定新的汇率平价时，购买力平价通常都是极为重要的参考依据之一。跨国公司在决定其国际性投资和融资战略时，也往往运用购买力平价原理对未来的汇率进行预测。

对购买力平价理论的两种形态，曾有许多学者作过实证研究，结果基本趋同于两项结论：（1）从长期来看，外汇汇率的变化情况比较符合购买力平价原理。但购买力平价通常解释不了汇率的短期变动。（2）购买力平价理论较适用于通货膨胀率较高而且其资本市场不发达的国家。

### 1.2 汇率、利率和通货膨胀率的平价理论

我们已讨论了汇率和通货膨胀率之间的平价关系，现在来看一看利率与汇率之间的联系。

#### 1 费雪效应 ( Fisher ) Effect

费雪效应（以经济学家 Irving Fisher 的名字命名）论述的是：每个国家的名义利率 ( Nominal Interest Rate ) 有时也称为  $A \text{ Crtael Interest Ra}$  应该等于投资者所要求的真实收益率 ( Real Rate 或 Real Return

真实利率——Real Interest Rate加上预计的通货膨胀率。可表示为如下公式：

$$1 + i = (1 + r)(1 + P)$$

式中  $i$  为名义利率， $r$  为真实收益率， $P$  为通货膨胀率。

对“真实收益率”需作一点解释：投资者之所以投资，是为了在将来获得更大的收益。“将来收益”按通货膨胀率进行折现（即除以  $1 + P$ ），再减去原始投资额，就是剔除了通货膨胀因素之后的“真实收益”。此一“真实收益”除以原始投资额，即为“真实收益率”。

例如，一位投资者手持 \$ 1,000 准备投资，其所要求的真实收益率为 4%，预计通货膨胀率为 9%，则其所选择的项目的名义收益率必得高于 13.36%（ $= 1.04 \times 1.09 - 1 = 0.1336$ ）分析如下：

一年之后，该投资者可得 \$ 1,133.6 折成现值为 \$ 1,040（ $= 1,133.6 / 1.09$ ）。故该项投资的真实收益为 \$ 40 = \$ 1,040 - 1,000 真实收益率为 4%。

费雪理论认为：每个国家的真实利率都应相等，如果一国的真实利率高于他国，则大量资金便会涌入该国，资金的供过于求将最终导致真实利率的下降，直至其趋于平衡。因此， $a$  和  $b$  两国的预计通货膨胀率与利率之间的关系如下所示：

$$\frac{1 + i_a}{1 + i_b} = \frac{1 + P_a}{1 + P_b}$$

$i$  和  $P$  分别代表  $a$  国的名义利率和预计通货膨胀率，余者类推。

2 国际费雪效应 (International Fisher Effect)

购买力平价体现的是汇率与预计通货膨胀率之间的关系，而费雪效应反映预计通货膨胀率和名义利率之间的关系，把两者联系起来可得如下等式：

$$\frac{S_1(b/a)}{S_0(b/a)} = \frac{1 + P_b}{1 + P_a} = \frac{1 + i_b}{1 + i_a}$$

去掉中间项，即可得国际费雪效应：

$$\frac{S_1(b/a)}{S_0(b/a)} = \frac{1 + i_b}{1 + i_a}$$

令两边同时减 1，可得

$$\frac{S_1 - S_0}{S_0} = \frac{i_b - i_a}{1 + i_a}$$

若  $i$  较小，可忽略  $1 + i$  项，而得到国际费雪效应的近似公式如下：

$$\frac{S_1 - S_0}{S_0} = i_b - i_a$$

国际费雪效应的含义在于：如果国际资本流动不受限制，则两国的利率之差应等于同期的汇率变化率，否则，套利活动就会发生并最终使汇率的变化率趋向等于利率之差。例如，假设美国的存款年利率为 8%，德国的存款年利率为 9%。如果有投资者认为马克对美元在一年内的升值幅度将会超过 3%（比如说 4%），他就会拿美元换马克并投资于德国（假定没有交易费用）以获取 1% 的差额利润。如果市场上的大部分投资者都抱有同样的预测，马克的即期汇率将会迅速上升，而这种套利活动将一直持续到马克的预期汇率变化率等于 3% 为止。

由于市场上投资者对通货膨胀率和汇率走势的预测并不总能趋于一致，所以两国利率之差也并不能十分准确地体现将来汇率的变化幅度。换言之，我们并不能单凭利率之差准确地推算将来的即期汇率。

### 3 利率平价 (Interest Rate Parity)

国际费雪效应反映的是即期汇率、利率和将来即期汇率之间的关系，利率平价定理则反映即期汇率、利率和远期汇率之间的平价关系。可用公式表示如下：

$$\frac{F_1(b/a)}{S_0(b/a)} = \frac{1+ib}{1+ia} \text{ 或 } \frac{F_1-S_0}{S_0} = \frac{ib-ia}{1+ia}$$

此处，F 代表的是远期外汇市场上的外汇远期报价。

如果  $i$  较小，可以忽略  $1+i$  项，得到利率平价的近似公式：

$$\frac{F_1-S_0}{S_0} = ib - ia$$

此式反映的是：远期外汇市场所报的远期外汇升水（或贴水）率大致等于两国的同期利率之差。否则即会有人作无风险的套利活动。

假定一位投资者持有 \$ 1000，他可以在美元市场上投资，或将手中的美元换成英镑投资于英镑市场。环顾市场行情，发现有关报价如下：

一年期美元公债利率：

一年期英镑公债利率：

即期汇率：

1 个月远期汇率：

假定可以忽略外汇买入价和卖出价的差异以及投资公债时发生的交易费用，即，假定只有一种外汇报价且任何交易都不发生交易费用。

该投资者可以投资于美元公债一年，一年后可得 \$ 1000(01+8%) = \$ 1080 或，将 \$ 1000 在即期外汇市场上换成英镑投资于英镑公债，同时卖出 1 个月远期英镑，一年后可得美元金额：

$$\frac{\$10,000}{S_0(\$/\pounds)} \times (1+8\%) \times F_1(\pounds) / \frac{\$10,000}{\$1.5/\pounds} \times (1+3\% \times \$1.6 /$$

$$\pounds = \$10,986.7$$

显然，该投资者会投资于英镑市场以获取无风险的差异利润 \$ 186 这种套利活动将使英镑的即期汇率上升，远期汇率下降，直至英镑的远期升水率等于 5% 为止。亦即两国货币市场的实际投资收益率将会由于套利活动而终趋相等。即：

可由上式导出：

此即利率平价公式。

利率平价公式也可用一个约等式表示：

由于远期汇率是以合约的形式予以确定的，所以一旦利率平价不成立，套利者将会因其无风险性而蜂拥而至，套利机会将稍纵即逝，利率平价失衡状态可迅速得到调整。因此，利率平价在一般情况下均能实现。实际上，国际性商业银行都是依据利率平价来计算并确定其远期汇率报价的。

需要说明一点：在推导上式时，忽略了外汇买卖差价和其它交易费用，考虑到这些费用实际上并不能省略，现实中利率、即期汇率和远期汇率的关系略微偏离利率平价公式的情况是常见的。只要偏离的程度小于全部交易费用，就不会产生无风险的套利，仍可视利率平价定理得到了维持。

4 远期汇率作为将来即期汇率的无偏估计理论远期汇率指的是外汇市场在今天以合约形式确定的在将来某日交割的汇率，而将来即期汇率则指将来某时的实际即期汇率。将来即期汇率总是一个未知数，我们只能对其进行推测。

若将国际费雪效应和利率平价定理结合起来，可得到

由上式可得： $S_1 = F_1$ ，即当国际费雪效应和利率平价都能实现时，将来即期汇率应等于远期汇率。

实证研究表明：将来即期汇率一般不会恰好等于远期汇率，但也不会偏离太远，从较长的时间来看，其波动通常以远期汇率为轴心。因此，远期汇率可以被视为是对将来即期汇率的无偏估计 (Unbiased) 所谓 predictor “无偏估计”的含义犹如正态分布中的“期望值”，未来结果的概率分布将以其为中心，但未来的实际结果并不一定正好等于“期望值”。

远期汇率作为将来即期汇率的无偏估计，不仅有理论上的逻辑，外汇投机商也会通过投机活动在客观上促使远期汇率趋近于将来即期汇率。例如，如果外汇投机商所预期的将来即期汇率高于远期汇率，如  $S_1 (\$/\pounds) > F_1 (\$/\pounds)$ ，他就会在远期外汇市场上购买英镑远期，寄望于在远期合约到期时能以较高的汇价卖出英镑，从而获取投机利润。这种作法将会使市场上的英镑远期汇价上升，直到外汇投机无利可图为止。反之亦然。购买力平价、费雪效应、国际费雪效应、利率平价和远期汇率的无偏估计原理的关系可以综合体现于上图 (第 2 页)。

## 2. 外汇汇率

预测 跨国公司都需要对汇率进行预测,尽管未必所有的跨国公司都会采取外汇风险抵补措施。跨国公司进行汇率预测的原因较多,大致有如下几类:(1) 外币应收应付账款及应收应付利息与本金。如果跨国公司有外币应收应付款,它通常需要预测外汇汇率以决定应否采取保值措施。(2) 商品或服务的外汇定价。如果定价的外汇贬值,商品或服务在外国市场上的竞争力可能会有所上升,但单位商品所能换回的实质价值将会下降。反之亦然。跨国公司需要对外汇的升降趋势及商品的供需弹性加以预测。(3) 营运资金管理。跨国公司要对多种外汇现金流进行管理,高明的汇率预测有助于及时确定持有现金和应收帐款的币种及外汇兑换与收支时间。

(4) 跨国投资效益分析。在对国际性投资项目进行分析时,通常需要预测整个项目期间的汇率变化情况,有时甚至需要预测十年之后的外汇汇率。

(5) 换算外币会计报表。如果汇率发生了剧烈变化,换算后的会计报表就可能歪曲国外子公司的资产负债和经营业绩的实际状况。此时就需要对汇率变动趋势加以预测并采取适当措施。

跨国公司在预测汇率时,通常要首先确定如下方面:

- (1) 货币
- (2) 时间跨度(短期或长期)
- (3) 调整预测的频率(多长时间调整一次?)

大多数跨国公司较为关注短期预测(时间跨度短于一年)。据对 15 家美国公司进行的调查,发现约 3/5 的公司对主要货币进行预测,但只有少数公司的预测时间跨度超过一年。也有一些跨国公司不设专门的预测机构,而向外部的专业预测机构购买预测结果,对于小型跨国公司来说,这也许不失为较经济的方法。

2. 各种汇率制度下的预测

各国由于政治经济情况的不同,所采取的汇率制度也不一样。大致可以分为自由浮动、管理浮动及固定汇率制三种。

理论上,在完全自由浮动制(即政府不作任何干预)下,上面讨论过的各种平价关系就基本上能得以实现,因此对汇率的预测也就可以依据这些平价公式进行推导。但实际上,即使是美元,在其贬势太劲时,各国也会进行联合干预。故完全自由浮动制在当今世界尚不存在。一些西方发达国家经常在一段时间里采取自由浮动政策,一旦汇率的波动对经济造成了严重影响,政府就会出面干预,而使其终成管理浮动。

在管理浮动或固定汇率制下,如果各国货币仍可以自由兑换,则几大平价关系趋于平衡的趋势仍然存在,只是各国政府和中央银行常会出于自身利益加以人为阻止。

在固定汇率制下,中央银行为维持固定汇率可能要承担巨大的外汇损失,因为固定汇率制时常要求它在外汇汇价高涨时买进外汇,而在外汇汇价下跌时卖出外汇。

在政府实施外汇干预政策或固定汇率制国家里,汇率变动的时机和幅度主要取决于政府领导人。政府通常会极力采取措施来维持汇率稳定,但当通货膨胀或其它压力增长到难以承受的地步时,政府就会不得不屈服。此时问题的关键是对政府做出反应的时间和方式进行预测。

我们可以通过分析下列因素来判断政府所承受的压力程度。

## 1 国际收支差额

对一国的国际收支差额表（或称平衡表）进行分析时，要注意区分经常项目差额和资本项目差额。当一国的经常项目持续处于逆差状态时，通常反映该国的商品和服务在国际市场上的总体竞争能力有所下降，或至少反映其进口需求大于出口能力。这种情况将增加该国货币面临的贬值压力。

资本项目反映的是一国的对外债权与对外债务现状及变化。资本项目顺差体现了一国对外债务大于对外债权，通常也反映该国投资条件具有相对优势（如果资本项目顺差不是由于巨额政府借款造成的话）。资本项目顺差在短期内一般有利于本国货币的坚挺，但由于外国投资者在投资期末要收回本金，在投资期间要收取利息或股息，甚至可能利用转移定价策略大量移走利润和资金，因此从长期来看，资本项目顺差不见得有利于一国货币坚挺，这要取决于这些资本性投资给该国带来的经济效益。（如关于 1998 年美元的连续贬值，许多分析家认为原因之一就是大量利息和股息流出美国。）经常项目差额与资本项目差额之和（加上“错误与遗漏” Net Errors and Omissions）称为“官方储备交易差额”（Official Reserve Transactions Balance），反映了一国在一定时期内的国际收支状况对“黄金外汇储备”和“对外国官方债务”的影响，直接关系到该国在国际金融领域里的地位。因此该差额对一国货币汇价的影响极大。例如，在 1998 年至 1999 年间，尽管这段时期美国的经常项目逆差急剧上升，但由于美国的真实利率水平很高加上长期投资前景看好，大量外资拥入美国，使其资本项目呈现为顺差，“官方储备交易差额”处于低逆差甚至顺差状态（当然，还由于其它一些因素），美元在 1998-1999 这段时期里不仅没有贬值，对某些货币的比价甚至还上升了不少。

2 外汇储备水平如果一国拥有巨额外汇储备，则其干预外汇汇率的能力也就较强。汇价急剧下跌的国家一般都是长期逆差耗空了外汇储备之国。当一国外汇储备耗竭，而国际收支逆差仍势不可当之际，通常也就是其货币即将贬值之时。

## 3 通货膨胀和利率水平

依据购买力平价理论，通货膨胀率较高的国家的货币通常面临贬值压力。而高通货膨胀国家的利率一般又较高，或是为了扼制通胀或是由于水涨船高。利率平价理论和“远期汇价无偏估计理论”又告诉我们：较高利率的货币的远期汇价肯定处于贴水状态，其将来即期汇价也很可能下跌。

但在某些时候，情况可能会比较复杂。因为高利率也许会吸引外国资本前来投资，从而改善资本项目收支状况并最终支撑了本币在短时间里继续坚挺，如前例所举的 1998-1999 年间的美元例子。因此应当作综合性分析，不可一言以蔽之。

## 4 外汇黑市汇率

许多国家实施外汇管制，限制外汇自由兑换和国际间资本自由流动。外汇管制的结果一般会导致官方汇率与均衡汇率（即按对外汇的供求关系所应达到的汇率水平，或称为平价汇率）出现差异，而且通常是官方汇率高估了本币价值。在这种情况下，外汇黑市就极可能出现。

外汇黑市汇率取决于均衡汇率与官方汇率之间的差异，以及对非法交易的惩罚措施。由于黑市交易的非法性与风险性，黑市外汇汇价很可能会高于均衡汇率。但黑市汇率可以启示官方汇率今后的变动方向。一般规律是：对高估的货币，均衡汇率将介于官方汇率与黑市汇率之间。

有些实行外汇管制的国家，可能同时还有第二种官方许可的可在一定幅度内自由浮动的汇率，如中国前段时期实施的“外汇调剂价格”。通常称此类汇率为“平行汇率”。

现在可以将预测未来汇率的步骤简列如下：

步骤一：首先根据各种平价关系推算“均衡汇率”，再对照现行官方汇率、平行汇率和黑市汇率来判断汇率变化的趋势及幅度。

步骤二：分析并预测国际收支平衡状况及国家外汇储备水平与官方举债能力，以判断政府维持现有汇率的支撑能力与时间。

步骤三：预测政府可能采取的应对措施。政府也许会采取外汇管制、紧缩银根和提高利率等方法阻止汇价下跌。但如果经济形势没有得到根本改善，这些措施一般只能起治标作用，不可能从根本上遏止货币贬值。贬值最终只是个时间问题。

步骤四：预测主要的贸易与投资伙伴国可能采取的对策。如西方七国时常对美元汇率采取联合干预行动。

## 2. 汇率预测方法

预测汇率的方法可大致概括为三种：（1）基本分析法（2）

技术分析法（3）市场汇率基准法。

### 1 基本分析法（Fundamental）Analysis

基本分析法主要依据宏观经济变量及宏观经济政策与汇率之间的基本关系来预测将来汇率。故几大平价原理是基本分析法的理论基础。

基本分析法通常要考虑如下因素：

- （1）相对通货膨胀率和相对利率水平
- （2）货币供给政策
- （3）国际收支差额
- （4）国家外汇储备
- （5）国民生产总值或国内生产总值
- （6）政府现有开支及预算开支
- （7）外汇管制程度
- （8）官方汇率与黑市汇率的差异程度

基本分析法应用得非常广泛。在预测汇率的长期趋势上，它常常具有较高的准确性。但在判断汇率变化的时间及预测近期汇率方面，其准确性就不是十分理想，因为近期汇率波动常受一些偶然性因素影响。

使用基本分析法的人一般认为：从长期来看，购买力平价大致可以反映将来汇率水平；而短期汇率变化则主要取决于利率差异及对经济发展前景的预期。

### 2 技术分析法（Technical）Analysis

技术分析法主要用于预测短期汇率。其具体做法是：收集汇率的历史数据，分析其变化规律，并以此为基础推算将来汇率。技术分析法并不重视平价原理，它的理论假设比较简单：历史将会重演。

如果某种货币汇率的变化根本无规律可循，则技术分析法也就无用武之地了。

技术分析法的偏好者往往是外汇投机商。他们利用技术分析结果进行外汇投机，并促进了许多技术分析模型得以发明。但实际上，没有任何一种模型能持续地带来投机利润。因为现实总是或多或少地有别于历史。

对跨国公司而言，技术分析法的用途是有限的。因为跨国公司的利润应主要来自于业务经营，投机行为只能是偶一为之。在决定是否短期应收应付外汇采取保值措施时，固然可以使用技术分析法进行汇率预测。但跨国公司通常更为关心汇率预测对其中长期经营决策的影响，而在这个方面，技术分析法的局限是显而易见的。

### 3 市场汇率基准法

市场汇率基准法可以归纳为两句话：（1）当前即期汇率的波动体现了市场对该货币近期汇率走势的预计；（2）远期汇率可以被视为对将来即期汇率的无偏估计。

关于第二点，在前面已作了论述。这里仅讨论第一点。假定外汇市场上大部分投资者预计日元相对于美元将会贬值，则外汇投机商现在就会抢购美元，抛售日元，这种投机行为会加速日元的贬值，而投机行为将一直持续到投机者认为即期汇率已能基本反映近期汇率为止。所以说当前即期汇率的水平及波动反映了市场对该货币近期汇率水平及走势的预计。

## 四货币期货和期权市场

在第二部分我们探讨了外汇远期合约，外汇风险还可以通过签订外汇期货或购买（或出售）外汇期权加以避免。实际上，这两类金融工具在市场上的重要性已日益上升。

## 1. 外汇期货市场

### 1. 外汇期货市场的特征

外汇期货合约直到 1972 年才在芝加哥商人交易所 (Chicago Mercantile) 下属的国际货币市场 (International Money Market) 开始出现。除了国际货币市场 (IMM) 外, 目前主要的货币期货交易所有: 纽约期货交易所、伦敦国际金融期货交易所以及加拿大、澳大利亚和新加坡国际货币交易所。自 1972 年起, 芝加哥国际货币市场上的期货合同已可以与新加坡国际货币交易所的期货合同互换。

外汇期货合约是具有法律约束力的缔约, 要求在合约规定的将来某时、某地, 以某一确定价格, 交割规定数量的外汇。外汇期货合约的标的货币主要有: 德国马克、英镑、日元、法国法郎、加拿大元、澳大利亚元、荷兰盾、瑞士法郎和欧洲货币单位等。在 IMM, 每种货币的交易对象都是美元。

每个交易所都有自己对外汇期货合约规格的规定, 但大体上有如下共同特征:

(1) 每个合约的金额是确定的。例如, 在 IMM 英镑期货合约的金额为 & 620, 交易金额只能是 & 620 的倍数。

(2) 确定的报价方式。在 IMM, 报价方法是“美国法”(American Term), 即对美元而言, 用的是直接报价法。

(3) 标准的到期日。IMM 的期货合约的到期日为: 下列各月的第三个星期三 (1 月、3 月、4 月、6 月、7 月、9 月、11 月、或 12 月)。不过, 并非所有外汇在任何时候都有上述所有到期日的期货报价, 在某些时候, 有的外汇的期货报价可能只有三、四个到期日。

(4) 最后交易日是确定的。IMM 期货合约的最后交易日是合约到期日 (星期三) 之前的第二个营业日, 即, 除非恰逢节假日于其间, 最后交易日将是到期日 (星期三) 之前的那个星期一。

(5) 保证金。期货交易是以交易所作为交易中介进行的。对于买方, 期货交易所下设的清算事务所是卖方; 而对于卖方, 清算事务所又是买方。期货交易所一般不可能违约, 但它担心参与期货买卖的个人或机构会违约, 因此要求期货合约的买方和卖方必须交纳一笔初始保证金 (Initial Margin) 作为履约保证 (Bond Perf)。初始保证金可用现金、银行信用证或政府债券作为担保, 存在各自的保证金帐户里。交易者平仓或完成交割之后, 初始保证金余额必须返还给客户。此外, 还设置最低保证金水平 (Maintenance Margin)。

期货交易所为了避免违约风险, 规定每日交易结束后, 清算事务所就以收盘价计算出每一期货合约的价值, 并根据合约价值的变化情况对净值部分进行现金结算。例如, 在 3 月 1 日, A 从期货交易所买了一份合同金额为 & 62500 的 6 月份到期的英镑期货 (同时 B 向交易所卖出一份相同合约), 合约到期交割价格为 \$ 1.50, 合约到期价值为 \$ 93750 ( $= & 62500 \times \$ 1.50$ )。

假定第二天 (3 月 1 日), 由于市场对英镑将来即期价值的预计发生了变化, 交易所中交易的 6 月份到期的英镑期货合约的到期交割价下降为 \$ 1.4800, 一个英镑期货合约的总价值下降至 \$ 92500 ( $= & 62500 \times \$ 1.4800$ )。此时交易所将从买方的保证金帐户中减去 \$ 1,250 ( $= \$ 93750$

—\$ 9 2 5 0)0, 在卖方的保证金帐户中加上 \$ 1, 2 5 0(卖方可以立即提走这 \$ 1, 2 5.0而买方的保证金帐户中的余额如果低于最低保证金水平 (M a i n t e n a n c e), 买方必须立即补交至初始保证金水平。

( 6 ) 清算。大约只有 5 % 的期货合约会在到期时进行实际交割。最常见的情形是：买方和卖方在到期日之前就通过反向交易冲销了自己原来的头寸。例如，若有人卖了一个 6 月份期货合约，他通常会在 6 月份第三个星期一之前再买进一个 6 月份到期的期货合约，于是只需要清算两个合约的差价，而原有的头寸就被冲销了。这样一轮“卖/买”或“买/卖”，称为“一回合”(R o u n d )

( 7 ) 清算事务所。这是期货交易所中专事期货合约清算的一个专门机构。实际上，所有期货合约都是客户与清算事务所之间的契约，买方客户与卖方客户之间并不直接缔约。因此，买卖双方都不需担心对方违约。

( 8 ) 佣金。参与期货买卖的客户向其经纪人交纳一笔佣金，就可以进行一个“回合”。这与外汇远期市场有所不同。在外汇远期(或即期)市场上，交易商会同时报出一个买入价(B i d ) 和一个卖出价(O f f e r ) 或 A s k ) 但无佣金之谓。

续前

黄金纽约	GM 盎司	1 盎司	1 美分盎司	1, 500	1, 500
9 美国					
国库券	T B	\$ 1, 000, 000	\$ 0. 01	1, 500	1, 000
欧洲美元					
定期单	E D	\$ 1, 000, 000	\$ 0. 01	1, 500	1. 000

资料来源：19 年71 月 2 日是芝加哥商人交易所

## 1.2 外汇期货与远期外汇合约的比较

尽管外汇期货和远期外汇合约在保值和投机方面的用途是一样的，但两种合约还是在许多方面有着重大的区别：

### 1 合约金额

期货合约的金额是标准的，期货交易的金额只能是标准合同金额的倍数。而远期外汇合约的金额可以根据买卖双方的需求予以确定。

### 2 到期时间

期货合约有几个确定的到期日，且期限一般不超过一年。远期合约的到期日可以按需确定，期限一般在一年之内，但也有长达数年之久的。

### 3 地点与报价方式

期货合约是在有组织的期货交易所里由场内经纪人以公开喊价的方式进行交易的。而远期外汇合约则是个人与银行之间，或银行与银行之间，通过电话联系而达成。银行一般要同时报出外汇的买价和卖价。

### 4 担保

期货合约要求买卖双方都交纳初始保证金，并在缔约后的每个营业日都进行差价结算。而远期合约在交割之前没有任何保证金要求，也不进行任何结算，但要求交易双方有较高的商业信誉或较悠久的交易关系。

### 5 清算

期货合约极少进行实际交割，交易者一般是在到期日之前就通过反向交易冲销自己的头寸。而远期外汇合约则通常要进行实际交割，尽管也有入以采取反向交易的方式来冲销头寸。

## 6 佣金

参与期货交易者要向经纪人交付佣金，经纪人在收取佣金后负责为委托人作一“回合”。但外汇远期合约没有佣金之说，银行通过买卖价的差异来赚取利润。

## 7 合约对方

期货合约的买卖双方通常互不知悉，在他们看来，期货交易所下设的清算事务所就是对方。而远期合约是买卖双方直接接触并达成的。

## 8 二级市场

相对于远期合约，期货合约二级市场的规模要小一些。但由于期货合约的标准性及期货交易的一些配套规则，期货合约的买卖双方都很容易冲销原有的头寸。而远期合约的买方或卖方若要冲销自己的头寸，则需另签一个反向的远期合约。如果第二个合约是与同一银行签署的，固可以抵销前一个合约，如若不然，则此人就必须履行两个远期合约，而两个合约都存在对方违约风险。

## 2. 外汇期权市场

### 2.1 外汇期权合约

期权交易(Option)也称选择权交易,是一种买卖权利的合约。期权的买方交付期权费之后,便购得了一种权利(选择权):买方可在一段规定时间内的任何时候(以美式期权为例,请参看下面“美式期权和欧式期权”),以事先确定好的价格,向期权卖方购买或出售一定数量的合约标的物。买方握有履约或放弃履约的选择权,而卖方只能听命于买方,别无选择。

因此,期权合约在风险与收益的关系上,有其独有的特征:期权买方所付的代价仅限于期权费,但却可能获得无穷的收益;卖方的地位则恰恰相反,他可能获得的最大收益是买方给予的期权费,而其所承受的损失风险则是无限的。

本世纪20年代,美国就已出现股票的期权交易。但只是在过去的十余年里,外汇期权作为外汇保值和投机的手段才得到日益广泛的运用。1982年1月,费城股票交易所首先推出标准外汇期权合约交易,随后美国和其它国家的一些交易所也相继推出标准化外汇期权交易。除了交易所期权外,部分商业银行也提供期权合约。犹如期货合约,银行的期权合约要比交易所期权合约在到期日和金额方面灵活许多。

外汇期权合约的定义与特征如下:

1 外汇期权合约给予合约买方(或称期权持有人holder)的是一种权利(Right)而非义务(Obligation)。期权买方有权在合约规定的未来一段时期里,以规定的价格,买或卖一定数量的标的货币(或称基础货币the Underlying Currency)。但期权买方也可以放弃履约权,他不承担必须履约的法律义务。

2 期权卖方(Seller or Writer)收取期权费(Option or premium or  $\Phi_p$ 在买方提示履约时;他必须履约。

3 期权分为买入期权(Call  $\Phi$ )和卖出期权(Put  $\Phi$ )。买入期权也称看涨期权,指购买买入期权者,便握有在期权有效期内以期权合约规定的汇率(即期权交割价)买入标的外汇的选择权。买方之所以愿意购买买入期权,是因为他预料在期权有效期内,标的外汇的汇价将上涨至超过期权交割价的水平,是故又称看涨期权。卖出期权又叫看跌期权,是指购买卖出期权者,有权在期权有效期内以期权交割价向期权卖方卖出标的外汇。买方购买卖出期权(看跌期权)的原因是其预料或担心标的外汇的未来汇价将跌至低于期权交割价的水平。

而卖方对基础货币(即标的外汇)的将来即期汇价的判断恰与买方相反,买卖因此得以成交。

4 期权费与期权交割价。期权费(Premium,也称权价Option Price),是买方为了获得选择权而向卖方交付的一笔费用。在柜台市场,期权费通常以合约金额的百分比表示;但交易所里的期权费则以“每单位外币需付期权费(以本币支付)”的方式报价,如芝加哥IMM的马克期权合约的期权费报价为:每马克期权费\$0.083

期权交割价(Strike or Exercise)则指期权合约规定的交割汇率,也称协定汇率或协定价格。

5 若期权的交割价格与期权标的物的即期价格相等,此一期权称为“平价期权”(at the);如果行使期权能立即获利(不考虑期权费),

此期权称为“有价期权”(in the)；如果行使期权将导致亏损，则称“无价期权”(out of the)。看涨期权的交割价格低于即期价格时，称为“有价”，高于即期价格时便称“无价”；而看跌期权则相反。显然，有价期权的期权费要比无价期权或平价期权的期权费为高。

6 根据买方行使期权的时间规定，期权又可以分为美式期权(American Opt)和欧式期权(European)。美式期权的买方可以在期权到期日之前的任何时候行使期权；而欧式期权的买方则只有在期权到期日才能决定是否行使期权。此处所谓“美式”和“欧式”之分，实际上仅就履约日期规定的不同而言，与期权交易的地理位置、基础货币或汇率标价方法均不相关。

## 2. 外汇期权市场

外汇期权合约可分为三类：

- (1) 在柜台市场(Over-the-counter)上交易的外汇期权
- (2) 在有组织的期权交易所里交易的外汇期权
- (3) 以外汇期货合约为标的物的外汇期货期权

### 1. 柜台期权市场

柜台期权交易指的是与银行达成的期权交易，也称“场外交易”。柜台外汇期权合约通常是美元与英镑、德国马克、加拿大元、瑞士法郎以及日元之间的交易。

柜台期权合约的主要优点是：企业在金额及期限方面，可以按照自己的具体需要与银行达成期权协议。而其主要缺点则在于：存在银行违约风险。

### 2. 期权交易所

全球有许多交易所都开设了外汇期权交易业务。其中最重要的是费城股票交易所，在那里，交易额通常很大，一次交易包括 2,000 个合约的情况并不鲜见。在该交易所交易如下八种主要货币：

表 4-2

费城交易所期权合约

货币	每个合约固定金额
澳大利亚元	A\$ 50000
英镑	£ 31.250
加拿大元	C\$ 50000
德国马克	DM 6200
法国法郎	FF 250.000
日元	¥ 6,250,000
瑞士法郎	SF 6200
欧洲货币单位	ECU, 65200

资料来源：《华尔街日报》1991年01月7日

前面七种货币均有美式期权和欧式期权两种方式，但欧洲货币单位只有美式期权一种方式。

在期权交易所，所有期权合约都是标准化的。买卖双方并不需要进行直接接触，而是通过期权清算事务所(the Clear-)进行交易，清算事务所作为买方的卖方和卖方的买方，保证期权合约的履行。

期权交易所采取保证金制度，期权卖方须交纳一笔保证金以确保承担履约义务。3 外汇期货期权(Option on Futures Contract)

外汇期货期权合约的标的物是一个期货合约。即，期货期权合约的买方有权按约定的价格向期权合约的卖方买或卖一份期货合约。

表 4—3 1991年10月6日IMM马克期货期权价格

期货合约 协定价格	看涨期权价格 (美分/马克)		看跌期权价格 (美分/马克)	
	月份1	月份12	月份11	月份2
66	1.83	1.53	0.08	0.58
66.5	1.63	1.22	0.18	0.77
67	0.33	0.95	0.38	1.00
67.5	0.16	0.74	0.71	1.29
68	0.08	0.56	1.13	1.61
68.5	0.05	0.43	...	1.98

资料来源：《华尔街日报》1991年10月7日

马克期货合约金额：DM1,2050

由于在1991年10月6日，IMM期货市场1月份马克期货合约的收盘价为\$0.6695，当基础期货合约的协定价格为\$0.6600时，看涨期货期权就属于有价期权（in the money）。期权买方如果现在行使期权，可以得到\$0.009的差价。随着基础期货合约协定价格的上升，看涨期货期权的有价性逐渐下降，因此看涨期权价格（期权费）也随之减少。而对于看跌期权来说，情况则恰好相反。

可举一简单例子说明期货期权的运作。例如，某公司有一笔须在1月交割的马克应付账款DM2,500,000。为了避免到期时马克升值的风险，该公司可以在期货市场上买进马克期货；也可以通过购买马克期货期权（看涨）合约予以保值。它可以购买两个马克期货（看涨）期权合约（DM2,500=0.25×DM1,2050），假定其基础期货合约的协定价格为\$0.6650，则该公司需支付期权费\$3050（2500×0.012）。在行情对己有利时，该公司便行使期权，获得基础期货合约。反之则放弃履约。

期货合约与期货期权合约的本质区别在于：使用期货合约后，交易者即处于必须履约的地位（不论外汇即期汇率的变化是否对己有利），或是在期货合约的到期日进行实际交割，或是在交易所里进行反向交易以冲销掉自己的头寸。而若使用期货期权合约，则在情况于己有利时行使期权，于己不利时立即放弃。

## 2. 外汇期权的应用

外汇期权主要有两种用途：外汇投机和抵补风险。由于期权的独有特征，它给予买方的保护是外汇远期合约和期货合约所不能比拟的。但是，当外汇汇率波动不大而期权价格又偏高时，利用期权保值常常要付出较大的代价。

跨国公司在决定采用期权保值时，通常基于对如下两个因素的考虑：（1）将来汇率可能出现较大幅度的波动且趋势不十分明朗；（2）公司已给出一个货币期权。

所谓“公司已给出一个货币期权”，一般指如下两种情况：

（1）公司参加了以外汇支付的项目投标，能否中标尚不清楚。例如，一美国公司参加了向英国提供轿车生产线的招标竞争，德国和日本的公司也参与了招标。招标结果一个月后才能揭晓。中标者将获得一千万英镑。对于美

国公司而言，其外汇风险在于：若一个月后英镑贬值，该项目利润可能会成为泡影。但若以外汇远期合约或期货合约进行保值，则万一没有中标，这些合约本身就导致了交易风险。

实际上，对于一个月后公司会否有英镑收入，公司已通过标书将选择权给了招标方，实质上相当于美国公司给出了一个外汇期权合约。在这种情况下，较好的保值措施通常是买进一个英镑的看跌期权。

(2) 就同一商品同时以两种货币报出实盘价。此时，公司实际上也等于给出了一个货币期权，因为对方肯定会在实盘有效期内判断两种货币的升贬趋势，并选择以软币支付。当然，对方也有可能根本不接受报价，因此公司最好还是以购买期权合约的方式保值。

## 五 外汇风险管理

## 1. 外汇风险种类

外汇风险 (Foreign Exchange Risk) 也称外汇暴露, 是指由于外汇汇率的变化而导致企业的赢利能力、净现金流量和市场价格发生变化的可能性。财务经理的一项重要职责就是预估外汇风险并及时管理, 以使企业的赢利能力、净现金流量和市场价格最大化。

外汇风险主要有三种类型: 经营风险 (Operating Exposure) 交易风险 (Transaction Exposure) 和换算风险 (Accounting Exposure)。

### 1 经营风险

经营风险有时也称经济风险 (Economic Exposure) 是指由于意外的汇率变动而导致企业未来的经营性现金流量发生变化, 从而影响到企业的市场价值。企业价值的变化程度部分地取决于汇率变动因素对企业将来销售量、价格和成本的影响程度。

### 2 交易风险

交易风险是指已达成协议但尚未结算的外币交易因汇率波动而发生汇兑损益的可能性。交易风险程度是指特定的汇率变动对已达成协议的外币交易的价值可能产生的影响程度。例如, 当法郎对美元贬值时, 美国公司的法郎应收帐款就蒙受了外汇损失。

### 3 换算风险

换算风险有时也被称为翻译风险 (Translation Exposure) 或会计风险, 产生于跨国公司将其国外附属公司或投资项目经营业绩的计值单位由记帐外币换算成本币的换算过程。跨国公司由于法律上和经营上的需要, 必须合并其国外附属公司和母公司的财务报表, 而各个会计项目换算时所用的汇率并不见得与入帐时的历史汇率相同, 因此, 那些按现行汇率换算的资产与负债就会发生外币换算损益。这些承受换算风险的资产与负债就称为暴露资产 (Exposed Assets) 和暴露负债 (Exposed Liabilities)。鉴于暴露资产和暴露负债的风险可以相互抵销, 所以公司的总换算风险就大体取决于暴露资产与暴露负债之间的差额。

## 2. 经营风险的管理

较之于换算风险和交易风险，经营风险对跨国公司长期利益的影响要深远得多。但是，由于经营风险的估算基于对将来现金流量变化的估计，而且所界定的时间段又带有任意性，因而不可避免地会具有某种主观色彩。经营风险的程度并非得自会计过程，而需要通过经营分析才能得出。经营风险的管理是管理阶层的责任，因为它涉及公司的财务战略、购买战略、生产战略和营销战略等，并要求这些战略能协调一致。

预料中的外汇汇率变动，并不包含于经营风险的定义之内，因为管理者和投资者在作经营预算和评估公司价值时，应该都已考虑了这一因素。从管理者的角度看，预算财务报表就已包含了汇率预期变动的的影响。许多管理者在编制经营预算时，使用的就是外汇市场上的远期汇率，而非预算编制日的即期汇率。

从投资者的角度看，如果外汇市场是一个有效率市场 (Efficient Market) 则汇率的预期变动应是人所周知，其对公司股票价格的影响也就能迅速体现。只有意外的汇率变动，才能使公司股票价格及公司的市场价值发生变化。

### 2. 经营风险对预期现金流量的影响

以时间长短划分，意外的汇率变动对公司预期现金流量的影响可简析如下：1 短期影响

短期影响是指对年度经营预算中的预期现金流量的影响。年度预算中的外汇损益主要取决于预期现金流量的计值货币。已达成协议的应收应付帐款不能随意更换计值货币，即使是未签协议的销售或购买承诺，计值货币的变更亦需斟酌商议，为了商业信誉，短期外汇风险所导致的损失一般是不能转嫁给客户的。此外，在短期内，公司很难重新标订销售价格或变动生产要素成本。因此，最后实现的现金流量将会与预算流量有所不同。不过，随着时间的推移，销价和成本也是能依据变化后的汇率加以调整的。

### 2 中期影响

汇率意外波动对 2—5 年中期预算内的预期现金流量所造成的影响称为中期影响。大致可分两种情况分析：

(1) 假定外汇汇率与所涉国家的通货膨胀率以及利率之间的均衡 (Equilibrium) 关系存在，亦即假定购买力平价 (Purchasing Power Parity) 和国际费雪效应 (International Fisher Effect) 都能实现。在这同样的前提下，公司应能在一段时期内逐步调整销价和要素成本，以使实际现金流量与预期现金流量保持一致。各国的国际收支、货币和财政政策决定了上述均衡关系能否存在，以及跨国公司能否被允许调整价格和成本。

如果均衡状态持续存在，而且跨国公司能自由地调整其售价和成本以保持其预期的现金流量和竞争地位，则可说该公司的中期经营暴露等于零。不过，如果均衡状态虽然存在，但跨国公司可能不愿或不能调整其经营政策以保持预期的现金流量，那么，该公司就得承受经营风险，其市场价值也会受到影响。

(2) 均衡状态不存在时。如果购买力平价和国际费雪效应都不能实现，跨国公司也许就不能调整其产品售价和要素成本以抵消汇率变化所带来的影响。公司的实际现金流量将不同于预期流量，公司的市场价值将会因为意外

的汇率变动而有所变化。

### 3 长期影响

长期影响是指意外的汇率变动对 5 年以上的长期预算中的预期现金流量产生的影响。如果均衡状态不存在（或不能长期持续存在），则跨国公司的现金流量将会受现有的和潜在的竞争者针对汇率变动所作反应的影响。实际上，只要外汇市场的均衡状态不能持续存在，无论是跨国公司还是国内经营公司，从长期来看，都存在外汇经营风险，因为国际竞争最终会波及到国内。

### 2 经营风险的管理

管理经营风险的目的是预测和引导意外汇率波动对公司将来现金流量的影响。为此，管理者不仅要能迅速判断均衡状态是否存在，还必须在意外汇率波动发生前就已准备好最佳的应对策略。达到这一效果的最好方法是在全球范围内将自己的经营和融资多元化。经营多元比意味着分散销售市场、生产地点和原材料来源。而融资来源多元化则意味着应在数个资本市场上进行多种货币融资。

多元化战略使跨国公司管理者可以根据自己的风险偏好，对外汇、资本和产品市场上不均衡状态所提供的机会作出主动的反应。而且，这样一种战略并不要求管理者去预测不均衡状态，只要在不均衡状态出现时，管理者能迅速发现并作出相应决策即可。

#### 1 经营多元化 (Diversifying) Operations

如果跨国公司已实现了经营多元化，那么，管理者就会使自己处于这样一种优势地位：当不均衡状态出现时，他可以通过比较不同销售市场的价格和不同产地的要素成本而迅速察觉并作出针对性反应。他可以决定临时增加原材料和半成品的购买量；也可以决定把生产线从一个子公司转移到另一个子公司；如果不均衡状态下的汇率波动使公司的产品在出口市场上的价格竞争力有所提高，则可以立即在出口营销方面加强努力。

即便管理者并不对汇率波动作出主动性反应，多元化经营战略也能减轻公司所承受的风险冲击。因为汇率的变动可能使公司的某些市场和生产基地受到冲击，而在另外一些市场上，来自另外国家的子公司的产品却可能因而增加了竞争力，因此，多元化经营使得外汇经营风险因相互抵消而趋于中和。

#### 2 融资多元化 (Diversifying) Financing

融资多元化使公司在国际利率市场和汇率市场偏离“国际费雪效应”时，能迅速捕捉机会。即是说，如果两国利率之差与预期的汇率变动并不一致，则降低公司资本成本的机会也就出现了。然而，若要在短暂的时间里快速融资，该公司必须是已在国际投资界负有名望并和国际性金融机构建立了牢固联系的跨国公司。纯粹的国内公司，由于一直囿于一个资本市场，就只能眼睁睁地看着大好机会失之交臂。

公司对多元化战略有时会感到力不从心。例如，某个特定行业的产品也许要求进行集中化大生产以取得规模经济效益，因而从经济效益上看，分散化生产是不足取的。另一方面，公司也许因为规模大小或不够出名而吸引不了国际股权投资者和贷款人。但不论如何，至少有一点是可以做到的：让你的销售市场尽可能多元化。

### 3. 交易风险的管理

外汇交易风险主要产生于以下交易：

- 1 以信用方式赊购或赊销以外币计值的商品或服务；
- 2 借入或借出资金——当协议规定使用外币还款时；
- 3 作为未执行的远期外汇合约的一方当事人；
- 4 其它以外币计值的债务或应得资产。

管理交易风险主要有两类方法，一是以签订合约的形式进行保值，二是调整经营决策。

#### 3. 合约保值方法 (Contractual Hedges)

合约保值方法大致有如下几种：外汇远期合约、期货合约、期权合约和利用货币市场进行借贷投资、以及一些掉换协议，如货币掉换 (Currency Swap)、信贷掉换 (Credit Swap)、平行贷款 (Parallel) 和连锁贷款 (Link Finance) 等 (请参见 16.9 平行贷款)。

为了详细说明如何利用合约保值方法进行风险抵补，现以美国天成公司的一笔出口应收帐款为例。天成公司在 1 月 1 日向德国的一家公司出口一批合同金额为 DM, 10 0,00 0 的货物。货款将于 6 个月后以马克支付。天成公司的财务经理正在分析是否应以合约方法对这笔应收帐款进行保值。(经估算，天成公司的资本成本为 1%)

金融市场的有关情况如下：

即期汇率：马克买入价：\$ 0 . 5 9 0 3 / DM

马克卖出价：\$ 0 . 5 9 3 3 / DM

6 个月远期汇率：马克买入价：\$ 0 . 5 8 1 4 / DM

马克卖出价：\$ 0 . 5 8 5 4 / DM

半年期美元贷款利率：8% / 年

半年期美元投资利率：4% / 年

半年期马克贷款利率：9% / 年

半年期马克投资利率：7% / 年

在费城股票交易所，6 月份的看跌期权 (Put Option) 的报价为：合同金额为 DM 1, 000,000；协定汇率 (Strike Price) : \$ 0.58；每份 DM 期权费 (Premium) 为 10 美分；每份合同的佣金 (Brokerage) 为 \$ 3.5

在柜台交易市场，银行提供的 6 月 1 日看跌期权报价：合同金额为 DM, 1 0 0,00 0；协定汇率是 \$ 0 . 5 8；期权费为合同金额 (即期美元价值) 的 1 .%。

天成公司财务经理对 6 月 1 日即期汇率的预测为 0 . 5 9 0 0 / DM

现在天成公司面临四种选择方案：

- (1) 在远期市场保值
- (2) 在货币市场保值
- (3) 在期权市场保值
- (4) 静待其变，不作保值

#### 1 远期市场保值

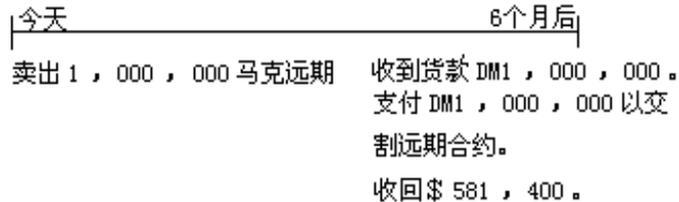
如果天成公司希望通过远期市场抵补其交易风险，它应当在出口合约签订日以 6 个月远期汇率 (银行买入价) \$ 0 . 5 8 卖出 1,000,00 0 马

克远期，这样，天成公司在今天就能确定 6 个月后将收到的美元款项：

$$DM, 100,000 \times \$ 0.5814 = \$ 58,140$$

6 个月 after, 天成公司从德国公司那里收到 DM, 100,000 贷款，并将其交给提供远期合约的银行，银行再付给天成公司 \$ 58,140

远期合约保值的特点可简示如下：



即便天成公司对 6 月 1 日的即期汇率预测为 \$ 0.590, 它还是可能购买远期合约，因为远期合约可以完全避免不确定性。

## 2 货币市场保值

货币市场保值涉及借款换汇和投资，因此其成本主要是由两国利率的差异决定的。在有效率市场 (Efficient) 上，两国政府公债 (即无风险债券) 的利率之差应与远期外汇合约所体现的升 (贴) 水一致，亦即所谓的利率平价关系。但实际上并不是所有的市场在所有时刻都是有效率的，而且，两个不同国家的资本市场提供给某一私营企业的利率之差很有可能与两国政府公债的利差有所不同，再考虑到企业的资本成本和资金裕缺状况，货币市场保值的结果与远期合约保值常有不同。如果天成公司决定通过货币市场进行保值，它便应立即在德国货币市场借半年期马克，然后在即期外汇市场上换成美元。马克债务将由 6 个月后收到的马克贷款偿还。

那么，天成公司应在今天借入多少马克呢？天成公司若要完全避免外汇风险，其借入的马克债务加上半年利息正好等于 DM, 100,000。假设借马克金额为 X，则： $X(1 + 1/2 \times 29\%) = 100,000$

$X = 95,693.7$  天成公司将 95,693.7 马克按即期汇率 (银行买入价) \$ 0.590 换成 \$ 56,488.0 美元。

由于在比较各种保值措施时，需要有统一的时刻标准 (此处是 6 个月后的美元金额)，所以天成公司应分析这笔美元款项 6 个月内的投资收益。可作以下三种假设：

(1) 如果天成公司目前资金充裕，它可以把这笔美元立即投入美国资本市场，6 个月后本利之和为：

$$\$ 56,488.0 (1 + 1/2 \times 24\%) = \$ 57,617.8$$

(2) 天成公司也可能正需要向银行筹借一笔等额美元，则这笔款项正好补缺，其机会成本可视为美元贷款利率 6%。因此 6 个月后，这笔款项的价值为：

$$\$ 56,488.0 (1 + 1/2 \times 6\%) = \$ 58,182.68$$

(3) 如果天成公司决定把这笔美元投入其经营业务，则该款项的机会成本应是公司的资本成本：1%。6 个月后，该款项的价值为： $\$ 56,488.0 (1 + 1/2 \times 21\%) = \$ 59,594.88$

显然，后两种情况下，天成公司若利用货币市场进行保值，效果比远期合约保值要好。

货币市场保值的特征如下：

今天	6个月后
借入 DM956937.8	收回贷款 DM1,000,000 马克
在即期外汇市场	
换成 \$ 564880.4	还本付息,本利之和
把该美元款项依公司	为 DM1,000,000
资金状况加以合理利用	

### 3 期权保值

天成公司也可以通过期权市场进行保值。它可以卖一个 6 月份到期的看涨期权 (Call Option) 也可以买一个看跌期权 (Put Option)。期权的卖方只能获得一笔期权费,在外汇风险发生时起缓冲作用,而不能完全避免外汇损失风险。而期权的买方却可以手握选择权坐观其变,当汇率变化于己有利时便行使期权,对己不利时则可以放弃。所谓坐地观天,确保收入底线而可望获无穷盈利。

假定天成公司倾向于购买期权。根据市场报价,天成公司可以在费城股票交易所购买 6 月份到期的看跌期权。由于每个期权合同的金额为 DM 6250,所以需要购买 16 个期权合同 ( $1,000,000 \div 6250 = 16$ )。

期权合约的总成本可计算如下:

期权费:  $\$ 0.0 \times 0.18 \times 0.00008,000$

合约佣金:  $\$ 3 \times 16 = \$ 560$

期权合约总成本:  $\$ 8,560$  银行所提供的期权合约总成本为:

期权总成本 = 合约总金额  $\times$  即期汇率  $\times$  期权费率

=  $DM 1,000,000 \times \$ 0.590 \times 31/100$

=  $\$ 8854.5$

从计算结果看,交易所的报价似乎有利一些,但两者的差异并不大,只有  $\$ 294$ ,考虑到交易所的外汇期权交割日是每个交割月的第三个星期三之前的星期六,换言之,天成公司必须在期权交割日前(6月1日)卖出期权,尽管这在一个发达的市场上并非难事,但其保值结果毕竟可能与原先预算的略有不同。而银行提供的期权合约则可以在合约金额和交割日期上与天成公司的需求完全一致。故天成公司也还是可以去购买银行期权的。

此外需考虑的是:交易所的期权交易几乎没有违约风险,而银行期权的违约风险则相对要大一些。

由于期权费和佣金需要立即支付,因此我们还须计算其半年后的价值。假定以公司的资本成本作为机会成本,则期权成本半年后的价值相当于:

交易所期权成本 =  $8560 \times (1 + 1\% / 2) = \$ 9030.8$

银行期权成本 =  $8854.5 \times (1 + 1\% / 2) = \$ 9341.5$

不论天成公司购买哪种期权,如果半年后马克对美元的汇价跌至  $\$ 0.580$  以下,天成公司便行使期权,卖掉贷款 DM,100,000,换得  $\$ 58,000$ 。这笔收入减去期权成本,可净得  $\$ 57,096.9$  (交易所期权) 或  $\$ 57,065.8$  (银行期权)。这笔数目是天成公司可确保的最低限。尽管比远期合约保值和货币市场的保值结果似乎要差,但远期合约和货币市场的保值结果是确定不变的,如果马克出乎意料地升值,这两种保值方法并不能获意外之利。而购买期权后,天成公司则可尽得马克升值所带来的好处,从理论上讲,其获利程度是没有上限的。

因此,是否利用期权保值,需视天成公司对汇率变动的预测以及对风险与收益的权衡。

期权保值的特征如下所示：

今天	半年后
买入看跌期权，	收到货款 DM1,000,000。
支付 \$ 8.560	或是行使期权，得到
或 \$ 8,854.5	\$ 580,000。
	或在即期市场上卖掉马克
	(若即期汇率大于协定汇率)。

#### 4 不采取保值措施

由于天成公司财务经理预测马克不会贬值太甚，他可能决定不采取任何保值措施。据他预测，半年后天成公司可望收回：

DM 10,000,000 × 0.590 = 0\$ 5,900,000

这一结果比大多数保值结果要好（除了货币市场保值法中的第三种情况），而且当马克升值时，还具有与购买期权合约一样的获利效果。但问题的关键在于：这是一种冒险，其损失没有底线。若马克汇价直线下跌，天成公司将损失惨重。

不采取保值措施的特征如下：

今天	半年后
不采取保值措施	收到货款 DM1,000,000。
	在即期市场换成美元。

如前所述，除了上面三种保值方法外，跨国公司还可以利用期货市场和一些掉换协议，如背对背贷款、货币掉换和信贷掉换等协议，来达到保值目的。不过，若是公司不能确定将来的外币现金流动会否发生或何时发生（典型例子是公司在参与外币投资项目的投标竞争时），则购买期权合约当属最佳选择。如果利用外汇远期市场或期货市场进行保值，一旦没能中标，则合约本身就会产生交易风险。

### 3. 通过经营决策避免外汇风险

跨国公司还可以通过经营决策来避免或减少外汇风险。主要有如下几种方法：

#### 1 选择计值货币

原则上，在进口贸易中应选择软币（即在付款期内汇价呈现下降趋势的货币）作为计值货币，而在出口贸易中则应以硬币（即呈现上浮趋势的货币）计值。但用何种货币计值，常受交易双方谈判地位的影响，因为谈判的对方也会考虑到自己的外汇风险。所以，一方在接受对方提议的计值货币的同时，常以提价或降价等作为交换条件。

交易商可以力争以本币计值以完全避免外汇风险。但在出口商所在国货币为软币的情况下，以本币计值可能会给出口商带来较低的经济效益。

因此，在管理外汇风险时应牢记一项原则，既要使外汇风险降至最低，又要考虑为了保值而承担的机会成本。

在有些大宗交易里，交易者可以选择组合货币单位，如特别提款权和欧洲货币单位等，作为计值货币，以降低外汇风险。

#### 2 提前与延迟

提前与延迟的具体作法将在第六部分中作具体介绍。联系到外汇风险管理，就是在外币坚挺时，对外币应收帐款应延期收回（尤其是当所在国规定外汇收入必须立即兑换为本币时），对外币应付帐款则应提前支付；当外币疲软时，外币应收帐款便应提前收回，而应付帐款当力争延迟支付。

如果交易双方属于不同利益的两个公司，则在提前或延迟收支时，得益方将会被要求应付给对方一定的折扣或风险费，具体费率由双方协商确定。

在有些国家里，对提前与延迟支付作了一些限制性规定。

### 3 平衡法

平衡法是指创造一个货币、金额和期限均相同的反向资金流动，以抵补外汇暴露。例如，中国一公司在半年后将有一笔 6000 英镑的应收帐款到期，如果该公司能设法从英国进口一批价值同等的货物，并规定以英镑支付，付款期与应收帐款到期日一致，便可以消除外汇风险。

通常说来，一个公司很难使其每笔交易的应收应付款达到“完全平衡”（Perfect Match），不是在时间上略有差异，便是在金额上不一致。若是在时间上有差异，便可结合使用货币市场保值方法，毕竟可以在借款或投资的时间上缩短一些；若是在金额上不一致，则需要结合外汇远期或期权合约以抵补外汇暴露净头寸（即应收应付款的差额部分）。

此外，还可以通过设立再开票中心（Reinvoicing）来进行跨国企业公司内部的多边冲销，最终达到减少交易风险的目的。

#### 4. 换算风险的管理

管理换算风险的主要方法是“资产负债表保值法 (Balance Sheet Hedge)”，即，设法使跨国公司合并资产负债表上的外币暴露资产 (Exposed Foreign Currency Assets) 和外币暴露负债 (Exposed Foreign Currency Liabilities) 在币种与金额上趋于一致，从而使净换算暴露 (风险) 等于零。

也有人认为可以利用远期市场或期权、期货市场，对换算暴露进行保值。但实质上，这样做并非保值行为，而只是企图在外汇市场或其它金融市场上获得投机性收益以抵补换算时的帐面亏损。换句话说，如果管理者能够正确预测汇率的变动趋势，那么，他完全可以不必理会是否存在换算暴露，尽可以大量地做他的外汇投机业务。而如果他的预测失败了，换算盈余并不能增加实际的现金流入，但合约本身导致的外汇亏损却会增加实际的现金流出。

鉴于换算损益是纯粹会计上的损益，对公司的现金流量并无实质性的影响，所以许多跨国公司对换算风险采取听之任之的无为态度。

关于跨国公司外币换算的具体做法，请参见“跨国公司会计中的外币换算”。关于该款项此处的机会成本，细究起来可有不同说法，这里只作简单处理——见 5 页。

## 六 跨国融资管理

## 1. 跨国公司融资战略

融资战略是跨国公司财务管理的一个重要组成部分。融资成本的高低会直接影响跨国公司的经营成本，从而影响公司的竞争力。而融资结构（财务结构）的合理与否还将直接影响到跨国公司的后续融资能力，甚至给公司的生存带来危险。

由于跨国公司的触觉可遍及全球，较之于纯国内公司，其融资优势也自然较大。首先，跨国公司在不同的国家或地区进行投资，这种多元化经营通常可降低风险，因此母公司的股东往往愿意接受较低的股权收益率。而跨国公司股权资本的成本也因而可以比同等规模的纯国内公司低。

其次，跨国公司更易进入日趋成熟的国际资本市场，充分利用欧洲债券、外国债券、欧洲票据、欧洲商业票据和欧洲货币辛迪加贷款等市场，在全球范围内筹措资金。在美国、日本、英国等国设有子公司的跨国公司，还可以利用东道国国内规模巨大的金融市场。

第三、跨国公司利用东道国的金融市场时，当地子公司借助母公司的国际声誉和雄厚的经济实力，在当地金融市场常常可以获得很高的信用等级，从而能以优惠的利率取得贷款或发行债券。

第四、从事国际贸易的跨国公司可以充分利用目前已高度发达且结构完善的国际贸易融资方式。

最后，跨国公司还可以通过内部调拨或内部交易把资金从一个子公司转移到另一个子公司或公司总部，这使得跨国公司更易于利用不同金融市场的利率差异，获得成本较低的资金。即使东道国政府采取外汇管制政策或设置其它的限制资金自由移动的障碍，大多数跨国公司仍能发现全部或部分地绕过这些障碍的途径。

因此，跨国公司可从全球范围内权衡各类可利用的资金来源，从中选择最佳的资金组合，以达成公司总体融资成本最低化、避免或降低各种风险、建立最佳的财务结构等三大融资战略目标。

### 1 融资成本最低化

尽管“完全市场”（Perfect Market）和“有效市场”（Efficient Market）的理论已不断成熟，国际资本市场也正在逐步向一体化方向迈进，但实际上，当今的国际资本市场还仍然达不到“完全市场”的标准。各国政府各种各样的行政干预以及某些社会、经济、技术等方面因素的影响，使得国际资本市场仍可细分为众多的差异化市场。不同来源的资金，其成本不仅因风险不同而各异，而且，某些来源的资本可以得到政府补贴，而等自另外来源的却要缴纳税收，纳税时，采用不同的融资方式或策略，所承担的税负也往往不同……这些，都为跨国公司实现总体融资成本最低化的战略目标提供了良好的机会。而跨国公司所具有的信息网络和全球范围内资金调度能力使之能较好地把握住这些机会。一般说来，跨国公司为实现总体融资成本最低化这一战略目标，主要采用三种策略：（1）减少纳税（2）利用补贴贷款（3）争取当地信贷配额。

（1）减少纳税：各国的税制、税率有很大差别，即使在一国之内，不同的纳税对象所承受的税负也各不相同，因此，跨国公司可以通过选择适当的融资方式、融资地点和融资货币以减少纳税负担。

例如：跨国公司子公司支付债务的利息，一般说来，不论是支付给母公

司还是其它金融机构，都可享受税收抵免，但股息由于是从税后利润中支付，所以股息发放便不能抵免税负。因此母公司若以债务融资而非股本注入的形式向其国外子公司提供所需资金，就可能使公司的总体税负得到某种程度的减少。

跨国公司对融资货币还应做慎重选择。国际费雪效应理论 (International) 认为，两种货币利率的任何差别都将为同期汇率的变动所完全抵消。因此，从理论上讲，无论选择哪一种货币进行融资，都不会影响融资的税前成本。但事实上，由于国际资本市场并非完全有效运行，国际费雪效应甚难实现，如果再考虑到税收因素以及各国对外汇报课税规定的差异，不同的融资货币将会给跨国公司的经营成本带来比较重大的影响。例如本书前述的八十年代末亚洲一些国家的政府和公司所借的日元低息长期贷款，由于日元的升值幅度大大超过了利差，结果使这些政府和公司叫苦不迭，损失惨重。

最后，跨国公司还可以通过选择融资地点来降低融资的税后成本（关于国际税收问题，将在后面详加论述，此处仅以预提税作简单说明）。以美国公司为例，美国政府依据与其他国家签订的双边税收协定，对本国公司支付给国外投资者的利息和股息一般要征收高达 30% 的预提税（我国的预提税则一律为 10%）。尽管从名义上说，预提税由国外债权人承担，但是，国外债权人（或股东）常会因此而要求较高的税前收益率以作为补偿，于是，预提税的负担实际上又部分（或完全）地转嫁到债务人身上。当然，借款人可以拒绝提高债务利息，但这样就会使其相对于少征或不征预提税的国家的借款人，在国际资本市场上融资时处于不利的竞争地位。为了既能避免过度的纳税负担，又能在欧洲货币市场上处于较佳的融资地位，美国的跨国公司就可以把融资地点设在一些不征或少征利息）预提税的国家或地区，如瑞士、巴哈马群岛、卢森堡、列支敦士登、巴林、科威特和香港等。具体做法是：在这些国家或地区设立金融子公司，专门负责在国外发行证券筹措资金，再将所筹资金通过内部交易或其它渠道转移到母公司或其它子公司。如此，即可减少公司整体的融资成本和纳税负担。

(2) 尽可能利用优惠补贴贷款：各国政府为了鼓励本国产品出口、优化产品结构、扩大劳动力就业等目的，往往提供一些优惠补贴贷款。例如，大多数国家的政府为了扩大本国出口和改善国际收支，都设置了专门的金融机构（如进出口银行）向本国境内的出口企业提供低息的长期贷款，这种优惠信贷也可给予购买本国商品的外国企业。跨国公司可以利用其全球经营网络，作出适当的投资与购销安排，以充分利用这些优惠信贷。

(3) 绕过信贷管制，争取当地信贷配额：当前，各国政府都在一定程度上对本国的金融市场实施干预。干预的原因或是为了诱导投资方向作某种战略性的转移，或是为了使利率或汇率稳定在某一水平，也可能是为了刺激或抑制信贷资金的增长，不一而足。

当一国处于外资流入过度的状况时，该国政府就可能规定新借外资的一部分必须存入政府指定的某一机构或采取类似措施，使筹借外资的实际成本上升；当一国发现资金流出过度时（通常说来，此时当地的利率处于过低的状态），其政府便可能对外资企业在当地金融市场筹措资金实施信贷配额管理。因此，如何绕过这些信贷管制措施，并争取尽可能多的配额，是跨国公司财务管理人员的一大职责。2 避免或降低各种风险

跨国公司融资战略的另一重要目标是：避免或降低各种风险。有远见的财务经理必须意识到，任何一笔重大的融资安排，不论是母公司所作的融资还是子公司融资，都会对公司总体的风险地位及其它融资渠道产生影响。因此，跨国公司的融资布署不仅需要考虑到融资成本最低化这一目标，还须考虑如何降低公司的风险地位，保持和扩大现有融资渠道。为此，跨国公司可采取三种策略措施。

(1) 降低外汇风险。外汇风险是指由于意外的汇率波动而导致公司资产或收益遭受损失的可能性。主要有三类外汇风险：交易风险、换算风险和经营风险。其中，交易风险和换算风险主要由于公司经营中出现的、未加抵补的外币净资产（或净负债）头寸，这种未抵补的头寸通常称为外汇暴露（Exposure）。跨国公司可通过配套的融资安排来消除或减少存在于某种货币上未抵补的净头寸。当然，避免或降低外汇风险的方法还有许多，请详见前述“外汇风险管理”。

(2) 避免或降低政治风险。政治风险是指东道国或其他国家政府的政治、经济政策的变化所导致的企业经营风险。政治风险类型很多，从暂时性冻结资产到征用甚至没收，都可能给跨国公司带来灾难性的后果。因此，跨国公司在制定国外融资战略时，就不可不考虑政治风险因素。一般而言，降低政治风险的策略方针有：第一，尽可能选择在政治稳定的国家进行投资。在政治风险较高的国家投资时，应尽可能利用公司外部资金，如果东道国政府或其他方面特别要求母公司必须提供内部资金，则应尽量以贷款的形式予以提供；第二，应坚持以子公司或外国投资项目的盈利作为偿还贷款的资金来源。这样做的目的是：促使债权人出于自身利益来关心该子公司或投资项目的进展情况，关注东道国对项目合同的履行情况，从而将子公司或投资项目的利益与国际性金融机构、客户甚至其他国家的政府的利益紧密地联系在一起。一旦东道国采取任何外汇管制或征用没收等行为，利益网上的各方便会协力反对，从而使东道国政府有所顾忌，不敢对该子公司或投资项目采取过激的行为。

(3) 保持和扩大现有融资渠道。跨国公司的融资战略需要具备两个特点：一是全球性，二是长远性。在追求低成本低风险融资来源的同时，跨国公司还应放眼长远利益，保持和扩展全球范围的融资渠道，以确保稳定的资金来源和融资灵活性。具体策略有：努力使资金来源多样化以及以超量借款保持现有资金来源等。

跨国公司应努力拓宽融资的选择范围，不可过于依赖单一或少数几个金融市场。这样，既能减少公司融资总体的风险，又能通过融资活动，与全球各地金融机构建立联系，增加金融和经济信息来源。此外，到国际金融市场上以发行股票、债券等方式来筹措资金时，还可提高公司的知名度，扩大公司产品在销售市场上的影响力。

跨国公司为了保持现有资金来源或融资渠道，有时在并不急需资金的情况下向银行告贷。因为大多数跨国公司为了便利营运资金的周转，都在一些银行里保持透支限额。在限额之内，公司可随时取得贷款，贷款利息要低于普通短期贷款，而对于未能利用的透支余额，则通常需向银行支付承诺费。大部分银行为了避免不必要的资金闲置，常会定期检查每笔透支限额，看客户的借款水平是否与其一致。如果银行认为某客户的借款水平经常低于其拥有的透支限额，便可能减少给予该客户的透支额度。鉴于此，许多跨国公司

在资金充裕的情况下仍定期向银行借款，以保持透支限额不被削减，在资金紧缩之时可以获得应急之资。不过，这种借款的代价较高，因为这部分过剩资金再存入银行后所得的利息率要低于透支利率。

### 3 建立最佳的财务结构

一个公司的财务结构包含比较多的内容：负债可分为长、中、短期，而股票又有普通股和优先股之分。若再细分下去，还可分出可转股债券、累计或非累计优先股等等。不过一般说来，对一个公司的财务结构的危险程度作大体的判断，最重要也最常用的标准是公司的债务/股本比率。财务杠杆理论表明：当一个公司的债务/股本率比较高（亦即财务杠杆程度较高）时，其每股利润率受息税前利润波动的影响就较大，呈现为杠杆效应。例如，当一个公司的财务杠杆系数（Degree of Finance）等于2时，其息税前利润上升1%，每股利润就上升2%；息税前利润下降1%，每股利润便下降2%。因此负债比重高的公司，其每股利润可能较高，但它的财务风险也较大。此外，从另一个角度看，由于利息是一种固定支出，不管公司的盈利如何，都必须支付定额的利息。因此，债务/股本率较高的公司总是倾向于选择资金报酬率较高因而风险也较大的投资项目，其破产或违约的风险也就较高。投资者（不论是潜在的股东还是债权人）在权衡风险因素之后，就可能不愿对该公司投资。所以，建立一个最佳的财务结构，保证使跨国公司融资成本最低化及融资能力最大化就显得十分重要。（请参见第八部分“财务结构理论”）

## 2. 融资来源

跨国公司的融资来源主要由以下几个部分组成：(1) 国际股票市场；(2) 国际债务市场；(3) 专门的国际融资机制，如国际租赁、贸易信贷、项目信贷等；(4) 子公司所在国的金融市场；(5) 跨国公司内部资金调度系统。

2. 国际股权融资大多数跨国公司的主要股权资本来自母公司所在国的投资者。这一情形在近年来已略有变化，在一些跨国公司里，国外投资者的股权比例已迅速上升。由于国外投资者可以通过购买跨国公司股票来实现国际证券组合投资，以降低投资风险，跨国公司的股票正逐渐被国际投资者所接受。

跨国公司可以直接到外国股票交易所挂牌上市。到 1996 年 6 月，在美国纽约股票交易所上市的外国公司就有 9 家，而在美国全国证券商协会自动报价系统进行交易的外国公司则达 28 家。

在外国上市发行股票须遵循当地证券交易法规。大多数证券交易所由政府机构管制，如美国证券交易委员会，意大利公司证券全国委员会，日本大藏省和中国证券监督管理委员会等。对申请上市发行的公司都规定有揭示要求，但总的说来，对外国证券发行者所要求揭示的内容比国内公司要少一些。所要求揭示的公司信息概要如下：（以美国的要求为例）

(1) 一般信息。包括股票名称、面值、额定资本、已改造股本的变动情况、公司的经营历史、业务状况和发展前景，附属公司详情，主要资金供应者、董事、高级职员姓名和职称、经历以及他们拥有的股份数量。

(2) 财务信息。年度报告，资产负债表，其它财务信息，采用的会计原则与所在国会计原则的差别，审计师报告，股息发放情况。

(3) 法令信息。原在国的公司法、税法、外汇管制法和会计准则概要。原在国颁发的公司创建证明，公司执照和章程副本。

(4) 拟上市交易股票详情。包括对股票类别、面值、权利等的说明，发行在外的股份数，公司拥有的股份数，本国居民拥有的股份数，股东人数，最大股东持有股份数量及说明，股票上市的证券交易所名称，原在国股票交易所的价格，等等。

可见，在交易所挂牌上市的手续相当繁杂，而且费用高若上市申请或公开说明书的内容有不实之处，或是隐瞒了某些重要事实，则因此遭受损失的投资者有权向法院提出控告，要求赔偿。而有关的失职人员如发行公司经理、会计师、或承销人等均会被处以重罚。

政府对证券交易的管理及证券业者的自我管制所要达到的主要目的是：

(1) 保证投资者能迅速得到全面、准确的资料和信息，以作为证券投资时的参考。(2) 禁止内线人士利用其特殊优势进行内幕交易，确保交易的公平性。

除了在交易所挂牌上市外，跨国公司还可以进行较大规模的国际股票分销；由国外金融机构承购新发行的股票，然后通过其分销网络向世界各地的投资者销售。

尽管国际股票分销做得越来越多，但大多数跨国公司从海外筹措的大部分股权资本却是通过在欧洲债券市场发行可换股债券和附认股权证债券而获得的。可换股债券允许投资者随时或在指定的某段时期内以某一特定价格将债券转换成普通股票。附认股权证的债券在发行时按金额比例附有一定数量的认股证，投资者可凭认股证在一定时期内按预定价格购买公司股票。因为

这两种债券附加了给予投资者的期权 ( O p t ) 所以其市场价格要比同期同息的债券为高。

跨国公司还可以通过子公司在当地发行股票来筹措股本。但在决定筹措当地股本时，跨国公司除了需要考虑成本因素外，还应考虑经营方面的一些因素，如：是否会因此失去对专有技术的控制？当地股东会不会干扰经营决策？当地股份是否有利于避免某些政治风险？

## 2 . 国际债务融资

国际债务融资的来源主要有：欧洲货币市场和国际债券市场。

### 2 . 2 欧洲货币市场

欧洲货币市场 ( E u r o m o n e t a r y m a r k e t ) 的确切称呼是“境外货币市场”，因为它不属于任何一个国家的国内市场，不受任何一国政府的控制。该市场之所以有“欧洲” ( E u r o ) 这一前缀，是因为其发源地在西欧各金融中心。但后来境外市场的发展逐渐超出欧洲大陆，派生出巴拿马、巴林和东京等离岸 ( O f f s h o r e ) 金融市场以及以新加坡为中心的亚洲美元市场。

欧洲货币市场 ( 或曰境外货币市场 ) 有以下四个主要特征：

( 1 ) 该市场的借贷双方通常都不是交易所在国的居民。他们可以来自世界上任何国家。

( 2 ) 该市场上所借贷的货币通常不是交易所在国的货币。

( 3 ) 在该市场上起作用的通常是大型跨国金融机构。

( 4 ) 该市场不受任何一国国内金融法规的约束。

欧洲货币市场上借贷的货币不只限于美元。理论上，任何可以自由兑换的货币都可以成为欧洲货币。在境外金融市场经常使用的欧洲货币包括美元、马克、瑞士法郎、英镑、日元、荷兰盾和法国法郎等。其中美元居主导地位。

欧洲货币市场的资金的主要来源是：

( 1 ) 各国商业银行；

( 2 ) 各国政府机构和中央银行；

( 3 ) 跨国公司；

( 4 ) 国际清算银行；

( 5 ) 石油生产国；

( 6 ) 国际银团。

根据欧洲银行的外币负债数据统计，欧洲货币市场的资金总额在 1 9 8 5 年底已达 2 8 4 6 0 亿美元 ( 其它货币按即时汇率折合为美元 )。

参与欧洲货币市场业务的银行称为欧洲银行 ( E u r o b a n k ) 。欧洲银行利用欧洲货币存款可以向其它银行、政府机构、大公司及其他客户贷款。但到目前为止，大部分欧洲货币是在银行之间进行拆借的。

银行在进行同业间拆借时，一般要同时报出两个利率。一个是银行为吸引其它银行的资金而愿意支付的借入利率 ( B i d R a t e ) ；另一个是银行愿意把资金借贷给其它银行的贷放利率 ( O f f e r ) 。由于伦敦是欧洲货币银行同业拆借市场的核心，所以伦敦银行同业拆放利率 ( L i b o r ) 成为欧洲货币市场上最关键的利率指标 ( L i b o r 是上述两个利率的后者 ) 。许多欧洲银行在向客户发放贷款时，都以 L i b o r 为基础，加上一定的附加利率，来确定贷款利率。

由于亚洲美元市场 ( 属于广义的“欧洲市场”亦即境外市场的一部分 )

逐渐发展起来，亚洲美元中长期信贷的利率可以新加坡银行同业拆放利率（SIBOR）为基础或以香港银行同业拆放利率（HIBOR）为基础，加一附加利率。作为欧洲美元市场的一个分支，SIBOR和RIBOR的水平受LIBOR的影响。

欧洲银行向跨国公司提供欧洲货币贷款时，绝大多数都以浮动利率为基础，亦即LIBOR附加利率。根据贷款协议，LIBOR每隔一段时期（如三个月）便随LIBOR的市场行情作相应调整。而附加利率则由贷款银行根据借款公司的资信状况及贷款风险予以一次性确定，在贷款期内不再变更。

欧洲货币贷款的做法比较灵活，其贷款期限可以短至3个月以下，长至10年以上。欧洲美元还提供备用欧洲美元信用限额（Standby Eurodollar Lines of），银行藉此表示同意在特定的某段时期内向客户提供最高限额以下的贷款。但这是一种非正式协定，不产生法律义务。它只表明银行愿意提供某一数额贷款的意向，银行可以随时改变信用限额或拒绝提供贷款。

银行提供的另一项便利——欧洲美元周转信用便利（Revolving Credit Facility）则具有法律约束力。银行藉此表示同意在3—5年的时间里接受客户开立的一定金额的借款票据并向客户提供贷款。对没能按时提取的协定金额，银行要收取承诺费。1 辛迪加贷款（Syndicated Loans

当跨国公司或政府机构的信贷需求超出一家银行单独承担贷款业务的能力时，便会有某家银行出面组织若干家银行组成贷款辛迪加（Syndicate）共同出资，即所谓辛迪加贷款或银团贷款。跨国公司所需要的辛迪加贷款规模一般在5千万至3亿美元之间，参与辛迪加贷款的银行可按功能分为三类：牵头银行、管理银行和参与银行。牵头银行接受客户的指示后，组织若干个管理银行，由牵头银行出面，邀请其它银行参加辛迪加贷款。被邀请的银行可达数十家甚至数百家。决定参与辛迪加贷款的银行便承担其中一定的份额。

由于辛迪加贷款所涉及的金额很大，时间也较长，所以贷款银行对借款者的资信状况十分关注。辛迪加贷款者在评估不同贷款对象资金实力和信用风险的基础上，确定信贷额度、期限、利率和附加费用以及还本付息的方式。

辛迪加贷款的成本由两部分组成：周期成本和首尾成本。

（1）周期成本（Periodic）：对已提取的贷款额，借款者须按规定的利率定期支付利息；对未支取的金额，银行按预定的承诺费率收取一定的承诺费作为资金闲置的补偿。此外，借款人还须承担贷款业务所必需的办公费、通讯费等，亦称代理费，一般每年支付一次。

周期成本的计算公式如下：

周期成本 = (LIBOR附加利率) × 已支贷款额 + 承诺费率 × 未支金额 + 代理费

（2）首尾成本（Front-end）：由管理费和参与费组成，是借款者对牵头银行、管理银行和参与银行的一次性支付的报偿，约占整笔贷款额的0.5%~1%。

存款人和借款人之所以都乐意参加欧洲货币辛迪加贷款市场，乃因为该市场的存款利率和贷款利率的差异很小。两者的利差通常小于1%。利差如此之小的原因有如下几点：（1）该市场堪称“批发市场”，在其上的存贷金额都相当庞大，一般不少于\$50,000；（2）借款通常是大跨国公司或政府机构，有相当可靠的信誉；（3）参与银行所收取的管理费率通常较低。

七十年代，辛迪加贷款的主要对象是发展中国家政府。由于八十年代初期国际债务危机的冲击，也因为大跨国公司不断地崛起，今日辛迪加贷款的主要借款人已是西方发达国家的非银行业跨国公司。在 1989 年 8 月 1 日以上的欧洲货币贷款贷给跨国公司。许多跨国公司利用辛迪加贷款进行合并、收购或杠杆买出 (Leveraged Buy

## 2 欧洲票据市场

欧洲票据市场是一个集合名词，包括欧洲货币市场所提供的中短期债务融资工具。这些融资工具可大致分为两类：(1) 带认购条款的票据：各种欧洲票据 (Euro note) 和不具认购条款的票据：欧洲商业票据 (Euro Commercial Paper) 和欧洲中期票据 (Euro Medium Term Notes, EMTN)。(2) 欧洲票据发行便利 (Euro note Issuance Facility)

七十年代至八十年代中期，国际货币市场的一大发展是建立了欧洲票据的发行便利机制 (欧洲票据 Euro note 通常是指短期的欧洲有价本票)。欧洲票据发行便利包括：周转性承购便利 (Revolving Underwriting Facility) 和备用票据发行便利 (Standby Note Issuance Facility) 和备用票据发行便利 (Standby Note Issuance Facility)。这些发行便利的出现反映了融资票据化和证券化的趋势。

上述三种发行便利通常是由国际性投资银行或商业银行提供的。需要融资的跨国公司 (或政府机构) 同提供便利的银行达成认购和销售协议，协议期可长达 3—7 年。在协议期内，跨国公司可以根据自己的需要随时发行短期欧洲票据以筹措资金，而且票据的期限也很灵活，从 1 个月到 1 年均可。典型的票据发行便利是由 1~3 个银行作为管理行牵头，组织许多银行参与，大家共同分担所承诺的金额。管理行仅承担一小部分发行额，同时收取管理费和便利费。如果在事先所承诺的利率水平上 (一般以协议中规定的“最高利率水平”为限)，有销售不了的票据，这些银行便须认购下来。

欧洲票据的融资成本通常比辛迪加贷款的成本要低，这是因为：欧洲票据发行便利使筹资者票据与大众投资者直接见面，银行只收取一笔手续费。而且由于欧洲票据所具有的市场流通性，使得投资者的兑现风险大力减少。对投资大众而言，欧洲票据的利率要比银行存款利率为高，而且许多人希望能把跨国公司发行的票据纳入自己的证券投资组合，以分散投资风险。银行相互之间的激烈竞争，导致了便利费的下降。

欧洲票据发行便利的发展使得跨国公司能以择时发行短期票据的方式来满足中 (短) 期资金需求，从而使投资与融资的时间配比更易控制，并大幅度地降低了融资成本。有时，大跨国公司发行的欧洲票据的利率甚至可以比 LIBOR 更低。

从 1980 年出现欧洲票据发行便利之后，发行的数量迅猛上升。仅在 1985 年，通过发行欧洲票据进行融资的总金额就高达 380 亿美元。但在 1986 年后，欧洲票据的数目便迅速下降。这主要是由于欧洲商业票据、欧洲中期票据及许多国家国内票据市场的快速崛起。(2) 欧洲商业票据 (Euro Commercial Paper)

欧洲商业票据犹如各国国内商业票据，属公司或银行发行的短期本票。期限一般是一个月、三个月或六个月。尽管几种主要货币标示的欧洲商业票据都曾出现于市场，但大约 90% 左右的欧洲商业票据仍是美元票据。

欧洲商业票据最初也附有认购条款，但八十年代中期后，绝大部分欧洲

商业票据已不再附带认购条款，其运作原理与美国国内商业票据基本相同。

在欧洲商业票据发行之初，市场对发行者的信誉并不讲究，直到 1989 年，仍只有 5% 的发行公司被要求提供信誉评级结果。因此大大小小的公司，包括一些纯粹国内经营型的实力较弱的公司，都可以发行欧洲商业票据。不过，随着近年来债务人违约事件的不断增多，对发行公司的信誉审查已日益受到重视。

此外，由于近来各国对国内金融市场的管制逐渐放松，主要工业国家的国内商业票据市场迅速发展，对一些实力较差的借款人来说，发行国内商业票据也许是理想选择。

目前，欧洲商业票据的主要发行者是资信等级较高的大跨国公司，它们凭此而筹措的资金的成本率可比 LIBOR 更低。此外，通过利用外汇市场的各项保值方法，跨国公司可以充分利用欧洲票据市场的低利率，而不必担心外汇风险。

欧洲商业票据大部分以折价发行，标明利率的反不多见。在票据有效期内一般也不发利息。欧洲商业票据的作价方法如下式所示：

$$\text{票据市场价} = \frac{\text{票面价格}}{1 + (n/365) \times y}$$

此处，n 到期日之前所余时间

y 年收益率

例如，某公司欲发行面额为 \$1,000，期限为半年的欧洲商业票据。当时市场上同类风险的证券的年收益率为 10%。则该公司商业票据的发行价应当是：

$$\text{票据市场价} = \frac{\$1,000}{1 + (182/365) \times 10\%} = \$952.4$$

关于一年究竟该算多少天，不同货币标示的欧洲商业票据的计算方法可能会有不同。例如，美元票据按 360 天算，而英镑票据则按 365 天计算。(3) 欧洲中期票据 (Euro Medium Term Notes, EMTNs)

欧洲中期票据始于 1986 年，最初也是由银行认购的，但现在，欧洲中期票据的发行一般不附有银行认购的承诺。由于其“中期”这一特征，它有效地弥补了欧洲商业票据和欧洲长期债券在期限上的空缺。

欧洲中期票据的基本特征类似于债券，有面值、利息率和到期日。期限一般在 9 个月 ~ 1 年之间，利息通常是每半年支付一次。欧洲中期票据与债券的不同之处在于：欧洲中期票据是一种发行便利，可以在一定时期内作连续发行，而债券发行一般是一次售完为止；鉴于欧洲中期票据可以连续发行，为了便于付息管理，不论发行日有前有后，利息支付都在事先确定的一个日期进行；欧洲中期票据的发行规模相对较小，一般在 2,000,000 美元至 5,000,000 美元之间。从而使中期融资的灵活性大为增加。

为了详细说明欧洲中期票据的价格和结构，现举一例：

假定天成公司于 1998 年 8 月 1 日发行了一种欧洲中期票据。票据面值为 \$1,000，以面值发行。到期日为 1999 年 1 月 31 日。票据年利率为 6%，每半年支付一次利息，支付日分别为每年的 2 月 1 日和 8 月 1 日。

如果一投资者在票据发行 3 天后（即 1998 年 8 月 3 日），欲购买一张该公司的票据（此时，由于通货膨胀，同类票据的年利率上升为 7%）。他

需要计算购买天成公司的票据所能带来的现金收入的现值以确定其应有价格。（为便于计算，每年按360天计）。

利息/本金	日期	距上次发 息日无数	占180天 百分比	现金流量
应计利息	94.8.31	30	16.66%	(\$5)
第一次利息	95.2.1	150	83.33%	\$25
第二次利息	95.8.1	180	100.00%	\$30
第三次利息	96.2.1	180	100.00%	\$30
第四次利息	96.8.1	180	100.00%	\$30
第五次利息	96.10.30	90	50.00%	\$15
本金	96.10.30			\$1,000

该投资者在第一次付息日（95.2）只能得到\$25在第五次只能得到\$15中间三次每次可得\$30由于市场上同类票据的年收益率已上升为7%，故在计算现值时，应以7%作为折现率（机会成本）。

上式结果意味着：如果投资者在1994年8月3日以\$980.12的价格1买走一份天成公司的中期票据，他所能获得的到期收益率为7%。

关于各类欧洲票据的发行规模，可参见下表。

表6-1 各类欧洲票据发行规模 单位：百万美元

类别	1986	1987	1988	1989
欧洲票据发行便利	15000	15200	10400	6,600
欧洲商业票据	50300	46100	52500	47900
欧洲中期票据	5,500	12000	16100	12000
总计	70800	73300	79000	66500

资料来源：国际清算银行6届年度报告1994年6月

## 2.2 国际债券市场

债券是借款人为了筹集资金而向社会公众发行的一种约定时期偿还本金，并按一定利率定期支付利息的有价证券。债券的发行价格要根据面值、票面利率、市场利率、发行人的资信等许多因素综合确定，换言之，它取决于债券风险调整后的现值，而非面值。

债券分为国内债券和国际债券。

国际债券又可分为外国债券和欧洲债券。外国债券是国际借款人在外国债券市场上发行的，以发行所在国货币为面值的债券。如美国公司在法国发行的法郎债券等。

只有少数几个国家允许外国公司在其国内债券市场上发行外国债券。外国债券的主要市场是美国、瑞士、日本、德国和荷兰。

欧洲债券是国际借款人在债券标价货币所属国家之外发行的国际债券。例如中国（或美国）在日本市场上发行的美元债券，即称欧洲美元债券。债券面值为法郎的，称为欧洲法郎债券。欧洲债券市场是从六十年代随着欧洲货币的积累而发展起来的。1960年欧洲债券只发行了1.1亿美元，而到1994年就已达到1,772亿美元。

欧洲债券市场是一个境外市场，其显著特点是不受任何国家金融当局的管辖。例如，欧洲美元债券的发行不需要向美国证券交易委员会申请，也不受其管制。因此，筹资者可以抓住市场的有利机会，在短时间内迅速投放欧

洲债券。这也是欧洲债券市场迅速发展的重要原因。

跨国公司发行的欧洲债券的规模通常在 5 千万至 3 亿美元之间，一般都  
以不记名方式发行，债券利率可以是固定利率也可以是浮动利率，期限在 2~  
20 年之间。大多数期限长于七年的欧洲债券都设有购买基金 (Purchase  
Fund) 或旁置基金 (Sinking Fund)

欧洲债券通常由国际性金融机构或投资银行辛迪加认购发行。

对跨国公司而言，欧洲债券融资的最大好处是成本较低。因为欧洲债券  
市场没有类似国内金融市场的较严格的法规管制，故其手续费和其它费用都  
较低。此外，由于欧洲债券一般部以不记名方式发行、二级市场比较发达，  
加上欧洲债券的利息发放一般不征收预提税，所以投资者也愿意接受较低的  
券面利率。

#### 1 国际债券的发行要项

国际债券的发行一般包括如下要项：

##### 1 面额与发行额

面额就是债券券面上标明的金额，它既是需要偿还的本金金额，也是计  
算利息的基数。

发行额是债券的发行总额。发行额减去发行费用即是发行企业所能筹到  
的金额。发行额的大小取决于发行企业的资金需求。但发行企业的资信、当  
时市场的资金供求状况以及债券的种类也都应予考虑。发行额过低，不利于  
企业筹措足够的资金。而发行额若定得过高，则可能造成发售困难，并且对  
该债券日后的市场价格产生不利的影晌。一般说来，发行额要由发行企业与  
承销机构根据上述因素共同商定。 2 券面利率和有效利率 (Effective  
Interest Rate)

券面利率是指债券券面标明的利息率。券面利率乘以面额即是筹资企业  
需要定期偿付的利息额。券面利率与有效利率 (即实际收益率，或称实际利  
率) 之间的关系取决于债券面额和债券发行价的关系。如果债券发行价等于  
面额，则有效利率就等于券面利率。但由于债券的发行价并非总等于面额，  
故其券面利率也下一定都代表有效利率。投资者更关心的是有效利率。如果  
债券投资者决定把债券持至最后，则其有效利率 (实际收益率) 可由如下公  
式求得：

$$\text{债券发行价} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{券面利率} \times \text{面额}}{(1+kd)^t} + \frac{\text{面额}}{(1+kd)^n}$$

当债券的面额、券面利率、发行价及期限 (n) 都已知的情况下，由上式  
求出 kd 就是债券投资者所能获取的有效利率。此时，也称为“到期收益率”。

只有当有效利率高于或等于投资者的要求收益率时，债券才可能顺利销  
售。因此，确定债券利率时，一定要预估投资者的要求收益率。而投资者的  
要求收益率一般取决于如下因素：

a 债券标值货币、该货币的同期限银行存款利率、该货币的汇率变动趋  
势以及资金市场的供求情况。

对企业来说，若债券的标值货币需用外币，应尽量选择汇价有下降趋势  
的货币。但汇价趋低的货币的银行同期存款利率通常较高，发行企业因而不得  
不提高债券的券面利率或降低发行价。总之，需仔细权衡这些因素的利弊。

当资金市场供过于求时，较低的有效利率也有可能被接受。而当求大于  
供时，企业就应该适当提高债券利率。

b 发行企业的资信。发行者的资信较高时，投资者所感受到的风险就低，其要求收益率也因而降低，企业就可以较低利率发行债券。反之则高。

C 债券期限。一般说来，债券期限越长，利率越高。只在特殊情况下例外，如在高通货膨胀年代即将结束时，长期债券的利率可能反比短期债券利率为低。

此外，发行企业还应考虑承销公司的销售能力。有影响、有实力的承销人可使滞销债券起死回生。

债券利率可以是固定的也可以是浮动的。近几年出现的“利率掉换”技巧，使得欲以浮动利率筹措资金的企业，可以通过发行固定利率的债券达到目的，反之亦然。

### 3 发行价

发行价是债券初次投入市场的价格，不一定等于面额。如果债券购买者的要求收益率可以预知，则发行价可由上述公式求得（此时  $k$  即是要求收益率）。

例如，某公司计划发行新债券，面额为 \$ 1,000,000 年利率为 8%，利息每年一付，期限 5 年。5 年期国库券的年利率为 7%，考虑到该公司经营风险和财务风险，估计投资者的要求收益率为 9%。则该债券的发行价应计算如下：

$$\begin{aligned} \text{债券发行价} &= \sum_{t=1}^5 \frac{80\% \times 1000}{(1+9\%)^t} + \frac{1000}{(1+9\%)^5} \\ &= 800 \cdot 0.91743 + 800 \cdot 0.77288 + 800 \cdot 0.70843 + 800 \cdot 0.64993 + 800 \cdot 0.60461 \\ &= 1.0 \times 1000 \cdot 0.65301 + 1625 = 0\$ 961.12 \end{aligned}$$

也可用年金现值法计算如下：

$$\begin{aligned} \text{债券发行价} &= 800 (PvIF A 5) 90000 (PvIF ., 5) = 08903890 \\ &+ 1000 \cdot 0.65301 + 1625 = 0\$ 961.12 \end{aligned}$$

可见，由于债券券面利率 8% 低于投资者要求收益率 9%，该债券将不得不折价发行，以使其有效利率能满足投资者要求的收益率。

如果债券券面利率高于投资者的要求收益率，则该债券宜溢价发行。

### 4 债券期限

一般说来，债券的偿还期越长，筹资企业的用款期就越长，企业的资金周旋余地也就越大，因而企业的财务风险就越小。但是，企业筹资是为了投资，所以筹资期限应与投资期限相匹配，债券期限并非越长越好，况且期限越长的债券的利率通常也越高。

此外，债券期限的确定还须考虑债券标值货币的通货膨胀情况。

### 5 偿还方式

偿还方式可大致分为期满时一次性偿还本金和分期偿还本金两大类。企业在确定偿还方式时所需考虑的是：(1) 偿还期间的企业现金收支情况；(2) 偿还期间的市场利率波动状况；(3) 债券投资者的偏好。

### 6 赎回条款

许多长期债券都附有一条允许发行企业在债券到期前赎回债券的条款。赎回价格一般要高于债券面值，高出的部分称为“赎回溢酬” (Call Premium)

赎回条款使企业在赎回债券的时间上掌握了主动权，因而利于发行企业而不利投资者。故投资者会因此要求较高的收益率。

如果企业发行了可赎回债券，则当市场利率低于债券利率时，它可以随时把债券赎回以避免支付过高利率。若企业此时仍需资金，它可以通过发行较低利率的相应债券筹措资金以赎回原债券，这种做法称为“换券操作”(Bond Refunding) Operation

## 2 国际债券的发行方式

债券的发行一般可分为两种方式：1 公募发行。指在市场上向所有投资者公开发售债券。债券可以在市场上流通。筹资企业必须提供自己的资产负债表、损益表及企业的其它背景材料。2 私募发行。债券不公开出售，仅在有限范围内向少数金融机构或个人发行。债券采取记名方式，不在市场上公开流通。私募发行可以使筹资者较少地公开企业的经营情况。

## 3 国际债券的成本

债券的成本主要是利息支出，很多人把债券的“到期收益率”作为债券融资的成本率。但实际上，“到期收益率”是购买债券的投资者所收到的收益率。对于债券融资公司来说，除了利息之外，公司还需支付其它一些费用，因此公司的税前债务成本要比债券的到期收益率高，但考虑到利息和其它费用的支出可以抵免税负，因此债券融资的税后成本一般会低于券面利率和到期收益率。

公司需要支付的其它费用主要包括：1 期初费用。指债券发行前和发行时发生的各类费用，具体有：

- a 承销手续费：支付给承销和包销机构的费用。
- b 代理人手续费：支付给债券登记代理人、受托公司等费用。
- c 律师费：聘请律师而支付的费用。
- d 印刷费：印刷债券、合约和有关文件等支出的费用。
- e 上市费用：进入债券市场的手续费、广告费等。
- f 其它杂费。2 期中费用。指债券偿还期内所发生的各项费用，包括：
  - a 债券管理费：支付给财务代理人的帐簿管理费等服务费。
  - b 付息手续费：一般为所付利息的 0.2%—0.3%，支付给财务代理人。
  - c 还本付息费：通常为本金的 0.25%

不过，考虑到利息在总费用里所占的绝对比重，为了简单起见，在计算债券成本的公式里一般只考虑利息因素，而将其它费用最后折为一个百分数加上去。

如果跨国公司发行了以外币标值的债券，则该债券的实际成本等于所付本息的税后成本以本币表示的价值。这一成本包括外汇债务的本息以外币表示的价值在换为本币价值时，加以外汇损益调整，然后再减去抵税金额后所余部分。例如，一家美国跨国公司借入一笔为期一年的英镑债务，英镑年息为 7%。一年后，英镑相对于美元升值了 6%。则对美国公司而言，该笔英镑债务的税前成本约等于 13.42%。计算如下：

$$\begin{aligned} \text{税前债务成本} &= \text{英镑利息} + \text{利息外汇损益} + \text{本金外汇损益} \\ &= 7\% + 7\% \times 6\% + 1 \times 6\% \\ &= 13.42\% \end{aligned}$$

或可用另一公式：

$$\begin{aligned} \text{税前债务成本} &= \text{本息之和} \times \text{汇率变化} - \text{本金} \\ &= 1.07 \times 1.06 - 1 = 13.42\% \end{aligned}$$

假定该公司的边际所得税率是 3%，则其税后债务成本为：

$$\begin{aligned} \text{税后债务成本} &= 13.4\% \times 2(1-t) = 13.4\% \times 20.66 \\ &= 8.5\% \end{aligned}$$

显然，如果英镑相对于美元贬值了，则此笔债务的税后成本将会远低于7%。

### 3 掉换市场和欧洲债券创新

随着国际金融市场的发展，跨国公司的债务融资有了越来越多的选择余地。本部分将主要探讨掉换市场和欧洲债券创新。1 掉换市场 ( Swap Market

尽管国际货币市场的一体化趋势日益明显，但对国际融资者而言，大多数国家的国内资本市场仍存在或多或少的隔膜性因素。企业因为国籍的不同或经营区域的差别，或因为经营规模或资信的差异，其融资地位亦将不同。不同的企业可能在不同的货币上（如美国企业在美元融资方面、德国企业在马克融资方面）具有相对融资优势，或在利率条款上具有相对优势。于是两个企业可以通过协商，互换债务，以达到避免风险或降低融资成本的目的。

#### a 利率掉换 ( Interest Rate Swaps

一般所谓的利率掉换是指：两个持有同种债务的借款人，在衡量了各自的利率偏好（偏好浮动利率或固定利率）和相对利率优势之后，欲筹措固定利率债务的借款人，先发行浮动利率债券（或筹借浮动利率贷款），而喜欢浮动利率的借款人则发行固定利率债券，然后双方互换还息义务或互付一笔利息。（通常是资信地位低的一方要向资信地位高的另一方多付一点，而且一般不交换还本义务）以达到降低融资成本或风险的目的。

例如，企业 A 和企业 B 都需要筹措 \$ 1,000,000。由于企业 A 的信誉等级是 A 级，而企业 B 的信誉等级是 B 级，银行给企业 A 的贷款利率报价为：固定利率 10%，浮动利率  $L + 0.5\%$ ；给企业 B 的贷款利率报价为：固定利率 11%，浮动利率  $L + 1\%$ 。由于企业 B 的浮动利率仅比企业 A 多 0.5%，而在固定利率上却要多出 1%，所以两个企业存在进行利率掉换的差价基础（0.5%）。

假定企业 A 喜欢以浮动利率贷款，而企业 B 则喜欢以固定利率贷款，两者若独立进行贷款，利息总额将为  $L + 1.1\%$ 。如果企业 A 和企业 B 发现了彼此的需求，便可做掉换交易如下：

企业 A 向银行以固定利率 10% 借取 \$ 1,000,000。企业 B 则以浮动利率  $L + 1\%$  借取 \$ 1,000,000。到还息日，企业 A 向企业 B 交付  $(L + 10\% + 0.5\%) \times \$ 1,000,000$ ，企业 B 则向企业 A 交付  $11\% \times \$ 1,000,000$ 。双方再各自按银行贷款条件向银行交付利息。于是双方的实际利率为：

	企业 A	企业 B
向银行支付	(10%)	( $L + 1\%$ )
向对方企业支付	( $L + 10\% + 0.5\%$ )	(11%)
收到对方利息	10%	+ 0.5% $L + 10\%$
实际支付利率	( $L + 10\% + 0.5\%$ )	11%

由上例可见，通过利率掉换，两个企业不仅各遂所愿，都以自己所喜欢的利率条款（浮动利率或固定利率）借到了款项，而且还各自减少了 0.5% 的利息成本。

最早的利率掉换通常是两个独立的企业之间自行达成的。但到了八十年代初期，一些国际性银行开始介入利率掉换市场，在企业与企业之间牵线搭

桥。银行的介入使利率掉换市场更加壮大。据国际清算银行估计，在 1988 年年底，全球大约有一万亿美元的债务在进行利率掉换，而且有递增之势。

除普通利率掉换外，还有一些其它类型的利率掉换，如利率基数掉换——交易双方互换浮动利率基数（如以 L I R 掉换 S I R）Q R b 货币掉换（Currency） Swaps

货币掉换是指公司在需要筹措某种货币资金时，可以通过发行以别的货币标价的证券或向银行筹借别的货币贷款，再与另一单位交换款项和承担还本付息的义务来满足需求。因此，货币掉换市场的出现，使得公司可以根据自己的现金流状况和对不同货币的融资地位来决定究竟以何种货币筹集资金。

货币掉换的动因一般可分为两类：

（1）减少汇兑损失和避免外汇风险

例如，法国一家公司需要筹借 £ 1, 0 0, 0 0, 0 0 为期三年。如果它直接借入 £ 1, 0 0, 0 0, 0 0 则面临还本付息时的外汇汇率波动风险；如果借入同等金额的法郎后再兑换成英镑，则又会导致汇兑损失。假如该法国公司能找到一家需筹措 F r, 8 4 0, 0 0 0 (假定交换汇率——通常是即期中间汇率——为 F r 8 . 4 £ 0) 的英国公司，那么，双方可以各自筹借本币债务，然后互换本金，一方向另一方支付利率差额，从而减少了汇兑损失和外汇风险。

具体做法如下：

今天，法国公司借入 F r, 8 4 0, 0 0 0, 英国公司借入英镑 £ 1, 0 0, 0 0 0 两个公司互换所筹款项。掉换协议规定，三年后两个公司以同样的比率互换本金。即，三年后，法国公司向英国公司交付 £ 1, 0 0, 0 0, 0 0, 0 0 换回 F r, 8 4 0, 0 0 0 由于将来的交换汇率在今天就能予以确定，两个公司都避免了将来的外汇汇率波动风险。

法国公司和英国公司都以各自的借款利率对自己所筹法郎和英镑支付利息。如果两种货币的利率不同，则以低利率借款的公司需要向交易对方支付利率差额。但该利率差额的计算通常以两国的同期政府公债的利率之差为准。如三年期英国政府债券年利率为 6%，而三年期法国政府公债的年利率为 8%。则英国公司每年须向法国公司支付利息差额 F r 1, 6 0 8 Q 0

$$\begin{aligned} \text{年利息差额支付} &= (8\% - 6\%) \times F r, 8 4 0, 0 0 0 \\ &= F r 1 6 8 . 0 0 0 \end{aligned}$$

这些利息差额的支付，实际上是为了补偿法郎贬值给法国公司带来的损失。因为根据国际费雪效应，法郎将在此后的三年里每年贬值 2% 左右。而三年后，法国公司仍须以今天的即期汇率 F r 8 . 4 £ 与英国公司交换本金。

（2）降低融资利率

通常，在一国资金市场上，本国公司要比外国公司具有较大的融资优势，能以较低的成本筹措资金。跨国公司有时会发现，巧妙地利用货币掉换市场，能有效地降低自己的融资成本。

例如，美国跨国公司 A 为在英国投资一个五年期的新项目，需要筹措 £ 1, 0 0, 0 0, 0 0, 0 0 由于该公司在不久前刚以 9% 的利率发行了 £ 2, 0 0, 0 0, 0 0, 0 0 的欧洲英镑债券，故其投资银行认为欧洲英镑市场对 A 公司欧洲英镑债券的容量已经不大，若再发行此笔债券，利率将不得不上升到 5 . 5% 该公司如果要筹措欧洲美元，可以轻易地以 7% 的固定利率发行欧洲美元债

券。

A公司的投资银行当时也正为一家英国公司 B筹措美元资金，由于 B公司规模较小，它在欧洲美元市场上只能以 7.5%的利率发行欧洲美元债券，但它可以在欧洲英镑市场或英国国内主融市场以 5%的利率发行英镑债券。因此投资银行认为可以通过货币掉换降低两个公司的融资成本，而自己也可从中牟利。两个公司的融资地位如下：

	A公司	B公司	利率差异
发行欧洲美元债券	7%	7.5%	0.5%
发行欧洲英镑债券	5.5%	5%	0.5%
通过掉换可降低成本		1%	

这 1%的利率差异可以由 A、B两公司和投资银行三方分享。投资银行可以与 A、B两公司协商，做成如下安排（假定即期汇率为 \$ 1.5）：

A公司以 7%的利率发行五年期欧洲美元债券

\$ 1,500,000 B公司则以 5%的利率发行五年期的欧洲英镑债券  
£ 1,000,000

A公司和 B公司互换所筹款项。

年底付息时，A公司向投资银行就 £ 1,000,000 的本金支付 5.1% 英镑利息（£ 51,000），银行再把按 5% 计算的利息（£ 50,000）交给 B公司；B公司向银行按 7.5% 就欧洲美元 \$ 1,500,000 的本金支付美元利息（\$ 112,500），银行再向 A公司转交以 7% 计算的美元利息（\$ 105,000）。如此，A公司等于以 5.1% 的利率筹措了欧洲英镑，节约 0.4%；B公司以 7.5% 筹措了欧洲美元，也节约了 0.4%；而投资银行则获美元和英镑利息各 0.5%。

到第五年末，投资银行安排 A、B两公司互换本金（通常是以第五年末的即期汇率或当前市场所提供的五年后远期汇率为交换汇率）。

在有银行做为中介的货币掉换交易中，银行承担了双方的违约风险。因此在货币掉换交易之初，银行通常收取较高的费用。但随着货币掉换交易的迅猛发展（在 1987—1990 年之间就翻了一番，据统计，在 1990 年底，大约有价值五千亿美元的债务处于货币掉换交易之中），该市场的竞争也日趋激烈，银行收取的手续费也已大为减少。

## 2 欧洲债券市场的创新

欧洲债券市场是世界上竞争最为激烈的资本市场。为了吸引投资者，债券发行商们挖空心思，经常推出新花样，以投合各类投资者的具体需要。总起来看，近十多年来典型的债券创新主要有两类：双重货币债券和多重货币债券。a 双重货币债券 (Dual Currency Bonds)

双重货币债券是指所有具备以下特征的债券：发行债券时筹集的资金及此后的利息支付为一种货币，而本金则以另一种货币偿还（以预先确定好的汇率换算）。这种债券类型对那些希望以某种货币筹资，而以另一种货币还本的企业相当有吸引力。例如，美国二家公司需要筹集 £ 1,000,000 偿还英镑债务，由于它考虑到一年后将有一笔巨额美元收入，因此决定发行双重货币债券，筹集英镑资金，以英镑付息，但以美元还本。这样，该公司可获如下好处：（1）避开了外汇兑换过程，避免了汇兑损失；（2）避免了还本时的汇率波动风险——外汇交易风险 (Foreign Exchange Trans

## Exposure

在八十年代初期，双重货币债券曾在欧洲债券市场风行一时。

### b 多重货币债券

多重货币债券也称“鸡尾酒式货币债券”(Currency Cocktail) Bond，指以某类“一篮子货币”(如“特别提款权 SDRs 或“欧洲货币单位 ECU”)标值的债券。自七十年代中期以来，“鸡尾酒式货币债券”时有出现。这类债券的魅力在于：较之于单一货币债券，其价值要稳定得多。因为其中某种货币的升值，常常伴随着另一种(或另几种)货币的贬值，相互抵消之后，其综合价值的波动自然较小。发行此类债券的企业一般是营销市场涉及多个国家、销售收入涉及多种货币的跨国公司。

### 2. 专门融资方式

专门融资方式主要包括国际贸易信贷、国际租赁融资和国际项目融资。

#### 1 国际贸易信贷

国际贸易信贷分为进口信贷和出口信贷；也可按期限分为短期、中期和长期信贷，按提供信贷者分为商业信用和银行信用，按有无抵押分为有抵押信贷和无抵押信贷。

(1) 短期贸易信贷：主要适用于金额较小、周转较快的资金需要。可分为商业信用和银行信用。

a 商业信用：进出口商相互提供的信用，例如进口商预付货款或出口商以应收帐款的形式进行赊销。商业信用因其风险较大，所以只适用于信誉较高的客户。不过，合理利用商业信用，可以降低进出口双方的经营成本。

b 银行信用：银行根据进出口商的资信向其提供贸易信贷。包括抵押信贷和无抵押信贷。在进出口贸易中，信用证应用得比较广泛。信用证是银行应进口商要求向出口商作出的有条件付款的保证：出口商在发运货物后，可凭符合信用证规定的货物单据向银行提示付款。在信用证条款下，银行信用取代了进口商的商业信用。此外，出口商还可以与代理融通公司达成协议，以让售应收帐款的方式提前收回货款。让售应收帐款分为有追索权的让售与无追索权的让售，后者的成本要高于前者。

(2) 长期贸易信贷：是指期限长达一年以上的信贷，这种信贷一般适用于大型承包项目或大型机械的进出口等，通常是一国政府或银行为了鼓励本国商品出口，而对本国出口商、外国进口商或进口方银行提供的信贷。可分为卖方信贷和买方信贷。

a 卖方信贷(Supplier Credit)是出口方银行提供给出口方的信贷。出口大型机械、成套设备等，所需资金较多，历时较长，进口商往往要求采用分期付款的方法，出口商为加速资金周转，就需要取得银行信贷。因此，卖方信贷实质上是出口商以银行信用为凭借，再向进口商提供的分期付款的商业信用。

b 买方信贷(Buyer's Credit)：出口方银行直接向进口商或进口方银行提供贷款，并规定此项贷款必须用于购买债权国的商品。买方信贷使进口商能及时向出口商支付货款，出口商能迅速收回资金，加速资金周转。出口商无需向进口商提供商业信用。由于买方信贷比卖方信贷更有利于进出口双方洽谈贸易、有利于降低银行贷款风险，因此，从 60 年代末开始，买方信贷的运用大大超过了卖方信贷。

此外，中长期贸易信贷还有福弗廷(Forfait)信用安排、出口信用保险和签定“存款协议”等。

### 2 国际租赁融资(International Leasing Finance)

广义的租赁是指出租人在不转让法律所有权的前提下，有偿出让某项资产的使用权。而国际租赁(或称跨国租赁)，是指出租人和承租人分属不同

的国家。

租赁业务可大体分为经营性租赁 (Operating) 和融资性租赁 (Financial) 两类。其它租赁类型, 如维修租赁 (Maintenance lease)、平衡租赁 (Leverage)、售后回租 (single and Lease back) 和综合性租赁等, 均可归于以上两类。

国际租赁业务的发展非常迅速, 已达到相当可观的规模。跨国公司可以利用国际租赁达到两个目的: 第一, 减少公司总体税负。跨国公司可以利用跨国租赁活动在各子公司之间转移利润, 从而有效地降低总体税负。例如, 当设在低税率国家的子公司需要某套设备时, 母公司可指使设在高税率国家的子公司以低租金的方式向其出租设备。第二, 在跨国公司体系之内, 运用转移价格策略来指导跨国租赁, 还可以有效地转移资金。第三, 降低政治风险。如果跨国公司的子公司或投资项目是在一个政治风险较高的国家, 那么, 从东道国的租赁公司租赁所需的部分设备, 就可以基本避免设备被征用或没收的风险。因为东道国若真的征用该项租赁设备, 跨国公司即可停止向当地租赁公司支付租金。

有的具有较高政治风险的东道国并不存在较发达租赁市场, 此时, 跨国公司的租赁来源最好选自由多家银行组成的国际银团。因为即使东道国政府敢于征用某一跨国公司的财产, 其对国际银团所拥有的租赁设备实施征用的可能性却要小得多, 尤其是当该银团或银团中某一银行也向东道国政府提供信贷资助时。

3 国际项目融资 (International Project Financing)

在建设大型工程项目, 如电力通讯、交通运输等项目时, 主办的跨国公司可能会发现难以独立承担投资和融资风险, 一般性的融资方式已显得无济于事。此时, 就需要筹划国际项目融资了。项目融资有如下几个主要特点: (1) 投资项目本身必须是一个独立的法人实体。换言之, 为适用项目融资, 项目的主办公司必须为该项目专门成立一个新的法人公司。(2) 项目所需资金的大部分来自项目贷款, 其余部分由项目主办公司承担。项目贷款的偿还资金来自项目收入和项目本身的资产。

项目融资的安排必须周密慎重, 尽可能使项目参与者分担项目风险。在发展中国家投资大型项目时, 最好是能够与东道国政府签署协议并争取信用支持, 以便降低政治风险。

国际金融机构, 如世界银行、国际金融公司 (IFC) 和一些区域性开发银行, 是国际项目融资的重要资金来源。它们经常为发展中国家的基本建设项目提供中长期贷款, 甚至是无追索权的信贷。所谓无追索权是指如果该项目经营失败, 其收益或资产变卖不足以清偿全部贷款时, 贷款人不得向项目主办公司追索。

国际性商业银行也是国际项目融资的来源之一。但商业银行提供贷款的条件要多一些, 它们可能要求主办项目的跨国公司提供一定形式的财务担保。在风险较大的情况下, 贷款银行还可能要求项目的主办公司承购项目的全部产品。

## 2. 利用子公司东道国国内金融市场

跨国公司除了需要充分利用欧洲金融市场外, 还可以通过子公司利用当地金融市场进行融资。由于各国的政治、经济、法律和文化等方面的差异, 各国国内金融市场的具体操作也很可能会有所不同。对此, 跨国公司在融资时要加以注意。此外, 尽管是以子公司名义或通过子公司进行融资, 在做融

资安排时，仍要从公司总体利益最大化的角度出发，综合考虑公司总体财务结构、财务风险、子公司财务结构等因素。

## 七 跨国公司内部资金管理

跨国公司有计划地协调各子公司的资金流动，可以大大减少公司的资金成本和风险。因此，内部资金管理成为跨国公司财务管理者的重要职责之一。

跨国公司母公司与子公司之间以及各子公司相互之间的资金转移渠道与方法主要有：

- (1) 母公司向子公司提供初始资金，如股权投资和贷款。
- (2) 子公司向母公司支付股息和管理费。
- (3) 子公司之间相互贷款。
- (4) 子公司向母公司和 /或其它子公司支付贷款利息、偿还本金，以及支付技术转让费、专利或商标使用许可费等。
- (5) 提前或延迟支付货款或债务。
- (6) 在公司内部交易中运用转移价格策略。需要指出的是，由于跨国公司转移资金的目的不可避免地会与东道国的利益发生某种程度的冲突，因此东道国政府总是要对此加以一定的限制。有时，资金的内部转移可能会导致较高的成本并影响公司在东道国的形象。

## 1. 对子公司的股权投资与子公司股息策略

母公司对子公司的初始投资中，股权资本与债务资本应该各占多少？这是一个值得研究的问题。跨国公司的财务人员应根据公司的总体融资战略和东道国类似公司的财务结构作出决策。一般说来，如果子公司财务结构中的股权资本比例不至于小到令东道国政府大为不满的地步，则母公司采用贷款形式向子公司提供资金往往会有如下优点：

（1）由于贷款本金是需要偿还的，所以通过偿还本金和支付利息，母公司的投资可以较方便地回收。而且，本金的偿还是不纳税的。

（2）东道国政府很可能会限制股权资本的返回，甚至对股息的发放也会施加限制。因此若全部以股权投资，则可能导致日后资金回收的困难。

（3）一般情况下，外汇限制很少及于利息支付，且利息费用还具有抵免子公司税负的功能。

但是，需要强调一下，采取这一策略时必须谨慎，不可使股权资本所占比例过低。

子公司赢利之后，就应该发放股息。但股息水平究竟多高方为合适，尚需考虑许多因素，其中关键者有：

（1）母公司与子公司对资金的相对需求；

（2）东道国货币的汇率变动趋势；

（3）股息对跨国公司全球税负水平的影响；

（4）当地政府及市场对股息支付水平的看法以及当地有关股息发放的法律规定；

（5）东道国的政治风险。

在一般情况下，股息多是按各个子公司税后利润的某一百分比发放，或先按某一水平支付，然后再根据对上述五种因素的考虑作出调整。有两种极端的做法：一是不论何处的子公司，都须按同一公式计算并汇回股息；另一种则采取完全灵活的策略，各个子公司是否支付股息及支付多少股息，全视上述五项因素的权衡结果而定。

## 2. 公司内部贷款

如果跨国公司的子公司所在国对资金转移不加限制，那么，母公司就可以直接贷款给子公司。贷款货币可以是任何一方或第三方货币。而贷款利率可以从公司利益最大化的角度予以确定，换言之，公司内部直接贷款的利率实际上表示了资金的内部转移价格。

如果位于某一实行或可能实行外汇管制国家的子公司需要贷款，跨国公司认为直接贷款的风险太大（包括汇率波动风险和外汇管制风险），便可采用迂回的贷款方式。主要有平行贷款和连锁贷款两种方式。1 平行贷款（Parallel Loan）

平行贷款也称背对背贷款（Back to Back）是指处于不同国家的两个公司互相贷款（涉及两种货币），在贷款期末，再各自向对方偿还所借货币。整个过程不涉及外汇市场（尽管即期汇率可能被用作使两笔贷款等值的计算依据），每个公司所借货币与所偿还货币均为同一种货币，因此避免了外汇风险（至少在帐面意义上该为如此）。而且，平行贷款可以绕过东道国政府针对某个特定公司所设置的资金转移限制。

例如：假定美国的跨国公司在巴西的子公司需要资金。美国母公司（或该跨国公司的另一家子公司）找到一家在巴西有子公司的法国跨国公司。双方便可做如下的互贷安排：法国跨国公司在巴西的子公司以巴西货币借款给美国的巴西子公司，而美国母公司则以同等价值的美元或法郎借给法国母公司，两笔贷款的期限一致。这样，两笔贷款互为担保，从而两个跨国公司都可避免贷款风险。由于美国公司在巴西的子公司最后是以巴西货币偿还借款本金与利息，美国公司便可避免外汇管制风险和汇率波动风险。至于法国公司，它通过互贷安排，实质上是暂时收回了在巴西的多余资金，它可以充分利用到手的硬通货在其它金融市场进行投资。

平行贷款的困难在于很难找到合作的公司。

### 2 连锁贷款（Link Financing）

连锁贷款的实质是跨国公司母公司对子公司所作的贷款安排，其特点是利用银行或其它金融机构作贷款中介而不涉及别的商业公司。这一点不同于上述的平行贷款，平行贷款是两个商业公司自行达成的互贷安排。

连锁贷款的具体作法是；母公司先将一笔资金存入一家银行（通常是国际性大银行），银行再指示其在子公司所在国的分行向子公司提供等值资金，通常是以当地货币进行贷款。但也有用母公司货币或第三国货币的。借款子公司向银行支付利息，银行再向母公司支付存款利息，两者的差异便构成中介银行的利润来源。银行由于有母公司的存款作为抵押，所以基本上是没有风险的。

连锁贷款可以比较有效地避免资金冻结风险。因为一般说来，东道国不大可能限制偿还国际性金融机构的贷款本息。否则便会损害该国的国际信誉。但东道国政府却有可能限制某跨国公司的附属公司向其母公司偿付本息，因为这样作一般不会造成太大的国际影响，有时反而能在国内获取一些政治好处。

### 3. 管理费、提成费和许可

由于子公司与母公司之间的隶属关系，母公司通常要求子公司定期上交一笔管理费。母公司与子公司之间，或子公司相互之间，当发生许可使用或转让专利、技术、商标或其它无形资产时，接受方通常被要求支付一笔许可费或提成费。

管理费、许可费和提成费实际上是公司内部的资金流动，因此其管理原则仍是以公司总体利益最大化为准。

许多东道国认为跨国公司的子公司向其母公司或其它子公司支付管理费和许可费等，是为了掩盖实际利润、逃避税收和转移资金。因此，对这类费用的支付往往实施较严格的限制和监控措施，任何变动都可能受到盘查：所以跨国公司的财务人员在最初制定费用标准时一定要考虑周密，一旦确定了一个水平，就不要轻易变更。

#### 4. 提前与延迟 (Leads and Lags)

所谓提前，就是在信用到期之前支付；延迟则指在信用到期之后支付。

例如：假定一家美国跨国公司母公司向其英国的子公司出口一批价值 \$ 2000,000 的货物，合同规定货款在 3 个月以后支付。在这三个月内，如果情况发生了变化，母公司就可以按不同情况指示子公司提前或延迟付款。有三种可能：(1) 在三个月后准时付款，不论其它方面有何变化；(2) 提前支付货款——如果母公司急需这笔资金的话；(3) 延迟支付——如果子公司在三个月之后仍需要巨额资金周转的话。可见，提前与延迟的技巧可以为跨国公司有效转移内部资金提供很大的灵活性。从政府的角度看，提前与延迟共有四种形式：(1) 出口提前：国外买方提前支付货款；(2) 出口延迟：国外买方延迟支付货款；(3) 进口提前：国内买方向国外卖方提前支付货款；(4) 进口延迟：国内买方延迟向国外卖方支付货款。政府外汇管理机构一般不愿意允许进口提前和出口延迟，常对此两类提前与延迟制定一些限制性规定。

## 5. 收支冲销

收支冲销包括双边冲销和多边冲销，指的是跨国公司通过总体协调安排，把两家或多家子公司之间债权债务或应收应付款进行抵销结算，最后只交割所剩的净头寸。

例：美国某跨国公司在英法德日四国的子公司相互之间的应收应付关系如下表所示：这样，本来总共 3 7 0 0,00 0美元的应收应付款只剩了净头寸 7, 0 0,00 0美元。由英、法、德三国子公司向日本子公司支付。实际资金转移额的减少可以大大降低资金转移费用，如银行佣金、外汇市场的买卖差价和资金转移过程中的机会成本等。

许多国家对冲销作了限制性规定，有的则干脆不允许冲销。所以在实际操作时，要熟悉所涉国家的有关规定。

## 6. 再开票中心 (Reinvoicing Center)

为了方便冲销，也为了把利润转移到低税或免税地，许多跨国公司在所谓的避税港设立了再开票中心。该中心是跨国公司的一个资金经营子公司，通常不与所在国市场发生交易，只在各子公司之间进行商品贸易时，扮演转帐角色。具体作法如下图所示：

生产型子公司与销售型子公司达成协议之后，名义上把货物卖给再开票中心，后者再以较高的价格把货物转售给销售型子公司，但实际上，货物并不经过再开票中心，而是直接运交销售型子公司。因此，再开票中心只是处理合同和资金，并不接触实际货物。

再开票中心的作用有以下几点：

- (1) 它把有关于公司的部分利润转移至低税国家，从而可以增加公司总体的税后利润；
- (2) 再开票中心为双边和多边冲销提供了便利；
- (3) 再开票中心通过集中交易，可以迅速发现需要现金支持的子公司，并以提前或延迟的方法为该子公司提供融通资金。

对跨国公司而言，再开票中心的主要缺点是：为设立该中心本身，公司需要支付一定的（有时是可观的）额外费用。因此，小型跨国公司很少设立再开票中心。

## 八 跨国公司资本成本与财务结构

## 1. 跨国公司资本成本

企业在评估资本成本时，主要为了两个目的（或两者之一）：（1）计算已筹资金的实付成本，评价融资政策，总结经验教训，探索补救方法及最佳资本结构。例如，一家公司在三年前为一投资项目以 1% 的利率发行为期十年的债券 \$ 1,000,000。当时它也可以通过发行普通股来筹集这笔资金，预计普通股股东的要求收益率为 1%。但公司认为项目的成功运行将使将来的边际税率上升到 40%，从而使债券的税后实际成本降低为 7.2%。然而，不幸的是，三年内该公司的经营并没象预想般如意，其经营利润很低，边际税率也仅为 1%。故其负债融资的实际税后成本为 10.8%。且支付债务利息的负担使得公司的现金流管现捉襟见肘，公司面临财务危机。而在这段时期里，市场利率大幅度下降，目前同类风险的债券的利率仅为 1%，且有继续下降的趋势。

回顾过去，公司财务经理发现，当初也许应该发行股票进行融资。在利率下降的今天，股东们的要求收益率也将会随之下降，而债券的固定利率却依然居高不下。况且，在盈利和现金流量不尽如人意之时，股息的支付可以往后推移，公司的财务危机也就能略为缓解。

（2）为了在进行新项目投资时，确定对项目的最低要求收益率。

对项目的要求收益率自然不能低于所投资金的成本。因此，某一项目所需资金的资本成本也就成了对该项目的最低要求收益率。

在第六部分已探讨了公司的主要融资来源，可概括如下：

公司在为某一投资项目进行资金筹划时，主要有五种资金来源可供考虑：

- 发行普通股
- 留存盈利
- 发行优先股
- 债务融资
- 公司现有资金

下面我们依次分析这五种资金来源的成本。

### 1. 普通股融资成本

普通股融资成本主要有两种估价方法：股息资本化模型 (Dividend Capitalization) 和资本性资产评估模型 (Capital Asset Pricing Model)。

#### （1）股息资本化模型

股息资本化模型的原理是：普通股投资者可以被视为相当于购买了一系列股息，股东们根据对公司总体风险的预测来确定对所买股票的要求收益率，并将预计的将来股息收入按这一要求收益率折为现值，现值之和应正好等于股票的市场价格。可用如下公式表示：

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_e)^t}$$

此处， $P_0$  是股东们眼中的普通股价值， $D_t$  指该股票在时间  $t$  的每股股息， $K_e$  则为普通股股东的要求收益率。如果公司的股票上市价格大于  $P_0$  则投资者将会因收益率太低而不愿购买；但若上市价格低于  $P_0$  公司又将付出过高代价。故对公司而言，应以价格  $P_0$  发行股票。亦即：若不考虑发行费用，则

普通股成本等于普通股股东们的要求收益率，换言之，普通股成本等于预计股息带给股东的内含收益率 (Internal Rate of Return)

实际上，谁都不能十分确定将来的股息水平，当股息的发放水平很不稳定时，上述公式的运用将变得相当困难。

如果公司的将来每股股息可以预期，而且将以一个固定的增长率 (g) 增长的话，上述公式将可改写为：

$$P_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K_e)^t} \text{ 若 } h > p \text{ 求极值, 可得 } P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{K_e - g}$$

$$\text{即股东要求收益率 } K_e = \frac{D_0 \times (1+g)}{P_0} + g = \frac{D_1}{P_0} + g$$

此处，g指每股股息的预期增长率，通常假定 g是固定不变的，而且每股盈利 (E P)和每股市价的预期增长率亦等于 g。此公式也被称为“股息增长模型”。当 g等于 0时，股东要求收益率  $K_e = \frac{D_0}{P_0}$

这里需要注意的是：股票的发行价是 P<sub>0</sub>但公司发行股票还需向发行代理机构支付发行费用。若令 f代表发行费用率（包括筹资过程中发生的代理费等筹资成本），以%表示，则 P<sub>0</sub>(1-f) 意指公司发行每股新股所筹到的净现金流入。

于是对公司而言，发行普通股进行融资的成本应为：

$$\text{普通股成本 } K_c = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g$$

例如，某一公司可以每股 \$ 1 发行新股，发行费用率等于 0.2%，公司当前股息是 \$ 1.5 股，预计年增长率为 8%。（公司每年发股息一次）。则其新筹股本成本为：

$$\begin{aligned} \text{普通股融资成本 } K_c &= \frac{D_0(1+g)}{P_0(1-f)} + g \\ &= \frac{1.5(1+8\%)}{1.5(1-0.2\%)} + 8\% \\ &= 18.82\% \end{aligned}$$

$$\text{股东要求收益率 } K_e = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{1.5 \times 1.08}{1.5} + 8\% = 18.8\%$$

由比较可知，公司新筹股本成本 K<sub>c</sub> 要略高于股东要求收益率 K<sub>e</sub>。

当公司大规模发行股票时，单位资本的发行费用率将会很低。为方便起见，在计算和分析时，常把股东要求收益率和普通股成本视为相等，都以 K<sub>c</sub> 表示。

如果公司根本不发放股息，则“股息增长模型”也就不能运用。有两种评估方法可供参考：

方法一：盈利/发行价法

本方法把所有可分配给普通股股东的盈利（每股盈利）视为普通股的成本。公式如下：普通股成本 =  $\frac{\text{每股盈利}}{\text{每股发行价}} \times 100\%$

此法相当简便，还考虑了这个事实：不仅发放的股息，而且留存盈利都可分配给股东。其不足之处在于：此方法没有考虑股东们的预期。

方法二：盈利/市价法

此方法试图以反映股票市价的方式来体现对股东期望的考虑。公式如下：
$$\text{普通股成本} = \frac{\text{每股盈利}}{\text{每股市价}} \times 100\%$$

显然，该公式恰是市盈率（ $P/E$ ）的倒数。当市场高估了企业的未来收益时，市盈率就会高于其应有水平，而以盈利/市价法计算的普通股成本则会被低估。若以该低估了的成本作为选择项目时的衡量标准，便会使收益率极低的项目也可能被接受，从而酿成大错。

### （2）资本性资产估价模型

该模型的估价方法可用下式表示：

此处， $K_e$  普通股东要求收益率，也可视为普通股成本

$K_f$  无风险债券利率（如政府公债利率）

$\beta$  = 股票发行公司的系统风险系数

$K_m$  股票市场投资组合的平均要求收益率（关于  $\beta$  和  $K_m$  一些咨询机构，如“*Standard & Poor's 500*”会有报告）

例如，百通公司的系统风险系数为  $\beta = 0.9$ ，当前政府长期公债利率为 6%，而市场投资组合平均收益率  $K_m = 8\%$ 。则百通公司普通股成本为股息资本化模型和资本性资产估价模型的主要区别在于：前者强调公司的总体风险，而后者则仅仅考虑公司的系统风险。资本性资产估价模型的应用前提是：投资者们已拥有如此广泛且合理的投资组合，以至于不需考虑公司面临的非系统风险。

#### 1. 留存盈利的成本

许多管理人员错误地认为，公司使用留存盈利没有成本。实际上，如果股东们认为，把税后盈利在公司里进行再投资所能创造的收益率不如股东个人在别处所能得到的投资收益率，他们就会决定把所有的税后盈利全作为股息发掉。因此，公司的税后盈利成为留存盈利的前提是：这部分盈利在再投资时所创造的收益率应不低于普通股股东的要求收益率。换言之，普通股股东的要求收益率即是留存盈利的成本。

故原则上适用于普通股成本的估算方法同样适用于它。而且，与发行普通股相比，留存盈利不需要支付发行费，因此，对公司而言，它的成本要低于发行普通股的融资成本，仅是股东的要求收益率。

但股东们对留存盈利的要求收益率将可能比对购买公司新股（或现有股票）时所要求的收益率低一些，主要因为下面两个因素：

#### （1）股东们的纳税地位

倘若企业不能获取等于或大于资本成本的收益，企业也许应考虑把所有盈利作为股息发放给股东，以便股东们能再投资于企业外部收益率更高的机会。但是，股东们要为所得股息交纳个人所得税，从而减少了其实际所得。因此，股东们对留存盈利所要求的收益率将会低于购买新股时所要求的收益率。故股东们对留存盈利的要求收益率可用如下公式计算：对留存盈利的要求收益率 = 购买普通股时的要求收益率  $\times$ （ $1 -$  股东个人所得税率）

显然，在一家大型股份有限公司里，企望得到所有股东的边际税率是不现实的。因此通常使用一个平均税率。

#### （2）交易成本

股东们将所得股息进行投资时，将不得不支付交易费用。而留存盈利则

是自动的追加投资，股东不需支付任何交易费用。因此股东们对留存盈利的要求收益率的计算公式还应作如下调整：

对留存盈利的要求收益率 = 购买普通股时的要求收益率 × (1 - 股东个人所得税率) × (1 - 交易成本)

对跨国公司而言，还需考虑各国对跨国公司国外收入的税收政策。如美国政府对美国跨国公司征税时，并不考虑跨国公司子公司在国外的留存盈利，这些留存盈利只有在汇回母国时才被征税。如此一来，跨国公司就可以通过把盈利留存在国外子公司而使纳税时间往后推移。其结果将导致跨国公司股权资本成本得以下降。

1. 优先股融资成本 优先股是一种特殊的股票，其特性介于普通股和债务资本之间。优先股的成本取决于优先股股东的要求收益率。大多数优先股都是没有到期日的，股东的要求收益率可用如下公式计算：优先股股东要求

$$\text{收益率} = \frac{\text{年股息}}{\text{当前市价(或发行价)}} \times 100\%$$

$$\text{或表示为 } K_p = \frac{D_p}{P_0}$$

此处“年股息”指的是预期每股股息（通常即以券面股息率计算）。

考虑到公司在发行优先股时还需要支付发行费，因此对公司而言，优先股的融资成本公式为：

$$\text{优先股成本 } K_p = \frac{D_p}{P_0(1-f)}$$

优先股股息支出不能减少税负，故其成本比负债成本要高。优先股的清偿地位在所有债务之后，它的优先权是先于普通股分得股息——如果企业有盈利的话，而且在企业破产清算时的清算地位居普通股之前。但企业若无盈利，就可以不发或缓发优先股股息。因此从本质上看，优先股不会给企业带来破产清算的财务风险，这正是它优于债务资本之处。有时，适量运用优先股资本可以优化资本结构，降低企业财务风险，从而降低普通股融资成本。

在某些特殊情况下，企业可能无法以合理的资金成本来发行普通股或债券，而不得不发放兼具权益与负债特性的优先股来筹集长期资本。例如，美国克莱斯勒汽车公司就在极为困难的情况下，成功地以发行优先股和认股权证的方式筹措了巨资。当时，由于克莱斯勒公司亏损严重，其股价大幅下跌，投资者对该公司的生存前景普遍抱有怀疑。除非能提供某种优先受偿的地位，否则将不会有人愿意再将资金投入该公司，而公司此时的负债又已到了债券限制条款中的最高限额。最后，董事会决定发行优先股，并适当提高了优先股的股息率。在大量促销措施的支持下，此次发行大获成功，发行额竟由原定的一亿五千万美元提高到二亿美元。这次筹资的成功为公司摆脱困境起了关键作用。近年来，优先股的发行出现了一些创新，许多公司发行可转换优先股和浮动利率优先股以吸引投资者并藉此降低优先股筹资成本。

1. 负债融资成本 关于负债融资的成本，在本书第六部分中介绍融资来源时已作较多阐述，请读者回头参阅，此处不多作介绍。

只强调说明一点：普通股和优先股的股息支付都不能抵免税负，因此，留存盈利、普通股和优先股的税后成本与股东对它们的要求收益率相差无几（其差异通常是因为有发行费等费用）；但由于债务的利息支付可以抵免税负，所以尽管公司的税前债务成本与债权人的要求收益率比较接近，公司的

税后债务成本则可能要比债权人的要求收益率低得很多（其差异主要取决于公司的所得税率）。

### 1. 公司现有资金的成本

对公司现有资金的成本进行分析时，通常是为了两个目的（或两者之一）。一是为了计算实际付出的成本（请参见本部分开篇处）；二是为了在进行项目评估时，确定对投资项目的最低要求收益率。这里主要探讨为第二个目的所计算的资本成本。

一般说来，公司现有的可用于项目投资的资金（或其它资产），已很难区分其资金来源。公司在为投资项目计算现有资金成本时，考虑的不该是这些资金的实付成本，而应考虑这些资金的机会成本及项目期间净现金收入的再投资收益率。具体而言，如果这些资金可用于股息发放（各国税法对股息发放一般都有一些规定，如：股息不能从资本金里发放，而必须源自盈利；当公司处于偿债危机时，不得发放股息，等等），那么，其成本就等于留存盈利的成本，亦即股东对留存盈利的要求收益率。如果公司所处状况不允许发放股息，这部分资金就只能用于项目投资（包括偿还债务等用途）。

则公司面临的其它项目中所能获得的最高内含收益率（Internal Rate of Return）即为这些资金的机会成本。譬如，天成公司现有现金\$1,000,000，因其累计留存盈利权力\$100,000这部分资金不能用于股息发放（股东对留存盈利的要求收益率为1%）。公司面临A、B两个项目机会，项目A的预计内含收益率为1%，项目B的预计内含收益率为10%。现在又出现了项目C这三个项目的要求投资额均为\$1,000,000。公司决定仅以现有资金进行投资，不再进行外部融资，因此只能在三个项目中选择一个。如果这三个项目的风险相近，则公司对项目C的最低要求收益率应是11%。广义的项目投资机会应包含资金的一切用途，包括发放股息。此处将“发放股息”另列，是为了突出它的特殊性。

那么，如果公司面临的其它项目收益率中有高于留存盈利成本者，则又以何者为准？例如，上例中的项目A的预计内含收益率为1%，留存盈利成本为1%（不论这部分资金能否作为股息发放）。在这种情况下，有人主张应以1%作为对项目C的最低要求收益率。但笔者认为，此时还是应以留存盈利成本1%作为对项目C的最低要求收益率。理由如下：要求收益率既是项目的折现率，也是项目期间现金收入的假定再投资率，以“股东对留存盈利的要求收益率”作为假定再投资率显然比1%更可能符合现实（请参见9.3“内含收益率法的缺陷”）。完全可能发生这样的情况：项目C的内含收益率只有13%。但若以1%作为要求收益率，项目C的净现值反比项目A的净现值大。

实际上，笔者认为：现有资金（以及预期现金收入）的成本应依据“再投资收益率与增量融资成本孰低”原则予以确定，即，两者中较低者便是现有资金（或预期现金收入）的机会成本。鉴于这一观点尚未获广泛认同，作者将在另一本学术专著中予以阐述。

### 1. 边际资本成本和加权平均资本成本

边际资本成本（Marginal Cost）是指下一笔融资所需付出的成本。而加权平均资本成本（Weighted Average Cost of Capital）可从三方面计算：（1）下一笔融资的加权平均成本（边际加权平均资本成本）；（2）现有资本的加权平均成本；（3）现有资本与计划的下一笔融资之总和

的加权平均成本。

常需计算的是边际加权平均资本成本。

例如，天成公司为了在美国投资一项目，计划以面值（\$ 1,000,000）发行债券 \$ 3,000,000，债券利率为 10%；发行优先股 \$ 1,000,000，优先股股息率为 1%；发行普通股 \$ 6,000,000，预计普通股成本为 10%。假定天成公司的所得税率为 40%。

则天成公司的边际加权平均资本成本为  $WACC = \text{债券权数} \times \text{债券的税后成本} + \text{优先股权数} \times \text{优先股成本} + \text{普通股权数} \times \text{普通股成本} = 30\% \times 10\% \times (1 - 40\%) + 10\% \times 1\% + 60\% \times 10\% = 10\%$ 。

10%也是天成公司对这一美国项目的最低要求收益率。

### 1. 影响跨国公司资本成本的主要因素

跨国公司资本成本主要受如下几个因素的影响。

#### 1 资金可获性

一般说来，资金可获性在国内资本市场上可以比较容易确定。但由于跨国公司的融资通常涉及国际货币市场，资金的可获性以及跨国融资能否降低资本成本，就成了亟需研究的问题。

在国内资本市场上，一个公司的融资能力受制于该国资本市场上资金的供求状况。公司在一定的金额幅度内，可以以现有的资本结构和资本成本筹措新的资金。但超过了某一限额之后，市场的供求关系的变化将导致公司的融资成本上升。

如果在某个资本市场上，一个公司发行的新证券既不会使其原有证券的市场价格出现明显下降，也不会影响对其证券的价格需求弹性，则通常称该资本市场的流动性（Capital Market）很高。各个资本市场的流动性差异很大，如美国、日本、德国、英国及欧洲货币市场通常被认为具有较强的流动性，而中国资本市场的流动性就相对要弱得多。

跨国公司通过到外国资本市场和欧洲货币市场进行融资，可使自己的融资流动性大为提高。从而使自己的融资能力显著增强，在大量融资时，仍能保持较低的边际资本成本。

可用图 8-1 作较形象的说明：

图 8-1 资本可获性与资本成本

图中竖轴代表公司的边际资本成本和边际资本收益率。DD 曲线代表的是跨国公司在不同预算水平上的边际资本收益率，跨国公司将其所面临的投资机会按项目的内含收益率在竖轴上由大而小作顺序排列，在横轴上按所需投资额进行累计，就可得到 DD 曲线。假定公司在扩大融资时仍保持其原有的资本结构，那么，其财务风险并不会改变。如果公司只能在国内资本市场上筹集资金，则 SS 表示在不同预算水平上（横轴数据）的边际（国内）资本成本（竖轴数据）。由图可知，该公司的最佳预算水平为 \$ 5,000,000，在这一水平上，边际（国内）资本成本和边际资本收益率恰好相等，均为 15%。

如果该跨国公司能到国外资本市场上进行融资，SS 曲线将可能外延至 SS 曲线（见图），公司在同等预算水平上的边际资本成本将会下降。如上图所示，该公司在考虑了国外融资成本之后，其最佳资本预算水平将上升到 \$ 6,000,000，尽管融资量增加了 \$ 1,000,000，但其边际资本成本却反而下降至 10%。

#### 2 资本市场的区隔

资本市场的区隔程度对跨国公司的融资成本影响很大。如果某个资本市场上的证券价格与另一市场上的风险和收益都相近的证券的价格相差较远，则说明两个市场的区隔程度较高。因为如果两个证券市场的一体化程度较高，风险与收益相近的证券的价格应该是相近的。

造成资本市场区隔的原因主要有政府的限制、市场本身不完善及投资者偏好有差异等因素。

### 3 外汇风险和政治风险的影响

当跨国公司到国际资本市场上筹措外汇资金时，外汇风险与政治风险也就接踵而来。不同的币种和不同的资金来源国所产生的风险也不同。跨国公司在确定资本成本时应当考虑到这些风险因素。

### 4 母国和东道国的税收政策

母国和东道国的税收政策对跨国公司的融资成本常会产生较大影响。跨国公司在进行跨国融资时，必须考虑有关税收政策，如预提税政策、避免重复征税制度及对国外子公司盈利征税政策（请参见留存盈利成本部分）等。

### 5 跨国公司的经营活动

跨国公司的经营活动，如经营的产品、投资地点、购货来源及销售市场等，对跨国公司接近和进入国际资本市场的能力以及经营性现金流的币种与金额，都有很大影响。从而会直接或间接地影响其最佳资本结构的构成。

### 6 投资者的倾向

在有的资本市场上，投资者们倾向于购买本国公司发行的证券，因为他们觉得对外国公司的了解不够；而在另外一些资本市场，投资者却倾向于购买跨国公司的证券，以作为进行间接跨国投资的载体，从而使自己的投资组合得以扩大，投资风险得以降低。

### 7 上市揭示要求

国际资本市场及各国国内资本市场对证券上市的揭示要求 (D i s c l o u r e) 趋向于越来越多，越来越标准化。这一方面增加了公司的上市费用，但同时又可以使投资者的要求收益率下降，因为信息揭示的增多使投资者所感受到的风险下降了。

著名学者 F r e d e r i c k D 在做了大量实证研究后认为：越来越多的公司在融资时倾向于进行较充分的揭示，而充分标准的揭示有利于降低公司的融资成本。

近几年来日本和欧洲一些公司在发行欧洲债券时要求 M o o d 和 ' s s t a n d & r d P o o 等著名评估机构对它们进行信誉评级，也从另一角度反映了公司的主管人员似乎也认为充分揭示有利于降低自己的融资成本。实际上，没有得到信誉评级的公司债券，在市场上的竞争力的确会大受影响。

### 8 对附属公司财务结构的考虑

跨国公司的分公司或子公司可能处于许多个不同的国家里，有着不同的政治风险、外汇风险、法律制度和资金的需求。跨国公司在制定融资政策时，既要考虑总体财务结构，也须认真分析附属公司的具体情况，以确定附属公司的财务结构。

## 2. 跨国公司财务结构

### 2. 财务结构理论

一个公司是否有最佳财务（资本）结构？公司的财务结构对公司的市场价值和股票价格有无影响？理论界对此曾争论不休。（注：财务结构通常包括长短期所有资金来源，而资本结构则一般仅包括长期资金来源。鉴于一个公司的资本成本主要取决于长期资本结构，故此处主要探讨资本结构。）

理论上，一个公司的市场价值等于其资本构成要素的市场价值之和。可用如下公式表示：公司市场价值 = 债务市场价值 + 股东权益市场价值

传统理论认为，公司的资本结构对其市场价值及股票价格，如果其资本结构不一样，其市场价值和股票的价格将会有所不同。1958年两位著名学者 Franco Modigliani 和 Merton Miller 合称 MM 对传统理论提出了不同看法，他们认为：在一定的的前提下，一个公司的资本结构对其市场价值没有影响。实际上，他们的理论前提是假定存在“完善的资本市场”（Perfect Capital Market，也称“完全市场”），即：证券的买卖过程不发生交易费用；所有的投资者都能立即、无偿地得到有关信息；全体投资者都能以同一利率进行借或贷；资本市场上的投资人数之多，使得没有任何一个投资者能单独影响证券的市场价格；所有的投资者都是明智的，而且他们对同一证券的风险与收益的判断都是一致的；没有税收。

由于“完善的资本市场”在现实中并不存在，Modigliani 和 Miller 两位在后来对他们的理论前提作了一些修正，比如，取消了“没有税收”这一前提。经过多年的争论，理论界目前已达成了大致的共识：在有公司所得税的情况下，公司适量进行债务融资有助于降低总体融资成本，提高公司的市场价值。因为债务利息的支出可以抵免部分税收。但考虑到债务融资将导致“破产成本”（Bankruptcy Cost）和代理成本（Agency Cost）的上升，公司价值的提高幅度将低于税收抵免的现值（Present Value of Shield）。而且，当债务比例达到一定程度时，如果投资者（包括股东和债券人）认为公司所面临的风险超过了自己所得的风险溢酬，他们就会提高自己的要求收益率，从而寻致公司的融资总成本的上升。可用下图来说明上述观点：

此处， $K_E$  是指股权资本成本， $K_D$  为税后债务资本成本， $WACC$  代表加权平均资本成本。如图所示，随着负债比率的增加， $K_E$  和  $K_D$  都将缓慢上升，但直到负债比率达到 50% 之前，加权平均资本成本是随负债比率的增加而减少的。当负债比率超过 50% 之后，股东和债权人可能突然意识到自己正面临非同寻常的风险，因此立即较大幅度地提高了要求收益率，从而使公司的加权平均资本成本迅速上升。在上图中，该公司的最佳资本结构（如果仅从使资本成本

在上图中，该公司的最佳资本结构（如果仅从使资本成本最低这个角度出发）应是债务和股本各占 50%。但在实践中，并没有确定的模式可用来计算最佳资本结构。因为，资本成本在很大程度上受投资者对公司面临风险的评估及资本市场上资金供求关系的影响，而一个公司不可能在同一时刻具有两种资本结构，因此，也就不可能在同一时刻比较两种不同的资本结构所导致的资本成本。财务经理只能在实践中不断地进行摸索，总结以往投资者对本公司各种资本结构水平的反应，并结合资本市场的供求状况、行业标准及

公司的经营性质等要素，最终确定最佳资本结构。

许多分析家认为：能导致资本成本处于最低的资本结构实际上不只是一个点，而经常是一段区间。比如，在上图中，当该公司的负债比率在 3%—5% 之间时，其资本成本都是 1%。此时，公司在确定最佳资本结构时，一些非成本性因素就可能成为极为重要的决定因素。

## 2. 资本结构的其它影响因素

公司在确定最佳资本结构时，除了计算直接的融资成本之外，还需考虑其它的影响要素。计有如下几类：

### 1 行业差异

大量研究表明，不同行业的资本结构可能差得较远。美国学者 K e s t e r 在 1986 年的研究表明，美国造纸行业的负债/股本比率大约为 1.16 倍，而制药行业的负债/股本比率却是 0.7。公司在确定资本结构时，一定要考虑本行业的一般性资本结构，通常不宜相差过远。

财务分析家、投资银行、商业银行、证券评估机构和各类投资者，一般都要将公司的一些比率，如负债比率及“固定费用覆盖率”等，与行业标准或平均水平进行比较，以衡量公司的财务风险。大多数公司的资本结构都倾向于紧紧围绕行业标准，因为一个公司的商业风险（或称经营风险）通常主要取决于其所处行业。如果一个公司的资本结构大异于行业标准，则它必须设法使资本市场确信：其商业风险的确与本行业中的大多数公司有所不同。

### 2 信息效应

当公司发行新的证券时，资本市场将会根据公司的这一举动推测其当前处境、未来前景及公司管理层可能采取的行动。比如，大部分投资者认为：公司发行新股将会使股票价格下降；公司回购股票将意味着普通股的股息可能会有较大幅度的提高；财务杠杆比率的提高会带来普通股收益的上升，而财务杠杆比率的下降则将导致每股收益的减少，等等。资本结构的变化所导致的结果，部分是由于直接影响（如较高的税收抵免），部分是因为信息效应。因此，当公司决定改变自己的资本结构时，务必注意此举对资本市场可能产生的信息效应。

### 3 债权人和债券信誉评级的要求

当公司希望发行固定成本的证券时（如债券和优先股），通常会受到债权人及债券信誉评级机构对公司资本结构的要求的影响。例如，S t a n & a r d P o p s 在评价公司信誉级别时，有许多标准，其中之二是税前利息覆盖率和财务杠杆。请见表 8—3

表 8—3 公用电力行业债券评级标准

级别	税前利息覆盖率	财务杠杆水平
A A A	大于 4 倍	小于 41%
A A	3 至 5 倍	39%—46%
A	2 至 4 倍	44%—52%
B B B	1 至 3 倍	50%—58%
B B	小于 2 倍	大于 56%

尽管表 8—3 所列示的并不是确定一个公司信誉级别的全部依据，但公司若想获得良好的信誉级别，却非要使自己达标不可。

### 4 管理者对风险的态度

不同的管理者对风险持不同的态度，有人爱好冒险，有人则谨小慎微，不敢越雷池一步。过于冒险和过于保守的作法，可能会使自己的资本结构远离最佳结构，从而导致不该有的损失或过高的资本成本。

#### 5 避免控制权的削弱

有些公司宁愿多发债券或优先股，不愿发放普通股。其主要原因之一是担心老股东的控制权遭到削弱。

#### 2 . 跨国公司总体资本结构

跨国公司最佳资本结构当然也需要遵循上述原则：使资本成本和风险最低及后续融资能力最大化。在实践中，跨国公司需要协调其所有附属公司的资本结构。只有通盘考虑全球附属公司的资本结构，跨国公司才能使其总体资本结构最优化。但另一方面，跨国公司总体资本结构的确立，又有助于确定附属公司的资本结构。两者可谓相辅相成。需在实践中不断摸索调整。

跨国公司的资金供应者关注的是与跨国公司世界范围的财务结构相联系的违约或破产风险。任何一个附属公司的破产或其它类型的财务困难都会在一定程度上损害跨国公司的资信地位。因此，跨国公司在全球融资过程中必须经常监测和调整公司的总体资本结构。不过，这种监测与调整操作起来的确比较困难，需要完善的组织机构与高水平的人才。

#### 2 . 附属公司资本结构

跨国公司的附属公司究竟应有什么样的资本结构？应与公司总体资本结构保持一致还是应各有各的资本结构？大多数跨国公司都不强求附属公司的资本结构保持一致，而是要求附属公司的资本结构在与公司总体资本结构大体相近的基础上，因地制宜，合理利用当地的融资优势。其最终目标仍是使跨国公司的资本总成本和风险最低化。

影响附属公司资本结构的主要因素包括：

1 东道国货币的汇率风险如果东道国的货币面临贬值风险，跨国公司也许就该多从东道国资本市场上筹措资本。 2 东道国政府的要求

某些东道国政府对跨国公司的附属公司的资本结构作了许多限制性规定。如规定母公司在子公司中的股权不得低于总资本的 50% 等。

#### 3 是否存在低息优惠贷款

有些东道国为了吸引跨国公司进行追加投资，专门向某些跨国公司提供低息优惠贷款。若有此类机会，跨国公司应当尽量抓住。

#### 4 没收或征用风险

当跨国公司的附属公司资产被没收或征用的风险较大时，附属公司的资本结构中的负债比率就应适当扩大，尤其应尽量利用东道国的债务市场，并尽可能避免由母公司提供担保。

#### 5 当地行业标准

在某些国家，当地公司资本结构中的负债比率可能会比另一些国家中同类公司的负债比率高出许多。但一般说来，同一个国家中同行业公司的资本结构都比较接近。这一结论已得到大部分实证研究的证实。

迄今为止最为重要的研究结论是由著名学者 William 和 Kelly Maekham 得出的。他们对 25 个国家的 9 个行业中 67 家公司的资本结构作了比较研究。

Seik 和 Cyol 最后得出如下结论：一国的文化因素以及政治、法律、社会环境和税收制度等，是决定该国公司负债比率的主要因素。行业与经营

规模的差别倒是次要因素。从上表的“行业平均值”也可以看出：不同行业的资本结构的差异并不大（不过，这并不排除在某个特定国家里不同行业的资本结构仍可能差距甚远）。

Seak 和IQyol 还进一步将 2 个国家分为七大文化区域（Cultural Real）；同一文化区域里各个国家的公司财务结构大体相近。这七大文化区域如下所示：

（1）盎格鲁—美利坚区域。包括：美国、英国、加拿大、澳大利亚和南非。

（2）拉丁美洲。包括：巴西、阿根廷、墨西哥和智利。

（3）中西欧。包括：瑞士、德国、比利时、荷兰和卢森堡。

（4）地中海国家。包括：法国、意大利和西班牙。

（5）斯堪的纳维亚。包括：丹麦、芬兰、挪威和瑞典。

（6）印度半岛。包括：印度和巴基斯坦。

（7）东南亚。包括：马来西亚和新加坡，东南亚、盎格鲁—美利坚及拉丁美洲文化区域的特征是低负债比率；高负债比率是印度半岛、斯堪的纳维亚和地中海文化区域的特征；而中西欧文化区域的负债比率则在上述七大区域中位居中游。

## 2. 跨国公司财务结构的几大问题

### 1 子公司财务结构的危险地位

如果跨国公司的母公司不是有意让其子公司赖帐，则子公司的帐面财务结构就不能充分体现其财务风险地位。子公司的财务风险实际上将取决于跨国公司合并报表后的整体财务结构。例如，美国一跨国公司的母公司决定利用其从美国银行借来的 1, 0 0,00 0美元以股本的方式满足其在澳大利亚的子公司的资金需要（假定该子公司已有股本 5 0,00 0美元），则该子公司的债务/股本比率等于零；但若美国母公司在综合考虑之后，决定让子公司在当地金融市场上自行筹措该笔资金，则子公司的债务/股本比为 2: 1。然而，尽管这两种融资安排导致了截然不同的子公司债务/股本比率，公司合并报表上的债务/股本比率却几乎毫无二致，公司总体的风险地位并未因子公司财务结构的差异而有所变化。如果这是一个老牌的著名跨国公司，投资者对该子公司的风险评价也不会因此而不同。（当然，如果穷究起来，细微的差别也还是可以找出一些的，比如市场对该跨国公司的投资与融资方向，可能会产生不同的推测。）由于子公司的财务结构具有如上特点，故其财务结构的确定原则也就与公司总体财务结构的确定原则有所不同，应根据具体情况而定，不可拘泥于一格（请参见 8. 2“附属公司资本成本”）。比如，如果过分要求子公司的财务结构与总公司的目标结构保持一致，就可能使子公司的财务结构在当地金融市场上失去竞争力，或使得子公司无法充分利用低成本资金来源，从而坐失良机。因为各国由于制度和习俗等方面的原因，其公司的债务/股本比率存在一定的差异。如，日本当地公司的债务/股本比率一般都高于美国与法国的国内公司。其原因之一是，在日本，银行既是当地公司的债权人，但通常也通过部分持股的做法使自己成为股东，以便更好地监督公司的重大决策。如此一来，在融资环境类似日本的国度里，在一定幅度之内，增加债务/股本比并不会对公司的后续融资能力产生重大影响。同样，不切实际地要求子公司财务结构与当地公司的财务结构保持一致也具有很大的弊端，不仅因为这会使跨国公司丧失所拥有的能机动协调内部财务结构、调度内部资金的优势。

## 2 母公司的担保与债务合并

跨国公司在确定公司全球范围的总体最佳财务结构时还会面临如下问题：是否需要将母公司未担保的和未合并的国外子公司债务纳入总体财务结构？换言之，未经母公司担保的和未合并的子公司债务会否影响跨国公司的总体风险地位和融资能力？

理论上，母公司对提供担保与未提供担保的两种负债所承担的义务是不一样的。对于担保的子公司债务，当子公司无力清偿时，母公司负有偿还的法律义务；而对于未提供担保的子公司债务，母公司不承担任何法律上的偿还义务。这两种法律义务的区别，常易导致这样的观点，即只有母公司担保的子公司债务才会影响母公司总体的风险地位和融资能力，未担保的子公司债务充其量只能影响该子公司本身。但事实上，由于绝大多数跨国公司都严重依赖于各类金融机构以至于离开这些金融机构就难以运转，一旦允许于公司赖帐，就可能严重损害公司总体的商誉，从而恶化与金融机构的关系。所以，为免因小失大，大多数跨国公司对未担保的子公司债务也是愿负偿还义务的。美国学者罗伯特·斯托鲍（Robert S. Stobaugh）曾调查了20家大中型跨国公司，无一家表示允许其子公司拖欠或拒付母公司未担保的债务。

那么，为什么有的跨国公司愿意为子公司债务提供担保而有的却不愿意呢？

跨国公司母公司愿意担保子公司债务的一个重要原因是：凭借母公司的资信使子公司顺利地筹措款项，获得低成本资金。例如，倘若没有母公司的担保，银行就可能在贷款协议中坚持附加某些苛刻的条款，甚至根本不予贷款。

母公司有时拒绝对于公司债务提供担保，也有其客观原因：a 它会使得子公司债务失去防止征用风险的功能；b 母公司以提供担保所表现出来的对某种经营的明显支持可能会诱使债权人提出其它方面的要求；c 可能会导致代理成本（Agency Cost）上升。

所谓代理成本，通常是指由于企业的所有权与经营权分离之后，管理阶层往往不能完全依照股东们的最大利益行事，会或大或小地损害股东的利益，这种损害的程度，便构成股东委托专业管理人员代为管理企业所发生的代理成本。代理成本主要表现为：第一，管理人员一般追求公司利润的稳定性，不愿承担引入新产品或新业务的风险，对股东财富最大化目标缺乏强烈的内在动力，往往坐失大好时机；第二，管理人员通常倾向于利用工作机会或以各种津贴的形式消费公司资源。

当子公司利用外部贷款融资而母公司对此不予担保时，贷款银行为了确保贷款的安全性，便会对子公司的经营管理活动进行监督，从而有利于降低代理成本。一旦母公司对子公司的债务提供了担保，银行可能会认为已高枕无忧，因而放弃对子公司经营活动的监督，致使代理成本上升。

但我们也需看到另一方面：当债权人加强对公司经营活动监督时，可能会导致公司决策过程的滞缓，从而使某些良好的投资机会失之交臂。（这是债权人将资金委托公司代为管理所导致的代理成本，通常是公司承担了这些代理成本。）

关于国外子公司的未经合并的债务会否影响跨国公司总体融资能力这一问题，应做具体分析。就某一公司在某一段时期而言，由于投资者可能一时疏忽，没注意到或没考虑到未经合并的子公司财务，因而跨国公司的总体融

资能力有可能不受影响。但在当今金融市场日益成熟、通讯和信息流动高度发达的社会，投资者和金融分析家很难被长期蒙蔽，任何可能影响跨国公司财务风险和融资能力的国外债务都会很快引起他们的注意。实际上，一些著名的信誉评级公司，如 Moody 和 Standard 等，对母公司提供担保的子公司债务，无论是否已经合并，都要纳入对公司资信地位和融资能力的分析。对未经担保又未合并的子公司债务，也总是要严格审查其对公司总体债务 股本率的影响。

因此，对母公司未担保的及未合并的子公司的债务，跨国公司在分析其总体财务结构时，也应一并考虑。

## 九 跨国投资管理

跨国公司的投资可依其是否拥有对企业的控制权与经营管理权而分为直接投资（FDI）和间接投资（FII）（或称对外证券投资）。考虑到跨国公司所进行的投资绝大部分属直接投资，而且直接投资的管理要比间接投资复杂得多，因此本部分将重点论述跨国公司对外直接投资。

## 1. 跨国公司对外直接投资的动机

跨国公司进行对外直接投资的动机通常是出于战略上 (Strategic) 行为上 (Behavior) 和经济上 (Economic) 等方面因素的综合考虑。

### 1. 战略考虑和经济考虑

跨国公司进行对外直接投资的战略考虑主要有五类：(1) 寻求市场 (Market Seekers)；(2) 寻求原料 (Raw Material Seekers)；(3) 寻求生产效率 (Production Efficiency Seekers)；(4) 寻求知识 (Knowledge Seekers)；(5) 寻求政治安全 (Political-Care Seekers)。

上述五种战略考虑并不相互排斥。例如，木材公司可能会从俄罗斯寻求原木来源，同时又把俄罗斯作为其木制品的销售市场之一。

国外研究机构所作的大量研究表明：当对外投资的规模较大时，战略考虑常优先于经济（财务）考虑。因为战略因素所冒的风险（如政治风险），可能会使预测的经济效益到头来成为泡影。

因此，在决定大规模的投资去向时，首先要考虑战略因素。而财务分析方法，则用于此后的具体项目的效益评估，或用于权衡规模较小的投资项目以及一些重置资产型的项目 (Replacement Project)。

### 1. 行为考虑

著名学者 Yair A 经过大量研究认为，除了战略考虑因素外，跨国公司决定进行对外直接投资还可能直接源于某些行为性刺激因素。他把这些行为性刺激因素归纳为外界环境和公司内部因素两类。外界环境 (External Environment) 主要包括：a 外界建议，如来自外国政府、经销商或用户的建议；b 对失去市场的忧虑；c 国内同行竞争者投资国外所取得的巨大成功的刺激；d 在跨国公司母国市场上出现来自国外的剧烈竞争；e 人们普遍认为对某一区域进行投资乃大势所趋。

公司内部因素则主要指决策者的个人偏好、需求以及个人和团体对事业的追求等。

此外，对外直接投资还可能出于某些附属性动机，譬如：当公司主管发现某些资源（如设备能力等）在现有的投资项目中未能得以充分利用时，就有可能萌发对外直接投资的念头。

## 2. 投资环境分析

大多数国家对外国公司的直接投资持既欢迎又限制的双重态度。外商直接投资不仅可以带来经济建设所需的资金，还能附带先进技术和管理经验，有助于东道国经济的发展。此外，外商直接投资还能给东道国创造就业机会、增加税收收入，对东道国商品进入国际市场也能起到一定的引导作用。

但另一方面，外商投资也可能会给东道国带来一些问题。一些发展中国家认为外国资本总是企图控制当地经济、垄断当地稀有资源并在排斥当地人参与的情况下制定经营管理决策。至于跨国公司利用转移价格手段抽走资金、逃避税收等作法，更是东道国政府深感头痛的问题了。

因此，东道国政府一方面可能采取许多鼓励措施，如减免所得税、关税等。同时又会规定许多限制性条件，如外商的投资份额不能超过或低于一定标准，外商投资企业的最高负责人必须是当地人等。也可能对外国投资者关闭某一资本市场，对利润回汇和产品在东道国国内销售实施限制，等等。最严重者，还可能对外国投资强行征用甚至没收。所以跨国公司在决定对外直接投资之前，必须仔细分析东道国的投资环境。其中，需要加以特别关注的是政治风险。

2. 政治风险政治风险是东道国发生的政治事件或东道国与其它国家的政治关系发生的重大变比导致跨国公司利益受损的可能性。在少数情况下，如东道国发生战争、暴乱等，政治风险的发生甚至可出乎东道国政府的意料与控制。但大部分政治风险的发生是由于东道国政府与跨国公司的目标之间存在冲突。跨国公司一般只考虑其股东、雇员、供应商、债权人和客户等与之直接相关者的利益，而东道国政府则要考虑国家与民族的利益。在跨国公司看来，东道国的政治、法律、经济、社会文化等都可能属于限制其经营活动的因素，它可能会想方设法摆脱这些限制，或者企图去改变甚至控制这些因素。而东道国则可能认为跨国公司的所作所为也许会影响其宏观经济发展，使其国际收支与汇率产生不利的变化，甚至可能危害到国家主权与意识形态、社会治安等方面。倘若冲突不断加剧，东道国政府就可能采取法律或行政手段限制外商的投资活动。东道国可能采取的一般性限制措施可大致概述如下：严格的外汇管制或其它限制性政策，使投资者不能随意转移其资本与收益；在吸引了足够外资之后，东道国可能会逐步取消其原先颁布的优惠政策，如税收优惠、土地使用优惠等；严格管制转移定价；对外资企业关闭东道国市场，迫令其产品出口；要求外资企业用于职工福利的资金达到一定规模；对跨国公司派驻的管理和技术人员征收特定的费用和税收；要求外资企业只能通过东道国政府设立的某个机构（如中国的人才交流中心）招募当地员工；鼓励当地居民抵制外企产品；对外资企业的工人罢工采取纵容态度；对外资企业关闭当地的金融市场。东道国还可能对外资企业实施剥夺性措施。由于这种剥夺属于国家主权行为，而且往往发生于东道国政治经济体制的重大变革时期，所以东道国政府一般不会对外资企业实行充分、及时的补偿。对外资企业实行剥夺性措施的形式可有如下几种：（1）强制出售。东道国政府迫令外商个人或外资企业向当地居民低价出售股票或财产；（2）强制收购。东道国政府通过行政或法律手段强行以低价收购外资企业；（3）征用外国资产。东道国政府为维护民族经济利益，对外国资产进行全部或部分征用，同时给予远低于市价的名义

补偿；(4) 没收外国资产。当两国政府关系极其恶化时，东道国政府强行没收外国投资者的资产或收入，不给予任何补偿。在同一个东道国内，来自不同母国的跨国公司以及从事不同行业的跨国公司，所面临的政治风险会有所不同。此外，跨国公司的投资行为和经营态度，以及它与当地文化和意识形态的融洽程度，也会对其面临的政治风险产生影响。

目前，已有一些预测和分析政治风险及其影响的定量或定性模型。尽管这些模型在预测意外政治变动和结合具体跨国公司特性方面尚有局限，但仍不失为系统分析政治风险的方法。如《欧洲货币》杂志对世界各国国家风险的评价，使用的就是一个综合评估模型。该模型包括三个方面：分析指数(40%)，信用指数(20%)和市场指数(40%)。

分析指数(Analysis)包括政治风险、经济风险和经济指数三方面。经济指数又主要包括三个关键比率：还债额/出口额比率，国际收支差额/国民生产总值比率，和外债/国民生产总值比率。信用指数(Credit Index)反映的是一国的整体资信状况。市场指数(Market)则体现一个国家的债券市场、短期融资市场及贴现市场的能力。表9-1反映的是《欧洲货币》杂志在1991年公布的对世界各国国家风险的评价。表9-1 1991年世界各国国家风险评价级别

前 2 名	后 2 名
1 日本	11 苏联
2 瑞士	11 利比亚
3 荷兰	11 乍得
4 德国	11 保加利亚
5 法国	11 萨尔瓦多
6 奥地利	11 厄加拉瓜
7 美国	11 缅甸

续前

前 2 名	后 2 名
8 卢森堡	118 古巴
9 丹麦	119 莫桑比克
10 加拿大	120 卢旺达
11 挪威	121 南斯拉夫
12 瑞典	122 海地
13 比利时	123 圭亚非拉那
14 英国	124 苏丹
15 芬兰	125 阿尔巴尼亚
16 意大利	126 黎巴嫩
17 西班牙	127 扎伊尔
18 爱尔兰	128 埃塞俄比亚
19 新加坡	129 利比里亚
20 澳大利亚	130 伊拉克

若按地区分类，在欧洲国家中风险最低的前五名分别是瑞士、荷兰、德国、法国和奥地利；拉美地区前五名为墨西哥、委内瑞拉、智利、哥伦比亚

和乌拉圭；亚大地区的前五名为日本、新加坡、澳大利亚、台湾（省）和新西兰。

中国在 130 个国家中名列第四十二位。

在美国，也有两大著名的评估各国政治风险的机构：“Frost and Sullivan”和“Business International”。前者每月进行评估，而“Business International”则每两年评估一次。

## 2. 政治风险管理

如上所述，政治风险是一种国家风险，一旦发生，跨国公司就很难对其加以控制，大抵只有承受的份。因此，政治风险的管理就有赖于投资前和风险发生前对风险进行正确预测和周密安排了。

（1）正确评价东道国的政治环境。政治环境主要包括政局稳定状况、对外政策和法律状况等。

政局稳定的标志是长时期内不会发生革命、内战、政府首脑人物的更替有正常程序、经济政策稳定、人民安居乐业等。政局动荡，风险则高。

对外政策对外资企业的经营发展就更加直接相关了。如果一个国家实行开放政策，对外商投资提供优惠条件，则外资在其中经营的风险便小。反之，若该国实行的是排外政策。则风险自然不可小视。

法律状况乃指东道国的法律、法规是否健全，执法的严格程度及法律的稳定性水平。法律状况良好的国家，投资经营者诸事有法可依、利益易获保障。

### （2）在风险发生前进行周密安排

在充分了解东道国的政治风险和经营环境之后，跨国公司最好与东道国政府签订一项投资协议，针对可能遇到的重大问题规定好各自的权利与义务。

但是情况可能会发生变化，而协议也时常不得不作相应修正。变化因素可能是经济性的，也可能是东道国政府的政治性变化。那些一味固执于原始协议所具有的合法含义的跨国公司，也许会发现自已处于这样的窘境：东道国政府首先对协议没能涵盖的部分施加压力，然后，很可能就根据当前的政治现实对协议作新的解释。因此，大多数跨国公司的应对策略是：尽可能使自己的经营方向与东道国不断变化的发展方向相一致，使得本公司的经营活动对东道国的发展具有持续的价值。从而提高在风险发生时与东道国政府讨价还价的地位。

此外，还可以采用“风险分散化”策略。风险分散化策略的核心思想是将公司面临的风险通过巧妙制定经营决策而转变为由多个公司甚至多个国家共同承担，这一方面可降低公司本身所承受的风险损失，同时也能使东道国政府有所顾忌，不敢轻犯众怒。大体有以下方式：

a 寻求国际合作伙伴，如其它大跨国公司、金融机构等，共同投资经营；  
b 与东道国的不同利益者建立利益关系，如向当地出售公司股份、有价证券等；

c 将各子公司的产品与市场联在一起，彼此紧密依赖。母公司垄断关键技术，子公司只负责具体生产。等等。

大多数发达国家都成立了保护本国对外直接投资者利益的保险机构。如美国的海外私人投资公司（Overseas Private Investment Corporation）就对美国人在发展中国家的私人投资提供风险担保。该公司承保四类政治风

险：a 货币不能兑换风险（Inconvertible）；即投资者的利润、专利费或其它收入以及资本金不能兑换成美元的风险；b 没收风险；c 战争、革命、暴乱和内战风险；d 政治性暴力事件对企业资产造成的损失。

因此，在资金投入之前，购买投资保险也是跨国公司可以选择的一种避险方法。

最后需要指出的是，跨国公司还应预先制定应付突发性政治危机的应急方案，如：怎样保管或转移资金和资产？人员应否撤离？公司的重要档案如何处置？等等。

总之，尽管政治风云变幻难测，但事先作好安排，知道一旦出现危机时如何应对，当属事半功倍的明智之举。

### 3. 资本预算和效益评估

尽管跨国公司决定投资于某一特定国家的最初决策乃基于对战略、行为和经济等方面的综合考虑，但在做具体项目分析时，还须运用传统的财务分析方法。

项目效益评估方法主要有四种：(1) 回收期法 (2) 净现值法 (3) 内含收益率法 (4) 获利能力指数法。

在论述四种评估方法之前，有必要先说明如下几点：

(1) “货币的时间价值”概念。所谓货币有时间价值，是指今天的一块钱要比将来的一块钱价值更大。这不仅由于通货膨胀，而主要是因为货币有投资价值。今天的一块钱可作无风险或有风险的投资（如投资于政府公债或公司债券），到了将来，投资本金加上收益，自然要大于一块钱（至少无风险的投资可以确保此点）。因此，在分析项目效益时，需加考虑的是项目所带来的税后现金流量 (After-tax Cash) 而非会计上的税后利润。

(2) 项目折现率。由于货币有时间价值，所以在计算将来现金流量的现值时，需要确定一个折现率。项目的折现率究竟该为多少，需要具体问题具体分析。大致可分为如下情况；

a 当项目的风险与企业的总体风险相近，项目融资结构与企业总体融资结构一致时，项目的折现率通常即是企业的边际加权平均资本成本 (Marginal Weighted Average Cost of Capital)。

b 当项目融资结构与企业总体融资结构一致，而风险有所不同时，折现率应是在企业的边际加权平均资本成本上，根据项目的风险程度加以调整。实际上，很多公司使用边际资本成本作为折现率（因为可假定资本成本里已包含了资金供应者所要求的项目风险溢酬）。

c 当项目融资结构大异于企业总体融资结构，且此次融资乃专为该项目而作时，则项目的折现率便是在此次特定融资的资本成本上，加上项目的风险溢酬（包括项目融资对公司总体财务结构和财务风险的影响）。

d 机会成本和项目现金流再投资率。如果企业面临其它的风险相近的投资项目，则这些项目所能创造的最高收益率就可能是确定下一个项目的折现率的基础。但考虑到项目期间现金流的再投资收益率，新项目的折现率也可能低于另一项目的预期收益率（机会成本）（请参见 9.3 中的“内含收益率法的缺陷”）。

总而言之，项目折现率是企业管理者在综合考虑了项目的资本成本、风险和企业面临的投资机会之后，对投资于该项目的资本所要求的收益率。

(3) “增量”概念 (Increment) 由于是对某一具体项目作效益评估，所以在计算项目的现金收入、现金节约和现

金支出时，仅需考虑“由于该项目的实施而导致的增量现金流入和增量现金流出”。所有与项目的实施无关的现金流动，例如沉没成本 (Sunk Cost) 在投资决策时一概不予考虑。而任何与项目的实施相关的现金流动，即便是间接相关（如该项目的实施将导致另一个部门销量的增加或减少），也须考虑在内。

(4) 项目所用资源的成本应以其机会成本计算。此处所谓机会成本，是指该资源若不用于此项目，其价值又将何如。譬如，企业有一旧仓库，折旧后的账面价值为 \$100,000，但若卖给他人，可卖 \$90,000。如果一新项目

需要利用该仓库，则在计算仓库成本时，应当以 \$ 9 0,00 0计。

(5) 项目的相互关系。项目与项目之间的关系可大致分为三类：a 相互独立：一个项目的接受与否和是否接受别的项目无关；b 相互依赖：一个项目的接受将导致另一个项目被接受，或一个项目被接受的前提是另一个项目必须也被接受；c 相互排斥：一个项目与别的项目不能同时被接受，接受了某个项目，就不能接受另外的项目。

(6) 能力有限性。任何企业在融资能力与管理能力方面都可能存在一定的局限性，能力有限性将使企业有时不得不放弃某些在财务效益分析上可取的项目。实际上，能力有限性可能会使某些相互独立的项目也成了互斥关系。

### 3. 回收期法 (Payback Period Method)

回收期是指，在不考虑货币时间价值的情况下，一个投资项目收回其原始投资额所需的时间。投资者按照项目的经营风险和公司的财务风险等情况，确定一个要求回收期，如果项目的预计回收期超过了要求回收期，便放弃该项目。反之则接受。这种决策方法就称为“回收期法”。

例如，Lin公司面临项目 A与项目 B，它们的初始投资及项目期间的现金流如下表所示：表 9—2 项目 A与项目 B的现金流量表

年度	项目 A	项目 B	
0	( \$ 1 0 0 0 )0	( \$ 1 0 0 0 )0	
1	, 0 0 0	3 , 0 0 0	1
2	, 0 0 0	5 , 0 0 0	3
3	, 0 0 0	4 , 0 0 0	4
4		2,0 0 0 0	
5		1,0 0 0 0	

的回收期 =

项目 B的回收期

如果 Lin公司对这两个项目的要求回收期是 3年，根据回收期法，只有项目 A可以接受。假如要求回收期是 3.5年，而且项目 A和项目 B是相互独立的项目，则两个项目均可接受；若项目 A和项目 B是相斥项目，则仍然只有项目 A才能入选。

细心的读者也许已发现了“回收期法”的缺陷：(1) 它忽视了回收期后的项巨现金流量，如上例中，项目 B在回收期后尚有 \$ 9, 0 0收入，而项目 A却只有 \$ 2, 1 2的收入。(2) 忽视了货币的时间价值——回收期法的假定是，今天的 \$ 1与一年后发生的 \$ 1现金流量在价值上是一样的。这显然与实际不符。但回收期法自然也有其存在的道理。回收期法的明显优点是简单易算，这一点在电脑尚未普及时极具吸引力；其次，回收期法可以衡量项目投入资本的回收速度，因而对资金不宽裕且融资渠道不畅的公司来说，回收期法常具有重要价值；最后，回收期法还能较好地显示不同项目的相对风险。

因为一般说来，相对于预计长期现金流量，对近期现金流量的预计常要容易和准确一些。所以在其它情况相近时，回收期短的投资方案的风险就相对要小一些。鉴于回收期法的确存在较严重的缺陷，所以只在评估小型或高风险项目时，它才可能被单独使用。当项目金额较大时，回收期法一般仅作为辅助性方法，主要的评估方法通常是“净现值法”。

### 3. 净现值法 (Net Present Value) Method

净现值法的具体作法是：将项目的实施所导致的所有增量税后现金流量（Net or Incremental Cash Flow）按照投资者的“要求收益率”（Required Rate）折算成现值，各年的现值之和减去初始投资，便可得到项目净现值。净现值大于或等于零，表示项目在财务方面是可以接受的；若小于零，则应放弃。在净现值等于零时，因为考虑到“要求收益率”里已包含股本收益部分，故该项目仍可接受。

净现值的计算公式如下所示；式中， $t$ 代表时间， $t=1$ 指投资一年（或一个折现期）后， $t=2$ 指投资两年后，依此类推。 $NC_t$ 是指第  $t$  期的净现金流量； $K$ 是“要求收益率”； $n$ 是投资项目的寿命期限，一般以年表示（或以特定的折现期为计算单位）；而  $I_0$  则为项目的初始净投资（Initial Investment）也可用  $C_0$  表示。

引用 Lin 公司的例子，假定 Lin 公司的要求收益率是 10%。且项目 A 与项目 B 风险相同。

项目 A 的净现值为：

显而易见，在考虑了货币的时间价值和“回收期”后的现金收入之后，Lin 公司应该选择项目 B。

理论上，净现值法是最好的评估方法。这不仅因为它考虑了货币的时间价值和整个项目期间的现金流量，还因为在筹资来源和管理能力不存在较大限制的情况下，公司最为关心的是项目在偿还了全部资本成本后所能带来的增量价值——体现为项目的净现值。

理论上，企业可以被视为是由许多不同的项目组合而成，各个项目的现值之和即为企业的市场价值（Market Value）。企业的市场价值  $r_n$  等于其股权的市场价值与负债的市场价值之和（有些理论家把企业价值等同于企业的股权价值，与此处概念不同），因此，企业每投资一个新项目、进行新的筹资，不论项目的净现值如何，企业价值都会增加；当项目的净现值小于零时，股权总价值可能上升也可能下降或维持不变，但每股股权价值定将受损，股票的市场价格将会下降；当项目的净现值等于零时，企业股权总价值可能上升也可能保持不变，但每股股权价值将维持不变，股票的市场价格也将不变；只有当项目净现值大于零时，每股股权价值才会上升，股票的市场价格也将上扬（上述推论的前提是假定股价的其它影响因素不变）。

因此，净现值决策标准与“股东财富最大化”目标是一致的。

净现值法的缺点是：对于没学过财务管理的人，该方法可能显得难以理解。3. 内含收益率法（Internal Rate of Return）

“内含收益率”是指能使投资项目的净现值等于零的折现率。可回顾一下净现值的计算公式：

令  $NPV=0$ ，则式中， $t$ 代表时间， $t=1$ 指投资一年后， $t=2$ 指投资两年后，依此类推。 $NC_t$ 是指第  $t$  期的净现金流量； $n$ 是投资项目的寿命期限，一般以年表示；而  $I_0$  则为项目的初始净投资（Initial Investment）。由上式求出  $r$ ，即是“内含收益率”。

内含收益率传统上有两种求法，一是“试误法”，一是“图解法”。随着计算机技术的发展，现在已可以很容易地用财务软件求解内含收益率了。

回顾一下 Lin 公司的例子，用试误法求解项目 A 的内含收益率。内含收益率（内含收益率法用于单一项目决策时相当简单：将内含收益率与“要求收益率”进行比较，若内含收益率大于或等于“要求收益率”，说明项目

可取；若小于“要求收益率”，则应放弃该项目。

在上例中，Lin公司的“要求收益率”是10%，故应放弃项目A，这与净现值法所得出的结果是一致的。

内含收益率法的优点在于容易理解，且便于与百分比指标相比较。

但内含收益率也有几大缺陷：（1）当存在投资期间各年的净现金流入与净现金支出交替出现的情况时（如第一年净支出\$1000，第二年净流入\$2000，第三年又是净支出\$3000……），就可能会有好几个内含收益率并存。令决策者莫衷一是。此时用净现值法便可避免这种混乱。（2）当项目相互独立时，内含收益率法和净现值法的取舍结论是一致的。但当有几个互斥项目并存时，内含收益率法所支持的项目可能与净现值法所支持的项目相互冲突。例如，项目L的净现值为\$6000，内含收益率为8%，而项目M的净现值虽是\$1000，内含收益率却达10%。在此类情况下，应以净现值法为准，选择项目L。这不仅因为公司关心的是净现值的绝对额，还由于在净现值和内含收益率的计算过程中，有一个假定的“再投资率”作为前提。净现值法假定“对项目的要求收益率”是再投资率，而内含收益率法则假定所计算的内含收益率即是再投资率。显然，净现值法的假定前提更为合理，因为“要求收益率”通常是在资本成本和项目风险及其它投资机会这样比较现实的基础上加以确定的。

### 3. 获利能力指数法 (Profitability Index Method)

净现值反映了投资获利的绝对值，但没能反映获利额与投资额之间的关系。所投资本的单位获利能力不能得到体现。

获利能力指数，也称“获利指数”（简称为PI），是指项目期间各年净现金收入的现值之和（亦即项目现值）相当于初始投资的倍数。公式如下：

获利指数 (PI)

式中，t代表时间，t=1指投资一年后，t=2指投资两年后，依此类推。NC<sub>t</sub>是指第t期的净现金流量；K是“要求收益率”；n是投资项目的寿命期限，一般以年表示；而I<sub>0</sub>则为项目的初始净投资 (Initial Investment) 也可用CF表示。

获利能力指数公式实际上是净现值计算公式的变形。

当PI ≥ 1时，项目可取；若PI < 1，则该项目不可取。

当只有一个项目可供选择，或当不存在资本与管理能力限制时，获利指数法与净现值法的决策结论将会一致（由NPV可推导出PI ≥ 1）。

但当面临许多项目选择而同时又存在资本限制或管理能力不足时，公司可能会不得不放弃某些净现值大于零的项目。此时的决策要求是：选择最优投资组合，使公司的现有资源（包括融资能力和经营管理能力）创造最大的净现值。

具体作法可由下例说明：

Lin公司面临5个项目选择。各个项目的情况如下表所示：

表9-1

项目状况指数	初始投资额	项目现值	净现值	获利	累计	累计
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
						(5) = (3) ÷ (2)

(7)

F	\$ 1 0 0 0	\$ 0 1 8 . 0 0	\$ 0 0 0 0	\$ 1 0 0 0	\$ 0 8 0 0 0
A	, 0 0 0 0	, 0 0 0 3 4 0 0 0		1 , 0 0 0 , 2 0 0	0 0 0
C	, 0 0 5 0 , 0 0 0	, 0 0 3 0 . 6 1 3 6 0 0	, 0 0 0		
B	2 0 . 0 0 0 0	, 0 0 0 2 2		1 , 0 0 0	, 2 7 5 0 0 0
D	, 0 0 1 0 0	, 5 0 0	. 6 6 0 , 6 0 0	, 5 0 0	

L i n公司先把 5 个项目按其获利指数从大至小顺序排列，然后计算累计投资额和累计净现值。若 L i n的融资能力在 \$ 6 5 0 0 之上，则 5 个项目都可接受；如果只能融资 \$ 5 5 0 0，则只有 F A 两个项目可以接受；但若只能融资 \$ 4 5 0 0 情况就略显复杂。此处可有两种方案：(1) 研究可否与人合资经营项目 B，若可，则 L i n公司的项目组合仍是 F A C B (2) 放弃项目 B，采纳项目 D，使公司的项目组合变成 F A C D

总之，各类决策方法各有其利弊。但相对而言，净现值法最为合理实用，故用者亦最多。很多公司同时运用两种或三种方法进行预算。

### 3 . 国外投资项目预算与评估的复杂性

尽管国外项目的资本预算所用的理论与国内项目一样，都用净现值法、内含收益率法、获利指数法或回收期法，但是，由于下列原因，对国外投资项目的预算分析要比国内项目远为复杂：

母公司现金流必须与项目现金流区分开来，因为这两种现金流的价值含义是不同的。

母公司现金流时常取决于融资方式，因而，犹如国内资本预算，其现金流与融资决策不能截然分开。

国外子公司汇回母公司的款项必须清楚地得到确认。因为两国不同的税收制度、对资金流动的法律或政策限制、当地经营规范、以及不同的金融市场和金融机构操作上的区别等，都要求母子公司之间的资金、收益与费用的流动必须明确记录。

附属公司可以通过一系列非财务性支付的方式向母公司提供现金，如支付技术许可费和从母公司那里购买商品等。

必须预测不同国家通货膨胀率的差异，因为这些差异将会影响置身于其中的子公司的竞争地位，并因此影响一段时期内的现金流动。

必须记住：外汇汇率可能会出现意外波动。这些波动将会对附属公司汇给母公司的现金流价值产生直接影响，还会间接影响到国外附属公司的竞争地位。

涉足于不同国家的国内资本市场，既可能带来财务收益机会，也可能导致额外的财务成本。

如果附属公司得到了东道国政府的优惠补贴贷款，则会使确定公司的资本结构和合适的折现率复杂化。

政治风险必须得以恰当评估，因为政治事件会使预期的现金流价值大为减少，甚至可能导致国外资产被完全冻结或没收。

项目的期终价值难以预估。因为来自母国、东道国或第三国的潜在的购买者对该项目的价值判断可能因角度不同而大相径庭。

除了上述复杂因素外，评估国外投资项目时还须注意一个关键问题：究

竟是从母公司角度还是从项目本身角度来评估项目收益？

大多数分析家支持从母公司角度进行评估。因为对母公司而言，它从国外投资项目那里所能得到的现金流才是至关重要的——实际上这也是绝大多数母公司进行对外投资的根本目的。不过，由于母公司或其它姐妹公司从国外项目处得到的现金流大部分属于财务性现金流而非经营性现金流，所以从母公司角度评估项目效益常会违背资本预算的一个基本原则——财务性现金流不应与经营性现金流混为一谈（例如，在分析国内项目现金流时，利息和股息一般不予考虑，因为折现率本身已包含了资本成本因素。但“母公司角度”意味着母公司应将从国外项目那里得到的股息视为项目收益）。

在正常情况下，两者的区别并不重要，因为母公司得到的财务性现金流也是来源于项目的经营性现金流，两者是一致的。而且归根结蒂，项目的利润终将成为母公司的收入。

但在某些时候，两者的区别就可能非常重要。例如，当东道国实施长期性外汇限制措施，项目利润不能以股息或还本付息形式汇回而不得不在东道国进行“被迫性再投资”时，股东们就很可能不会把羁留在东道国的项目利润视为公司价值的一部分，而债权人在评价公司的还债能力时，也可能不再将其考虑在内。

然而，如果国外收益不会被冻结，跨国公司在公布其每股盈利时就可以将国外项目的盈利合计在内。即便项目盈利被迫留在东道国进行再投资，若再投资收益率与母国投资收益率不相上下（在考虑了预期的汇率变动之后），则短期的资金羁留并不会产生多少实质性的影响，因为跨国公司仍可期望在不久的将来有丰硕的回报。尤其对于大型跨国公司，由于它们的投资组合包括许许多多的国内和国外项目，少数项目收益的被冻结可能不至于影响其清偿能力。这些大型公司倾向于放眼将来，而且实际上，从氏远的历史眼光来看，很少有资金会被永久性地冻结。

正是由于上述理由及下面还将谈到的一项好处，也有许多人建议从项目角度进行资本预算。

根据项目经营性收益进行资本预算的另一好处是：利于跨国公司将目标项目的收益与东道国国内其它竞争性项目的收益相比较。至少，跨国公司应知道，当目标项目的收益率低于东道国的政府公债时，它应放弃该项目，或去购买政府公债，或转向其它地方。

实际上，据国外某些学者近三十年来的调研表明，跨国公司在资本预算中评估国外投资项目时，“从母公司角度”和“从项目角度”以及两种方法兼用的，大约各占三分之一。

## 十 营运资金管理

营运资金是指公司为了日常经营的需要，占用在流动资产形态上的资金，主要包括现金、短期有价证券、应收帐款和存货。营运资金管理(Working Capital Management)包括流动资产和流动负债的管理，流动资产与流动负债的差额称净营运资金(Net Working Capital)。

营运资金的管理需从两个角度入手：一是流量(Flow Per S)管理，二是存量(Stock Per S)管理。所谓流量管理，是指跨国公司的财务人员应当确定公司总体范围内营运资金的最佳货币组合和安置地点；而存量管理则是对现金、应收帐款、存货、短期证券和短期负债的水平及它们的组合结构的管理。

跨国公司营运资金的管理目标是：通过资金的合理安置（包括以何种货币持有和资金的分置地点）以及资金的适当集中和分配，使公司在全球范围内能迅速有效地控制全部资金并使资金的保存与运用达到最优化状态。

## 1. 现金管理

财务管理意义上的现金，包括公司手头持有的现金和银行存款。公司持有现金的原因大致有如下几种：

(1) 交易性需求 (Transaction)。为了维持日常的经营 t 活动及满足交易性需要，如偿付到期应付帐款等，公司必须持有现金。如果公司没有足量的现金，就可能影响正常运转，增加经营成本，甚至损害公司的信誉。

(2) 补偿性余额 (Compensation)。许多银行要求客户在其存款帐户中维持一个最低的存款余额，作为对银行所提供的服务的补偿，或作为某项贷款协议的条款之一。

(3) 预防性需求 (Precautionary)。为了预防不测，n e n t 公司通常需要多持有一些现金。

(4) 投机性动机 (Speculative)。在市场行情波动较大时，许多公司为了把握住一些投机机会，也会有意多保留一些现金余额。

但是，尽管大多数公司的现金余额是为了上述四种目的而保留的，我们实际上很难将一个公司的现金余额对号入座地分割为四份。因为公司可以将同一现金余额用于不同目的，如将预防性现金余额用于投机性目的。

由于现金（包括短期银行存款）的收益率要低于中长期投资，所以现金余额应保持在尽可能低的水平。在一个实行分权管理的跨国公司内部，通常是由各个子公司依据其各类现金需要，自行保留其现金余额；而在实行集中管理的跨国公司内部，各子公司只保留其交易性和补偿性需求的最低水平的现金余额，所有的预防性及投机性现金需求则由跨国公司的现金管理中心负责。依据总体方差小于各部分方差之和这一统计原理，现金集中管理可以在保证现金需要得以满足的同一置信水平上，降低公司总体所必须持有的现金量。必须持有的现金量的减少，一方面可以降低公司总体的借款总额或增加投资总额，从而减轻利息负担或提高投资收益；另一方面还可以降低由于持有外汇现金所产生的外汇风险。因此，绝大多数跨国公司都不同程度地实行现金集中管理。现金集中地通常在主要的金融中心或国际避税地。现金集中地可以是一个或几个地方，视跨国经营的具体需要而定。适合作现金集中地的地方必须具备若干条件：(1) 政治稳定，国际通讯发达；(2) 没有外汇管制；(3) 没有资本税；(4) 其货币属于可兑换的硬通货；(5) 仅按收入来源征收所得税；(6) 金融市场比较发达，可做外汇保值和临时性投资。现金集中管理的优点还有：1) 现金中心的管理人员专业程度较高，加上方便的信息来源，故能比普通子公司的财务人员更能全面认识各类货币的相对强弱，熟知每种货币的利率现状及可能的变化；(2) 现金中心的管理人员明了各处的资金成本和投资收益率，因而当中心现金库的预计现金不敷需求时，能迅速以最低成本进行融资，当现金过剩时，便将多余现金投往最高获利处。(3) 当子公司发生现金短缺时，中心现金库即可以电汇方式融通资金，或要求国际性银行在当地的分行及时对子公司贷款。

在设立中心现金库的同时，跨国公司还要设立多边冲销系统（也称“多边净额结算”，请参见“跨国公司内部资金管理收支冲销”部分）和多国性现金调度系统。

多国性现金调度系统主要用于减少资金放置的失当，充分利用各子公司

的现金余额，及时补足各子公司的现金短缺。

具体操作是：中心现金库和各个子公司或分公司协商研究，确定各附属公司每天所需的现金余额（一般是隔一定时期调整一次）。中心现金库管理人员每天通过电话或电传了解各附属公司的实际现金余额，将其与预定的最低需要余额相比较，确定多余或不足，然后发出资金移转命令，将多余现金移来中心现金库或移往现金不足的附属公司。此外，中心现金库还可利用所收集的现金余额信息，编制短期现金预算。

## 2. 短期有价证券管理

短期证券投资是指公司在进行证券投资时，从一开始就打算在短期内使其变现，而并无长期投资的意图（即便它所购买的是长期债券或另一公司的股票）。实际上，由于债券利率通常低于银行贷款利率（但一般高于存款利率），即，债券所能提供的收益率通常都低于企业的资本成本，因此，极少有企业愿意长期投资于债券。但一个公司购买另一个公司的股票，或法人间相互持股，却属常见之事。如果一个公司购买另一公司股票的目的是为了长期投资，便不属此处要讨论的短期有价证券投资。

### 1 购买有价证券的目的

公司购买短期有价证券的目的主要有如下两点：

#### (1) 作为现金的替代品

由于有价证券的收益率一般高于银行的存款利率，而某些有价证券如政府公债及一些大金融机构发行的债券又具有极低的风险和极高的变现力，所以许多公司愿意将一部分现金投资于有价证券，以备用于预防性和投机性现金需求，从而使公司的现金持有量得以下降。

#### (2) 以有价证券作短期投资

公司在遇到下列情况时，常会将资金暂时投资在有价证券之上：

公司刚通过发行长期证券筹集了资金，但这些资金还不能立即进行项目投资。

公司的经营具有较强的季节性和循环性。在资金需求不高的季节里，公司就把一部分资金暂时投资在有价证券上，待资金需求旺季（通常是生产和销售旺季）来临时，再令这些有价证券变现。

公司手头有较多的现金，而不久的将来有一些已知的资金需求。例如，某公司今天收到了 \$ 1,000,000，但在两星期后就要支付一笔等额的进口货款，则公司便可将这笔款项暂时投资于有价证券。

### 2 购买有价证券的考虑因素

跨国公司在进行有价证券投资时，需要考虑如下因素：

#### (1) 有价证券的收益率 (Rate of Return)

投资收益率自然是越高越好，这是不言而喻的事。但高收益率通常伴随着高风险，跨国公司必须在风险和收益之间作好权衡。

#### (2) 变现力 (Liquidity)

既然投资的目的是为了在短期内能迅速使资产（有价证券）得以变现，则所购证券的变现力便不可不察。如果某种资产能随时以接近市价的价格出售，就可谓该资产具有高度的变现力。若某类证券的知名度很低，市场交易很不活跃，则持有者要想出手该类证券，一般非得有较大折扣不可。

#### (3) 违约风险 (Default Risk)

违约风险是指债券发行人不能按时还本付息的风险。通常说来，政府公债是不存在违约风险的。其它商业机构的违约风险则各有不同，一般在发行债券时会附有信用评级机构的风险评估。但对于跨国性证券投资的违约风险，要和政治风险结合考虑，有时，政府也可能会决定冻结还本付息，甚至根本不承认前一政府所签定的债务合约。

(4) 利率风险 (Interest Rate Risk)

利率波动将导致证券市场价格的起伏。当市场利率上升时，固定利率债

券的价格就会下降。因此，即使是没有违约风险的政府公债，也仍会具有风险——利率风险。

(5) 购买力风险 (Purchasing Power Risk)

购买力风险也称通货膨胀风险。通货膨胀会导致货币购买力的下降。通常说来，利率的波动反映了人们对通货膨胀的预期，因此利率风险里已包含了通货膨胀风险。但在许多高通货膨胀年代里，利率上涨的幅度常常低于某些资产的收益率上涨幅度。因此，在通货膨胀年代，许多公司更倾向于进行房地产炒作或投资于其它公司的普通股。

(6) 外汇风险 (Foreign Exchange Exposure)

公司购买以外汇计值的有价证券时，通常会面临外汇交易风险 (Transaction) 和外汇折算风险 (Accounting) Exposure

### 3. 应收帐款管理

跨国公司的应收帐款可按其来源分为：对公司内部其它单位的销售和对外国公司体系外独立客户的销售。

#### 1 公司内部应收帐款

对公司内部应收帐款的管理原则与现金管理原则一致，应收帐款的计值货币、金额及所在地，也是一个全球资源优化分配的策略性问题。在这方面所用的策略，主要是利用提前与延迟支付的技术，以及充分运用再开票中心。这些在“跨国公司内部资金管理”中已经阐述过。

#### 2 公司体系外的应收帐款

对公司体系外应收帐款进行管理，主要应注意三个问题：

(1) 应收帐款计值货币。以何种货币计值，是对独立客户进行销售时面临的一个重要问题，因此还不如说这是一个销售策略问题。一般说来，以硬货币计值要比以软货币为强，因为强势货币可以避免应收帐款将来贬值的风险。但买方也不会甘心承受这笔外汇风险，势必要求以软货币支付货款，除非卖方在价格或付款条件方面作出让步。有时，为了达成交易，卖方接受软货币计值并无不可，关键是要计算清楚以软、硬货币计价将会给交易利润和其它方面可能带来的不同影响。由于存在外汇远期市场，期权和期货等市场，软、硬货币对交易利润的影响是容易计算的。因此，只要金融市场上存在对该种软货币远期保值的手段，软、硬货币的选择实际上差别不大。

此外的考虑因素还有一些，如当地习惯、公司与买方现有的债权债务等等。譬如买方恰将有一笔硬货币应收帐款，他就较有可能同意以硬货币计值；卖方若正好有一笔未抵补风险的软货币的应付债务，那么以软货币计值应收帐款就可以相互抵免外汇风险。(2) 确定付款条件。就付款条件本身而言，若应收帐款是以软通货计值，便应及早收回款项（即付款期要尽可能短），以免应收帐款贬值；对于以硬通货计值的，则可以允许适当延长一些。实际上，如果货款将以外汇支付，而卖方预料其本国货币即将贬值，他可能愿意鼓励买方拖延付款时间，尤其是如果所在国政府要求所有出口外汇收入必须即时兑换成当地货币的话。倘若法律许可，这种情况下的一个选择是：卖方将销售收益存入国外银行，而不急于收回国内。

在有些国家里，应收帐款可被用来作为短期融资的担保（如贴现票据），此时卖方就可以适当延长付款期限，以期在基本不影响资金周转的情况下增加销量。

在一个高通货膨胀的国度里，对信贷的需求常常超过信贷供给能力。但跨国公司凭借其雄厚财力和资信，常比当地的一些小公司（如分销商、零售商或较小的竞争企业）更容易得到有限的、成本较低的信贷。例如，大跨国公司能以年利息率 2% 的较低成本得到当地的信贷，而当地的一个潜在的零售商或顾客却必须以年利率 4% 的成本才能获得贷款。如果跨国公司把信贷成本（2%）打入售价，以提供尽可能长的赊销信用期为优惠条件向零售商报价，零售商就很可能接受，双方都可以从中获利。换言之，卖方以长期应收帐款的形式为买方购买存货提供年利率 2% 的信贷，自然要比要求买方以 4% 的利率去借款可以现金购货诱人多了。

(3) 降低赊销风险。提供赊销信用固然可以增加销量、降低商品的单件成本，从而扩大利润和市场竞争能力。但赊销由于把将来的现金收入寄托在

客户的信用之上，因而不可避免地会具有某些风险。为降低赊销风险，必须建立一套较完整的管理制度。首先，要了解客户的资信历史，为老客户建立资信档案，对资信不佳的客户不予赊销；第二，控制赊销额度，实行分批供货，分批收款；第三，在售价中计入赊销风险溢酬和利息；第四，提供“提前付款折扣”，鼓励赊购者提前付款；第五，规定过期不还的，货款要加计利息；第六，要有专人负责催款事宜。向客户发催帐单、上门催付、甚至诉诸法律；最后一点也是很重要的一点是：言出必行。倘若让催帐制度成了空头文章，则赖帐者定会不断涌现。

#### 4. 存货管理

在一般情况下，存货管理的原则是综合考虑预期的销售额、订货成本、储运成本等因素以决定“经济订货量”，然后在此基础上，加上预防销量突然上升和一时订货不着的“安全边际量”（Safety M）就是最佳订货量。

在通货膨胀及货币呈贬值倾向的经济情况下，对存货的管理可能不得不有所改变。有时管理者可能决定囤积存货，并使再订货水平远远高于所谓的经济订货量。

在当地货币有明显的贬值可能时，管理者必须决定应否累积进口品存货，因为贬值一旦发生，进口品以当地货币表示的价格便会上升。累积存货的明显代价是由于存货量的上升，储运成本和资金占用成本也随之增加；而隐含代价则是当地政府可能在贬值后实施物价冻结；最糟的是预期的贬值可能根本没有发生，致使公司积压了大量存货，如果竞争者也采取同样的囤积策略的话，这些存货的处理就会成为十分头痛的问题。

为了预防可能的物价冻结，可将进口品存货价格定在较高水平，平时以折价的方式进行销售。一旦货币发生贬值，即按牌价出售，取消折扣。

此外，如果进口品为原料之类的存在期货交易的大宗商品，就可以购买商品期货，一旦国内实施物价冻结，可将该期货合约在国外出售，换回外汇。如果国内并未实施物价冻结，则可执行期货合同。

最后，公司还可以充分利用自由贸易区以预防物价冻结，因为在自由贸易区里的商品在官方意义上尚不属于已进口商品。而一国政府实施的物价冻结措施通常不能波及尚未进口的商品。在当地货币贬值，政府实施物价冻结的情况下，公司既可以使存放在自由贸易区的商品履行进口手续，以用当地货币标示的较高进口价来逃避物价管制；也可以把这批商品以国际市场价格转卖给世界上其它地方。

## 十一 跨国公司会计中的外币换算

外币换算是将以不同货币表示的各项金额换算成以某一货币表示的相应金额。跨国公司的经营涉及不同国家和不同货币，因此，外币换算是跨国公司会计所面临的主要问题。进行外币换算，通常为了以下几个目的：

1 合并跨国公司设在不同国家的附属公司的财务报表。跨国公司为了全面掌握整个公司的经营状况，以便协调总体管理和向公司股东、债权人及母公司所在国政府进行交待，必须把各附属公司的财务报表与母公司的财务报表合并。在合并财务报表时，凡是以外币标示的各项金额都须换算成以母公司所在国货币标示的等值金额（不同的换算方法和不同的项目，可能会使换算所用的汇率有所不同）。

2 体现以外币计值的各项交易。

3 向利益相关者报告公司的财务状况和赢利能力。跨国公司在进行国际投资和国际融资时（如与某国企业合资设厂或发行欧洲债券等），有时需要向母公司所在国之外的利益相关各方提供公司的财务报表，此时，母公司就必须把财务报表的各项金额换算为对方的货币金额。

对会计换算的方法，各国依据自身的情况作出了许多略有差别的规定。总的说来，美国财务会计准则委员会于 1958 年颁布的第 5 号财务会计准则“外币换算”的影响最为广泛。

## 1. 会计换算的方法

世界上运用较多的国际会计换算方法主要有三种：

- 1 现行汇率换算法 (Current Rate Method)
- 2 货币 / 非货币项目法 (Monetary / Nonmonetary Method)
- 3 流动 / 非流动项目法 (Current / Noncurrent Method)

有的跨国公司采用的会计换算方法介于这三种方法之间，可视为其中某种方法的变异。1. 现行汇率换算法 (Current Rate Method)

在现行汇率法下，所有的资产与负债项目都按现行汇率换算，即，以资产负债表合并日的汇率换算。损益表的项目（包括折旧和商品销售成本），或以营业收入、费用支出、意外收益或损失等项目实际发生日的汇率换算，或以该营业期间段的某一合适的加权平均汇率换算。已付股息则按股息发放日的汇率换算。

现有股本，如普通股和股票发行溢价次入，以历史汇率换算。

损益表逐项换算的结果便导出以母公司货币计算的子公司当年盈利或亏损，把这笔盈利（或亏损）与该子公司年初留存盈利相加，即为该子公司的年终总留存盈利（或亏损）。

在现行汇率法下，年终留存盈利的变化并不反映换算损益。换算损益体现于一个独立的、累计性的股权帐户之中，通常称为“累计换算调整” (Cumulative Translation Adjustment)

当跨国公司彻底出售其在国外附属公司中的股权资本或对该附属公司进行破产清算时，累计迄今的换算损益便从“累计换算调整”帐户中撤消，而作为出售或清算时总体损益的一部分对外报告。

运用现行汇率法的主要好处在于：换算后的附属公司资产负债表的各项目之间的金额比例保持不变。换言之，外币换算过程并没使资产负债比率如流动性比率、负债 / 总资产比率等遭致歪曲。其主要缺陷则在于：运用现行汇率换算资产与负债项目，背离了资产负债表项目应该用历史成本计算这一会计原则。例如，美国某一跨国公司在法国的附属公司以美元购买了一套设备，该附属公司将设备价值按购买时的汇率折算成法郎计价入帐。在合并跨国公司财务报表时，该套设备的价值便需要以合并时的汇率从法郎价值换算成美元价值，由于前后两次换算所用的汇率不同，所以合并报表中所体现的该套设备的帐面美元价值与其历史成本（购买时的累计折旧美元成本）有所差别。

1981年11月，随着美国财务会计准则委员会发布了“第5号财务会计准则”，现行汇率法成为美国官方规定的外币换算方法。1. 货币 / 非货币项目法 (Monetary / Nonmonetary Method)

该换算方法规定，所有货币性资产 (Monetary Assets) 和货币性负债 (Monetary Liabilities) 均以现行汇率换算，而其它资产与债务按历史汇率换算。此处所谓货币性资产，主要指现金、有价证券、应收帐款和长期应收款；货币性负债则主要包括流动负债 (Current Liabilities) 和长期负债 (Long-term Debt)

损益表中一般项目均以该会计期间的平均汇率换算，但某些与非货币性资产及非货币性债务直接相关的项目，如折旧、销售成本等，则要按它们各自的历史汇率换算。

货币 / 非货币项目法的主要优点是：国外附属公司的非货币性资产能以其

原始成本体现于母公司的合并报表之中。然而，在实践中，由于某些帐户以历史汇率换算，另外一些则以现行汇率换算，结果必然导致资产负债平衡表并不能平衡！此外，有些非货币性资产可能是以现行价格作过调整的，若一概用历史汇率来换算，就很难反映其真实价值。

### 1.3 流动/非流动项目法 (Current/Noncurrent Method)

该方法也许可算最古老的换算方法，在本世纪 70 年代以前，应用得比较广泛。但现在，大多数国家已不再运用此法。

流动/非流动项目法规定：国外附属公司的所有流动资产和流动负债俱以现行汇率换算成母公司的货币，而非流动资产与负债则按历史汇率换算。因此，汇率波动可能给资产负债表项目带来的损益程度将取决于流动资产与流动负债之间的差额。长期资产和长期负债的外汇损益并不能立即得以体现。损益表的一般项目要以整个会计报告期间的加权平均汇率进行换算，只有那些与非流动资产或长期负债相关的收益或费用项目（如折旧与摊销项目 Depreciation and 须按相关的资产负债项目的换算汇率进行换算。

除了上述三种基本换算方法以外，还有一种曾流行一时的方法——现行会计原则法 (Temporal Method，也称“时现法”)。该法始于 1972 年，通常被视为货币/非货币项目法的变异。如果国外附属公司在记帐时全部采用历史成本原则，则现行会计原则法的换算结果与货币/非货币项目法的结果一致。1975 年美国财务会计准则委员会发表的第 8 号财务会计准则报告正式采用现行会计原则法进行外币换算。会计准则委员会认为，在换算国外附属公司的资产与负债项目时，应该保持国外附属公司在编制报表时所采用的会计原则，换言之，换算后的资产负债表应能保持换算前的会计处理特征。达到这一目的的方法即是根据资产负债表各项目所采用的不同会计计价原则来选择换算汇率。例如，如果国外附属公司把一些非货币性资产（如存货和固定资产）按当前市价重估入帐，则这些资产便须以现行汇率进行换算。

由于现行会计原则法可能导致换算后的资产负债表的各项目之间的比例产生较大的变化，损益表的结果也可能与换算前相去甚远，所以自 1975 年美国财务会计准则委员会发布第 5 号财务会计准则之后，现行会计原则法就基本上被现行汇率法取代了。

## 2. 对通货膨胀因素的调整

理论上讲，如果购买力平价原理得以实现，则两国货币的汇率变化水平本身就已体现了两国通货膨胀率的差异。但实际上，购买力平价原理只在较长的时间里对汇率的波动起着轴心般的制衡作用，在时间上有一定的滞后性。而且，导致汇率变化的原因众多，汇率波动的水平根本不可能完全体现两国通货膨胀的差异。

如果子公司所处的国家正经历高通货膨胀，上述前三种基本换算方法就难以准确反映子公司的资产负债状况和经营业绩。因此，美国第 5 号财务会计准则中包含了一项特别条款：当子公司所处国家连续三年的通货膨胀率累计等于或超过 100% 时，该子公司的财务报表换算必须采用“第 8 号财务会计准则”中规定的“现行会计原则法”（Temporal）。一般来说，在高通货膨胀下，普遍使用的换算方法可归纳为两种：

### 1 重现换算法（Restate - Translate Method）

重现换算法的具体步骤是：首先，把国外附属公司以外币标示的财务报表各项目价值按东道国的通货膨胀水平加以调整；然后再以现行汇率将调整后的财务报表换算成以母公司货币标示。该法优点在于：能比较明晰地体现附属公司以外币标示的经营成果及东道国通货膨胀和外币贬值对其经营业绩的影响。

### 2 换算重现法（Translate - Restate Method）

本法与上述方法恰好相反，要先将外币标示的各项项目按照适当的汇率换算成以母公司货币标示，然后再用母公司所在国物价变动指数加以调整，重现其价值。本法的优点在于：既显示了汇率变动对财务报表各项目的影响程度，也体现了母公司所在国的通货膨胀情况对公司股东投资收益的影响。

### 3. 主要西方国家外币换算会计准则简介

#### 3. 美国

美国财务会计准则委员会在 1981 年 11 月颁布了第 5 号准则报告《外币换算》，沿用至今。

第 5 号准则报告规定的会计报告标准适用于以下两个方面：(1) 以外币计值的交易；(2) 以合并、联合或权益法等方法编制母公司财务报表时，对以外币计值的财务报表的换算。在财务报表换算前，须先将待换算的财务报表调整为按美国公认的会计原则编制。外币换算的目的有：

(1) 反映汇率变动对企业现金流量和产权所产生的影响。

(2) 在合并的财务报表中反映各个组成实体的财务状况和财务项目间关系。财务状况须以职能货币标示，并符合美国公认会计原则。第 5 号准则报告的基本内容第 5 号准则报告规定：一个实体的资产、负债和经营业绩应用该实体的职能货币 (Functional) 计量。所谓职能货币，是指该实体的经营活动和现金流量所处的主要经济环境中起作用的货币。一般说来，某一实体的职能货币即是该实体所在国的货币。例如，在法国经营的美国子公司，其职能货币一般即是法郎。

跨国公司在国外的经营活动可大致分为两种类型：第一种类型是设在某一个国家的自主管理的子公司，其投资及日常经营活动不依赖母公司的经济环境，经营活动中所使用的货币主要是东道国货币。这类子公司的职能货币就是东道国货币。第二种类型是，国外的附属公司是母公司的直接组成部分或扩展部分，其日常经营与母公司所营造的经济环境密不可分，经营中所使用的主要货币是母公司的货币，其资产与负债的变化直接影响母公司的现金流量。此类附属公司的职能货币就是母公司的货币。

之所以作上述区分，是为了在外币换算时，更好地体现汇率变动给不同经营类型的实体所带来的不同的经济影响。第 5 号准则报告规定，如果国外子公司的职能货币为东道国货币，在外币换算时应采用现行汇率法；若国外附属公司的职能货币正是母公司的报告货币 (Reporting Currency，即母公司编制财务报表所用的货币，一般是母公司所在国的货币)，则须采用现行会计原则法 (Temporal)，把记帐外币换算成职能货币 (即母公司的报告货币)。

如果国外附属公司的记帐货币不是职能货币，其职能货币又不是母公司的报告货币 (美元)，则须首先将报表按现行会计原则法换算为职能货币，再用现行汇率法换算成美元。(参照下页财务报表换算程序图)

#### 2 财务报表的换算

第 5 号财务会计准则说明的财务报表换算程序只适用于通过合并 (Consolidated 联合或权益法) 将外币财务报表并入母公司财务报表的目的。为其它目的换算财务报表不属第 5 号准则报告的规定范围之内。

(1) 换算前的财务报表，必须符合美国公认会计原则；

(2) 必须确定国外附属公司的职能货币；

(3) 国外附属公司的财务报表必须以职能货币计值，在记帐货币既非职能货币又非母公司报告货币的情况下，需将财务报表先换算成以职能货币计值，由此产生的换算损益计入当期的净收益；

(4) 国外附属公司的职能货币财务报表用现行汇率法换算成母公司的报告货币，换算损益不影响净收益，而是记入一个独立帐户“累计换算调整”(C T)A 3 外币计值交易的会计处理

根据第 5 号会计准则，外币计值交易是指那些不以实体的职能货币计值的交易，一般由下列活动产生：(1) 以外币计值的资金借贷；(2) 以外币计值的赊购或赊销商品或服务；(3) 签订远期外汇合同或期货合同；(4) 由于一定原因，取得或处理外币计值资产，发生或偿付外币计值的债务本息。

当实体的职能货币与某一计值外币之间的汇率发生变化时，就会产生外汇交易损益，因汇率变动会导致交易结算时以职能货币计值的现金流量产生变化。外汇交易损益通常作为该交易时期净损益的一部分计算。但有一些特定的外汇交易损益不能计入净损益，而作换算调整处理。这些交易包括：

- (1) 为国外实体的一项净投资所进行的特定的套头交易；
- (2) 公司间具有长期投资性质的外汇交易，而这些交易实体的财务状况是以合并、联合或权益法记入报告实体的财务报表的；
- (3) 远期外汇合约或其它外汇交易，其目的是为一项特定的外汇应付款进行的套头交易。

除远期交易外，所有的外汇交易均须遵循以下会计规定：

- (1) 由于交易而导致的各项资产、负债、收入、费用和损益都应按交易日当天的汇率以报告实体的职能货币计量并入帐。
- (2) 在财务报表报告日，报告实体未以职能货币记帐的项目金额，应按现行汇率加以调整。

#### 4 第 5 号会计准则的合理性

第 5 号准则报告通过另立“累计换算调整”帐户和采用现行汇率换算资产负债表等一系列规定，使得国外附属公司的资产/负债比率能得以维持，经营净收益不会因汇率波动遭受歪曲性的换算。公司的管理人员因而可以不必再为避免会计换算风险投入大量精力，对附属公司经营业绩的评估变得相对容易，而公司的投资者在分析和预估投资收益率时，亦能有一比较稳定的收益依据。

目前，西方主要国家大部采用现行汇率法进行外币换算，只在某些方面与美国的第 5 号会计准则有所不同。本节将只举数个主要西方国家为例。

#### 3 . 德国

德国一般采用现行汇率法，其对换算损益的处理犹如美国，计入累计性递延帐户。

#### 3 . 英国

英国的第 2 号草案“外币换算会计”，与美国的第 5 号准则报告大同小异。在实践中，英国公司大多采用现行汇率法或其变型。对换算损益部分，有的计入累计换算调整帐户，有的则立即反映于当期的净损益之中。

#### 3 . 荷兰

荷兰公司一般采用现行汇率法，但不递延换算损益，而是直接计入其它收益或损失项目，体现于损益表中。

#### 3 . 日本

日本于 19 年颁布的外币换算准则结合了时间度量法和流动/非流动项目法。外币财务报表中除长期货币性资产和负债按历史汇率换算外，其它项目都以时间度量法换算。换算损益记入“换算调整”帐户。

## 十二 跨国经营中的转移价格

## 1. 跨国公司的转移价格

跨国公司的转移价格 ( T r a n s f e r ) ，是指跨国公司母公司与子公司、子公司与子公司之间进行商品、劳务或技术交易时所采用的内部价格。这种内部价格的制定以实现公司的全球战略、追求全球利润最大化为根本目标，与同类商品、劳务或技术的市场价格并无必然联系。

各国的税收制度及其它法规的不同，加上国际市场存在结构性缺陷和交易性缺陷，为跨国公司最大限度地使用转移价格，以实现其全球战略提供了诱因和条件。

## 2. 运用转移价格的目的

跨国公司运用转移价格的目的较多，具体有减少税负、调拨资金、避开风险和管制、获取竞争优势和调节子公司利润水平等。

### 1 减少税负

减少税负通常是跨国公司制定转移价格时所考虑的主要目标。减少税负主要包括减少所得税和减少关税两种。

#### (1) 减少所得税

跨国公司在许多国家设立了子公司，各东道国的所得税率高低不一。跨国公司可以利用转移价格把盈利从位于高税率国家的公司转移到位于低税率国家的公司，以减少公司的纳税总额（当然，具体安排还须考虑到子公司所在国与母公司所在国之间的双边税收协定，请参见后述税务部分）。

除了利用公司各附属机构（公司）所在国所得税率的差异之外，跨国公司还可以利用避税港（Tax Haven），通过运用转移价格策略来降低税负总额。所谓避税港，即低税区或免税区。这些低税区或免税区要求外国公司缴纳的税率很低，或根本不需纳税。对外国公司的法律管制较为松弛，公司的资金调拨和利润分配都有相当的自由。因此，许多跨国公司在避税港设立名义性的分支机构，有计划地制定转移价格，将各附属公司的利润转至避税港，以逃避各东道国的税收，降低公司的总体纳税水平。例如：一家日本跨国公司需要将半成品卖给它在英国的子公司，它可以先以低价售给设在某避税港（如香港）的子公司，再由该子公司以高价转卖给英国的子公司。实际上，货物直接由日本运抵英国，并不经过该避税港。但这一会计方法的运用却使日本母公司因低价出售而无盈利，英国子公司因高价买入亦无盈利，双方的盈利都转移到了设在避税港的子公司，从而使公司总体的纳税负担得以减轻。

#### (2) 减少关税

减少关税常用的方法是：利用区域性关税同盟或某些双边的优惠协定；对设在高关税国家的子公司销售商品时，以较低的转移价格发货，从而降低从价进口税。此处须加注意的是：使用转移价格对逃避关税和逃避所得税的影响正好相反，少纳进口税就多纳所得税。一般情况下，所得税负要高于进口税负，跨国公司权衡的结果，常以逃避所得税作为优先考虑。

### 2 调拨资金

跨国公司在其全球经营中，不仅要充分利用众多的资金市场进行筹资和投资，还需要在整个公司体系内统筹调度资金，使多余资金能得到集中管理，投往可获高利的地方。但不少东道国（尤其是发展中国家）对外资的调度都作了许多限制性规定，如对利润汇出的限制等。跨国公司为了绕过这些限制，可以运用转移价格手段，如用较高的转移价格向设在某东道国的子公司发货，或者减少股权投资额，以高利贷款的方式将资金以利息的形式调出。

### 3 避开风险与管制

可以运用转移价格来逃避的风险主要有两类：（1）外汇风险。跨国公司可以在预测汇率变动趋向的基础上，运用转移价格（可适当配合使用“提前与延迟”方法），减少汇率波动导致的损失或获取汇率波动所带来的好处。

（2）政治风险。如果某一子公司的东道国存在政治风险，那么跨国公司可以通过转移定价方法，对售往该子公司的商品实行高转移价格而指令该子公司

向其它姐妹公司进行销售时使用低转移价格，或向该子公司收取各种名目的高昂的管理费、技术服务费等，从而使投资能较快地从东道国转移出来。

对于东道国实施的诸多管制措施，跨国公司也可以运用转移价格方法在一定程度上绕过管制。

#### (1) 逃避外汇管制

大多数发展中国家对外汇的调度实行较严格的管制，但对国际贸易中的外汇支付，限制措施就要松得多。因此，跨国公司可以利用内部交易，运用转移价格，以贸易支付的方式绕过外汇管制。

#### (2) 逃避利润汇出限制

一般国家都鼓励跨国公司将其利润留在本国进行追加投资，面对利润汇出则实施一定的限制，如限定数额或征收利润汇出税等。如果跨国公司认为在当地追加投资的收益率不理想，或跨国公司的其它部门急需这笔资金，则可以利用转移价格使利润转移出来。

#### (3) 针对价格管制

东道国的价格管制主要有两类，一类是反倾销法，另一类则是对某些产品限定最高售价。反倾销法的目的在于保护国内制造业免受非正常低价商品的冲击。为了避免倾销指控，跨国公司可以通过转移定价提高产品的成本，从而在提高产品售价的同时，其子公司的销售利润并没有相应上升；在商品面临最高限价时，跨国公司为了制造提价借口，可以将该商品或生产该商品的中间产品以高转移价格出售给当地子公司，形成较高的销售成本，迫使当地物价管理部门作出让步。

#### (4) 避开反垄断法

许多国家制定了反垄断法。对裁定垄断的标准，各国法律并不一致。一些国家主要是根据产品的售价水平来裁定企业是否有垄断行为，价格水平越高则被裁定为垄断的可能性越大。因此，跨国公司在面临反垄断威胁时，应当运用转移低价来降低中间产品价格，从而使最终产品的售价得以降低。

### 4 获取竞争优势

获取竞争优势通常体现为两方面：一是争夺市场，击败竞争对手。当子公司需要扩大市场或进入新市场时，如果遇到强大的竞争对手，跨国公司便可发挥整体优势，集中力量，以转移低价向子公司供货，使子公司可以在市场上进行低价竞销，最终击败竞争对手；二是扶植新公司，增强新建公司的竞争能力。跨国公司可以向新设子公司高价收购，低价销售，使该子公司在当地市场呈现为盈利可观的良好形象，从而帮助子公司迅速在当地市场打开局面。

### 5 调节利润水平

跨国公司可以根据经营需要，通过制定转移高价或转移低价来影响（调低或调高）子公司的帐面利润水平。

调低子公司帐面利润可以达到以下效果：

(1) 当某一子公司在当地获利甚高之时，就可能招致东道国政府的特别注意，诱使其要求重新谈判跨国公司进入的条件并制定新政策，分享其盈利，或者强迫该跨国公司分散一部分股权给当地投资者，甚至可能导致征用或没收。因此，跨国公司常常利用转移价格，使其子公司的帐面利润不至于过高。

(2) 子公司利润过高会诱使竞争者进入市场，有时为了避免招致竞争对手，跨国公司也会利用转移定价来掩盖子公司真实的获利水平。

(3) 对付工会，为了对付当地工会可能提出的增加工资和福利的要求，跨国公司也常有意使帐面呈现为低利甚至亏损状态。

(4) 对付合资伙伴。当跨国公司的子公司是以合资形式成立时，跨国公司就必然盘算转移定价这个问题，因为使该合资公司利润最大化已显然不是最佳策略。为了使当地合资伙伴少分得一杯羹，跨国公司通常要尽量利用转移价格将利润转移到母公司或其它独资子公司。因此，在合资企业中，转移价格总是合资各方共同关注的敏感问题，许多合资关系的矛盾也由此而生。有时，为了帮助子公司在东道国树立良好形象，以方便融资、获取投资机会或政府优惠条件，跨国公司也会通过转移价格把利润移至该子公司，调高其帐面利润。至于运用转移定价把利润移到位于低税国家的子公司以逃避税负，就更属常见

### 3. 转移价格的制定

转移价格的制定依据是跨国公司的全球经营战略，因而具有一定的主观性，跨国公司定价时可以使转移价格与商品的实际价值相去甚远；但尽管如此，对于一般性的转移价格，仍然存在着定价的基础与标准。依定价基础的差异，转移价格可分为两类：1 以成本为定价基础；2 以市场价格为定价基础。

当转移定价的目的是为了使公司内部资源得到合理分配，而这些资源又缺乏外部可比市场价时，跨国公司在制定转移价格时往往以成本为基础（半成品、零部件或原料等常用成本定价法）。以成本作为转移定价基础的优点在于：由于跨国公司总部参与决策，使转移价格的制定易与公司总体目标相一致。但此法也有不利之处：不利于激励子公司根据市场竞争情况进行自主决策，而且使总部难以准确评估各子公司的经营业绩。若以市场可比价格作为转移定价的基础，则由于国际市场价格对于提供商品或服务的附属公司而言，构成了机会成本，跨国公司总部就能据此对各附属公司的经营业绩作出较客观的评价，因而能有效地激励各附属公司发挥主观能动性、高效地使用资源。应当说，上述两类定价原则各有利弊，跨国公司应根据不同的转移价格目的和具体情况进行抉择。

为了不同的转移价格目的，跨国公司时而采取转移高价、时而采取转移低价。这在本节第一部分已作概述，此处以表格的方式总概于下：

表 1-2-1 跨国公司转移定价策略

子公司东道国状况—母公司或其它子公司以转移高价提供商品或服务	子公司东道国状况—母公司或其它子公司以转移低价提供商品或服务
1 存在当地合资或合作方 2 东道国存在政治风险 3 存在外汇和利润汇出限制 4 存在以产品成本为依据的最终产品价格限制	1 较低的公司所得税率 2 较高的从价关税 3 当地市场竞争激烈 4 需要改善子公司财务形象，以获取当地贷款或其它优惠
续前	
5 工会可能要求提高工资和福利 6 子公司的高盈利可能会引诱竞争者进入	5 较低的通货膨胀率待遇 6 政府对进口商品实施配额管理 7 存在出口补贴或出口退税等优惠政策

在实践中，可能同时并存相互矛盾的数种因素，如子公司属于合资企业但该东道国的所得税率极低。因此，跨国公司在确定转移高价或转移低价时，应对各种相互联系又相互制约的因素作反复权衡，以寻求最佳的价位。并在实施过程中经常予以重估和调整。因为各类影响因素是因时而异的。

转移价格的产生方式在很大程度上取决于跨国公司的组织结构。跨国公司的组织结构可按管理权力的集中程度分为三类：（1）以母公司为中心进行集中管理的母国中心体制；（2）以各个附属公司为相对独立的利润中心，管理权相当分散的多元中心体制；（3）介于上述二者之间的全球中心体制。不同的组织结构导致跨国公司转移价格的制定方式也有所不同，可以相应地分

为三种：（1）集中制定：“与母国中心体制”相适应，主要由母公司统筹制定。其优点在于能从全公司范围统筹安排资金流动，达到公司总体利益最大化的目的。但集中决策不利于激励各附属公司的主动性和责任心，在信息传递不够快捷准确的情况下，还可能导致某些失误。（2）分权制定：与“多元中心体制”相适应，各附属公司自主决策。其优点是各附属公司能快速地根据当时当地的具体情况制定转移价格，对附属公司加强管理的激励作用较大。但缺点在于：各附属公司常从本位利益出发，使得转移价格的水平难以达到公司总体利益最大化的要求。（3）协议制定：理论上讲，该方法兼具上述二法之优点，各种利弊都可以通过协商予以解决，既能体现整体利益一致性，又能依据不同子公司的具体情况作出调整。但实际上；这些优势很难完全实现，协议过程往往变成了谈判技巧的对抗，使公司内部的相互沟通变得更加困难。因此，若使用协议制定法，公司的高层管理人员必须定期对内部转移定价进行调控。

#### 4. 跨国公司转移定价的限制性因素

跨国公司在运用转移定价这一手段时，须注意可能存在的各类限制性因素。主要的限制性因素可大致分为二类：1 母国政府和东道国政府对跨国公司转移定价的管制；2 跨国公司本身所具备的运筹能力和条件。

大多数国家对跨国公司转移定价都作了或多或少的限制性规定。其中，美国是采取措施最早和成效较好的国家之一。美国《国内收入法》的第 482 节 (Section 482 of the US)，授权税务管理部门在其认为跨国公司在运用转移价格进行逃税时，可以重新确定其总收入、税收抵免数额等。美国国家税务局认为“正确的内部交易价格”应反映“独立”(Arm's)交易原则，亦即跨国公司内部的商品或劳务转移价格应等于或接近于两个互不关联的独立单位通过讨价还价所达成的“局外价格”。此外，如果美国税务当局认为某跨国公司有利用转移定价的嫌疑，该跨国公司须负举证澄清之责。此种作法与民法中原告举证的原则恰好相反，为税务当局的反避税活动提供了很大的便利。

东道国（此处主要指发展中国家）政府往往是跨国公司转移定价的主要受损方，它们的限制措施大抵如下：

一是运用“比较定价原则”，所谓比较定价是指把同一行业中某类产品一系列的交易价格和利润率进行比较，如果发现某一跨国公司子公司的进口货价过高或出口货价过低，不能达到该行业的平均利润率时，税务当局有权按“正常价格”补征税款。此处的“正常价格”通常被定义为“卖给无关的客户同类商品的价格”，实质上与“独立交易原则”的“局外价格”是同样的意思。

二是对外国跨国公司的子公司制定特别的征税方法。如“公式分配法税收”，即是东道国政府对跨国公司子公司征收所得税的一种计算方法。该法按一定公式对外国公司的应税利润进行估算，从而使跨国公司希望通过转移价格来降低子公司的帐面利润以逃税的企图难以实现。

此外，东道国还通过加强合资企业财务管理与监督、建立涉外审计制度、加强海关监管职能等措施来限制跨国公司运用转移定价手段。

除了外部限制因素外，跨国公司运用转移定价还受其本身经营管理能力和条件的限制。因为，一种转移价格常会带来多种后果，且所涉因素通常复杂多变，跨国公司为了实现公司总体利益最大化的目的，就不得不花费大量的人力、财力和时间，以便能对转移价格进行集中系统的决策和调节，同时，为了公司总体利益而定的转移价格，常会在一定程度上歪曲子公司真实的盈亏状况，使得对子公司经营业绩的评估变得相当困难。因此，跨国公司若不具备较高的管理能力和相应条件，其转移定价策略就很可能达不到预期目的。

### 十三 跨国经营与国际税务

由于税收对跨国经营所得会产生重要影响，而且各国的具体说法、国与国之间签订的双边或多边税收协定都可能存在较大差别，所以对跨国公司来说，熟悉国际税法的有关内容，对制定最佳的投资与经营策略将具有极为重要的意义。

此外，由于计算机技术和管理科学的不断发展，许多跨国公司已使用计算机税收模拟模型，以使全球税收分配最优化。这些税收模型的组成参数主要包括：各附属公司的法律形态—子公司或分公司；公司内部资金流动政策；所涉国家的税法；双边或多边税收协定；货币贬值及不能兑换风险等。因此，跨国公司的财务管理者还熟练掌握各种先进的计算机管理技术。

## 1. 国际税收的种类

跨国公司所面临的税收种类较多，不同国家的税法规定也各不相同，但主要可分为如下五类：1 公司所得税；2 增值税；3 关税；4 预提税；5 其它税收。

### 1 公司所得税 (Corporate Income Taxes)

公司所得税对跨国公司的总体税负具有举足轻重的影响。所得税率的高低，常是跨国公司决定投资意向的一个重要参考指标。

各国的公司所得税率差别较大，表 1-3-1 将分高、中、低三个档次列举二十四个国家在 1998 年的所得税率。

表 1-3-1 部分国家公司所得税率

(1) 主要工业国	
	最高公司所得税率
瑞典	30%
美国	34%
法国	34% (对用于股息发放的盈利征收 42%)
英国	35%
加拿大	38% (对加拿大制造业和工业征收 42%)
日本	40% (对用于股息发放的盈利征收 35%)
德国	50% (对用于股息发放的盈利征收 36%)
(2) 工业化程度较低国家	
阿根廷	20%
巴西	30%
新加坡	31%
韩国	34%
墨西哥	35%
泰国	35% (对在证券交易所挂牌上市的公司征 30%)
印尼	35%
西班牙	35%
菲律宾	35%
(3) 低税国家	
	最高公司所得税率
巴林	无
开曼群岛	无
百慕大	无
巴哈马	无
瑞士	3.63% (加上州县税，平均税率约为 2-3%)
香港	16.5%

如上表所示，主要工业国的税率普遍偏高，且相互之间差别不太大。

而工业化程度较低的一些国家则征收相对为低的公司所得税，以鼓励本国和外国的企业在当地进行投资。

至于征收极低所得税率的国家或地区，其目的也是为了刺激当地企业的发展，并以避税港的姿态吸引跨国公司前往设立附属公司。

需要注意的是，某些国家对公司所得还附征地方税（如州、省、郡、市税等）。尽管这些地方税通常可以从最终应税所得中予以扣除，但税负总额还是因此增加了。在美国、瑞士、瑞典和德国，地方税所占的比重相对较大。有一些国家对那些能给本国带来突出效益的投资领域，实施相当优惠的低税率。如卢森堡、瑞士、比利时、荷兰和意大利等，都是此中典型。而大部分发展中国家，为了吸引外资，对外商投资企业通常给予极为优惠的税率，有的甚至给予一定的免税期。在免税期内（通常是外资企业成立后头几年或开始获利后头几年），外资企业可以免交所得税（如中国的二免三减税收政策）。

各国对公司应税所得的不同定义，使得跨国公司在分析其全球税负时越发困难。有些费用，如跨国公司经理人员的房租，在一些国家里可以用来抵免税收，而在别的国家却不行。另外，有一些通货膨胀率较高的国家，如巴西和墨西哥，允许企业对资产按市场价格进行了重估，从而相应地提高了折旧额，减少了税负支出。

### 2 增值税 (Value Added) Tax

采用增值税的国家似乎已越来越多。在西欧、拉丁美洲的大部分国家以及世界上其它一些国家里，增值税已成为国家间接税收入的主要来源。

下表是部分国家 1998 年的增值税税率：

欧洲	
西班牙	12% 对奢侈品为 33%，对基本必需品为 6%
德国	14%
英国	15%
法国	18.6%
瑞典	20%
比利时	19% 对奢侈品为 25%，对基本必需品为 6%
挪威	20%
丹麦	22%

### 拉美和亚太地区

巴西	一般为 8—10%，但在某些情况下高达 300%
墨西哥	15%
阿根廷	15.6%
韩国	10%
印尼	10%

续前

菲律宾	1%
中国	1% (1998 年开始实施)
香港	无
新加坡	无

增值税是由一国政府征收的销售税。税务部门在消费品生产和销售的每个阶段，按一定比率对每阶段的增值部分征税。在大多数国家里，生产型商

品及某些基本必需品，如医药、教育和宗教活动，以及邮政服务通常不征或以较低的税率征收增值税。

增值税的具体做法可由下例说明：假定某国增值税率为 1%，一位矿工挖到了一块玉石，以 \$ 2 0 0 卖给玉匠，玉匠加工后，又以 \$ 3 0 0 卖给旅游商店，旅游商店最后以 \$ 3 8 0 卖给了顾客。整个过程的增值与增值税交纳情况如表 1-3-3 所示：表 1-3-3

各个阶段的增值与增值税

各个阶段	售 价	增 值	增值稅	累 计
矿工	\$ 2 0 0	\$ 2 0 (0 × 1 %)	\$ 3 4	\$ 3 4
工匠	\$ 3 0 0	\$ 1 0 (0 × 1 %)	\$ 1 7	\$ 5 1
旅游商店	\$ 3 8 0	\$ 8 0 ( × 1 %)	\$ 1 3 . 6	\$ 6 4 . 6

这样，总税额 \$ 6 4 ( 6 \$ 3 8 × 0 1 % ) 就由三位参与者依其增值的部分分担了。

对政府而言，增值税有一些明显的优点：

( 1 ) 与公司所得税相比，经营者很难运用会计和交易手段逃避增值税。经营者通常以销帐、加速折旧、虚列费用、增加债务利息支出、损失结转以及转移定价等手段逃避所得税，但这些方法，对逃避增值税效果甚微（如果该公司的利息支出和转移定价等涉及其它国家的联属公司，则可能因不同国家的增值税率不同而得以减少公司总体的增值税负）。此外，不论盈利或亏损公司，也不论其资本结构如何，只要消费品经营阶段出现增值，就一概征收增值税。因此，增值税的实施或是迫使非盈利企业改善经营，或是加速其破产进程，从而使有限的经济资源能更好地得以优化配置。

( 2 ) 关税与贸易总协定 ( G A T ) 规定，成员国可以对出口商退还其出口商品的增值税，对进口商品计征增值税。后者可以作为进口关税壁垒，而前者则有助于降低出口商品的成本，增强出口竞争力和出口积极性。关贸总协定不允许其成员国把直接税收（如所得税）退还给出口商。因此，一些主要依赖所得税的国家（如美国），其出口商并不比国内经销商享有更多的税收优惠。

( 3 ) 相对于流转税、财产税、地方销售税以及其它一些杂税，增值税具有容易计算、不存在重复计征等优点。

增值税也有一些弊端，因而有些国家至今尚未施征增值税。

增值税的弊端主要有：

( 1 ) 在实施增值税的初始阶段，几乎毫无例外地出现了通货膨胀。荷兰于 1 9 6 9 年引进增值税后，消费品价格水平在短期内上升了 8%；比利时在引进增值税三个月内，物价水平上升了 1 . 5 % 同样的现象也可见于斯堪的纳维亚国家和德国。但是也有人争辩说。这些国家当时都存在着其它的通货膨胀压力，即使不征增值税，通货膨胀也属在所难免，因此不能一概归因于它。而且，上述国家在近些年来的通货膨胀率一直是较低的。

( 2 ) 即便增值税仅是用来取代流转税和其它间接税收，其实际后果仍会增加纳税人的总体税负。当然，如果政府需要增加税收收入，则此一增税效应就不能算作增值税的弊端，因为即使不计征增值税，别的附加税种也是会出笼的。

### 3 关税 ( T a r i f f s )

关税是一国政府对进出该国海关的货物所征收的税收，可分从价关税

和从量关税两种。从价关税是按货物的合同价格计征的关税；而从量关税则以货物的数量作为计征基数。有些国家使用两者混合计征的方法。当一个国家采用从价关税时，跨国公司的转移定价手段就可以在减少关税支出方面发挥作用了。

#### 4 预提税 (Withholding Taxes)

许多国家的政府对本国居民及在本国经营的公司向国外支付的股息、许可费和利息等征收一定比例的税收，即称预提税。通常，国外股东或债权人可以把这笔预提税用来抵免自己的税负。

如果国与国之间签订了双边或多边税收协定，则预提税会相应降低，一般会降至 5—1 % 之间。

#### 5 其它税收

除了上述几类主要税种外，跨国公司还可能遇到如流转税、遗产税和财产税等税负。

总之，跨国公司一定要熟悉所涉各国的有关税法，同时还须深入了解所涉各国的双边或多边税收协定，以避免遭受双重征税，并在此基础上，寻求避税机会。

## 2. 国际重复征税的产生

国际重复征税，也称国际双重税收，是指两个或两个以上的国家，依据各自的税收管辖权在同一时期对同一纳税人的同一所得按同一税种征收税款。由于不同国家的税收管辖权可能不同，因而可能寻致同一纳税人的同一所得遭受重复征税。换言之，国际重复征税是各国对国际企业的收入所行使的税收管辖权出现重叠的结果。

税收管辖权是国家主权在税收领域的体现，可分为两类：居民税收管辖权和地域税收管辖权。目前，大部分国家都同时实施两种管辖权，仅有少数国家只实行地域税收管辖权。

### 2. 居民税收管辖权

居民税收管辖权的原则是：国家对其居民的所有收入（无论来自本国或他国）都有权征收所得税。由于此种管辖权以是否是居民来确定征税对象，故有“属人原则”之称，又由于其对征税对象的收入来源无国界的区别，所以在一些国家里，也被称为无限或全面纳税义务。

居民有自然人和法人之分。关于如何确定纳税人的居民身份，国际上还没有统一的标准。不过，常用的确定自然人居民身份的方法是将居所和居住期限相结合。一般说来，在某国有居所并居住一年以上的，便被视为居民（从纳税的角度讲），有的甚至规定居住半年以上即可视为居民。此外，有极少数国家，如墨西哥、菲律宾和美国，按照自然人的国籍确定纳税人的身份，亦即实行公民税收管辖权。

至于法人的居民身份的确定，国际上主要有三项标准：

（1）实际管理机构所在地标准。即，法人的居民身份取决于法人的管理机构设于何地。如果法人的管理机构（董事会）的所在地常常变更，则在使用本标准确定法人的确切居民身份时便比较困难。加拿大、英国、新加坡、新西兰和印度等国实行这一标准。

（2）法人注册地标准。即法人的居民身份取决于法人在何国注册成立，而不管其实际经营地位于哪国。此标准使得法人的居民身份较易确定。美国、墨西哥、瑞典等国均使用此标准。

（3）控制标准。即其股权（有表决权的股份）足以控制公司的主要股东的国籍就是法人的国籍。

实际上，有些国家并非仅仅使用一项标准。例如，加拿大、英国、荷兰和丹麦等国都同时使用第（1）项和第（2）项标准；而意大利则同时使用三项标准。

对跨国公司来讲，如果不愿受东道国居民管辖权的管辖，则可运用下述方法进行回避：在实行管理机构所在地标准的国家注册成立子公司，而把实际管理机构设置在使用注册地标准或控制标准的国家。显然，若东道国采用的是双重或三重标准，则逃避东道国居民税收管辖权的余地就会小得多。此时的最后一招是设立分公司，从而在根本上回避掉法人身份。

### 2. 地域税收管辖权

地域税收管辖权的原则是：国家有权对源自于本国境内的所得征税，而对来自国外的所得免于征税。由于是仅仅从源征税，故在有些国家里也称有限纳税义务。

地域税收管辖权主要是针对非居民的，因为，国家对居民可实行居民税

收管辖权。

对非居民公司行使地域税收管辖权，一般遵循“常设机构”原则，即：一国只能对非居民公司设在其境内的常设机构来源于本国的营业收入征税。常设机构指分支机构、工厂、车间、作业场所等。

“常设机构原则”要求在征税时将常设机构视为独立实体。因为，依照法律，常设机构并非独立法人，其所得应并入总公司的盈利向总公司所在国纳税。所以，常设机构所在国只有把常设机构视为独立的纳税实体，才能有效地对其收入行使地域税收管辖权。

如果跨国公司对收入来源国而言属非居民法人，其在收入来源国又没有设立常设机构，则其商品贸易收入不受该国的税收管辖，不须向其纳税。即便在某国设有常设机构，如果来自该国的收入与常设机构无关，又不属于常设机构的正常营业范围，也不受该国的税收管辖。因为，按照地域税收管辖权，收入来源国只能对常设机构本身的营业利润计征所得税。

如果跨国经营所涉的国家中，一国按地域税收管辖权征税，而另一国按居民税收管辖权征税，则跨国公司的某些所得必然会遭受双重征税。即使所涉两国均实行居民税收管辖权，但若其对居民身份的定义不同，重复征税也在所难免。

### 3. 避免国际重复征税的国际税收制度和协定

在出现国际重复征税的情况下，跨国企业要为其同一所得向两个国家纳税，从而增加了企业的税收负担，影响了跨国经营的积极性。同时，由于重复征税是两个（或两个以上）国家对同一所得征税造成的，所以在设法避免重复征税时，就会涉及两个（或两个以上）国家的税收分配问题。

#### 3. 避免国际重复征税的制度

联合国和经济合作与发展组织的有关文本，对解决重复征税问题提出了如下方法：

##### 1 抵免制

抵免制是指一国政府允许本国居民用已缴纳给收入来源国政府的所得税额来冲抵应缴纳本国政府所得税额的制度。

目前，大多数国家都实行抵免制。因为抵免制既承认了地域税收管辖权的优先地位，又行使了居民税收管辖权，因而不仅可以有效地避免国际重复征税，还能使国际所得与国内所得的税负均等，有利于公平竞争。

抵免制分直接抵免、间接抵免以及税收饶让。

（1）直接抵免：一国政府允许本国居民在交纳所得税时，将已向收入来源国缴纳的所得税额，直接从应纳税额中扣除。此制度适用于跨国公司总公司与其分支机构（Branch）之间的税负抵免。因为总公司与分支机构在法律上属于同一法人，故分支机构向其收入来源国缴纳的所得税，可以直接抵免总公司应向本国政府缴纳的所得税额。

（2）间接抵免：此法适用于跨国公司母公司与子公司之间的税负抵免。具体做法是，母公司所在国政府允许母公司将其子公司向东道国政府缴纳的所得税中应由母公司所得股息承担的那部分税额来抵冲母公司的应纳税款。

对跨国公司来说，面临实施抵免制的国家时，须考虑几点因素：母公司所在国是否实行限额抵免？当实行限额抵免时，跨国公司若到高税率国投资，所缴纳的税款将得不到全额抵免；东道国若与母国之间尚无双边税收协定，母国是否允许在该东道国缴纳的税款用以抵免跨国公司的税负？有的国家在这种情况下不允许进行抵免；抵免制虽然避免了双重征税，但当跨国公司投资于低税国或免税国时，它并不能享受东道国所给予的税收方面的优惠。所以此时要注意母国是否有税收饶让政策。

（3）税收饶让。是一国政府将纳税人在国外享受的税收减免优惠，视为已按一定税率纳税，并准许以这部分“假定已纳税额”来抵免应纳税款。这样，跨国公司就可以充分利用发展中国家所提供的低税优惠政策。

##### 2 扣税制

扣税制是指居住国政府在行使居民税收管辖权时，允许纳税人将其向外国政府缴纳的所得税款；作为扣除项目从应税所得中扣除，而就扣除后的余额按居住国税率计征所得税。

由于扣除法只是把已缴税款作为费用支出扣除，所以对国际重复征税只能起一定的减轻作用。收入来源国的地域税收管辖权并未得到完全承认，国际重复征税问题也没有得到完全解决。采用扣税制，不利于鼓励本国企业对外直接投资，因此很少国家采用此法。

在某些特殊情况下，当抵免制不能适用时，一些国家（如美国、加拿大和英国）也使用扣税制作为辅助性解决方法。

### 3 减税制

减税制指的是一国政府对本国居民来源于国外的所得给予一定的减征优惠。例如，对来源于国外的收入按低税率征税，或仅取其一定百分比作为应税所得，再按本国税率征税。

实行减税制的国家在减税程度上常常差别很大。但不论如何，减税制并不能完全解决国际重复征税的问题，只能作为辅助性措施。

### 4 免税制

免税制是一国政府对本国居民来源于国外的所得，在一定条件下免予征税的制度。该制度实际上意味着居住国政府对收入来源国政府行使地域税收管辖权征税的那部分所得，放弃了居民税收管辖权。

免税制也可分为两种：

(1) 金额免税制。是指居住国政府只对其居民来源于国内的所得征税，完全不考虑任何来源于国外的收入。

(2) 累进免税制。指居住国政府在对本国居民行使居民税收管辖权时，虽然对其国外所得不予征税，但对居民来源于国内的收入进行征税时所使用的边际税率(Marginal)，却需依据其国内外所得总和来确定。因此，在累进免税制下，跨国经营者所纳的税款要比在全额免税制下多一些。

对于跨国公司来说，免税制是最有利的。因为它不仅可以避免国际重复征税，同时还可以在东道国对外资实行减免税的优惠政策时，充分享受所有优惠。

但是，免税制使收入来源国的地域税收管辖权处于独占地位，居住国政府对本国居民的跨国所得几乎没有任何税收分享（仅在累进免税制下可间接分享一部分）。因此，大部分国家都不愿采用此种制度。即便有采用的，也都附加了许多限制性条款。

### 3. 避免国际重复征税的协定

各国为了协调税权分配和鼓励跨国投资或吸引外资，大部与主要经济往来国签订有双边或多边的避免国际重复征税的协定。

此类协定主要包含以下四个方面的内容：

1 协定运用范围。包括两方面：纳税人的适用范围和税种的适用范围。

(1) 纳税人的适用范围。所有的国际税收协定都只适用于缔约国双方的居民（自然人和法人）。纳税人的居民身份原则上由各国国内税法规定，但某一纳税人若同时在缔约国双方拥有居民身份，则须通过缔约国双方磋商或依据经合组织或联合国的有关范本予以确定。一旦确定居民身份的标准作为协定条文生效后，任何一方都不可随意变更。

(2) 税种适用范围。一般说来，凡是可能在缔约国间发生重复征税的税种都要列入双边协定的适用范围。其中，主要是所得税。如果在协定生效后，缔约国又实行了与所得税相同的税种，原则上也属适用范围之内。

至于财产税与地方税等应否纳入适用范围，需由缔约国双方按对等的原则协商确定。

2 征税权的划分人如何划分征税权，直接关系到缔约国各方的切身利益，因而也是国际税收协定谈判中的焦点之一。主要是针对以下四个方面来划分居住国和收入来源国各自的征税权：(1) 营业利润 (2) 投资所得 (3) 劳务所得 (4) 财产转让所得。

世界上主要有两大《范本》对征税权划分提出了原则性规定。一是经济

合作与发展组织于 1978 年公布《关于对所得和资本双重征税协定的范本》，代表了发达国家的利益；另一个则是联合国税收专家组在 1978 年颁布的《关于发达国家和发展中国家双重征税协定范本》，偏向于反映发展中国家的观点。

3 无差别待遇。是指缔约国政府必须在税收上给予来本国投资的对方居民相同于本国居民的同等待遇，亦即不得有任何税收歧视。

4 防止偷漏税，由于国际性偷漏税现象愈演愈烈，单凭一国政府的努力已很难防范，各国政府都意识到加强国际合作以反对偷漏税的必要性，因此，在近些年签订的国际税收协定中，一般都包含有“互换情况，防止偷漏税”这样的条款。

#### 4. 跨国经营中的税务考虑与对策

国际税务因素对跨国公司的决策过程自始至终有着举足轻重的影响，主要体现在两个方面：

1 对外直接投资的地点和组织形式的选择；

2 跨国经营过程中的避税管理。

4 . 投资地点和组织形式的选择

1 选择投资地点跨国公司要选择投资地点时，必须综合分析投资环境。

其中，税务是重要的考虑因素之一。

主要应考虑两大方面：

( 1) 对外资有无税收优惠政策。大部分发展中国家为外资提供了低税或免税优惠，而发达国家则一般实行内外资同等税收待遇的政策。税收优惠包括所得税和其它税种，但通常以所得税优惠为主。

( 2) 对外资企业利润的汇出有没有限制。有些发展中国家，一方面以低所得税甚至免税来吸引外资，同时又对外资企业的利润汇出实行限制，希望以此促使外商进行再投资。

利润汇出包括子公司股息、利息、许可费和分公司的汇回利润等。对利润汇出的管理，各国宽严不一，但一般而言，发展中国家比发达国家要严一些。限制性手段可分为两类：一是行政政策限制（如外汇管制政策）；二是税收政策限制，主要体现在预提税的税率上。如本节第一部分所示，各国的预提税率差别很大，故在选择投资地点时不可不察。此外，由于双边税收协定可使缔约国相互征收的预提税大为降低，因此还必须注意东道国与母国之间是否签订了有关的税收协定。

##### 2 选择组织形式

跨国公司在确定了投资地点后，还需要确定以何种组织形式出现于东道国。主要有两种组织形式：建立子公司或分公司。子公司是依照当地法规注册登记成立的独立法人，而分公司在法律意义上则隶属于总公司。在债务连带责任、在当地的公众形象和对附属公司的管理等非税务因素方面，子公司与分公司两种形式各有利弊，此处不作评说。

本节仅从税务角度对这两种组织形式略加分析。

首先要考虑的是，海外投资项目在最初几年里是否亏损。如果投资后头几年的资本预算呈现为亏损（大多数长期投资项目在前几年是亏损的），则鉴于分公司的亏损可以直接抵免总公司的盈利，从而减少公司的总体税负，自然是以分公司的形式进行投资为佳。实际上，有许多跨国公司就是先以分公司的形式经营于东道国，等到分公司开始盈利，便设法使其成为子公司。

其次，要考虑若以子公司的形式对外投资，是否会有出现双重征税的可能性。一般说来，分公司向东道国政府交纳的所得税，都是可以用来抵免总公司的税收的。

第三，多数国家对子公司的股息汇出要征收预提税，而对分公司的税后利润汇回则通常不计征预提税。

从上述三点来看，似乎是以分公司的形式进行投资比较合适。

但子公司形式也有许多优势：

第一，子公司的法人居民身份，使其得以享受东道国与其他国家签订的税收协定所提供的的所有优惠（如减免预提税等），而分公司由于不是东道国

的居民，所以不能享受同等优惠。其次，当母公司所在国实行免税制或间接抵免制时，双重征税问题就基本上可以得到避免。第三，子公司可以享受延期纳税优惠。许多发达国家规定，跨国公司海外子公司的利润未以股息形式汇回之前，母公司可不必为这笔未汇回的收入交纳所得税。例如，美国的公同所得税法就作如此规定。而对分公司的收入则不管其是否汇回，一概计入公司应税所得（某些发达国家现已开始限制延期纳税，但尚未从根本上取消）。

因此，我们可以说，即便仅从税务角度考虑，子公司与分公司两种形式也仍是各有千秋，不可一概而论。跨国公司需根据具体情况作出选择。

#### 4 跨国经营过程中的避税管理

跨国经营过程中的避税管理主要包括两种方式：一是在避税港设立附属公司；二是充分利用转移定价，把利润从高税国家转移至低税国家或避税港。实际上，两种方式是相辅相成的。

关于如何利用转移定价策略达到避税目的，在本章第一节已作阐述，故不再重复。此处主要介绍如何利用国际避税港。所谓国际避税港，是指对外国经营者（或包括本国公司）征收相当低的所得税或根本不征所得税的国家或地区。避税港通常应具备如下条件：对外国投资者（或包括本国公司）的所得征收较低所得税或免税；对跨国公司子公司支付给母公司的股息征收较低的预提税。

2 具备良好的金融环境——如高效率的通讯网络，训练有素的专业人员等。

3 政治稳定。

4 货币稳定，并能与外币自由兑换。

国际避税港有四种类型：

1 完全免除所得税和 /或资本利得税、财产税等的国家和地区，如开曼群岛、已哈马与百慕大等；

2 仅实行地域税收管辖权，对来源于国外的收入免征所得税，如马来西亚、瑞士、香港等；

3 征收税率较低的所得税；

4 对外国投资者实施特别优惠税率，如新加坡、荷兰、塞浦路斯、加拿大等。

跨国公司利用避税港的做法，通常是在避税港设立名义上的附属公司，或称基地公司或招牌公司，然后通过内部交易或以支付股息、管理费等方法，把利润转移到避税港内的基地公司帐上，从而使公司总体税负得以减少。

具体方法可分如下几类：

1 以基地公司作为控股公司，并令附属公司以股息的形式将利润汇至基地公司。

2 让基地公司作为名义上的中转销售公司，在跨国公司的各项内部交易里，通过转移定价，使交易利润集中于基地公司帐上。

3 让基地公司作为信托公司或海运公司，使跨国经营的部分所得能归入基地公司帐上，而实际业务全在避税港以外的第三国进行。

由于跨国公司的避税活动影响了所涉国家的税收收入，所以各国部制定了相应的反避税措施，并在许多双边税收协定里加入了反避税条款。

