

跨国公司经济暴露与汇率风险

蒋登富

跨国公司从事全球规模的经济活动,不仅所需资金数量庞大,而且涉及众多国家和多种货币。因此,它们不可避免地要持有外币头寸,而且“暴露部分”很容易招致汇率风险。这里所谓的“暴露部分”意指资产超过负债的部分。在通常情况下,汇率变动对跨国公司所造成的损失和收益,会同样在资产和负债两方面起作用,从而相互抵销,但当资产超过负债时,这一超出部分就容易遭到侵蚀,所以这一部分实际是“暴露”在汇率风险中的可能遭受汇率损失的资产。事实上,以笔者之见,“暴露”就是指“风险”,这不过是个比较形象化的比喻而已。简言之,外汇暴露即指由于汇率变动而引起公司盈利能力、现金流量净额和公司市价亦发生变化的一种测度。在这方面,跨国公司一般有三种测度方法,它们是:换算暴露、交易暴露和经济暴露。

上述三种方法,尤以经济暴露最为重要。事实上,经济暴露分析等同于跨国公司的长期战略规划。它要求财务经理们考虑国际经济环境变化诸因素时,也应考虑汇率变动给公司未来现金流量造成的深远影响。它关系到是否能确保公司资产、业务经营和股东利益的长期最大化。限于篇幅,笔者通过一个理论上的假设例子和一个具体实例,展示经济暴露给跨国公司构成的风险所在以及如何有效地实施多样化战略,以防范经济暴露之风险。

一、理论上的假设例子

拿破仑仪器公司是美国华盛顿控制公司设在法国的一家子公司,其股权的100%属美国的母公司拥有。按总部的盈利目标,拿破仑仪器公司的税后投资回收率为20%,子公司负责就地生产,原料和劳工均由当地提供,产品出口欧洲共同市场,其余供法国国内销售,而全部的销售收入均以法郎计价。应收帐款占年销售额的四分之一,即平均收款期为90天。存货占年度直接成本的四分之一,并打入直接成本。同

时,假设拿破仑仪器公司能够不影响单位直接成本或总体行政开支的情况下,增加和减少产量。厂房设备的折旧费每年为240 000法郎。法国的公司所得税为50%。表1列出了该子公司1985年12月31日资产负债状况

表1

拿破仑仪器公司资产负债表

现金	1 600 000 法郎	应付帐款	800 000 法郎
应收帐款	3 200 000	短期银行贷款	1 600 000
存货	2 400 000	长期负债	1 600 000
厂房和设备净值	4 800 000	普通股	1 800 000
	12 000 000 法郎		
		留存收益	6 200 000
			12 000 000 法郎

现假设在一切商务活动开始之前,法国法郎不料于1986年1月1日起贬值20%,由1美元兑8法郎下跌为1美元折合10法郎。但是,如果不发生法郎贬值的话,1986年,法国子公司的经营

业绩将是表 2 所展现的一番情景。

表 2 拿破仑仪器公司预期收支和现金流量表

销售额(1 000 000 台, 每台 12.8 法郎)	12 800 000 法郎
直接成本((1 000 000 台, 每台 9.6 法郎)	9 600 000
现金营业开支(固定)	1 200 000
折旧	240 000
税前利润	1 760 000 法郎
收入所得税(50%)	880 000
税后利润	880 000 法郎
退加折旧	240 000
法郎计价的营业回收现金流量	1 120 000 法郎
原汇率: 1 美元 = 8.00 法郎	
美元计价的营业回收现金流量	140 000 美元

此时, 经济暴露的作用则完全取决于难以预料的汇率变动是否也会出乎意外地使销量、销价、成本和产量发生同步效应。

根据经济学理论, 价格和收入的需求弹性原理同样适用于象拿破仑仪器公司这样的单个企业。如果法郎一旦贬值, 该子公司会作出下面两种选择: 要么使法郎标价的国内售价保持不变, 或者当同类进口商品的价格抬高时, 也相应提高其国内售价; 要么使外币、或法郎、或二者兼之所标价的出口价格保持不变。此项战略的实施很大程度上决定于需求的价格弹性。

从成本方面分析, 法国子公司的成本费用势必会上升, 原因有二: 其一, 进口的原材料和零部件日趋昂贵; 其二, 由于法国工人要求增加工资以补偿国内通货膨胀造成的经济损失, 致使法国的价格水平普遍上升。

此外, 法郎贬值以后所产生的需求收入弹性同样也会作用于该子公司的销量和成本。也就是说, 法郎贬值刺激了对进口品竞争部门法国货的需求, 同时, 因法国货的价格具有较强的竞争性, 使得法国货出口销路看好, 这势必会增加法国的国民收入。简言之, 由于价格和收入的效应作用, 法国子公司的海内外销售将呈上升的势头。

为了能更具体说明贬值后所出现的各种经济暴露现象, 不妨试举以下 5 例, 同时, 为了能计算现金流量现值的净变动值, 我们不妨将该 5 例的时间跨度定为 5 年期。

例 1: 所有变量保持不变

假设未来 5 年中, 销量、销价和经营成本均保持不变, 用法郎标价的利润数正如预计那样的话, 那么, 投资回收的现金流量为 1 120 000 法郎。如此刻法郎贬值, 按 1 美元 = 10.00 法郎的新比价, 美元计价的下年度现金流量将为 $1\,120\,000 \div 10 = 112\,000$ 美元, 因此第一年的现金流量差额为:

实现后的第一年现金流量(贬值后)	112 000 美元
预计的第一年现金流量(贬值前)	140 000
第一年现金流量差额数	28 000 美元

显然, 法国子公司损失了一笔以美元计价的法郎现金流量, 数额达 28 000 美元。假如法郎币值下跌不止, 那么, 今后 5 年净现金流量总额下降数为 $28\,000 \text{ 美元} \times 5 = 140\,000 \text{ 美元}$ 。

例 2：产量增加，其它变量保持不变

假设法郎贬值以后，由于法国造的仪器比同类进口产品更具有竞争力，故法国国内的销售额翻了一倍。同样道理，出口数量亦翻了一倍。又因法国子公司的决策层并未留意当地经营成本的任何变动，所以用法郎计价的销价仍保持不变。表 3 介绍了第二年的收入和现金流量情况。

表 3 拿破仑仪器公司收入和现金流量报表

销售额(2 000 000 台,(每台 12.8 法郎)	25 600 000 法郎
直接成本(2 000 000 台,(每台 9.6 法郎)	19 200 000
现金经营开支(固定)	1 200 000
折旧	240 000
税前利润	4 960 000 法郎
收入所得税(50%)	2 480 000
税后利润	2 480 000 法郎
退加折旧	240 000
法郎计价的营业回收现金流量	2 720 000 法郎
新汇率：1 美元 = 10.00 法郎	
美元计价的营业回收现金流量	272 000 美元

由于销量翻了一倍，势必对应收帐款和存货要进行追加投资，或许这部分追加投资来自于应付帐款，不过，我们这里假设追加的营运资金这部分融资来自于营业回收的现金流量。

第一年年末，应收帐款几乎是年销售额的四分之一，即 6 400 000 法郎，比上一年年底的应收帐款增加了 3 200 000 法郎。当然，这笔增加额必须从现金栏目中提取。与此同时，存货达 4 800 000 法郎，几乎占年度直接成本的四分之一，比年初水平增加了 2 400 000 法郎。五年末，所有增加的现金流出必须得以补偿，原因是流动资产的任何投资最终都将划入现金一样。现假设数量、价格和成本均未再发生任何变动，那么今后 5 年的现金流入情况如下：

年 份	项 目	法 郎	美 元
1	营业回收现金流量 2 720 000 法郎		
	减：营运资金的追加投资 -5 600 000	-2 880 000	-288 000
2	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
3	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
4	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
5	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
5	末年回收的营运资金追加部分	5 600 000	560 000

从上可以看出，贬值以后，现金流量在第一年出现负差达 288 000 美元。然而，随着时间的推移，贬值的经济效应日益显露，利润源源而来。道理很简单，贬值以后，销量翻了一倍，而与美元等值的单位销售价只下跌了 20%，这意味着该产品的需求价格弹性大于一。

例 3：销售价格提高，其它变量保持不变

为了能维持每台 1.60 美元的等额销价，现假设法郎售价提高 25%，从原来每台 12.8 法郎提高到 16 法郎。又假设尽管价格上涨，销量仍保持不变。因为顾客愿意支付和美元等额的相同价格，

且当地的成本亦保持不变,那么就会出现表 4 的情况。

表 4 拿破仑仪器公司收入和现金流量报表

销售额(1 000 000 台,每台 16 法郎)	16 000 000 法郎
直接成本(1 000 000 台,每台 9.6 法郎)	9 600 000
现金经营开支(固定)	1 200 000
折旧	240 000
税前利润	4 960 000 法郎
收入税得税(50%)	2 480 000
税后利润	2 480 000 法郎
退加折旧	240 000
法郎计价的营业回收现金流量	2 720 000 法郎
新汇率: 1 美元 = 10.00 法郎	
美元计价的营业回收现金流量	272 000 美元

在本例中,法国子公司在贬值后的处境显然要比先前大为改观。由于和国际市场价格挂钩,销价上升,而销量并未因此而下降。应收帐款额将越上一个新的水平,几乎是销售额 16 000 000 法郎的四分之一,即 4 000 000 法郎,比原先增加了 800 000 法郎,加之不需要对存货进行任何追加投资,因此第一个 5 年期的现金流量会是以下一番情景:

年 份	项 目	法 郎	美 元
1	营业回收现金流量 2 720 000 法郎		
	减: 营运资金的追加投资 - 800 000		
		1 920 000 法郎	192 000 美元
2	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
3	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
4	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
5	营业回收现金流量	2 720 000	272 000
5	末年回收的营运资金追加部分	800 000	80 000

从上表中可以看出,每年预期的现金流量均超出贬值前所预计的 140 000 法郎。营运资金增加虽使第一年的净现金流量只有 192 000 美元,可之后,每年均为 272 000 美元。可见,局势改观的关键问题在于经营杠杆原理。假如成本以法郎计价,且贬值后也未上涨,那末,抬高销价势必导致利润猛增。但是,假如进口原料和零部件,其成本是以外币标价,此时,情况会绝然不同。因此,我们对各国的情况都不能一概而论。一国发生贬值以后,其当地成本通常会缓慢上涨,只不过存在一个时滞问题。简言之,一个跨国企业无论处于哪个国家,其决策部门必须清晰地认识到,在今后一个阶段,贬值将如何作用于当地的成本。

例 4: 部分销售价格提高,其它变量保持不变

假设由于当地政府实施价格控制或是法国市场竞争的缘故,国内售价保持不变。然而,法郎标价的出口价格则随贬值而上升,因为它是由进口国当地货币的标价来决定的。假如买主又未觉察价格的变动,使两国的销量均保持不变的话,那么,将出现下面的情况:

表 5

拿破仑仪器公司收入和现金流量报表

国内销售额(500 000 台, 每台 12.8 法郎)	6 400 000 法郎
出口销售额(500 000 台, 每台 16 法郎)	8 000 000
总销售额	14 400 000 法郎
直接成本	9 600 000
现金经营开支(固定)	1 200 000
折旧	240 000
税前利润	3 360 000 法郎
收入所得税(50%)	1 680 000
税后利润	1 680 000 法郎
退加折旧	240 000
法郎计价的营业回收现金流量	1 920 000 法郎
新汇率: 1 美元 = 10.00 法郎	
美元计价的营业回收现金流量	192 000 美元

年末的应收帐款将达 3 600 000 法郎, 比年初水平高出 400 000 法郎。而且不用对存货作追加投资, 故第一个 5 年期的现金流量为:

年份	项目	法郎	美元
1	营业回收现金流量	1 920 000 法郎	
	减: 营运资金的追加投资	<u>- 400 000</u>	
		1 520 000	152 000
2	营业回收现金流量	1 920 000	192 000
3	营业回收现金流量	1 920 000	192 000
4	营业回收现金流量	1 920 000	192 000
5	营业回收现金流量	1 920 000	192 000
5	年末回收的营运资金追加部分	400 000	40 000

可见, 上表中每年的现金流量均高出贬值前的预计数 140 000 美元。

例 5: 价格和成本同时上涨, 数量仍保持不变

假设销价、直接成本和现金经营成本同时上升了 25%, 而其中成本上升的原因可能是因为当地通货膨胀, 或许贬值引起以法郎标价的进口原料和零部件的价格上扬。因此, 由于上述这些原因, 第一年的营业回收现金流量将是以下情况:

表 6

拿破仑仪器公司收入和现金流量报表

销售额(1 000 000 台, 每台 16 法郎)	16 000 000 法郎
直接成本(1 000 000 台, 每台 12 法郎)	12 000 000
现金经营开支(不再固定)	1 500 000
折旧	240 000
税前利润	2 260 000 法郎
收入所得税(50%)	1 130 000
税后利润	1 130 000 法郎
退加折旧	240 000
法郎计价的营业回收现金流量	1 370 000 法郎
新汇率: 1 美元 = 10.00 法郎	
美元计价的营业回收现金流量	137 000 美元

据此,应收帐款将增加到 4 000 000 法郎,增额为 800 000 法郎。年末存货 3 000 000 法郎,增额为 600 000 法郎,因此,第一个 5 年期的现金流量为:

年份	项目	法郎	美元
1	营业回收现金流量	1 370 000 法郎	
	减:营运资金的追加投资	-1 400 000	
		- 30 000	- 3 000
2	营业回收现金流量	1 370 000	137 000
3	营业回收现金流量	1 370 000	137 000
4	营业回收现金流量	1 370 000	137 000
5	营业回收现金流量	1 370 000	137 000
5	年末回收的营运资金追加部分	1 400 000	140 000

上面描述的五种情况从不同角度叙述了汇率变动如何影响企业的现金流量。表 7 则汇总了五种情况下变化了的预期现金流量与贬值前所预计的现金流量之比较。

表 7 贬值给拿破仑仪器公司造成的经济损失之概要

第一个 5 年期的预期现金流量						单位: 千美元
年份	贬值前	例 1	例 2	例 3	例 4	例 5
1	140	112	- 288	192	152	- 3
2	140	112	272	272	192	137
3	140	112	272	272	192	137
4	140	112	272	272	192	137
5	140	112	272	272	192	137
5	0	0	560	80	40	140

预期现金流量的增加或减少						
年份	例 1	例 2	例 3	例 4	例 5	
1	- 28	- 428	52	12	- 143	
2	- 28	132	132	52	- 3	
3	- 28	132	132	52	- 3	
4	- 28	132	132	52	- 3	
5	- 28	132	132	52	- 3	
5	0	560	80	40	140	

预期现金流量变动的现值						
年份	现值系数20%	例 1	例 2	例 3	例 4	例 5
1	. 833	- 23. 3	- 356. 5	43. 3	10. 0	- 119. 1
2	. 694	- 19. 4	91. 6	91. 6	36. 1	- 2. 1
3	. 579	- 16. 2	76. 4	76. 4	30. 1	- 1. 7
4	. 482	- 13. 5	63. 6	63. 6	25. 1	- 1. 4
5	. 402	- 11. 3	53. 1	53. 1	20. 9	- 1. 2
5	. 402	0	225. 1	32. 2	16. 1	56. 3
累加的现值数		- 83. 7	+ 153. 3	+ 360. 2	+ 138. 3	- 69. 2

总而言之，汇率的变化能否产生正负效应则完全取决于企业的销售额、费用开支以及单位数量等方面将会起何种程度的反应。

二、具体实例

二次大战以前，美国几家汽车制造商便开始了全球规模的生产和销售。通用汽车公司通过一系列的兼并活动，相继在德国、英国和澳大利亚等国建立了生产设施。与此同时，由于使用马克、英镑和澳镑（后改称澳元）等当地货币，而产生的永久性经济暴露问题，则成了上述这些兼并活动的自然结果。然而，福特公司也不甘示弱，不久在德国和英国两地建立起了更大规模的海外生产基地，诚然，它所冒的汇率风险似乎亦更大。

在过去四十年中，通用汽车公司和福特公司为避免动荡的国际金融环境可能给企业造成的任何风险，成功地实施了包括销售、生产和融资等方面的多样化战略。他们充分利用购买力的平均价发生偏差的有利时机，随意地在全球范围内转移原料供应点以及劳务密集型的经营项目，以便能充分获取由于比较成本的周期性变化所形成的优势。

与此相反，欧洲和日本的大部分厂家在二次大战中，几乎遭到了毁灭性的灾难，厂房已变成了废墟，而战前苦心开拓的出口市场，此时也已失之交臂。重建家园，扩大出口，多换取外汇用以本国的再建设已成为他们的首要任务。集中国内生产以便获取规模经济效益的决策，此刻显得尤为重要。此外，争取贴补性的融资待遇和最大限度地扩大就业率也是各大公司追逐的目标。

从1945~1971年这段实行固定汇率制的时期里，多样化与非多样化这两者都不失为是行之有效的战略。由于美国的汽车制造商从欧洲的复兴和市场高速增长中牟取了暴利，致使美元的实际比价相对上浮，其设在欧洲、澳大利亚和拉美等地厂家的销售额骤增。另一方面，欧洲和日本的制造商们，此刻已夺回了本国的市场份额，建立起了强大的出口市场，当然，美元坚挺犹如雪中送炭，使得欧洲和日本的产品价格更具竞争力。

1971~1973年，美元连连告急，而布雷顿森林体系的最终崩溃彻底打破了原来的竞争局势。由于欧洲的实际汇率渐渐高出美元的实际汇率，使其出口优势，尤其在美国市场上的控制范围，几乎全部丧失。相比之下，日元币值较为稳定，未伤及毫毛。加工生产效率和质量的迅速提高，犹如猛虎添翼，为其出口助了一臂之力。而美国生产厂家，此刻正占尽了廉价美元的便宜，其对欧洲和第三世界国家的出口日见势头，且又在本国市场上独霸一方。然而，美国设在欧洲的诸家子公司虽然维持市场份额，却在出口问题上陷入了与他们的欧洲对手相似的困境。

美元疲弱现象一直延续至1979年，迫使欧洲和日本厂家改变原来的战略战术。首先，他们通过提高生产效率以及发挥规模经济的优势，部分抵销经济暴露造成的损失。其次，改变市场营销策略，广告宣传侧重于产品的质量控制和先进的工艺设计，而不再一味追求低成本诱惑力。譬如，瑞典的伏尔伏（Volvo）车，向人们展示它在严酷的冰雪条件下，行驶在崎岖的山路上。大众汽车公司却将其零售价格作为车子本身质量和耐久力的一项证明。再者，他们改变了产品策略，为了能在价格敏感性较低的细分市场中占有一席之地，不断推出新型的豪华型轿车。此外，公司部分融资由本币转向美元。1977年，大众汽车公司单独在欧洲债券市场举债1亿5千万美元。

尽管实施了上述防御经济暴露的战术性尝试，却仍难扭转不景气的状况。尤其是欧洲的几家制造商逐渐地失去了他们在欧洲以外的出口市场份额，且在合并财务报表上开始出现经营赤字。经过重新评价战后那种集中国内生产强调出口的战略以后，大众汽车公司决定将生产设施迁往宾夕法尼亚州，并于1978年正式运行。随即，雷诺公司购买了美国汽车公司的股份，并在威斯康星州安

从德国「维拉」公司的经营方式，看现代

市场营销学发展的新趋势

李
锋

在德意志联邦共和国达姆施塔特市境内，有一家以搞美发、护发产品而闻名于世的公司，那就是“维拉股份有限公司”(WELLA AG)。“维拉”公司有悠久的历史，十九世纪末，它已开始搞假发，1924年已有“维拉”(WELLA)的名称，至今已有九十多年的发展历史。现在，“维拉”已发展成为一家生产和经营全套美发、护发、美容系列产品的公司。1983年，维拉公司的经营额高达25亿马克（约合17亿美元），其产品销售到世界上120多个国家和地区，并在60多个国家设有生产厂和子公司。

值得注意的是，“维拉”是一家族企业，在其开始发展的三十几年中，也是一小手工业企业，其经营的业务，乃是人们瞧不起的理发行业。然而，在其以后的几十年中，“维拉”竟一跃发展成为世界上著名的大公司，并形成了世界维拉康采恩。这不能不使人们对其刮目相看，认真加以研究。究其成功的缘由，维拉的发展，乃得助于成功地运用了市场营销学原理，并在实践中有创造性的发展。现在，让我们具体分析一下，这对我们在理论和实践上是不无参考和借鉴作用的。

一、在企业经营思想上，“维拉”始终紧跟新潮，有全新的市场导向观点

现代营销学家认为：在现代国际市场上，没有一个消费者（或用户），在等待你的商品过日子。你只有别出心裁地拿出具有特色的营销措施，满足顾客需求，才能挤掉竞争者，占领市场，取得胜利。用这段话来刻划“维拉”公司，可以说是最适当不过了。几十年来，特别是近一、二十年，维拉的经营者们，无一不将市场导向观点奉为经典。他们从理发开始起家，发展到美发洗涤剂，又发展到美发器械，再发展到美容化妆产品，直到目前的全套“维拉”系列产品和“维拉”系列服务，始终都把适应市场需求，紧跟新潮流，创造需求，引导需求，千方百计地满足用户的需求，即不仅从商品的物质功能方面，而且从心理和服务方面满足人们不断增长的需要，作为企业的行动准则。维拉的成功，就是因为它有这基本的一条。

~~~~~

营扎寨。伏尔伏和菲亚特二家则甘愿做旁观者，从此和美国市场无缘。

日本制造商凭借雄厚的实力和日元下跌之良机，气势尤为咄咄逼人。事实上，日本厂家原先没有去美国设厂的打算，可是，由于美国工会的政治压力，美国政府强加于日本的自动配额和美国货成份等强制性规定，使日本人不得不重新筹划他们的战略行动步骤。1980年，尼桑在田纳西州落了脚，1984年，丰田又和通用汽车公司在加州联姻合资。