

融资战略在跨国公司的经营管理中占有举足轻重的位置。因为融资的不同方法会直接关系到公司的融资成本、风险地位以及竞争实力。下面将要介绍的三种特殊的融资工具在过去的几年中被西方跨国公司广泛使用,并证明为是十分有效的融资手段,对我国的跨国经营有一定的借鉴作用。

(一) 利率、货币互换

1. 利率互换(Interest Rate Swap)

利率互换指交易一方将其固定利率的资产和负债与交易另一方的以同种货币计值的具有浮动利率的资产和负债相交换。其特点是,双方协定互换的那笔与资产或负债等值的本金只是概念上的互换,并不发生实际交割,只作为双方签定“利率互换”合同时确定利息实际支付额的依据。进行“利率互换”交易的目的有二:一是平衡浮动利率债务与固定利率债务的比例,以降低利率风险;二是发挥交易双方各自在国际资本市场上按浮动利率与固定利率筹资的相对优势,降低借款成本。因为,一般说来,按固定利率筹资,信誉好,知名度高的借款人能以较低的利率借款,信誉及知名度差一点的就得以较高的利率借款。但按浮动利率筹资,信誉不同的借款人的借款成本差异不大,这样,他们就可以通过运用“互换”交易,发挥各自的相对优势。设 A 为美国花旗银行,信用等级为 AAA,无论发行固定利率还是浮动利率欧洲美元债券,都可支付较低利率,但宁愿支付浮动利率。这或者是对利率看涨,或者是为了贷出浮动利率资金,使资产负债匹配。设 B 为英国某跨国公司,信用等级为 A,略低,无论发行固定利率还是浮动利率欧洲美元债券,都需支付较高利率,但宁愿支付固定利率。这或者是对利率看涨,或者是为了一年

支付一次利率。A 获得 B 的资金需要情报,与 B 达成利率互换协定。A 只发行固定利率债券,B 只发行浮动利率债券,A 为 B 支付浮动利率,B 为 A 支付固定利率。通过利率互换,信用级别高的 A 可用低于 LIBOR(伦敦同业银行拆放利率)的成本获得资金,信用级别较低的 B 也可以用较低利率筹措资金。现举一例说明。

设 A 需支付固定利率 12%,浮动利率 $LIBOR + 0.25\%$; B 相应为 14% 和 $LIBOR + 0.5\%$ 。A 只发行固定利率债券,比 B 少支付 2%,B 只发行浮动利率债券,比 A 发行浮动利率债券多支付 0.25%。冲抵以后,靠 A 的优势,双方共节省利率为 1.75%(2%—0.25%)。B 为 A 支付固定利息,但不可能仅支付 12%,必须把节省利率的大部分让渡给 A。例如,支付 13.25%,其中 1.25%是对

A 的利率报酬。结果 B 等于以 13.25% 的利率发行了固定利率债券,比自己直接发行节省利率 0.75%。A 为 B 支付浮动利率,比自己发行该种债券多支付 0.25%,但是由于收入 1.25% 的利率报酬,净得 1% 利率好处。这等于以 $LIBOR - 0.75\%$ 发行了浮动利率债券 ($LIBOR + 0.25\% - 1\%$)。显然,利率调换突破了固定利率和浮动利率对债券发行人的限制。

事实上,多数利率互换是通过中介人安排的。中介人通常是商业银行或投资银行。银行积极参与互换市场,它们首先利用互换市场管理资产负债表的到期日结构的不一致,并且筹集到用其他方法得不到的较低成本的资金。同时,银行也作为中介人和市场创造者 (Market Maker),安排和担保互换交易,从而大大推动了该市场的迅速发展。中介人是同参与互换的每一方签订合同,而不是直接连接每笔互换的双方。下面便是一例,反映中介人在互换交易所起的作用。

假设甲方欲投资抵押贷款,美元固定利润率为 13.25%,其资金来源于数家银行的联合贷款,银行收取浮动利率为 $LIBOR + 0.5\%$ 的加息率。甲方的盈利率无疑将取决于浮动利率的长期波动状况,如果利率大幅度上扬,势必将给甲方带来沉重的债务负担。换句话说,一旦 LIBOR 超过 12.75% ($13.25 - 0.50$),甲方将面临亏本或破产的恶运。

又假设乙方是一家 AAA 级银行,通过发行年利率为 11% 的欧洲债券,筹集到 1 亿美元,即刻进行放贷业务,贷款利率为 $LIBOR + 0.75\%$ 加息率,显然,乙方的盈利率取决于贷款浮动利率的波动状况,当 LIBOR 低于 10.25% ($11 - 0.75$) 时,乙方必定赔钱。

为了消除利率的风险,甲方可找一家中介银行做一笔利率互换交易。交易过程如下:

甲方来源抵押贷款的收益	13.25%
甲方支付中介银行的利率	(11.35%)
中介银行换给甲方的利率	LIBOR
甲方应偿付的借款利率	<u>(LIBOR + 0.50%)</u>
甲方发生的筹资成本	(11.85%)
两笔利率互换后的差额	1.40%

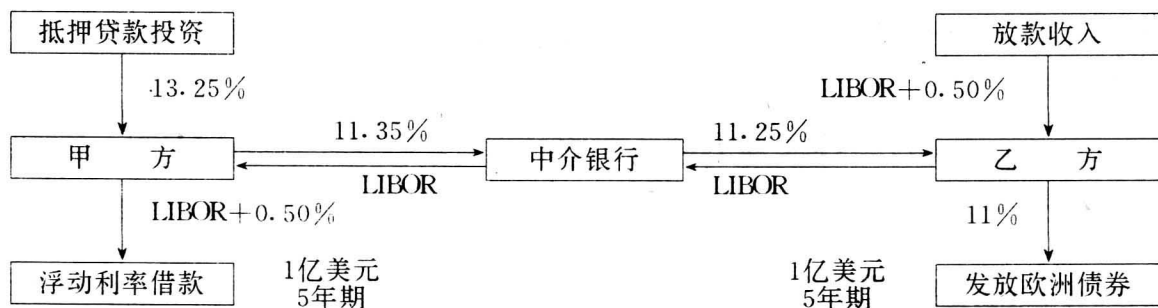
那么,乙方不妨亦可同这家中央银行进行一笔利率互换的交易。交易过程如下:

乙方向外放款后的收益	LIBOR + 0.75%
乙方支付中介银行利率	(LIBOR)
中介银行换给乙方利率	11.25%
乙方应偿付欧洲债息率	<u>(11.00%)</u>
乙方发生的筹资成本	(LIBOR - 0.25%)
两笔利率互换后的差额	1.00%

由此可见,甲、乙双方通过分别和中介银行的利率互换交易后,均将自己的净收益率相应固定在 1.40% 和 1.00%。至此,读者也许会问,中介银行为什么热衷于充当中介人的角色,积极地参与互换交易呢? 答案很简单,大银行在做了两笔互换交易后,发现其利润十分诱人,即:

收入	11.35%
付出	(11.25%)
收入	LIBOR
付出	<u>(LIBOR)</u>
冲抵	10 个基点

得出中介银行互换交易后的利润为 \$ 100,000 ($0.001 \times \$ 100,000,000$)。整个运作过程请见下表:



综上所述,利率互换具有几方面的好处:(1)降低双方筹资成本,一方借款人将浮动利率借款转换成固定利率负债,获得在固定利率借债市场上得不到的较低利率,另一方面能将固定利率的借款优势转移到浮动利率负债能力上。资信较高的借款人可以以互换交易为目的发行固定利率欧洲债券,以获得低于 LIBOR 的资金。(2)为借款人进入借款市场提供一个有效途径。一些借款人由于资信不佳或负债过多等原因不能发行债券,借助利率互换市场,无需经过资信评级,也能分享到成本较低、金额和期限合适的融资好处。(3)可以调节筹资成本和风险。当利率下降时,通过利率互换,公司可将固定利率换成 LIBOR 利率,这样可以降低筹资成本,又可以保住已筹资金。当利率跌势停止时,如新的固定利率水准比原先的已降低,可进行第二次互换交易,将筹资固定在新的较低的固定利率上。(4)利率互换交易有大的国际银行做牵头人,一般通过电话安排,成交后以电传确认,双方接受即可达成协议,交易较简单易行,其信用风险要比直接筹资风险小。

2. 货币互换(Currency Swap)

货币互换是两笔本金数额和期限相同、计算利率方法相同、但货币不同的债务资金之间的调换,同时也进行不同利息额的货币互换。初次互换的汇率以协定签订时的即期汇率计算。货币互换并不涉及原来债权债务关系的变化,它实质上交换等价的两种货币,即本金调换(Exchange of Principals)。

“抵消权条款”(Right of Offset)是货币互换业务中经常行使的惯例,凡协议中订有“抵消权条款”者,双方可以相互抵消各自应付给对方的利息,有的甚至连到期时买回的业务也抵消,即只有单向的买进卖出,没有反方向的卖出买进。例如,借款人 B 比 A 信誉更佳,因而 B 能够在市场上借到成本较低的美元和瑞士法郎的借款,而且,在美元资金市场上 B 有着更加有利的筹资条件;但是,为了平衡各自借款的外汇头寸,A 宁愿它的债务按美元计值,B 宁愿它的债务按瑞士法郎计值。在这种情况下,B 应借入美元,而 A 应借入瑞士法郎,然后,A、B 双方达成“互换交易,双方既得到借款的适当的货币构成,又降低融资成本。

(二) 国际租赁(International Lease)

国际租赁业务的形式很多,如按利用租赁的目的和收回投资的方式,各国将租赁分为“全部付清”的融资租赁和“不完全付清”的经营租赁两种主要形式。其他形式都是在这两种主要形式上演变出来的。

1. 融资性租赁(Financial Lease)

融资性租赁又称资本性租赁或金融租赁,是租赁业务中最基本的形式。这种租赁方式先由承租

人自行向供货处(制造厂商)选择所需的设备,并谈妥价格、规格、交货条件等,然后由出租人(通常是金融机构或专业租赁公司)按谈妥的条件向供货人购买设备,再签订租赁合同租给承租人使用。由于出租人支付设备的全部货款,等于是对承租人提供百分之百的信贷。融资租赁以承租人对设备的长期使用为前提,租赁期限较长,基本上与设备的使用寿命相同。基于这一特点,在租赁期间,承租人所支付的全部租金基本上等于出租人购买设备时所投入的全部资金,包括成本、利息和利润,所以又称“完全付清租金”(Full-Pay-Out Lease)。

2. 经营性租赁(Operating Lease)

经营性租赁又称服务性租赁。这种租赁方式通常适用于一些需要专门技术进行保养的、技术更新较快的设备。出租人的责任不仅为承租人提供融资,更主要的是提供设备维修、保养以及各种专门的技术服务。由于租赁期较短,出租人不可能从一次租赁中收回对设备的全部投资。对未收回的部分投资以及出租人的利润,要通过该设备的再出租来收回,因此称为“未完全付清租赁”(Non-Full-Pay-Out-Lease)。

3. 衡平租赁(Leverage Lease)

衡平租赁又称银团租赁或减税优惠租赁。它是融资性租赁的一种特殊类型,适合于租赁设备价格昂贵,出租人无力独资购置的情况。具体做法是,由出租人提供设备价款的20~30%,其余部分由出租人的设备作抵押向银行、银团或其它金融机构申请贷款,贷款由以后收回的租金偿还。而且出租人在以设备作抵押的同时,还要把向承租人收取租金的权利转让给贷款银行、银团或其他金融机构,作为额外保证。采用这种租赁方式,出租人以少量投资购置和出租相当于投资几倍的设备,并能享受全部投资的减税和加速折旧的好处,颇似物理学中的杠杆原理,因而又称为杠杆租赁。

4. 双重租赁(Double Dip Lease)

在国与国之间,对于谁(出租人还是承租人)是取得减税的租赁资产的所有人,其标准不尽相同。有时可能利用国家间不同的税收所有权含义组织租赁,出租人和承租人都是各自国家获得减税的资产所有人,双方都以租赁资产在各自国家取得折旧税优惠。这种租赁称为双重租赁。例如,英国某出租人出租资产给美国承租人,有资格得到英国的折旧税优惠,而承租人又可以在美国要求投资税和折旧税减免。或者,当美国承租人不能利用美国有关资产所有权的税收优惠时,他可能首先让英国出租人把资产租赁给美国租赁公司,再由后者转租给他自己。同样,在德国、荷兰等国也存在双重租赁。

资本主义国家的政府,为了鼓励企业把资金用于扩大租赁投资方面,以利于本国的经济发展,在税收上规定了多种租赁可享有的优惠条件,如投资减税、利息减税和加速折旧等。因此,在洽谈租赁业务时,常常会提到享受加速折旧和投资减税的好处。下面举一个我国利用国际租赁的实例。

1981年,中国民航总局经中国银行担保,从美国威明顿信托公司租赁一架波音747SP型宽体客机。这架客机是中美航线上飞行的飞机。按租赁合同规定,每半年交付一次租金,18年租赁期满后,飞机所有权转让给中方。当时这架飞机的售价为5,100万美元,如果使用外汇贷款方式购买,按当时的利息率计算,18年后的本金和利息总额将为1.2亿美元。而采用租赁方式,18年租赁期内的机票总收入扣除交付租金外,还可以剩余500多万美元。

按照美国国会的规定,外国承租人租赁的飞机每两周飞回美国一次者,才能享受税务优惠。美国的税法规定,凡按规定可以享受税务优惠的租赁资产,在公司利润税方面可以享受投资税收抵免

的好处。租赁投资人在出资购买出租设备的当年就可以从该公司应纳税的营业收入中按一定百分比抵免设备的投资支出。百分比的大小一般按租赁资产的加速折旧年限的长短而定。例如,折旧年限为5年的资产,可以抵免税收10%。我们租赁的这架飞机当时售价为5,100万美元,出租人威明顿信托公司在投资购买这架飞机的当年就可以从其整个应纳税营业利润中抵免飞机价格10%的税金,即510万美元,这实际上就大大地降低了出租人购买飞机的成本。这样,威明顿信托公司可以降低租金的方式将一部分税收好处转移给承租人中国民航总局,中国民航总局在租金上间接地分享了税收优惠的好处。据计算,中国民航总局支付的租金实际利率为5.75%,低于美国出口利率7.75~8.75%,更低于当时贷款利率11%。

(三) 债务—股权互换(Debt-Equity Swap)

债务—股权互换是利用市场机制解决发展中国家部分债务问题的金融创新。其基本模式是债权银行以未清偿贷款的债权贴现出售于跨国公司投资者,投资者再将所买入的债权证券向债务国中央银行兑付当地货币,然后投资人用这些当地货币在资本市场买入股权。其结果是使债务国减轻

二级市场的债券价格—— 售价占票面额的百分比

	阿根廷	巴西	智利	哥伦比亚	厄瓜多尔	墨西哥	秘鲁	委内瑞拉
1985								
7 月份	62.5	78	67	82	67.5	81	47.5	82
1986								
1 月份	64	78	67	83	69.5	71	27.5	81
2 月份	64.5	76	66.5	82	70	67	25.5	79.5
3 月份	65.5	75.5	66.5	81.5	70.5	63	23.5	79
4 月份	65	74.5	66.5	81	68.5	60	22.5	78.5
5 月份	64.5	74.5	67	81	68.5	59	20	78
6 月份	65	74.5	65.5	81	65.5	57	20	76.5
7 月份	65	74.5	65.5	81	64.5	57.5	20.5	76.5
8 月份	66	74.5	66.5	81.5	64.5	57	20	75
9 月份	65.5	75.5	66	81.5	65	56.5	18.5	74.5
10 月份	65.7	76.5	66.7	82.5	65	55.5	19.5	74
11 月份	65.5	75.5	66.5	83	65	55.5	18.5	74
12 月份	64	75.5	66.5	83	64	55.5	17.5	73

资料来源:达拉斯联邦储备银行,转引自〔美〕《经济评论》,1987年7月,第2页。

负债,投资者获得成本较低的股权投资。债务一股权互换首次于1983年在巴西实行,此后流行于其它重债务国。1987年有12个债务国参与债务一股权互换。下面将举一实例说明这一互换的运作过程。

1986年,当美国花旗银行得知日本尼桑汽车公司欲在墨西哥投资5,400万美元,扩展其在那儿的卡车生产规模时,主动向尼桑公司提出做一笔债务一股权互换的买卖,即用大大低于5,400万美元的数额,换去价值5,400万美元的比索。尼桑欣然同意这笔交易。随后,花旗银行便和墨西哥政府商谈,以便取得当局的同意。

墨西哥政府表示愿支付价值5,400万美元的比索,来偿付其相当于6,000万美元的外债,即打了10%的折扣。于是,花旗银行在二级市场上用3,800万美元买回了6,000万美元的墨西哥银行债务,而尼桑公司只花了4,000万美元的代价,得到了相当于5,400美元的比索。至此,墨西哥政府扔掉了约6,000万美元的外债包袱。花旗银行则因鼎力促成这笔互换交易,从中获得了200(4,000—3,800)万美元的报酬,同时承担一定的信用风险。

从上例可以看出,债券价格在二级市场上要打较大折扣,其幅度要视债务国偿债能力而定,并随市场行情而波动。1987年6月29日1美元玻利维亚债券只值10美分。上表列出了债券的折扣情况。

债务一股权互换的规模相对仍较小。据摩根银行资料,至1986年9月底,巴西、智利、墨西哥、阿根廷、菲律宾5国共互换了30亿美元,而5国债务总额为2,200亿美元。又据《幸福》杂志数字,至1987年7月底,已互换总额上升到50亿美元,而15国债务总额为4370亿美元。其所以不能大规模交易是因为债务国企业的利润率和利润额并不完全具有吸引力,因而投资者只能有选择地购买小部分公司股票。其次,债务国为发展民族经济,防止外国资本控制,对债务一股权互换也有一定控制,不可能无限拍卖企业。阿根廷政府规定,投资只限于私人企业,每购买1美元股票,必须另投资1美元。墨西哥政府规定,不得购买石油、电讯等“战略部门”的股票。

(上接第10页)

济杠杆,加强宏观调控,用产业、政策和规划来引导企业经营方向,要从过去高度集中的计划经济管理模式彻底摆脱出来,转换计划观念,把宏观管理的思想、手段和方法转到适应社会主义市场经济的发展和符合国际贸易规范上来。这样,既没有放松管理,又利于把企业搞活。

党的十四大赋予我们外经贸战线上的任务是光荣而艰巨的。只要我们坚决贯彻十四大精神,以社会主义市场经济理论为指导,加快改革开放步伐,我国外经贸事业在九十年代一定会有一个更快更好的发展,一定会为建设有中国特色的社会主义作出新的更大贡献。