

国际企业进行跨国生产和经营需要各种各样的货币资金,而这些资金大多是从国际金融市场上筹集来的。但是,各种不同来源的资金成本率高低不一,国际企业如何才能及时地筹集到最低成本率的资金是其财务经理十分关注的课题,也

是一个国际企业的总经理较为关注的问题。因此,本文着重介绍国际股份筹资、国际债券筹

资、国际信贷筹资、国际租赁筹资等方式,并分别对其资金成本率加以剖析。这里所谓的资金成本是指国际企业在筹集资金过程中发生的筹

资费和使用资金而支付给资金提供者的使用费。为了比较分析各种不同来源的资金成本,这里统一用资金成本率这一相对数字表示筹集和使用资金的费用。所谓资金成本率是指资金的使用费与筹资总额和筹资费之差的比率。如果

K表示资金成本率,P表示筹资总额,D表示资金使用费,F表示筹资费, $f = F/P$ 表示筹资费率即筹

国际企业的筹资方式

中 南

用资费占筹资总额的比率, $V = P - F = P(1 - f)$ 表示筹资总额与筹资费之差,那么, $K = D/V = D/(P - f) = D/P(1 - f)$ 。

一、国际股份筹资

随着筹资证券化和证券国际化的发展,国际企业越来越多地直接或通过其在外国的子公司在国际上发行股票、设立国际股份有限公司来筹集资金。因为发行股票吸引外资有许多优点,诸如股票可以自由买卖转让,资本转移相当方便,这种投资在方式和规模上有较灵活的选择;股份产权具有永久性,股份集资的吸引力较大;发行股票具有广泛性和灵活性,股票金额较小,可以广泛吸收小额的社会闲散资金。股份集资可以采用普通股和优先股两种基本形式。普通股的股息不固定,其分红多少由企业的经营效益好坏和股东大会决定,股东具有投票表决权,可以参与企业的管理;而优先股有固定的股息收入,有优先分配公司财产和领取股息的优先权,但不参加分红,也不参加公司的决策管理。股票发行的方式分为私人销售和公开发行两种。私人销售是指将股票卖给少数特定的投资者,如发起人、团体投资者、原有股东、企业内部职工、关系较密切的客户等。公开发行业是指

通过承销机构将股票公开销售给社会大众投资者,其做法有包销和代销两种:采用包销方式时,承销机构不能将股票完全售出时必须自己买进剩余部分;而采用代销方式时,承销机构可以将出售剩余部分退还给发行股票的企业。

利用股份集资方式筹措资金的成本包括筹资费和资金使用费。这里的筹资费是指国际企业在发行股票筹集资金的过程中发生的各种费用,如代理发售股票的代理费等;资金使用费是指国际企业因为使用别人的资金而对资金提供者支付的各种报酬,如支付给股东的股息、红利等。国际企业发行优先股筹集资金的成本主要包括注册费、代理费等筹资费和定期支付股息的资金使用费。如果用 K_p 表示优先股的资金成本率, P_0 表示其面值或销售价格, D_p 表示优先股每年股息, i 表示股息率, f 表示筹资费率,那么, $K_p = D_p/P_0(1 - f) = P_0 \cdot i/P_0 \cdot (1 - f) = i/(1 - f)$ 。例如,某国际企业发行面值为100美元的优先股,筹资费率为3%,股息率为10%,

那么, $K_p = 10\% / (1 - 3\%) = 10.31\%$ 。在一般情况下, 发行优先股筹集资金的成本率比发行债券筹集资金的成本率高些, 因为优先股持有者的投资风险大于债券持有者的投资风险, 于是势必要求较高的收益率; 股息支付是国际企业的负项开支, 即股息是以所得税后的净利支付的, 它不会使国际企业应缴纳的所得税减少。国际企业发行普通股筹集资金的成本主要有注册费、代销费等筹资费和发放红利的资金使用费。当股票红利每年固定为 D 时, 则其资金成本率 $K_o = D/P_o \cdot (1 - f)$; 当第一年股票红利为

D_1 , 且以后每年以 g 的幅度递增时, 则其资金成本率 $K_o = D_1/P_o \cdot (1 - f) + g$ 。如果某国际企业普通股的 market 价格为 200 美元, 筹资费率为 5%, 第一年股票红利率为 10%, 以后每年以 6% 的增长率递增时, 那么, 其资金成本率 $K_o = 200 \times 10\% / 200 \times (1 - 5\%) + 6\% = 16.53\%$ 。在一般情况下, 普通股的资金成本率要高于优先股, 因为其投资者面临的风险更大, 于是要求的报酬率也较高; 而且当国际企业的生产经营状况不断改善时, 其发放的股票红利也逐年增加, 普通股的资金成本率便随之提高。

二、国际债券筹资

随着筹资证券化和证券国际化的发展, 国际企业也越来越地国际金融市场上发行国际债券来筹集资金, 因为这种筹资方式的利率一般低于银行贷款利率, 筹资范围甚广, 还款期限较长, 偿还方式较为灵活, 具有安全性、流动性、灵活性、盈利性等适合投资者要求的特点, 易于筹资。国际企业在需要中长期资金时, 采用国际债券筹资较为合适。国际债券一般分为外国债券和欧洲债券两种。外国债券是一种传统的国际债券, 它是指一国在另一国发行的以发行地所在国的货币为面值的债券, 如 A 国在 B 国发行的以 B 币为面值的债券。这种债券的管制较为严格, 成本相对较高。而欧洲债券是一种新型的国际债券, 它是指一国在另一国发行的以第三国货币为面值的债券, 或一国在另一国的离岸国际金融中心发行的以该中心所在国的货币为面值的债券, 如 A 国在 B 国的离岸国际金融中心发行的以 B 币为面值的债券。这种债券所受管制较松, 因此成本相对较低。国际债券的发行方式主要有公募和私募两种方式。所谓公募是指发行者公开向社会广大投资者发售, 以这种方式发行债券须经过国际债信评级机构的评级, 其发行面较广, 安全性较好, 可以不受限制地在证券交易所挂牌上市, 但发行手续较繁、费

用较多、时间较长。所谓私募是指发行者在某一特定范围内向有限的投资者私下发售, 以这种方式发行的债券不需要经过国际债信评级机构的评级, 手续较简单、时间较短、数额较小、发行价格低, 但不能正式在证券交易所挂牌上市交易, 流通转让受到限制, 且利息率较高。国际债券有上市交易和上柜交易两种流通方式。所谓上市交易是指在证券交易所正式挂牌上市交易, 而上柜交易是指场外交易, 即进行柜台交易。

利用国际债券筹资的成本率可分为两种情况。第一种情况, 国际债券等价发行时, 利息支出属于正项开支, 它可以列作国际企业的费用开支, 能减少国际企业的利润, 使其少缴纳一部分所得税, 这样, 国际企业因支付债券利息而使其开支的实际增加数等于债券利息 $\times (1 - \text{所得税税率})$ 。假定 K_B 表示债券筹资成本率, B_o 表示债券面值或发行价格, I 表示债券年利息额, i 表示债券年利息率, f 表示筹资费率, t 表示所得税税率, 那么, $K_B = I \cdot (1 - t) / B_o \cdot (1 - f) = i \cdot (1 - t) / (1 - f)$ 。例如, 某国际企业发行期限为 10 年的国际债券, 面值为 100 美元, 年利息率为 6%, 筹资费率为 2%, 所得税税率为 50%, 那么, $K_B = 6\% \cdot (1 - 50\%) / (1 - 2\%) = 3.061\%$ 。第二种情况, 国际债券溢价或折价发行时, 应将

发行差额逐年进行摊销。假定 B_1 为国际债券的发行价格, n 为偿还年限, F 为发行国际债券的筹资费, 那么, $K_B = [I - (B_0 - B_1)/n] \cdot (1 - t) / [(B_0 + B_1)/2 - F]$ 。例如, 某国际企业发行一种面值为 100 美元的国际债券, 其票面利率为年率 10%, 市场利息为年率 8%, 发行价格为 110 美元, 偿还期限为 5 年, 平均每张国际债券的筹资费为 5.5 美元, 所得税税率为 40%,

那么, $K_B = [100 \times 10\% + (100 - 110)/5] \cdot (1 - 40\%) / [(100 + 110)/2 - 5.5] = 4.824\%$ 。一般来讲, 利用国际债券筹资的资金成本率较低, 因为投资者的风险小、利息率低, 且利息属于正项开支, 可以减少所得税的缴纳额。但是, 发行国际债券筹资是有一定限度的, 因为发行国际债券要以企业拥有一定数量的自有资金为条件, 要按期还本付息, 且要承担财务风险。

三、国际信贷筹资

国际企业可以利用国际银行信贷来筹集资金, 即在国际金融市场上向外国贷款银行借入货币资金。使用这种方式筹集的资金可以自由使用, 不受贷款银行的限制, 资金充沛, 且手续简便, 但是, 其利息率较高, 期限较短。依期限来分, 国际银行信贷可以分为短期银行信贷和中长期银行信贷。所谓短期银行信贷是指期限在一年或一年以下的货币资金借贷关系。这种借贷的期限短, 起点高, 条件活, 毋须签订协议, 但一般要先付利息, 即从贷款金额中先扣除利息再贷出剩余的金额。所谓中长期银行信贷是指期限在一年以上的货币资金借贷关系, 国际企业可以向国际银团借款, 也可以向某一国际银行借款, 但多数是采用银团贷款的联合贷放方式。这种贷款方式需要得到借款国的政府有关部门的担保, 借贷双方须签订贷款协议, 费用较多, 利息率一般采用滑动利息率, 但有宽限期, 即有一段时期只付利息毋须还本。使用这种方式筹集资金应注意协议条款, 一般要争取到提前偿还条款、货币选择条款等, 因为这样可以随着汇率、利率的变化, 选择借贷货币和还款时机, 以避免损失。例如, 有提前偿还条款, 借款人就有权提前偿还贷款, 因为在以下几种情况下, 借款人一旦有了资金或另有途径筹到成本低的资金, 提前偿还是有利的: (1) 浮动汇率制度下, 贷款货币汇率上浮或有上浮趋势时; (2) 贷款协议采用浮动利率时, 贷款货币利率上浮或有上浮趋势时; (3) 贷款协议采用固定利率

时, 市场利率下浮或有下浮趋势时。再例如, 贷款货币选择条款允许借款人可以提取协议规定的贷款货币以外的各种货币, 借款人可以根据汇率和利率的变化情况选择货币, 其选择原则为: (1) 借款人力争使其所借取的货币与其借款的使用方向相一致; (2) 借款人力争使其所借取的货币与其产品的主要销售收入相一致; (3) 在利息率固定的情况下, 借款人力争提取软币, 这样可以减轻还本付息的负担; (4) 在汇率固定的情况下, 借款人力争借取利息率低的货币, 这样付息的负担就轻; (5) 在汇率和利息率都是浮动的情况下, 借款人要加以比较分析才能决定借用哪种货币有利; 当硬币的升值率大于其利息率与软币利息率的差价时, 借软币是有利的; 当硬币的升值率小于其利息率与软币利息率的差价时, 借硬币有利; 当汇率与两种货币的利息率之差相等时, 借哪种货币都一样。国际信贷的资金成本率的高低主要取决于贷款货币利息率的高低, 贷款货币利息率是受资金供求和中央银行的干预影响的, 它一般介于通货膨胀率和社会平均投资利润率之间; 贷款利息率又有名义利息率和实际利息率之分, 两者的差异成因主要有通货膨胀率的差异、复利期长短、一年的计息天数多少、利息先付、借款回存的多少等; 贷款的成本率不等于贷款的利息率, 因为贷款成本除利息支付外, 还有管理费、杂费、代理费、承担费等加大成本的因素, 同时, 作为正项开支的利息和费用支出又可以减少所

得税,这又使成本降低。如果以 K_g 表示国际信贷的资金成本率, G 表示贷款额, F_0 表示筹资费即贷款期初费用, F_1 表示管理费即贷款期中费用, I 表示贷款年利息支出额, i 表示贷款年利息率, t 表示所得税税率,那么, $K_g = (I + F_1/n) / (G - F_0) \cdot (1 - t) = (G \cdot i + F_1/n) / (G - F_0) \cdot (1 - t)$ 。例如,某国际企业在欧洲货币市场上取得一笔金额为 2000 万美元的银团贷款,年利率为 15%,筹资费为 6 万美元,管理费为 10 万美元,贷款期限为 10 年,每年年末支付利息,

第十年末一次还本,所得税税率为 50%,那么, $K_g = (2000 \times 15\% + 10/10) / (2000 - 6) \cdot (1 - 50\%) = 7.548\%$ 。在上例中,如果银团要求该国际企业保持 20% 的借款,即 400 万美元无息回存作为担保,而该国际企业要求的最低现金余额为 250 万美元,这样,余额就会多出 150 万美元,那么,该国际企业可使用的该项贷款额为 1850 万美元,因此, $K_g = (2000 \times 15\% + 10/10) / (2000 - 150 - 6) \cdot (1 - 50\%) = 8.16\%$,比原来的成本率提高 0.61%。

四、国际租赁筹资

国际企业还可以利用国际租赁方式在国际金融市场上筹集资金。这种融资方式是与融物相结合的,一国承租人向另一国出租人租赁某物取得其使用权,并按合同规定分期支付一定的租金给出租人,这是一种直接利用外资的灵活信贷方式。利用国际租赁筹集资金对承租人来说,有不少优点。例如,国际企业可以用较少量的资金引进较先进的设备,并能迅速加以利用而创造利润;它属于全额融资,能有效地使用有限的资金,使国际企业腾出资金扩大投资项目;租赁期限较长,可以使筹资成本率降低;租金在资产负债表中表现不出来,对其股票债券的上市有利;租金固定,便于核算成本,消除通货膨胀因素带来的不利影响;可以经常租用到先进的设备,利用先进的技术,保持产品竞争力;可以转嫁风险,避免盲目引进;但也有一定的缺点,诸如租金利息率一般高于贷款利息率,租金负担重;对租物只有使用权,不能随意地改进、处理;租赁公司考虑自身的利益不会将最先进的技术设备租给别人,且租赁公司本国税法变更导致其出租成本增加时,会转嫁给承租人。国际租赁的主要形式有金融租赁、杠杆租赁、回租租赁等。金融租赁又称为融资租赁或财务租赁,是指国际企业把租赁公司利用融资购进或租进来的机械设备等租赁物租进来使用,并按合同规定按期交付租金,它是国际企业向租赁公司筹措设备投资资金的一种形

式。杠杆租赁又称为平衡租赁,它是一种特殊的金融租赁方式。承租人向租赁公司租用的租赁物是由租赁公司自己出资 20~40% 另加 60~80% 的负债购置的,这样,可以依法享受减税优惠,因为贷款利息和租赁物的折旧均属成本费用,可以减少利润,少缴纳所得税;起到杠杆原理省力的作用。回租租赁是指国际企业资金特别缺乏时,将自己正在使用的机械设备卖给租赁公司,取得贷款,并以支付租金的方式再将所卖机械设备租进来使用。国际企业使用国际租赁方式融资时支付的租金包括租物原价、利润、利息、手续费等,每次支付的租金 = (租物原价 + 利润 + 利息 + 手续费 + 其他费用) / 租期内支付租金的次数。当租金为定期等额支付时,它表现为年金的形式。如果以 R 表示每次应付租金额, P 表示租物原价, i 表示包括息、利、利润、手续费等在内的年利息率, n 表示应付租金的次数,那么,当租金先付(期初支付)时, $R = P \cdot i \cdot (1 + i)^{n-1} / [(1 + i)^n - 1]$;当租金后付(期末支付)时, $R = P \cdot i \cdot (1 + i)^n / [(1 + i)^n - 1]$ 。例如,某国际企业在国际租赁市场上租用原价为 1000 万美元的租物,租赁期限为 10 年,年利息率为 10%,每半年等额支付一次租金,那么,租金先付时, $R = 1000 \times 5\% \times (1 + 5\%)^{20-1} / [(1 + 5\%)^{20} - 1] = 76.42$ 万美元;租金后付时, $R = 8000 \times 5\% \times (1 + 5\%)^{20} / [(1 + 5\%)^{20} - 1] =$

(下转第 22 页)

管理和资产运用等方面的经验,一方面可以扩大引进和利用外资。

7. 迅速制订、颁布、完善金融法规,为国外投资者投资证券提供法律保障

十一届三中全会后,我国的金融法制建设虽有很大的进展,但还很不完善。笔者认为,为了鼓励国外投资者前来中国投资证券,使中国证券市场走向国际化、规范化,同时为了加强对证券市场的管理,必须迅速建立和健全金融法律体系。这些法律应包括银行法、证券法、证券交易法、证券投资信托公司法、共同基金管理法、投资信托管理法、华侨及外商投资证券条例等。有关这方面的法律、制度和管理办法在商品经济发达的资本主义国家已经成熟,我们可以借鉴、改造,形成一套更科学、更符合我国国情的证券管理、证券投资等法律制度。目前在各种法律制度制订出来之前,可公布暂行条例,做到有法可依,并在执行中逐步完善,以保证引进外资在法律的规范下健康发展。

8. 国内会计制度要尽快按国际会计标准来统一

国内的会计制度是否与国际会计标准相吻合,对外国和港、澳、台投资者来说十分重要。但是,目前国内的会计标准与国际会计标准存在着很大的差异,内地上市公司公布的一些财务数字,难以全面、准确地反映该企业的经营情况,对证券公司了解上市企业及其作出预测带来很多困难,影响投资者对发行股票企业财务状况的判断,从而降低了投资者的认购积极性,影响了股票的销售。现在深圳和上海两个交易所正在陆续推出 B 股,这一矛盾越来越显得突出,建议凡实行股份制的企业一律应改为国际通用的会计制度。

9. 加速人才培养,为引进外商投资中国证券提供各种经营管理人才

引进外资投资证券,在其经营管理中必然需要大量精通国际金融业务、证券业务、法律、会计、审计、计算机等人才。目前这方面的业务人才十分缺乏,我们必须对之进行超前预测,在短期内通过外延扩大(人员增加)和内涵提高(在职培训)等各种途径抓紧培养,并对各种人才进行合理的配置,真正发挥其作用。

=====

(上接第 58 页)

80.25 万美元。国际企业租赁某物获得其使用权,其代价为按照合同定期支付租金,而租金属于其正项开支,可以列作费用,减少所得税的交纳,因此,国际企业每年的租赁成本金额实际上应为: 每年租金额 $\times (1 - \text{所得税税率})$ 。如果以 K_L 表示国际租赁资金成本率, P 表示

租赁物原价, E 表示年租金额, t 表示所得税税率, 那么, $K_L = E/P \cdot (1 - t)$ 。例如,某国际企业在国际租赁市场上租用原价为 1000 万美元的机械设备,支付的年租金额为 108 万美元,所得税税率为 50%,那么,其租赁资金成本率 $K_L = 108/1000 \cdot (1 - 50\%) = 5.4\%$ 。