

国际企业除利用其内部积累来发展外,还可以采用国际股份、国际债券、国际信贷、国际租赁等筹资方式在国际金融市场上筹集其所需的资金。国际企业在资金来源上,一般是内部积累占主要地位,其次为负债经营,最后才是发行股票筹资,因为内部积累中的折旧和负债中的利息支出都属于正项开支,可以减少纳税、降低资金成本率。国际企业最理想的筹资模式是同时实现以下几个目标:(1)使经过外汇风险调整后的外部资金的成本率最低;(2)使整个国际企业的税务负担最轻;(3)使整个国际企业的综合加权成本率最低;(4)使政治风险最小。在现实经济活动中,要达到上述目标,必须对筹资成本率加以计算、比较、分析,最后才能选择最佳方案。因此,本文将着重阐述综合加权平均资金成本率、筹资风险、筹资风险管理等问题。

一、综合加权的平均资金成本率

国际企业资金来源不一,其资金成本率高低也不相同。为使国际企业能正确地进行筹资决策,必须计算出一个综合加权的平均资金成本率。其计算方法为加权平均法。假定以 K 表示综合加权的平均资金成本率, W_i 表示权数,即某种长期资金占全部长期资金的比率, K_i 表示某种长期资金的成本率, K_e 表示资本成本率, E 表示资本额, D 表示负债额, K_d 表示税前负债成本率, t 表示所得税税率, $K_d \cdot (1-t)$ 表示税后负债成本率,那么, $K = W_i \cdot K_i = K_e \cdot E / (E + D) + K_d \cdot (1-t) \cdot D / (E + D)$ 。假设某国际企业在无所得税缴纳的情况下,其资金总额共为5000万美元,其中优先股500万美元,占10%,成本率为8.3%;普通股1500万美元,占30%,成本率为16.5%;留存利润1000万美元,占20%,成本率为16%;债券1200万美元,占24%,成本率为3.2%;银行贷款800万美元,占16%,成本率为9.2%,那么,其综合加权的平均资金成本率为 $10\% \times 8.3\% + 30\% \times 16.5\% + 24\% \times 3.2\% + 16\% \times 9.2\% + 20\% \times 16\% = 0.830\% + 4.950\% + 0.768\% + 1.472\% + 3.20\% = 11.22\%$,其中自有资金(优先股、普通股、留存利润)加权平均成本率为 $500/3000 \times 8.3\% + 1500/3000 \times 16.5\% + 1000/3000 \times 16\% = 14.967\%$,借入资金(债券、银行贷款)加权平均成本率为 $1200/2000 \times 3.2\% + 800/2000 \times 9.2\% = 5.6\%$ 。通过计算可以知晓该国际企业的综合加权平均资金成本率为11.22%,这就是说只有当其资金利润率高于11.22%时才有盈利,否则就不会去筹资了。上述计算还告诉我们,降低综合加权的平均资金成本率的方法主要有两种:(1)降低各项资金的成本率,如举借优惠利率的银行贷款等;(2)调整国际企业的资金来源结构,加大成本率较低的资金所占的比重,降低成本率较高的资金所占的比重,在上例中可将借入资金的比重由40%加大到50%,自有资金的比重由60%下降到50%,这样其综合加权平均资金成本率就由 $60\% \times 14.967\% + 40\% \times 5.6\% = 11.22\%$ 变为 $50\% \times 14.967\% + 50\% \times 5.6\% = 10.28\%$,即下降 $11.22\% - 10.28\% = 0.94\%$ 。

二、国际企业的筹资风险

国际企业的资金来源可以归为向债权人借入的资金,即负债或债务和企业主投入的自有资金,即资本或权益。国际企业的财务风险主要来自经营和筹资两个方面。经营风险是指由于经营方面而使国际企业的利润和利润率出现不确定性所形成的财务风险。当国际企业的资金完全属于自有资金时,财务风险只来源于经营风险。筹资风险是指由于借入资金而使国际企业的利润和利润率的不确定性增大所形成的财务风险,它是由于筹资决策的失误而造成的。随着借入资金的产生,国际企业必须定期还本付息;由于国际企业的资金利润率不确定,借款利息率也不断变化,资金利润率有时高于借款利息率,有时低于借款利息率,这可能会使国际企业的自有资金利润率升高或下跌。当资金利润率低于借款利息率时,国际企业自有资金利润率下降,有时甚至亏损,无力支付借款利息,这便会增加自有资金的财务风险。

假定,某国际企业生产经营活动中共需资金 1000 万美元,其筹资方案可以有三种:(1)全部采用自有资金;(2)采用 600 万美元的自有资金;另借入 400 万美元资金;(3)采用 400 万美元的自有资金,另借入 600 万美元的资金。预计每年息税前利润额为 150 万美元;其所得税税率为 50%;借入资金的年利息率为 8%,那么,上述三种方案的自有资金利润率如下表所示:

方 案	(1)	(2)	(3)
项 目			
资 金 总 额	1000 万美元	1000 万美元	1000 万美元
自有资金	1000 万美元	600 万美元	400 万美元
借入资金	—	400 万美元	600 万美元
息税前利润额	150 万美元	150 万美元	150 万美元
利 息(8%)	—	32 万美元	48 万美元
税 前 利 润 额	150 万美元	118 万美元	102 万美元
所得税(50%)	75 万美元	59 万美元	51 万美元
税 后 利 润	75 万美元	59 万美元	51 万美元
自有资金利润率			
税 前	15%	19.67%	25.5%
税 后	7.5%	9.83%	12.75%

上表显示,当国际企业息税前资金利润率(15%)大于借款利息率(8%)时,利用借入资金能够提高自有资金的利润率,因为借入资金的使用所带来的收益在支付利息后还有剩余,且这部分剩余利润可以并入国际企业自有资金的收益中去。自有资金利润率 = [息税前资金利润率 + (息税前资金利润率 - 借入资金利息率) × 借入资金 / 自有资金] × (1 - 所得税税率)。这个公式表明影响自有资金利润率的因素主要是国际企业息税前资金利润率的高低、借入资金利息率的升降、负债比率(借入资金与自有资金的比率)的大小、以及所得税税率的高低。当息税前资金利润率大于借入资金利息率时,应尽量多使用借入资金。上例中方案(3)比方案(2)优、方案(2)比方案(1)优正说明这一结论,即随着负债比例的升高,自有资金的利润率也不断升高:方案(1)中为 7.5%;方案(2)

中为 $[15\% + (15\% - 8\%) \times 400/600] \times (1 - 50\%) = 9.83\%$ ；方案(3)为 $[15\% + (15\% - 8\%) \times 600/400] \times (1 - 50\%) = 12.75\%$ 。一般是息税前资金利润率越高，借入资金的利息率越低，负债比率越大，所得税税率越低，自有资金的利润率就越高；反之，则相反。这主要是由于财务杠杆系数的作用所致。

所谓财务杠杆系数是指国际企业息税前利润与税前利润的比率，即财务杠杆系数 = 息税前利润 / 税前利润 = 息税前利润 / (息税前利润 - 利息)。上例中三种筹资方案的财务杠杆系数如下表所示：

方 案 项 目	(1)	(2)	(3)
资 金 总 额	1000 万美元	1000 万美元	1000 万美元
自有资金	1000 万美元	400 万美元	600 万美元
借入资金	—	600 万美元	400 万美元
息 税 前 利 润	150 万美元	150 万美元	150 万美元
利 息 (8%)	—	32 万美元	48 万美元
税 前 利 润	150 万美元	118 万美元	102 万美元
所 得 税 (50%)	75 万美元	59 万美元	51 万美元
税 后 利 润	75 万美元	59 万美元	51 万美元
自有资金利润率			
税 前	15%	19.67%	25.5%
税 后	7.5%	9.83%	12.75%
财务杠杆系数	1.0	1.27	1.47

上例显示，自有资金的利润率是随着借入资金的增多和财务杠杆系数的增大而提高的。这样，国际企业可以采用多借入资金的方法来提高其自有资金的利润率，这好象省力的杠杆一样，故称为财务杠杆系数作用。但应该注意，这种杠杆作用必须是在国际企业效益较好时，具体来讲是在国际企业的息税前资金利润率大于借入资金利息率时才有效。而当国际企业效益不佳时，息税前资金利润率下降，或市场上借款利息率上升，使国际企业息税前资金利润率低于借入资金利息率时，这种杠杆作用就无效了，自有资金的利润率就会随着国际企业借入资金比率的增大而降低。例如，假定在上例中，国际企业息税前利润为 80 万美元，即息税前利润率为 8%，而借入资金利息率为 10%，那么，上述三种筹资方案的财务杠杆系数会随着借入资金的增多而增大，而自有资金的利润率却下降，如下表所示：

总之，在国际企业资金总额中，借入资金的比例越大，财务杠杆利益亦越大，财务风险亦越大。因此，国际企业在筹集资金时，应权衡财务杠杆利益和财务风险，根据国际企业的具体情况，合理安排国际企业的财务结构，使自有资金与借入资金保持适当的比率，加强国际企业筹资风险管理。一般在国际企业的生产销售势头较好并有稳定上升趋势，且息税前资金利润率大于借款利息率时，可以适当地增加借入资金，提高财务杠杆系数，以提高自有资金的利润率。反之，则应适当地减少借入资金，降低财务杠杆系数，以降低财务风险。

方 案 项 目	(1)	(2)	(3)
资 金 总 额	1000 万美元	1000 万美元	1000 万美元
自有资金	1000 万美元	400 万美元	600 万美元
借入资金	——	600 万美元	400 万美元
息税前利润额	80 万美元	80 万美元	80 万美元
利 息(10%)	——	40 万美元	60 万美元
税 前 利 润 额	80 万美元	40 万美元	20 万美元
所 得 税(50%)	40 万美元	20 万美元	10 万美元
税 后 利 润	40 万美元	20 万美元	10 万美元
自有资金利润率			
税 前	8%	6.67%	5%
税 后	4%	3.33%	2.5%
财务杠杆系数	1.00	2.00	4.00

三、国际企业筹资风险管理

国际企业进行筹资风险管理实际上就是选择一个最佳的财务结构。国际企业财务结构，即国际企业的资金来源结构，是指国际企业的负债与资本的比例关系，两者应保持一个适当的比例关系，以使资金成本率最低且财务风险最小。这种使无风险情况下的加权资金成本率最低的负债与资本的比例关系就是最佳财务结构。

一般是负债的成本率相对较低而资本的成本率相对较高，因此，国际企业可以在既不明显增加负债成本率又不提高资本成本率的情况下适当提高其财务结构中的负债比率来降低其综合加权平均资金成本率。只不过，国际企业的负债比率不能超过某一限度，否则，国际企业可能会出现财务风险，甚至倒闭。这是由于随着负债比率的提高，债权人会要求较高的回报，这样，国际企业的负债成本率和资本成本率都会提高，从而其综合加权平均成本率也会提高。总之，提高负债比率可以降低国际企业的综合加权平均资金成本率，但负债比率提高到一定程度后再提高时就会使国际企业的综合加权平均资金成本率提高。因此，应找出一个最适当的负债比率，以使国际企业的综合加权平均资金成本率最低和财务风险最小。而这种最佳财务结构又必须通过分析负债比率对资本成本率的影响和负债比率对负债成本率的影响才能确定。下面举例说明最佳财务结构的选择。

首先，应考虑负债比率对资本成本率的影响。国际企业的负债比率越高，其财务风险就越大，所有者对其投入资本的报酬率要求也就越高。一般是所有者对其投资要求的报酬率(K_e)主要包括三大要素：①所有者要求的无风险报酬率(i)；②国际企业经营风险补偿率(γ)；③国际企业筹资风险补偿率(β)。如果以公式表述，则为 $K_e = i + \gamma + \beta$ 。假设某国际企业的有关数据资料如下表所示：

其次，应考虑负债比率对负债成本率的影响。当国际企业的负债比率未达到一定程度前，负债成本率不会提高，而当其负债比率达到一定程度后，负债成本率则会随着负债比率的增大而提高，

负债比率 (%)	i (%)	γ (%)	β (%)	要求报酬率 K_e (即资本成本率)
0	6	6	0	12
10	6	6	0.2	12.2
20	6	6	0.5	12.5
30	6	6	1.0	13
35	6	6	1.2	13.2
40	6	6	2	14
50	6	6	4	16
60	6	6	7.5	19.5
70	6	6	13	25

因为国际企业业的负债比率越大,其财务风险亦越大,债权人就会要求更高的报酬率;同时,随着负债比率的提高,国际企业有时不得不借取金融公司、保险公司的高利息率的贷款。假如上述国际企业的有关数据资料如下表所示:

负债比率 (%)	利息率 (%)	所得税税率 (%)	税后负债成本率 (%)
0	6	50	3
10	6	50	3
20	6	50	3
30	7	50	3.5
35	8	50	4
40	9	50	4.5
50	12	50	6
60	17	50	8.5
70	25	50	12.5

上表显示,该国际企业的负债比率未达到20%时,其负债成本率不变;负债比率超过20%以后,其负债成本率则开始上升。

最后,确定最佳财务结构,即找出适当的负债与资本比率,以使其综合加权的平均资金成本率为最低。在数学上这无非是一个求极小值的问题。依据上述两表中的有关该国际企业的有关数据资料可以编出上述例子在不同的财务结构下的综合加权平均资金成本率表格:

财 务 结 构		资本成本率 K_e (%)	税后负债成本率 $K_i(1-t)$ (%)	综合加权平均资金成本率 K (%)
资本(%)	负债(%)			
100	0	12	3	12.00
90	10	12.2	3	11.30
80	20	12.5	3	10.60
70	30	13	3.5	10.15
65	35	13.2	4	9.98
60	40	14	4.5	10.20
50	50	16	6	11.00
40	60	19.5	8.5	12.90
30	70	25	12.5	16.25

从上表的数据中可以看出,当该国际企业的负债比率为35%时,其综合加权平均资金成本率最小(9.98%),因此,该国际企业的最佳财务结构是负债与资本的比率为35/65。