

我国股份制企业的国际融资及其决策

马 兴

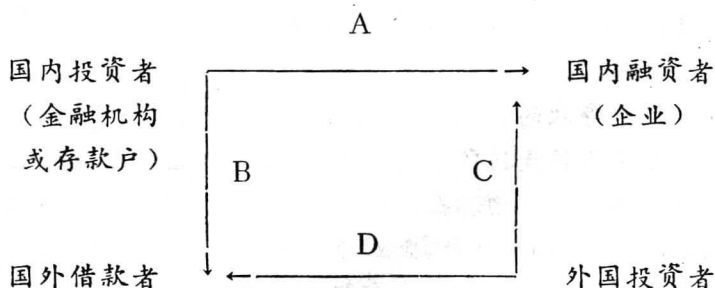
目前,我国已有 50 家上市的股份有限公司发行了人民币特种股票 B 股,有九家公司在港发行了 H 股,另有数家公司已经或即将以存托凭证的方式在美国上市。在此之前,早有企业在海外举债融资的成功先例。就企业的筹资决策和方法的原理而言,国际融资和国内融资基本上是相同的,差别是国际融资的市场范围扩大了,融资的方法增加了,各种相关因素的互相影响更为复杂了。这一切既给企业带来了更大的风险,也提供了更多的机遇。股份有限公司是我国现代企业制度中最高形态,企业迈向国际市场、进行国际化经营是发展的必然趋势。因而,对于企业的国际融资及其决策这一企业经营管理的核心问题必须引起高度的重视。

一、国际金融市场与国际融资

(一) 国际金融市场

企业一进入国际市场,首先就会遇到国际间资金融通问题,而国际金融市场则是必不可少的融资场所。企业的国际经营业务愈发展,资金的筹措与运用就愈趋于国际化。随着世界经济的发展,主要发达国家对金融市场的管制愈加宽松,金融市场逐步对外开放,国内的财务活动向广阔的国际空间不断延伸,全球一体化的国际金融中心业已形成并发展成熟。所谓金融市场,其完整的体系应包括三部分内容:(1)外汇市场;(2)各国国内金融市场(内部市场);(3)国际间的金融市场(外部市场)。

虽然我国目前尚未形成真正意义的外汇市场,但其毕竟同国际金融市场的业务紧密相关,而且国内财务市场往往又是国际金融市场的基础,两者之间也是相辅相成的,由此可得出我国企业国际财务活动的基本框架:



A : 国内金融市场
B&C: 国际金融市场
D : 境外市场(离岸市场)

这四个方面的交易活动在充分发展的国际金融中心里是全面存在的，它们互相补充，互相渗透，构成了世界范围内的国际财务活动的核心体系。根据目前我国的具体情况，我国企业的财务活动主要是利用 A、C 两个市场。

国际金融市场运作的特点是：(1) 市场上资金的供应者与需求者一般不是同一国的居民和法人；(2) 市场上的交易货币一般也不是市场所在国的货币，而为国际通货；(3) 交易金额庞大，手续复杂，专业性极强。参与中介借贷业务和包销证券业务的金融机构都是国际著名的投资银行和跨国财务公司。

国际金融市场的特点表明，在国际金融中心所从事的各项金融交易活动，原则上已脱离了它们原来各国的控制管理范围，其灵活性和国际化的程度特别高，市场广度(参与者)与深度(交易金额)都较国内市场大得多，尤其是二级市场非常活跃。但由于我国目前的股份制企业尚不具备跨国公司的全球性的融资功能，因此一般难于直接进入这个市场，通常要通过国内、外专业性证券公司及投资银行等机构间接参与。

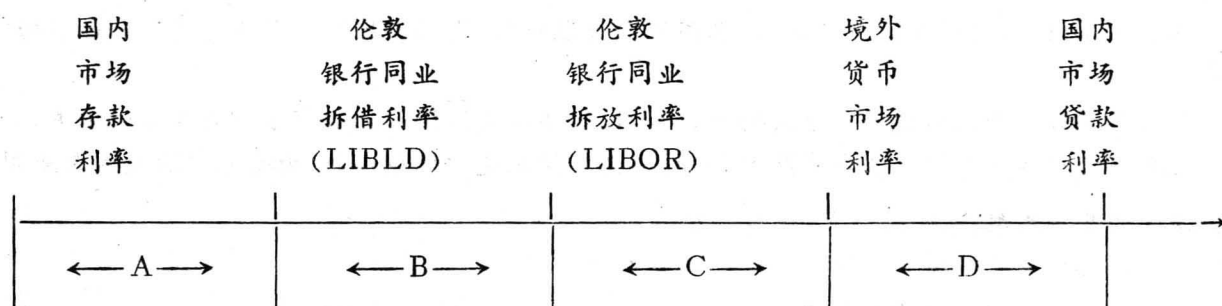
(二) 国际金融市场的融资

从企业融资角度看，国际上存在的金融市场有三类：(1) 欧洲货币市场(亦称国际通货市场)；(2) 国际债券市场；(3) 国际股权市场。在这些市场上有一些特定的融资业务，而后两类又通称为国际证券市场。

1. 欧洲货币市场的融资

欧洲货币市场，习惯上称欧洲美元市场和欧洲其它通货市场。在这里，“欧洲”的意义不是指欧洲这个特定的地理位置，而是泛指一国货币在境外流通从事存放款业务的意思。实际上，欧洲货币市场不仅限于欧洲范围内，其分布已遍布全世界。

欧洲货币市场不存在任何管制，银行存放的利率也不受货币发行国家国内利率的限制，一般都比国内存放利率优惠。而且，由于不存在法定储备，银行贷款利率同银行资本成本之间的利差变得非常小。



A 表示企业在境外市场上存款的利益；B 表示银行间拆借、拆放之间的利差；C 表示企业在境外市场借款时超过伦敦银行同业拆放利率的成本；D 表示企业在境外市场上借款的利益。

上图表示欧洲货币市场的利率结构。在我国目前的利率条件下，一般说来，企业在欧洲货币市场的融资成本低于国内融资成本，如有可能，企业应大量利用欧洲货币贷款。

欧洲货币贷款是一种特殊类型的国际商业贷款，贷款是通过贷款协定确定的。有两种途径提供欧洲美元：(1) 先由银行到境外银行同业间拆借欧洲货币，如美元，然后再贷款给需要借款的企业；(2) 由欧洲银行利用自己的欧洲美元存款，贷款给需要借款的企业。

贷款利率是在当时 LIBOR 的基础上加上一定的息差。这部分息差就成为借贷双方在利率上

争议的焦点,因其事关企业的融资成本及放款人的利得。欧洲货币贷款协定常常规定有多种货币选择权的条款。按规定,企业可在贷款期限内每次提款时选择一种或几种货币,其总额一般都以美元计值。在以其它货币提款或偿还时都以提款或偿还日前两天的市场该币即期对美元的汇率折算。贷款的形式也多种多样,既可以是短期的,也可以是中长期的。

此外,欧洲货币还提供两种备用的融资手段:(1)欧洲美元信用额度贷款。即银行同意在一定限额下以现行的 LIBOR+一定息差向企业放款,银行收取手续费;(2)欧洲美元循环信用贷款。指银行承担以接收企业短期票据(PAPER)方式,在3~5年时间内提供信贷。企业的短期票据,一般为每180天更换周期一次。

还必须提到的一点是,在企业的信贷需求超过一个银行的信贷能力时,银行之间可以协商组成欧洲信贷银团(辛迪加),而这一般是在大额资金筹措时应用,包括向企业以外如国家政府的贷款时应用。

2. 国际债券市场的融资

国际债券市场包括:(1)欧洲债券市场。这是由国际银行辛迪加和证券公司包销后,出售给除债券面值货币发行国家以外的各个国家。例如,我国某企业发行面值货币为美元的债券,向美国以外的投资者如欧洲、日本等出售,这种债券就是欧洲债券;(2)外国债券市场。这是由债券市场所在国以辛迪加机构承购包销后,销售给该国的投资者,而发行债券的企业则来自该国以外的国家。例如,我国公司发行的债券,面值货币是日元,在日本由投资银行出售给日本投资者,这种债券在日本来说就是外国债券。

外国债券出现最早,历史较长,债券的发行同国内市场联系在一起,受本国金融管理部门约束。欧洲债券市场则像欧洲货币一样,不受任何国家金融管理部门管辖。欧洲债券市场是随欧洲货币市场的产生和发展而形成的。其发行额年年递增,在国际债券发行总额中早已超过外国债券而占统治地位,近来又超过了银行长期贷款的规模。

企业利用国际债券市场融资,是一项具有很高策略技巧的财务管理活动,在决定向国际债券市场筹资前,必须注意:(1)充分了解国际金融市场的动态趋势;(2)了解国际证券投资对象(包括政府、个人、企业及金融机构),他们各自的投资目的和意图;(3)确定投资购买者的主要利益对象及其对债券的货币标价、期限的要求;(4)各国汇率、利率的走向。

3. 国际股票市场融资

近来,我国股份制改革力度加大,除了继续增加企业国内上市股及B股的发行外,还力举一部分实力雄厚、效益良好、发展前景看好的国有大中型企业的股票在美国、香港等地上市。目前我国共发行H股58亿股,筹集外资124亿港元,同时,以华能国际为代表的四家大型电力、能源企业,伴随着轮胎橡胶、二纺机、氯碱化工等先行军的股票,已拉开了在美国上市的序幕。

尽管取得了令人瞩目的成就,但就总体来说,我国尚未形成国际性股权融资的态势。这主要是因为我国有关部门包括海外投资机构,对股权资本流动的认识还有很大顾忌和疑虑。

企业在国外发行股票,其筹资发行费用很高,一般为面额的2.5~6.5%。尽管如此,仍有越来越多的企业涉足国际市场,这主要是由于:(1)企业在国外上市股票的目的并非全在筹集资金,更有扩大公司的名声与影响,提高其国际信誉的意图;(2)为了在国外兼并企业,便于股权交换;(3)在发行可转换债券时附有认股证书,由认股证认购股票,其真实目的在于扩大前者。

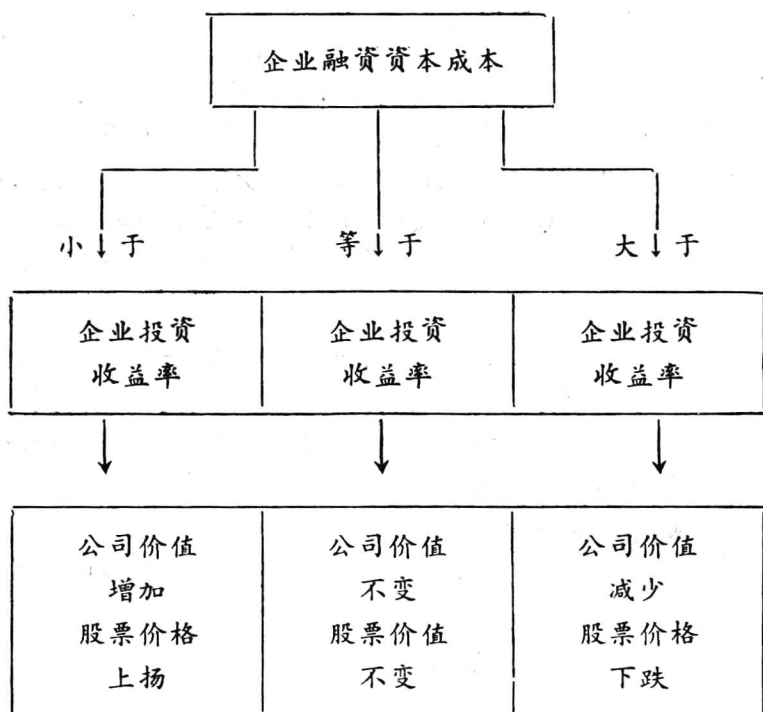
企业在国外发行股票,视各国情况不同,有不同的管理办法。在美国,外国股票通常通过“美国证券托存收据(American Depositary Receipts, ADR)”进行交易。这是一种由美国银行在美国代理发行的外国可流通证券,视同美国证券一样管理。

二、跨国融资的财务决策

(一) 资本成本与资本结构

在投资决策中,如果一个投资项目所产生的净现金流入用资本成本贴现后的现值大于投资额,或投资的内部收益率大于资本成本,该项目便可接受。资本成本是投资者放弃其它资金用途而损失的机会成本,也就是企业为满足投资者收益要求而必须保证的资金收益率。

企业在融资过程中,资本成本是最重要的财务决策参数。其主要的意义在于确定企业的投资收益率和市场价值的大小,三者关系如下:



从这个意义上说,资本成本也就是保持公司股票价格为常数的投资收益率。

需注意的是,企业国际融资的资金来源不同,所要求的成本也不同。公司的综合资本成本,是以公司各种资金来源如信贷、票据、公司债券和普通股在企业全部资金中所占的比重为权数乘以各自的单项成本相加后得到的。

由上述可知,企业的资本成本是由各资本来源的单项资本成本与企业资本结构(即资金来源)共同决定。在企业的国际融资中,选择合适的公司资本结构是一项很困难的工作。例如,举债可以使企业更充分地利用节税收入,但同时增大了企业的财务风险,增加了债务成本,很难绝对地说这是一件好事或是坏事。总而言之,选择公司的资本结构要考虑四个因素:(1)政府税收。如果企业确能通过增加债务来减少税收,增加股东权益,那么,提高资本结构中债务比例有利。为此,企业须对相关法律进行认真分析;(2)风险。风险高的企业,发生财务危机的可能性也高,如果因资本结构配置不当导致企业风险增加,显然不可取;(3)资产类型。无形资产比例大的企业,其破产成本高,资本结构中债务比例要低;无形资产比例小的企业,其破产成本低,资本结构中债务比例可适当

高些；(4)资金储备。从长远来看,公司的价值取决于公司的投资决策和经营方针,而不是企业的筹资方式。只有经营得法,投资决策正确,才能保持企业的长盛不衰。所以,某些企业愿意保持较高的资金储备,以便未来合适的投资机会出现时能迅速做出反映。对于那些拥有较多发展机会的企业来说,这一点尤为重要。因此,力求较低的债务比率,拥有能够迅速变现的各种短期金融资产和借款能力的储备,是高新技术企业的最佳的资本结构模式。

(二) 我国企业可行性国际筹资方式的确定

我国企业的国际化筹资,必然会影响到企业的资本结构。在跨国筹资的方式上,怎样确定其合理的资本结构有许多值得探讨的问题。由于企业筹资的范围跨出国界,其筹资渠道增加了,国际筹资的激烈竞争有可能降低企业的综合筹资成本费用。由此,可利用财务杠杆的方式方法,用盈亏平衡方法及仿真分析对筹资方式做出可靠的评估。

在综合考虑资本成本及资本结构等各种因素后,根据我国股份制企业实际情况,笔者建议,企业按下述顺序考虑其国际筹资方式的选择:(1)在诸多渠道中,首先考虑内部积累。因为这种方法筹资阻力小,保密性好,风险低,无发行成本,有为企业保留更多的借款能力等诸多优点;(2)如需外部筹资,则倾向于商业票据→一般公司债→复合公司债→可转换公司债→贷款→普通股次序。普通股的发行成本高于债券,还易在证券市场上造成对企业的不利影响;(3)保持一个相对稳定的目标股利,尽量避免股利发放的大起大落。但由于企业盈利和投资都是不稳定的,稳定股利发放必然会导致企业税后利润有时不能满足资金支出的需求,有时又会超出资金支出的需求,这就要求:

