

跨国经营中汇率变动的 经济风险及其防范

王 华

随着我国对外关系的扩大,我国的许多企业正在从国内走向国外,一些企业正在变为跨国企业;而我国已开始实行市场基础上的人民币汇率的浮动体制,加之世界性浮动汇率制的背景,企业进行跨国经营无疑面临着较大的汇率变动风险。大体上来说,可以将汇率波动引起的跨国经营收益的波动分为3种类型:一是因谈判达成的合同汇率与交割时的实际汇率不同而引起的收入变动(与

合同值比较),一般称为交易风险;二是将各子公司的经营收益换算为本币时因汇率波动而引起的收入变动,一般称为换算或会计风险;三是因汇率变化引起各种经济条件变化,使跨国公司的经营环境改变而引起的收入变动(与预期相比),一般称为经济风险。交易风险可通过市场保值而转移,换算风险可通过设计和选用较合理的换算制度而降低。本文就经济风险的特点及其防范作如下探讨。

一、经济风险的特点

近年来的研究表明,汇率本身就是一个基础变量,其大小并不完全决定于其它宏观因素,而是和利率、物价等变量相互影响,其变动呈现很大的随机性。经受外界冲击后,汇率并不能立即恢复到原来的均衡位置,而是需要较长的时间(2~3年)。对跨国经营的企业来说,这意味着汇率波动引起的不仅是临时的价格变化,而是对一些环境变量(如利率、需求结构等)有长期的甚至永久性的影响。环境变量的变化,会引起公司的产品价格、市场份额、生产成本等指标的变化,从而引起收益波动,给企业带来经济风险。与交易风险和换算风险相比,经济风险至少存在以下特点:

1. 经济风险存在于经营的各个方面(横向分析)

汇率变化意味着各国同种商品之间的差价和一国不同商品之间的比价都要变化,这种价格体系的变化,会引起各国的政策调整,会改变国内及国际市场上的生产条件和需求结构。所以,汇率变化的经济风险存在于跨国经营的各个方面。第一,汇率变化引起生产过程中的成本变化。跨国企业常常是向世界各地的客户提供以外币表示报价单,在报价单有效时期内,企业有义务按报价提供商品,不能随意改变价格。但外汇波动会改变某些原料和中间投入品的价格,从而改变生

产成本。由于售价不变,成本变化引起的收入变动,完全要由跨国企业承担。第二,汇率变化引起销售过程中的价格变化。跨国企业在不同国家销售,正如传统理论已经证明的那样,最佳策略是在不同市场上索取能够取得的最高价,即实行差别定价原则。汇率波动,会引起当地销售的市场份额和跨国企业的本币价改变,从而引起收入的波动。如果随汇率变化改变商品的当地价,保持产品的本币价,向该市场出售相同产品的其它生产者和当地的消费者都会有相应的反应,市场份额因此发生改变(其大小决定于需求价格弹性和供给价格弹性),企业要承担因此而引起的收入变化;如不顾汇率波动而保持当地价格不变,企业不仅要承担本币价格变化引起的收入变动,还会因其他竞争者策略的改变导致市场份额变化而受到影响。第三,汇率变化引起竞争态势的改变。跨国企业在东道国生产,时刻都面临着当地企业或其他跨国企业的竞争。若当地货币贬值,会引起其他投资者的进入,市场份额和价格都可能下降;若当地货币升值,其他公司退出市场,但跨国企业却可能因资产专用性限制而不能撤回。专用资产的不可逆性越大,汇率变动引起的经济风险就越大。

2. 经济风险存在于跨国经营的整个时期(纵向分析)

不论是短期、中期或是长期内,跨国经营的风险都存在并且有不同的特点。首先,短期内,合同义务必须履行,但生产成本、市场需求,可能已因汇率波动而变化,使实际收入不同于预期收入。其次,中期内(1~2年),若利率、通货膨胀率、汇率之间的均衡关系(平价关系)存在,即使公司不能自由调整价格和成本,汇率波动造成的损失,也会因其它经济变量的有利变化而抵消,预期收入仍可以实现,公司市场价值不变。但事实上,物价、利率等宏观经济变量对汇率变化的调整

不是完全的,更不是同时的,公司也不可能及时、准确地调整价格或成本以完全适应新的经济环境,实际的与预期的经营收入就会不同。再次,如果汇率的某些变化被认为是长期的(2年以上),现存的和潜在的竞争者就会调整经营策略,引起公司间市场势力的消长。竞争态势的改变,会引起经营收入的长期变化。有时,即使汇率波动是短期的,其影响也可能是长期的,因为竞争态势可能因此就长久地改变了。在长期内,所有与国际市场有关的企业,都不同程度地受汇率波动的影响。

3. 经济风险很难估计

经济风险与未来的售价、销售量、成本等变量有关,而这些变量在不同时期和不同条件下是如何受汇率变动的影响,与整个经济结构(包括宏观和微观方面)有关,汇率变化、经济环境变化、收益变化三者之间的关系,仍未找到具有实用价值的较稳定的表现形式。要估计某次汇率变动(本币升值或贬值)在多大范围内和多大程度上影响跨国企业的本币收益,首先要估计重要的宏观经济变量(如利率、物价水平等)与汇率变化之间的关系,这就是平价体系力图完成的。可是,近年来的检验表明,平价体系在短期内不成立,在长期内也不存在精确的形式;其次,要估计出企业经营如何受环境变化的影响,如当地市场对公司产品需求的价格和收入弹性;最后,要估计公司之间因汇率变动引起的策略变化对各自市场势力的影响。每一步估计都不可能考虑到所有方面,因而几乎不可能得出准确的有管理意义的结果。

对于不能被准确识别的经济风险,没有可供使用的市场工具,对其管理就只能采取一种方向性的、策略性的手段;不能通过设计一种稳定的制度来处理,就只能改变公司自身来适应环境的变化。随着由汇率变化引起的环境变化,对公司的生产和销售进行调整,

在避免损失的同时,也可能因此而带来收益。因为经济环境改变了,不能适应的企业就会

失去市场份额,能适应的企业会因此而获益。

二、经济风险的管理

跨国企业对经济风险进行管理的关键是在作出长期性国际经济业务的承诺或约定之前,就辨清汇率变动风险,并采取相应的措施,以尽可能地利用汇率的变动来改善企业未来的净现金流动。具体措施有如下几条:

1. 市场策略

首先,很重要的一条就是要增强商品的非价格竞争能力。这样就可以轻易地将汇率变动的不利后果转嫁到价格上去,也就是说,使调整外币计价的出口价格以及国内制成品销售价格能够容易做到。这就必须在产品特色、技术水平上下功夫。试想,如果跨国企业能够制造有特色的差异产品,市场对其产品需求的弹性较低,替代程度不高,则市场份额就较稳定,价格调整的余地较大,管理经济风险的能力也相应较强。因为汇率发生有利变化时,可以利用价格优势迅速占领市场,汇率发生不利变化时,市场份额也不易消失。其次,产品的定价要在维持市场份额和保持产品价格不变两者之间权衡。如东道国货币升值,第三国货币贬值,有向第三国出口业务的子公司,可以提高以第三国出口货币标价的价格以保持用东道国货币表示的边际利润不变,但因第三国市场上有同种产品生产者的竞争,单方提价会失去部分市场,最终收益是增加还是减少,决定于产品的需求价格弹性。如需求价格弹性大,就应回避提价策略,力图扩大销量取得市场。如本企业的产品是差异产品,对它的需求价格弹性低,则最好是改变价格,因为此时的市场份额是相对稳定的。再次,在汇率发生变动的情况下,可改变促销政策。具体地说,就是生产国货币贬值时,向第三国出口的子公司应增加广告和培训等促

销支出,因为此时可以低价策略占领市场;相反,生产国货币升值时,促销支出应减少。

2. 生产策略

首先,跨国企业应增加在货币贬值国子公司的生产,减少在货币升值国子公司的生产。例如,由于马克在近年里的持续坚挺,德国大众汽车公司就在美国的宾夕法尼亚州设立了一个主要的汽车制造厂,并且还与发展中国家共同举办合资企业。其次,可通过变更投入物的来源来减少经济风险。从长期来看,从软通货国家进口更多的原材料和零部件是非常有利的。当以某种外币定价的原料成本上升时,在贬值地区重新寻找新的原料供应来源,就可以避免损失。在选择原料来源时还应考虑不同货币之间的相关性。例如,日本厂商从韩国、台湾省等新兴工业化国家和地区购买零部件。这些国家或地区的货币与美元是紧密相联的,随着美元对日元的贬值,日本的进口成本下降,可在一定程度上减少本币升值对出口造成的损失。再次,在没有其它更好的策略时,通过关闭缺乏效率的工厂,提高自动化程度,进行企业组织变革等方法来提高生产率。因为提高生产率,可以抵补汇率发生不利变动时的损失,一定程度上减轻汇率波动的冲击。

3. 融资多元化策略

从理论上讲,假如货币市场和外汇市场是有效率的,有关国家之间的借贷利差将抵消预期中的汇率波动。然而,在现实的世界经济中,许多市场的调节效率并非是充分的,所以跨国企业应该根据汇率变化的预期,及时调整子公司的资产和负债结构。例如,某

东道国货币预期升值,会使该地的子公司收入减少,但若相应增加以东道国货币标价的债权,资产增值导致的收益增加可以抵消经营收入的损失;反之,当东道国货币预期贬值,则增加该货币的债务,货币贬值后就会减轻债务负担。但是,事实上汇率的变化很难准确预测,资产、负债的增减也受到客观条件的限制,所以跨国企业最好是采取融资多元化策略,也就是持有以不同货币定价的资产和债务。一种货币贬值导致的资产损失,由另一种货币升值导致的资产收益来抵补;相反,一种货币升值导致的负债增加,由另一种货币贬值导致的负债减少来抵消。只要合理选择货币组合,根据资产债务结构构造自己的合成货币,就可以降低单一货币汇率波动造成的损失。

4. 分散经营策略

正如前面提到的那样,对汇率运动的预测,特别是长期性预测,很难进行得准确。例如,很少有人会在1975年就能准确地预测到,在若干年之后英镑会因北海油田的成功开发而从疲软转向坚挺;而在差不多的时间里,因为美国政府缺乏一个明智的能源政策等原因,国内大量进口石油,国际收支出现巨额逆差,从而美元日趋疲软。所以,没有必要在条件不具备的情况下硬去推测未来。对于跨国企业来说,弥补汇率风险的另一个有效策略

就是在全球范围内分散其生产基地和销售市场。这种策略所产生的效果与国际投资者在进行证券投资时,注重资产分散化所取得的利益是一样的。例如,美国通用汽车公司就早已享受着生产基地和销售市场分散化的好处,它在向世界市场出口汽车占领市场份额时,能从许多供货渠道中作出选择,从而在一定程度上消除了某种货币汇率变动所造成的不利影响。就拿现在的情况来说,马克的持续坚挺会削弱通用汽车公司德国的子公司在国际市场上的竞争能力,但它可以转向货币相对较软的英国、澳大利亚或拉美国家的联属企业,请它们扩大出口来填补德国子公司留下的空缺。

当然,要使上述对经济风险的管理得到贯彻实施,有个前提条件,那就是对企业管理人员的经营业绩评价与考核所使用的时间跨度应足够长,而不是仅仅依据企业的短期收益情况。否则的话,他们就不会对经济风险作出积极的反应,而去热衷于争取当期会计报表所反映的经营业绩。总之,跨国企业要想实现其长期利润最大化的目标,就必须充分而又仔细地分析经济风险对公司税后现金流量现值可能造成的各种实际的和潜在的影响,积极采取适当的调整和弥补措施,努力使企业的市场价值从长远看达到最大化。显而易见,这应成为汇率风险管理的重点。

* *

* *

* *

* *

* *
