

欧洲票据市场的发展和 EMTN

潘渭河

摘要 在欧洲货币市场上,出现了一个欧洲票据市场,与欧洲债券市场、欧洲辛迪加贷款市场相并立,共同构成了欧洲货币市场。作为欧洲票据市场的一个主要特征是,在融资工具的发行过程中,银行提供了各种形式的信用支持,这种信用支持形式的差异,形成了 ECP、EMTN 与 Euro-note 之间的区别。

关键词 欧洲票据 欧洲商业票据 欧洲中期票据

一、欧洲票据市场的形成

20 世纪 80 年代以来,欧洲货币市场的构成,发生了重大的变化。国际金融方面的权威杂志《金融市场趋势》1998 年第 69 期对欧洲金融市场构成所作的统计有两个方面的特点值得注意,首先,它根据金融工具的融资机制方面的特征,对欧洲金融市场的构成作了新的分类。这种分类标准,是国内中文文献资料中相关的统计所未见的。这说明,Uncommitted Borrowing facilities 即欧洲票据市场上的各种融资工具,已经形成了共同的特征,而有别于欧洲债券市场与欧洲辛迪加贷款市场。这些特征是:

(1) 它们都是以美国证监会(SEC)颁布的“415”规则为基础,采取了“shelf registration”的融资形式,即一次向 SEC 登记一个融资额度,分期发行融资工具,筹集资金。

(2) 与债券不同,票据市场融资工具的发行以企业信用为基础,而不向投资者作任何抵押。这就是所谓的“uncommitted”。

(3) 在融资工具的发行过程中,银行提供了各种形式的信用支持,这使得欧洲票据市场的融资工具,以直接融资为基础,又兼具间接融资的某些特征。

其次,欧洲票据市场已经具有相当的发展规模。在各种融资工具中,80 年代中期才出现的 EMTN,在数量上已居第 2 位,仅次于欧洲债券。由此,本文得出结论,在欧洲货币市场上,出现了一个欧洲票据市场,与欧洲债券市场、欧洲辛迪加贷款市场相并立,共同构成了欧洲货币市场。

欧洲票据市场的出现不是偶然的。从投资者方面来说,70 年代末出现的国际债务危机,使得投资者对于债务工具发行者的信用质量,提出了严格的要求。从金融机构方面来说,欧洲债券市场的发展,一方面挤占了银行贷款的市场份额;另一方面,又降低了美国资本市场在国际金融市场上的地位。1982 年,美国证监会颁布的“415”规则,其本意是放松对于债务工具发行方面的某些限制条件,与欧洲债券市场争夺市场份额。“415”规则直接启动了美国商业票据(CP)市场的发展,同时又为欧洲银行机构争取新的市场机会提供了样式,奠定了欧洲票据市场的发展基础。Euro-note(欧洲票据)、ECP(欧洲商业票据)、EMTN(欧洲中

期票据)是美国 CP 在欧洲条件下的翻版和发展。1990 年美国证监会颁发的“144A”规则,允许以私募形式发行的证券,在合格的金融机构之间的流通,成为欧洲票据市场演变和进一步发展的催化剂。

欧洲票据市场的形成和发展,是 80 年代以来欧洲货币市场变化的主要趋势。1992 年出版的由 Eiteman、Stonehill、Moffett 合著的《Multinational Business Finance》一书,就把欧洲票据、欧洲债券市场、欧洲辛迪加贷款市场作为欧洲货币市场的三大业务构成进行讨论。我国学术界已经感受到这种发展趋势的影响,在各种中文文献资料中,对于欧洲票据、欧洲中期票据有许多的介绍。但是这些介绍的一个缺点是,并未将欧洲票据市场作为欧洲货币市场的一个重要构成来认识。

二、欧洲票据市场的演变

表 1 欧洲票据市场 80 年代的市场构成 (单位:10 亿美元)

	1986	1987	1988	1989
Euro - notes	15.0	15.2	10.4	6.6
Euro - Commercial Paper(ECP)	50.3	46.1	52.5	47.9
Euro - Medium - Term Notes (EMTN)	5.5	12.0	16.1	12.0
Total	70.8	73.4	79.0	66.4

《Multinational Business Finance》第 319 页 1992 年版

表 2 欧洲票据市场 90 年代的市场构成 (单位:10 亿美元)

	1992	1993	1994	1995	1996
NIF	1.6	1.5	0.3	1.6	0.4
ECP	28.9	38.4	30.8	55.9	80.6
EMTN	97.9	113.2	222.0	345.8	375.0

《Financial Market Trends》1997-66 期

表 2 的 NIF(票据发行便利)就是表 1 的 Euro - note, NIF 与 Euro - note 是从不同的角度对同一种融资工具的命名。由表 1、表 2 可知,欧洲票据市场的发展,经历了一个演变过程。80 年代, Euro - note 占有相当的市场份额,90 年代, Euro - note 的市场地位极大地下降, EMTN 成为 90 年代欧洲票据市场的发展主流。人们注意到这样一个演变过程后,很自然地会问,作为欧洲票据市场三种融资工具, Euro - note、ECP、EMTN 其间的差别是什么呢?我国国内中文文献资料对于这种区别的介绍是含混不清的。有一种说法是, ECP、EMTN 与 Euro - note 之间的区别在于, Euro - note 是由金融机构包销的,取消了这种包销形式, Euro - note 就变为 ECP、EMTN。也有一种说法是 ECP 是短期票据, EMTN 是中期票据。其实,就 EMTN 而言,其销售方式,既可以像欧洲债券那样,采取国际辛迪加方式包销,也可以不采取包销方式。而就 Euro - note 而言,其销售方式也可以不经过金融机构包销。是否采取包销方式,并不构成 EMTN 与 Euro - note 之间的主要区别。在资金期限上,欧洲票据市场的一个共同的主要特

征,就是通过连续地发行短期票据的形式,取得中长期的资金。在这一点上,欧洲票据市场的三种融资工具,不存在互相区别的差异。国际金融界的相关人士曾指出,EMTN 即中期票据,这个名称并不确切,容易产生误导。将其简单地称为 Debt - issue program(DIP)更为确切。从时间上说,EMTN 的资金期限,从一个月至 100 年都是可以的。本文认为,作为欧洲票据市场一个主要特征是,在融资工具的发行过程中,银行提供了各种形式的信用支持,这种信用支持形式的差异,形成了 ECP、EMTN 与 Euro - note 之间的区别。从银行提供的信用支持的形式而言,对 CP 来说,银行的信用支持采取了“back - stop”的形式。它的具体内容在于,当整个市场的形势恶化时,银行向投资者保证对于所持有的 CP 的支付。但是如果 CP 发行者的信用恶化时,银行并不保证对投资者所持有的 CP 的支付。对 Euro - note 来说,银行的信用支持采取了 U·S·commercial lines of credit 的形式,也就是说银行承诺向 Euro - note 的发行者在一定的时期内,提供一定的贷款额度,发行者须为这种信用支持支付一定的费用。因此,对于 Euro - note 的发行者来说,既可以利用 Euro - note 向投资者直接融资,又可以利用将银行的信用支持作为后备的资金来源,当发行者的资金流动性遇到困难时使用。如果 Euro - note 的销售采取由银行包销的形式,这种 Euro - note 就称之为 revolving underwriting facility (RUF)。RUF 的包销形式,对于企业是一种权利而不是一种约束,企业可以以任何价格直接向投资者推销其债务票据,如果这种推销失败的话,企业也可以以事先商定的价格向包销银行出售。和浮动利率债券相比,Euro - note 的形式更灵活,这种形式的灵活性主要表现在 3 个方面:

1. 分期、不等量吸收贷款数额的灵活性 使企业债务的增长与其对资产的需求相匹配,这对于有季节性或周期性的资金需求的公司特别重要。

2. 借款时间的灵活性 允许企业等待一个利率最有利的时期作为企业实际分期借入资金的具体时间。

3. 还款时间的灵活性 对于一笔贷款,允许企业选择不同的还款期限。

与辛迪加贷款相比,Euro - note 作为直接融资,成本较低。这是它一出现便成为欧洲货币市场的重要组成部分的基本原因。

在票据形式上(主要是利率的计算方法)Euro - note、ECP 都与美国短期国库券 T - bills 相同。而 EMTN,实际上是欧洲债券的票面结构与 ECP 的发行机制的结合。EMTN 在票面结构上,不同于 ECP;在发行机制上,EMTN 与 ECP 是相同的。EMTN 是 1986 年出现于国际金融市场的,美国 First Interstate Bank 的 \$ 160 百万和 Nordic Investment Bank 的 \$ 200 百万贷款是其最初 2 笔交易。欧洲中期票据的出现,是美国国内市场 MTN 向国际金融市场延伸的必然结果。EMTN 在继承了 Euro - note、ECP 的一系列优点的基础上,又有所创新,其利率的计算方式,更加灵活,能够适应各种投资者对投资期限的特殊要求和利率风险的管理要求,从而成为 90 年代欧洲票据市场的主导产品。

三、EMTN 的金融创新

1. EMTN 的利率结构有“plain vanilla”(即计息期以整年头为限)和结构性交易两大类型 1990 年,50% 的 EMTN 采取结构性交易的方式,1991 年,这个比例已经达到 60% 以上。EMTN 的结构性交易,是指投资者对 EMTN 的投资收益可与国际金融市场上存在的各

项利率指标、货币汇价和股价指数、商品指数相挂钩。其中和各种利率指标相挂钩的 MTN 市场份额较大,有 *diff MTN*、*capped floating MTN*、*inverse floating MTN*。结构性的 MTN 使投资者在不进行复杂的利率互换和货币互换操作的情况下,规避各种利率风险和外汇风险。例如在通常情况下,投资于用美元计息的浮动利率票据是一项好的投资,但是有时候欧洲货币市场的短期利率会高于美元利率。因而美国投资者对于使投资收益与国际金融市场上存在的各种利率差价挂钩有很大的兴趣。*diff MTN* 就是满足这种投资需求的一项金融创新。它既能满足投资者要求使投资收益与欧洲某一货币利率相挂钩的愿望,又避免了货币风险,而在市场上受到欢迎。

2. 证券发行的私募和公募相结合的形式 证券发行的私募形式有利于减少债券发行者进入资本市场的限制条件,又具有私密性的优势,减少社会公众对于发行者财务状况的注意。证券发行的公募形式,能够迅速地接近最广大的投资者,增加证券的市场流动性,降低筹资成本。EMTN 采取私募和公募相结合的混合发行方式,由发行者进行选择。一般来说,当发行数量小于 \$500 百万时,采取私募形式;大于 \$500 百万时,采取公募形式。

3. 1992 年,EMTN 可以采取欧洲债券的国际辛迪加的包销形式,称之为 *underwritten MTN* *underwritten MTN* 和欧洲债券都采取 MTN 项目的登记文件形式。在这种情况下,从广义上说,MTN 不仅作为一项融资工具,而且可以被理解为债券发行者进入已经存在的各种融资机会的渠道。由于欧洲债券和 EMTN 都采取国际辛迪加的包销形式,包销机制有利于提高票据的市场流动性,使得 EMTN 迅速地占领了欧洲债券的一部分市场。与 EMTN 在数量上的灵活性相比,欧洲债券显得笨拙。例如,如果投资者需要 \$50 百万的债务投资,其收益要求与借款者的目标成本相一致,如果采取欧洲债券的形式,\$50 百万在数量上显得太小,发行者至少要发行 \$10 000 万的欧洲债券,其余的 \$5 000 万就必须在市场上另寻出路,而对于 EMTN 来说,发行 \$5 000 万已经足够。

四、全球 MTN

80 年代中期,美国 General Motors Acceptance Corporation (GMAC)和 Nordic 投资银行合作,发行了全球 MTN,这里所说的全球,是指在美国和欧洲市场上同时发行一种债务工具。一般而言,美国的 MTN,受美国法律的管理;EMTN,受英国法律的管理。法律适用范围的限制,形成了国际金融市场的分割。由于欧洲货币市场的变化,EMTN 已经不需要向 SEC 登记。GMAC 利用了这个市场机会,向美国证监会登记 MTN 的发行项目,同时在美国和欧洲市场发售。这种做法的一个缺点是,对于 MTN 所筹得的每一笔资金,都必须向美国证监会交纳登记费,如果发行范围仅限制在欧洲范围内,这种费用是不必要的。以后建立全球 MTN 的另一种做法是,分别建立美国和欧洲 2 个 MTN 项目,订立 2 套分离的发行文件,同时在美国和欧洲发行 MTN。继全球 MTN 之后,1989 年,世界银行又在美国、欧洲、日本金融市场同时发行全球债券。

首先是由全球 MTN 开辟的全球证券市场,虽然从法律适用范围来说,未实现完全一体化,但是它的重大意义在于,在全球经济一体化的浪潮中,国际金融市场的发展已经达到了一个新的水平,突破了欧洲货币市场所实现的“境外货币市场”的运作模式,首次实现了全球 2 个最大的金融市场美国金融市场和欧洲金融市场的同步运作。

发行全球 MTN 对公司借款者的主观吸引力在于,可以实现资金来源的多样化,因而可以充分利用 2 个市场之间的差价机会,降低筹资成本。从市场实现条件的客观可能性来说,全球 MTN 的出现,是美国资本市场进一步自由化的一个重要发展,又是欧洲 MTN 市场走向成熟的一个重要标志。

从美国 MTN 市场而言,1990 年美国证监会颁布的“144A”规则,允许在合格的金融机构之间进行以私募形式发行的证券交易,进一步向非美国的债务工具的发行者开放了美国资本市场,从而吸引了大量的欧洲公司和金融市场机构充分利用“144A”提供的机会,在美国市场上发行 MTN 融资工具。

从欧洲 MTN 市场而言,与美国 MTN 市场相比,其固有缺陷是容量小,流动性差,因而市场资金需求的主体主要是金融机构,公司则更愿意在美国资本市场上满足资金需求。但是经过一个时期的发展,欧洲 MTN 市场已经形成了其特有的市场特征和市场定位。这主要是:

1. 从货币种类来说 在美国 MTN 市场上,非美元的资金量只占总资金量的 2%;在欧洲 MTN 市场上,除了美元以外的其他 15 种货币,占总资金量的比例已经超过 50%,由于欧洲经济一体化进程的发展,促进了非美元经济部门的增长,从而刺激了对欧洲 MTN 的市场需求。

2. 票据筹资和债券筹资的主要不同点在于 票据是以企业信用为基础发行的,债券是以借贷抵押为基础发行的。对于企业信用的要求,形成了欧洲 MTN 市场又一个特征,它在 2 个方面不同于美国 MTN 市场。首先,对于筹资者来说,是否能够取得美国 2 家主要的信用评级机构的良好信用等级,是进入美国 MTN 市场的先决条件。在欧洲 MTN 市场上,信用评级机构的良好信用等级对投资者的选择也有很大的影响,但是并不构成进入欧洲 MTN 市场的先决条件。以日本企业为代表的亚洲企业,企业信用依赖于企业知名度,虽然没有取得美国信用评级机构的良好信用等级,也成功地进入了欧洲 MTN 市场。其次,欧洲 MTN 市场能够容纳的企业信用等级的范围很宽。根据 1992 年 5 月的统计,欧洲 MTN 市场的各种信用等级的市场份额为: Aaa16.2%, Aa54.1%, A20.7%, Baa4.5%, Ba3.6%, Caa0.9%;而在美国 MTN 市场上,企业的信用等级至少必须是 A 级。

正是由于美国 MTN 市场的日趋自由化,欧洲 MTN 市场的日趋成熟,对于筹资者来说,同时进入这 2 个市场,充分利用这 2 个市场各自的优势实行互补,从而产生了对于全球证券的市场需求。我们有理由相信,在新的世纪,全球证券市场的一体化水平,将达到一个新的阶段。

在 21 世纪,中国将在国际金融市场上占有重要的地位。认真回顾欧洲货币市场的演变过程,充分汲取其在复杂多变的市场环境中,谋求生存和发展的各种成功的经验,对于中国大踏步地向国际金融市场进军,有着重要的借鉴意义。

(作者单位:上海对外贸易学院)