



跨国公司 金融

复旦博学·金融学系列

复旦博学·金融学系列

◆ 朱 叶 编著

复旦博学·金融学系列

复旦博学·金融学系列

復旦大學 出版社



金融学系列

跨国公司金融

■ 朱 叶 编著

復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

跨国公司金融/朱叶编著. —上海:复旦大学出版社,2011.4
(复旦博学·金融学系列)
ISBN 978-7-309-07971-5

I. 跨… II. 朱… III. 跨国公司-国际金融-高等学校-教材 IV. ①F276.7②F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 027457 号

跨国公司金融

朱 叶 编著

责任编辑/鲍雯妍

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

同济大学印刷厂

开本 787×960 1/16 印张 19.75 字数 347 千


2011 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-07971-5/F·1686

定价:35.00 元

- 如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究



“博学而笃志，切问而近思。”

(《论语》)

博晓古今，可立一家之说；
学贯中西，或成经国之才。

作者简介

朱叶，男，1963年9月生，江苏昆山人。1981年9月进入复旦大学，先后在管理学院和经济学院获得学士、硕士和博士学位。现任复旦大学经济学院国际金融系教授。长期从事微观金融的教学和科研，主要研究领域为公司财务学，著有《资产重组与并购》、《金融市场学》、《公司财务学》、《商业银行会计》、《中国上市公司资本结构研究》等专著和教材。发表论文20多篇。

内 容 提 要

本书主要阐述以国际企业，特别是跨国公司为主体的公司的金融管理。随着企业经营和金融市场逐渐国际化，汇率、税制差异、国际资本转移、资金冻结等因素日益在跨国公司经营中占据越来越显著的位置，在其投资决策、融资决策、资产管理中具有深远的影响。本教材在深入浅出讲述相关理论和原则的同时，增加了中国元素，突出跨国公司治理的困境，强调跨国公司金融行为的复杂性，补充了国际长期融资、国际证券投资以及跨国公司治理等内容。

新版说明

Preface

(New Edition)

本书第一版写于 2002 年。原书名为《国际金融管理学》，直接译自 International Finance Management。但在我国，这样的译法会引起误解。因此，本次修订时，将书名改为《跨国公司金融》。此次修订的主要用意是：

第一，增加中国元素。最近十年来，中国跨国公司逐渐成长，并活跃在国际金融市场上以及实体经济中。同时，中国作为一个重要的经济体，在国际舞台上扮演着越来越重要的角色。因此，跨国公司金融应该且必须体现中国元素。显然，原教材的基本内容和框架以国际上流行的权威教材为蓝本，缺少中国元素。这是本次教材修订的用意之一。

第二，突出跨国公司的治理困境。进入 21 世纪之后，作为内部治理标杆的西方发达资本主义国家的跨国公司遇上了大麻烦，世通、安然等世界著名跨国公司因经济“丑闻”纷纷倒下。因此，我们需要重新认识和评价作为公司法则使用的内部和外部治理规则的效果。

第三，强调跨国公司金融行为的复杂性。2007 年开始的全球金融危机给世界各国造成了巨大的负面影响，各国为了振兴经济、降低失业率，可能会重拾贸易保护主义政策，操纵汇率、实施反倾销、放大外国公司的经营缺陷等可能大行其道。因此，跨国公司的经营环境将会变得越来越复杂甚至恶劣。

第四，对第一版进行修改和补充。第一版成书于 2002 年，无论是篇章结构还是内容，都存在着较大的修改和补充的空间。本次修订，新增了国际长期融资、国际证券投资以及跨国公司治理等内容，并对第一版书稿进行了较大幅度的修改和补充，调整幅度超过三分之一。

在本书的修订过程中，承蒙复旦大学出版社鲍雯妍老师和徐惠平先生的大力支持。此外，本书的部分工作还得到了“上海市哲学社会科学规划基金项目（批准号：2009BJB026）”的支持。在此一并表示感谢。

朱 叶

2011 年 3 月于复旦园

第一版前言

Preface

(First Edition)

国际金融管理学 (International Finance Management) 属于公司财务学 (Corporate Finance) 范畴。公司财务学与投资学和金融市场学具有血缘关系, 它们遵循的基本概念或方法是一致的, 它们是微观金融学三个重要的分支学科。20 世纪 50 年代, 在西方才开始形成比较规范的理论, 马柯维茨的投资组合选择理论和莫迪利亚尼与米勒的 MM 理论是现代公司财务学的发端。随着公司财务学研究方法的改进和丰富, 现代公司财务学理论得到迅速发展。资产管理、融资决策以及投资决策构成了公司财务学的基本内容。随着金融市场的发展和成熟, 企业越来越依赖于金融市场。

20 世纪 70 年代以后, 企业经营和金融市场逐渐国际化, 以国际企业为主体的公司财务学逐渐形成和发展起来。汇率、税制差异、国际营运资本转移、资金冻结等因素被引入公司财务学领域, 使公司金融的内容更加丰富多彩, 也使以国际企业为主体的国际金融管理的环境更为复杂。汇率等因素的变化对国际企业的投资决策、融资决策和资产管理将产生重大影响。在汇率等因素易变的条件下, 国际企业的投资决策、融资决策以及资产管理构成了国际金融管理学的主要内容。因此, 国际金融管理学是公司财务学的延伸, 同时, 与国际投资学、国际金融市场学关系密切。

在西方, 微观化是金融学的重要特征, 这对我国金融学教学产生了冲击。为此, 我校金融学专业在课程设置方面作了大胆的尝试, 增加微观金融学方面的课程, 并着力进行教材建设。本教材是在本校本科生层面试讲多次的基础上形成的, 从内容完整性和避免重复的角度出发, 本书将不包括国际投资学中的国际间接投资内容以及国际税收学的划拨价格等内容。

本教材由复旦大学国际金融系朱叶担任主编, 负责制订写作大纲, 并负责全书的修改和总纂。本书各章的分工为: 第一章、第七章、第八章、第九章和第十章由朱叶编写, 第二章由陈巧亚和朱叶编写, 第三章由陈巧亚编写, 第四章由潘冬编写,



第五章和第六章由潘冬和朱叶编写。

在本书的编撰过程中,复旦大学出版社的张宇宏先生和徐惠平先生给予我们大力支持,使我们非常感动,在此,向他们表示衷心的感谢。

书中不当之处,敬请广大读者批评指正。

朱 叶

2002年12月于复旦大学

Contents

目录

第一章 总论	1
第一节 跨国公司	1
第二节 跨国公司的经营环境	7
第三节 跨国公司金融的架构	11
本章小结	15
关键词	15
思考题	16
参考文献	16
第二章 国际金融环境	17
第一节 国际资本流动	17
第二节 国际金融市场结构	25
第三节 外汇市场	29
第四节 欧洲金融市场和国际股票市场	42
第五节 货币期货与期权市场	51
本章小结	56
关键词	57
思考题	57
参考文献	58
第三章 汇率行为	59
第一节 政府对汇率的影响	59
第二节 国际套利与平价条件	66
第三节 通胀、利率和汇率的关系	70
本章小结	76



关键词	77
思考题	77
参考文献	78
第四章 汇率预测和风险计量	79
第一节 汇率预测	79
第二节 汇率风险的计量	87
本章小结	98
关键词	99
思考题	99
参考文献	100
第五章 货币风险管理	101
第一节 交易风险管理	101
第二节 经济风险管理	112
第三节 会计风险管理	117
本章小结	122
关键词	123
思考题	123
参考文献	124
第六章 国际营运资本存量管理	125
第一节 流动资产管理	125
第二节 流动负债管理	136
本章小结	151
关键词	152
思考题	152
参考文献	152
第七章 国际营运资本流量管理	153
第一节 国际营运资本的转移计划	153
第二节 国际营运资本的转移方式	156

本章小结	168
关键词	169
思考题	169
参考文献	170
第八章 国际长期融资	171
第一节 跨国公司长期融资的特点和原则	171
第二节 国际债券融资	173
第三节 国际股票融资	182
第四节 国际信贷市场	193
第五节 国际长期融资决策	195
本章小结	204
关键词	205
思考题	205
参考文献	206
第九章 跨国公司资本结构和资本成本	207
第一节 跨国公司资本结构	207
第二节 跨国公司的资本成本	218
本章小结	225
关键词	226
思考题	226
参考文献	226
第十章 国际直接投资管理	228
第一节 国际直接投资的方式和动因	228
第二节 国际直接投资环境评价	234
第三节 国际资本预算	242
第四节 实物期权与对外直接投资	253
本章小结	259
关键词	259
思考题	260



参考文献	261
第十一章 国际证券组合投资	262
第一节 国际证券组合投资的收益和风险	262
第二节 国际证券组合投资的汇率风险	268
第三节 国际证券组合投资管理	272
本章小结	279
关键词	280
思考题	280
参考文献	281
第十二章 跨国公司治理	282
第一节 公司治理制度的国别差异	282
第二节 主要公司治理制度比较	291
第三节 公司治理的手段及其效果	296
本章小结	305
关键词	306
思考题	306
参考文献	306

第一章

总 论

20世纪70年代以来,我们生活在一个越来越高度全球化和一体化的世界经济中,国际贸易自由化推进了消费模式国际化,对超额利润的追求致使商品和服务的生产没有了国界,规避风险的偏好使得投资者在国际金融市场这一更大的平台上进行组合投资。因此,随着公司经营的国际化和金融市场的国际化,以跨国公司^①为主体的公司金融(Corporate Finance)逐渐被学界关注。汇率变动、税制差异、国际营运资本转移、利率差异、资金冻结、政治风险、市场不完全性等因素被引入公司金融领域,使公司金融的内容^②更加丰富多彩。至此,以跨国公司为主体的公司金融架构基本形成,跨国公司的投资决策、融资决策和资产管理更充满机遇,但也更加复杂。2007年开始的全球金融危机给我们展示了这样一番景象,即在汇率等因素易变的条件下,跨国公司的投资决策、融资决策等公司金融活动充满了巨大风险,包括外汇风险、政治风险、市场不完全性风险等,跨国公司就是在这种矛盾中一路走过来的。因此,我们对跨国公司金融的认识还不够,跨国公司金融尚留有許多未解之谜。

第一节 跨国公司

20世纪的后50年里,出现了重要的大型经济主体——跨国公司。其中,既有我们熟知的通用电气、雀巢公司、壳牌公司、丰田汽车、大众汽车等老牌跨国公司,也有像微软、谷歌、百度等新兴的跨国公司。跨国公司拥有海外子公司,它们的特征、动机、发展战略以及运营环境不同于仅在国内从事经营的公司。由于跨国公司

^① 跨国公司是从事国际经营活动的经济实体的总称,它包括跨国公司发展较高阶段的跨国公司(multinational corporation)。在本书中,跨国公司特指跨国公司或多国公司,它们在多个国家开展经营业务。

^② 公司金融的内容是指在最大化股东财富的目标下,进行投资决策、融资决策和资产管理。

所处的经营和金融环境较为复杂,因此,相对于国内企业,它们在实现财务目标时的难度更大,所要考虑的问题更多,所需承担的代理成本也更多。

一、跨国公司的形成和发展

19世纪末开始,国际经济交往格局先后发生了两次变革。第一次变革发生在19世纪末,由于缺乏拥有超额利润的投资机会,发达资本主义国家出现了大量的过剩资本,资本家便将这些过剩资本转向海外,使国际经济联系在国际分工和商品交换基础上向前推进了一大步,国际交往中的主角——国际贸易开始让位于资本输出。绝大部分输出资本是通过中间渠道投向其他国家,即以间接投资为主。第二次变革发生在第二次世界大战以后,资本输出的形式发生了变化,对外直接投资(FDI)替代了对外间接投资。由于对外直接投资引发经营国际化以及垄断资本的扩张,因此,跨国公司成了战后对外直接投资的主体。

跨国公司的大量涌现已成为二战以后国际经济中突出的现象。跨国公司在投资方面获益颇丰,它们通过向东道国提供优质产品和服务,利用其品牌优势、规模优势、营销和分销的灵活性,来获取远高于当地企业的收益。跨国公司还可以寻求到低成本的原料和劳动力,具有在全球选址、全球采购和生产的灵活性,这种便利使得跨国公司的营运成本保持在一个较低的水平上。

20世纪80年代起,全球所有的开放经济体都卷入了全球化的浪潮。随着跨国公司的迅猛发展,各国经济的依存度日益提高,人员、商品、劳务和资本在全球自由流动的各种障碍日益减少,全球经济一体化进一步得以发展。由此引发了以下世界范围内的变化:私有化大规模的推行,全球化金融市场的形成,公司收购兼并此起彼伏,第三世界国家纷纷采取自由市场经济政策,越来越多的国家遵循全球市场经济苛刻的行为原则和标准。全球经济竞争环境由此发生巨大的变化,身处变革中的跨国公司必然面临新的机遇和挑战。

第一,经济一体化进一步放松了金融服务等领域的管制,增加了跨国公司的机遇和挑战。生产国际化推动了资本国际化,国际资本大规模流动极大地促进了国际金融市场的发展。20世纪八九十年代,国际资本市场和金融市场一体化程度渐高。以英美为代表的西方各国纷纷放松或废除对利率和其他金融领域的管制,开放国内金融市场,为资本的跨国界流动提供了平台,同时,这些国家的低利率政策又提供了充足资金来源。标志性的事件有:日本于1980年解除了对外汇市场的管制;东京股票交易所和伦敦证券交易所分别于1985年和1986年开始接纳几家外国经纪公司作为其成员;伦敦股票交易所于1986年废除了固定的经纪人佣金;美国于1998年废除了《格拉斯—斯蒂格尔法案》。韩国、墨西哥等发展中国家也开

始允许外国人直接投资其金融市场。随着许多国家对金融服务领域进一步放松管制,包括外汇期货和期权、国际债券、国际股票、国际互助基金、外国股票指数期权和期货等在内的金融创新工具纷纷涌现,出现了不受所在国金融、外汇政策限制,可以自由筹措资金,进行外汇交易,实行自由利率,无需缴纳存款准备金的各种境外金融市场。计算机和通讯技术的进步为金融市场日益全球化和不断自由化提供了技术保证。跨国公司正面临着金融市场国际化和利率不断变化的新环境。一方面,跨国公司可以利用国际金融市场对其投资组合进行分散化运作,可以在国际金融市场上实现资本的有效配置,它们的投资和融资规模空前扩大;另一方面,跨国公司必须承受由国际金融市场不完全性所带来的各种金融风险。

第二,经济一体化推升了全球性的价格与服务的竞争水平,使跨国公司面临更大的竞争压力。经济一体化要求开放经济体能够遵循和适应世界经济的秩序与要求,积极推动其跨国公司积极面对竞争,而不是回避。在中国,政府在最近十几年里有意识地将一些有条件的大型跨国公司推向国际,比如安排它们在国际股票市场挂牌,鼓励它们实施海外收购等。在美国,面对国内国外的竞争压力,包括 IBM、GM、Coca-Cola 等在内的美国著名跨国公司为了扩大其市场份额,已经完成了公司再造、新技术的投资开发以及市场战略的重塑。

第三,跨国公司的发 展是推动金融国际化的直接动力。据联合国 1999 年报告,全球跨国公司的母公司约 6 万家,其境外的分支机构超过 50 万家。到 2002 年,全球约有 6.4 万家跨国公司,在海外拥有 87 万多家分支机构。在 20 世纪 90 年代,跨国公司的 FDI 以每年 10% 的速度增长,国际贸易仅以 3.5% 的速度增长。1/3 的全球产量以及 2/3 以上全球贸易与跨国公司有关或是跨国公司所为。同时,跨国公司内部巨额资金的频繁往来,以及与外部公司之间的交易往来,都离不开高效的超越国界的金融市场服务。因此,跨国公司在投资、生产经营以及贸易方面的日新月异,不仅需要可随时为其服务的金融市场,而且必然会引发金融深化。

在经济、金融一体化的进程中,全球经济竞争力量的主要传递者是跨国公司。它们通过独立的公司内部管理中心来分配和协调全球性的资源;从公司整体最优化的角度对海外子公司的生产、市场以及财务活动进行决策。

二、企业国际化的模式

企业走向国际化的根本动因是利益驱使,具体而言,通常可以归纳成创造内部市场、取得规模效益、减少经营风险和建立全球信息网等四个方面。它们引导企业向国际化的深度和广度发展。从企业国际化的历史沿革看,曾经出现过的企业国际化模式主要有:基于出口的国际化模式、基于合同的国际化模式、基于投资的国

际化模式以及基于战略联盟的国际化模式。

1. 基于出口的国际化模式

这种模式从向海外出口产品开始,然后在海外设立销售机构和服务机构、授证、建立批发体系,直至在海外建厂生产。企业国际化进程可用图 1-1 表示。

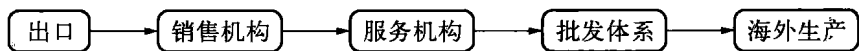


图 1-1 企业国际化进程

(1) 出口。出口是企业走向国际化的起点,大量的实证研究也证明了这一结论。企业通过选择向某国外市场出口产品,可以借此了解有关国际产品市场的供需情况、市场竞争状况、销售渠道以及国际金融市场等方面的情况。这是一个积累经验阶段,企业在这个阶段所需投入的资本较小,所承受的经营风险较低。同时,出口也是跨国公司常用的一种国际经营方式,比如波音、空中客车等很多大型的跨国公司的出口收入是其主要的收入来源。

(2) 设立销售机构和服务机构。销售机构和服务机构通常是在对国外市场的深度和广度有了进一步了解之后才设立。随着对国外市场了解的深入以及与外商交往的增多,企业可以摆脱出口代理商和其他贸易中介机构,直接与国外代理商进行交往,建立合作关系,考虑在相关国家建立自己的销售机构和服务机构,提高其产品知名度和市场占有率。

(3) 设立海外批发机构。在设立销售机构和服务机构之后,随着产品知名度和市场占有率的提高,企业必然会考虑在海外设立批发体系,来控制 and 调配自己的产品。

(4) 海外生产。世界各国的种种贸易限制会对上述诸多环节形成一定的约束,从而使企业在上述各阶段中不能充分发挥其产品在海外的销售潜力。为此,企业必然寻求海外生产的通道,即在某个或某些国家直接投资设厂进行生产和销售,来实现收益的最大化。海外生产是企业国际化的必经之路。

值得注意的是,不是所有的企业都必须按部就班地遵循以上程序才能走完国际化的历程,各个企业进入国际市场的具体步骤和条件应该根据内部市场效率、规模效率的保证程度、经营风险的大小和全球信息网效用等进行综合判断。

2. 基于合同的国际化模式

这种模式也称授证。授证是指跨国公司与海外被授证者签定合约,允许海外被授证者有偿使用其商标、店号、技术、专利、经营管理模式、特许经营权等进行经营活动的一种投资活动。其中,特许经营权是指要求公司为获得定期收益而提供专业化的销售或劳务策略、技术支持和可能的首期投资。例如,美国肯德基、麦当劳、必胜客等在海外的专营店可以视作这些跨国公司向当地经营者提供了特许