

THE 1994 GUIDE TO

# INTERNATIONAL FINANCIAL TECHNIQUES 最新国际金融 技术指南

EUROMONEY

欧洲货币

China Financial  
Publishing House

中国金融出版社



EUROMONEY  
RESEARCH  
GUIDES

## PUBLISHED IN CONJUNCTION WITH:

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Bear, Stearns                 | 贝尔·斯弟恩斯公司    |
| Chase Manhattan Asia Ltd.     | 美国大通亚洲有限公司   |
| Citibank                      | 花旗银行         |
| CS First Boston               | CS 第一波士顿     |
| Deacons                       | 的近律师行        |
| Graham & James                | 格杰律师事务所      |
| Jardine Fleming               | 怡富证券有限公司     |
| JP Morgan                     | JP 摩根        |
| KPMG Peat Marwick             | KPMG 毕马威会计师行 |
| Lehman Brothers               | 美国莱曼兄弟公司     |
| Morgan Stanley                | 摩根士丹利投资银行    |
| The Nippon Credit Bank, Ltd   | 日本债券信用银行     |
| Springfield                   | 兴汇金融顾问有限公司   |
| Standard Chartered            | 标准渣打(麦加利)银行  |
| Swiss Bank Corporation        | 瑞士银行         |
| Union Bank of Switzerland     | 瑞士联合银行       |
| Wardley Corporate Finance Ltd | 获多利财务顾问有限公司  |

**THE 1994 GUIDE TO**

**INTERNATIONAL FINANCIAL  
TECHNIQUES**

**最新国际金融技术指南**

**Euromoney**

**欧洲货币**

**China Financial Publishing House**

**中国金融出版社**

**(京)新登字 142 号**

责任编辑: 张也男

责任印制: 郝云山

**图书在版编目 (CIP) 数据**

最新国际金融技术指南 / (美) 皮特·J·哈里温斯基等著;  
唐旭等译, —北京:

ISBN 7-5049-1316-2

I. 最…

II. ①皮…②唐…

III. 国际金融—文集

IV. F831

出版: 中国金融出版社

发行:

社址: 北京广安门外小红庙南街 3 号

邮编: 100055

经销: 新华书店

印刷: 北京外文印刷厂

开本: 1/16

印张: 6.5

字数: 220 千字

版次: 1994 年 8 月第 1 版

印次: 1994 年 8 月第 1 次印刷

印数: 1—12000

定价: 25.00 元

=====

It is with great pleasure that Euromoney introduces its first Guide to Financial Techniques published in the Chinese language. The Guide is designed to be a handbook on the various methods of raising funds across the world as well as to provide additional aspects such as legal issues and accountancy matters. For many years Euromoney has helped international bankers, financial managers and investors to understand the financial markets through its flagship magazine, *Euromoney*, and through its books, seminars, training and other publications. As far as possible the guide aims to give an accurate and up-to-date account of financial techniques available by having as our copublishers, the top names in the financial world. We are grateful for the support of the above institutions and to the China Financial Publishing House that is acting as our partner in this venture. If you require further information on any of the subjects within this guide, the above institutions have included contact names and are very glad to be of assistance as is Euromoney itself.

*Leslie Holstrom, Editor, Euromoney Research Guides*

《欧洲货币》出版公司很高兴首次以中文出版《最新国际金融技术指南》一书。这是一本关于如何在世界范围内筹资的手册，它也提供了诸如法律、会计等其它方面的资料。多年来，《欧洲货币》出版公司通过它的名牌杂志——《欧洲货币》，通过各种书籍、研讨会、培训班和其它出版物，帮助国际银行家、财务经理和投资者了解金融市场。本指南有金融界最著名的公司给予的合作，从而得以提供尽可能精确和最新的金融工具资料。我们感谢上述公司的支持，并感谢本次出版的合作者——中国金融出版社。如果你需要进一步了解本《指南》中某些方面的情况，上述联系机构和《欧洲货币》出版公司都将乐于提供帮助。

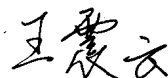
《欧洲货币研究指南》主编

雷斯利·荷尔斯托

我很高兴地看到《最新国际金融技术指南》一书正式与广大读者见面。这是中国金融出版社与英国《欧洲货币》出版公司成功合作的结晶。

《欧洲货币》出版公司是在世界很有影响的金融类出版公司。今年3月份，公司总裁奥斯本先生对中国进行了访问，访问期间双方商定合作出版《最新国际金融技术指南》一书，邀请著名银行及非银行金融机构的专家撰写有关在国际金融市场如何筹资的专题性文章。这些文章实务性、针对性强，对中国的企业及有关机构在海外的股票上市、发行债券等筹资活动中遇到的法律、财务和技术等问题进行了详细阐述。这些文章最大的特点是资料新，几乎包括了国际金融市场上传统的和最新的筹资工具及方法，有些内容是第一次与国内读者见面。所有提供这些文章的机构大多已经或正在中国开展与其文章相关的业务，与中国的有关机构进行了良好的合作，为方便起见，每篇文章都附有具体的联系地址。我相信并衷心祝愿中国金融出版社与《欧洲货币》出版公司，国外金融及有关机构与中国的金融及有关机构能在引进外资及其它更广泛的国际金融领域里进行成功的合作。

中国金融出版社社长



It is my great pleasure to introduce the 1994 Guide to International Financial Techniques to readers in China. The book is the result of cooperation between China Financial Publishing House and Euromoney in Great Britain. Euromoney is a famous international financial publishing company. In March of this year, Euromoney and China Financial Publishing House discussed and decided to cooperatively publish this Guide, inviting experts of famous financial institutions to write articles specially on the various methods of raising funds across the world. Practical and useful, these articles deal with in detail legal, financial and technical issues which Chinese enterprises and institutions may come up against while raising funds in international capital markets by means of equity offering and bond issuing. With newest information, these articles include nearly all traditional and recent instruments and techniques of international financial markets. Some contents of the Guide are first introduced to Chinese readers. Most of the institutions which have provided articles have been doing business and cooperating with relevant institutions in China. For sake of convenience, each article includes contact address and name. With all my heart I wish China Financial Publishing House and Euromoney, foreign financial institutions and Chinese financial institutions to have successful cooperation in introducing foreign investment and other financial areas to China.

Wang Zhengyun

President

China Financial Publishing House

|                  |                                   |    |
|------------------|-----------------------------------|----|
| 现金管理：形式与策略       | Springfield                       | 1  |
| 有关中国企业向外集资时的会计事项 | KPMG Peat Marwick                 | 5  |
| 欧洲债券市场           | JP Morgan                         | 10 |
| 如何发行扬基债券         | Morgan Stanley                    | 14 |
| “龙”债市场           | Lehman Brothers                   | 18 |
| 武士债券             | Euromoney                         | 23 |
| 私募债券             | Euromoney                         | 25 |
| 辛迪加贷款            | Euromoney                         | 28 |
| 中期债券             | Euromoney                         | 31 |
| 国际股票发行           | CS First Boston                   | 34 |
| 证券存托凭证便利         | Bear, Stearns                     | 40 |
| 美国存托凭证和股票市场      | JP Morgan                         | 43 |
| B股股票发行           | Standard Chartered                | 47 |
| 如何发行H股           | Jardine Fleming                   | 52 |
| 在香港和美国发行H股       | Deacons, Hong Kong                | 55 |
|                  | Graham & James, Los Angeles       |    |
| 可转换债券指南          | Swiss Bank Corporation            | 61 |
| 运用投资基金进行股本融资     | Wardley Corporate Finance Limited | 64 |
| 货币期权市场           | Chase Manhattan Asia Ltd          | 67 |
| 进入资本市场的项目融资      | Lehman Brothers                   | 73 |
| 结构性贸易融资          | Citibank                          | 76 |
| 中国租赁市场概况         | The Nippon Credit Bank, Ltd       | 79 |
| 金融衍生商品           | Union Bank of Switzerland         | 82 |
| 金融词汇             | Euromoney                         | 87 |

=====

SPRINGFIELD FINANCIAL  
ADVISORY, LTD.

兴汇金融顾问有限公司

## 一、导言

公司在经营主要业务的同时，也要进行财务管理，而对库存现金的管理毫无疑问是公司财务管理最基本和最重要的一部分。公司在筹资和经营时，会产生大量的现金，这些现金在转入资本投资和其它业务活动之前，通常闲置一段时间。这些现金头寸可用于创造短期利息收入或资本收入，如果管理得当，可以为公司增加相当可观的净收益。因此，制订适当的现金管理策略应引起公司管理人员的特别注意。

对当今中国许多的政府机构和大公司而言，通过国外市场筹集资金已不是一件稀奇的事。许多中国机构和公司已经进入国际债券和国际股票市场，并取得了相当的经验。但是，对大多数中国公司来说，积极的现金管理，也就是说使公司的流动性组合取得最大的收益，仍然是一个陌生的概念。许多已筹集到资金的公司管理人员对如何在短期内充分运用获得的现金似乎一无所知，他们只是把所有现金存入银行，最多只能获得定期存单的利息收入。

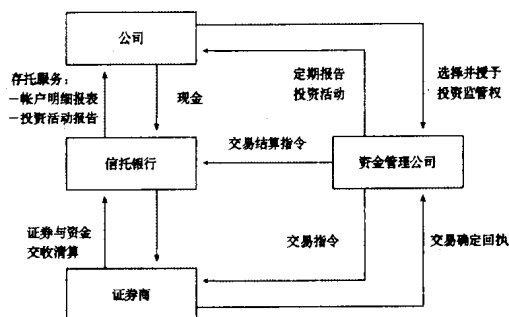
而发达国家许多大公司对现金管理却极为重视。他们利用货币市场上不同的工具，选择适合公司需要的现金管理策略来提高收入，同时保证不和公司主要业务经营发生冲突。一般来说，积极的现金管理策略使现金产生的收入比定期存单的收入至少要高100个基本点。也就是说，如果现金管理的总金额1亿美元，那么通过积极的现金管理每年可以为公司多获得100万美元的收入。公司管理人员不应忽视这么大的获利机会。

## 二、形式

现金管理的形式大体可以分为两种：内部现金管理和外部现金管理。内部现金管理，顾名思义是由负责公司融资和投资的内部财务部门进行的，通常由财务总监主管。在这种形式下，公司可以直接控制

现金管理的决策，但是，大多数公司由于其主要业务并非金融市场投资，因此不具备进行投资决策的人员、信息、设备等方面的条件。而且，如果现金组合的规模相对较小，内部现金管理的收入可能不足以抵消成本。因此，许多公司会选择外部现金管理。外部现金管理是指公司委托一家独立的资金管理公司就其现金组合制定短期投资决策。在外部现金管理结构中，公司通常在指定的信托银行开设帐户，并授权一家独立的资金管理公司代理进行短期投资（见图1）。

图1 外部资金管理的结构



此家指定的资金管理公司则根据投资的需要，直接与不同的券商发生业务联系，向他们发出交易的指令。但整个成交后的交收清算过程则在这些券商与指定的信托银行之间进行。举个具体的例子，假设资金管理公司为客户公司的现金组合购买了一百万美元的美国国库券，成交后资金管理公司会通知指定的信托银行。结算的那天，信托银行则会从客户公司帐户汇一百万美元到券商的帐户，同时券商会将一百万美元的国库券汇往客户公司在信托银行的帐户。在整个过程中，客户公司始终是此现金组合帐户的真正所有者，而资金管理公司和信托银行仅是在它指定的范围内进行投资活动。此外，信托银行会定期向客户报告帐户的明细情况，而资

金管理公司也会向客户报告资金管理情况。一般来说,资金管理公司需要有多年的经验和高于一定基准的稳定业绩才能吸引到客户。而且根据资金管理的情况,他们会向客户收取资金管理费,通常包括固定部分和应业绩而变的部分。

这种外部管理的形式,在发达国家得到了广泛的应用。大多数的金融市场投资决策是由资金管理公司的专业人员代表客户做出的。这种结构在健全的投资法律保护下,具有很高的可靠性。其一是所托管的投资组合,包括现金和证券,存在客户的信托银行账户头里,不受资金管理公司资信的影响。其二是信托银行和资金管理公司同时向客户提供投资明细报告,便于及时发现问题。因此,这种形式从长远来讲,也应是中国资金管理的发展方向。

### 三、目标

公司现金管理最重要的目的是保证在需要资金时可以立即将投资变现,其次才是使这些资金获得最大收益。这两个目的要求公司把短期资金投入流动性最高、风险最低的金融工具中,同时选择适当的基准来衡量管理的业绩。

由于有上述限制,在进行实际的投资之前,公司需要制定一些现金组合管理的指标。影响指标最主要的因素包括预期的现金流,流动性资金的多少,公司对不稳定收入的承受能力,以及最终的投资范围。一般投资指标应包括以下几方面:

- (1) 可以在哪些金融工具上投资;
- (2) 在每一种金融工具上投入的资金比例限度;
- (3) 所投资的金融工具的信用风险限制;
- (4) 是否可以投资于欧洲货币金融工具和外国金融工具;
- (5) 现金组合的期限范围;
- (6) 是否可以卖空证券交易或回购证券交易;
- (7) 是否可以运用期货和期权交易。

这些指标显然依赖于公司现金头寸的性质和管理目的。例如,某些制造业,如汽车公司和食品包装公司的现金流具有明显的季节特征,这些公司的现金流比其它公司的现金流更不稳定和更难预测。因此,这种现金的投资组合要求有更高的流动性和更短的期限,只有一小部分期限最短信用级别最高的金融工具符合这个要求。另一方面,如果一家公司刚筹集到一大笔资金,并且要根据事先制定的投资计划分配资金,那么这家公司的现金流就有较高的预测性。这种资金的管理所需要的流动性可以比前一个例子低,而且可以投资于较长期限的金融工具,例

如期限为6个月到1年的工具。

### 四、策略

现金管理和流动性管理是指投资于货币市场。货币市场是一个低风险、高流动性、交易短期债务工具的批发市场。尽管一般投资者对货币市场没有债券市场和股票市场那样熟悉,但是货币市场在金融系统中所发挥的功能和对整个经济的影响经常超过上述两个资本市场。

美国货币市场是世界上最大的货币市场。在该市场上现金管理人员通常使用的金融工具包括美国国库券,带息票的财政债券,商业票据,银行承兑票据,可转让大额存单,回购协议和逆回购协议,期货和期权等。大多数国际货币市场上的金融工具和美国货币市场上的一样,除了短期的政府债券之外,国际货币市场上还有欧洲货币存款和它们的派生工具,这些工具也被现金管理人员广泛运用。

因为文章的篇幅有限,我们将不在此过多地涉及每一货币市场工具的细节,而将侧重于讨论怎样制定提高收益的管理策略以及如何管理和控制提高收益所可能带来的风险。

在了解货币市场工具的风险之前,我们首先应该了解货币市场的利率期限结构,也就是我们通常所说的收益曲线。在国际货币市场上最常使用的收益曲线是美国政府债券收益曲线,它通常反映美国目前发行的3个月、6个月和1年期国库券的收益水平。其它货币市场工具,例如欧洲货币存单和商业票据的收益曲线都是根据美国国库券收益曲线的水平和形状演变而来的。美国国库券收益曲线被认为是计算以美元计价的资金收益的最重要的指标之一(见图2)。例如,如果最终的投资期限为3个月,那么3个月国库券的收益就做为这一投资的基准。如果现金管理人员将所有的资金购买3个月的国库券并持有到期,他肯定能获得3个月国库券的利息,但是,这种收益是较低的。因此,我们可以进行其它投资选择来提高收益。

一个很明显的选择就是投资于资信不如国库券的其它三个月期的金融工具。美国政府被认为是世界上资信最好的实体,特别是它从不违约,而公司或银行却不能向投资者提供同样的信誉。虽然一家一流银行或公司不能履行短期债务的可能性极小,但是由非政府机构发行的短期货币市场工具总有一定的风险,这就是通常所说的信用风险。例如欧洲货币存单就使投资者承担一家外国银行的信用风险。做为风险的补偿,同样期限的其它工具比国库券的收



益要高。历史上,在不同的经济环境下投资者对同一证券的信用风险评估也不同。就欧洲货币存单而言,

这种风险评价的变化反映在国库券收益与欧洲货币存单收益之间差额的反复变化上(见图3)。

图2 一些美元货币市场的收益曲线

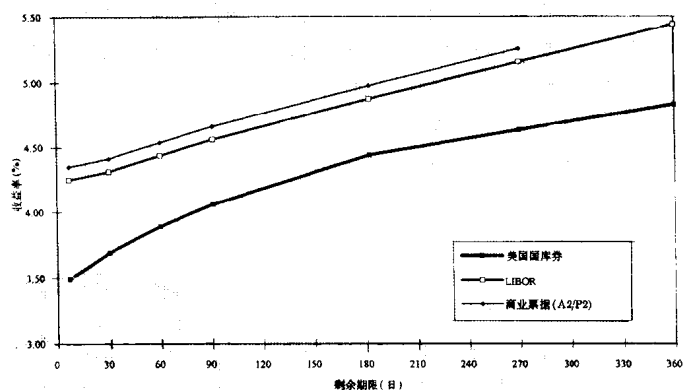
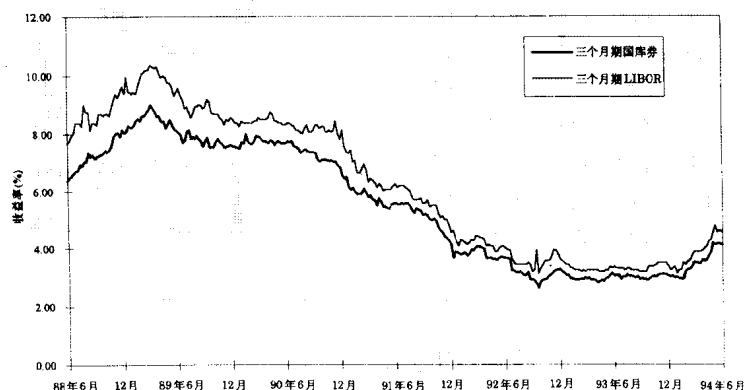


图3 三个月期国库券与三个月期LIBOR的收益率



如果投资者不想承担信用风险,另一提高收益的选择是沿收益曲线持续上行购买期限较长的国库券。但是由于复利的作用,同样是利率变化一个基本点,期限较长的债券价格的变化要比期限较短的债券价格变动大。因此,在利率变动频繁的市场上,较长期限债券的价格变动也十分剧烈。这样,延长期限所带来的收益增加要以承担更大的市场风险为代价。

除了信用风险和市场风险之外,投资者在提高收益时可能遇到的其它风险还有流动性风险和汇率风险。一些流动性较差的证券收益通常在收益率方面更有吸引力,但是如果投资者要在短期内将这种工具变现,他们通常要比以证券正常价格低的折扣价出售,因为这种证券的市场需求不足以支持它的价格。一些以其它货币标价的货币市场工具比以美元标价的工具收益要高,但是这些货币汇率的下降会抵消这种收益率上的差额。在寻求风险和收益

平衡时,应按照既定的投资指标严格限定风险,并且只承担可以带来潜在利益的风险。

在明确了风险限制之后,现金管理人员需要制定提高收益的策略。策略的成功取决于对货币市场的了解和经验,取决于对市场的相对价值进行严格的分析,取决于高效和可靠的信息系统,以及严格的按规范执行策略。

在投资的范围确定后,现金管理人员要决定哪一种期限的证券收益最高。例如,如果他选择投资美国国库券,投资期限为3个月,他可以购买3个月的国库券,也可以购买6个月的国库券,购买日3个月后售出。第一种策略称之为“买入持有”策略,第二种策略称之为“沿收益曲线而行”策略。在决定选择哪一种策略时,应该对收益曲线的形状和市场现状作仔细的分析。一般来说,当3个月和6个月的利差很大的时候,即这一段的收益曲线坡度很陡,“沿收益曲线而行”策略显得较有吸引力。由于收益曲线

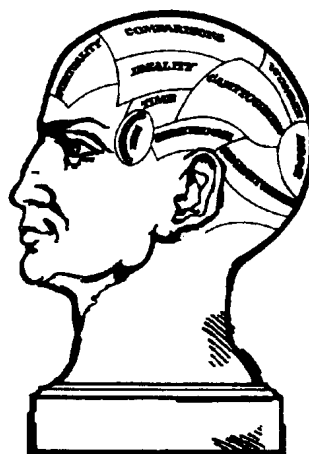
上各段坡度不同,因此,如果能经常性地购买处在坡度最大的国库券,那么应用这种策略就能更多地提高收益率,同时也不需要为流动性和资信程度上做出妥协。

另外,使用派生的金融工具,如期货和期权,也可提高收益。通过观察国库券期货与其相应国库券的升水和贴水,投资者可以找出机会,利用短暂的价格不平衡来提高收益。这种策略称之为基本点交易,精明的管理者在货币市场上利用它每年可以增加数百万美元的收入。

## 五、结束语

总之,许多中国政府机构和大公司在海外融资后,都会遇到不同程度的现金管理问题。本文只是粗浅地介绍了一下国际上通常所用的现金管理形式和策略。资金管理是国际金融业的重要组成部分,对金融市场的机构化和流动性的提高起着至关重要的作用。对于大多数中国机构来说,为了提高收益,同时控制风险,采用外部资金管理的形式,不失为一个很好的选择。在选择资金管理公司的过程中,先要对自身投资的目标尽可能准确地做出决定,然后选择与目标适合的投资策略。同时,还要尽可能地理解投资策略的风险,而且考察资金管理公司的业绩。在今天

全球化的金融市场中,随着许多新兴市场的崛起,现金管理已经成为一项复杂的工作。只有那些既掌握了成熟市场中最先进的金融技术,同时又了解新兴市场特点的资金管理公司才能保持长久的优秀业绩。因此,中国的机构和公司应加强同国际资金管理公司之间的联系,及时掌握行业的新动向,做出最佳的选择。



## SPRINGFIELD

## 兴汇集团

### SPRINGFIELD FINANCIAL ADVISORY, LTD

兴汇金融顾问有限公司(北京)

地址:北京亚运村汇园国际公寓

G座904室100101

电话:(86-1) 491-1617; 491-1623

传真:(86-1) 499-1778

联系人:张懿宸

常务副总裁兼中国首席代表

### SPRINGFIELD TRADING ADVISORS, LTD

兴汇资金管理有限公司

地址:香港铜锣湾百德新街2-20号

恒隆中心22楼

电话:(852) 576-6800

传真:(852) 576-6863

联系人:赵巨

副总裁

KPMG Peat Marwick

香港 KPMG 毕马威会计师事务所合伙人和中国  
KPMG 毕马威会计师事务所副总经理 蔡廷基

## 一、引言

随着中国改革开放,走向市场经济,改造国有企业等政策的实施,中国企业对资金的需求大大增加。在中国经济步向国际化的同时,中国企业对外集资的兴趣及需要亦日渐提高。

向外集资的方式很多,例如发行债券,成立中外合资企业,成立上市公司发行股票予境外投资者认购等都是现时很通行的方式。

无论采取那一方式,投资者当然希望尽量了解企业的经营业绩及前景、财务及资金运用情况,以便对投资风险及回报作出评估。但因中国企业在编制利润表、资产负债表及现金流量表等财务报表和盈利预测时所采用的会计政策及编制基准,与境外投资者所熟悉的制度有很多不同的地方,很多时境外投资者会要求中国企业把其财务报表按境外的制度(例如国际会计标准)重新编制,以便他们按其熟悉的尺度,对集资企业的财务经营情况作出评估。再者,如集资方式是通过境外证券市场的话,有关的证券交易所和监管机关亦会有这样的要求。同时各有关方面会希望和要求境外有名望的会计师事务所协助企业编制有关的财务报表及对该等财务报表进行审计,以便借助他们对境外会计制度的经验和专业知识,提高投资者对该财务报表的信心。

不同的集资方式对企业须提出的财务资料和会计师事务所的参予程度有不同的要求。以在香港证券交易所上市发行股票为例,一般对财务资料的要求如下:

1. 按香港会计准则或国际会计标准编制的至少前3年的利润表和截至该期末的净资产表。该报表须经认可的会计师审计并就该报表能否真实及公平地反映企业的业绩和财务状况发表意见。该财务资料截止日应于公开招股前6个月。
2. 企业对来年的利润预测,并由会计师发函确认,该预测是按在招股书上所披露的假设和

编制上述的财务报表时所采用的会计政策编制的。此一要求并非必须,只是一般企业招股时的惯常做法。

3. 企业在公司股票上市后的12个月,对有足够的营运资金周转作出预测。该预测须经香港执业会计师审阅,并发函确认该预测是按董事局所作的假设编制。
4. 公司上市前的负债情况。对财务资料的要求,按集资方式不同而有所增减。比如说,成立中外合资企业,就没有规定的要求,只是按投资者本身的要求而定。发行股票上市,不同的证券交易所也会有不同的要求。

总而言之,财务资料对投资者的投资决定非常重要,企业在准备向外集资的时候,须先做好这方面的工作,以避免在集资工作时,发生不必要的延误。

下面我们讨论的是执行这些财务及会计准备工作时要留意的地方和可能碰见的问题。

## 二、前期业绩和财务状况

### (一) 编制基准

中国企业的特性是规模庞大,而且里面包含了很多非商业性的单位,例如医院、养老院等等。再者也常常有产权不明确的情况,所以在向外集资时一般都要把企业重组,就是说把有关的业务和资产负债从原有企业划分出来,再成立中外合资企业或股份制公司,发行股票,招收外资。投资者感兴趣的,就是划分出来那一块的业绩和财务状况,因为这才是跟投资者有关系的。所以向投资者所提供的过往业绩和财务状况报表,要按假设企业已按重组后的方式组成的基准而编制,不准备投入到新企业的单位的业绩和资产负债,不应包括在内。

企业在准备向外集资时,应尽早决定重组方案,以确定编制报表的主体。然后就要看看现有的会计记录,能否提供足够的资料,把准备投入到新企业的单位的业绩和资产负债核算出来。如有不明确的地

方,例如一些应由所有单位分摊的费用,就要制订一些假设,把有关的收入或支出,作出合理分摊。

## (二) 会计政策

中国企业的财务报表,当然是按中国会计准则编制出来。从大原则上来说,中国会计准则和国际会计准则都是要求会计记录真实地、正确地、完整地、及时地记录企业的经济活动往来;在会计核算上以权责发生制为基础,把收入和相关的支出在同一会计期间反映;把资本性的支出和收益性支出合理划分;而且各个会计期间的会计政策应当一致。

虽然大原则是一致,但是在具体处理方法上中外的会计准则还是有不同的地方,再者因为中国的会计处理方法很多时都受财政和税收的因素所影响,所以跟国际会计准则还是有一些明显的差别。

境外投资者为了对企业所提供的前期业绩和财务状况有更好的了解,一般都要求这些财务报表按国际会计准则或投资者所熟悉的其他会计准则编制。如果集资的方式是发行股票到境外的证券交易所上市的话,这个要求一般是必要的。

所以企业在准备向外集资的时候,要尽早找出投资者或有关证交、证监机构对编制财务报表时所采用的会计准则的要求,把这些会计准则跟企业所采用的作出比较,把差异造成的影响计算出来,以便对原有的报表作出调整,使其符合投资者或证交、证监机构的要求。

以下是一些例子,列出中国企业自1993年7月1日起执行的企业会计准则及财务通则跟国际会计准则不同的地方,供大家参考:

### 1. 固定资产

按中国的规定,在固定资产投入使用后但尚未办理竣工决算之前所发生的有关借款利息和费用,以及有关的外币借款的汇兑差额,应当资本化为固定资产的成本。按国际会计准则,该等费用应在固定资产投入使用后停止资本化,在当期开支中列支。这样一来,按中国规定核算的固定资产成本值就可能比按国际会计准则所核算出来的为高。

按中国的规定,固定资产的折旧是按国家规定的预计使用年限和估计残值计算。按国际会计准则的做法,折旧应按现实的估计使用年限和残值计算。因两者的年限和残值可能不一样,故固定资产的折旧率亦可能不同。

### 2. 存货

按中国的规定,存货按实际成本计,国际会计准则的做法则是按实际成本及可变净值孰低者计价。可变净值是货品的估计出售价格减去出售前还需要

发生的成本。所以如果货品因市场成本的变化,令到在出售这些货品时蒙受亏损,或根本不能出售,该等存货的价值,按国际会计准则的做法,必须在当期提取准备以冲减当期利润。而中国的准则是没有这个要求的。

### 3. 坏帐准备

按中国的准则,企业所提的坏帐准备,其数额按国家规定计算。按国际准则的做法,企业按其实际情况,计算所需的坏帐准备。

同时,按中国的准则,可以作为坏帐损失,冲减坏帐准备金或当年利润的,有以下几种:

- (1) 因债务人破产,在其破产清偿后不能收回;
- (2) 因债务人死亡,在其遗产清偿后不能收回;
- (3) 超过3年后仍然不能收回的应收帐款。

按国际会计准则,只要企业认为该应收款已没有机会收回,就可作坏帐处理,不一定要符合以上三个条件。

### 4. 外币交易

按中国会计准则,企业的外币交易和结余(不包括自调剂中心调进的而单独记帐的项目),按国家牌价折合为人民币。国际会计准则要求所有的外币交易和结余按市场汇率(基本上是调剂价)折合成人民币(某些特殊情况除外)。

随着人民币的汇率于1994年1月1日接轨以后,这差异基本上已不存在,但在编制前期的财务报表时,这个差异还是需要处理的。再者,因汇率接轨而产生的汇兑损益的处理方法,亦会影响企业的盈利预测。

上面所讨论的中国会计准则和财务通则是于1993年7月1日才实施的。在此以前,中国企业,尤其是国营企业,所采用的会计制度,与国际会计标准差异更大。主要的差异举例如下:

(1) 某些收入或支出不在利润表反映,而只在基金、储备金或资金帐中处理。如变卖固定资产收入,超标的职工福利支出及工资增长、税项减免等。企业的经营效益和业绩未能按国际会计标准,在利润表上如实反映。

(2) 库存产品的成本是按完全成本法核算,所以成本内包括管理、销售和财务费用。按国际会计准则,库存产品的成本,只应包括材料和生产成本。管理、销售和财务费用应在当期费用冲销。

所以如企业需提供1993年7月1日前的财务报表,需要调整的范围更大。在作调整时,应按实际情况,在各适当的会计年度处理,不能贪图方便,只在某一年度把所有影响处理,因为这样做会影响各年度业绩的可比较性。中外会计制度虽然日趋接近,

但具体处理方法不同的地方仍很多,所以在有需要时,企业应与有这方面工作经验的会计师商讨,以免向外集资的工作有所延误。

针对中外会计制度的不同,中国财政部曾发出“关于股份制试点企业股票在香港上市有关会计处理问题的补充规定”,该规定使中国企业在香港发行股票上市时,能采用与国际会计准则大致相同的会计政策。

### (三) 审计

为了增加境外投资者对企业所提供的财务资料的信心,境外投资者会要求符合境外资格的会计师,对这些财务资料进行审计,并出具审计报告。由于中国企业一般缺乏配合境外会计师进行审计工作的经验,很多时因未能正确了解审计工作的出发点,而误会会计师是来找错处的,所以在与审计人员一起工作时,抱保护自己、消极和怀疑的态度。在提供资料 and 解释时,往往有所保留,令审计工作未能顺利展开。事实上,审计工作是有积极意义的,审计师的工作是从一个独立的角度,找出企业的财务报表是否妥善编制。如有偏差就会要求企业作出修改,以便符合有关要求,使企业的财务状况能如实地反映在财务报表上。在工作过程中,因要符合有关的审计标准,审计师常会提出一些企业感觉陌生的问题和要求。故此如企业能对审计师的工作抱信任和谅解的态度,将有助审计工作的展开。

## 三、盈利预测

企业的前期业绩和现时的财务情况,可以令投资者对企业的盈利能力和其稳定性有所了解,从而加强其对投资企业的信心。但他们的投资风险和回报,却在于企业将来的盈利而不是其前期业绩。所以在投资者作出投资决定时,都希望和要求企业对其将来的盈利作出预测。预测期的长短,视投资者的要求而定。以发行股票在香港上市为例,预期期是到股票上市后的下一个会计年度,譬如公司的会计年度是以12月31日为结算日,而公司的股票是于1994年6月上市,在招股书内的盈利预测,便会至1994年12月31日,但在决定股票发行的价格时,承包商不是只看1年的盈利预测,他们会要求企业对未来数年的盈利作出预测,但这只是给股票承包商在订价时作参考,不用在招股书内披露。

无论什么预测,都不可能保证能一定实现,但企业在作盈利预测时,应采取实事求是的态度,宁愿审慎而不应过份乐观,更不应为了达到吸引投资者或

使企业的股票能以较高的价格发行,而对企业的未来盈利作出不切实际的预测。因为如企业不能实现其预测盈利时,会令投资者丧失他们对企业及其管理层的信心,从而产生不可估计的负面影响。在作出盈利预测时,应紧记以下三点:

(1) 盈利预测所采用的会计政策,应与企业一贯采用的一致;

(2) 应把所有已知和可能发生的重要改变及事项在盈利预测中反映;

(3) 对一些董事会不能控制和不能预计是否改变但对盈利有重大影响的因素,作出一些合理的假设,按这些假设把该等因素反映在盈利预测内。

### (一) 会计政策

在财务报表上反映的盈利,会因所采用的会计政策不同而有所增减,特别是有关收入和支出确认的方法。为了使预测盈利可跟前期业绩相比,在编制盈利预测时所采用的会计政策,在重大事项上须与编制前期业绩时所采用的一致。而企业在编制将来的财务报表时,亦须要采用相同的会计政策。

国内企业对境外的会计政策,可能因不习惯和不熟悉,所以在编制盈利预测时采用了一些不合乎境外会计标准的政策,又或者没有把一些已经按境外会计标准在前期业绩中作出调整的事项考虑在内。例如有些收入已经按境外会计标准,在前期业绩中反映,就不能再算在后期业绩中。但企业可能因不了解这个情况,又把同一收入算在盈利预测内,在将来的年终审计时,就可能因审计师提出这个问题,而导致企业不能实现其预测盈利。

故企业应尽量了解在编制按境外会计标准的前期业绩时所采用的会计政策和所作的调整,以便把这些因素考虑在盈利预测内。最保险的做法是与境外会计师沟通,使他们有足够的资料,就企业的盈利预测提出意见。

### (二) 已知和可能发生的改变和事项

企业应按保守和审慎的原则,把这些改变和事项对未来盈利的影响估计出来和反映在盈利预测内。这些改变和事项包括:

#### 1. 业务上的改变和事项

(1) 因新机器投产和大修期导致的生产能力增加和减少;

(2) 因新产品出现或进口关税改变而导致的市场价格和需求的改变;

(3) 因通货膨胀、市场变化和法例改变所引起的成本增加;

(4) 集得资金后所产生的效益。

## 2. 资产评估对盈利预测的影响

中国企业在加入外资时,一般都会对原有资产进行评估,而评估值通常会比原有帐面值高。该评估值是企业以后计算固定资产折旧的基础,评估值的高低会直接影响企业的盈利能力。

在编制盈利预测时一定要考虑资产评估的影响。

## 3. 企业重组对盈利预测的影响

中国企业在加入外资时,很多时候都会进行重组,例如把一些非经营性的单位或对外投资从原有企业划出,这些单位的费用和收入,以后将不再为企业所有。中国企业在加入外资后,企业的性质亦会有改变,例如从国营企业或集体企业变成股份制企业或中外合资企业。企业性质的改变,可能影响企业将来的盈利,例如:

(1) 税收方面,新企业适用的税率跟原有企业可能不同。再者,以前企业享有的税务减免,以后可能不会继续。

(2) 和有关联单位的交易。原企业在以国营或集体企业身份经营时与其他关联单位发生交易,可能获得某些程度的优先和弹性处理。例如购买材料时的数量和价格保证、配合企业的生产情况收购企业的产品等。但当企业成为股份制企业或合资企业后,其他单位可能认为其与原有企业的关系已经减弱,故在业务交易时,采取一视同仁的做法,令原有的优先和弹性程度减低。故而对企业经营造成影响。例如在收购企业产品时,不再配合企业的生产情况,令企业存货积压,确认销售的时间延迟。

## (三) 不能控制和预计的因素

对一些非董事会所能控制和预计的因素,例如,国家政策、汇率和利率、税项等,应按保守的原则处理,除非有充分的证据支持,不应假设企业会因这些政策的改变而获得有利的影响。例如假设企业会获得例外的税务减免等。一般做法是假设这些重大因素,在预测期内,不会有重大改变。

## (四) 资料备忘录

盈利预测完全是董事局的责任,因没有人比他们更具资格做此项工作。因为盈利预测是一非常重要的文件,通常都会在董事局会议中正式通过才对外发表。为了方便董事局考虑盈利预测的可实现程度,所有有关的假设和资料,都应好好整理编列,才呈交董事局或最高管理层通过。亦方便有关人士包

括投资者和股票承销商能对其编制的依据有更深的了解,从而对盈利预测的可靠性作出正确的判断。

会计师通常都会协助企业,把主要资料、假设和计算方法编入一资料备忘录内,供有关人士参阅。但会计师并不是代表企业做盈利预测,他们只是把企业提供的资料整理,然后有系统地编列出来。在编写备忘录过程中,如会计师发现资料有不齐全之处或前后矛盾时,会计师会要求企业提供补充资料或解释。如发现董事没有把所有有关资料都在盈利预测中反映,又或所有假设与现实情况有不符时(例如预测中没有考虑到已知的税率改变等),会计师会对此提出意见,让董事局考虑应否对盈利预测加以修订,虽然会计师提出的要求和意见会增加企业的工作量。但企业应明白会计师只是希望把董事局对在编制盈利预测时所采取的严谨审慎态度以文字方式具体地记录在资料备忘录内。即使以后因不能预计的原因引至企业不能实现预测的盈利,董事局亦可向有关人士解释和交代,而不须负轻率从事和考虑不周的罪名。

会计师虽会就盈利预测跟董事局进行讨论和提出意见,但这并不表示该盈利预测已获会计师通过,而需对预测能否实现负责任。会计师的责任只是就盈利预测是否按董事的假设和公司一贯的会计政策正确地计算出来,表示意见。会计师的意见并不包括假设是否合理和可实现。所以会计师只能对一些他们认为过度乐观的假设向董事提出意见,请他们再加考虑,而不能坚持董事必须修改这些假设,因为这已超出会计师的工作范围。

## 四、向外集资后的会计问题

在企业向境外集资后,境外的股东或股票上市地的证交、证监机关,当然希望或要求企业能及时提供符合他们要求的财务报告。这样一来,企业的财会人员除了要满足国内的要求外,还要兼顾境外的要求,他们工作的量和复杂程度,可能超出其现有的处理能力,故此企业应考虑加强其财会部门的资源,例如引入计算机处理财务资料等。

虽然企业在引入外资时及之后(例如发行B股)通常都会另外准备一份按境外要求(例如国际会计标准)编制的财务报表,但因企业的税务和利润分配等都是国内的报表为准,企业常常认为境外报表只是为包装而设,供境外投资者参考,并无实质意义,故而对境外的财务报表,常有重视不足的情况。但从境外投资者的角度来说,按境外规定编制的财务报表,才是他们赖以了解企业经营和财务状况的

资料来源,所以企业在作重大业务决策时,亦应把境外的会计处理方法考虑在内。例如在企业收购其他企业时,如何及何时开始把被收购企业的业绩并入其本身的利润表之内,中外的处理方法可能不同。故此在草拟有关之法律文件时,应顾及境外的会计处理方法,以使境内外的财务报告,能尽量一致。

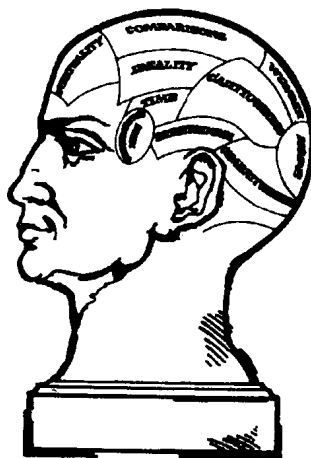
## 五、结束语

引进外资对中国经济发展的重要性已是人所共知,毋用在这里多说。要吸引外资,便要为境外投资者提供符合他们尺度的财务资料,使他们能按自己熟悉的规定和尺度去衡量其投资风险及回报。这一重要任务,落在中国的会计人员及制度制定者身上。

中国的会计制度已经日渐与国际接轨,如能加强中外会计组织的交流使国外会计制度的新发展及时反映在中国的会计制度内,因中外会计制度不同而引起的差异和混乱将逐渐减少。

无论什么会计制度,都要会计人员去实施和执行,所以会计人员的培训亦不容忽视。培训内容应包括对境外会计制度的了解,使国内会计人员在满足境外会计要求时,能抱开明的态度和有能力去应付。

以上所说的,并非一朝一夕能办到,所以在目前的过渡期,中国企业应利用境外会计师的专业知识和经验,填补这空档。企业应利用与境外会计师一起工作的机会,吸收他们的专业知识和经验,为中国会计制度与国际接轨,打下坚实的基础。



本文作者蔡廷基先生是香港 KPMG 毕马威会计师行合伙人和中国 KPMG 毕马威华振会计师事务所副总经理。现长驻中国上海。蔡先生是上海石油化工股份有限公司在美国和香港发行 H 股及上海永久自行车股份有限公司在上海发行 B 股时的经办会计师。亦曾协助客户在中国成立多家中外合资企业。

JP Morgan

JP 摩根

### 一、简介

欧洲债券市场是以伦敦为主的一个国际性交易的、多种货币的债券市场。各种国际性组织（例如世界银行）、各国政府、公司以及金融机构都利用这个市场筹集资金。欧洲债券以不记名形式发行，只需简单地交付实物即将所有权转移。这种债券每年付息，所有者只将息票交给专门的支付机构就可取得利息。一般来说，在支付利息时不扣除税收。

### 二、起源及历史

欧洲债券市场兴起的主要原因是美国在 1963 年实行的利息平衡税。这是一种对美国投资者购买非美国公司发行的证券时，按购买价格所征收的税。其目的是限制美国资本外流。但最终在 1974 年取消了这种税收。1963 年以前一段时间内，大量美元存款已经积累在欧洲被称为欧洲美元。那些不再能进入美国市场发行债券的人开始将这些存款视为投资的潜在来源。欧洲债券首次发行于 1963 年为意大利建设高速公路筹资 1500 万美元。过去欧洲债券市场的定义是：“一个可以筹集除发行国本国货币外任何其它外币的资金市场。”但是，在 80 年代，欧洲各国政府开始对其国内债券市场放松管制，使国内市场和欧洲债券市场难以区别，因此，现在欧洲债券市场被定义为：“一个稍有管制的国际性债券交易市场。”

80 年代，由于欧洲各国取消对国内市场的管制，允许各国获得更大数额的资金，欧洲债券市场得以迅速发展。欧洲债券传统上是固定利率证券，期限从 3—10 年不等。逐渐地，发行者开始着眼于更加复杂的证券：如浮动利率证券，即与伦敦银行同业拆借利率挂钩，按浮动利率支付利息的证券；永久性浮动利率证券是没有到期日的，但可在发行人规定的时间内赎回；双重货币债券是以不同货币支付本金和利息的债券。对于那些希望通过不同方式、根据不同目的选择不同收益筹措资金或减少筹资成本的发行者来说，发行每一种形式的债券都有可取之处。

### 三、投资者和流动性

开始，许多小额投资者、选择避税的富有个人，被欧洲债券市场上的利息总额所吸引，积极参与市场，使该市场需求增加。这些人通常持有债券直到到期偿还。但是，随着市场的发展，它开始吸引了更多的机构投资者。机构投资者更具优势向发行人提供新的巨额资金来源，但他们也有不同于小额投资者的投资标准。他们愿意投资于各种各样的金融证券并希望能经常买卖这些债券。因此，他们需要一个流动性强、易交易的市场。流动性的最好衡量方法是由交易商提供的买方报价和卖方报价的差额。这些价格是交易商准备付的买进或卖出价。若差额很大，则表明该债券流动性很差，将很难卖出，那么投资者要自己承担这些价格差额的成本。1987 年以后，各家银行一方面通过他们自己的努力，另一方面鼓励发行人更大量发行，努力活跃二级市场交易，同时扩大定价较优的买卖交易以吸引专业基金的管理人。扩大市场流动性的努力基本很成功，所以现在该市场从总体上说主要是数量大、交易频繁的债券发行，而且这些债券都被大基金组织购买。小额投资需求仍然存在但其能力有限，因此，现在很多小额投资者都是通过银行和其他各种基金管理人进行投资。

### 四、管理

欧洲债券市场有两个独立的管理机构：国际初级市场协会（IPMA），负责管理所有与初级市场有关的债券发行事务。另一个是国际二级市场协会（ISMA），负责管理二级市场的交易。该市场相对独立于政府的管制，因为任何法律的实施将会使投资活动转向到其它货币。

### 五、发行程序

每一次发行由一家银行作为牵头经理人承包销售。牵头人将组织一个由合作牵头人和合作经理组



成的承销小组,协助向投资者发行债券。牵头经理负责承销每次发行中的绝大部分债券,因此获得的酬金也最高。这种经理人小组通称为承销团。从1985年以来,银行间的竞争加剧,发行上市费已减到最低限度。牵头经理人通常通过将债券定价于并无多少投资者需求的水平上以争夺市场占有率。较小的银行没有安排投资者的能力,就凭着与发行人的关系,加入承销团。之后,他们又进一步降低价格,在市场上倾销他们的债券。这样的结果是使几乎所有的银行在市场上都损失资金。因此,在1989年开始采用一种叫做“固定价格再报价”的发行组织形式。承销团加入权被分配到那些真正具备发行安排能力的银行中,而且每个经理人都同意在特定期限内以固定价格销售债券。一旦牵头经理人确信大部分债券已经卖出,就解散承销团,债券也可自由交易了。这种做法在一定程度上恢复了市场的盈利性和稳定性。

## 六、结算和交易

欧洲债券是不记名债券,因此最初只是以简单的实物交割进行清算。但是很快就发现这种方法既费时间成本又高。于是两个互相竞争的机构应运而生,即欧洲票据清算所和塞地尔(一种以卢森堡为基地的欧洲货币清算系统),这两个机构以存款方式持有欧洲债券并通过帐户记录过户改变所有权。债券利息直接转到所有者的银行帐户上。债券交易通过电话在从事欧洲债券二级市场交易的银行间买卖,通过国际债券交易商协会的传输(Trax)系统报价。由于多数投资者只投资于上市的证券,所以尽管没有正式的证券交易所,大部分欧洲债券仍在伦敦或卢森堡证券交易所上市的。

## 七、如何进入市场

对所有的发行者来说,无论是第一次或是有经验的人,都要采取下列几种共同的基本步骤进入欧洲债券市场。

### 1. 委托牵头经理人

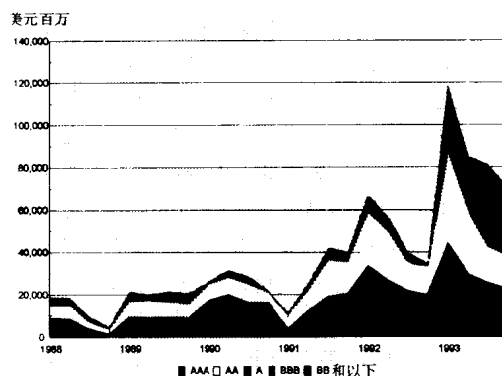
牵头经理人的作用对于一个成功的发行是至关重要的。每个牵头经理人应该积极地组织管理发行的全部过程,特别应集中注意以下几个方面:向发行者提出有关选择市场时机和发行时间的建议;协助等级评定工作;组织市场推销和承销团战略。在计划实施过程中,牵头经理人负责全部初级市场发行和

选择承销团,并管理全部发行过程,在证券上市后,还要在二级市场提供支持。

### 2. 信用评级策略

欧洲债券投资者与美国投资者不同,并不要求发行人必须公开评级。在过去6年里,等级评定的格局已有所改变:1988年,评定为“A”或高于“A”的发行行为94%,到1993年这个比例降到80%左右。现在欧洲债券投资者和美国投资者都变得能够接受评级较低或没有评级的债券发行,这就进一步促进了来自世界新兴发展地区如中南美洲和东南亚地区的债券发行的迅速增长。欧洲和美国的低利率状况,也有助于这种发行。较低成本的筹资环境使债券发行人更有利可图,同时较低信用带来的额外收益更加吸引投资者。

图1 1989—1993年欧洲债券的信用评级及发行量



获得信用评级也确实有些好处,包括加速投资者的培训过程和扩大合格的投资者人数。通常机构投资者在他们的未评级债券分配方面受到限制。因此,他们希望发行者公布与信用评级有强烈关系的财务报告。当然,信用评级过程本身要耗费大量经营时间和财务成本,这些都可能延误债券的发行。大多数债务发行人在取得评级之前就选择发行上市的时间。自1991年以来,中国企业已在欧洲债券市场发行16种美元欧洲债券,其中6种已由著名的国际机构如标准&普尔公司或穆迪氏公司评定级别。由此可见,小额发行不一定要信用评级,而准主权发行人通常都被认为是由主权国家来担保。

### 3. 选择货币和期限

选择货币一般基于下列标准:对某种所选货币,发行人信誉的可接受性;所选市场的接受程度;全部成本效益以及发行者的外汇收入与有效期限相一致。欧洲债券市场上美元债券占最大部分,而且市场普遍认为美元拥有各种各样的发行者、不同的信用级别和投资者团体。1993年,以美元发行的债券占