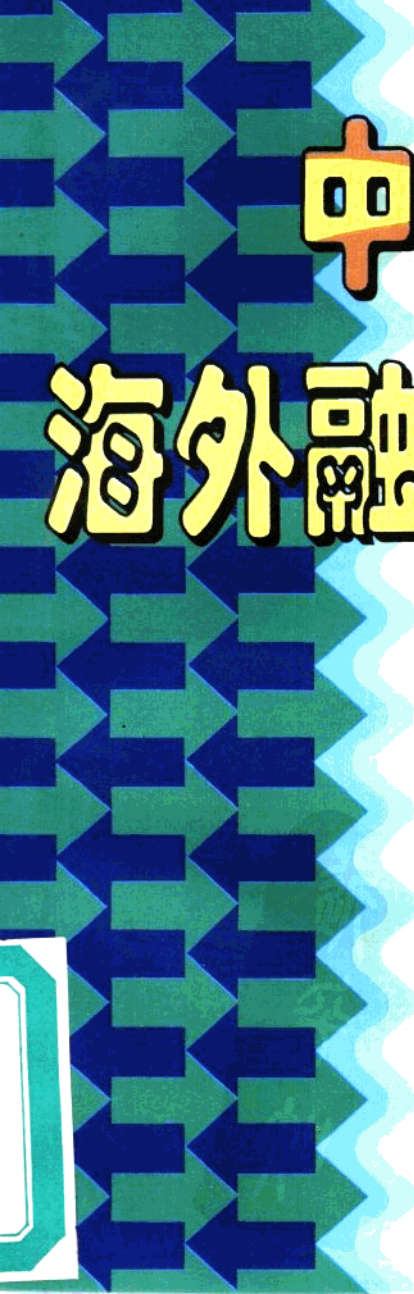




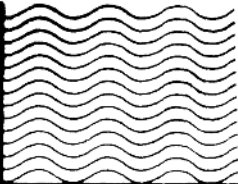
中国企业

海外融资

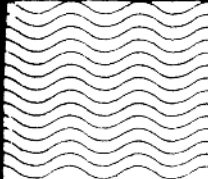
薛求知 著



上海外语教育出版社



中国企业



海外融资

葛求知 著

上海外语教育出版社

中国企业海外融资

薛求知 著

上海外语教育出版社出版发行

(上海外国语大学内)

上海市印刷七厂印刷

新华书店上海发行所经销

开本 850×1168 1/32 8印张 5插图 206千字

1996年11月第1版 1996年11月第1次印刷

印数:1—3 000册

ISBN7-81046-113-3

F·032 定价 15.00元

前 言

资金是企业生存和发展的血液。作为社会经济细胞的企业,对资金的筹措和融通是其最基本最经常的财务活动之一,而融资渠道和区位的选择正是企业根据需求和可能所进行的重要决策内容。

经济生活的高度国际化已经成为我们时代的一个基本特征,这一时代特征为企业突破国界的界限,对资本、资源、劳务、技术、信息和管理等多种生产要素进行复合国际转移和重新配置提供了巨大的可能性和广阔的空间。而国际融资正是这些生产要素国际移动中的核心内容。

起飞后持续增长的中国经济,为中国企业提供了极好的成长和发展机遇,而资金的不足则成了限制企业发展的主要障碍之一。“寻找资金”,成了众多中国企业的主课题。随着中国经济体制的巨大变革,中国企业的融资地位和融资意识发生了深刻的变化。而随着中国经济开放度的加大,中国企业的融资方位也从国内开始向国际发展。中国企业已在国际融资中开始实践,而更宽广的道路尚有待探索。

与国内融资相比,国际融资是一个宽广得多的天地。更广泛地寻找更高回报率的国际游资,完善成熟的国际金融市场,发达的现代国际银行体系,层出不穷的国际金融创新,给企业融资提供了更多的机会和选择,但也蕴含着更多的风险和陷阱。因而,对国际融资的途径、方法、工具的认识、了解和把握,就成了中国企业界、金融界和理论界共同的紧迫的任务。

本书概要介绍有关国际融资的微观和宏观理论,在介绍传统

融资工具后,侧重介绍外贸融资和项目融资、国际金融市场融资和近年有较大发展的国际融资创新工具。为了使企业对国际融资有更全面的把握,我们还对国际融资的成本和风险分别进行分析。对跨国公司的融资决策的介绍,可以使我们对成熟的市场经济中成熟企业的融资行为有立体的了解。而对中国企业的国际融资的实践和策略的分析,则是试图作一总结,作为对发展中国企业国际融资的思考和对策建议。

本书所述,不仅同从事国际经营的企业有关,而且与从事国内经营的企业也有密切关系。虽然中国企业目前进行海外融资还受到许多体制上和政策上的限制,但随着现代企业制度的建立和完善,随着社会主义市场经济体制的进一步确立,随着人民币自由兑换制的实行,到海外去融资,必将成为中国企业的一种自由选择。中国与世界接轨的步伐之快常常超过人们的预计。

目 录

前 言

第一章 生产要素的国际移动和海外融资.....	1
一、世界经济的全球化和资金的国际化.....	1
二、资本国际移动的宏观理论.....	8
三、企业国际融资的微观理论	15
四、中国企业海外融资的需要性	23
第二章 传统融资工具	28
一、短期融资工具	28
二、中期融资工具	32
三、长期融资工具	36
第三章 进出口融资和项目融资	46
一、进出口业务的融资方式	46
二、政府外贸融资和反向贸易融资	56
三、项目融资	62
第四章 国际金融市场融资	68
一、国际金融市场和企业融资	68
二、国际货币市场融资	71
三、国际债券市场融资	77
四、国际股票市场融资	88

第五章 国际融资创新	93
一、国际银行金融业创新的背景和动力	93
二、新型融资工具	97
(一) 票据发行便利	97
(二) 自动延期包销信贷	99
(三) 机动偿还贷款	99
(四) 利率互换	99
(五) 分享股权贷款	103
(六) “龙”债	103
(七) 股票衍生形式——存托凭证	104
(八) 风险资金	107
(九) 战略结盟式融资	108
(十) BOT 筹资方式	110
(十一) 设立海外投资基金	112
第六章 国际融资成本比较与分析	114
一、不同融资方式的资本成本比较	114
二、成本比较中的融资方式抉择	124
三、国际融资成本中的面值货币分析	128
第七章 国际融资风险分析及管理	137
一、国际融资风险	137
二、国际融资风险管理的原则和策略	141
三、国际融资风险管理的内容和工具	143
第八章 跨国公司的资金来源和融资决策	158
一、跨国公司:生产要素国际配置的经营组织	158
二、公司集团内部的资金来源	161
三、公司外部的资金来源	166

四、跨国公司海外融资新特点·····	173
五、跨国公司的国际融资策略·····	176
第九章 中国企业的国际融资实践·····	184
一、中国企业国际融资的现状·····	184
二、中国境外投资企业海外融资·····	189
三、中国企业海外融资的方式·····	195
四、我国企业海外融资的制约因素·····	203
第十章 中国企业国际融资战略和策略·····	207
一、中国企业国际融资战略方针与原则·····	207
二、国际融资策略·····	211
三、改善我国企业海外融资条件的对策·····	218
[附录] 现阶段我国企业对外筹资的有关政策·····	225
参考文献·····	247
后 记·····	249

第一章 生产要素的国际移动 和海外融资

我们不仅生活在一个日益变“小”的世界，而且还生活在一个日益相互依赖的世界。不断扩大的贸易交往，日益增多的资本流动，加速发展的技术传播和信息交流等等，这一切都使得各国经济相互渗透，相互依赖和相互制约。经济生活的高度国际化已成为我们时代发展的一个基本特征。固然，民族依然，国家犹存，但生产要素如资本、劳动力和技术的流动，已超越出民族国家的范围，资源在国际范围内越来越趋于优化配置。

一 世界经济的全球化和资金的国际化

(一)世界经济的全球化

近二十年来，世界经济的发展发生了显著变化，其表现之一便是世界经济的全球化日益明显。全球化是指世界各个分散部分或分散因素形成紧密联系的世界性网络，而世界经济全球化则是指世界各国和各个地区的经济形成密切关联的世界性经济网络。

冷战结束后，经济全球化有显著进展，这就是市场经济的全球化。各国间的国际分工进一步深化，它们之间科技成果、商品、资金、人员的交流正在急剧扩大。世界经济的全球化促进各国经济法规的标准化，减少国家经济关系中的限制性和歧视性措施。当前，在世界经济全球化的发展过程中还存在一些障碍，如国家和地区间的贸易壁垒、隐蔽的非关税保护主义、对外贸易赤字等等。但是，它们阻挡不住世界经济全球化的进程，因为经济全球化是世界经济发展的必然趋势。

世界经济的全球化具体说包括科学技术,电信交通,生产、金融、贸易等方面的内容。

技术全球化表现在世界上发达国家和发展中国家的大国都在研究热核聚变、微电子、生物工程等重大课题,而且不少无国界的科研机构 and 实验室集中了世界许多国家的科研人员。跨国公司的全球性技术开发工作大增,形式多样。例如,不同国家的公司共同进行新技术的研究开发,与外国实验室一起进行新技术的研究试验,许多跨国公司和全球性大公司在发达国家建立自己的科研分支机构,与所在国的大学、科研机构或企业共同进行技术研究开发。科技全球化还表现在科技国际分工的深化,科技的水平分工和垂直分工进一步细化,并和生产的国际分工相互依存。

电信业由于采用了通信卫星、光缆、传真机等先进通讯手段和数字化通讯等新技术,电信机构能够提供全球性的电信服务。与现代通讯手段相结合的大型喷气飞机、先进巨型货轮和油轮、高速铁路、高速公路等现代化交通运输工具和设施大大缩短了各地之间的距离,加强了世界各地区的相互经济联系,大幅度地提高了世界范围的社会生产力水平。在 1992 年于哥伦比亚卡塔赫纳举行的联合国贸易和发展会议上,首次提出通过使用现代化的通信技术使有货待售的卖主与这些货物的可能买主取得联系,从而提高贸易效率。卖主和买主之间将在世界范围内联系起来,其途径是通过一个由电脑控制的结算所联系的全球网络。通过这个贸易点网络、报关、融资、运输和保险在几分钟或数小时内就能解决。近几年西方国家又开始制订和实施“信息高速公路”计划,预计下世纪初,这种现代先进通讯网络将遍布全球各大洲,世界因而将更加紧密地联系在一起。

科学技术的飞跃发展使生产设备、工艺、管理等各个社会环节的生产更为现代化,加深了国际分工,从而扩大了社会生产的国际专业化和协作,导致全球制造业体系的产生。波音 747 飞机,共有 450 万个零部件,它们是由 6 个国家、1100 家大企业和 15000 家小

企业联合生产的。当今一件产品的各种零件往往来自许多国家和地区，“人类进入组装的世界”。

发达国家的财团、跨国银行和国际金融组织控制着绝大部分国际资本。这些金融机构在世界各地建立了分支机构，构成世界性金融机构网络。同时，各国的金融机构通过国家或地区间的有关协议建立起金融信贷业务联系，形成全球性的金融网。各国证券市场也日益国际化。据估计全球各种金融交易的数额达 16 万亿美元，全球流动资本已达 3 万亿美元。这是一些以基金形式流动全球的私人资本，不受政府的控制。世界上哪里投资环境好，收益高，这些资本就流向哪里。有人提醒说，这批庞大的资本像一股威力巨大的洪流，可以摧垮一种经济体系，也可以扶植一种经济体系。^①

目前，世界上所有国家和地区都参加了国际贸易，这是朝世界范围分工的方向发展的必然结果。国际贸易的大幅度增长使国家间的贸易往来明显增多、国家间的贸易机构更加完善。通讯和运输手段的现代化以及金融的全球化，使国家贸易机构之间以及国家贸易机构与国际贸易组织间的联系更加紧密，导致全球性贸易网络的形成。

促进世界经济全球化的动力有两个，一是科技革命，二是强有力的组织机构。科学领域的巨大成就导致以信息技术为主，包括新材料技术、新能源技术等内容的新技术革命，使社会生产发生质的飞跃。目前，信息技术的飞跃发展是推动世界经济全球化的最主要动力，卫星、新型通讯系统、电子计算机系统已经使通讯手段实现了一体化。其次，强有力的组织机构使科学技术成果迅速转化为现实社会生产力，从而促进世界经济全球化。这就导致许多国际组织的形成，使许多公司变成全球性大公司，它们掌握雄厚的财力、物力和科研人力，代表着世界经济的发展新动向——经营跨国化。

^① 张允文：《从“致命的词”看经济全球化》，《人民日报》1994 年 11 月 10 日。

（二）资金国际化及其特点

80年代以来,随着经济全球化的发展,特别是跨国公司、跨国银行的发展,国际资金大量积累,国际金融市场全球化,从而突破了国际金融主要依附和服务于生产贸易的旧格局,国际资本流动日益显示其在促进和调控世界经济中的独特作用。参与国际金融流动,在对外开放中已跃居首要地位。这是因为,只有通过国际资本流动,才能实现国际资源再分配,从而取得急需的技术、设备和人才;只有通过国际资本流动,才能促进生产国际化,参与国际分工的安排,从而达到扬长避短,获得较多的利益;只有通过国际资本流动,才能借助国际间的政策协调,进行联合控制,从而缓解世界经济出现的某些矛盾。

80年代以前,由于西方各国对货币、资本的自由流出、流入均进行了不同程度的限制,因此,西方国家的金融市场长期以来是处于一种半封闭状态。80年代以后,很多过去受政府严格管制的金融市场相继开放,日趋国际化。如美国在1981年末开设了离岸金融市场,日本在1986年12月开设了东京境外金融市场,法国也开放了“欧洲法郎”债券市场。这些国际化金融市场具有如下特点:(1)其融资活动不受任何国家国内银行法规的管制,任何一个国家实际上不可能单独管制这个市场。(2)这些市场的范围包括西方所有的国际离岸金融业务中心,非居民的投资者和借款人可以任意选择投资和借款地点。(3)市场上借贷者的国籍,包括了世界上所有的国家。(4)市场上借贷的货币,包括了各主要发达国家的货币。(5)所有的企业、个人和政府必须承认世界动态对其国内金融市场的影响,当他们制定市场战略时,必须对国外竞争和机会予以关注。

融资中心趋于分散化。80年代以前,国际融资中心明显地表现出集中性。如19世纪中期到一次大战前,英国凭借其经济实力、便利的交通、发达的金融制度和金融机构,曾长期处于西方国家金融市场的领导地位。二战后,随着英国经济实力的下降,美国和瑞

士的迅速崛起,虽然发达国家的融资中心有所分散,但仍保持着相对的集中性,表现为英国、美国和瑞士三足鼎立的局面。进入 80 年代后,由于一些主要西方国家恢复了货币的自由兑换,先后取消了外汇管制,实行了多边支付,逐步消除了各成员国间资本转移以及各国私人资本转移的障碍,使发达国家的金融市场不再以某一个或某几个国家为典型代表和轴心,而明显地分散化。纵然是一些不太发达的国家,也纷纷建立起了自己的金融市场和融资中心。

融资手段趋于多样化和综合化。80 年代以前,国际金融市场上的融资手段十分单一,仅限于存款、债券、股票和商业票据等,且债券、股票的种类很少。80 年代以后,西方国家金融市场上的融资手段出现了全球性创新:第一是股票和债券的种类逐渐增加,如有为吸收境外资金而发行的“欧洲货币债券”、“欧洲货币股票”等,有为吸收境内资金而发行的可转换成股票的公司债券、浮动利率债券、货币调换债券、利率调换债券、复合调换债券、无面债股票、双重货币债券、零息债券等。第二是与信托投资业务有关的金融工具大量涌现,如货币市场互助基金、家庭基金、债券信托基金、股票信托基金等。第三是复合式金融工具的出现,如存款和债券的复合、存款和保险的复合、债券和保险的复合、债券与股票的复合、信托投资与债券的复合、信托投资与债券和股票的复合等。当今日本金融市场上的金融工具已达上百种,这些金融工具如按大类划分,银行存款有 17 种,邮政储蓄有 9 种,债券有 17 种,股票有 10 种,信托投资有 9 种,人寿保险有 5 种。国际金融市场上的交易方式也有很大发展,除了原有的现货交易、信用交易和期货交易外,还出现了股票期权交易、股票指数交易等新方式。^①

融资业务趋于多角化。80 年代以前,西方国家的金融市场素以专业化著称于世,短期信贷银行与长期投资银行具有明确的业务分工,商业银行不得进行长期投资,投资银行不得经营商业银行

① 郭茂佳:《当代西方金融市场发展的新趋势》,《世界经济》1992, No. 8

的一般性存贷款业务,储蓄银行和人寿保险公司不得经营商业银行的贷款业务。特别是对于证券交易所,长期沿用一种保守的封闭性交易制度和会员制度。80年代后,西方各国先后通过修改金融法规、减少行政干预等方式,放松了对金融市场的管制。如美国1980年通过了新的《银行法》,允许商业银行和储蓄银行、证券公司间进行业务交叉和竞争。日本也在1981年通过了新的《银行法》,允许商业银行和长期信贷银行、信托银行经办有价证券业务。英国在1986年对伦敦证券交易所进行了重大改革,取消了实行多年的自营商和经纪商职能不能互兼的单一资格制,同时取消了对证券交易最低佣金的限制和非交易所成员持有交易所成员股票的限制。由于这些重大改革措施的出台,使当代国际短期信贷银行与长期投资银行的界限正在逐渐消失。商业银行已渗透到了证券市场,参与了长期投资。投资银行也扩大了存款和贷款范围,开始染指商业银行的业务。而且所有的金融机构均可参加证券交易所的交易。

融资形式趋于证券化。80年代以前,国际金融市场上的融资形式主要是间接融资,即企业和政府的资金短缺大部分是依靠银行贷款来解决的。80年代以后,由于国际债务危机和经济危机,使人们认识到银行贷款具有债权难以转让的缺点,加上一些西方国家放弃对证券市场的限制,使国际市场上的融资形式由间接融资为主转变为直接融资为主,即企业和政府越来越依靠发行股票、债券和其它有价证券筹集资金,而对银行贷款则利用得越来越少。如1980年西方国家金融市场融资总额中仅有35%是通过债券融通的;到1988年,西方国家金融市场筹集的资金有87%是通过发行有价证券方法获得的。在这种因素的推动下,国际金融市场上的资金流量在过去10年里成倍增长,金融市场扩大的速度已超过了经济增长的速度。

股票发行与交易的国际化。80年代以前,各国股票市场处于相对封闭状态,尤其是二级市场的流动性受到各国证券法规的限

制,彼此分割。日本的投资者主要在东京证券市场上买卖股票,而伦敦的投资者只能以伦敦交易所为根据地。80年代以来,股票交易日益具有全球化的性质。在世界各主要金融中心的证券交易所中,外国上市公司日益增多。1973年12月,第一家外国公司在东京证券交易所上市,1992年外国上市公司达119家,平均每日外国股票交易额为34.9万股。伦敦证交所外国上市公司有604家,占全部上市公司的32.6%。与股票发行市场的国际化同步,国际二级股票市场的跨国界流动也显著增强。1980—1991年,外国投资者在纽约证交所全部交易量中的比重从8%上升到14%。^①随着股票市场国际化的加深,专门从事证券业务的投资银行、证券公司的业务也在全世界扩展。日本证券机构在海外设立的分支机构和办事处达256家,外国证券机构在日本设立的分支机构有180家。美国最大的投资银行美林集团管理的客户资产总值达4760亿美元,销售网络覆盖29个国家,在世界各地设立办事处466间,雇佣证券销售人员11000多人,1992年在全球包销的股票及债券达1508亿美元。

融资价格趋于自由化。战后很长的一段时间,西方各国一直实行着限制性的融资价格,不仅有“硬性限制”(直接限制),而且还有“软性限制”(间接限制)。前者主要是规定利率上限,后者主要是对不同利率分别提出指导性标准。由于西方中央银行一般都有较强的独立性,即使是软性限制,也能起到硬性限制的效力,因此那时西方金融市场的利率升降并不完全反映资金供求关系的变化。70年代以后,西方各国对这种僵死的利率制度进行了改革。英法等国在70年代首先完成了存贷款利率的自由化。美国自1980年起,也开始分阶段地取消对存款利率的上限限制,1986年,定期储蓄存款利率上限的取消,标志美国已实现了完全的利率自由化。

^① 王燕然:《股票市场的国际化与中国企业股票在海外上市》,《世界经济》1994, No. 2.

二 资本国际移动的宏观理论

国际经济学界关于资本国际移动的理论,大致可以归纳为两类:一类理论以国家为基本考察单位,分析和探讨资本的跨国界转移可能给有关国家带来的利益和成本,以说明不同国家允许和接受资本移动的原因;另一类理论以投资人或以企业为行为主体,通过分析他们的利益追求,决策基础和行为方式来说明国际资本移动普遍发生的原因和一般规律。

(一)资本作为生产要素的国际移动

国际间生产要素的差异性和产品生产所使用的要素密集程度不同,是生产要素国际移动的内在原因,并且决定了生产要素的移动方向。

1. 国际生产要素的差异

国际间生产要素的差异性,从静态看,取决于各国生产要素秉赋的不同,尤其是各国自然资源的差异,主要是由各国的地理条件和特殊的气候以及国土面积所决定的;从动态看,则也是由历史的原因和经济发展水平不同等因素引起的。

假定一定时期内,世界生产要素的总供给量和总需求量不变,产品生产所使用的生产要素种类和要素密集程度也不变,这样,在同一生产函数条件下,生产要素就会从价格低的地区流向价格高的地区,若没有国界限制,生产要素就会从丰裕国流向稀缺国。因此,两国同一生产要素的秉赋不同,致使两国该要素的价格不同,进而导致了该要素的国际流动。

如把一定时期看作是社会经济发展某一过程的延续,各国生产要素(资本、技术和劳动力)的差异也是由历史的社会的原因引起的。今天资本比较丰裕的一些发达国家,在历史上曾经通过原始积累获取了大量建立机器大工业所需的资本;战后随着科学技术的发展,又在大规模的工业再生产中积累了大量的资本。因而才有了现在他们向资本相对稀少的国家输出资本的可能。

2. 国际产品生产的要素密集程度的差异。

生产要素秉赋的差异引起生产要素价格的不同,是从供给角度而言的;而产品生产的要素密集程度差异致使生产要素价格的变动,则是从需求角度论述的。

例如,假定甲、乙两国生产某种产品的生产函数一样,供给条件也一样,但由于生产该产品所使用的要素密集程度不一样,两国生产该产品所使用的生产价格就会有差异。即使供给条件不一样,甲国的某一生产要素相对乙国比较丰裕,但甲国使用该种要素的密集程度大于乙国,也就是说甲国对该种要素的需求量远大于乙国,其结果是:该要素的价格在相对丰裕的甲国反而高,在相对稀少的乙国反而低,该生产要素反而会从乙国流向甲国。

各国间某种产品生产的要素密集程度的差异,取决于各国的技术系数,即为生产某一单位产品所需要的各种生产要素的配合比例。而从各国技术系数的差异中,又可折射出各国经济、技术发展水平的差异。发达国家更多地使用资本和技术要素去替代劳动力要素,不仅因为这些国家拥有相对丰裕的资本和技术要素,同时也说明这些国家科学技术已发展到较高的水平,能够以技术要素去替代劳动力要素。

(二)资本的国际移动的一般经济效应

一般认为,资本在国际间的移动会给资本输出国和输入国都能带来利益,因而也会对世界经济的发展起到推动作用。1960年,美国经济学家麦克杜格尔(MacDougall)在一篇文章中,建立了一个模型,以分析国际资本移动可能给东道国带来的利益。^①此后,肯普(Kemp)等人进行了更深入的研究,将该模型发展成分析借贷资本国际运动中双方当事国利益分配的一般工具。

这种以国家为单位的利益分配模型如图 1-1 所示,假设世界

^① G. P. A. MacDougall, "The Benefits and Costs of Private Investment from abroad; a Theoretical Approach", *Economic Record*, 36 1966, pp13-15