

目 录

第一章 国际财务管理	1
一、公司国际化的趋势	1
(一) 冷战的结束	3
(二) 发展中国家的快速成长和工业化	4
(三) 国际化趋势	4
(四) 了解国际财务对企业的影响	5
二、国际财务管理简介	6
(一) 公司目标与财务管理的功能	6
(二) 多国籍企业和它们的表现	9
(三) 国际财管的原则	11
(四) 代理理论和环境的不同	16
三、专有名词介绍	19
四、外汇市场与汇率	21
(一) 外汇报价	21
(二) 远期汇率与即期汇率间之关系	24
(三) 外汇期货及外汇期权	25

(四) 汇率风险	27
五、汇率决定理论	28
(一) 效率汇兑市场	28
(二) 购买力平价理论	29
(三) 费雪效应	32
(四) 国际费雪效应	33
(五) 利率平价理论	33
(六) 远期汇率和未来即期汇率	34
(七) 汇率决定理论的组成	35
六、跨国公司资金转移	36
(一) 内部资金的特殊性	36
(二) 跨国子公司的股利分配策略	38
(三) 跨国企业费用的支付	40
(四) 现金管理	44
七、跨国企业内部贸易和转移价格	45
(一) 内部转移的性质和特点	45
(二) 转移价格	48
(三) 内部分权管理成效的评价	50
(四) 冻结资金	52
八、跨国资金调度	54
(一) 跨国资金调度机构	54

(二) 跨国公司资金流动的类型及应对	59
(三) 跨国现金调度的优化管理	63
九、跨国企业应收账款及存货管理	67
(一) 应收账款管理	67
(二) 延期付款信用政策的决策管理	69
(三) 应收账款的让售管理	70
(四) 存货管理	76
十、国际财务政策与资本预算	81
(一) 短期和中期融资	82
(二) 国际债券市场	82
(三) 国际股票市场	85
(四) 跨国银行业务	85
十一、跨国公司资本预算	86
(一) 净现值的计算	86
(二) 跨国企业的资金成本	90
(三) 税务考量	92
十二、成效评价	92
(一) 目的与标准	92
(二) 汇率变化对预算标准的影响	95
习 题	100
个案研究	103

第二章 购并与重组	109
一、购并	109
(一) 购并的基本认识	109
(二) 购并动机	113
(三) 公司购并的形式	119
(四) 购并的业务处理	122
(五) 购并后公司的价值评估	132
(六) 购并案的净现值	134
(七) 购并的一些迹象	138
(八) 日本的购并集团	142
二、财务危机	144
(一) 财务危机的原因	148
(二) 财务危机的早期监测	151
三、资产重组	155
(一) 程序外重组	155
(二) 程序内重组	158
(三) 预先包装式重组	165
四、清算	167
习 题	170
个案研究	174

第三章 契约理论	177
一、委托人与代理人	177
(一) 委托人与代理人的关系	177
(二) 代理难题	179
二、代理成本	183
三、股东与经理的冲突	185
四、债权人与股东的冲突	188
(一) 资产替换难题	190
(二) 投资不足	195
(三) 通过发行新债进行求偿稀释	197
(四) 资产的专用性	199
五、契约关系的控制	200
(一) 财务危机	200
(二) 信息	203
(三) 管理契约	204
(四) 债务契约	206
(五) 最佳契约	210
六、监督	211
(一) 新的外部筹资	211
(二) 其他监督手段	211
习题	213
个案研究	213

一、公司国际化的趋势

在今天这个世界，地球已变得越来越小；“地球村”这一提法早已广为人知。毫无疑问，这是经济与科技迅猛发展必然带来的结果。一家成功的公司必然不会无视全球一体化的潮流。它必定会着眼世界，尽力在每一块适宜的土地上开拓业务。当它筹集资金、雇用员工、销售产品乃至作出任何一项决策时，都不会把自己局限在一个狭小的空间内，而会在全球作出选择：无论哪里，只要能提供最具有吸引力的机会，它就会乐意前往。它会关注多个市场的需求，既为国外市场专门研制新产品，也为现有产品在本国之外打开新市场。本国公司和外国公司的界限在很大程度上已经变得模糊不清，因为它们已演变成真正的跨国公司。

跨国公司又称多国公司，是指在一国设有总公司并在其他国家或地区设有分支机构、子公司或合资企业的公司。它实施全球化战略，是公司国际化趋势的具体体现。

我们每个人都已目睹甚至参与了这一国际化的趋势。微软公司在爱尔兰建立了欧洲生产工厂，在中国也设立了研究机构。迪斯尼公司在巴黎、东京等大都市都修建了巨大的主题公园。韩国的三星公司在美国加利福尼亚州生产半导体。在日常生活中，我们会经常饮用可口可乐公司的软饮料，光顾麦当劳的快餐店。跨国公司为我们提供了多方面的服务，满足了多方面的需要，已成为生活中不可缺少的组成部分。

表 25.1.1 1995 年的前 15 大国际性公司

公司名称	所属产业	国外资产占 总资产 比例	国外销售 额占总销 售额	国外员工 占总员工 比例
荷兰皇家壳石油	能源	67.8	73.3	77.9
福特	汽车	29.0	30.6	29.8
奇异	电子	30.4	24.4	32.4
艾克森石油	能源	73.1	79.6	53.7
通用	汽车	24.9	29.2	33.9
福斯	汽车	84.8	60.8	44.4
IBM	电脑	51.9	62.7	50.1
丰田	汽车	30.5	45.1	23.0
雀巢	食品	86.9	98.2	97.0
拜耳	化学	89.8	63.3	54.6
ABB	电子设备	84.7	87.2	93.9
日产	汽车	42.7	44.2	43.5
Elf Aquitaine	能源	54.5	65.4	47.5
美孚	能源	61.8	65.9	52.2
宝士	汽车	39.2	63.2	22.2

跨国公司和普通公司一样，其经营目标仍然是使股东财富价值最大化。实际上，正是这种对财富的追逐使它们到地球上的每一处寻找获利机会。随着全球一体化进程的加快，我们相信，公司国际化的步伐也会迈得更大。

表 25.1.1 是根据不同的判断标准评估出的最大型国际性公司名单。

货物、服务和金融市场经济整合的增加所带来的全球化，为政府、企业和个人带来无限的商机与挑战。虽然全球各国间的商业行为已经存在几个世纪，但世界才刚刚迈入史无前例的全球化生产和配销。全球化生产和配销对于具有生产能力，并从中赚取利润的多国籍公司(multinational corporation, MNC)的永续经营是相当重要的。但是国际财务管理是整个管理中相当重要的一环，因为它是跨功能的，并且能以货币的形式把输入、输出、过程和结果表现出来。

在 20 世纪 90 年代，世界面临着经济上的变化，没有人可以否认这些改变将会对我们追求和平繁荣的愿望产生影响：苏联的解体；欧洲经济与政治上的自主；亚洲市场导向经济体的崛起；单一欧洲市场的出现和地区性贸易障碍的自由化，如北美贸易协定(North American Free Trade Agreement)，和世界性的联合机构如世界贸易组织(World Trade Organization) 的出现。

世界总贸易额在 1996 年已突破 \$ 5.2 兆，美国的进出口额在最近十年成长了 2.5 倍。而当世界越加整合、国际竞争越激烈，美国、欧洲与日本将带领世界迈向自由市场和自由贸易。

这三个变化——冷战的结束、东亚与拉丁美洲开发中国家的兴起和国际经济的全球化——对国际财务环境有着深远的影响。了解这些变化，能让你预知世界经济未来的走向，而让你能更有效的回应挑战，完成你的责任并且利用机会。

(一) 冷战的结束

1989 年苏联放松对主导 40 年之久的东欧国家的控制，同时那些国家也赶紧抓住机会推翻了原有政府；两年后，苏联本身也面临了政治与理念上的动

乱，分裂成 15 个独立国家，而大部分独立国家的国家和原本实行中央计划经济的经济体，都参与了从中央计划和国有制，转变到市场经济与私有化的变革。

（二）发展中国家的快速成长和工业化

在最近几年中，第二大的变化为世界几个区域的国家的快速工业化和经济增长。最早的几个新兴市场便是所谓的亚洲四小龙：香港、台湾、新加坡和南韩，马来西亚、泰国和其他亚洲国家则紧追在后。但是 1997 年的亚洲金融风暴却对其中几个国家未来的经济成长投下了变数，这些国家如南韩、印尼与泰国等，但是拉丁美洲的有些国家——阿根廷、墨西哥、智利、巴西与委内瑞拉，在经过了 20 世纪 80 年代的金融风暴和随后的经济与政治上的重整，预期将会有较持久且较快成长。

（三）国际化趋势

第三个国际财务环境的转变则比前两项更具影响力。国家间的经济变得更加密切结合，运输和通讯成本的减少降低了技术上的障碍。而从二次大战后举行的一连串相互协定也使人为障碍随着关税和非关税障碍的减低而减少。

数字也显示了国家间经济上时空距离的缩短。如美国若以 1990 年的币值来看，运输技术的进步使平均的远洋货运费从 1920 年的 \$ 95 跌到 1990 年的 \$ 29；而在 1930 到 1990 年，平均的飞航收益也从 \$ 0.68 每人每里 (per passenger mile) 到 \$ 0.11 每人每里；从纽约到伦敦的三分钟长途电话费用也从 \$ 244.65 跌到 \$ 3.32。

世界贸易的成长在二次大战后比产出来得快。1960 年世界贸易总额，如以 1995 年的币值计算为 629 百万美元，但到 1996 年，却成长至 \$ 5.2 兆美元；也就是说从 1960 年，世界贸易以平均每年 6.1% 成长，但总产出却只有 3.8% 的成长率，这也意味着竞争更加激烈，同时允许国家从其比较利益中获利，并能

使各地的生活品质上升。

随着国际贸易重要性渐增，海外投资也有着对等的成长。国际资本市场的财务工具——公债、股票和其他财务工具——也从1992年的\$610亿成长到1992年的\$1592亿，亦即每年平均成长27%。海外直接投资(FDI)也从1985年的\$58亿成长到1995年的\$215亿，平均每年成长14%。海外直接投资是几个在已开发和开发中国家间建立连结的方式之一。海外直接投资1990年在开发中国家成长了四倍，每人的外汇交易额也从1989年的\$718亿到1995年的\$1572亿，平均每年成长14%，如果你拿这些成长率和世界总产出的成长率(3.8%)或美国的经济成长率(4.5%)比较，可以很容易确信货品，服务和投资国际化的趋势。

(四) 了解国际财务对企业的影响

有许多例子可以看出国际业务对个别企业重要性的增加，美孚(Mobil Oil)、道化学(Dow Chemical)、可口可乐(Coca Cola)和美国运通(American Express)的国际业务收益占总收益的一半以上；多国籍公司像英国石油(British Petroleum)、通用汽车(General Motor)和新力(Sony)在世界一百多个国家都有业务；雀巢(Nestle)、飞利浦(Phillips Electronic)、福特(Ford)和IBM在国外的员工比在国内多。举例来说，雀巢在海外有203100的员工，而在它的本国——瑞士，只有6700位员工。

相同的，全球财务亦因有国际贸易和海外投资而变得更加重要。比如美国银行(Bank America)一半以上的资产都来自海外；花旗银行(Citibank)也经常性的在全世界100多个国家维持300个以上的海外分行。简单来说，每个国家，都能藉由国际贸易、海外投资和国际借贷所构成的复杂网络，而与其他国家在经济产生关联。

在美国，大部分的大型或中型企业都有国际业务。近几年，我们可以了解就算没有国际事务的公司也深受国际事务的影响。商学院毕业生如果能了解国

际财管，那么在推动公司的成长方面会比别人较有优势，而撇开工作考量，一个想要对世界有更进一步了解的人，如果他没有对经济动态或财务、贸易和跨国投资的政策议题有一定的认知，将会产生很大的进入障碍。

二、国际财务管理简介

（一）公司目标与财务管理的功能

（1）多国籍公司的目标

管理者会被要求达成几个目的，但有些目的却互相冲突。类似的冲突是因企业内部有不同组成份子而产生的，如股东、员工、顾客、供应商与债权人，他们的愿望并不一定能完全符合，而管理者的责任，亦即需满足不同的需求。面对相冲突的结果，优先顺序的问题是管理者所需面对的；此外，对管理阶层来说，决定优先顺序对有效地运用公司的有限资源也是相当重要的。一个多国籍企业如何决定其优先顺序是相对的重要和困难，因为它在不同的国家有许多高度分散的组成份子。

使股东财富最大化是一般多国籍企业的目标，而这通常反映在股价上。股价反映了企业的利润、所担负的风险、股利政策与公司的未来情形。未来情形则包括有企业的稳定性、多角化经营和销售额的成长。

（2）国际财务经理的职责

企业为了要达成股东财富最大化的基本目标，财务经理有三种职责：

- 1) 财务的规划和控制（支援工具）
- 2) 资金在不同资产间的有效分配（投资决策）
- 3) 以较有利的条件取得资金（财务决策）

A. 财务规划及控制

财务的规划和控制必须要同时进行，而为了达到控制的目的，财务经理必须建立标准，如比较实际表现和预期表现的预算。准备预算属于规划的功能，但它们的运用却属于控制的功能，当多国籍企业要执行其规划与控制的功能时，外汇市场扮演着很重要的角色。一旦一个企业迈向国际化，它投资所获得的利益就不单是平常营运的盈亏，还要包含因币值变动所造成的汇兑损失或利益。举例来说，泰国的化学大厂，泰国水泥(Siam Cement, PLC)在1997年的第三季认列了\$517百万的汇兑损失，这是因为1997年的下半年，亚洲发生了一场金融混乱，此公司有\$4.2亿的债务完全没避险，此债务所导致的汇兑损失等于其从1994年1996年的利得。

如何控制一个多国籍公司的营运牵扯到该公司的财务报表与控制机制，有意义的财务报表是有效管理的基石，而正确的财务资料对一个跨国营运的国际企业是相当重要的。

B. 资金在不同资产间的有效分配(投资)

当财务经理计划如何分配资金时，最先的责任是要把资金有效的投资在企业内部，也就是钱要花在刀口上，因此，资金应以能最大化股东权益的方式进行投资。

一个大型的多国籍企业，如皇家壳牌(Royal Shell)通常可以在世界上200多个国家进行投资。很明显的，海外的投资机会远比单一国家多，但也有比较高的风险，因此国际财务经理在进行投资的同时，也要考虑其背后的风险。

C. 以较有利的条件取得资金(财务)

财务经理所要扮演的第三个角色，是要能以较有利的条件取得资金，如预期的现金流出超过现金流入的话，财务经理就必须能够从公司外部取得资金来源。资金可以在不同的契约下，依不同的成本和到期日，由不同的管道取得。财务经理的角色是要能找出最符合企业需求的组合条件，而这必须在低成本和

在到期日前偿还的风险间取得最适的平衡。

世界上依然有许多贫穷的国家，因此即使是 1998 年世界最大的银行——东京银行(Bank of Tokyo)也无法从世界上 200 多个国家取得资金。虽然如此，多国籍企业仍可因最近的金融国际化而能从许多国家获得资金。金融国际化是导因于资料处理和通讯的进步、资金在各国间流动的自由化和当地资金市场的解禁，而国际企业的财务经理也能有更多种获得资金的方法。本国企业的经理只有一种获得资金的方法，即在不同的契约下，依不同的成本和到期日，由不同的管道取得，但是一个多国籍企业的财务经理却有三种不同的方式，选择工具、选择国家和选择货币。

(3) 财务经理角色的转变

财务经理的角色在近几年有变广的趋势，除了把焦点放在资源的有效配置和以有利的条件取得资金外，财务经理也必须把其工作和公司策略结合在一起。最近发生在财务管理基础的变化——公司策略和财务功能的相结合——是因两个趋势而导致的：竞争的全球化和国际金融市场因资讯收集和分析能力上升的整合。举例来说，财务经理必须更积极的参与公司策略的决定，从最基本的问题如公司业务的本质到复杂的问题如合并与收购。

下面的例子可以很贴切的解释财务经理角色的转变。在 1993 年的六月，推动美国电话电信(American Telephone & Telegraph) 进入无线电话市场的曼德勒在科罗位多州的山脉上建行，一边思考是否应进行的购买协商，最后他提出了一个具创意，复杂且昂贵的计划，即要买下部分的麦考电信公司(McCaw Cellular Communication Inc)。使他与众不同的是他是 AT&T 主要的财务负责人，这样的职务在以往只是一个在大生意时负责支援角色。

曼德勒先生只是现今积极扩充财务功能，重新定义财务意义的高阶财务经理中的一位。现在，以高阶财务经理作为策略规划者的风气正新兴，在现今高度竞争的时代，以财务观点去诠释公司策略变的越来越重要，许多财务经理能

提供有关于产品，行销和其他领域的资料和决策，因为每个环节都需要财务。根据人力中介公司 Korn/Ferry International 的整理，富士比前 100 的财务经理都认为它们现在的角色比以往更像是总经理(CEO) 的伙伴。

(二) 多国籍企业和它们的表现

(1) 什么是多国籍企业

1963 年在商业周刊的封面故事介绍下，“多国籍企业”成了一个家喻户晓的名词。自从以多国籍企业为主的国际商务因为落后国家欲进行发展的需要、冷战的结束、公营事业和银行的私有化和全球三角经济体——亚洲、美国与欧洲(Baker, 1997) 经济力量的强大而繁盛(见图 25.2.1)。未来预估全世界将会有 27000 多国籍公司和 270000 海外控股公司在 21 世纪，那些多国籍企业将会

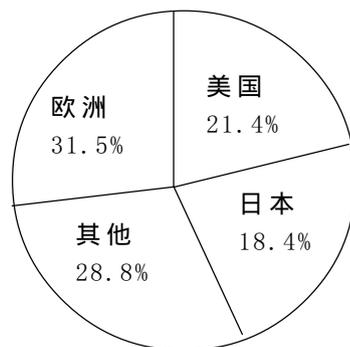


图 25.2.1 总产值的比率:1995 年

扮演更吃重的角色，因为它们具有小公司没有的营运经验、资金和资讯。

世界百科全书(The World Book Encyclopedia) 定义一个多国籍企业为“一个在两个或以上的国家生产、销售产品或提供服务的商业组织”，而美国商业部则定义美国多国籍企业为“美国本土的母公司和海外关系企业”。一个美国母公司(parent) 指的是一个“人”，是美国公民，拥有公司或控制至

少 10% 的普通股的股权；“人”可被广泛定义为任何个人、法人、机构、州县、信托公司、企业或其他组织。一个海外关系企业(foreign affiliate) 指的是一个国外的分支机构，而一个美国“人”拥有该公司或控制至少 10% 的普通股的股权，所以美资拥有的海外关系企业(Majority-owned foreign affiliate) 是指一个美国“人”拥有 50% 以上股权。

李萨德(Lessard)，为在麻省理工学院教国际财管的教授，他把所有的多国籍企业归类成三种：1) 国际投机者——指的是把焦点放在本土市场上，但却参与部分国际交易的公司；2) 多国籍竞争者——在多个国家的市场上竞争，但各市场间却缺乏联系的公司；3) 全球竞争者——指的是在诸多国家或横跨多国的市场上竞争，但彼此间的营运活动却有相当的相关性。

(2) 美国多国籍公司的表现

在 1995 年，美国非银行业的多国籍公司的成长远比美国经济成长的快。根据研究报告指出，美国国际企业的产出成长了 6%，但美国经济只成长了 4.5%；前者员工成长了 1% 但美国的就业率却维持不变；前者资金需求成长了 8%，但美国的私人资金需求只成长了 5%。对美资拥有的海外关系企业而言，95 年的营运成长比 1982 年 ~ 1994 年都快，在 1995 年产值增加 15%，1982 年 ~ 1994 年只有 5%；1995 年员工增加 5%，1982 年 ~ 1994 年只有 1%；相对于 1982 年 ~ 1994 年的 4%，95 年的资金需求成长了 8%。1995，美国的多国籍企业占了美国的出口产值的 62% 和的进口产值的 39%。

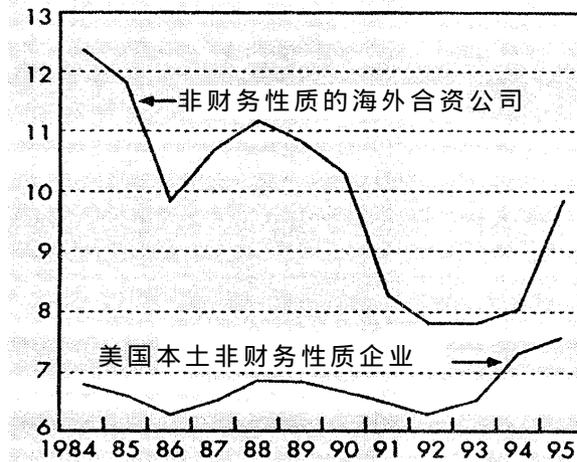
图 25.2.2 显示了从 1982 年到 1995 年，美国非金融性质的多国籍企业的资产收益率比全美的非金融性质的企业要高。事实上，在这 11 年间，美国非金融性质的多国籍企业的资产收益率比全美的非金融性质的企业要高出两倍，而较国际化的公司也在近几年有着非凡的表现。为什么多国籍企业会表现的比本土企业好呢？在以下的章节，我们将一一为你解答。

（三）国际财管的原则

本章的基本目的是去帮助读者能了解国际财管的原则，但在我们更深入之前，或许对一些原则有些了解对于未来我们的走向会有点帮助。

就如先前所讨论的，财务经理有三个基本职责：财务的规划和控制、资金的有效分配和取得资金。但是这三个职责都有共同的基本原则要遵守。在此将介绍七个重要的原则，此外，这些原则也能帮你了解为何多国籍企业的表现比本土企业好。

图 25.2.2 美国非金融性质的海外关系企业与本土企业的资产收益率



（1）不完全市场

完全竞争是指当货品和服务的卖方可以自由进出任何市场，在此种条件下货物及服务都可以自由流通。货物及服务流通的不受限制可以使各国间的成本及收益相同，而这种价格的一致性，将会降低国际贸易及投资的动机。

生产要素，例如土地、资金、技术，在各国间并不是平均分配的，所以如

果生产要素可在各国间自由流动，就算具有比较利益，国际贸易的交易额也还是会受到限制。在真实的世界，生产所需要的资源，有些是无法移动的，因此是处在不完全市场的状态。经济全球化的趋势毫无疑问地会消除因为限制货物在国际间流动所产生的不同效率情况，但是各种不同的障碍还是会妨害货物、服务、财务性资产在各国间自由流动，这些障碍包括：政府控制、过高的运输及交易成本、资讯的缺乏和歧视性税制，因此企业依然可以因市场的不同效率而获利，换句话说，不完全市场提供动机使企业寻求国际商务的机会，举例来说，日本的汽车制造商丰田(Toyota)为了避免美国的贸易限制，而在美国境内设厂生产。

(2) 风险及利润的取舍

要使股东权益最大化，就要在利润及风险中作取舍。一般来说，一个方案的风险越高，所预期的收益就越高，如果你有机会去投资一个高利润的方案，在同时也应了解到此方案的风险也会很高。风险和利润的取舍可以用经济概念中的效用理论和无异曲线来解释，无异曲线上的各点表示投资者在风险及利润的取舍间，不同商机组合可以获得同样满意度。

公司进入全球市场时，将会因为无异曲线的外移而获利。本国业务会较国际业务的风险来的高的假设似乎是合理的，但也并非绝对正确，因为海外投资跟国内投资的收益率并不是完全正相关，换句话说，多国籍企业会较局限在单一市场营运的本土企业之风险低，因此，为了降低风险，企业应该在产品及国际间进行多角化的策略。多国籍企业为了提高其利润，可以在世界各地设厂或在资金成本最低的地方筹措资金，而多国籍企业也可能从汇率上得到营业外收益，因此多国籍企业的利润应比单一国家企业高，较低的成本及较高的收益率让多国籍企业比当地的企业在利润和风险的取舍中占有较佳的位子。

图25.2.3显示出当国际企业使无异曲线外移时，可让多国籍公司降低风险或增加利润，也许两者兼有。所以根据图25.2.3来看，可以找出三点为何国际

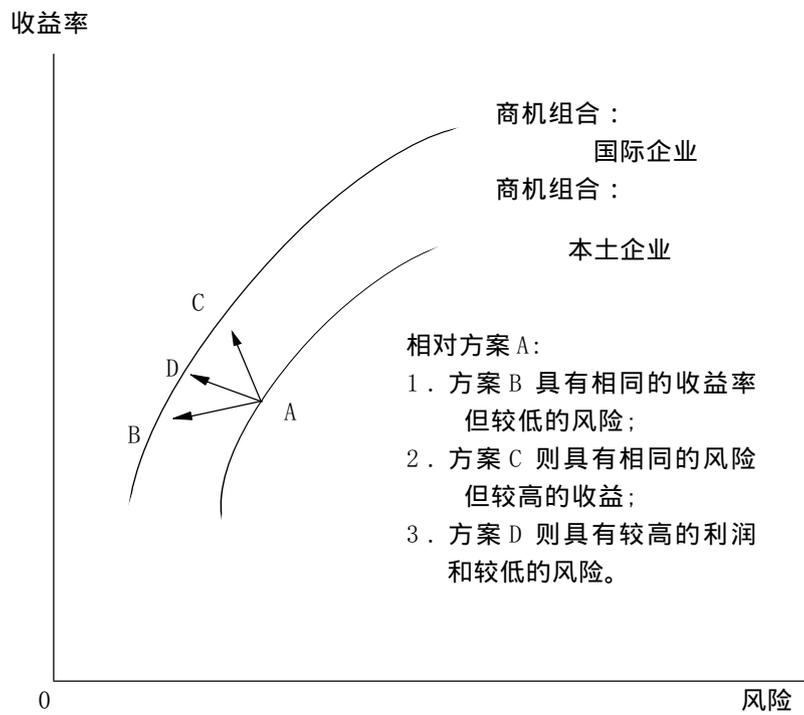


图 25.2.3 国际商机组合的扩张

企业会比本土企业较有优势。相对于美国方案A，国际化的方案B具有相同的收益率但较低的风险；方案C则具有相同的风险但较高的收益；方案D则具有较高的利润和较低的风险。

(3) 资产组合效果(多角化)

组合效果(portfolio effect)指当某一资产加入一组合时，其风险会降低，但是要应用此原则必须在某些特定条件下，这一点我们往后再讨论。

这个原则可以解释为什么大部分的大企业都是跨国及跨行业经营的，有些多国籍公司，如瑞士的雀巢，就在各国间实行其多角化策略，如美国、日本、

香港、法国、苏俄、墨西哥、巴西、越南、奈及利亚和北韩，因为我们无法预测哪个国家未来表现会比较好，因此大部分的企业都采取避险原则（hedging their bets）。本土的投资方案一般来说和海外的投资方案关联较少，因此国际间的多角化策略比在当地有效，而不同国家景气循环也不会完全类似；另一方面，因为处在同一种经济体系下的关系，所以当地大部分的投资方案彼此都有相当高的相关性，例如国际原油价格大跌时，在沙乌地阿拉伯的艾克森（Exxon）的营运就会受到影响，但如果公司在石油消费国设厂的话，如中国，则就可以抵销此种影响。整体来说，多国籍企业各国的营运目标不一定会如预期一般，但就整个集团而言，仍然可以达到所预期的利润。

（4）比较利益

你可能有听新闻说，韩国企业在全球上和美国是竞争对手，这样的说法在某些地方是对的，因为美国和韩国所生产的产品大多相同，例如福特和现代汽车（Hyundai）的顾客群大多相同就是一例。然而，美国和韩国之间的贸易并不是一场零合游戏，相反的，两国之间的贸易通常可以改进彼此的生活，自由贸易的架构是建立在比较利益的原则上。假设美国的工人比较会生产电脑软件，而韩国工人在制造鞋子方面则较有一套，比较利益法则（comparative advantage）告诉我们，两国间的贸易——美国出口电脑软件，韩国出口鞋子——可以使两国的生活水准提高，这是因为美国在生产电脑软件上具有比较利益，韩国则在生产鞋子上具有比较利益，贸易可以使一国专注在其较具优势的产品上，同时又可以享有多种的产品及服务，同时因为大部分的贸易都是透过公司进行的，所以企业可以从贸易中获利。

（5）国际化的优点

为什么有些企业偏好出口，而其他的则喜好直接在海外设厂生产？当一企业开始跨国迈向国际化时，大多倾向于利用出口进入海外市场，这种出口导向的策略在刚开始是可以适用的，但如果真的要变成全球市场的一部份，就必须

在全球市场上占有一席之地。这是并无法单纯靠出口而取得，因此在一段时间之后，企业就必需在海外投资。国际化所带来的好处，通常会促使企业直接到海外投资，这些好处来自：厂址的选择（location）、所有权的有无（ownership）以及国际化程度（internationalization）。Texaco 在生产技术、行销技巧、资金、品牌上具有优势，委内瑞拉则拥有原油、大量劳工、低税率的区位优势，因此，Texaco 可以在委内瑞拉建造一炼油厂，此厂可以集结 Texaco 的资金以及委内瑞拉的大量劳工而达到综效，使两国均获利。这就是所谓的国际化的好处，所以多国籍企业表现会比当地的好。

（6）规模经济

许多资源的利用都会带来规模经济，而当企业在一新市场生产或销售原有产品时，通常都可以因为规模经济而使收入和股东的财富增加。规模经济也可以解释为什么在1994年北美三国签订北美自由贸易协定时，许多亚洲企业都前往北美投资，当欧盟在1993年移除其贸易障碍时，许多北美国际企业也因为到欧洲投资而获得规模经济。换言之，企业如果以全球的角度进行投资，通常都可以获得较大的规模经济。公司的营运迈向国际化的同时，不但可以学习到国际化所需的管理知识，将之运用于各国营业据点，同时也可以将多余且重复的设备裁减、合并或整合之，另外也可在生产的同时，于资金成本最低的地方筹措资金。这些营运或财务上的规模经济再加上良好的管理能够使一多国籍企业同时降低风险并增加获利率。

（7）评价

评价是指计算某一资产未来收益的现值，因为评价的方式都必须预估未来收益，所以资产评价方式大多相同。首先，必须预测未来收益，其次决定要求的资产报酬率，而将未来的每笔收入以要求的资产报酬率折现，最后将每笔收益的现值相加后，就可得到此资产的价值；相同的，一企业的价值可用税后盈余除以要求资产报酬率而得到。

因为下列两个原因，所以多国际企业的价值通常会比本国企业高。第一，研究显示多国籍企业获利较本国企业高；第二，大公司的盈余通常可用较低利率资本化。多国籍企业的证券通常比本土企业流动性高，另外多国籍企业的商号也较为人所熟知，这种种因素使多国籍企业证券有较低的要求获利率及较高的本益比。

（四）代理理论和环境的不同

当多国籍企业要使其公司价值最大化时，会面临到很多限制，这些限制会阻碍一多国籍企业试图增加股东权益的努力，这包括有高代理成本以及环境的不同。

（1）管理阶层及股东

代理理论(Agency theory) 是讨论管理阶层及股东之间利益冲突的理论。我们可以把管理阶层想成是股权拥有者的代理人，而股东则假设管理阶层会以谋求股东权益最大化而努力，并且释出决策权给管理阶层，然而，管理阶层的目标是否和股东一致是相当受争议的，因为大部分多国籍企业的股东相当分散，所以企业的拥有权及控制权是分离的，这种情况会导致管理阶层转而谋求个人利益最大化，而非股东权益的最大化，所以有些经理会比较关心自己的福利，如薪资、权力、自尊和名望，但这些通常都会使股东权益和财富降低。

为了确定管理阶层按照股东的利益行动，股东必须提供适当的诱因来监督和激励管理阶层，这些诱因包括：股票选择权、奖金和临时津贴，监督制度则可以透过浏览管理文件、审核财务报表、限制管理阶层的决策权来执行。代理成本则包括诱因和监督成本。我们可以合理地假设管理阶层的行动都是朝向股东权益最大化的方向而努力，这是因为长期来说，管理阶层的未来，其中包括其生活和薪资，都需视企业的价值而定。

在本章节，我们在假设管理阶层会替企业的股东谋求福利的情况下，解释国际财务的相关议题及概念。虽然如此，有些多国籍企业的规模过大，所以无

法确定所有的管理阶层都会依股东的权利最大化的目标去做决策。举例来说，拥有许多子公司的多国籍企业的财务经理，都倾向于利用母公司的资源谋求所属于子公司的价值最大化，所以多国籍企业的代理成本会较本国企业为大。

(2) 环境的不同

从财务经理的观点，多国籍企业和本国企业有何不同？对此两种企业而言，有效的资金配置和以比较有利的条件获得资金在概念上是相同的，相异点则是经营环境的不同。国际财务经理必须要了解相异处，才能在所处的环境中成功。

想要在国际运筹中成功，管理阶层必须拥有会影响海外事业营运的环境因素的资讯，美国式的管理必须要能因应海外营运处所在的国家而做调整，以符合当地的习俗、态度、政治及经济因素。

各国间的管理方式有何不同呢？原则上，运用于会计、经济、财务、管理、电脑资讯系统和行销的观念，与各国间相差不多。但是当企业迈向国际化时，管理方式却会因国情不同而改变，换句话说，多国籍企业的财务经理在试图要以全球的角度使企业价值最大化时，会面临到诸多环境上的限制。在这一部份，我们讨论三种环境的限制：1) 各类的风险；2) 利益的相冲突；3) 环境多元化。这些限制并非互不相关，而在国际商业贸易中所见到的差异性也不仅止于此三种。

A. 风险的种类

三种国际营运的风险是政治风险、财务风险和营运风险。政治风险可以小到从外汇的管制，大至资产被当地政府充公；财务风险则牵涉到汇率的变动、税务法规变革、利率和通货膨胀率的变动以及国际收支帐的平衡；营运风险包含有法律制度的不同、法律裁判权的归属以及加诸于外国厂商的限制。

如果企业想要在国外进行大型投资，必须同时考虑这三种风险。跨国企业的营运所遭遇到的风险和本国企业不尽相同，理论上，企业必须分析以了解各

种风险所带来的影响，并设法减少这些影响。

B. 利益的相冲突

利益的冲突来自于好几种原因。老板、员工、供应商及顾客可能都来自不同的国籍，而国家之间的利益则不尽相同，多国籍企业的目标和所在地的利益也有可能抵触，另外有些冲突是存在于企业内部的，而更进一步的说，外在环境和企业本身之间也有可能存在着冲突。

企业在重要的据点通常会是想营造当地公司的形象，但他们通常只指派当地人较不重要的职位，因此薪资上的不平等是在所难免的。大部分的发展中国家和多国籍企业都有交换条件，企业在取得在当地营运的权力的同时，也必须雇用当地人，并训练他们管理技巧。此外与利益导向决策相关的外部的冲突通常牵涉到资金的转移、生产、进出口和国家间人员的流动，举例来说，一个多国籍企业欲将其当地所得汇出国外时，通常会和当地的外汇管制产生冲突。

C. 环境多元化

除了风险和冲突外，因为在不同环境下营运，企业也会面临难题，而环境的多元化，就需要不同的概念、分析工具及情报，所以多国籍企业应该要能分辨并评估所有环境变素，一些重要的环境包括有企业组织的形态、不同的制度和不同的文化。

国际财务经理和在多国籍企业中的每个经理的任务目标都是一样的，亦即使股东财富最大化，如果因为经理人的决策而使公司的股价上涨，则这就是一个好的决策，而股东也会认为这是因为管理阶层的努力而使公司的价值上升。为了达到股东权益最大的企业基本目标，财务经理必须执行三个主要职权；财务的规划和控制、有效配置资金、以较有利的条件取得资金。多国籍企业可以表现比本国企业好是因为能享有不完全市场、较好的利润与风险的取舍、组合效果、规模经济、比较利益、国际化的好处和较高的本益比；然而，当多国籍企业想当增加其整体企业价值时，也会面临到过多的限制，如高额的代理人成

本、各式的风险、利益的冲突和环境的多元化。

三、专有名词介绍

以下是国际金融以及本章最常见的一些名词。

1) 美国存托凭证(American Depository Receipt, ADR)是一种在美国发行,代表外国股票的股份、并便利该外国股票能在美国境内交易的证券。外国公司通常使用这种以美元面值发行的存托凭证,扩展潜在的美国投资人,目前大约有690家左右的外国公司以下列两种形式在美国发行存托凭证;一种是有担保、且在交易所中交易的存托凭证;另一种是无担保的存托凭证,主要由创造该ADR市场的投资银行持有。个人投资人都可以投资这两种存托凭证,但只有有担保存托凭证可以在每天的报纸上看到它的报价。

2) 交叉汇率(cross rate)系美元以外的两种货币间的兑换比率;而美元通常是计算交叉汇率时采用的中介货币。举例来说,如果有一位投资人想卖日元买瑞士法郎,他会先以日元换美金,再以美元买进瑞士法郎。所以,虽然是日元换法郎的交易,美元汇率却被当成一种比较基准。

3) 欧洲货币单位(European currency unit, ECU)是在1979年设计,由欧洲10国货币组成的一种通货,预备作为欧洲货币体系(EMS)的货币单位。欧洲货币系统(EMS)的会员可根据规章,每五年或当10国货币中任何一种权数变动达25%以上,重新评估欧洲货币单位的组成比例。德国马克(DM)是欧洲货币单位中权数最大的货币,另外法国法郎、英国英镑和荷兰币的比重也都超过10%。权数最少的则是希腊币(deachma),卢森堡法郎和爱尔兰币(punt)。

4) 欧洲债券(Eurobond)是一种同时在数个欧洲国家发行,以一种特定货

币为面值的债券。目前，此种债券已成为许多跨国公司及各政府募集资金的重要管道。欧洲债券不受各国国内法规的限制，并且通常是在伦敦发行。只要有买卖双方的地方，便能交易。

5) 欧洲货币(Eurocurrency) 是一种存在非货币所属国金融中心里的货币。例如时下最流行的欧洲货币欧洲美元，就是存在美国以外的银行里的美元。

6) 外国债券(foreign bonds) 和欧洲债券不同，外国债券乃是外国借款人在其他国家资本市场发行，并且通常会以该发行国货币计价的债券。例如扬基债券(Yankee bonds) 乃是外国政府、银行或公司在美国发行的债券；然而最近发行的一些扬基债券并不是以美元计价。通常，发行所在国会将外国债券与本国发行的债券作区别，区别的方法包括不同的税务法规，限制发行量，或是比较严苛的披露规则。

外国债券通常会根据发行国取个绰号：如扬基债券(美国)、武士债券(日本)、林布兰特债券(荷兰) 和斗牛犬债券(英国)。由于严格的规定和会计披露要求，过去几年外国债券市场并不像欧洲债券市场那样热络，这类债券几乎有一半是在瑞士发行。

7) 基尔兹(Gilis) 虽然也包括英国地方政府及一些外国政府发行的债券，不过技术上而言是指英国及爱尔兰公债。

8) 伦敦同业拆款利率(London Interbank Offered Rate , LIBOR) 是在伦敦市场交易的大部分国际银行，彼此之间就以欧洲美元计算的隔夜借款收取的利率。这种利率是货币市场金融工具和许多政府及公司法人短期融资工具发行价格的参考基础。信用稍差的债券发行人的发行利率，通常会比伦敦同业拆款利率高出几个百分点。

9) 交换契约(SWAP) 有利率及货币两种基本形态。利率交换是指交易双方以浮动利率计息方式换成固定利率计息方式，反之亦然。所谓货币交换是指把原须以一种货币付款换成以另一种货币付款的约定。当以不同货币计算的债务

进行交换时，通常此两种交换合约都在同一项交易中使用到。

四、外汇市场与汇率

外汇市场(foreign exchange market)无疑是世上最大的金融市场，它是国与国间货币交易的市场。在这里大部分的交易不外乎以下几种货币：美元(\$)、德国马克(DM)、英镑(£)、日元(¥)、瑞士法郎(SF)和法国法郎(FF)。

外汇市场是一种店头市场(OTC)，所以不会有一个聚集所有买卖方的场所，而是市场参与者分散在世界上主要的商业银行和投资银行。他们透过电脑终端机、电话和其他通讯设施互相联系。一种作为各参加国交易联络的资讯网路称作环球银行财务通讯系统(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications , SWIFT)，是一家在比利时登记的非营利组织。透过区域处理中心的资讯传送线路，位于纽约的银行可将讯息传送给位于伦敦的银行。

外汇市场上有各种不同形态的参与者，其中包括：

- 1) 将本国货币兑换成外币支付进货款项的进口商。
- 2) 收取外币而希望将之换成本国货币的出口商。
- 3) 买卖外国股票和债券的投资基金经理人。
- 4) 撮合买卖双方的外汇经纪人。
- 5) 创造外汇的交易者。

(一) 外汇报价

汇率(exchange rate)是指一种通货以另一种通货来衡量之价格(亦可

说汇率是两种货币间之相对价格), 此价格和其他物品价格一样, 都是由市场供需来决定。本节先介绍外汇报价机制及外汇市场功能。

针对某一种货币所做的汇率报价(exchange rate quotation), 可以以其他的货币为计价单位。例如, 英镑之报价可能是 1 英镑换 2 美元(或是想成 1 英镑“值” 2 美元); 反之, 亦可说美元报价为 1 美元换 0.5 英镑(或是想成 1 美元“值” 0.5 英镑), 以上两种通货彼此汇率所呈现反向关系在任何其他的通货相互报价都成立。

图 25.4.1 是从 1991 年 1 月 28 日《华尔街日报》节取的外汇报价, 使用传统的报价方式, 即统一以美元作为基准, 再分别以其他通货为计价单位。另外欧式制度则与美式制度相反, 改以美元作为衡量其他货币之计价单位。

图 25.4.1 中的报价均为卖价(即报价者愿意将外汇卖出之价格), 这些套售价格适用 \$ 1000000 以上之交易, 例如, 一位客户可能想将 \$ 1000000 兑换成

图 25.4.1 1991 年 1 月 28 日的外汇款价

EXCHANGE RATES				
Monday, January 28, 1991				
The New York foreign exchange selling rates below apply to trading among banks in amounts of \$1 million and more, as quoted at 3 p.m. Eastern time by Bankers Trust Co. Retail transactions provide fewer units of foreign currency per dollar.				
Country	U.S. \$ equiv.		Currency per U.S. \$	
	Mon.	Fri.	Mon.	Fri.
Argentina (Austral) ...	.0001479	.0001563	6762.00	6399.00
Australia (Dollar) ...	.7825	.7770	1.2780	1.2870
Austria (Schilling) ...	.09553	.09501	10.47	10.52
Bahrain (Dinar) ...	2.6525	2.6525	.3770	.3770
Belgium (Franc)				
Commercial rate ...	.03264	.03251	30.64	30.76
Brazil (Cruzetro) ...	.00510	.00518	195.23	193.13
Britain (Pound) ...	1.9655	1.9530	.5088	.5120
30-Day Forward ...	1.9545	1.9417	.5116	.5150
90-Day Forward ...	1.9337	1.9215	.5171	.5204
180-Day Forward ...	1.9079	1.8963	.5241	.5273
Canada (Dollar) ...	.8606	.8587	1.1620	1.1645
30-Day Forward ...	.8576	.8557	1.1661	1.1687
90-Day Forward ...	.8530	.8509	1.1724	1.1752
180-Day Forward ...	.8478	.8453	1.1795	1.1830
Chile (Official rate) ...	.002892	.003057	345.84	327.13
China (Renminbi) ...	191205	191205	5.2300	5.2300
Colombia (Peso) ...	.001777	.001779	562.62	562.19
Denmark (Krone) ...	.1747	.1740	5.7246	5.7457
Ecuador (Sucre)				
Floating rate ...	.001050	.001073	952.50	932.00
Finland (Markka) ...	.27766	.27705	3.6015	3.6095
France (Franc) ...	.19796	.19714	5.0515	5.0725
30-Day Forward ...	.19746	.19662	5.0642	5.0860
90-Day Forward ...	.19646	.19562	5.0900	5.1120
180-Day Forward ...	.19495	.19410	5.1295	5.1520
Germany (Mark) ...	.6725	.6702	1.4870	1.4920
30-Day Forward ...	.6714	.6691	1.4894	1.4945
90-Day Forward ...	.6689	.6667	1.4950	1.5000
180-Day Forward ...	.6651	.6629	1.5035	1.5086
Greece (Drachma) ...	.006309	.006289	158.50	159.00
Hong Kong (Dollar) ...	.12830	.12834	7.7945	7.7920
India (Rupee) ...	.05423	.05435	18.44	18.40
Indonesia (Rupiah) ...	.0005305	.0005305	1885.01	1885.01
Ireland (Punt) ...	1.7930	1.7830	.5577	.5609
Israel (Shekel) ...	.4965	.5050	2.0139	1.9803
Italy (Lira) ...	.0008961	.0008921	1116.00	1121.00
Japan (Yen) ...	.007605	.007536	131.50	132.70
30-Day Forward ...	.007598	.007528	131.62	132.83
90-Day Forward ...	.007584	.007515	131.85	133.07
180-Day Forward ...	.007573	.007504	132.04	133.26
Jordan (Dinar) ...	1.4995	1.4995	.6669	.6669
Kuwait (Dinar) ...	z	z	z	z
Lebanon (Pound) ...	.000955	.001013	1047.50	987.50
Malaysia (Ringgit) ...	.3708	.3705	2.6970	2.6990
Malta (Lira) ...	3.3784	3.3613	.2960	.2975
Mexico (Peso)				
Floating rate ...	.0003396	.0003418	2945.00	2926.00
Netherlands (Guilder) ...	.5966	.5942	1.6763	1.6830
New Zealand (Dollar) ...	.5980	.5970	1.6722	1.6750

Source: The Wall Street Journal, January 29, 1991. Reprinted by permission of The Wall Street Journal, © 1991 Dow Jones & Company, Inc. All Rights Reserved Worldwide.

英镑(或想成以美元来“买”英镑),在汇率为0.5088英镑/美元之情况下可得到508800英镑。另外,亦有小额的外汇零售交易。外汇自营商是以买价向客户收购外汇,图25.4.1中并未包括此价格买价要比卖价低,此价差乃是自营商利润来源。

外汇买卖又可分成即期交易及远期交易,即期汇率(spot rate)是用于即期外汇交易之价格,而所谓即期通常是指在两个交易日内的期限,即期交易可透过电话及电子传讯系统完成。远期汇率(forward rate)是指远期外汇交易使用的价格,所谓远期包括30天、90天及180天,但有些甚至可达两年。图25.4.1中有列出远期汇率。

若某外汇远期汇率大于即期汇率,我们称该外汇是远期溢价交易,若远期汇率低于即期汇率,则该外汇为远期折价交易。

图25.4.1中的英镑远期报价就是远期折价(forward discount),它代表了外汇市场参与者预期未来英镑将对美元贬值。

远期溢酬(forward premium)可以用下式来表达:(此为年度化后之溢酬)

$$FP = \left(\frac{FR - SR}{SR} \right) \times \frac{12}{n} \times 100\% \quad (25.4.1)$$

其中

FR = 远期汇率

SR = 即期汇率

n = 远期之月数

譬如以此式来看图25.4.1里的30天期英镑,其远期溢酬为:

$$\begin{aligned} FP &= \left(\frac{1.9545 - 1.9655}{1.9655} \right) \times \frac{12}{1} \times 100\% \\ &= -6.72\% \end{aligned}$$

若看 180 天期之英镑则为：

$$\begin{aligned} FP &= \left(\frac{1.9079 - 1.9655}{1.9655} \right) \times \frac{12}{6} \times 100\% \\ &= -5.86\% \end{aligned}$$

负值代表英镑远期折价，市场人士对未来英镑即期汇率持悲观之看法。

(二) 远期汇率与即期汇率间之关系

国际金融学者与外汇市场参与者特别关注之焦点是远期汇率是否是未来即期汇率的良好估计值。学界对此方面较具共识的看法是：在利率平价说及购买力平价说成立之前提下，外汇市场运作是有效率的，因此远期汇率是未来即期汇率的精确估计值。

利率平价说 (interest-rate parity) (见本章第 2 节) 认为 X 通货对 Y 通货汇率之远期溢酬等于 X 国及 Y 国利率之差，也就是说利率较低的国家享有远期溢酬，或者亦可说是当 X 国之利率较 Y 国之利率为低时，Y 国通货对 X 国通货之远期汇率会出现折价。以前一节之数据为例，180 天期的远期英镑报价之折价率为 5.86%，因此，若美国之年利率为 8%，则英国之年利率水准应接近 13.86%，如果上述利率平价说没有成立，就会有套利的机会。

例题

若美国之利率为 8%，英国利率为 16%，180 天期之英镑报价有 -5.86% 的远期溢酬，请问在此情况下可如何套利？

解答：

投资者可循下列步骤来套利：

- (1) 以 8% 利率借美元。
- (2) 以即期汇率将美元换成英镑。
- (3) 将英镑购买英国货币市场中 180 天期的资产 (其利率为 16%)。

(4) 出售 180 天期之远期英镑(其数额以货币市场 180 天后之英镑本利和为准)(以美元来计价)。

(5) 180 天后,将货币市场中到期的英镑本利和提出并进行原来期货契约之交割,换得美元。

(6) 将卖得之美元来偿付原来美元举债之本利,其余就是套利之利得。

以上之套利交易被称为有担保的套利(covered-risk arbitrage),其风险已经事先透过远期市场操作而完全被移转(即投资者已完全避险)。

套利的持续进行势必会缩小套利空间,进而使利率平价说趋于成立,因为它会使英镑之远期折价加大,同时又使两国利差缩小。这期折价扩大原因是:1) 增加在现货市场购买英镑会使即期汇率上升;2) 增加远期市场出售英镑会使英镑远期汇率下跌。

至于英、美利差因套利而缩小的原因在于:1) 增加对美元之借款会追高美国利率;2) 增加对英国投资会降低英国利率。

购买力平价说(purchasing power parity)认为两国通货之间的汇率取决于两国个别通货膨胀率,也就是说,当某一国之通货膨胀率上升,其币值相对另一国之通货则下降,如果不如此,套利者可在某市场买商品到另一市场出售,从中赚取利差(低买高卖),因此,两国通货膨胀率之差距大约等同于高利率国之汇率折价,例如,若美国年通货膨胀率为6%,而英国年通货膨胀率为10%,则英镑每年将贬值4%。

(三) 外汇期货及外汇期权

远期外汇交易主要透过国际货币市场(International Monetary Mart, 简称IMM,芝加哥商品交易所的一部分)来进行,其交易与其他远期商品契约类似,外汇期货主要标的有英镑、加币、荷币、法郎、马克、日元、墨西哥披索及瑞朗。

投机客与避险者都是外汇期货市场之参与者,避险者目的是极小化其风

险，投机客目的是极大化其利润。避险者出售远期契约最终是在到期日时能以较低价格购得某种外汇，而投机客购买外汇期货是希望能在到期日时以较高之价格出售。

外汇选择权的主要标的有英镑、马克、瑞朗，费城交易所尚有加币、法郎及日元的选择权。外汇期权(currency futures option)则是赋予购买者一样权利，其可在特定的期限内以事先约定价格去买或卖外汇期货。

图 25.4.2 是 1991 年 1 月 22 日《华尔街日报》列出外汇期货、选择权之报价。

图 20.4.2 外汇期货及选择权之报价

FUTURES									
	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest	
JAPANESE YEN (IMM) - 12.5 million yen; \$ per yen									
(.00)									
Mar	.7544	.7588	.7544	.7587	+.0065	.8040	.6315	43,455	
June	.7537	.7578	.7537	.7572	+.0065	.8010	.6645	1,623	
Sept				.7564	+.0065	.7995	.7346	202	
Dec				.7562	+.0065			100	
Est vol 13,326; vol Fri 18,609; open int 45,380, -716.									
DEUTSCHEMARK (IMM) - 125,000 marks; \$ per mark									
Mar	.6705	.6711	.6689	.6705	+.0022	.6800	.5820	48,808	
June	.6665	.6672	.6662	.6668	+.0022	.6777	.6163	1,486	
Est vol 16,982; vol Fri 23,614; open int 50,366, +527.									
CANADIAN DOLLAR (IMM) - 100,000 dlr.; \$ per Can \$									
Mar	.8535	.8563	.8550	.8555	+.0014	.8665	.7990	22,927	
June	.8504	.8504	.8492	.8495	+.0013	.8601	.7995	2,797	
Sept	.8450	.8455	.8449	.8446	+.0012	.8545	.7985	1,691	
Est vol 2,9765; vol Fri 11,067; open int 27,453, +227.									
BRITISH POUND (IMM) - 42,500 pds.; \$ per pound									
Mar	1.9450	1.9494	1.9432	1.9476	+0.0122	1.9520	1.6580	23,386	
June	1.9170	1.9200	1.9170	1.9198	+0.0124	1.9310	1.7660	1,144	
Est vol 8,219; vol Fri 10,024; open int 24,571, -190.									
SWISS FRANC (IMM) - 125,000 francs; \$ per franc									
Mar	.7919	.7929	.7895	.7915	+.0019	.8055	.6500	31,650	
June	.7900	.7905	.7872	.7894	+.0021	.8050	.7065	658	
Sept				.7874	+.0022	.8015	.6916	141	
Est vol 18,432; vol Fri 19,074; open int 32,453, +747.									
AUSTRALIAN DOLLAR (IMM) - 100,000 dlr.; \$ per A.\$									
Mar	.7775	.7784	.7760	.7777	+.0062	.8200	.7500	1,782	
Est vol 462; vol Fri 252; open int 1,855, +9.									

OPTIONS									
PHILADELPHIA EXCHANGE									
Option & Underlying	Strike Price	Calls - Last	Jun	Puts - Last	Feb	Mar	Jun		
50,000 Australian Dollars-cents per unit.									
ADollr	.76	2.35	2.43	r	r	r	r	r	r
	.78.25	.77	1.37	r	r	r	r	r	r
	.78.25	.81	r	r	0.62	r	r	r	r
31,250 British Pounds-cents per unit.									
Bpound	.170	s	r	r	s	r	r	0.30	
	.196.48	.180	r	r	r	r	r	1.25	
	.196.48	.185	r	r	r	r	r	0.33	2.46
	.196.48	.187 1/2	8.80	r	r	0.05	r	r	
	.196.48	.190	6.48	6.40	r	r	1.23	r	
	.196.48	.192 1/2	r	4.42	r	0.60	r	r	
	.196.48	.195	2.08	r	r	1.35	3.05	r	
	.196.48	.197 1/2	0.98	1.77	r	2.70	r	r	
	.196.48	.200	r	1.08	r	r	r	r	
	.196.48	.202 1/2	r	0.61	r	r	r	r	
	.196.48	.205	r	0.30	1.43	r	r	r	
50,000 Canadian Dollars-cents per unit.									
CDollr	.84	r	r	r	r	r	0.15	r	
	.86.02	.85	r	r	r	r	0.39	r	
	.86.02	.85 1/2	r	r	r	r	0.58	r	
	.86.02	.86	r	r	r	0.46	r	r	

Source: The Wall Street Journal, January 29, 1991. Reprinted by permission of The Wall Street Journal, © 1991 Dow Jones & Company, Inc. All Rights Reserved Worldwide.

外汇期货市场与远期外汇市场大致相似，但彼此亦有明显差异。外汇期货市场只在少数场所进行交易(即集中化程度很低)，其参与者包括想规避汇率风险的中小企业及投机客；远期外汇市场则涵盖全球，参与者都是大银行、外汇经纪商及跨国企业。另外，外汇期货契约在实务上真正被执行的情况很

少，而远期外汇契约则是在到期日时付予执行。

(四) 汇率风险

跨国企业日常营运常暴露于汇率风险中，因此跨国企业常有避险举动。避险可使未来成本或收益确定，排除因未来币值变动造成不确定性。

远期市场避险(forward market hedge)是指公司进入远期外汇市场去承购一个契约，保证未来可以约定好的远期汇率购买某定额之外汇。如此一来，未来购买外汇价格不再是充满变数的未来即期汇率，而是今天已经确定的远期汇率。

[例题]

某一家美国公司必须在 180 天后支付另一家英国公司 1000000 英镑，根据图 25.4.1 数据，如果美国公司以进入远期市场方式来避险，请问该公司须付出的固定金额(美元) 为何？

解答：

由数据可知，180 天期英镑远期汇率为 1.9079 美元 / 英镑，因此该公司在 180 天后实际要付出的美元为 \$ 1907900(即 1000000×1.9079)，此数额在今天就已确定。

另一种避险对策是货币市场避险(money market hedge)，其方式是美国公司向美国银行借款，将借来之美元转成外币，再投资于外国货币市场，直到需要以外币进行交易时再提出。此项安排之净成本大小要视本国借款利率及外国货币市场报酬率的高低而定。

[例题]

承上例，但美国公司改采以货币市场作为避险策略，假设美元借款率为 10%，而英国货币市场平均报酬率为 9%，根据图 25.4.1 之数据，请问以此方式避险的交易成本为何？

解答：

以英镑的即期汇率计算,美国公司首先应借\$ 1965500(即£ 1000000 × 1.9655; 1.9655为即期汇率),转成1000000英镑后再存入英国的货币市场。美国公司所须负担成本为\$ 9692.88,其算式为: \$ 1965500 × (180/365) × (0.10-0.09)。

五、汇率决定理论

这节中,我们将特别集中在汇率决定的理论上。这个理论是基于在货币市场与外汇市场的关系,这种关系建立在汇率变动程度不受政府政策影响的前提之上。如此一个自由的市场将建立起货币市场和外汇市场相互关系的特性。换句话说,我们可以假定一个保持通货膨胀率、利率、即期汇率和远期汇率简单均衡关系的集合。这个概念,就是遵行“买低、卖高”的套汇者所奉行的单一价格法则,几乎可以防止所有的误差。

有五个主要的汇率决定理论:

- 1) 购买力平价理论(The theory of purchasing power parity);
- 2) 费雪效应(The Fisher effect);
- 3) 国际费雪效应(The international Fisher effect);
- 4) 利率平价理论(The theory of interest-rate parity);
- 5) 以远期汇率常作未来即期汇率的不偏估计值(The forward rate as an unbiased predictor of the future spot rate)。

必须要记住重要的一点,这五个理论的经济关系是起因于套汇活动。

(一) 效率汇兑市场

投资人在外汇市场中做出风险相对报酬的决策。我们根据有效外汇市场

的假设来讨论汇率决定理论。效率外汇市场(Efficient exchange markets)存在于当汇率能够反应所有有效资讯和很快能对新的资讯作调整,因为外汇市场是在一个如此高度竞争的环境下,市场的参与者必须以超过他们最低利润的情况下来买卖外汇。换句话说,有效外汇市场的概念是根据三个假设:

1) 市场价格,像是产品价格、利率、即期汇率和远期汇率应该反映市场对未来即期汇率一致的估计。

2) 投资人不会在远期投机中赚取不寻常的利润。因为汇率的预测是基于市场价格是正确的,大众对于未来即期汇率的预测并不会在远期投机中导致不寻常的利润。

3) 对于任何一个市场分析家来说想要打败市场常态是不可能的。当然,实际上这些情况并不是完全存在的,因此,只在上述条件存在时,外汇市场才是有效的。对于国际货币和外汇市场有许多现象支持有效市场的假设。第一,外国货币和其他金融性资产不断地被拥有广大市场接触、复杂的分析才能和拥有现代化通讯的公司和个人交易着。因为新的资讯是广泛地、快速地和便宜地散播给投资人,市场价格得以快速地反应重要的事件。第二,自从1973年世界上主要的贸易国家已经采取了完全浮动汇率体系,而且,政府干涉在外汇市场的影响已经降到最低。

(二) 购买力平价理论

购买力平价理论(The theory of purchasing power parity, PPP)最简单的形式是汇率必须依据单一货币来变动,如此才得以将两个国家的商品价格均等。例如,假如日本商品的价格相对于美国商品的价格攀升,日元就应该贬值来维持日本商品的美元价格和在美国相同商品的美元价格一样。除此之外,套汇者会去购买在美国的商品,而在日本卖掉它们直到这些价格再一次达到均等。

购买力平价假说有一个绝对的说法和一个相对的说法。购买平价假说的

绝对说法主张在本国和外国货币间的均衡汇率等于在本国和外国间商品价格的比率。为了说明,假设一美元可以买两蒲式耳单位的小麦,而一荷兰基尔德可以买一蒲式耳单位的小麦。在美国,汇率以购买一单位荷兰基尔德需要多少美元报价,或表示为每基尔德 0.50 美元。

购买力平价理论的相对说法指出:在长期,汇率反映出货币的相对购买力。换句话说,它将汇率的均衡变动与本国与外国商品价格的变动相关联。

$$e_0/e_t = (1 + I_d)^t / (1 + I_f)^t \quad (25.5.1)$$

这里, e_t = 一单位第 t 期外国货币的美元价格; e_0 = 一单位第 0 期外国货币的美元价格; I_d = 本国通货膨胀率和 I_f = 外国通货膨胀率。假如我们以公式 25.5.1 求算新汇率(e_t), 我们得到:

$$e_t = e_0 (1 + I_d)^t / (1 + I_f)^t \quad (25.5.2)$$

我们假设在美元和英镑间的汇率是每英镑 2 美元。让我们进一步假设未来美国将有 10% 的通货膨胀率而英国在相同期间有 20% 的通货膨胀率。

PPP 理论暗示美元应相对于英镑在价值上增加了 10%。每英镑 1.83 美元的新汇率可以用这种方式得到:

$$e_1 = \$2 \times (1 + 0.10) / (1 + 0.20) = \$1.83 / \text{£}$$

假如一个国家比它的主要贸易伙伴经历了较高的通货膨胀率,其出口的商品价格将变得较贵,而他国的进口商品将变得相对便宜。这样的组合将导致高通货膨胀率的国家在国际收支帐上产生赤字。贸易上的赤字将会在该国的即期汇率上产生向下压力,因其对支付进口的外国货币需求比在其他国家对此国家货币的需求大。同时,一国额外的进口供给会在该国整个物价水准上有一抑压的效果。一般来说,商品相对价格较低的进口增加会缩小该国的通货膨胀率。因此,PPP 理论作用在汇率和相对物价水准以恢复国家间收支帐的均衡。

PPP 理论不仅解释在两国间相对通货膨胀率如何影响它们的汇率;并且它也可以用来预测汇率。很重要的一点是,PPP 学说是假定在完全浮动汇率体

系，但随着 1973 年固定汇率体系的终止，大多数工业国家的相对物价水准和汇率波动渐频。1975 年到 1998 年的经验指出当美元汇率对某些主要货币的变动反映在通货膨胀率上，并非只是短期变动的结果。除此之外，PPP 理论对于某些国家货币并不适用。

PPP 理论有一些明显的缺点。第一，它假设商品很容易被交易，但是对于像是住屋和医疗服务的商品而言，情况并非如此。此外，PPP 理论必须依赖价格指数，例如消费者物价指数，但是这样的一个指数有可能因为此一交易的商品直接影响商品和服务的均衡而产生误导。然而，即使是非交易的商品透过他们在整个生活成本和工资需求的影响也将间接影响交易商品的价格。

第二，PPP 理论假设交易性商品在跨国间价格都是相同的。然而，当他们在不同的国家被制造时，价格并不会总是相同的。例如，一些美国人喜欢日本车而另一些人喜好美国车。此外，消费者对汽车的偏好也将随时间改变，假如日本车突然大受欢迎，需求的增加将使日本车的价格上升。但是尽管在两个市场间存有价格的差异，却仍可能无利可图，因为消费者不会视日本车和美国车为等价物。

第三，我们为了要测试 PPP 理论，就必须比较每一国家和它贸易伙伴间相似的众多商品。假如我们试着去比较不同商品的价格，就必须依赖价格指数。接着问题是：何种商品的指数最能够反映国家间的贸易。

第四，除了相对价格外，还有许多其他因素影响汇率。这些包括相对利率、相对所得水准、政府在外汇市场的干预和其他货币的实际运作，像是欧洲联盟的联合浮动体系。因此，很难去衡量通货膨胀率差异所造成汇率变动的程度。

尽管有上述缺点，PPP 理论仍相当实用。假如一国的通货膨胀率高于它的贸易伙伴一段时间，该国家的货币将很容易贬值，以便防止这个国家被迫退出出口市场。根据许多经验研究，这个事实不管它是因为单独由 PPP 理论所造成或是由许多因素组合所引起的皆会存在。

（三）费雪效应

费雪效应(The Fisher effect)是以经济学家爱尔兰·费雪(Irving Fisher)命名,其假设在每一个国家的名义利率等于实质利率加上预期通货膨胀率。

$$\text{名义利率} = \text{实质利率} + \text{通货膨胀率} \quad (25.5.3)$$

实质利率由一经济体的生产力所决定并且风险溢酬与借方的风险相等。名义利率就是将补偿贷方或投资人,未来因预期购买力损失的通货膨胀溢酬具体化。因此,当人们预期较高的通货膨胀率时,名义利率较高;而当人们预期较低通货膨胀率时,名义利率较低。

长时间而言,实质利率相当稳定。此外,在自由市场中投资人可以购买任何一种生息证券,所以实质利率几乎到处都相同,但是名义利率将依预期通货膨胀率的不同而波动。费雪效应主张透过套汇使跨国间的实质利率相等。例如,假使在德国预期的实质利率高于美国,资本就会从美国流向德国;另一方面,假如在美国实质利率比德国高,资本就会从德国流向美国。在没有政府干预下,这种套汇的过程将持续到两国间预期实质利率相同。

实证研究已发现,大多数名义利率的变异,特别是短期政府债券,可以归因于预期通货膨胀的波动。费雪效应的假设是基于长期债券,所以隐含在到期日以前债券市场的变动将增加财务风险。相对于公司债,它不受发行人的信用所影响,除此之外,长期利率变动和通货膨胀变动并不一致,因为长期利率相对于短期利率对价格变动的敏感度较小。然而,近年来,以长期关系为基础的费雪效应一再被验证。首先,经过通货膨胀调整的长期利率自从1980年来,在大多数的工业国家已经相对地稳定。接着,自从1980年,大多数国家的长期实质利率也彼此十分接近。

(四) 国际费雪效应

国际费雪效应(The international Fisher effect)说明了未来即期汇率波动应该等于两国间利率差距,但变动方向相反。一利率较高的国家未来即期汇率在长期中将会贬值;而利率较低的国家未来即期汇率在长期将会升值。例如,假使美国去年的利率是4%,而在意大利是10%,则里拉将相对于美元贬值6%。

当投资人为了获得国外高利率的好处而购买该国通货时,他们也必须考虑在他们的投资尚未到期前,外国通货价值波动所可能造成的损失。为阐明这一点,假设在英国的利率比美国高,在这情形下,购买英国证券的美国投资人必须以较高的利率做为报偿来抵销当他们将本金和利息转成美元时,英镑即期汇率预期的贬值。购买美国证券的英国投资人必须以较高的美元未来即期汇率来抵销在美国较低的利率。换句话说,国际费雪效应主张在两国间的利率差距应是未来即期汇率的变动值。

利率和汇率间的关系是涉及到许多行为的复杂关系。短期利率和汇率不同于长期。当一国的利率上升将使该国货币的价值增加;反之亦然。换句话说,比美国利率高的国家其货币比美元易于升值。在较高利率的国家,因较高的利率会吸引其他国家投资人资金的流入,其货币价值增加。同样地,比美国利率低的国家其货币易于比美元贬值。因此,汇率波动方向和两国间利率差相同。

(五) 利率评价理论

因利息不一造成两国间短期资金的流动是远期和即期汇率间价差的主要决定因素。根据利率平价说,在远期和即期汇率间价差应该等于正负号相反的两国间利率差。在一自由市场,利率较高的货币在远期市场上应折价卖出;而利率较低的货币在远期市场应溢价卖出。事实上,远期贴水或升水与两国间利率差关系密切。

利率平价理论(The Theory of interest-rate parity)主张远期与即期汇率差等于国内外的利率差：

$$[(n\text{-day } F - S) / S] \times 360/n = i_d - i_f \quad (25.5.4)$$

这里， $n\text{-day } F$ 为 n 天远期汇率， S 为即期汇率， i_d 为国内利率和 i_f 为国外利率。

例题：让我们假设四件事情：(1) 德国利率为 9% (2) 美国利率为 7% (3) 德国马克即期汇率为 0.4000 美元和 (4) 180 天德国马克远期汇率为 0.3960 美元。

在这实例下，180 天远期汇率的折价率等于利率差：

$$[(\$0.3960 - \$0.4000) / \$0.4000] \times 360/180 = 0.07 - 0.09 = -0.02$$

德国债券利润将比美国多 2%，但是在远期市场中德国马克将以 2% 折价卖出。

假如在德国利率比美国高，寻求较高利润的套汇者将从美国移出资金到德国。为了避免到期日的汇率风险，套汇者将在远期市场卖出马克来兑换美元。因此，利率较高的德国马克的远期汇率将贬值；而利率较低的美元的远期汇率将会升值。这样的情形将持续直到有利于德国的利率差等于德国马克的远期贴水。在这种情形下，因为利率差被远期贴水所抵销，资本将不会往任一方向移动。

(六) 远期汇率和未来即期汇率

如果投机者认为远期汇率高于他们对未来即期汇率的预测，他们将会卖掉外国通货的远期契约。此一投机交易将使远期汇率下降直到它等于未来预期即期汇率。同样地，假如投机者相信远期汇率将低于预期即期汇率，他们将会购入外国通货的远期契约，此投机交易将使远期汇率上升直到它达到未来预期即期汇率。在这种情形下，因为远期汇率是未来即期汇率的不偏估计值，将没有

任何诱因去买卖外国通货的远期契约。

(七) 汇率决定理论的组成

在无央行干预的外汇市场下，预期即期汇率的变动、国家通货膨胀率与利率的波动和远期升水或贴水，变动幅度皆呈正比。因为货币、资本和外汇市场是有效率的，它们之中任一个对上述变数都能快速地调整。因此，远期汇率是未来即期汇率最佳的预测值。

[例题] 让我们假设以下情形：

- 1) 现今德国马克的即期汇率：DM 1 = \$ 0.4000
- 2) 德国马克的一年远期汇率：DM 1 = \$ 0.3800
- 3) 一年后德国马克的预期即期汇率：DM 1 = \$ 0.3800
- 4) 一年后预期通货膨胀率：德国为 10%；美国为 5%
- 5) 一年期政府债券的利率：德国为 12%；美国为 7%

使用这五个假设来讨论在即期汇率、远期汇率、通货膨胀率和利率间的国际平价关系。

第一，PPP理论主张在两国间任何通货膨胀率差将被一相等但变动方向相反的即期汇率抵销。在德国高出5%的通货膨胀率被马克即期汇率5%的贬值所抵销。这马克即期汇率5%的贬值可以用公式求算：

$$\text{变动百分率} = (\text{未来即期} - \text{目前即期}) / \text{目前即期}$$

$$\text{变动百分率} = (0.3800 - 0.4000) / 0.4000 = -0.05 \text{ 或 } -5\%$$

第二，费雪效应主张世界各国实质利率一致并且名目利率将随预期通货膨胀率差异而变化。在这两国中实质利率可用公式 25.5.3 计算：名目利率 = 实质利率 + 通货膨胀率

$$\text{美国} : 7\% = \text{实质利率} + 5\% ; \text{实质利率} = 2\%$$

$$\text{德国} : 12\% = \text{实质利率} + 10\% ; \text{实质利率} = 2\%$$

在德国名目利率(12%)比美国名目利率(7%)高出5%。这个差异和

德国(10%)与美国(5%) 5%的预期通货膨胀率差额相同。

第三,国际费雪效应主张未来即期汇率波动应是等于两国间利率差,但是方向相反。德国高出美国 5%的利率等于马克未来即期汇率 5%的贬值。(记得 5%的市场贬值可用 PPP 理论求得)

第四,利率平价理论认为在远期和即期汇率价差会等于但正负符号相反的两国利率差。德国高出美国 5%的利率与德国马克 5%远期贴水一致。马克 5%远期贴水可用公式计算。

升水(贴水) = (n 天远期汇率 - 即期汇率) / 即期汇率 \times 360/n

远期贴水 = (0.3800 - 0.4000) / 0.4000 \times 360/360 = - 0.05 或 - 5%

最后,在完全浮动汇率体系,远期汇率是未来即期汇率的不偏估计值。马克一年远期汇率是 \$ 0.3800 与马克预期即期汇率 \$ 0.3800 美元一致。这意味着马克 5%的一年远期将贴水是马克在一年间贬值 5%的不偏估计值。

六、跨国公司资金转移

(一) 内部资金的特殊性

化整为零(unbundling) 政策是将公司资金移转分割成个别的现金流量,通常驻跨国公司将子公司移转至母公司的资金区分成数种: 1) 权利金,对专业知识之报酬; 2) 手续费,对各项服务之报酬; 3) 价格,即向母公司购买产品所支付之价金; 4) 债务偿还,即偿还积欠母公司之债务; 5) 股利,即对所有权之报酬。化整为零之策略可减少子公司在外国之税赋,亦可规避股利发放之上限,同时还能够弹性运用移转价格方式增加跨国公司的财务操作空间。

移转订价(transfer pricing) 是指跨国公司操控子公司之间因为互相提

供产品、服务或技术所做的订价，进而达成母公司的营运目标。母公司常在“租税乐园”地区设立一个转单中心，以转单中心操作移转订价策略，其安排模式是让获利在低税率之国家实现，并且让资金尽量保留在币值较稳定的国家。当然移转订价的策略并非法力无边，它仍会受到一些因素之限制，例如，母公司必须考虑公司对某些移转订价之反应，以免伤及子公司之间的关系，另外，母国及地主国政府也可能有若干税务法规会使某些移转订价政策之效果大打折扣。

低度开发国家的政府可能完全禁止资金的汇出，其理由常是国家外汇不足，或是想要使资金多用于国内投资。跨国公司面临此问题亦有应对之道，如果禁止汇出管制不严，前述移转订价就是一个化整为零的招式；如果禁止汇出管制很严格，跨国公司最多只能把资金用于地主国的一些其他投资上。

跨国子公司资金最容易被管制冻结的部分是向母公司支付股息、上缴资本，其次是支付各种专利权、商标的许可证使用费以及其它服务、管理费用。这些资金的流动对子公司所在国的外汇平衡很敏感，经常采用公开的或隐蔽的方式，限制这些资金的转移；而跨国公司则相反，总是千方百计公开的或不公开的躲避各国在资金转移方面所设置的障碍或限制。这也是国际企业财务管理的一个特殊内容。

正因为跨国子公司的股本、股利最易受到管制，因此世界上很多跨国公司，在母公司向子公司跨国投资时，大部分是以债权形式出现。在子公司的资本结构中，股本的比例极低。母公司以贷款方式向子公司投资，或给子公司担保贷款，资金被冻结的风险性比用股本投资低得多，这是因为：

- 1) 贷款有固定利率、固定支付期和偿还期，现金收入是稳定的。
- 2) 投资用贷款形式表现，子公司向母公司偿还的是本金和利息，不是股利，而偿还贷款的本金一般不必纳税。

- 3) 子公司所在国对跨国子公司撤回资本的控制比较严格，即使子公司有剩余资金，在资本结构表现为全部股本时，很难抽走这部分剩余资金。如是

贷款，以偿还本金方式出现，其限制就少得多。

4) 贷款投资在外汇管制和避税收益方面也比股本投资有利得多，母、子公司双方都会减轻税负。

有鉴于此，近期一些国家对跨国子公司的债务比例和资本结构作出相应的限制，许多发展中国家在吸引外资时，也密切注意投资的资本结构比例，以便作出相应的对策措施。就是在母公司所在国，政府对跨国公司以贷款投资代替股本投资的投资行为也有所限制，因为对本国而言，这种方式也类似于一种逃税行为。

(二) 跨国子公司的股利分配策略

从子公司向母公司转移资金的一种最普通的方法是支付股利。决定跨国子公司股利分配策略的因素同国内公司相比更为复杂。国内投资环境稳定，主要的利益关系只牵涉到本国政府、企业和股东三者之间的立场态度，而跨国子公司还要加上外国政府。支配跨国子公司股利分配策略的主要因素有以下几个方面：

(1) 税收

像国内企业一样，公司管理当局在考虑股利分配策略时，总是设法使公司或股东的税负最低。各国政府对公司留存收益和分配收益的征税率规定不同的等级。有的国家规定股利分配所缴纳的预扣税要由外国母公司支付。尽管两国订有税收协定，本国政府允许扣除重复征税，但由于税法处理方式不同，在母公司本国税率高于外国时，仍然要多支付一定税金。有些国家对股利汇出的数量规定限额，例如按注册资本的一定比例作为汇出股利的界限，超过界限须额外征税。所以税负大小是跨国公司选择股利分配策略的一个主要因素。

(2) 政治风险

子公司所在国政治风险的高低，也是决定跨国公司股利分配策略的一个主要因素。政治风险高，母公司要求子公司尽快转移积余资金，一般都通过加大

股利分配以实现资金转移；政治风险低，在子公司所在国投资机会多，则少分配股利，尽可能提高子公司自有资本的比例。在正常情况下，跨国公司大都要维持一个稳定的股利支付率，以取得所在国政府的信任。稳定的股利支付率也是所在国政府衡量跨国子公司有无撤走资金以致损害本国外汇储备的一个标准。

（3）外汇风险

如果已预计到汇率将发生变化并可能遭受外汇损失，跨国子公司也会通过股利分配加速向母公司转移资金。这种股利分配策略往往是母公司决定把资金从弱币国向强币国转移战略的一个组成部分。在子公司所在国货币即将贬值时，增加股利分配比例或加发额外股利可以减少当地货币的资产；反过来，如子公司当地的货币即将升值，则少分股利或推迟宣布分配股利，如果已经宣布，也可用返回方式借给当地子公司。

（4）子公司的大小和设立时间的长短

通常情况是，跨国子公司设立的时间愈长，愈接近其寿命期，股利分配占利润的比例愈大，向母公司转移的资金也越多，因为在这种情况下，在子公司所在国再投资的机会已很少了。子公司或分支机构的大小同股利分配策略也有密切关系。小规模跨国公司很少建立股利分配策略的基本原则，倾向于随机应变；中等规模的比较灵活，其股利分配策略决定于整个跨国公司资金网络的头寸调度，根据实际财务状况，有的年度要求较高的股利分配比例，另一些年度则不分配或少分配股利。大公司对股利分配有一套指导原则，它一般服从于整个跨国公司的战略导向。

（5）资金的可获得性

子公司和母公司对资金的需要以及资金可获得的程度也是影响股利分配的一个重要因素。如果子公司急需扩大经营规模或追加投资，向当地银行借款又受到限制，或者虽没有限制，却会引起当地政府的猜疑，一般是采取缩小股利分配的比例，以平衡资本结构。当然，母公司如急需资金，故意扩大

子公司的股利分配比例，也是其获取资金的一种手段。

（6）合资企业中合伙者的态度

在国外合资企业中（包括在国外的控股公司），当地股东对股利的要求，也会影响股利分配策略。有些外国合伙者或股东，对股利分配的关心大于对利润的获得，他们宁愿要稳定的股利支付，而不管利润增长的可能。在此情况下，股利分配处于两难状态：把股利分配定得低，外国股东不满意，进而影响企业的市场价值；定得高，如超过获利能力，再要降低非常困难，而且会失去再筹资的灵活性。因此，这类企业的股利分配决策在很大程度上决定于外国股东的投资比例，因为股利支付最终必须遵循所有者的意愿。

总之，跨国子公司的股利分配策略涉及多国的所有权关系，在股利分配策略上不能仅从母公司的主观愿望出发，必须兼顾到了公司所在国的利益要求，既要合理满足跨国公司自身资金流动的需要，又要充分考虑国际汇率走向、各国税收差别以及子公司所在国对股利支付的态度和外汇管制的条件等外部因素，才能正确制定合理的股利分配策略。

（三）跨国企业费用的支付

跨国公司中的资金转移，还同资金转移的项目有关。有的公司是以“统算”方式（Bundle）从子公司转移资金，即子公司只向母公司上缴利润或支付股利，除此以外，不再另交其它费用。有的公司则不同，采取按项目分别计算的“非统算”方式，即在资金转移的项目中，除股利外，还有相当部分是以使用费、服务费和管理费等形式实现的。

所谓使用费（Royalties）是子公司向母公司或其它子公司对它们所拥有的技术、专利、商标权支付许可制造、销售的报酬。使用费常以每单位产品支付一定金额，或以全部毛销售收入的一定百分比计算。

服务费（Fee）是子公司对母公司或其它子公司所实施专业服务的补偿。服务费不同于管理费，它是对子公司产生特定利益的报酬，一般是按服务的时间、

服务的类型、等级确定支付费用的标准。

管理费是母公司在进行国际经营业务时所发生的一般行政管理费用，包括整个跨国公司系统的现金调度中心、研究开发、公司公共关系、法律和会计咨询等工作所发生的费用，这些费用并不特定对某个子公司，因此，收费标准是按各子公司销售额的大小平均摊派，而不是一项一项计算。

母公司以许可证合同从跨国子公司收取使用费、服务费或摊派管理费，有一些问题必须在事先明确。例如收费标准的计算依据；对净销售价含义的正确界定；技术专利、商标等许可使用的范围和地区；交费的币种和时间；纳税的场所和责任，以及有关咨询和培训方面的旅差费的支付方式等等，都应有详细的说明。

采用“统算法”和“非统算法”各有利弊，在国外以合资方式建立跨国公司时，一方出技术，一方出资金，用“非统算法”比较合适。在产品竞争比较激烈的地区，用非统算法向子公司收取费用，有可能加重子公司负担而削弱商品的竞争力，这时母公司多数应用统算法。但从税负及资金积累角度看，用非统算法较统算法有利，在子公司所在国税率高于母公司的应税率时更是如此，下面用一个例子来说明其有利性（表 25.6.1）。

表 25.6.1 说明某个跨国公司采用统算法和非统算法所出现的税负和资金转移方面的差异。该公司在国外的子公司预计年经营税前净收益为 500 万美元，母公司拟从子公司处收取 200 万美元的股利（母公司税前收益）。有二种方案：一是用统算法，从子公司税后利润 250 万美元中提取 80%，作为向母公司支付的现金股利（200 万美元）；二是用非统算法，要求子公司缴纳使用费用服务费 120 万美元，再从子公司税后利润 190 万美元中提取 80 万美元，作为向母公司支付的现金股利。两种方案虽然都是向母公司转移 200 万美元资金，但所产生的结果却不同。

在子公司一方，用统算法转移资金给母公司，所得税的应纳税额是税前净收

表 25.6.1 统算法与非统算法的税负效应(单位:万美元)

		统算法	非统算法
子公司	税前净收益和向母公司补偿	500	500
	减:使用费和服务费	—	120
	应税收益	500	380
	减:当地所得税(50%)	250	190
	可得股利	250	190
	向母公司支付现金股利	200	80
	在当地再投资	50	110
母公司	使用费和服务费收入	—	120
	股利收入	200	80
	从子公司的收入合计	200	200
	外国所得税免税	200	80
	在母国的应税收入	400	280
	母公司应纳税额(40%)	160	112
	减:外国税收免税	200	80
	母公司实付所得税	—	32
	支付税额损失	40	—
税负合计	支付给子公司所在国的税收	250	190
	支付给母公司所在国的税收	—	32
	免税收合计	250	222
再投资合计	用于子公司所在国的再投资	50	110
	用于母公司所在国的再投资	200	
	再投资合计	250 278	168

入的全部，当地所得税率为 50%，应缴纳的所得税为 250 万美元，税后利润也为 250 万美元，母公司抽取 200 万美元现金股利后，留给当地的再投资是 50 万美元。用非统算法转移资金时，由于使用费用服务费是计入子公司的成本，因此相应减少了子公司的应税收入（假定当地没有征收预扣税），缴纳当地所得税也降低为 190 万美元，税后利润也是 190 万美元，在母公司抽取 80 万美元的现金股利后，留给当地的再投资是 110 万美元。

在母公司一方，用统算法和非统算法的税前收入虽然都是 200 万美元，但母公司所在地政府对两种方法的应税和免税额的计算基准不同。按美国税法规定，在统算法下，由于母公司在国外的收入是子公司税后利润的 80%，因此可计算的应税免税额为 200 万美元。在非统算法情况下，母公司在国外的收入是子公司税后利润的 42.1%（ $8/190 = 0.421$ ），可计算的应税免税额为 80 万美元。母公司的实际应缴税金按下列公式计算：

$$\begin{aligned} & (\text{国外收入} + \text{外国所得税应免税额}) \times \text{应税率} - \text{外国税应免税额} \text{所以,} \\ & \text{统算法时母公司实际应缴税} = (200 + 200) \times 40\% - 200 \\ & = -40 \text{ 万美元。} \end{aligned}$$

税法规定，实缴税为负数时，等于实缴税额为零，也就是企业损失了 40 万美元的可免税金额。

$$\begin{aligned} & \text{非统算法时母公司实际应缴税} = (200 + 80) \times 40\% - 80 \\ & = 32 \text{ 万美元。} \end{aligned}$$

企业实际应缴税 32 万美元，不存在可免税的损失。

总结上述两种方法可知：用统算法转移资金，跨国公司支付的税收总额为 250 万美元，全部是给子公司所在国政府；用非统算法转移资金，跨国公司的税收总额为 222 万美元，低于统算法，而且母公司所在国政府也可获得 32 万美元税金。在再投资方面，用统算法时，可用于再投资的资金为 250 万美元，其中用于子公司所在国 50 万美元；用非统算法时，可用于再投资的资金为 278 万

美元，比前者多 28 万美元，可用于子公司的再投资也增为 110 万美元。当然，在这种情况下，对母公司所在国的再投资将相应减少，从统算法的 200 万美元降为 168 万美元。所以，站在企业立场，同站在政府立场，对两种方法所得的结果的评价是不同的。

（四）现金管理

现金管理的首要概念在于集中化之控制，也就是说对现金的流向应有一个集中的决策程序，此集权系统应涵盖：1) 最小现金保有水准；2) 闲置现金的投资；3) 组织内部的流动性；4) 移转订价；5) 避险策略；6) 净余额交易。以下先介绍净额交易之概念。

所谓净余额交易系统管理是指把跨国公司内部各单位之间的应收及应付的帐目加以对冲，对冲之后的金额才须真正跨国移转，如此可大量减少实际需要跨国移转的资金，因而可减低交易成本的支付，亦可降低汇兑风险。

〔例题〕

麦道公司在加拿大，日本、印度都有了公司，表 25.6.2 列出了各子公司之间（及与母公司之间）的应收和应付的帐款，请问要结清此收付的净余额移转为何？

解答：

由表 25.6.3 可整理出麦道公司的净收入、净支出，最后所需的移转包括了加拿大子公司移转至母公司的 \$ 300000，以及从日本子公司移转至印度子公司的 \$ 200000。

表 25.6.2 麦道公司应收、应付表(单位:千美元)

收款单位	付款单位				总收入
	美国	加拿大	印度	日本	
美国		500	300	600	1400
加拿大	400	—	200	300	900
印度	200	300	—	500	1000
日本	500	400	300	—	1200
总支出	1100	1200	800	1400	4500

表 25.6.3 麦道公司净支出及净收入

	总支出	总收入	浮支出	净收入
美国	1100	1400	—	300
加拿大	1200	900	300	—
印度	800	1000	—	200
日本	1400	1200	200	—
总额	4500	4500	500	500

七、跨国企业内部贸易和转移价格

(一) 内部转移的性质和特点

大型的跨国公司,其分支机构几乎遍及全球,规模稍小的,其分支机构也要跨越许多国家和地区,它们在生产与流通上,相互之间具有密切的联系。

母子公司之间的资金流动,除上述的股利、劳务费用等非实物产品的现金交流外,有相当大一部分是由跨国企业集团内部各母、子公司之间的产品转移

所造成的。跨国公司的商品销售有两部份内容：一部份是销往跨国集团以外的商业实体；一部份是销往跨国集团内部各单位。前一类销售相当于国际贸易，其资金是在公司内部与公司外部之间流动。后一类销售，严格地讲，其性质已不是一种商品交易，而是同一个企业集团内部各生产、销售单位之间成品、半成品的调拨，但由于它们之间已经跨越国界，国别不同，在转移方式上仍要按商品买卖方式处理。

跨国企业所以要在国外设立子公司或分支机构，主要原因是要利用当地生产要素上或市场容量上的优势。它们可以利用 A 国的资源优势，设立原材料基地；利用 B 国的劳力优势，设立加工企业；利用 C 国的市场优势，设立装配销售企业；也可以在某个国家设立加工生产中心，同时又在许多国家设立组装销售中心；也有把各个子公司改组成高度专业化的生产中心，相互间形成一条首尾衔接的跨国生产线，如此等等。跨国经营的结果，把原来大量的处于企业外部的竞争性商品交易，变成了跨国公司内部的生产协作关系。这既给跨国企业带来经济利益，同时也造成了跨国企业内部资金流动的复杂性。它们之间既有内部转移产品的特点，同时又具备外部市场商品交易的各种形式。跨国企业内部的产品转移同样要利用商业信用和资金融通的各种机制，只是其性质已不同：首先，它不必专门调查对方企业的资信状况，考虑融资的资信条件和风险程度；其次，支付的时间、数量可按公司总部的意图决定，不必遵循市场惯例。正由于这些特点，跨国公司流动资金的管理有其特殊内容。

以跨国公司中的应收账款和应付账款而言，它一方面有公司内、外之分（跨国集团内和跨国集团外），另一方面还有国别之分。在前者，属于集团外的应收或应付账款，在支付形式上的决策存在着多种选择的可能，包括支付的币种和支付条件的选择，因为币种的强弱，条件的优劣，对企业经济效益都有重要影响。属于集团内的，则不存在这方面的选择，分支机构的国别事先已

固定下来，没有选择的余地。在后者，对于不同国别的商品交易，不论集团内外，其背后都隐藏着汇率变动的风险。对于集团外的交易，其资金流动方式方法已在前一章中论述，在这里重点讨论集团内交易的特点。跨国公司集团内部通过应收应付账款在时间（支付的期限）和空间（支付的国别和币种）上的合理调度，可使整个跨国公司的资金利用达到最佳状态。例如，一家美国跨国公司，它在英国的子公司每月向在西德的子公司销售 100 万美元的零部件，按一般商品交易的习惯，西德子公司应在一个月内向英国子公司付款 100 万美元。现在西德子公司急需补充 100 万美元的流动资金，为了满足西德子公司的需求，美国母公司可以指令英国子公司延长对西德子公司应收账款的收款期，实际上是英国子公司向西德子公司提供了一笔无息贷款。反过来，如英国子公司急需资金，也可指令西德子公司提早付款。跨国公司中，母公司对子公司的实际支配权愈大，用推迟或提早付款办法调度资金的可能性也愈大。通过改变应收应付往来账户中的支付期以实现资金转移的方法，不仅是为了满足资金运用的需要，还同货币贬值和外汇暴露风险有关。例如，事先已预计到某国的货币将要贬值，也可以指示在该国的子公司以提前付款给其它子公司的办法转移资金。

应收应付账款的提早或推迟支付，国际上有的国家有相应的限制措施。就子公司的所在国而言，该国政府总是不希望由于外国公司额外支付现金而造成国家外汇流失。所以，对外国公司应收应付款的提前或滞后支付，分别情况，或者采取限制政策，或者采取鼓励政策。外国公司的应付款提前支付或应收款推后收回，当地政府大多采取限制性政策；反之，外国公司的应付款推后支付，或应收款提前收回，当地政府则不加限制。

跨国公司中的库存存货管理，同应收应付账款相类似，也要根据当地子公司对当地资源的依赖程度和当地通货膨胀、汇率变化趋势，或者要求某些子公司增加库存存货，或者是相反，减少库存存量。库存存货量的变化，实

际上也是资金流量的变化，改变跨国公司内部各子公司的库存量，同样可以达到资金转移的目的。

（二）转移价格

跨国公司内部以产品转移为依托的资金量，像普通商品的销售额一样，决定于两个因素：一是商品的实物数量；二是单位商品的价格。前面所论及的跨国公司内部应收应付款，没有涉及商品的价格因素，实际上价格是控制资金流量的一个重要变量。跨国公司内部的产品转移，其价格的决定不同于直接向市场出售的商品价格，它可不受市场供需关系的直接影响，也不完全决定于产品本身的价值量。严格地说，转移价格是跨国公司为获取最大经济利益而应用的一种工具，运用这个工具既可以加速跨国公司内部资金转移，也可以降低整个公司的税负和保持外汇平衡，在使用合理时，还可以促进企业内部的分权管理，调动分支机构的积极性。现用实例分别说明它的作用。

（1）对资金头寸的影响

母公司或其它子公司为了实现从某个子公司吸收或转移资金，除了加大或减少产品转移数量外，还可以提高或降低产品的转移价格。价格变化，资金流动的数量和方向也会发生变化。表 25.7.1 具体解释利用转移价格实现资金转移的过程。某个跨国公司在外国还有两个分支机构：在 A 国设立了一个专门制造产品的工厂企业，在 B 国建立了一个销售产品的企业。产品从 A 国分公司生产后转移到 B 国，由 B 国分公司销售。假设这两个分公司所在国的所得税率相同，均为 50%，由 A 国分公司向 B 国分公司转移产品的转移价格有两种方案：一种是低标价，每单位产品价格 210 美元；另一种是高标价，每单位产品价格 255 美元。产品实物转移量为 1 万件。两种不同转移价格，虽然从公司整体看，对它的净收入没有影响，但对 A、B 两国的分公司而言，就会出现两种不同的情况。在低标价政策下，A 国分公司的净收益低于 B 国分公司的净收益，其实际意义是，A 国向 B 国资金转移量加大；反之，如采用高标价政

策，B 国分公司的净收益低于 A 国分公司的净收益，这又意味着加大了 B 国向 A 国的资金转移量。可见，转移价格的标价政策不同，资金转移的方向也随之改变。

(2) 对税率的影响

上面的例子是 A、B 两国的分公司所得税率相同，都是 50%，但实际上各国税率可能是有差别的。在不同的税率条件下，不同的转移价格政策，不仅会影响 A、B 两国分公司的净收益，就是对公司整体的净收益也有影响。仍以前例为基础，在这里，假定 A 国分公司的所得税率是 25%，B 国分公司的是 50%。依旧沿用上述两种标价政策。在低标价政策条件下，A 国分公司的净收益为 33.75 万美元，略低于 B 国分公司的净收益 37.5 万美元，而在采用高标价政策时，A 国分公司的净收益 67.5 万美元，大大高于 B 国分公司的净收益 15 万美元。而且，更重要的是，对公司整体而言，采用两种不同标价政策，其净收益也有很大差异。在低标价政策时是 71.25 万美元，高标价政策是 82.5 万美元，后者较前者的净收益增加 11.25 万美元（见表 25.7.2）。这是因为在高标价政策下，应税率高的分公司其应税收益降低了，而应税率低的分公司，其应税收益相对增加，二者相抵的结果，在整体上减少了税负。

高低转移价格政策的应用，有些国家企图在税收政策上予以限制，也有的国家要求跨国公司只能按同类产品的市场出售价订价，即采用所谓“一臂长”（Arm's Length）订价原则。其方法有三种：以可比较的非控制价订价。同种产品有向跨国公司外部出售的，按外部市场售价执行；以回扣价订价，将该产品最终出售到市场的商品价，扣去相应的利润费用后决定转移价；以成本加成订价，按产品的制造成本加一定利润决定转移价。虽然各国政府关心跨国公司的转移价，但实际情况错综复杂，有时很难判断，有的政府由于种种原因，也不太强调这方面的监督。

在西欧，有的国家规定，外国公司引进技术或零部件使产品的附加价值

大为增加,达到4至5倍的,可以免税。许多跨国公司为了获得免税的优惠,在公司内部故意压低转移价,例如某种产品的最终市场价是2.5美元,按成本的转移价是1美元,此时附加价值增值只有1.5倍($(2.5-1)/1 = 1.5$),而把内部转移价订为0.5元,附加价值增值即可达到4倍($(2.5-0.5)/0.5 = 4$),符合免税条件。

(3) 对关税和配额的影响

跨国公司产品在不同国家的分公司中转移,有的要缴纳进口税。比如,在上例中,B国的销售分公司向A国分公司进口1万件零部件,必须要向B国海关缴纳从价进口税(Advalorem Import Duties)。假定是按发票价的10%征收,其余条件按表25.7.2基本不变,那末,采用两种标价政策所得的结果也不一样。在低标价政策时,跨国公司总纳税额(包括所得税和关税)为 $21 + 11.25 + 27 = 59.25$ 万美元;在高标价时为 $25.5 + 22.5 + 2.25 = 50.25$ 万美元。虽然从关税角度看,高标价比低标价要多 $25.5-21 = 4.5$ 万美元关税,但由于所得税的影响大于关税的影响,所以,在增加净收益方面,还是高标价政策有利。公司整体的净收益高标价时为69.75万美元,低标价时为60.75万美元,仍然可多收入9万美元。要是关税率很高,超过所得税率的影响,其结论也就不同。

转移价格对进口分配限额也有影响,某些国家对某种商品的进口实行配额限制。如出口国分公司降低转移价,而进口国外汇配额一定,其结果等于不必要求增加限额,进口分公司就可加大产品实物的进口数量,达到扩大生产销售的目的。

(三) 内部分权管理成效的评价

国内公司在分权管理的情况下,公司内部的转移价格对考核分公司的成效有很大影响。这种情况在跨国公司中同样存在;而且协调转移价格对各分公司的影响在跨国公司中更为困难。分别处于海外各国的分公司,其独立经营的自主程度较国内分公司为高,而且同总公司的联系更不方便,很难判断什么样的订价能保证公司整体利益最优,而如果所有价格均由总公司决定,又可能失去

分权管理的积极意义，分公司的领导缺乏利益机制的激励，影响其主动工作的热情。假定事先已决定各分公司的股利额为 15 万美元，则两个分公司在两种标价政策下，所表现的财务指标完全不同（见表 25.7.4）。A 国制造分公司的成本利润率在低价格政策向高价格政策变化时，由 40% 猛增到 70%，而 B 国分公司则相反，从 42.9% 降为 17.6%，销售利润率也是如此。至于股利支付率，A 国分公司在高标价时可以降低到 33.3%，即留存收益可以大为增加，而 B 国分公司则上升至 100%，即留存收益等于零。由此说明，在高度分权情况下，高标价政策将会受到一些分公司的抵制；在国外的合资企业中，通过调整转移价格以实现公司整体利益最优的办法更难办到，但在大型跨国公司中，可以另设结算中心来协调这个矛盾。

表 25.7.4 高低标价对分公司财务指标的影响（单位：万美元）

	在 A 国的制造分公司在 B 国的销售分公司				公司整体
	低标价	高标价	低标价	高标价	
销售收入	210	255	300	300	300
减：生产成本	150	150	210	255	150
毛利润	60	105	90	45	150
减：经营费用	15	15	15	15	30
应税收益	45	90	75	30	120
减：所得税	22.5	45	37.5	15	60
净收益	22.5	45	37.5	15	60
减：股利	15	15	15	15	30
增加留存收益	7.5	30	22.5	—	30
成本利润率(毛利润/生产成本)	40.0%	70.0%	42.9%	17.6%	
销售利润率(净收益/销售收入)	10.7%	17.6%	12.5%	5%	
股利支付率(股利/净收益)	66.5%	33.3%	40.0%	100%	

(四) 冻结资金

站在一个国家政府的立场，在外汇短缺而又不能有效吸收外资时，总要千方百计限制外汇流失。当然，各国外汇短缺情况不同，限制的程度和方法也不同。站在跨国企业的立场，则往往把资金的充分利用和追求最大的投资报酬率作为其经营的第一目标，在资金将被封冻而遭受损失时，更要想方设法在被冻结时还能得到有效利用。跨国公司对资金冻结的风险各有其对策，概括起来，不外在于设立分支机构的各个阶段中，分别采取不同的预防和善后措施。

(1) 在决定向国外投资设立分支机构或建立子公司之前，首先要对各国资金冻结的条件与可能性作出充分的调查研究，然后列出多种可能方案，并评价各种方案的现实性与可行性。在国外直接投资的净现值要按调整后的净现值计算。调整的中心内容就在于现金流被冻结的可能性。暂时的资金冻结，一般会降低投资项目的净现值。为了避免这方面损失，跨国公司大都在事先通过加大当地借款筹资的比例，达成资金调换协议，以及其它可以减少当地货币资产风险暴露的办法，保证资金的有效利用。

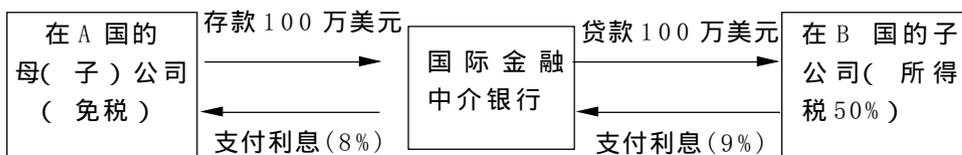
(2) 附属公司一经建立，必须充分利用各种资金调度方法，有效地转移资金。由于各国限制资金转移的条件不同，因此采用的方法要根据当时当地的具体情况分析。以下是几种比较普遍采用的方法。

当子公司所在国对外国公司的股利汇出有限制时，应用非统算法，按项目分别收取使用费、服务费等办法转移资金。有的国家外汇管制严格，除股利外，其它费用甚至归还贷款本金和支付利息都受限制，这种方法就不一定有效了。

利用前向贷款(Fronting loans)方式转移资金。所谓前向贷款是母公司给子公司投资时，不是由母公司直接贷给子公司，而是通过国际金融中介机构向子公司提供贷款。在贷款时，母公司事先在国际金融中介机构中存入足够资金(等于是向国际金融中介机构提供贷款)，再由中介机构向在国外的子公司贷款。在还本付息时，先由子公司支付给中介机构，再由中介机构偿还给母公

司。由于中介机构在贷款给子公司时，事先已有母公司的存款作保证，所以叫做“前向”贷款。前向贷款的好处是：

图 25.7.1



a. 各国政府冻结资金的重点大都是外国跨国公司，对有国际威望的金融机构（主要是银行），一般不会严加限制。母公司直接给子公司贷款，在还本付息时，有可能被政府冻结，而国际金融机构的贷款，在子公司还款付息时，当地政府不敢轻易下令冻结。这样，母公司的资金收回有确实保障。

b. 可以获得避税利益。比如某跨国公司设在一避税港国家 A 国（或其子公司设在 A 国）。它为了向在 B 国的子公司投资，先在国际金融中介机构（银行）存款 100 万美元，年利率为 8%，国际中介银行以此存款为基础，向该跨国公司在 B 国的子公司贷款 100 万美元，年利率为 9%，B 国子公司年支付利息 9 万美元给中介银行，它的所得税应税率为 50%。所以 9 万美元利息所产生的节税额为 $9 \times 50\% = 4.5$ 万美元。国际中介银行则作为母、子公司间的中介人，收取存款和贷款的利率差 1%（ $9\% - 8\% = 1\%$ ），共 1 万美元的手续费。设在避税港的 A 国母公司，可从国际中介银行净收入年率 8% 的利息 8 万美元。这样，三者都可得到好处。而从避税利益年，除了母公司完全免税外，子公司尚可获得节税利益，在扣除中间银行 1 万美元手续费后，尚有 3.5 万美元的节税额。

利用非相关产品的出口转移资金，跨国公司所在国由于缺乏外汇收入而采取局部冻结资金时，被冻结资金的外国企业，也可以利用物物交易、补偿贸易

等方法利用被冻结资金；或者可在该国设立不需投资或少量投资的生产、服务项目，创造新的出口能力，帮助所在国改善外汇平衡，以换取资金转移的可能；也有的是在资金被冻结的国家开设研究所等试验设计服务中心，把大量高级科技人员的工资和旅差费在该国开支，而其研究或设计成果服务于世界各地，同样可以达到转移资金的目的。

除此之外，上面已经论及的转移价格，应收应付款的滞后或提前，以及专项谈判等方法，也都是跨国公司转移资金的有效手段。

（3）在资金已确实被冻结，只能在所在国再投资时，也得设法在所在国寻找在一定风险水平下能获得最大投资回收率的投资机会。假如资金冻结是暂时的，可以在当地货币市场上选择投资。但实行外汇资金冻结的国家多数货币市场不发达，而且当地的国库券、银行存款和其它短期投资的利得率有时还达不到弥补通货膨胀率水平，可能给企业造成更大损失。跨国公司面临必须强制（被迫）再投资时，利用冻结资金的最有效办法是前已述及的平行贷款，但这种办法在外汇严重短缺，外国公司不多的情况下能实现的可能性很小。最大可能是在所在国进行多种经营或派生投资，或者是在所在国收购可在国际上出售的其它实物资产或商品，以防止所在国通货膨胀货币贬值。

八、跨国资金调度

（一）跨国资金调度机构

具有国际经营业务的国际企业，如何有效地进行跨国资金调度和管理，同国际企业财务管理的组织机构的设置方式和职权分工有关。据国外专家调查，国际企业的财务管理组织，有一个从简到繁的发展过程。企业刚向海外

发展业务时，业务量较小，国际财务活动在公司的财务管理中还未占有重要地位，在这类企业中，国际财务管理大部由原来国内财务部门兼管，在公司董事会中也不设立专门管理机构。一些小型的国际企业，大多属这个类型。

当国际经营业务有很大发展，国际财务活动已在国外分支机构中间初步形成一个网络系统时，多数跨国企业在公司中形成一个国际财务中心组织，组成一个专门的领导班子，以实现国际间资金的最优调度和管理。因此，在财务管理职能上开始从国内业务中分离出来，建立起一个由总部董事会董事专职领导的国际财务管理班子。

国际经营业务继续发展构成一个庞大的跨国公司，国外分支机构和子公司的独立经营程度相对提高，财务资金的筹措与运用面临着更为复杂的环境条件。此时，跨国公司的国际财务管理工作进入了新的境界，处于一种两难状态：一方面，从公司集团整体利益着想，要求对全公司实行高度集中的资金调度和管理；另一方面，从各个相对独立的子公司考虑，它们都有各自的经营环境和利益，都有独立经营的要求和理由。在这类企业中，大多通过设立相对独立的较大型的国际财务调控中心来解决集中和分散管理的矛盾，把公司总部的目标意图同各分、子公司的经营决策在中心中协调起来，予以统一调度清算。

美国一些专家曾对82个跨国公司的财务管理组织进行调查统计，结果是：凡是国际经营业务量占全部业务量的比例超过10%的大型企业（年销售额超过100万美元），有70%以上在公司中独立设立国际财务管理的组织机构，有一套专门的工作班子进行管理。至于更大的企业，很多在国外专门设立为跨国公司集团的国际财务活动服务的分支机构或子公司，以使跨国公司集团内的资金流转和利用达到最佳状态。这些组织机构的主要形式有：

（1）再开票中心

再开票中心是跨国公司总部为了更好地进行国际财务管理，而在某个外国专门设立的一个子公司，它专门管理全公司各子公司间在贸易中发生的外

汇交易暴露，其业务职能是当跨国公司内部某个子公司向另一个国家的公司从事商品贸易或劳务出口时，它负责对进、出口双方处理发票和现金结算。换言之，出口子公司同进口公司之间只有实物流动，没有财务资金的流动，两者的财务资金结算，都要通过再开票中心处理。(图 25.8.1)

跨国公司的再开票中心经营设立在一些低税率国家或地区，如瑞士或荷属西印度群岛等地。再开票中心(公司)在当地不进行供销业务，因而可取得非居民资格，不用在当地纳税。它的功能不仅在于避税，在国际金融方面的作用也比在国内灵活得多。跨国公司建立再开票中心的好处主要表现在以

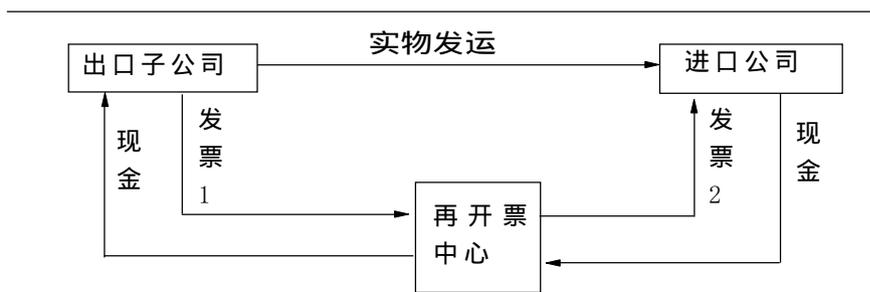


图 25.8.1 再开票中心结算示意图

下几方面：

1) 把跨国公司集团内部各成员企业在进行国际贸易中出现的外汇交易暴露集中到一个地方，再开票中心的专家们按照其特有经验可以随时选择最有利的套汇、保值等外汇、货币市场上的技术手段，对全公司外汇交易暴露风险进行有效管理。同时，由于资金的集中处理，在向银行金融机构融资时，可以取得更大的外汇竞争报价优势。

2) 再开票中心集中处理国际贸易的资金流动，虽然从表面上看，流动的频率和数量增加了一倍，但由此可以建立起多边冲账功能，现金的实际流动反而可能降低(有关这方面内容将在后面解释)，而且可把各子公司的商业信

用和应收应付款集中处理，既节约成本费用开支，还可方便用户。

3) 资金流动的灵活性可以得到加强。建立再开票中心后，公司总部可以有意识地指示它或者提早付款或者滞后付款，间接实现资金转移功能，而且对一些原来没有业务联系的子公司，也可通过再开票中心的调控作用而实现融通资金。

图 25.8.2 中，A、B 两国子公司都处于资金短缺地位，C、D 两国子公司又都有资金剩余。这 4 个子公司的相互间没有业务联系，无法通过商业信用融

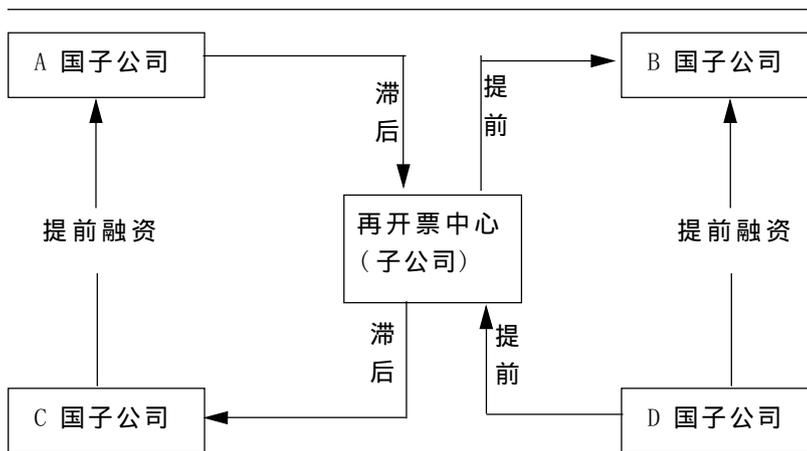


图 25.8.2 开二次发票流程图

通资金。在再开票中心介入后，就可沟通两者的关系，建立间接的融资关系。

4) 由再开票中心统一向客户开票，还可以避免远期订货付款时汇率变化的影响。它可预先用本中心所在国货币成本开票，销售子公司可依此向客户报价，而不必担心它本国货币的汇率变化。再开票中心还可以为有效地利用内部转移价格创造条件。由于同一笔交易开二次发票(见图 25.8.2)，在公司内部就可用两种价格表示，对销售或制造子公司来说可以不必担心由于实行

转移价格而歪曲本公司的成效业绩。

最后，再开票中心在集中处理资金的同时，还可以充分收集世界各地的商业和金融情报，汇总财务数据，为公司总部制订经营计划和财务计划创造有利条件。

(2) 境外财务公司

再开票中心的活动着重于国际贸易，如果跨国公司在海外有大量投资活动，则在海外某个国家或地区建立的境外财务公司将能进一步发挥跨国公司的国际融资能力。境外财务公司的一个主要职能是充分利用国际金融中心的市场机制，它所设立的地点都靠近国际金融中心所在地，或者是国际上著名的避税港(Tax haven)。这些地区一般不实行外汇管制，或者管制不严，没有预扣税或者税率极低。境外财务公司利用这些有利条件，就可用很低的成本费用进行国际融资，为跨国公司集团内成员服务。图 25.8.3 表明境外财务公司的业务活动内容，它所进行的各种活动，当地政府不收税或者税率极低。因而对整个跨国公司的资金筹集和运用带来很大好处。

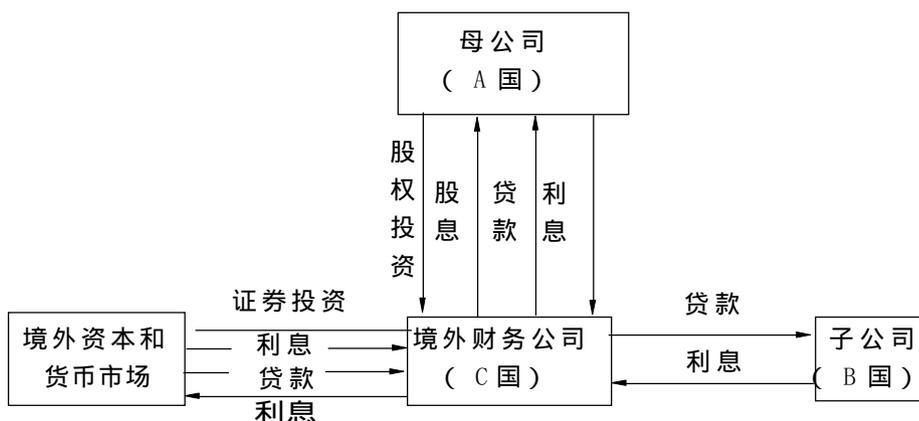


图 25.8.3 境外财务公司业务活动图

（3）避税控股公司

跨国公司在外国为了避税目的而建立控股公司，称为避税控股公司。这种公司大都设在税收条件非常优惠的国家，主要是在卢森堡、荷兰、瑞士和列支敦士登等几个西欧国家。跨同母公司对这类子公司持有相当股权，利用其所在国的避税条件而减免或减少各种在国内必须缴纳的税额。

（4）联系公司

联系公司也是跨国公司为了避税目的而在外国设立的控股子公司，同避税控股公司不同之处是，这种公司具有双重居民身份。视税收优惠条件不同，选择在其中的某一国活动，当两国都征税时，它又可以申请减免重复征税。

除以上几种类型外，还有一些特殊类型的专业财务活动机构，但其性质都是为了方便资金调度和减少税负。

（二）跨国公司资金流动的类型及应对

跨国公司的经营业务活动，既有国内的，又有国外的，更有国际间的，与此相应，它的资金流动，从其流动的方向划分也有三种类型图 25.8.4 具体解释了这三种类型资金流动的范围。图中假定，设立在 A 国的母公司，各在 B 国和 C 国建立子公司。A、B、C，三国国内都有相应的资本和货币市场，除此外，还有一个不属于任何国别的国际资本市场和外汇货币市场。这个跨国公司的资金流动按是否跨越国界划分，不外乎如图中所示的 1、2、3 三种类型。

一个典型的跨国公司，其资金流动就如上图所示的包括有国内、国外、国际三种类型。国内资金流动的管理，已在前面介绍过，国外、国际两种类型的资金流动，都同外汇暴露的性质特点有关。因此，站在母公司立场上，对各子公司资金头寸调度的战略主要围绕以下两方面进行。当估计子公司所在国的货币升值时，其战略导向一般是：

1) 增加当地货币现金、可销证券、应收账款和库存存货，购进外汇远期

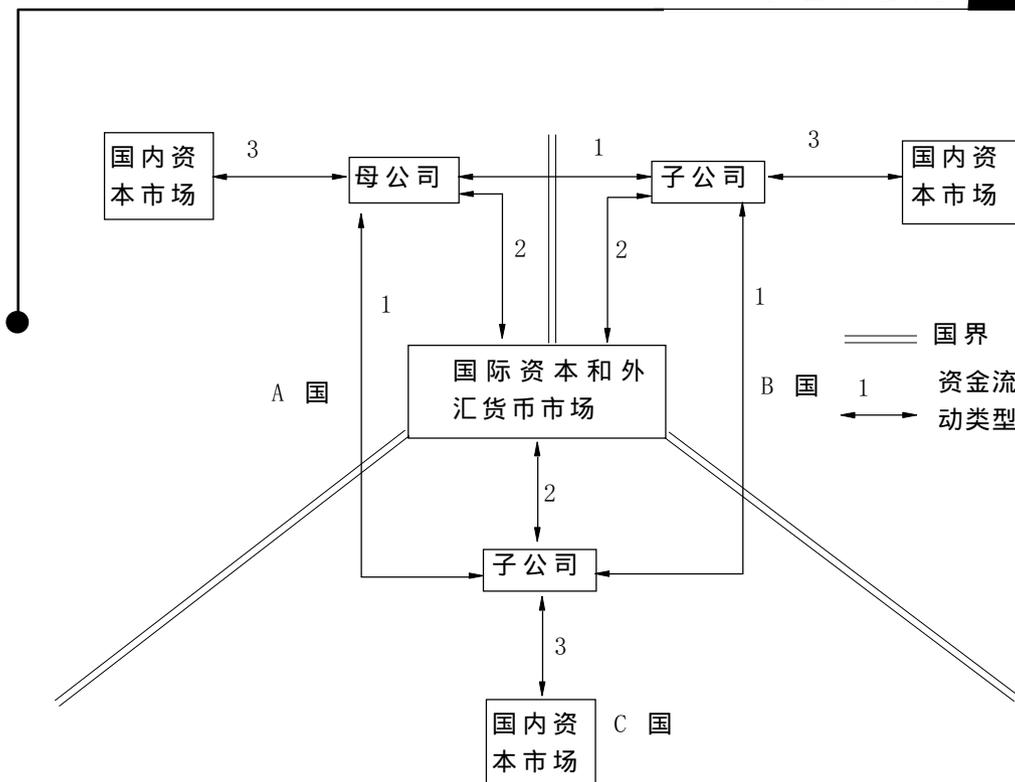


图 25.8.4 按国界划分的资金流动类型

合同。

- 2) 减少短期负债，应付账款和长期贷款，出售外汇远期合同。
- 3) 增加外汇资金头寸的正向风险暴露或减少负向风险暴露。

当估计子公司所在国的货币即将贬值，其战略导向刚好和前面相反。

现以一个英国母公司同一个西德子公司和法国子公司之间资金调度管理的战略战术为例，说明两种不同的战略导向和战术行动。表25.8.1列出了当英国母公司估计到西德马克即将升值时，要求西德子公司在资金调度上的战略导向和战术行动。表25.8.2列出了与此相反的战略导向和战术行动，即当母公司预计法国法郎即将贬值时，要求法国子公司在资金调度上应采取的战略和战术。

表 25.8.1 英国跨国公司在西德子公司当西德马克将升值时的战略导向和战术行动

战略导向	增加当地货币资产(西德马克) 减少外国货币资产(英镑)	减少当地货币负债 增加外国货币负债
战术	公司外部: 1. 购买当地货币的远期合同 2. 增加当地货币的现金和可销证券 3. 放松当地货币的贷款期限 4. 收紧即将贬值货币的贷款 5. 出口发票以当地货币计价(向货币将贬值的国家出口)	公司外部: 1. 减少当地货币借款 2. 加速支付当地货币的应付款 3. 减少以当地货币计值的进口 4. 进口商品以外国货币计价开票
行动	公司内部: 1. 提早向母公司或其它子公司收回应收帐款	公司内部: 1. 推迟向母公司支付股利和费用 2. 推迟以本国货币向母公司或其它子公司的支付

这些战略战术虽然是作为一种典型例子来说明,但它普遍适用于在多国经营作业、汇率经常发生变动、当地外汇管制不严的跨国公司。跨国公司在应用这些战略战术措施时,还必须有内部的财务管理技术相配合。在内部财务管理中一项重要的技术方法是账面冲销(Netting)。一个庞大的跨国公司,分支机构分处于世界各地,它们之间的资金流动有来有往,相互之间有许多相向的资金流动,要是能把相向的部分全部集中予以冲账抵销,则净流动的资金额将大为减少,从而可以大大降低外汇暴露和资金流动成本。比如A国子公司欠B国子公司500万美元,而B国子公司对A国子公司也负债400万美元,两者冲账抵销的结果,实际只要从A国子公司向B国子公司转移100万美元资金。两国货币的币种不同,在汇进汇出时都需要化费成本。在不采用冲销方法的情况下,汇进汇出累计有900万美元,若汇兑成本为1%,就要

表 25.8.2 英国跨国公司在法国的子公司当法国法郎将贬值时的战略导向和战术行动

战略导向	减少当地货币资产(法国法郎) 增加外国货币资产(英镑)	增加当地货币负债 减少外国货币负债
	公司外部:	
	1. 出售当地货币的远期合同	1. 增加当地货币借款
	2. 减少当地货币的现金和可销证券	2. 延迟支付当地货币的应付款战术
战术	3. 收紧当地货币的信贷	3. 进口商品的发票以当地货币计价
	4. 放松升值货币的信贷	
	5. 出口商品的发票以外国升值货币计价	
	公司内部:	
	1. 放慢向母公司或其它子公司收回应收帐款	1. 加速向母公司支付股利和费用
		2. 加速以本国货币向母公司和其它子公司的支付

表 28.5.3 某跨国公司的现金支付 (单位:万美元)

		付款子公司				合计收款
		美国	英国	法国	意大利	
收款子公司	美国	-	300	400	500	1200
	英国	400	-	200	300	900
	法国	500	300	-	100	900
	意大利	600	500	200	-	1300
合计支付		1500	1100	800	900	4300

表 25.8.4 某跨国公司多边冲帐后的净收入 (单位:万美元)

	支付	收入	净支付	净收入
美国	1500	1200	300	
英国	110	900	200	
法国	800	900		100
意大利	900	1300		400

花费 9 万美元,而在内部冲销以后,汇兑成本只要 1 万美元。这种用账面抵销相向资金流动,减少实际资金流量的技术方法也是跨国公司资金调度中的一项战术。账面抵销仅仅是在两个子公司之间进行的,称为双边冲销;如果是在许多子公司(包括母公司)之间相互冲账抵销的,称为多边冲销。例如,某跨国公司在 4 个国家的子公司中存在着相向的交易业务,其资金流动数量和方向见表 25.8.3。在未抵冲以前,四国子公司之间共有 22 笔 4300 万美元的交易,汇出汇进的金额也要 4300 万美元。通过多边冲账,实际净收付的金额只需 500 万美元(见表 25.8.3)。至于这 500 万美元何时何地如何流动转移,则取决于公司总部的战略意图。

冲销技术的应用对各子公司所在国的外汇平衡有影响,因此,世界上有一些国家对跨国公司应用冲销技术有不同程度的限制。有的国家完全不允许应用;有的需经申报批准方可应用;有的只同意双边冲销,不允许多边冲销;还有其它一些限制办法。

(三) 跨国现金调度的优化管理

跨国资金调度的战略战术虽然很复杂,但就现金流的管理功能而言,最主要的任务是,在保证最佳经营水平的同时,使全公司中现金占用最少、资金流动速度最快、流动所需成本最低。要达到这些目标,需要内外平衡,统筹考虑,要充分发挥现代技术在现金中心库中的作用。目前在跨国公司资

金调度中心中使用得较普通的是编制现金流动计划的优化技术。这种技术是在现金多边冲销的基础上引入线性规划后建立起来的一种数学模型。现用降低汇兑成本费为实例说明其优化原理。

某跨国公司在英国、法国、西德、澳大利亚、香港和美国设有分支机构，这些机构通过母公司设立的现金中心库予以冲销清算。它们之间的现金收付业务见表 25.8.5。在未冲销前的收付业务量为 441 百万英镑，经冲销后的净

表 25.8.5 跨国企业的现金收付业务

		现金支付单位						合计
		英国	法国	西德	澳大利亚	香港	美国	
单收现 位入金	英国	0	32	6	0	31	3	72
	法国	11	0	12	0	2	0	25
	西德	22	10	0	14	0	0	46
	澳大利亚	14	0	22	0	36	30	102
	香港	67	0	14	50	0	11	142
	美国	12	0	2	19	21	0	54
合计		126	42	56	83	90	44	441

现金流量为 81 百万英镑(表 25.8.6)。这 81 百万英镑，在英国、法国、西德三国的子公司是支付方，在澳大利亚、香港、美国的子公司是收入方。这些国家相互之间资金流动的成本费用不同，它们之间的单位汇兑成本和资金流量可用矩阵表表示(表 25.8.7)，表中横行是表示某国子公司的收入来源，如澳大利亚 19 百万英镑的净收入，可能从英国获得的现金为 X_1 ，其汇兑转移成本为 0.1%；可能从法国获得的现金为 X_2 ，其汇兑转移成本为 0.1%；还可能从西德获得的现金为 X_3 ，其汇兑转移成本为 0.11%。所以，澳大利亚子公司的现金收入列为公式：

$$X_1 + X_2 + X_3 = 19。$$

其余类推。

表 25.8.6 跨国企业冲销后的净收支

	支 付	收 入	净 支 计	净 收 入
英国	126	72	54	
法国	42	25	17	
西德	56	46	10	
澳大利亚	83	102		19
香港	90	142		52
美国	44	54		10

表 25.8.7 单位汇兑成本和资金流量表

		支 付 方			合 计
		英 国	法 国	西 德	
收 入 方	澳大利亚	0.10 _{x1}	0.10 _{x2}	0.11 _{x3}	19
	香港	0.80 _{x4}	0.075 _{x5}	0.088 _{x6}	52
	美国	0.11 _{x7}	0.12 _{x8}	0.12 _{x9}	10
合 计		54	17	10	81

纵列是表示某国子公司的支付方向，如英国的净支付额为 54 百万英镑，可能付给澳大利亚的现金为 X_1 ，可能付给香港的现金为 X_4 ，可能付给美国的现金为 X_7 。因此，英国的现金支付也可列为：

$$X_1 + X_4 + X_7 = 54$$

其余类推。

在没有应用优化技术时，例如总部决定将 81 百万英镑的收付作如下分配：

其汇兑转换成本总费用为：

英国	法国	西德	合计
澳大利亚	2	17	-19
香港	52	-	-52
美国	-	-	10 10
合计	54	17	10
81			

转换成本费 = $2 \times 0.1\% + 17 \times 0.1\% + 52 \times 0.08\% + 10 \times 0.12\% = 0.0726$ 百万英镑

但这种分配不能保证其转换成本最低。为了求得最低汇兑成本的分配方案，应借助于线性规划。上述内容，按线性规划模式，可表述为目标方程：

$$0.001_{x_1} + 0.001_{x_2} + 0.0011_{x_3} + 0.0008_{x_4} + 0.00075_{x_5} + 0.0008_{x_6} + 0.0011_{x_7} + 0.0011_{x_8} + 0.0012_{x_9} \quad \text{最低约束条件：}$$

$$X_1 + X_2 + X_3 = 19$$

$$X_4 + X_5 + X_6 = 52$$

$$X_7 + X_8 + X_9 = 10$$

$$X_1 + X_4 + X_7 = 54$$

$$X_2 + X_5 + X_8 = 17$$

	英国	法国	西德	合计
澳大利亚	19	-	-	19
香港	25	17	10	52
美国	10	-	-	10
合计	54	17	10	81

$$\begin{aligned} \text{汇兑转换成本费} &= 0.001 \times 19 + 0.0008 \times 25 + 0.00075 \times 17 \\ &= 0.07155 \text{ 百万英镑} \end{aligned}$$

显然，较前一方案的成本为低。

九、跨国企业应收账款及存货管理

(一) 应收帐款管理

国际投资风险管理中的提前或滞后付款以及国际现金管理中的多边轧抵,都属于国际直接投资应收账款管理的范畴。除此之外,国际直接投资应收账款管理还包括以下内容。

为了减少在途资金占用的机会成本,避免在途资金可能引致的汇率风险和政治风险,跨国企业必须加速应收账款的回收。除了公司内部的多边轧抵之外,还可采用以下几种便捷的收款方法。

(1) 电子资金转移系统(Electronic Funds Transfer Systems)

在跨国企业应收账款结算过程中,有三种汇款方式:信汇(Mail Transfer,简称 M/ T)、电汇(Telegraphic Transfer,简称 T/ T)和票汇(Demand Draft,简称 D/ D)。由于跨国企业经营活动遍布全球,所以利用信件或银行即期汇票传递付款指令的信汇和票汇方式的传递时间较长。表 25.9.1 是世界主要金融中心之间的邮递时间。

目前,世界上主要的全球性电子资金转移系统包括:20世纪70年代建立的“环球财务电讯系统”(Society for World wide Interbank Financial Telecommunication,简称 SWIFT),80年代建立的“银行间资金调拨系统”(Clearing House International Bank Payment System,简称 CHIPS)和伦敦票据交换所的“自动收付系统”(Clearing House Automated Payment System,简称 CHAPS)。

(2) 专用信箱系统

这是美国境内加速应收账款收取的一种常见系统。提供专用信箱系统服

表 25.9.1 世界主要金融中心之间信汇和票汇的时间

(单位:天)

寄件地点	收件地点					
	纽约	伦敦	布鲁塞尔	法兰克福	香港	东京
伦敦	7		4.5	6		
巴黎	6	3.5	4	4		
布鲁塞尔	5	4.5	2.5	3		
罗马	10	9	10	11.5		
日内瓦	5	4	3	3		
阿姆斯特丹	7	4	3	3		
米兰	8	4.5	3.5	4		
马德里	6.5	3.5	4.0	5.5		
台北	11				6	5
香港	6.5				2.5	5
东京	7.5				5	2.5
新加坡	11.5				9	4.5
汉城	9.5				8	4
悉尼	8				8	6.5

务的银行,为客户设立以其公司命名的专用邮递信箱;银行每天至少一次开启这些信箱,并将客户寄出的票据(支票)迅速进行转账结算。据称,这种系统平均可以使结算时间加快一到两天。在美国以外的国家和地区,由于大多使用本票和汇票,而不是支票进行收付,所以,专用信箱系统在美国以外国家使用较少。

(3) 直接转账

指跨国企业与其客户在同一家银行开立账户,并达成协议,将客户对跨国企业的应付账款,直接从客户的存款账户转入跨国企业的存款账户。由于转账是在同一家银行进行,所以,不仅节约了邮递的时间,而且也减少了银行办理转账的时间。对跨国企业来讲,则大大加速了应收账款的收取。

(4) 转账起息安排

指跨国企业将客户交付的支票、汇票等向银行办理兑付转账时，银行根据出票地点的远近，在兑付若干天后才转入跨国企业的银行存款账户，并从转入银行存款账户那一天开始计息。

对于跨国企业来讲，起息时间越早越有利。表 25.9.2 是有关国家关于票据转账起息安排的起息天数。

表 25.9.2 有关国家票据转账起息的天数

国家	支 票		本票和汇票	
	本地出票	外地出票	本地出票	外地出票
意大利	1	2~3	7~13	10~14
英国	1~3	1~3	-	-
法国	1~2	3~5	2~4	4~5
巴西	0~1	0~1	7	-
马来西亚	1	2	-	-

(二) 延期付款信用政策的决策管理

在进出口贸易中，既有银行信用，又有商业信用。跨国企业应收账款产生于商业信用，即允许客户(进口商)延期支付货款。

延期付款信用政策的决策，取决于信用政策带来的增量收益与增量成本的比较。只有当增量收益超过增量成本，并使跨国企业利润达到最大化时，这项信用政策才是可行的。

增量收益，取决于实行商业信用政策后，销售量扩大给跨国企业带来的收益增加量；增量成本，取决于以下几个因素：其一，客户(进口商)的资信状况。如果某客户信誉较差，允许其延期付款可能出现坏账的概率大小；其二，

应收账款延期带来的利息成本；其三，如果应收账款是以客户所在国货币计价，当计价货币与跨国企业母国货币之间的汇率发生变动，可能给跨国企业带来的汇率风险。

假定美国某跨国企业在埃及设有一个子公司。该子公司对现有的信誉较好的三个客户A、B、C给予90天的贸易信用。该子公司对A、B、C三个客户的销售额为5000000埃及镑；如果对信誉较差的客户D提供同样的90天贸易信用，可以使总销售额增加到5500000埃及镑，根据对客户D的资信状况调查，发现客户D不能如期履约的概率为4%；应收账款融资的利息成本年率为12%；假定该跨国企业销售的利润率为10%。

问：该跨国企业在什么条件下可以对客户D提供90天的贸易信用？

增量收益 = $500000 \times 10\% = 50000$ (埃及镑)

增量成本 = $500000 \times 0.04 + 500000 \times 12\% \times d + 500000 \times 0.96 \times d$
 $= 35000 + 480000 \times d$

其中： d 为90天后，埃及镑对美元的贬值幅度。

根据信用政策决策标准，必须满足：

增量收益 > 增量成本，即

$50000 > 35000 + 480000 \times d$ ，解出： $d < 3.1\%$

所以，只要埃及镑对美元(90天内)贬值幅度低于3.1%，那么，对客户D提供90天贸易信用，即增加500000埃及镑的应收账款，就是可行的。

(三) 应收账款的让售管理

在进出口贸易中，跨国企业为加速应收账款的回收，可以将应收账款转售给交易双方之外的第三方。应收账款的让售，一般采取下述两种方式。

(1) 福费廷

福费廷，又称买断，指出口商将其应收账款(采取买方签发的远期票据的形式)卖给福费廷行或买断行(Forfaiter)。而福费廷行对上述远期票据不具

有对出口商的追索权。福费廷行通常是一家欧洲银行或其分支行。在欧洲货币市场上，这些远期票据经福费廷行背书后，可以再次转售。远期票据的最终持票人可以向进口商或买断行进行追索。

福费廷最初源于第二次世界大战后几家瑞士银行为东欧国家进口美国粮食提供的出口信贷。当时，美国出口商对东欧国家进口商缺乏信心，渴望找到一个中间人，一方面向进口商提供信贷，另一方面立即无追索权地向出口商付款。此后，福费廷发展成为一种适用于资本货物、一般商品和无形贸易销售的出口信贷方式。

1) 福费廷的特点

信贷期限从短期到长期一应俱全；适用于有形贸易（资本货物及一般商品）和无形贸易；对出口商没有追索权；整个信贷期间，利率是固定不变的；可以安排美元、马克、瑞士法郎、日元及英镑等多种货币信贷。

2) 福费廷的条件

福费廷中的远期票据包括：出口商开出，并经进口商承兑的汇票；进口商按所在地银行远期付款信用证开出的汇票；进口商出具给出口商的本票；进口商开出，并经第三方担保的本票或汇票。这些远期票据必须具有不可撤销性、无条件性和可转让性三个条件；

3) 福费廷的作用

福费廷行可以以贴现方式，向出口商及时付款，从而改善了出口商的资金融通；出口商可以将政治风险、汇率风险、信用风险转嫁给买断行，大大降低了出口商的风险。

4) 福费廷的费用

它包括以下几个方面：

利息。由两部分组成：其一，是伦敦同业拆借利率（LIBOR）；其二，是反映买断行对进口国家和进口商信用评估的风险费率。两块加总，就是福费

廷的利率(通常用年率表示)。

承诺费。指从出口商正式接受买断行的报价到交易完成(即买断行付款给出口商)这段时间里,出口商付给买断行作为后者对该项交易承诺的费用。承诺费也常用年率表示,并因进口国家和进口商的资信状况差异而上下浮动。

额外多收期费用。指在信贷期满,因进口国外汇管制等原因,使买断行不能如期收回贷款而蒙受的利息损失。

假设某跨国企业收到客户(进口商)出具的为期6个月的本票,价值1000000美元。

该跨国企业向某欧洲银行申请办理福费廷。已知:合同金额1000000美元,合同期限180天,外加3天的多收期;年利率按伦敦同业拆借利率6.5%加1%的风险费率计算;承诺费率按每月0.1%计算,承诺费计算期限为1个月(即从正式接受报价到交易完成的期限)。

问:该跨国企业利用福费廷可以收取的款项为多少?

$$\frac{1000000 \times 100}{\frac{183 \times 7.5}{360} + 100} = 963275.14(\text{美元})$$

承诺费用 = $1000000 \times 0.1\% \times 1 = 1000$ 美元;

183天后,这1000000美元按7.5%年率折算成现值,即

利息费用及额外多收期费用 = $1000000 - 963275.14$

= 36724.86 (美元)

所以,该跨国企业可以收取的款项为

$1000000 - 1000 - 36724.86 = 962275.14$ (美元)

(2) 保理

保理是一种主要适用于赊销(Open account)的出口信贷方式。与福费

廷一样，保理商(Factor)对出口商不具有追索权，所以，出口商可以通过办理保理业务将汇率风险、信用风险、政治风险等转嫁给保理商。除此之外，福费廷与保理在无追索权条款上，也有相似之处，即：在下列条件下，无追索权条款不成立：远期票据不符合无条件性、不可撤销性和可转让性的要求；未按合同履行进出口交易(如交易产品有质量问题等)。与保理不同的是，福费廷中的远期票据经常由进口方国家银行出具保函(Letter of Guarantee, 简称 L / G)。

1) 程序

保理业务当事人一般包括：进口商、出口商、出口保理商和进口保理商。保理业务的程序见图 25.9.1。

其中：第一步指出口商与出口保理商签订保理协议；第二步指出口商与进口商就赊销进行交易磋商；第三步指出口商将进口商有关情况呈交出口保理商；第四步指出口保理商将上述情况通知进口保理商；第五步进口保理商对进

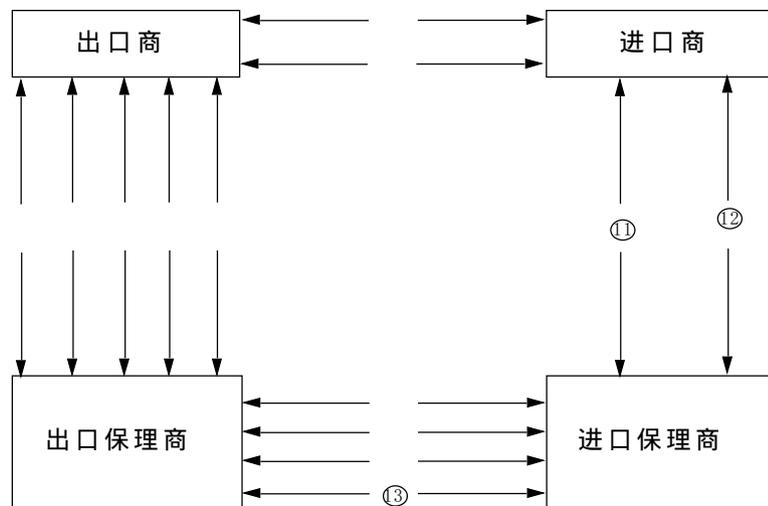


图 25.9.1 保理的程序图

口商进行资信调查，并将评估报告转交出口保理商；第六步如评估报告表明进口商信誉良好，则出口保理商通知出口商，建议达成赊销交易；第七步进出口商签订销售合同；第八步出口商办理运输后，将远期票据转让给出口保理商；第九步出口保理商扣除有关费用后，将货款交出口商；第十步出口保理商将票据寄给进口保理商，要求代为催讨；第十一步进口保理商向进口商催讨货款；第十二步进口商到期向进口保理商支付货款；最后进口保理商将所收货款转交出口保理商。

2) 费用

保理费用取决于合同金额的大小、进口国和进口商的资信状况等因素。典型的保理费用，一般由两部分组成：其一，利息，按伦敦同行业拆借利率基础上加收1到2个百分点计算；其二，按合同金额收费，一般按合同金额的2%计算。

目前，世界上最著名的保理公司是“国际保理集团公司”(International Factoring Group)，它在大多数发达国家设有分支机构，而在发展中国家的分支机构较少。

最后，需要特别指出的是，并非所有跨国企业在从事出口贸易时，都应办理保理业务。事实上，只有那些规模较小的企业，因无力承担对进口商资信调查的成本开支，并且其出口地区分布较为集中在少数几个国家时，才会选用保理方式。对于那些规模较大且出口地区分布高度分散化的跨国企业来说，无需选用代价昂贵的保理方式。

(3) 应收帐款分析

跨国公司(母公司)对子公司输出产品时必须决定交易(开单)之币别，以及采用现金交易或是信用交易，以上之决策将会影响到子公司情况，有些子公司不会有汇率风险，有些则会有。出口公司只要把交易所在国之币别报价，他自己就可以免除汇率风险，而此时进口公司则须承担汇率风险，现金交易包括先付现及交货付现两种，信用交易所须考量的内容有信用交易之期间、折现

的利率及信用交易工具的选择。

跨国公司财务经理和以前国内公司的财务经理一样，对信用交易条件所做决策仍然是以增量收益及成本作为分析之依据，但跨国公司却必须再多承担汇率变化的风险。

〔例题〕

一家美商在英国的子公司正在考虑是否要放宽对客户的信用交易，财务人员的分析如下：

信用交易放宽可使每年销售额增加 1000000 英镑。

上述销售额获利率为 20%。

坏帐率为 2%。

信用交易的时间(资金)成本是 14%(年利)。

若信用交易是采三十天内付清，则上述信用交易最多可受多大的英镑贬值率？

解答：

令 IP 为增量利润(其为增量销售额乘以获利率)

$$\begin{aligned} IP &= \text{£} 1000000(0.20) \\ &= \text{£} 200000 \end{aligned}$$

令 IC 为增量成本，为坏帐损失加上应收帐款的时间成本再加上汇兑损失。

其中坏帐损失是销售增量乘以坏帐比率，应收帐款的时间成本是把销售增量乘以销售变动成本率再乘上适当的利率，至于汇兑损失则是把销售增量扣除坏帐后再乘上预期汇率(英镑对美元) 之贬值率(令其为 D)。算式如下

$$\begin{aligned} IC &= \text{£} 1000000(0.02) + \text{£} 1000000(0.80)(0.14)(30/365) + \text{£} 1000000 \\ & (1-0.2) D \\ &= \text{£} 20000 + \text{£} 9205.4794 + \text{£} 980000D \\ &= \$ 29205.4794 + \text{£} 980000D \end{aligned}$$

将 IP 等于 IC :

$$£ 200000 = £ 29205.4794 + £ 980000D$$

可解得 :

$$D = 0.174 \text{ or } 17.4 \text{ percent}$$

英镑不太可能在一个月就贬值 17.4%，换句话说，英镑实际之贬值幅度应在最大忍受范围之内，故采行信用交易是划算的策略。

(四) 存货管理

第23章中所介绍的存货管理概念一样适用于国际商业之操作，不过国际商业业务仍有一些复杂的层面会之前的概念不能轻易的运用，除了汇率风险之外，尚须考虑各国区域环境之差异、政治风险及进口管制等问题。

跨国企业从世界各地为货源来积存存货以因应不时之需，影响存货策略的关键因素为：1) 地主国通货相对母国通货之贬值率；2) 预测投入增量(以当地币别计价)；3) 存货持有成本；4) 其他地区货源是否容易取得。但正如以前所述及任何财务分析问题，最后的决策往往仍须取决于决策者的经验及主观判断。

与国内企业存货管理一样，跨国企业存货管理的目标也是追求最终产品、原材料、零配件的最佳规模。此外，两者在决定企业必须持有的安全存货储备量时运用的方法也是完全相同的。但是，国际存货管理的复杂性和难度较之国内企业存货管理要高得多，表现在存货采购的地域分散化、较长的运输时间、繁琐的报关手续、汇率风险以及因码头工人罢工或有关国家其他内部冲突可能造成的原材料、零部件供应中断。

(1) 国际存货管理的目标

要达到最终产品、原材料、零配件的最佳规模，取决于存货费用的最小化。企业的存货费用主要包括采购费用和保管费用两大类。前者，涉及运费、保险费、订货费等，与订货次数成正比关系；后者，涉及仓储费、损耗费用

以及存货占用资金的成本，与订货次数成反比，即订货次数越多，每次的存货储备量也就越低，相应的保管费用也就越低。可见，构成存货费用的两个组成部分是彼此对立的，如何确定适当的存货储备量，使得采购费用与保管费用之和达到最小化，就成了存货管理的首要目标。

(2) 经济订货数量方法 (Economic Order Quantity, 简称 EOQ)

EOQ 是指一定时期使得存货费用最小的订货数量。EOQ 的计算公式如下：

$$EOQ = \sqrt{\frac{2FS}{CP}}$$

其中：F 表示平均采购费用；

S 表示一定时期所需原材料的数量；

C 表示平均存货保管费用率，用占存货价值的百分比表示；

P 表示单位存货的价格。

例如，假定某国内企业每月所需某种原材料 36000 单位；该种原材料单价为 4 美元；平均保管费用率为 10%，每单位原材料的平均采购费用为 8 美元，那么：

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times 36000 \times 8}{4 \times 10\%}} = 1200 \text{ 单位} = \text{每月的销售量}$$

已知该企业每月必需的安全存货储备量 (Required Safety Stock) 为 100 单位 (每月按 30 天计算)；考虑到运输时间等因素，每次订货到收货的时间差为 10 天，即需提前 10 天订货 (Lead Time)。

根据上述已知条件，可以推算出该企业的重新订货储备量 (Reorder Point) 即：

$$= 100 + (1200 / 30) \times 10 = 500 \text{ (单位)}$$

这表明，当该企业存货储备量下降到 500 单位时，它就应该重新订购 1,200 单位的原材料。当收到重新订购的 1200 单位原材料时，该企业的存货恰好等于安全存货储备量 100 单位。图 25.9.2 是该国内企业存货管理的图示。

图 25.9.2 中，A、B、C 三点代表相应三个月中重新订货的时间，即分别为当月的第 20 天；D、E、F 三点表示当重新订购的原材料到货时，该企业的存货储备量恰好等于安全存货储备量。

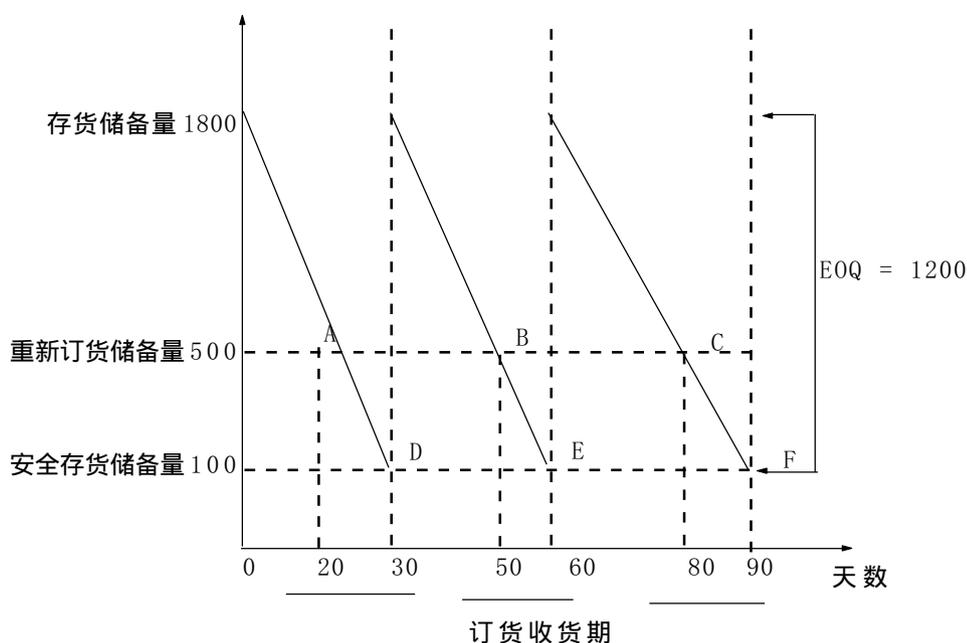


图 25.9.2 国内企业的存货管理

再如，假定某跨国企业子公司每月对上述同种原材料的经济订货数量（EOQ）也等于 1200 单位。但是，该子公司每月的安全存货储备量等于 150 单位；并且，平均收货期延长到 15 天（见图 25.9.3）。

那么，该子公司重新订货储备量等于：

$$150 + (1200/30) \times 15 = 750 \text{ (单位)}$$

图 25.9.3 是该跨国企业子公司的存货管理图示。其中字母代表的含义与图 25.9.6 相同。比较图 25.9.2 与图 25.9.3，可发现，虽然国内企业与跨国

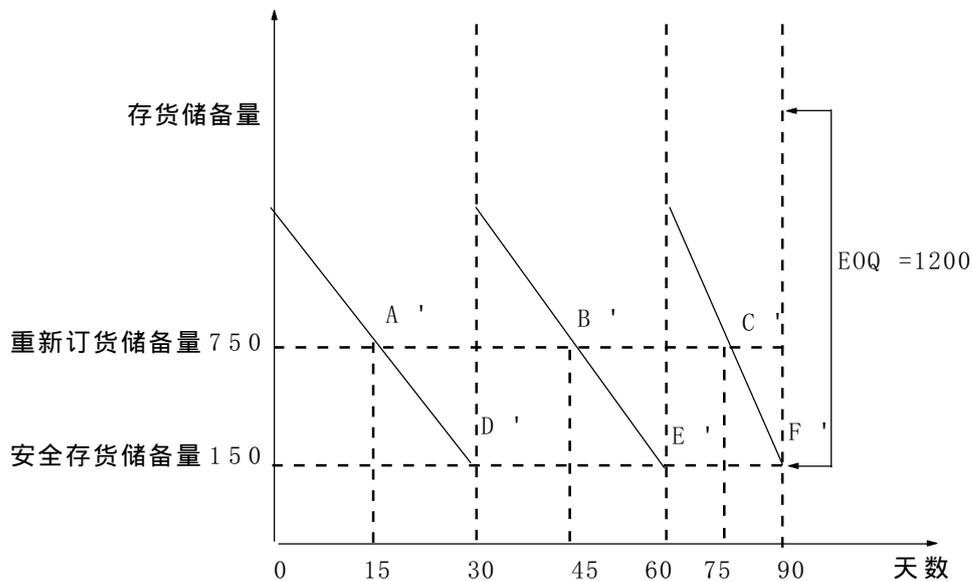


图 25.9.3 跨国企业子公司的存货管理

企业的经济订货数量相同(EOQ 都等于 1200 单位) 但是, 跨国企业的安全存货储备量和重新订货储备量都明显增加, 而且重新订货时间也提前了 5 天。

(3) 存货套期策略

所谓存货套期策略, 是指针对原材料和零配件生产国可能对原材料输出实行的封锁以及跨国企业子公司所在国货币的可能贬值, 跨国企业应超前订购并贮藏所需的原材料和零配件(Stockpiling)。

影响存货套期策略的因素包括: 跨国企业子公司货币对母公司货币可能的贬值率; 由于原材料输出国出口原材料的价格上涨(以该国货币计价), 可能带来的存货采购费用的上升幅度; 由于子公司所在国货币贬值引发的通货膨胀, 可能引起的存货保管费用的上涨幅度。存货保管费用的上涨也可能是由于存货占有资金的成本提高。只有在综合权衡上述三方面因素之后, 才能决定超前订购和贮藏的最佳原材料和零配件储备量。

例如，假定福特汽车公司在阿根廷设有一个子公司，该子公司必须进口零配件用于汽车的组装。

已知：进口零配件现在单价为 25 美元，以后以每月 1% 的涨幅上升，存货占用资金的成本，用阿根廷有价证券每月 3% 的收益率表示，存货保管费用每月上涨 2%；预计比索对美元在接下去的两个月中将分别贬值 5%，第三个月将贬值 3%，第 4、5、6 三个月又将分别贬值 2%。

问：该子公司在制订存货套期策略时，应超前订购并贮藏多少零配件储备量？

表 25.9.3 是最佳超前订购和贮藏的零配件储备量决定计算过程。其中，存货占用资金的机会成本，用阿根廷有价证券月收益率与比索对美元的每月贬值率之差表示，总的存货保管费用上涨率，等于存货占用资金的机会成本与存货保管费用每月上涨率之和来表示。

表 25.9.3 存货套期保值案例

(单位:%)

月份	存货占用资金的机会成本	存货保管费用上涨率	每月总的保管费用上涨率	累计保管费用上涨率	累计零配件价格逐月上涨率
1	-2	2	0	0	0
2	-2	2	0	0	1
3	0	2	2	2	2
4	1	2	3	5	3
5	1	2	3	8	4
6	1	2	3	11	5

表 25.9.3 说明，该子公司超前订购和贮藏的最佳零配件储备量为 3 个月的零配件需求量。因为，从第 4 个月开始，存货保管费用的上涨率超过了所能节约的存货采购费用上涨率，正所谓得不偿失。该案例表明最佳超前订购和贮藏储备量与比索贬值率及进口零配件价格上涨率成正比，与存货占用资金

的投资收益机会成本成反比。

在最佳超前订购和贮藏储备量的决定过程中，还应该考虑原材料和零部件供应中断的可能性。当其它因素不变时，随着中断供应的概率加大，最佳储备量也应相应增加。这种供应中断现象，可能是原材料及零配件输出国的出口限制造成的，也可能是由于子公司所在东道国对原材料及零配件实施进口管制。所以，跨国企业在制订存货管理策略时，也应考虑采购地点的分散化，不仅应在不同的原材料及零配件输出国建立稳定供应渠道，而且还应试图在东道国寻求新的供应渠道。

十、国际财务政策与资本预算

跨国公司国外专案融资的基本方式有三：

在本国募集资金汇出进行国外投资。

在国外投资所在国筹措资金。

在资金成本最低的第三国筹措资金。

如果一家美国公司在美国筹措资本进行国外投资，它要承担汇率风险。一旦该外币贬值，当外国的现金流量汇回美国时，在美国的母公司会产生汇兑损失。当然，美国母公司可卖出远期外汇作避险措施；然而，超过一年的远期契约不易出售。

美国公司也可以在投资所在国借钱，这是规避长期外汇风险常用的方式。这样一来，如果康乔公司要在法国投资二千万法郎，它可迳直在法国借钱。该公司应该知道，在国外借钱规避长期汇率风险，其效用仅限于借款总额，任何额外金额（权益）是无法规避汇率风险。

还有一种方式是找利率较低的国家。然而，国外利率偏低可能是因为预期通货膨胀率较低。因此，财务主管必须注意实质利率而不是名目利率。

（一）短期和中期融资

筹措短、中期现金时，美国的跨国企业常会面临在美国按美国利率借款，或在欧洲货币市场借欧洲美元的选择问题。

欧洲美元(Eurodollar)是在美国境外的美元存款。举例来说，在法国巴黎的美元存款就叫欧洲美元。欧洲货币市场是从事外币放款及接受存款的银行(欧洲银行(Eurobank))。大部分的欧洲货币交易是指欧洲银行的定期存放款交易。举例来说，一家欧洲银行从在美国的银行收到一笔欧洲美元存款之后，便将这笔钱贷出，这即是欧洲货币市场，它不是与个人交易的银行市场，它的顾客往往是公司和政府。

欧洲货币市场的一个重要特征是放款采用浮动汇率制。它会根据期间长短和货币别，设定按伦敦同业拆款利率加上一个固定利差。例如：当美元放款的利差为0.5%，而目前伦敦同业美元拆款利率为8%时，美元借款人的利率就是8.5%，此利率通常每六个月调整一次，美元放款到期日从3年到10年不等。

在一个完全竞争的金融市场里，欧洲货币市场的欧洲美元放款率显然应该与美国放款市场的利率相同。如果欧洲美元放款率较美国的美元放款率高，套利者会在美国美元市场借钱，然后在欧洲美元市场借出，但这种套利交易会促使两市场的利率回到相等。然而，欧洲美元放款和美国美元放款的利率偶尔还是会有差异。风险、政府管制措施和税率的不同常是造成差异的原因。

（二）国际债券市场

全球债券市场是由各国发行总量达215兆美元的债券构成的。

表25.10.1显示以美元计价的债券占总行量的44.6%。全球债券市场可

划分成国内债券市场和国际债券市场。国内债券乃企业在自己国家发行之债券，国际债券则是企业以本国货币以外之货币发行的债券。

表 25.10.1 十大债券市场

债券市场	总发行量 (单位:十亿美元)	占总额 百分比
美元	\$ 9683	44.6%
日元	3666	17.1
德国马克	2303	10.7
意大利里拉	1274	5.9
法国法郎	1044	4.9
英镑	662	3.1
加元	446	2.1
荷兰基尔德	401	1.9
比利时法郎	387	1.8
丹麦克郎	288	1.3
其他	1446	6.7
全球债券总额	\$ 21500	100.00%

国际债券交易属店头市场交易，是在彼此不太相关的个别市场上进行。这些个别市场与所对应的本土债券市场关系密切。国际债券有两种主要形态：外国债券和欧洲债券。

(1) 外国债券(Foreign Bonds)

外国债券是由外国借款者在某个国家的国内市场发行的债券，并且通常会以发行地取个较通俗的名字，且以该发行国货币为计算单位。例如有家瑞士钟表公司在美国发行以美元计价的债券。

在美国的这种外国债券被称为扬基债券(Yankee bonds)，像所有在美发行的外国债券一样，扬基债券必须依1933年的证券法案申报登记。扬基债券通常会由标准普尔(Standard & Poor)公司之类的债券评价公司评价。很多扬基债券都

在纽约证券交易所挂牌交易。

如扬基债券之类的很多外国债券，都是记名式的。因为投资人不喜欢税务机构，连带使它们的吸引力变小。所以，交易者比较喜欢欧洲债券市场，较不喜欢外国债券市场。记名式债券会把持有人的名字按序号登记，所有权的转换只能经由合法的过户程序才生效，过户代理商（例如商业银行）则有存在必要。

（2）欧洲债券（Eurobonds）

欧洲债券是一种在多国发行，却以一种货币计价的债券。字首“欧洲”是表示在债券计价货币以外国家发行的债券。

大部分欧洲债券是“不记名”债券，持有债券便具有所有权。反之，很多外国债券都是记名债券。

大部分欧洲债券都是透过承销方式发行，然而，有一些欧洲债券却采私人募集方式发行。以承销方式发行之债券与在国内债券市场发行的债券很类似。举债者将债券出售给一群经营银行，接着，经营银行转售债券给其他银行，这些其他银行实际上有两类：承销商和卖方。承销商和卖方将债券出售给自营商和基金投资人。经营银行也可以自己充当承销商和卖方。承销商通常按承包方式为公司出售欧洲债券，亦即他们承诺以事先约定的价格买下债券，再按较高的价格出售。欧洲债券分为固定利率、浮动利率债券、可转换债券、无息债券、抵押债券，双元货币债券。

[例题]

一家法国汽车公司发行五万张面值一千美元的债券。债券发行时，是由伦敦的投资银行承销，并在伦敦股票交易所挂牌交易，这些就是欧洲债券，每张债券息票利率固定在6%，每年8月15日付息一次。

[例题]

一家美国公司在伦敦发行5亿美元的浮动利率中期债券，2020年到期，半年利率为6个月期伦敦同业拆款利率（LIBOR）加上0.5%。债券发行当时6个

月期的 LIBOR 是 10%，因此，在第一期 6 个月到期时，此美国公司要支付 10.5% 利息（以年利率计 $10\% + 0.5\%$ ）。

（三）国际股票市场

跨国公司常发现利用外国证券市场来发行股票的成本可能较低。有些跨国公司所在国的证券市场太小，不可能支应跨国公司庞大资金需求，因此，境外股票（及权证）市场（Euro-equity market）因运而生，伦敦乃是此类发行市场的龙头。

至于纽约证交所及其他一些证交中心的外国股票则较少，主要是受到法规及证监会的限制。大部分在美国交易的外国股票均是透过发行美国存托凭证（American Depository Receipts, ADRS）的方式进行。ADRS 以美元计价，由美国银行发行，支撑该凭证的资产是由美国银行所持有的外国股票，因此，美国的投资人不需实际持有外国股票（自然也就不必兑换外币）就可以达成投资组合分散风险的效果。

跨国公司也会发行不具投票权的股票，其股东只可享有股利，但却没有对公司之控制权，如参与凭证（简称 PC，主要由瑞士发行）就是不具投票权的一例，此种股票主要购买者是大型法人机构。德国、奥地利等国对于不具投票权股票的股利如同利息收入一样，都可从应税所得里扣除。

（四）跨国银行业务

跨国银行业务形式琳琅满目，其中最基本方式是由国内之银行在他国寻得一个通汇银行（correspondent banking），这家外国银行可因本国银行的需要而从事有关的交易。

当然，国内银行亦可在外国开设分支机构，外国分行（foreign branch）的业务完全由国内银行掌控，但要依外国法规来营运。外国子银行（foreign subsidiary bank）则直属于外国董事会掌控，国内银行不对它有完全控制权。美

国的外国子银行又被称为 Edge Act 公司(Edge Act corporation), 它的营运范围比其他国家银行的外国子银行来得广泛。

十一、跨国公司资本预算

跨国公司对于投资案所做的资本预算规划与之前所介绍国内公司采用的方式是一致的, 因此之前的净现值等评估方式亦适用于本节。

(一) 净现值的计算

主要有四个步骤:(1) 以外币衡量现金流量;(2) 将现金流量转成国币计算的对等值;(3) 决定适宜的折现率;(4) 以前述资讯来计算净现值。

当然要预估国外公司的现金流量是比预估国内的现金流量要复杂得多, 尤其是前一节所述化整为零的资金移转方式更加深预估现金流量的难度。财务分析人员所考量因素涵盖有: 权利金、手续费、移转订价、债务偿还及地主国之税制等。在低度开发国家投资时, 甚至还须考虑未来该国是否会禁止资金汇出。

将外国之现金流量转成本国币计算值时, 涉及未来汇率之预测, 其预测方法大致有二种:(1) 直接对未来汇率做预测;(2) 以利率平价说或购买力平价说来预测未来汇率走势。第一种方式过于主观, 有时候财务分析人员希望推动投资方案而对汇率走势过于乐观, 至于第二种方式则较客观, 在长期的预测效果很好。以下列举第二种方式之算式:(令 EER_N 为 N 年后的预期汇率)

$$EER_N = SR \left[\frac{(1 + i_d)^N}{(1 + i_f)^N} \right] \quad (25.8.1)$$

其中

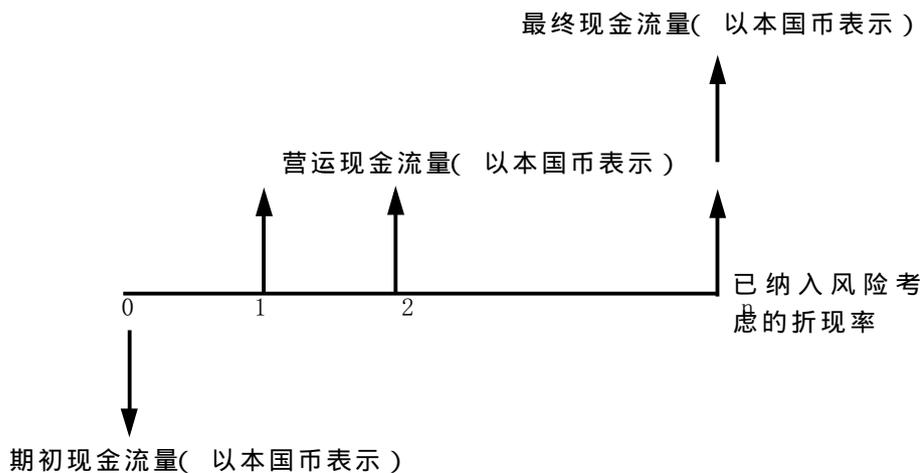
SR= 即期汇率

i_d = 国内之利率

i_f = 国外之利率

N= 未来之年数

至于边际资金成本也要把投资方案的风险一并加以考虑。风险程度取决于地主国之政治风险，以及国际投资组合之分散风险效果。政治风险主要是指地主国政府的政策突然改变，或是国内民族主义过于高涨，因而对外来厂商不友善。另一方面，透过国际投资分散风险效果，由于非系统性风险已大幅降低，故母公司的资金成本因而下降。以下以现金流量图来说明净现值的计算：



〔例题〕

美国 Carlton 公司正考虑是否要在英国采行一个新的投资方案，财务分析人员在分析化整为零的策略之后，预估以下的现金流量(单位为英镑)：

年度	现金流量
1	-£ 100000
2	£ 30000
3	£ 30000
4	£ 30000
5	£ 50000

假设美国的利率为 8%，英国的利率为 13%，英镑对美元之即期汇率以图 25.11.1 之数据为准，Carlton 公司的边际资金成本为 12%，而将风险纳入考虑后，折现率应再增加 3%（即成为 15%），请问此投资方案以美元表示之净现值为何？

解答：

首先要把现金流量转成以本国币表示之值，因此必须要预测未来五年的汇率，我们可利用(25.8.1) 式为之。(即期汇率为图25.11.1中刊登的1.9655 美元 / 英镑)

$$EER_N = SR \left[\frac{(1 + i_d)^N}{(1 + i_f)^N} \right]$$

$$\begin{aligned} EER_1 &= \$ 1.9655 \left[\frac{(1 + 0.08)^1}{(1 + 0.13)^1} \right] \\ &= \$ 1.8785 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} EER_2 &= \$ 1.9655 \left[\frac{(1 + 0.08)^2}{(1 + 0.13)^2} \right] \\ &= \$ 1.7954 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} EER_3 &= \$ 1.9655 \left[\frac{(1 + 0.08)^3}{(1 + 0.13)^3} \right] \\ &= \$ 1.7160 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} EER_4 &= \$ 1.9655 \left[\frac{(1 + 0.08)^4}{(1 + 0.13)^4} \right] \\ &= \$ 1.6400 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} EER_5 &= \$1.9655 \left[\frac{(1 + 0.08)^5}{(1 + 0.13)^5} \right] \\ &= \$1.5675 \end{aligned}$$

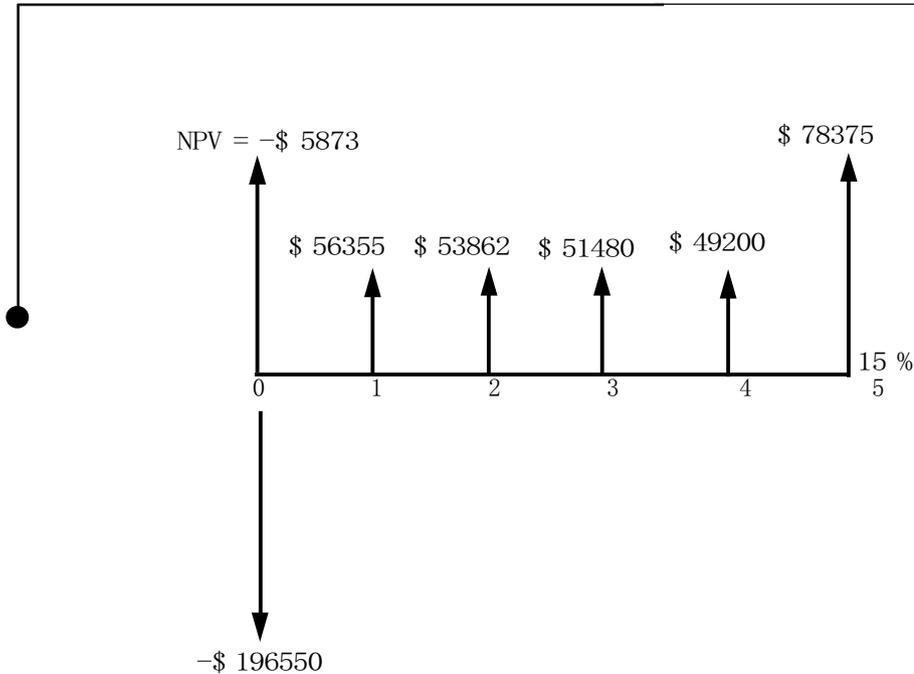
利用以上之预期汇率可将英镑现金流量转成美元现金流量：

年度	英镑现金流量	预期汇率	美元现金流量
0	-£100000	\$1.9655	-196550
1	£30000	\$1.8785	56355
2	£30000	\$1.7954	53862
3	£30000	\$1.7160	51480
4	£30000	\$1.6400	49200
5	£50000	\$1.5675	78375

接着计算净现值

$$\begin{aligned} NPV &= -\$196550 + \frac{\$56355}{(1 + 0.15)^1} + \frac{\$53862}{(1 + 0.15)^2} + \\ &\quad \frac{\$51480}{(1 + 0.15)^3} + \frac{\$49200}{(1 + 0.15)^4} + \frac{\$78375}{(1 + 0.15)^5} \\ &= -\$196550 + \$56355(PVF_{15\%,1}) + \$53862(PVF_{15\%,2}) \\ &\quad + \$51480(PVF_{15\%,3}) + \$49200(PVF_{15\%,4}) + \$78375(PVF_{15\%,5}) \\ &= -\$5873 \end{aligned}$$

由于净现值小于零，因此英国投资方案并不会被美国公司的财务分析人员所接受。本例若以内部报酬率法来分析，可算得内部酬率为 13.78%，其亦比折现率 15% 来得低，故结论和净现值法一致。本例完整的现金流量图如下：



(二) 跨国企业的资金成本

对从事跨国投资的公司而言，有个问题很重要，就是国外投资案的必要报酬率应不应该与国内类似专案的必要报酬率相同？答案要视下列两点而定：

国际金融市场的区隔。

外国没收财产的政治风险、外汇管制和税赋。

(1) 跨国多角化经营可降低资金成本(Lower Cost of Capital from International Diversification)

假设美国的股东因各项障碍限制而无法持有国外的有价证券，此时不同国家的金融市场就是有区隔。进一步假设美国公司却不受这些障碍的限制。这种情形下，从事跨国投资的公司能提供间接的多角化管道，给原先不能在美国投资国外有价证券的投资人。这种方式有助于降低国际投资案的风险贴水。

反之，若投资人的跨国投资不受限制，他们可借着购买国外证券的方式做为

跨国多角化投资而获利。这种情形下，美国公司投资案的资金成本，不再受投资案是在美国或外国进行的影响。实际上，持有国外证券所费不资，其中包括税负、获得资讯的成本和交易成本。因此即使美国投资者得自由持有外国证券，他们也无法透过国际化多角化投资达到完全分散风险的目的。

索尼克(Solnik)曾提出了跨国多角化投资可分散风险的证据，他表示跨国多角化股票组合的变异数，大约是投资个别证券的33%，美国股票分散风险的投资组合顶多只能降低50%的变异性。表25.11.1的资料显示全球性投资组合的风险，要比单一国家的股票投资组合的低。例如，一位香港民众在全球各地都投资买股票的话，其风险可降低12.8%到14.2%。表25.11.1还显示，投资国外股票的系统性风险在奥地利相当低，但在香港却很高。因

表 25.11.1 国外市场投资组合的风险指标

	系数	月标准差 (%)
香港	2.08	12.8%
日本	1.42	6.1
瑞典	.73	6.2
挪威	.57	5.3
比利时	1.06	6.0
荷兰	1.01	5.6
英国	1.38	7.9
丹麦	.49	5.5
法国	.69	7.4
奥地利	.19	5.4
德国	.70	6.0
瑞士	.83	5.7
澳洲	1.39	8.2
加拿大	1.04	5.9
美国	.97	4.7
全球	1.00	4.2

此，跨国公司提供的间接跨国多样化投资的能力，对投资人会有很大的好处。一般而言，如果和股东相比时，公司从事海外投资的成本会低很多的话，公司的跨国多角化经营是有好处的，且这项好处会调整风险后的折现率变低。

（2）国外政治风险（Foreign Political Risks）

一家公司在评估国外投资案时，本来就知道其政治风险是比国内投资的政治风险高。这种额外风险会抵消掉跨国多角化经营的利益。为因应财产被没收的风险和外汇汇款管制措施，公司往往会提高折现率。

（三）税务考量

美国的跨国公司在支付联邦税赋时，在外国所缴之税在国内享有抵减额，税赋减让的上限是以美国税率为准。1986年美国通过税制改革法案，公司最高的边际税率已降为34%，因此，在高税率国家所缴之税款可能都无法在美国享有完全的税赋减让，也因为如此，美国的跨国公司格外留意各国的税率水准。

1986年的税制改革方案尚包括一些直接针对跨国企业的内容，像是国外所得递延税赋条款、股票出售的资本利得条款，以及持有税（withholding tax）条款等。许多州的州税法因为联邦税制的改变而跟着调整。

十二、成效评价

（一）目的与标准

跨国公司在国外设立分支机构和子公司的动机是各式各样的，但在有利可图这一点上是共同的。如何衡量公司系统中各单位的活动是确实有利的呢？

要能确切地回答这个问题并不简单。跨国公司中的各个单位彼此互相联系，经常为达到全公司的整体利益而放弃本单位的最优决策；个别分支机构的利益得失，在相当程度上受公司中其它单位决策的影响。无论是上缴利润、股息，支付使用费，或是产品技术开发、市场占有率等方面的得失，许多是在整个跨国公司协同作战的情况下取得的；还有许多地区性差别造成的利益得失，如高税率地区对低税率地区，或高利率地区对低利率地区，在资金调度上所获得的得失，都不是由分支机构或子公司的主观努力所造成的。由此说明，仅仅从各个分支机构向总公司上报的各种财务报表去评定各分支机构的绩效效果，显然存在着被歪曲和失真的可能。因此，在跨国公司的财务控制系统中，除了像国内公司那样要有联合汇总的各种财务报表外，还要有反映当地经济政策和税收政策对财务成效影响的报告，以及管理决策对财务成效影响等方面的报告。根据报告中所列举的实际情况和条件，例如外汇管制政策的变动，通货膨胀率的变化等等，经过核实调整，才能对分支机构或子公司的成效进行合理的评价。

跨国公司对分支机构和子公司的成效评价，不仅是为了考核它们的工作成绩，最主要的，还是借以建立起一个监督控制系统。这个系统的主要作用是：

（1）保证企业达到足够的获利水平。在评价中随时指出获利的方向、指标和途径，以便全面提高整个公司集团的获利水平。

（2）建立一个当发现有失误时可及早发出警告的报警体系。通过经常性的考核评价，可以避免延迟纠正失误所造成的影响和损失。

（3）为整个公司集团合理分配资源提供依据。考核评价分支机构的成效不是最终目的，而是一种手段，通过评价，可为全公司各种资源，特别是财务资源的筹措和运用提供有效的管理基础。

（4）最后一个作用是作为评价分支机构领导人成效的依据。合理的评价

表 25.12.1 财务指标项目重要程度评级

指标项目	88 个公司答案的平均等级(分)	
	单 位	经理个人
投资报酬率	1.9	2.2
股权报酬率	3.0	3.0
资产报酬率	2.3	2.3
销售报酬率	2.1	2.1
每股收益贡献	3.0	3.2
流向子公司的经营现金流	2.4	2.7
流向母公司的经营现金流	2.3	2.7
留存收益	3.4	3.3
预算销售额同实际比较	1.9	1.7
预算利润同实际比较	1.5	1.3
预算投资报酬率同实际比较	2.3	2.4
预算资产报酬率同实际比较	2.7	2.5
预算股权报酬率同实际比较	3.1	3.0
增加市场份额	1.8	1.5
质量控制	2.3	1.9
母公司和其它分支机构之间的协作	2.4	2.0
同所在国政府的关系	2.1	1.9
环境适应力	2.4	2.3
雇员的开发能力	2.4	2.0
劳力流动	2.8	2.6
国外单位的开发研究能力	3.0	3.1
促进生产效率	2.0	2.0
雇员安全	2.4	2.2
社会服务	2.9	2.7

可以鼓励分支机构工作人员的积极性，为整个公司集团利益作出更多贡献。

评价跨国公司内部各分支机构的成效，必须要有一套科学的评价标准，要想用一二个指标就能充分说明它们的成效是不太现实的。根据邵意（F. D. S. Choi）和齐乔维茨（I. J. Czechowicz）两位专家对 88 家跨国公司的调查，大多数企业认为以预算同实际利润相比较作为评价的标准其重要性最高。整个调查是采用分级打分法，经过分组统计后，用平均方法求得的。评分等级分为四类：最重要的为 1 级（即 1 分，下同），重要的为 2 级，不重要的为 3 级，不采用的指标为 4 级。评价结果见表 25.12.1。此外，他们还对非财务性评价指标也作了调查，其结果见表 25.12.1。

上述调查表明，在考核分支机构或子公司的成效时，采用何种指标重要有不同看法，但多数企业倾向于用预算同实际相比较。至于非财务性指标，大部分认为增加市场占有率最重要。

（二）汇率变化对预算标准的影响

用预算作为评价分支机构或子公司的标准是国内国外多厂分权企业中最普遍应用的方法。然而，在国外有分支机构的跨国企业集团又有其特殊情况，这就是汇率变化对预算标准所可能产生的影响。汇率变化对预算标准的控制发生影响，主要是在两个时期：一是在外国分支机构拟定预算方案的期初时期；一是在期末跟踪测定实际成效的时期。外国分支机构或子公司编制的经营预算都要以当地货币计价，而跨国公司的控制监测职能又必须要在跨国之间衡量比较，才能发挥作用，这就意味着必须要用总公司所在国货币作为衡量比较的共同基础。一旦汇率发生变化，评价的标准显然也随之发生变化。这种变化所产生的结果不同于一般商品价格变化所产生的影响，因为前者往往决定于公司的组织结构和决策意图。

据调查，现在国际上在编制预算和跟踪测定时使用的汇率有三种：期初汇率，即在编制预算时的即期汇率；预测汇率或计划汇率，这是根据外

图 25.12.1 评价控制组合关系图

确定 预算 采用 汇率	期初 汇率	A—1 预算用期初汇率 跟踪用期初汇率	A—2 预算用期初汇率 跟踪用计划汇率	A—3 预算用期初汇率 跟踪用期末汇率
	计划 汇率	P—1 预算用计划汇率 跟踪用期初汇率	P—2 预算用计划汇率 跟踪用计划汇率	P—3 预算用计划汇率 跟踪用期末汇率
	期末 汇率	E—1 预算用期初汇率 跟踪用期初汇率	E—2 预算用期末汇率 跟踪用计划汇率	E—3 预算用期末汇率 跟踪用期末汇率

汇对等规律预测确定的远期汇率；考核时实际发生的汇率，这三种汇率如分别用于编制确定预算或跟踪考核测定，它们之间可以组成 9 种评价控制的组合关系(图 25.12.1)。

图中 9 种确定预算的跟踪评价采用汇率的组合，有几组是明显不合逻辑的，它们是 A--2、P--1、E--1 和 E--2 四组，剩下的 A--1、A--3、P--2、P--3 和 E--3 五组，在实际工作中都应用过，但其评价结果各不相同。举一个简单例子说明。

假设某个跨国公司在外国设立一个分支机构，它的经营收益状况以当地货币表示如下：(为简化不考虑所得税)

销售收入	100 万元
生产成本	75 万元
经营费用	10 万元
经营收益	LC15 万元

投资于这个分支机构所形成的暴露资产为 50 万元(当地货币)。期初编制预算时的汇率为：当地货币 20 元兑换跨国母公司所在国货币 1 元， $LC20=D1$ (当地货币以 LC 表示，跨国公司本国货币以 D 表示，下同)；到期末时的汇

率估计或者是 $LC20 = D1$ 或者是 $LC30 = D1$; 计划汇率为 $LC25 = D1$ 。

A--1 组合(用期初汇率预算, 用期初汇率跟踪评价) 不考虑汇率可能发生的变化, 即假定在未来时期内汇率没有任何变化, 因此无论是在确定预算时或者是在期末跟踪考核时都用同一种期初汇率。用这种组合方法评价时, 其经营收益在本例中为 0.75 万元本国货币, 预算和考核采用的汇率相同, 不存在汇价变化差异, 因而也不会发生暴露资产的得失, 实际跟踪也不受汇率变化影响。这种组合的假设条件在实际中较少见。

A--3 组合(用期初汇率预算, 用期末汇率跟踪) 这种组合评价方法引入了外汇风险的责任因素, 预算用的是期初汇率, 而跟踪比较用的是期末汇率。在本例中, 50% 机会保持期末汇率不变, 当然, 其跟踪结果同 A--1 组合一致。但 50% 机会可能是 $LC30 = D1$, 以此汇率跟踪评价, 就发生一系列差异。首先是暴露资产将发生变化, 原始形成的暴露资产为当地货币 50 万元, 在以期初汇率($LC20 = D1$) 作预算时, 折成本国货币的价值为 $LC50/LC20/D = D2.5$ 万元; 跟踪考核时以期末汇率($LC30=D1$) 为折算标准, 折成本国货币的价值为 $LC50/LC30/D = D1.667$ 万元, 因此造成暴露资产损失 $2.5-1.667 = D0.833$ 万元。其次在经营收益方面,

P--2 组合(用计划汇率预算, 用计划汇率跟踪) 这种组合方按期末汇率跟踪的结果应为 $-D0.333$ 万元, 即不是所得而是损失。所以和期初汇率的预算相比, 其差异为 $-0.333-0.75=-1.083$ 万元本国货币。

法的性质同 A —— 1 相似, 预算和跟踪都用同一种汇率, 但结果不同。在这里的经营收益为 $D0.1$ 万元, 而且所用汇率已引入未来汇率变化因素, 虽然这种变化构成了暴露资产损失($LC50/LC20/D=LC50/LC25/D = 2.5-2=D0.5$ 万元), 但同 A--3 组合不同, 这种变化的责任在这里已予以抵消。同样, 由于采用汇率相同, 跟踪同预算不存在汇率变化造成的差异。

P — 3 组合(用计划汇率预算, 用期末汇率跟踪) 同 A —— 3 组合类似。

表 25.12.2 不同汇率组合方案的成效评价

单位：D 万元

	A—1		A—3		
	用期初汇率 确定预算 (LC20=D1)	用期初汇 率跟踪 (LC20=D1)	用期初汇率 (LC20=D1)	用期末汇率跟踪 50%可能 50%可能 确定预算 (LC20=D1)(LC30=D1)	
销售收入	5.00	5.00	5.00	5.00	3.333
生产成本	3.75	3.75	3.75	3.75	2.500
经营费用	0.50	0.50	0.50	0.50	0.333
暴露资产损失	0	0	0	0	0.833
经营收益(损失)同	0.75	0.75	0.75	0.75	(0.333)
预算差异	0		0	-1.083	

表

	P—2		P—3		
	用计划汇率 确定预算 (LC25=D1)	用计划汇 率跟踪 (LC25=D1)	用计划汇率 确定预算 (LC25=D1)	用期末汇率跟踪 50%可能	50%可能 (LC30=D1)
销售收入	4.00	4.00	4.00	5.00	3.333
生产成本	3.00	3.00	3.00	3.75	2.500
经营费用	0.40	0.40	0.40	0.50	0.333
暴露资产损失	0.50	0.50	0.50	0	0.833
经营收益(损失)	0.10	0.10	0.10	0.75	(0.333)
同预算差异	0		0.65	-0.433	

(续表 25.12.2)

	E-3			
	50% 可能(LC20=D1)		50% 可能(LC30=D1)	
	用期末汇率 确定预算	用期末汇 率跟踪	用期末汇率 确定预算	用期末汇 率跟踪
销售收入	5.00	5.00	3.333	3.333
生产成本	3.75	3.75	2.500	2.500
经营费用	0.50	0.50	0.333	0.333
暴露资产损失	0	0	0.833	0.833
经营收益(损失)	0.75	0.75	(0.333)	(0.333)
同预算差异		0		0

这种组合评价方法引入了汇率差别的责任因素，换句话说，实际期末汇率同计划汇率之间的差异，其得失的责任由分支机构承担。在本例中，其经营收益既可能是盈利 0.75 万元，也可能是亏损 0.333 万元。这种组合考核方法，在分公司对汇率变动能作出主动反应，可以自主调整经营计划时是有用处的。因为它可鼓励分公司的经理们主动利用汇率风险，获得计划外收益。存在的问题是：如果分公司不能或不可能更动经营计划，则其作用可能相反；计划汇率可能存在错误，其错误责任也要由分公司负责。

E——3 组合(用期末汇率预算，用期末汇率跟踪)这种评价方法意味着必须把原来预算用实际汇率予以调整。因此，在评价时，已抵消了任何汇率不同所产生的差异。在本例中，假设有两种实际可能。在和期初汇率(LC20=D1)相同时，其结果同(A-1)一致；在LC30=D1时，其暴露资产损失为0.833万元，经营亏损为0.333万元。

按照以上分析，这5种组合评价方法各有其特点和应用场合。但理论倾

向于使用 P——2 组合，因为这种组合可以发挥类似于内部转移价格的作用，所以把这种计划汇率称作“内部远期汇率”。如果这种汇率预测合理，总公司利用这个汇率既可协调整个公司集团的目标，又可发挥分支机构的主动精神。

习 题

1. 说明汇率如何报价？
2. 即期汇率及远期汇率的差别为何？
3. 请解释远期汇率折价交易及溢价交易。
4. 何谓利率平价说，与各国之间的利差有何关系？
5. 何谓套利？与利率平价说有何关系？
6. 何谓购买力平价说？与通货贬值有何关系？
7. 外汇市场主要参与者为何？
8. 外汇市场是一种什么形态的交易市场？请简述之。
9. 外汇市场的多头、空头部位是什么意思？平部位又是什么意思？
10. 外汇期货在哪里可以交易？避险者及投机客是如何参与此市场？
11. 什么是外汇选择权？它们是在哪里交易？
12. 外汇期货市场与远期外汇市场的差别为何？
13. 远期外汇市场避险及货币市场避险有何差别？
14. 国内及国际的营运资金管理有何明显差异？
15. 在化整为零策略的应用上，从国外的子（分）公司汇回母公司的资金可分成几类？
16. 跨国企业的母公司如何善用移转订价之方式来控管现金流量？
17. 母公司可如何透过交易币别之选择来决定由那一个子公司来承担汇率风险？
18. 在国际性交易中，对于采用信用交易应考虑哪些额外因素？

19. 在 多国环境营运之下，存货管理复杂性较国内之营运多了哪些层面？
20. 多国营运时，影响存货策略主要因素有哪些？
21. 现金集中化管理之重要性为何？
22. 系统冲销后的净余额交易为何可降低交易成本？
23. 请解释下列名词：境外美元、境外美元贷款、境外通货市场、境外银行。
24. 境外通货贷款的利率基础为何？
25. 外国债券及境外债券之差别为何？
26. 请说明如何利用美国存托凭证来投资外国股票？
27. 跨国银行业务之经营形式有那些？
28. 如何计算跨国投资方案的净现值？
29. 美国1986年的税制改革法案对跨国公司在外国已缴税赋的国内税额抵减有何影响？
30. 全球竞争力之秘诀为何？
31. 若开发欧洲的电话市场，则对电传服务之需求会有何刺激之效果？
32. 为何美商开始对投资俄罗斯有兴趣？
33. Hart 公司收到了 512000 的法郎，则可换得多少美元？
34. 请分别计算 30 天、90 天及 180 天期的远期法郎溢酬。
35. 美国之利率为 8%，法国之利率为 15%，以 180 天之远期法郎来看，请问有无套利之空间？若有，应如何为之？
36. Hamilton 公司必须在 180 天后支付法国公司 10000000 法郎，若 Hamilton 公司以远期市场来避险，请问其在 180 天后须支付的美元为何？
37. 承上题，但改成 90 天后就须付款，并假设美国之短期借款利率为 9%，而法国货币市场之平均报酬率为 7%，则采货币市场之避险策略的交易成本为何？
38. 美国在法国的一家子公司正考虑放宽其信用交易的适用条件，以争取多之客户。财务分析人员预估此举将可使每年之销售额增加 10000000 法郎，而其获利率为 25%，坏帐率则为 3%，应收帐款之时间成本为年利 15%，信用天数为 40 天期，请问此信用交易之扩张计划所能忍受的最大之法郎贬值率（对美元）为何？

39. Bush 公司的营运公司分布于巴西、墨西哥、秘鲁及西班牙，以下的表整理出了各公司之间的应收及应付帐款的情况，请问要完成净余额交易所需的净资金周转为何？

Bush 公司应付 / 应收表(单位：千美元)

收款单位	付款单位					总收入
	美国	墨西哥	秘鲁	西班牙		
巴西	-	600	400	500	1500	
墨西哥	400	-	300	500	1200	
秘鲁	300	400	-	300	1000	
西班牙	500	300	500	-	1300	
总支出	1200	1300	1200	1300	5000	

40. Matlock 公司准备在法国投资，公司之财务人员在分析了化整为零的移转订价策略后，估计得的现金流量如下（单位是法郎）

年度	现金流量
0	-FF1000000
1	FF350000
2	FF350000
3	FF350000
4	FF350000
5	FF500000

假设美国的利率是 8% 而法国为 12%，而公司的边际资金成本为 11%，在综合考量过国外之风险及投资组合的风险分散效果之后，公司决定将折现率从 11% 调升至 14%，请问此投资方案以美元计价之净现值为何？

41. 多国籍企业的基本目标是什么？为什么股东权益最大化比利润最大化重要？

42. 讨论多国籍企业面临到的代理人问题。

43. 为了达到股东权益最大的企业基本目标，财务经理必须执行三个主要职权，这三个职权是什么？

44. 为什么多国籍企业可以表现得比本国企业好？
45. 请解释外在环境的限制和多国籍企业的基本目标如何相冲突？
46. 完全市场的概念必须建立在几个条件上，这些条件是什么？在完全市场的假设下，各国间的通胀、利率和薪资是否会趋于一致？
47. 买美国货的运动正在展开：你能从下列车中，找出唯一由美国制造的/车吗？另外把所有车和其产地搭配起来。
- | | |
|-----------|-------|
| 庞帝亚克 | A 加拿大 |
| 雪佛兰 | B 韩国 |
| 水星 Capri | C 墨西哥 |
| 本田 | D 美国 |
| 道奇 | E 日本 |
| 水星 Tracer | F 加拿大 |
| 普利矛斯 | G 澳洲 |
48. 两个导致财务管理发生基本变革的外部因素是什么？
49. 李萨德把多国籍企业，归类成哪三种？

个案研究

(1) 什么是美国公司？

在现在的全球化经济下，你很难去定义什么是本国公司，尤其是一个美国公司。北方通讯的总裁艾德蒙(Edmund)在接受华尔街日报专访时指出：北方通讯的总部设在加拿大，但大部分的营业额却在美国。而美国人和加拿大人的员工比例是一半比一半，而股权的大部分是属于美国人的，那它应属于哪个国家呢？

1993年美国政府的经济官员曾经研究过这问题，而这问题的答案影响相当深远，从谁能研究开发下一代的电视到日本和美国间的商业谈判。美国政府需要一个准则，他们才有法子去应付“什么是美国公司？”这类型的问题。

当罗柏瑞奇(Robert, Reich) 还是一位大学生时, 他对美国的资本主义提出了一个简单但最根本的问题“ 我们是谁?” 而在现今的全球经济下, 他又问: “ 美国人拥有的企业是否还能代表美国呢?” 他认为美国劳动者的权益应列为优先, 因为美国的生活品质的提升都要靠劳工技术的进步, 他说: “ 美国企业是指那些能在美国本土提供技术密集工作给美国人的公司, 不论它的拥有者是美国人、日本人或德国人, 至于飘扬在工厂或总部上的国旗并不重要”。

但是白宫的经济学家罗拉(Laura) 并不这么认为, 他认为一个企业的国籍将会决定它应该将大部分的资源、研发和人才放在哪里。在“ 他们不是美国的” (They Are Not US) 这本书, 他提到一个国家的经济成长依然和其本国公司的发展息息相关。

当贸易走向全球化, 倾销的案子也越来越多, 依美国的法律, 只有美国的企业可以在美国提起反倾销的上诉, 而在法律上, 是否是美国公司的认定是看企业的过半产品是否是在美国制造与否。1993 年美国兄弟(Brother), 一个属于日本企业的美国子公司, 赢了一个有关于可携式电子打字机的案件, 而对手则是在新加坡生产的美国公司——史密斯公司。

[习题]

1. 在案例中你认为该如何去认定什么是美国公司?
 2. 为什么做一个美国本国公司是很重要的?
 3. 请解释日本政府在和美国政府协商开放日本政府采购电脑市场时如何引用瑞奇的理论。
 4. 你可以预测当布什政府帮玩具反斗城进入日本市场时瑞奇的反应吗? 你想克林顿政府是否也会和瑞奇有相同的反应?
 5. 你认为瑞奇该如何去分辨什么是美国人拥有的公司或是美国人营运的公司?
 6. 白宫的网址是 www.whitehouse.gov 请利用网址内提供的讯息回答下面问题:
 - a. 国家经济会议(National Economic Council) 是为何和何时成立的?
 - b. 现任的主席是谁?
 - c. 国家经济会议的基本作用为何?
- (2) Home Depot 公司(HD) 是世界上最大的家用产品零售商和全美十大

零售商之一。在 1995 年底，该公司营运着 400 多家完全服务的仓储式商店。每家商店储存有 40000 ~ 50000 种不同的建筑材料、家用产品和园艺用品。它的顾客主要靠自己动手。也许你或者你的家人最近曾在它的某个商店购买过物品。

HD 公司正在考虑在它的浴室设备部供应一种新型豪华马桶。它试图拓宽其产品线以吸引家用产品的承包商，该种产品最近在《建筑文摘》上作了特别广告。这种马桶有特别之处。当有人坐下时，喷出空气清新剂细雾和播放古典音乐的系统即被激活。消费者可以选择音乐。

据测试，这种新型马桶的促销很成功。Home Depot 估计年平均销量是 1000 个。每个的年存货储存成本是 \$ 100，固定的再订货成本是 \$ 80。HD 公司购买价格是每个 \$ 500。

1. HD 公司的豪华马桶的 EOQ 是多少？平均存货量是多少？
2. 保持豪华马桶存货的年总成本是多少？
3. 在作以下假设后，EOQ 将怎样变化。
 - a. 销售量翻倍，增至每年 2000 个。
 - b. 订货成本翻倍，每次订货成本 \$ 160。
 - c. 储存成本翻倍，每个每年 \$ 200。

(3) NorPharm 是挪威一家大型药厂，其 75% 的营运收入来自国外之业务，因此其饱受汇率变动之威，其中尤以美元币值变动的的影响最大，因为 NorPharm 大部分的国外收益都以美元计价。

NorPharm 公司决定同时借由货币市场及远期外汇市场来避险，这些策略可规避汇率变动对外币计价的应收或应付帐目所造成的冲击，同时亦可管理公司借款的币别组合。

1992 年挪威通过税制改革方案，公司税率由 50.8% 降为 28.0%，但其他的改变却加重了实质税赋负担，它们包括：减少加速折旧法的使用比率；每年 23% 之应税利润递延比率遭到取消；以前免税之股利（可从应税利润中扣除）现在一样要被课税（即课 28% 之税）。

根据挪威法律的规定，NorPharm 公司组成了一个共 18 名成员的“公司议会”，其中股东占 12 席，员工代表占六席，公司重大的投资及员工调派决策均须得到该议会的通过才可实行，当然公司实际的管理当局仍是董事会。

NorPharm 过去 50 年来年年对股东配息，根据挪威的法律规定，股利发放

须由董事会提出，经由“公司议会”认可后再交由年度股东大会决议，期中股利并不合法。而根据挪威的外汇管制，外国股东只能透过领有挪威外汇汇出执照的银行所做之支付，来领取其股利。

问题

1. NorPharm 公司在多国的营运环境下会遭逢哪些问题？
2. NorPharm 公司的管理和美国国内公司的管理有何差异？

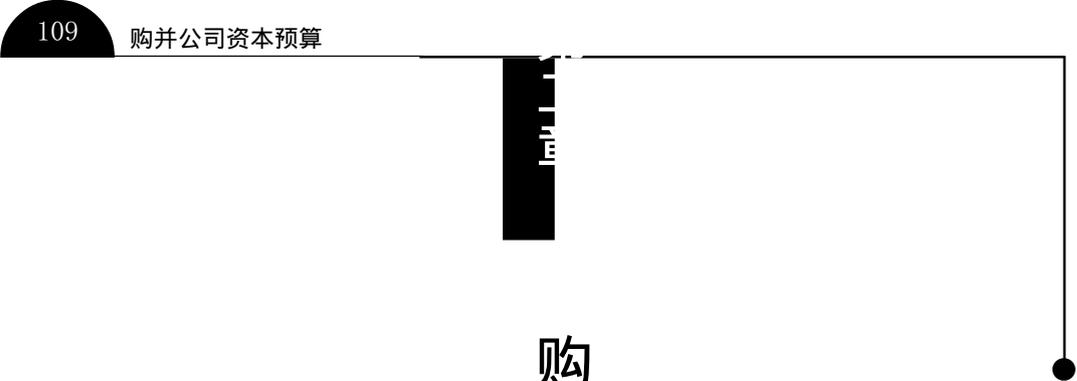
附表：

各国货币及其符号

Country	Currency	Abbrev.
Afghanistan	Afghani	Af
Albania	Lek	L
Algeria	Dinar	DA
Antigua and Barbuda	E.C. dollar	E.C.\$
Argentina	Peso	Arg\$
Australia	Dollar	\$A
Austria	Schilling	S
Bahamas	Dollar	B\$
Bahrain	Dinar	BD
Bangladesh	Taka	Tk
Barbados	Dollar	BDS\$
Belgium	Franc	BEF
Belize	Dollar	BZ\$
Bermuda	Dollar	Ber\$
Bolivia	Boliviano	Bs
Botswana	Pula	P
Brazil	Real	R
Bulgaria	Lev	Lw
Burma	Kyat	K
Canada	Dollar	Can\$
Cayman Islands	Dollar	C\$
Central African Currency Union		
Cameroon		
Central African Republic		
Chad		
Congo People's Republic, Gabon	Franc	CFAF

Country	Currency	Abbrev.
West African Currency union		
Benin,	Franc	CFAF
Ivory coast,		
Niger,		
Senegal,		
Togo,		
Upper Volta		
Chile	Peso	Ch\$
China	Yuan	Y
Columbia	Peso	Po
Cyprus	Pound	£C
Czech Republic	Koruna	Kč
Denmark	Krone	DKK
Dominican Rep	Peso	RD\$
Ecuador	Sucre	S/
Egypt	Pound	LE
El Salvador	Colon	¢
Ethiopia	Dollar	Eth\$
Fiji	Dollar	F\$
Finland	Maarkka	FIM
France	Franc	FF
Germany	Mark	DM
Ghana	New Cedi	₵
Greece	Drachma	Dr
Guatemala	Quetzal	Q
Guinea	Syli	GF
Haiti	Gourde	G
Honduras	Lempira	L
Hong Kong	Dollar	HK\$
Hungary	Forint	HUF
Iceland	Króna	IKr
India	Rupee	Rs
Indonesia	Rupiah	Rp
Iran	Rial	RIs
Iraq	Dinar	ID
Ireland	Pound	£IR
Israel	Pound	IE
Italy	Lira	Lit
Jamaica	Dollar	J\$
Japan	Yen	¥
Jordan	Dinar	JD
Kenya	Shilling	KSh
Khmer(Cambodia)	Riel	CR
Korea, North	Won	Wn
Korea, South	Won	W

Country	Currency	Abbrev.
Kuwait	Dinar	KD
Laos	Kip	K
Lebanon	Pound	LL
Liberia	Dollar	L\$
Libya	Dinar	LD
Liechtenstein	Franc	SwF
Macao	Pataca	P
Malawi	Kwacha	MK
Malaysia	Ringgit	M\$
Mali	Franc	MF
Malta	Lira	Lm
Mauritania	Ouguiya	UM
Mexico	Peso	N\$
Mongolia	Tughrik	Tug
Morroco	Dirham	DH
Namibia	Rand(S.Af)	R
Nepal	Rupee	NRe
Netherlands Ant.	Guilder	NAf
Netherlands	Guilder	fl
New Zealand	Dollar	\$NZ
Nicaragua	Cordoba	C\$
Nigeria	Naira	₦
Norway	Krone	NOK
Oman	Rial Omani	RO
Pakistan	Rupee	PRs
Panama	Balboa	B
Paraguay	Guarani	₲
Peru	New Sol	S/.
Philippines	Peso	₱
Poland	Zloty	zł
Portugal	Escudo	Esc
Qatar	Riyal	QR
Russia	Rouble	Rb
Saudi Arabia	Riyal	SR
Singapore	Dollar	S\$
Somalia	Shilling	So.Sh.
South Africa	Rand	R
Spain	Peseta	Ptas
Sri Lanka	Rupee	SLRe
Sudan	Pound	LSd
Surinam	Guilder	Sur f.
Sweden	Krona	SKr
Switzerland	Franc	SFr
Syria	Pound	LS
Taiwan	Dollar	NT\$



购并 与 重组

一、购并

（一）购并的基本认识

购并在英文中用 acquisition and merger(A&M) 表示。acquisition 意为收购，而merger意为兼并。收购指一家公司用现款、债券或股票购买另一家公司的股票或资产，以获得对该公司本身或资产实际控制权的行为。兼并是指两家公司归并为一家公司，其中的收购方吸收被收购方的全部资产和负债，承担其业务，而被收购方则不再独立存在，常常成为收购方的一个子公司。合并则是指两家或多家公司组成一个全新的主体，收购方与被收购方之间的界限是

模糊的，因为被合并的公司都不再独立存在，要么成为新公司的子公司，要么共同形成新公司。

两家规模相近的公司通常选择合并形式；若规模不同时，一般是一家公司通过兼并来收购另一家公司，通常是大公司收购小公司，但也并非总是如此。兼并和合并之间的差别在法律意义上很重要，但两者的分析方法相同。我们一般用购并一词总称各种归并行为。

企业购并形式有许多种，不论是何种，其目标都是要提升普通股股票之价值。因此，我们以此标准来衡量购并政策适当与否。

（1）购并形态

购并之形态有三种，第一种为吸收合并(merger)，它是由一家公司吸收合并其他家公司，被吸收的公司其名称将不再使用，而一律改为吸收公司的名称，吸收公司与被吸收公司间的资产及负债完全合并。如此重大公司组织调整必须事先征得两家公司的股东认可，通常是采三分之二的股东议决。

第二种为创设合并(consolidation)，其是指两家以上的公司彼此合并成一家新公司，采用新的名称，而各家公司原来名称则不存在。它与前述之合并一样是要把各家公司原有的资产及负债完全合而为一。

第三种为收购(acquisition)，它是指一家公司收购他家公司的大多数股份，此大多数股份要比能控制利益的股份还要大。通常只要持有一家公司10%股权就享有控制利益，而收购是指持有一家公司50%以上的股权(或是持有不到50%股份，但可从其他股东收购其投票权来补足差额)。

控股公司是指一家公司控有至少一家其他公司控制利益的股权，控股公司通常自己也有商业营运，但亦有少数控股公司纯粹只从事控股活动。

（2）接管

接管(takeover)泛指一家公司的控制权，由一群股东移转到另一群股东。对于欲吸收别家公司的公司，我们称为出价公司(bidder)，这类公司会以现金

或股票换取别家公司的股票或资产。如果出价被接受，被接管公司将把股票或资产的控制权让出给出价公司，以换取购并之对价(consideration)(如：股票、债务或现金)。

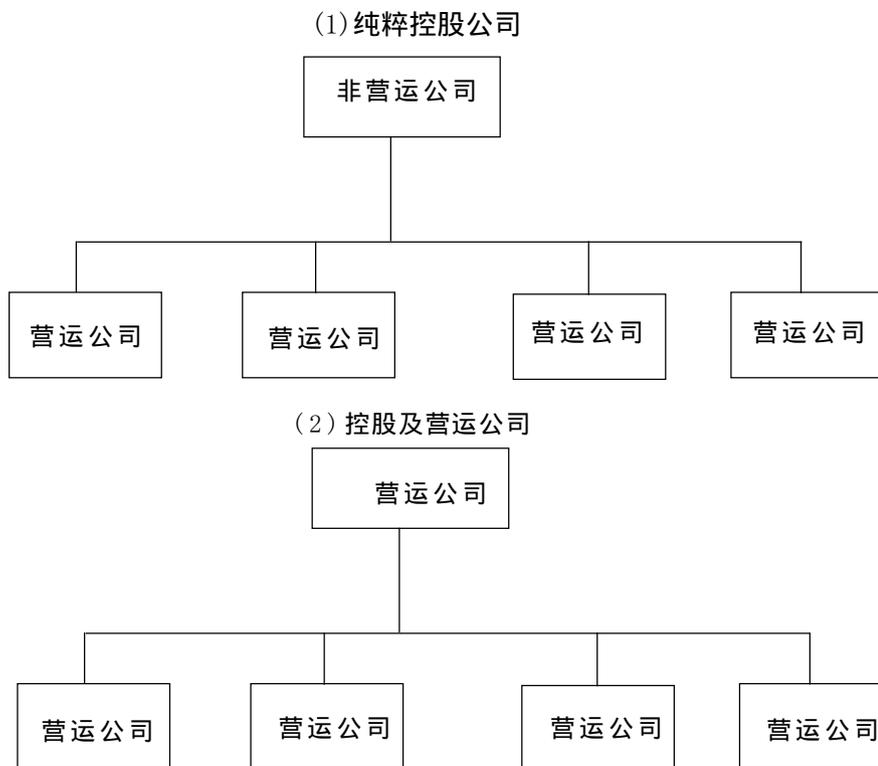


图 26.1.1 控股公司的分类及其组织

例如：当出价公司取得目标公司时，目标公司营运业务的控制权会移转至出价公司新近选出的董事会手中。此即所谓购并的接管。

接管可透过：购并、收购委托书(proxy contest)，及私有化交易三种方式完成，因此接管涵盖的范围比购并还广。其关系如图 26.1.2 所示：

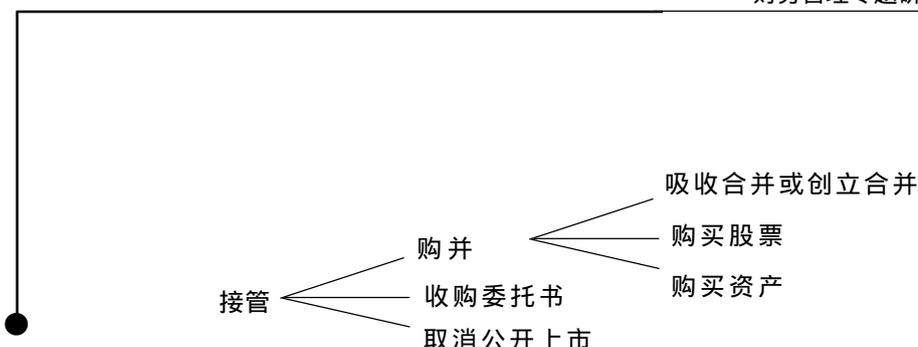


图 26.1.2 各种接管方式

透过购并方式完成的接管，其购并方式可能是合并、公开出价，或者购买资产等三种。采用合并及公开出价方式时，出价公司会买下被合并公司具表决权之普通股。

接管也可透过收购委托书的方式。收购委托书系指一群股东透过选举新董事赢得董事会多数的控制席次。委托书系授权委托书持有人在股东会上行使表决权。采用收购委托书方式时，应是一群不满的股东向其余股东收购委托书。

私有化交易(going-private transaction)是指上市公司所有的权益股份为少数投资者购得，这些投资者通常包括目前的管理者及部分外界投资者。于是，此公司的股票会在证券交易所下市，投资人再也无法在公开市场交易。

(3) 融资买下

有时候公司管理阶层(或是一小群投资者) 可能会以融资买下(leveraged buyout, LBO) 的方法来购得该公司，换句话说，原来公开股份拥有的公司会因而转成只有少数股东持有的“私公司”。公司的管理阶层常以发行垃圾债券作为快速融资的方式，然后再以发行之收入来收购公司股票(以较优厚之价格)，如果融资买下成功，原公司可顺利转为一个新的私有公司，通常其90%的资本都是来自垃圾债券发行收入。

新公司的负债对净值比率因此往往都很高，常是10:1的水准，公司的管理者必须改善营运才能偿付利息支出以及未来本金偿还，这种压力会趋使管理

人员采用降低成本的计划，另外也会设法变卖不需要的资产，或是与核心生产活动关系较小的企业分支。如果无法达成上述目标，接踵而来的将是一连串的法律诉讼，甚至是重整及倒闭。

另外，由于新公司的所有权集中于管理阶级，他们自然会更有诱因去用心经营公司、创造更良好的利润。所有权的集中亦有助于对公司管理控制。

利于采用融资买下政策的公司常具有下列几项条件：1) 原本的负债较少；2) 未来的现金流入较丰厚而且稳定；3) 有若干不需要的资产，有可以变卖的价值；4) 有坚强的管理阶层；5) 未来数年的资本支出较低。

(二) 购并动机

通常公司采用购并策略是为了实现“外部增长”的目标。问题是，购并究竟会带来什么好处？公司购并的具体原因何在？

我们可以从以下几方面分析公司的购并动机。

(1) 经营协同效应

所谓经营协同效应，即 $1 + 1 > 2$ 的效应。购并后，公司的总体效益要大于两个独立公司效益的算术和。经营协同效应主要指购并给公司生产经营活动在效率方面带来的变化以及效率的提高所产生的效益。

公司购并对公司效率最明显的作用表现为规模经济效益的取得，公司规模经济由工厂规模经济和公司规模经济两个层次组成。

购并对工厂规模经济带来的好处是：1) 公司可以通过购并对工厂的资产进行补充和调整，达到最佳经济规模的要求，使工厂保持尽可能低的生产成本；2) 购并还能使公司在保持整体产品结构的情况下，在各个工厂中实现产品的单一化生产，避免由于产品品种转换而带来生产时间的浪费，集中在一个工厂中大量进行单一品种生产，从而达到专业化生产的要求；3) 在某些场合中，购并又能够解决由于专业化带来的一系列问题，现代化大生产由于科学技术的发展，在很多生产领域中要求实行连续化生产，各生产流程之间的密切配合有

着极其重要的意义。公司通过购并，特别是纵向兼并，可有效解决由于专业化引起的各生产流程的分离，将它们纳入同一工厂中，可以减少生产过程中的环节间隔，降低操作成本、运输成本，充分利用生产能力。

规模经济的另一个层次是公司规模经济，通过购并将许多工厂置于同一公司领导之下，可以带来一定程度的规模经济。这主要表现在：1) 节省管理费用。由于中、高层管理费用将在更多数量的产品中分摊，单位产品的管理费用可以大大减少。2) 多厂公司可对不同顾客或市场进行专门化生产的服务，更好地满足他们各自不同的需要，而这些不同的产品和服务可以利用同一销售渠道推销，达到节省销售费用的效果。3) 可以集中足够的经费用于研究、发展、设计和生产工艺改造方面，迅速推出新产品，采用新技术。4) 公司规模相对扩大，使得公司融资变得较为容易，它有充足的财务能力采用各种新发明、新设备、新技术，适应环境变化。

(2) 财务协同效应

财务协同效应主要是指购并给公司在财务方面带来的种种效益，这种效益的取得不是由于效率的提高而引起的，而是由于税法、会计处理惯例以及证券交易等内在规定的规定的作用而产生的一种纯金钱上的效益。主要表现在以下两个方面：

1) 通过购并实现合理避税的目的。税法对个人和公司的财务决策有着重大影响。由于税收上的种种区别，公司能够采取某些财务处理方法达到合理避税的目的。

例如，公司可利用税法中亏损递延条款来达到合理避税目的。所谓亏损递延指的是，如果某公司在一年中出现了亏损，该公司不但可以免付当年的所得税，它的亏损还可以向后递延，以抵消以后几年的盈余，公司根据抵消后的盈余交纳所得税。因此，如果公司在一年中严重亏损，或该公司连续几年不曾盈利，拥有相当数量的累积亏损时，这家公司往往会被考虑作为购并对象，或者

该公司考虑购并一家盈利公司，以充分利用它在纳税方面的优势。

2) 提高每股盈余，从而刺激股价。公司股价受很多因素影响，但主要取决于对公司未来现金流量的判断，这一流量只能依据公司过去的表现作出大致估计。因此，证券市场往往把市盈率(即价格——盈余比率)值作为一个对公司未来的估计指标，该指标综合反映了市场各方面的主观评价。

在外界环境相对稳定情况下，公司在短时间内市盈率值不会有太大变化，只有当公司的盈利率或盈利增长率有很大提高的情况下，市盈率值才会有所提高。当被购并公司的市盈率值低于购并公司的市盈率值，而每股盈余高于购并方的每股盈余时，说明市场由于种种原因对被兼并公司的评价偏低。购并后，兼并方分摊了被购并方的每股盈余，使购并后的每股盈余有可能上升，在用购并方的市盈率值代表购并后公司的市盈率值时，会造成公司股价剧烈上升。

公司购并往往伴随着强烈的股价波动，因此造成了极好的投机机会。所谓“内幕交易”就是掌握了购并内幕信息的公司或个人，预先购入购并方或被购并方的股票，待购并完成后，按上涨的价格将股票抛出，从而获巨利。这种行为是利用事先的信息从事的经营活动，因而是违法的、不允许的。但在股市上，这种对投机利益的追求反过来又极大地刺激了公司购并。

(3) 公司发展动机

在竞争性经济中，公司只有不断发展才能保持和增强它在市场中的相对地位，才能够生存下去。因此，公司有很强的发展欲望，但同时又不能盲目扩张，要注意保持一定的发展速度。在这种情况下，公司可运用两种基本方式进行发展：一是通过内部投资新建方式扩大生产能力；二是通过购并获得行业内原有的生产能力。比较而言，购并往往效率更高，原因在于：

1) 购并有效地降低了进入新行业的壁垒。行业壁垒包括：公司在进入一个新领域时，面临着现有公司的激烈反应，若以小规模方式进入，又面临着成本劣势；产品差异使用户从一种产品转向购买新进入者的产品时，必须支付高额

转置成本，使新公司难以占领市场；资金上的限制，某些资本密集型行业要求巨额投资，公司进入新领域时，存在较大风险，使公司在筹资方面有一定困难；由于原有公司与销售渠道之间长期密切的关系，公司要进入新市场时必须打破原有公司对销售渠道的控制，才能获得有效可靠的销售渠道；新公司还可能面临其他一系列不利因素，如原有公司拥有专门的生产技术、取得原料的有利途径、有利的地理位置、政府的优惠政策等。

当公司试图进入新领域时，它可以通过在新行业中投资新建的方式，也可以通过购并方式实现。在运用投资新建方法时，必须充分考虑到全部进入壁垒，还必须考虑到由于新增生产能力对行业的供求平衡的影响。如果新增生产能力很大，行业内部可能会出现生产能力过剩，从而引发价格战。在运用购并方法时，进入壁垒可以大幅度降低。由于购并并未给行业增添新的生产能力，短期内行业内部的竞争结构保持不变，所以引起价格战或报复的可能性大大减小了。

2) 购并大幅度降低了企业发展的风险和成本。投资新建不仅仅涉及到增加新的生产能力，公司还要花大量时间、财力获取稳定的原料来源，寻找合适的销售渠道，开拓和争夺市场。因此，这种方法涉及更多的不确定性，相应风险也较高，资本市场所要求的风险成本较高。在购并情况下，公司可以利用原有公司的原料来源、销售渠道和已占有的市场，可以大幅度减少发展过程中的不确定性，降低风险和成本。

3) 购并充分利用了经验——成本曲线效应。在很多行业中，当公司在生产经营中积累了一定的经验时，会出现单位成本不断下降的趋势。成本的下降主要是由于工人的作业方法和操作熟练程度的提高、专用设备和技术的应用、对市场分布和市场规律的逐步了解、生产过程作业成本和管理费用降低等原因。这种成本随经验下降的现象对一些劳动力素质要求较高的公司最有好处。由于经验固有的特点，新公司是无法靠简单复制来获得的，这就使拥有经验的公司具有了成本上的竞争优势。采用投资新建方法进入某一新领域，新公司由于不

具备经验优势，其成本往往高于原有公司，从而在竞争中处于不利地位。

公司通过购并发展时，不但获得原有公司的生产能力和各种资产，还获得原有公司的经验。

虽然购并是一种更有效率的发展方法，但它存在很大局限性。从社会角度看，购并没有增加生产能力，社会生产能力的增加只有靠内部投资才能实现。在很多时候，公司很难找到一个完全合适的购并对象。在某些行业中，由于技术和设备变化很快，经验——成本曲线效果不明显，尤其是当需要采用某种最新技术时，常常只能依靠内部投资实现。

（4）市场份额效应

市场份额指的是公司的产品在市场上所占份额，也就是公司对市场的控制能力。公司市场份额的不断扩大，可以使公司获得某种形式的垄断，这种垄断既能带来垄断利润又能保持一定的竞争优势，因此这方面的原因对购并活动有很强的吸引力。公司购并分为三种基本形式：横向购并、纵向购并和混合购并。

1) 横向购并。这是指两个或两个以上生产或销售相同、相似产品的公司间的购并。横向购并有两个明显的效果：实现规模经济和提高行业集中程度。横向购并对市场权力的影响主要是通过行业的集中进行，通过行业集中，公司市场权力得到扩大。

当行业内竞争者数量较多且处于势均力敌的情况下，行业内所有公司由于激烈的竞争，只能保持最低的利润水平。通过购并，使行业相对集中，行业由一家或几家控制时，能有效降低竞争的激烈程度，使行业内所有公司保持较高利润率。在购并的同时，还可实现规模经济的要求。

横向购并通过改善行业结构，使购并后的公司增强了对市场的控制力，并在很多情况下形成垄断，从而降低了整个社会的运行效率，因此，对横向购并的管制一直是各种反托拉斯法的重点。

2) 纵向购并。纵向购并是公司将关键性的投入——产出关系纳入公司控制

范围，以行政手段而不是市场手段处理一些业务，以提高公司对市场控制能力的一种方法。它主要是通过对原料和销售渠道以及用户的控制来实现这一目的。纵向购并使公司明显提高了同供应商和买主的讨价还价能力，公司主要通过迫使供应商降低价格，通过迫使买主接受较高的价格，来展开竞争。这种讨价还价的能力主要是由买卖双方的行业结构，以及它们之间的相对重要性决定的。公司通过纵向购并降低了供应商和买主的重要性，特别是当纵向购并与同行业集中趋势相结合时，能极大地提高公司讨价还价能力。

纵向购并往往导致连锁效应。即使纵向一体化不存在明显的经济效益，为防止被竞争对手所控制，当一家公司率先实行纵向购并时，其余公司出于防卫的目的，也必须考虑纵向一体化。

3) 混合购并。这是指既非竞争对手又非现实或潜在的客户或供应商的公司间的购并。混合购并对市场势力的影响，多数是以隐蔽的方式来实现的。例如，公司通过混合购并增强了公司的绝对规模，使公司拥有相对充足的财力，可与原市场或新市场的竞争者进行价格战，采用低于成本的定价方法迫使竞争者退出某一领域，从而达到独占或垄断某一领域的目的。

虽然以上三种形式的购并都可以增加公司对市场的控制能力，但比较而言，横向购并的效果最为明显，纵向购并次之，而混合购并则主要是间接的。公司市场势力的扩大有可能引起垄断，因此，各国反托拉斯法对出于垄断目的的购并活动都加以严格限制。问题是有时很难确切地说企业通过购并就是为了达到垄断，购并的各种后果往往是混合在一起的。

(5) 公司发展的战略动机

根据产品生命周期理论，每一个公司的产品都有一个开发、试制、成熟，衰退的过程。对于生产某一主导产品的公司，它一方面可以不断地开发新品种适应公司的产品生命周期；另一方面则可以制定较长远的发展战略，有意识地通过公司购并的方式进行产品的转移。

例如，以生产“万宝路”而著名的菲利普·莫里斯公司，从20世纪60年

代起就意识到香烟市场将会逐步萎缩，因此，有意识地将从香烟上获得的利润进行转移，兼并了一系列食品行业公司。菲利普·莫里斯公司的基本战略目标是在本世纪末将公司转变为一个拥有大量利润的有香烟分部的食品公司，而不是一个附带生产食品的烟草公司。在购并过程中，菲利普·莫里斯公司还注意实现经验共享和互补。1988年，它以130亿美元的巨资兼并了卡夫食品公司，利用卡夫食品公司的包装和食品保鲜专长，大幅度地降低销售费用，使菲利普·莫里斯公司成为仅次于雀巢公司的世界第二大包装食品公司。

（三）公司购并的形式

很多购并交易是在友好气氛中进行的。双方同意合并，双方高层一起协商购并的具体安排，如收购方式、收购价位、人事安排、资产处置等。若目标公司对收购条件不完全满意，双方还可以就此进一步讨价还价，最终达成双方都可以接受的购并协议，并经双方董事会批准，股东大会以特别决议的形式通过。由于购并当事双方均有合并意愿，而且彼此之间情况较为熟悉，故此类收购成功率较高。我们一般称此类收购为友好收购。

若目标公司拒绝协商，潜在的收购方可以直接向目标公司的股东提出收购要求。这种收购行为一般称为敌意收购。敌意收购常通过两种途径实现：公开收购要约和争夺股东的投票委托书。下面我们分别加以讨论。

（1）公开收购要约

公开收购要约，通常是指收购方公开地向目标公司全体股东发出要约，承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。当目标公司当前的管理层拒绝协商时，收购方常常会用这一形式。在有些情况下，目标公司的管理层可能会对提出的购并建议持中立态度，这时，也可采用公开收购来让股东自己决定是否接受收购方的要约。公开收购价格通常比目标公司的当前股价高出很多，有一个较大的溢价，而且公开收购常以现金支付。

与其他购并方法相比，公开收购要约有其优点：1) 现金公开收购是获取对

另一家公司控制权的最迅速的办法，无须协商条件或注册证券。在美国，买方确定了收购价和收购的其他条件后，需向证券交易委员会报送公开收购要约的有关文件。同时，还有一个最低等待期限，以便政府进行反托拉斯调查。不过，公司收购行为应遵循《威廉姆斯法案》，而且证券交易委员会的法规不允许进行突然袭击式的闪电战。《威廉姆斯法案》规定，不仅要披露旨在收购上市公司的公开收购活动，而且当收购的权益证券达到 5% 时，应在 10 天之内予以披露。

2) 公开收购要约的第二个优点在于，与其他收购策略相比，公开收购具有更大的灵活性。公司收购的股票可以只需使其能获得实际控制权即可。当一家上市公司的股份分布很分散时，只需收购流通股份的 20% ~ 40% 即可获得实际控制权。收购方还可设定收购要约的条件，例如可规定，如果出售的股份没有达到它所要求的最低限额，公司可以无须购买任何股票。一旦收购方买下了达到这一限额的股份，来自被收购方管理层的阻力通常都会减弱，有利于收购方进一步展开行动。3) 在公开市场上购买目标公司的股票之后，随之展开现金公开收购，可使潜在的收购方得到一个获利机会。现金公开收购要约实际上给目标公司的股价设定了一个下限，而且使金融界意识到目标公司正在上演好戏。如果出价更高的收购方出现，原来的收购方也可得到一些安慰，因为靠它已购买的那些股票至少还能赚一笔。

(2) 争夺股东的股票委托书

公开收购通常耗资巨大，因为出价者必须买下足够的股票才能获得控制权。有一种可供选择的方法是争夺股东的股票委托书。如果有人反对当前的管理层，他就可以展开股东投票委托书的争夺战。股东投票委托书使股东可以把该股票所代表的投票权委托给某一特定人。持反对意见的人收集到股东投票委托书后，就可以在下次股东年会上投票支持他所提出的董事名单。不过，争夺股东投票委托书也很昂贵，而且费时，成功的也很少。

股东似乎更喜欢拿到手的现金，尤其是比当前股价有很大的溢价时。股

东并不愿意只相信公司的财务前景在新管理层管理下会更好的承诺，因此，并不奇怪争夺控制权的斗争大多数采取现金公开收购而不是股东投票委托书争夺的形式。

此外，还存在一种特殊的收购形式：杠杆收购。杠杆收购主要靠借款来融资。收购方只需准备少量资金，加上以目标公司的资产及营运现金流量为担保而借得的金额，即可购并任何规模的公司。可以看出，这种收购方式在操作原理上类似杠杆，故此得名。

杠杆收购中，收购公司用以收购的自有资金占收购总价金额的比例很低，通常在10%~15%之间，绝大部分资金都要靠借贷。而且贷款人只能向目标公司求偿，依靠目标公司的经营现金流量来偿还。因此，理想的杠杆收购对象应是经营风险较低的公司。

对于敌意收购，公司经理常常采取各种策略进行反击。我们当然希望，经理们这样做是为了为股东获得最大利益，而不是仅仅为了保住自己的工作。经理们在决定公司对收购的反应中起很大作用，这就带来了一个潜在的代理难题。为了减少因经理不愿出售公司而形成的代理难题，许多公司设立“金色降落伞”（golden parachute）。“金色降落伞”是指若经理由于收购而失去工作则可得到大额款项作为补偿，设立“金色降落伞”，是为了使股东和经理的利益能够一致。不过，如果“金色降落伞”过于慷慨，那又会使经理愿意在条件并不是最优厚的条件下出售公司。

对于公司经常采用的反收购策略，我们可以将之分为预防型策略和反应型策略。我们可各举几例加以说明。

1) 预防型策略

毒丸（poison pill）公司赋予股东一种特权，使股东能够在当潜在收购方购买的公司股票超过规定的某个百分比后，按市价的一半购入公司股票。如果公司董事会同意收购行为，则公司可以一个名义金额赎回这一特权。

雇员持股计划。公司把大批普通股（或有投票权的优先股）卖给公司发起的雇员持股计划，并在公开市场上购回相应数量的普通股。公司对雇员持股计划下的股票具有投票权，一直到这些股票分配给雇员为止，而这一般需要好几年的时间。

董事的交替选举制。公司的董事会分为三组，每年只有一组可进行重新选举。这样，敌意收购者不可能只通过一次投票委托书争夺就获得控制权。

双层资本结构。公司发行一种具有超级投票权的普通股（如每股有10份投票权），这种股票不能出售。想出售这种股票的股东只能用它来交换只有1份投票权的普通股票。这样，随着其他股东售出股票，管理层的投票权就不断加强。

2) 反应型策略

购买或出售资产。公司购买收购方不想要的资产，或购买会引发反托拉斯问题的资产，从而击退收购方。公司亦可将收购方所希望得到的皇冠资产卖掉。

诉讼。公司对收购方提起诉讼，指控其违反收购法、反托拉斯法、证券法或其他法规。

反向收购。公司可反向购买收购方的普通股。

股票回购或出售。公司用多余的现金或借钱进行大规模的股票回购方案，或者只向收购方回购股票。此外，公司还可选择向一个友好的第三方出售股票。

（四）购并的业务处理

关于购并的业务处理，我们主要讨论以下几方面：购并的定价、交易形式、法律考虑、税收考虑、会计处理以及价款支付方式等。

购并定价中最常用的一种方法是比较分析法。该方法是根据在以往类似交易中所支付的价格来确定一个合理价格。

购并定价的关键之处在于确定溢价的大小，即收购价到底应该比当前股价高多少？高出很多，收购成功的可能性很大，但成本过高；高出很少，成本可以降低下来，但又难以确保收购成功。每一个行业所要求的溢价各不相同，视行业前景而定；在同一行业内每个公司所要求的溢价也各不相同，视公司的财务、经营特点及其未来前景而定，而且溢价的高低还要受股市状况的影响。

比较分析法具体如何运用？首先，应收集一组类似购并活动的交易数据。类似购并指的是发生在相同行业、发生时间较近的购并，收集的案例与目标公司的特征越相似越好；然后，根据收集的数据计算出下列指标：

$$\text{支付的盈余倍数} = \frac{\text{每股收购价}}{\text{被收购方特殊事项前完全摊薄的每股盈余}}$$

$$\text{支付的现金流量倍数} = \frac{\text{每股收购价}}{\text{被收购方特殊事项前完全摊薄的每股现金流量}}$$

$$\text{支付的息前税前盈余(EBIT)倍数} = \frac{\text{每股收购总价} + \text{承担债务的市价}}{\text{被收购方特殊事项前息前税前盈余}}$$

$$\text{支付的息前税前折旧摊销前盈余(EBITDA)倍数} = \frac{\text{每股收购总价} + \text{承担债务的市价}}{\text{被收购方特殊事项前息前税前折旧摊销前盈余}}$$

$$\text{支付的账面价值倍数} = \frac{\text{每股收购价}}{\text{被收购方每股账面价值}}$$

$$\text{支付的溢价} = \frac{\text{每股收购价} - \text{被收购方在收购前的每股市价}}{\text{被收购方在收购前的股价}}$$

例如，通过计算，我们得出了这几个指标的分布区间。同时，我们还知道目标公司的盈余、现金流量、EBIT、EBITDA、账面价值和股价数据，那么，我们就可初步估计出一个合理的价格范围（表 26.1.1）。

表 26.1.1 比较分析法的指标及分布区间

倍数	倍数的变化区间	目标公司的数值 (万元)	所应支付的购买总价 (万元)
盈余	14~18	30	420~540
现金流量	9~14	40	360~560
EBIT	9~12	52	375~531
EBITDA	8~11	58	371~545
账面价值	2~3	195	390~585
支付的溢价	50%~66%	270	405~448

* 假设目标公司债务的市价为 93 万元，是减去债务的价值。

根据上表，我们可初步得出一个合理价位：收购总价应在 420 万元 ~ 448 万元之间。如果要更精确的答案，还可进一步进行分析。我们可计算出所收集的案例中各个被收购公司最近 5 年的净收入增长率、净利润增长率、现金流量增长率、EBIT 增长率和 EBITDA 增长率，列出最高值、最低值和平均值，然后与目标公司的数值进行比较，根据目标公司生产经营状况以及财务状况的好坏，进一步确定溢价的高低程度。

比较分析法简单易行，便于理解。但其困难之处在于需要找到一组恰当的比较对象。这就需要仔细地判断，以剔除不当的数据。

当一个公司收购另一公司时，会出现三类技术问题：交易的法律形式、税收状态和会计处理。这三类问题是相互关联的，下面分别加以说明。

(1) 交易形式

实现公司购并的三种基本交易形式为：兼并式合并、收购股票、收购资产。

在兼并形式下，收购方吸收了被收购方。收购方自动取得被收购方的全部资产，承担其全部债务，而被收购方不再是独立存在的公司，如果收购方希望被收购方作为一个单独的实体存在，则可以让被收购方成为收购方全资拥有的子公司。兼并式合并应遵从双方公司的章程。许多公司章程只要求股东简单多数通过即可批准兼并，而有的则要求 2/3 多数。

兼并式合并是达成免税交易的最灵活的方式，而且它一般比其余两种方式要容易，成本也较低。

收购股票指收购方购买被收购方的股票，取得被收购方的资产和负债，但此时无须召开股东大会。收购方可绕过被收购公司的管理层，直接向其股东发出公开收购要约。被收购方的股东自由决定是否接受要约。

收购资产是指收购方只购买出售方公司的资产。卖方的债务，除了特别规定由买方承担的，仍由卖方承担。这对买方的好处在于：当交易完成后，发现还隐藏着对买方不利的债务的可能性大大减小。而且，通常不要求买方公司的股东批准该交易，多数公司章程只要求 50% 股东同意即可出售资产。这种形式的缺点在于很难实现免税交易，而且逐项移交单个资产的所有权较为费时；卖方公司股东在收到现金后，还需交纳所得税。

在购并交易时，必须要遵守反托拉斯法。此外，还需注意其他的法律问题。例如，对公开收购要约设有特殊法规。我国法律规定，发起人以外的任何法人直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到 30% 时，应自该事实发生之日起 45 个工作日内，向该公司所有股东发出收购要约，收购要约的有效期限不得少于 30 个工作日。这实际上规定了强制收购。我国法律还规定，收购要约期满，收购方持有的股票达到该公司股票总数的 90%，其余股东有权以同等

条件向收购方强制出售其股票。这一规定的目的在于保护少数权益股东的利益不受侵害。又如，收购方应仔细检查被收购方未偿债务的契约条款，以确定是否有一旦控制权改变就需立即偿还的债务。

（2）税收考虑

一家公司购买另一家公司时，这项交易有时要课税，有时则免税。在必须课税的购并案中，是假设目标公司的股东出售他们的股票，故这种已实现资本利得或损失应该纳税。在应课税的购并交易中，出售公司资产的评价必须重新评估，详情如下例所示。

免税购并案中则假设出售公司股东只是将旧股票交换等值新股票而已，没有资本利得或损失。所以在免税购并案中，资产不须重估价。

收购方对于在交易中取得的各项资产的纳税基础仍应与被收购方的原有数值保持一致。出售方的股东若收到的只有股票，则无须对在购并中取得的收益纳税，一直到将这些股票出售为止。在应税收购中，卖方股东被看做是出售了自己的股票。收购方如果愿意，可以将收购的资产的纳税基础提高到公平市价。卖方股东在计税时应立即计入收益或损失。

从卖方的观点看，免税交易的好处是可以推迟购并中实现的收益的纳税时间。收到收购方股票的卖方股东可仍享有对企业的股权，分享兼并后的收益。从买方角度看，最大的好处在于能利用被收购方现存的税收特性，如经营净亏损递延等。

[例题]

假设 15 年前，甲创立六和机械公司，当时购入价值计 \$ 80000 的厂房与设备。这些一直是该公司唯一的资产，且该公司没有其它债务。甲是该公司的独资业主，拥有所有的股份。该公司在报税时一直采用直线法提列资产的折旧费，分十年摊销，无残值，每年折旧费用都是 \$ 8000 (\$ 80000/10)。该机器如今已无会计账面价值 (即在账上已完全折旧)。然而，由于通货膨胀，该机器的公平市价是 \$ 200000。因此力行钢铁公司愿意出价 \$ 200000 换取该公司所有流通在

外的股份。

1) 免税交易(Tax-Free Transaction)

若甲取得力行公司市价 \$ 200000 的股份，则国税局将认定此交易为免税交易。因此，甲将不须就这些股票产生利得缴纳税款。此外，力行公司将可采用与六和公司一样的折旧扣除额。但由于该资产已提完折旧，故力行公司将不能获得任何折旧扣除额。

2) 应税交易(Taxable Transaction) 假如力行公司系以现金 \$ 200000 支付六和公司，该交易即为应税交易，以下为税负的各种型态：

在合并当年度，甲必须就合并价 \$ 200000 与原始投入资本 \$ 80000 间的差额缴纳所得税，因此，甲的课税所得为 \$ 120000 (\$ 200000 - \$ 80000)。

力行公司可选择重估机器价值。在本例中，力行公司提列折旧可以采用的原始课税基础是 \$ 200000。假如力行按 10 年摊提，每年折旧费用是 \$ 20000 (\$ 200000 / 10)。

假如力行公司选择重估机器价值，力行必须立即将 \$ 200000 增值视作课税所得处理。

假若力行公司决定不重估机器价值，折旧金额将不增加，因此，折旧仍将为零。此外，由于没重估账面价值，故该公司不须认列任何额外的课税所得。

由于折旧的课税利益是随时间经过慢慢的产生，课税所得则是要立即认列，所以应税交易里的购并者常选择不重估机器价值。

由于在免税交易中，不得重估账面值，而在应税交易中通常亦不会选用，故两者唯一真正的税负差异只有在于出价公司股东的税负。由于在免税交易中，卖方股东可以递延所得税费用，但在应税交易中则须立即缴纳所得税，因此免税交易是较有利的。此二种交易型态的税负释例见表 26.1.2。

表 26.1.2 力行公司购并六和公司的增额税负效果

买方或卖方	应税购并案	免税购并案
甲公司	当期有课税所得 \$120000 (\$200000-\$80000)	甲出售力行钢铁股 份后才须缴纳资本利得 税, 此外亦无法多提列 折旧费用
力行钢铁 公司	力行公司可能选择重估资产 1. 六和机器公司资产价值将 增值为 \$200000 (耐用年限 10 年) 每年折旧费用为 \$20000。 2. 因资产重估, 当期产生课税 所得 \$200000。力行公司也可 以选择不重费用, 当期也不用 多缴税, 一般来说购并者都选 择不重估资产。	

力行公司以 \$200000 取得六和公司, 此乃其设备的市价, 该设备账面价值为 0。甲在 15 年前投资 \$80000 开设六和公司。

免税购并的税负结果比应投资税购并的有利, 因为出价公司在免税购并案中当期不须缴纳任何的所得税。

(3) 购并的会计处理

本书先前曾提及公司都会有两种不同的账簿: 一是给股东的账簿, 一是税账。前一节在介绍购并交易对税账的影响。接下来我们要探讨股东的账簿处理。当一家公司取得另一家公司时, 出价公司必须决定在股东账上, 这项交易是要以购买 (purchase) 法或是权益结合 (pooling of interests) 法处理入账。

1) 购买法

采用购买法报导购并交易时，出价公司须将被合并公司的资产按公平市价入账，此项规定系欲让被合并公司的资产在出价公司账上有个新的成本基础。

采用购买法时，要用到“商誉”这个新的会计名词：商誉（goodwill）系指购买价格与所取得资产公平市价总额之间的差额。

[例题]

假设A公司取得B公司，并因此产生一家新的AB公司。购并当日两家公司的资产负债表如表26.1.3所示。在购并日，B公司账面价值是1000万元，分别是建筑物800万元与现金200万元。然而，某鉴价人员指出该建筑物的公平市价为1400万元，加200万元现金，会计市价为1600万元。此乃该公司个别清算资产得到的价值。然而，通常整家公司出售的价值会比资产个别出售的价值高。A公司共付出现金1900万元给B公司，差额300万元（1900万元-1600万元）是为商誉，此为该公司继续营运所增加的价值。A公司以发行新的债券筹措该购并案所需的1900万元。见表26.1.4购买法下合并后的资产负债表。

AB公司的总资产增至1900万元，B公司建筑物在新公司的资产负债表上是按现时市价列示。亦即被合并公司资产的市价变成新公司账面价值的一部分。然而，出价公司（A公司）的资产依旧维持原来的账面价值，它们不会随新公司的成立而重估。

购买价格超过个别资产总市价300万元，此项金额在账上列为商誉。商誉在股东账上以一定期间摊销；然而，该项摊销费用不得作为课税减除额。

2) 权益结合法 (Pooling of Interests)

采用权益结合法时，新公司的资产系按出价公司与被合并公司原账面价值入账。以上一例为例，假定A公司为取得B公司而发行市价1900万元的普通股，其结果如表26.1.4所示。

新公司由先前两家各自独立的公司的股东共同拥有。总资产与总权益并未因购并案而有改变，也没有产生商誉。此外，取得B公司所需的1900万元并未

出现在表 26.1.4。

采权益结合法时，合并后公司账上资产的价值，应等于两家公司合并前个别账上的总和。

表 26.1.3 购并交易的会计处理：购买法(单位：百万元)

A 公司				B 公司			
现金	\$ 4	权益	\$20	现金	\$ 2	权益	\$ 10
土地	16			土地	0		
建筑物	<u>0</u>			建筑物	<u>8</u>		
合计	<u>\$20</u>		<u>\$20</u>	合计	<u>\$ 10</u>		<u>\$ 10</u>
A B 公司							
现金	\$ 6	负债	\$ 19				
土地	16	权益	20				
建筑物	14						
商誉	<u>3</u>						
合计	<u>\$ 39</u>		<u>\$ 39</u>				

采用购买法时，被合并公司(B 公司) 资产系按其公平市价列于合并公司账上。

3) 比较购买法与权益结合法

出价公司发行股票换取被合并公司 90% 以上流通在外股票时，要采用购买法：购买法则是在以其他方式合并时采用。虽然交易的可能方式很多，但最常见的是出价公司以现金或公司债，取得被合并公司的资产或股票。

表 26.1.4 购并交易的会计处理：权益结合法(单位：百万元)

A 公司				B 公司			
现金	\$ 4	权益	\$ 20	现金	\$2	权益	\$ 10
土地	16			土地	0		
建筑物	0			建筑物	8		
合计	\$ 20		\$ 20	合计	\$ 10		\$ 10
A B 公司							
现金	\$ 6		\$ 30				
土地	16						
建筑物	8						
合计	\$ 30		\$ 30				

前面曾提及，在购买法之下，商誉在股东账上会在一定期间内摊销掉。因此，如同折旧费用，该摊销费用亦会降低股东账的净利。此外采用购买法时被合并公司的资产要重估，因此合并后公司之折旧费用会比权益结合法下的高。受到商誉与资产重估摊提费用的影响，购买法下报导出之净利会比权益结合法的低。

上一段在探讨购并案对股东账的影响，而非税账。由于购并会计处理方法本身不会影响课税减除额，所以也不会影响现金流量。因此，不管是采用权益结合法或购买法，这两种购并处理方式得出的净现值应会相同。

在讨论了上面几个问题后，我们来看一看购并的支付方式。收购方通常用现金、股票、债务或前三种的某种组合形式来支付收购款，要实现免税交易，要求收购方支付的价款中至少有 50% 是股票形式。对美国 1975-1994 年的购并进行分析发现，有 42% 的购并用现金支付，31% 用股票支付，1% 用债务支付，

其余的 26% 是用股票、现金、债务的某种组合形式支付。

当股价上涨时，普通股就成为很受欢迎的支付方式。当收购方觉得自己的股价低迷时，则不乐意用股票支付。不过，若被收购方为上市公司，其股东往往乐于收到现金，尤其是当收购宣布后，风险套利者们大批量买进被收购方的股票，以期从中渔利。

当收购方认为自己的股票有吸引力时，常决定用股票支付，因为它们觉得用股票支付比用现金支付更便宜。但是否真的便宜还要看交易是如何构造的以及交易宣布后股价如何波动。在股权换股权的收购中，通常确定一个交换比率，即被收购方的每股股票能换收购方的多少股股票。如果收购方的股价上升了，那么收购成本也增加了；若收购方股价下降，则相反。

（五）购并后公司的价值评估

列举出购并可能产生的合并利益来源之后，接着要去了解评价这些购并利益来源方法。兹以两家公司为例。中立公司是一家产销肥皂与化妆品的公司。该公司向来以能吸引、开发与留住人才著称。过去两年里，该公司已陆续成功推出几种主要的产品，其目的是想将其各项产品打入免处方药品市场。星华公司是家知名的感冒药制造商；该公司创始人的曾孙甲去年成为该公司的董事长。只可惜，甲对感冒药一窍不通，使该公司面临严重的财务问题。尤其近几年来，税前现金流量下降约 15%，该公司股价也跌到空前低价。

因此，中立公司的财务经理认为星华公司是家不错购并对象。他认为合并后公司的现金流量会远比两家公司各自经营时还大。购并交易产生的现金流量与现值如表 26.1.5 所示。增额的现金流量来源有三：

1) 税负利益：假如中立公司取得星华公司，中立公司可将某些损失后抵而减少所得税负债。所得税利得产生的额外现金流量应以负债资金成本折现，因为该项金额几乎可以完全确定。中立公司的财务经理估计，合并后每年的所得税费用都可减少 100 万元。至于相关的折现率为 5%，因此所得税减少金额的现

值为 2000 万元。

表 26.1.5 中立公司购并星华公司

	每年净现金流量 (永续)	折现率	现值
中立公司	\$1000 万	0.10	\$10000 万
星华公司	450 万	0.15	3000 万
购并利益:	550 万	0.122	4500 万
策略性利益	300 万	0.20	1500 万
税负利益	100 万	0.05	2000 万
营运效率	150 万	0.15	1000 万
中立 - 星华公司	2000 万	0.114	17500 万

星华公司流通在外普通股市价为 3000 万元，有 100 万股流通在外。

2) 营运效率：中立公司的财务经理发现，他们还可以利用星华公司部分闲置的产能，因为有时即使该公司以全部产能生产，却仍有大量订单无法订到货。星华公司的设备只须略加重新装备，则可生产中立公司的产品肥皂。因此，在不增加合并公司的产能与成本情况下，可以生产更多的肥皂与感冒药，此等营运效率提升结果将每年可为该公司增加 150 万元的税后现金流量。若采星华公司的折现率且假设此为永久利得时，该项闲置产能之现值为 1000 万元。

3) 策略性利益：中立公司的财务经理发现，取得星华公司将为公司带来策略上的优势。且该公司相信，假如未来治背痛软膏市场开发成功之后，将星华公司的治背痛专用软膏加入其目前的产品组合后，该公司成功推出新的护肤化妆品的机会会大增。其管理者当局估计新护肤化妆品创造 600 万元税后现金流量的可能性是 50%。不过这项可能性须视一些不易数化的因素而定。由于情

况并不明确，故管理当局决定采用比较高的折现率。中立公司选用20%的折现率，并估计出该策略运用优势的现值为1500万元（ $0.5 \times \$6000000 / 0.2$ ）。

中立一星华公司的例子是很简单明确，但假定增额现金流量为已知数的确不好。实务上，分析师必须估计现金流量且决定适当的折现率。评估一个潜在购并交易的利益，比评估一般的资本预算方案的价值还困难，且常常会判断错误。下面我们提出几点一般性原则：

1) 不要忽略市场价值：许多情况下，以折现后现金流量估计价值是很困难的事。也因此，评价专家应该要知道条件相当的其他机会的市价。在效率市场里，价格应能反映出价值。由于星华公司的市价是3000万元，故我们可据此估计该公司目前的价值。

2) 只估计增显现金流量：只有购并后产生的增额现金流量才能增加出价公司的价值，因此估计因购并产生的现金流量，是一件很重要的工作。

3) 采用正确的折现率：折现率必须是针对购并产生的增额现金流量设定的必要报酬率，它必须反映出资金用途的风险，而非资金来源的风险。故若中立公司以自己的资金成本评估星华公司的现金流量就错了。

4) 如果星华公司与中立公司合并，会发生交易成本：这些成本包括给投资银行的费用、法律费用及有关揭露的规定。

（六）购并案的净现值

公司在进行购并交易时常作净现值分析。当购并交易中只涉及现金交易时，该项分析是较简单明确。若以股票交易，该项分析会变得复杂许多。

（1）现金

假设A公司与B公司个别经营时的价值分别为\$500与\$100，两公司均未向外借款。当A公司购并B公司时，合并公司AB的总价值会成为\$700，因有合并效果\$100；且B公司董事会指出，若A公司出价现金\$150即同意出让。

A公司是否该购并B公司呢？假定A公司完全以自己保留盈余中的资金供

给购并所需现金，购并后价值是

$$\begin{aligned} \text{购并后 A 公司价值} &= \text{合并公司价值} - \text{付出的现金金额} \\ &= \$700 - \$150 \\ &= \$550 \end{aligned}$$

购并前 A 公司值 \$500，因此 A 公司股东的净现值为：

$$\$50 = \$550 - \$500 \quad (26.1.1)$$

假定 A 公司共发行 25 股股票，购并前每股价值是 \$20 (\$500/25)，购并后为 \$22 (\$550/25)，计算结果见表 26.1.6 第一与第三栏。由于股价会上扬，故我们的结论是 A 公司应该进行购并。

表 26.1.6 购并成本：现金与普通股

	购并前		购并后:A 公司		
	(1) A 公司	(2) B 公司	(3) 现金 *	(4) 普通股 交换比率 ** (0.75:1)	(5) 普通股 交换比率 ** (0.6819 :1)
市值 (V_A, V_B)	\$500	\$100	\$550	\$700	\$700
股数	25	10	25	32.5	31.819
每股股价	\$20	\$10	\$22	\$21.54	\$22

* 购并后 A 公司价值：采用现金

$$V_A = V_{AB} - \text{现金} \quad \$550 = \$700 - \$150$$

** 购并后，A 公司价值：采用普通股

$$V_A = V_{AB} \quad \$700 = \$700$$

之前我们介绍过合并效果与购并溢价。因此，我们也可以评估购并案对出

价公司而言的净现值是：

购并案对出价公司而言的净现值 = 合并效果 - 购并溢价

由于合并公司的价值是 \$ 700，而合并前 A、B 公司的价值分别为 \$ 500 与 \$ 100，故我们知道有 \$ 100 (\$ 700 - (\$ 500 + \$ 100)) 的合并效果，而购并溢价是 \$ 50 (\$ 150 - \$ 100)。因此，对 A 公司而言其净现值是：

购并案对 A 公司的净现值 = \$ 100 - \$ 50 = \$ 50

于是我们可以得到一项警讯。本书一直认为公司的市价乃其真实价值的最佳估计值。然而，在讨论购并时，则必须调整我们的分析。假如 A 公司未合并前真实的价值为 \$ 500，在购并交易协商开始之后，A 公司的实际价值可能实际在 \$ 500 以上，这是因为市价会反映出购并将发生的可能性。例如，购并交易发生的机率为 60%，A 公司的市价将是：

$$\begin{aligned} & \text{A 公司购} \quad \text{购并} \quad + \quad \text{A 公司未购} \quad \text{未发生购并} \\ & \quad \quad \times \quad \quad \quad + \quad \quad \quad \times \quad \quad \quad \\ & \quad \quad \text{并后的市} \quad \text{价的机率} \quad \text{并前的市价} \quad \text{的机率} \\ & \$ 530 = \$ 550 \times 0.6 + \$ 500 \quad \times 0.4 \end{aligned}$$

假若一并考量 A 公司的市价，管理者就低估了等式 (26.1.1) 中购并案的净现值。因此，管理者在评估该公司未进行购并时的价值就会有困难。

(2) 普通股

当然，A 公司可以不用现金而改用普通股取得 B 公司。只可惜，此时的分析工作就不是很简单。为分析这种情况，我们必须先知道 B 公司流通在外的股数是多少。假定 B 公司有 10 股流通在外，如表 26.1.6 第二栏所示。

假定 A 公司以 7.5 股自己公司的股票换取 B 公司的 10 股股票，故我们说其换股比例为 0.75 : 1。购并前，A 公司每股股价 \$ 20。由于 $7.5 \times \$ 20 = \$ 150$ ，故该项交易好似以现金 150 元购买 B 公司。

上述说法不正确。真实的成本大于 \$ 150。请注意 A 公司合并后流通在外的股数是 32.5 股 (25 + 7.5)。B 公司股东持有合并公司 23% (7.5 / 32.5) 的

股份。因为这些股东所收到A公司的股票值 \$ 161(23% \times \\$ 700), 因此对A公司股东而言, 这项的合并交易的成本应是 \$ 161, 而非 \$ 150。

这项结果见表 26. 1. 6 第四栏。在以股票换股票之后, A 公司每股价值只剩 \$ 21. 54(\\$ 700/32. 5)。前面我们知道以现金换股票合并交易完成后, A 公司每股股票的价值为 \$ 22。该项差异代表 A 公司以股票换股票的交易成本比较高。

上述结果不是很显而易见, 系因 A 公司以 7. 5 股换取 B 公司 10 股的比率, 是根据合并前两公司的股价计算出来的。然而, 由于 A 公司股价在合并之后上涨, 故 B 公司股东收到 A 公司的价值自然超过 \$ 150。

至于交换比率要设定在多少, 才能使 B 公司股东拿到的 A 公司股票只值 \$ 150 呢? 兹设定 α 为 B 公司股东持有合并公司股数之比例, 因合并公司之价值为 \$ 700, 故合并后 B 公司股东持有股票的价值为:

$$\begin{aligned} & \text{合并后 B 公司股东持有股票的价值} \\ & \alpha \times \$ 700 \end{aligned}$$

令 $\alpha \times \$ 700 = \$ 150$, 可得出 $\alpha = 21. 43\%$; 换言之, B 公司股东若于合并后取得合并公司 21. 43% 的股份, 其价值便等于 \$ 150。

现在我们要计算发给 B 公司股东的股数。B 公司股东持有合并公司股份的比例 α 表示如下:

$$\begin{aligned} \text{得} \\ & \alpha = \frac{\text{新发行股数}}{\text{原有股数} + \text{新发行股数}} = \frac{\text{新发行股数}}{25 + \text{新发行股数}} \end{aligned}$$

把 α 值代入等式:

$$0. 2143 = \frac{\text{新发行股数}}{25 + \text{新发行股数}}$$

解出未知数 α : 得知

合并后流通在外总股数为 31.819 股 (25 + 6.819)。因 A 公司系以 6.819 股换 B 公司的 10 股，故交换比率为 0.6819 : 1。

0.6819 : 1 交换比率得出之结果见表 26.1.6 第五栏。普通股每股股价为 \$ 22，正好等于现金换股票交易时的股价。因此，若 B 公司董事会同意以 \$ 150 出让该公司，则公平的交换比率不是前面所述的 0.75 : 1，而是 0.6819 : 1。

(3) 现金与普通股

在合并交易当中要采用现金或股票交换是一项非常重要的决定。这项决定会受以下的因素的影响：

1) 价值高低：假如出价公司的股价被高估，以股票交换的成本将比以现金方式的低。

2) 所得税：现金购并交易往往须缴税，采股票交换方式则常是免税。

3) 利得的分享：采现金方式时，出售公司股东将收到的价格是固定的。如果是个很成功的购并交易的话，他们将不会获得任何额外的利得。当然，如果合并不成功时，他人不会去分摊这项损失，这种情况下，出价公司股东的境遇会比在以股票交换方式下更差。

(七) 购并的一些迹象

购并交易最具争议的一项问题系指其是否能使股东受惠。

很多项研究都曾企图估计合并接管行动对目标公司与出价公司股价的影响。这些研究称之为“事件研究”，因为其目的系为预估出价日以及其前后股价的异常变动这件事。异常报酬通常定义为实际股票报酬，与市场指数或数量相当的股票之报酬间的差额，同时还要考虑整个市场对个别股票报酬率的影响。

(1) 短期

我们浏览杰森 (Jensen) 与罗贝克 (Ruback) 提出的短期证据。表 26.1.7 与 26.1.8 中乃许许多多研究合并与出价宣告日到完成日之间，这项消息对股价

影响力之研究结果的汇总表。表26.1.7中的是成功接手后，目标公司股东获得很大的异常报酬的资料。当接手系按合并方式完成时，该利得为20%，而采出价方式接手时，该利得为30%。

出价公司股东的获得就没有那么多。根据表26.1.7的研究结果汇总显示，出价公司在出价方式下只能获得4%异常报酬，若采合并方式则没有任何异常报酬。由于这两项数字都十分小，故我们认为它对出价者不会产生任何影响。表26.1.8指出接管工作不顺利的话，不论采用合并或出价的方式，交易的双方股东的报酬都会是负数。然而，我们可以从表26.1.7与26.1.8中得出怎样的结论呢？

1) 所有事件研究的结果指出，目标公司的股东会因接管成功而获得相当大的利得；又出价方式下的利得会比合并方式的大。此反映出一项事实，即有时接管行动系始于出价公司向目标公司主管提出一项善意的购并方案。一旦主管拒绝，出价公司可能直接采用恶意的出价方式向股东出价。目标公司主管可能强烈反对，并采取防御性策略抵制出价行动。此举常常导致出价公司提高出价。因此，平均而言，善意购并方式的溢价比恶意出价的要低。

接管方式	目标公司	出价公司
出价	30%	4%
合并	20%	0
收购委托书	8%	n. a

n. a= 不适用

2) 相对而言，出价公司股东从接管行动中只能获得较少许的报酬。平均而言，采出价方式时其报酬只有4%，采合并方式时则根本没有任何报酬。事

实上，艾克思(Asquith)的研究指出，在成功的购并交易中，出价公司股东在宣布合并消息之后，却蒙受相当的异常损失。这些发现令人不解。

表 26.1.8 接管不完全成功时股价的异常变动

接管方式	目标公司	出价公司
出价	-3%	-1%
合并	-3%	-5%
收购委托书	8%	n. a

n. a= 不适用

a. 有种可能的解释是实际的盘购利得不如预期，因此使股东蒙受损失。出价公司的管理者多会自视甚高而高估购并利得。

b. 出价公司的规模通常比目标公司大的多。因此，出价公司获得的利得可能约等于目标公司获得的金额，只是对出价公司而言其报酬比率就会低很多。

c. 管理者企图购并另一家公司时，也许不是以股东之利益为出发点。也纵使购并交易会降低公司的价值，管理者仍会企图扩大公司的规模。

d. 有几项研究指出，出价公司的报酬不容易衡量。马拉蒂塔(Malatesta)许波(Schipper)与汤普森(Thompson)指出，出价公司股东的利得，有一些是合并计划开始时产生的。因为购并计划开始时的股价已经反映出未来购并交易的利益，故每一项购并交易对股价的额外影响力可能都很小。

3) 若衡量从出价日到合并案取消日，对目标公司股东而言，未成功之合并案的报酬是负的。因此，从购并失败消息出现后，计划一开始产生利得会消失殆尽。与未成功的购并交易对股东而言，两者的整体平均报酬大致是一样的。未成功的出价交易惟此事件很复杂。布雷迪(Bradley)，迪莎(Desai)与金姆(Kim)指出，未成功的出价接管行动对目标公司股东的影响端视未来是否还有接管行动。他们发现又有其他人出价时，目标公司股东会获得额外的利得，但如果没有人再出价，原先的利得就会全部消失。

(2) 长期

罗伦(Loughran)与维吉(Vijh)提出了一些合并后股票长期报酬的证据。表26.1.9乃他们针对将近1,000家出价公司,自1970年到1989年的研究结果。他们计算出这些公司股东,自合并完成至往后五年间的异常报酬平均值。如表26.1.9所示,出价公司股东的异常报酬是负数。前面我们提过,出价公司股东的短期异常报酬不太好。我们现在又发现,合并案完成五年之后,出价公司股东的报酬仍然不佳,其异常报酬平均值为-6.5%。

表26.1.9 1970年至1989年出价公司五年的异常股票报酬

恶意的现金出价公司	61.7%
支付现金的出价公司(善意与恶意)	18.5%
所有出价公司	-6.5%
以股票交换之出价公司	-24.2%

表26.1.9还显示,合并交易付款方式对长期报酬分配情况有重大影响。若出价公司系支付现金与被购并公司,其股东之异常报酬平均值为18.5%。然若系给予股票,其股东之异常报酬率平均值为-24.2%。由表26.1.9我们可得出下列结论。

1) 长期而言,出价公司股东的报酬都会在平均值以下。若与平均值之差很大的话,这项发现不禁令我们质疑效率市场假说,因为所有与合并有关的不利消息,都应反应在合并日前的股票报酬上。

2) 支付现金与以股票交换之合并交易并不相同。若以股票交换,最好把这项合并案看成是两个事件的组合:一是发行股票,再来是合并。前面介绍

过罗伦与瑞特(Ritter) 的看法, 他们表示发行新股票之后, 得出之长期异常报酬会是负值。股票交换完成之合并交易, 其长期报酬表现不佳, 或许是因发行新股票与合并交易同时发行产生的结果。

3) 出价者亦可区分为善意与恶意之现金出价者。恶意现金出价者之股价表现, 要比善意现金出价的好很多。可能的原因之一是, 恶意的现金出价者撤换绩效不彰管理阶层的可能性比较高。若果真如此, 撤换能力不佳管理人员的行为, 或许就有助于使长期股价表现比平均值高。

(八) 日本的购并集团

在日本, 公司很少利用大规模购并的方式扩大公司规模。在 20 世纪 80 年代末期, 几家日本公司购并了一些美国的大型公司。最著名的有新力公司于 1989 年 9 月购并哥伦比亚影片公司, 以及于 1987 年 11 月并购哥伦比亚广播公司(CBS)。新力公司以 3450 亿美元取得哥伦比亚影片公司, 这是日本购并美国公司中金额最大的一件。排名第二的是普利斯通(Bridgestone) 公司于 1988 年 3 月以 260 亿美元购并火石(fire stone) 轮胎与橡胶公司。

日本企业合并行动中最有趣的是相互持股与交易协定。这些网路称之为集团(Keiretsu), 其中包括大型银行, 制造业或贸易公司等在内的多家联属公司。三菱与密士苏集团便是一例。表 26.1.10 为该集团各公司之名单。

欲参与三菱或密士苏集团, 便须交叉相互持有高比例的股票, 且该集团内的公司都知道不能出售相互持有的股份。

没有人确实了解形成集团的主要优点为何。然而, 集团最重要的特征之一是制造业公司与金融机构间的关系。比如三菱汽车公司可能与三菱信托银行、明治人寿公司与东奇海险与火险公司有极密切的关系。在一个集团内制造业公司与金融机构的这种关系, 对整个集团而言是有利的, 因为一旦集团成员之一遭遇财务困迫, 债权人同意给予重整机会, 而降低财务危机之相关成本。假如三菱汽车遭逢财务危机, 因同属三菱集团, 三菱银行与三菱汽车间要达成贷款

协议就比较容易。

表 26. 1. 10

	<i>Mitsubishi</i>	<i>Mitsui</i>
Financial Services	Mitsubishi Bank Mitsubishi Trust & Banking Meiji Mutual Life Tokio Marine & Fire Mitsubishi Electric	Mitsui Taiyo Kobe Bank Mitsui Trust & Banking Mitsui Mutual Life Taisho Marine & Fire Toshiba
Computers, Electronics, and Electrical Equipment		
Cars	Mitsubishi Motors	Toyota Motor*
Trading and Retailing	Mitsubishi	Mitsui Mitsukoshi
Food and Beverage	Kirin Brewery	Nippon Flour Mills
Construction	Mitsubishi Construction	Mitsui Construction Sanki Engineering
Metals	Mitsubishi Steel Mfg. Mitsubishi Materials Mitsubishi Aluminum Mitsubishi Cable Industries	Japan Steel Works Mitsui Mining & Smelting
Real Estate	Mitsubishi Estate	Mitsui Real Estate Development
Oil and Coal	Mitsubishi Oil	
Rubber and Glass	Asahi Glass	
Chemicals	Mitsubishi Kasei Mitsubishi Petrochemical Mitsubishi Gas Chemical Mitsubishi Plastics Industries Mitsubishi Kasei Polytec	Mitsui Toatsu Chemicals Mitsui Petrochemical Industries
Fibers and Textiles	Mitsubishi Rayon	Tory Industries
Pulp and Paper	Mitsubishi Paper Mills	Oji Paper
Mining and Forestry		Mitsui Mining Hokkaido Colliery & Steamship
Industrial Equipment	Mitsubishi Heavy Industries Mitsubishi Kakoki	Mitsui Engineering & Shipbuilding
Cameras and Optics	Nikon	
Cement		Onoda Cement
Shipping and Transportation	Nippon Yusen Mitsubishi Warehouse & Transportation	Mitsui OSK Lines Mitsui Warehouse

二、财务危机

在市场经济中，我们必须记住：公司时刻面临着倒闭的可能性，即使非常大的公司也不能例外。公司会由于种种原因而处于困境，突出表现在公司陷入财务危机，即公司难以支付到期债务。这种支付困难往往不是由于资金周转不灵而带来的暂时性问题，而是很可能在相当长的时间内延续下去。

财务危机(financial distress)的确非常难以给予精确的定义。之所以如此，部分原因是因为在遭遇财务危机的公司中，引发此项危机的因素实在太多。以下就是部分原因：

股利减少

工厂关闭

亏损

裁员

总经理辞职

股票价格暴跌

财务危机系指公司的营运资金不足以支付到期之负债(例如交易折扣及利息费用)，致使该公司被迫采取一些更正措施的情况。财务危机可能导致一家公司无法依约付款，也可能需要在公司、债权人与权益投资人之间，进行财务结构重整工作。通常，在此种状况下，公司会被迫要采取一些资金充裕的情形下不会采取的行动。

欲定义财务危机，我们可将之与无力偿债(insolvency)结合而一并解释，无力偿债根据布莱克氏(Black ' s)法律辞典解释如下：

无法偿还债务；没有方法偿还债务。例如以一个女人(或男人)的资产与负债来说，即其资产无法完全偿还掉负债。

在这项定义中有两个关键，即存量(stock)和流量(flow)。由这两种角度出发思考无力偿债的情形，见图 26. 2. 1 所示。当一家公司的净值为负，资产的价值比负债的价值低时，会发生存量上的无力偿债。当营运资金不足以支付眼前到期的负债时，便产生流量上的无力偿还。流量上的无力偿债系指无力偿付一个人的债务。

在 20 世纪 90 年代早期，环球(TWA) 航空公司遭遇到财务困难。该公司于 1989、1990 及 1991 年连年发生亏损，且其市场占有率，陆续被联合航空、美国航空、达美航空取代。由于曾目睹东方和泛美航空公司倒闭，搭乘飞机的乘客当然不敢贸然购环球航空的机票。

1991 年夏天，该公司首席顾问柏克斯坦(Mark A. Buckstein) 和老板兼总经理的伊柯罕(Carl Icahn) 打赌 \$ 1000，说环球航空公司将于 1991 年 9 月之前被迫走上非自愿破产道路。伊柯罕却认为他有办法重整财务结构避免正式破产。最后，伊柯罕虽赢得了这场打赌，但是环球航空仍于 1992 年 1 月 31 日申请破产。据闻伊柯罕曾说过：破产重整或许能给该公司起死回生所需的时间。这种可能性对伊柯罕有利，因为财务危机通常不会让公司倒闭。环球航空在 1993 年进行重整，伊柯罕辞去总经理职务，并放弃股东所有的剩余请求权。然环球航空仍不见起色，于 1995 年 7 月 3 日再度申请破产。数月后，在五亿美元的负债转为股本后，终于挣脱破产的阴影而复出。

公司处理财务困难所采用的方法如下所示：

出售主要资产。 和其他公司合并。 减少资本支出和研发费用。
发行新股。 与银行及其他债权人协商。 以权益交换负债。 申请破产。

第 1、2、3 种方式与公司的资产有关，第 4、5、6、7 种方式则与公司资产负债表右边的科目有关，同时也是财务重整的例子。财务困难的结果可能是同时进行资产重组及财务重整(即改变资产负债表两边的内容)。

有些公司的确能在财务困难中，藉由资产重组而获利。我们知道，在 1986

表 26.2.1 美国史上最大的破产事件

公司名称	负债(百万美元)	破产日期
德州石油(含子公司)	21603	1987年4月
Executive Life Insurance	14577	1991年4月
Mutual Benefit Life	13500	1991年7月
Campeau (Allied & Federated)	9947	1990年1月
First Capital Holdings	9291	1991年5月
Baldwin United	9000	1983年9月
大陆航空公司	6200	1990年12月
Lomas Financial	6127	1989年9月
梅西百货公司	5300	1992年1月
哥伦比亚瓦斯公司	4998	1991年7月
LTV(includin LTV International NV)	4700	1986年7月
麦斯威尔通讯公司	4100	1991年8月
环球航空公司	3470	1992年1月
South Land	3380	1990年10月
Penn Central Transportation	3300	1970年6月
东方航空公司	3196	1989年3月
Drexel Burnham Lambert	3000	1990年2月
泛美全球航空公司	3000	1991年1月
Interco	2213	1990年5月
Laventhol & Horwath	2000	1990年11月
Wickes	2000	1982年4月
全球海运公司	1800	1986年1月
ITEL	1700	1981年1月
Public Service, New Hampshire	1700	1988年1月
大陆资讯公司	1669	1989年1月
Integrated Resources	1600	1990年2月
Revco	1500	1988年7月

年，固特异轮胎公司进行杠杆再资本化后，改变了这家公司的行为，且迫使这

家公司处分不相干的业务。固特异轮胎公司的现金流量不足以支付到期的款项，而被迫出售该公司一些非核心事业体。对于一些公司而言，财务困难可能会带来全新的组织型态和经营策略。然而，本章着重于财务重整。

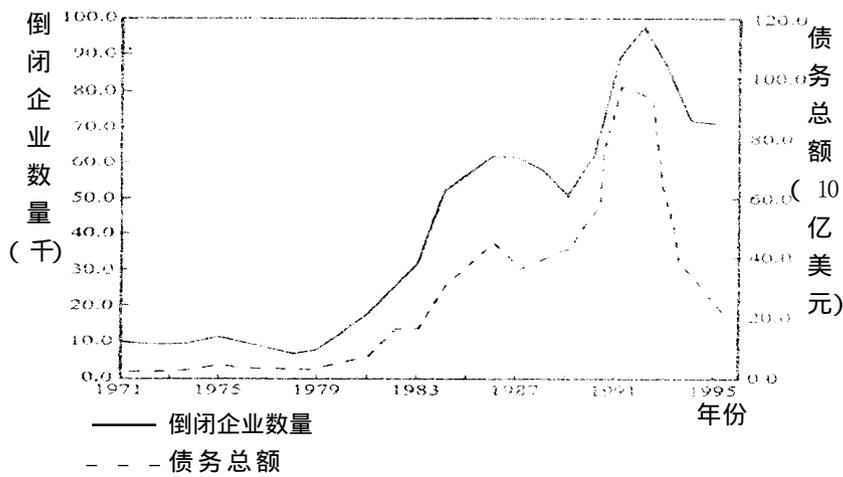


图 26.2.1 1971-1995 倒闭企业数量及破产公司债务总额

A. 存量上的无力偿债情形

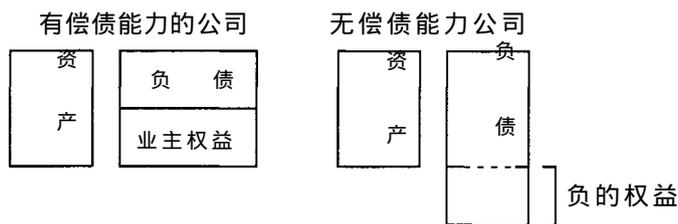
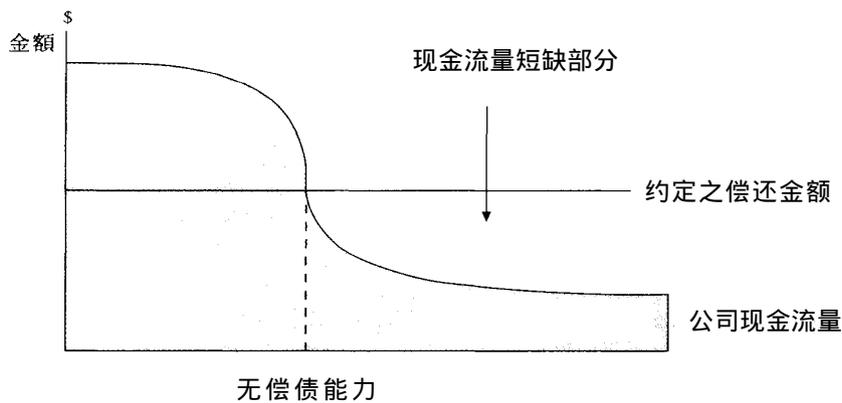


图 26.2.2 无偿债能力

(续表 26.2.2)

B. 流量基础的无力偿债



存量上的无力偿债系指公司资产之价值小于负债之价值的情形，这表示股东权益为负值。流量上的无力偿债系指公司现金流量不足以支付约定之应付款项的情形。

在私下和根据美国破产法等十一章进行的破产重整过程中，都可进行财务重整。图26.2.3，以图示说明一家大型公司如何度过财务困境。大约有一半的财务结构重整案是藉由私下和解方式完成的。和环球航空公司同样申请按前面办理破产的大部份大型公开发行人公司(83%)，都能在重整组织后继续营运。

财务困难可视为是一家公司“预警”系统。债务较多的公司会较债务少的公司提早发生财务困难的问题。然而，较早发生财务困难的公司会有较多的时间进行私下和解及组织重整。财务杠杆低的公司虽然会较晚发生财务困难的问题，便由众多的例子当中得知，这些公司往往会被迫清算解散。

(一) 财务危机的原因

前面我们已经指出了引发财务危机的部分原因，现在我们进一步予以介

绍。

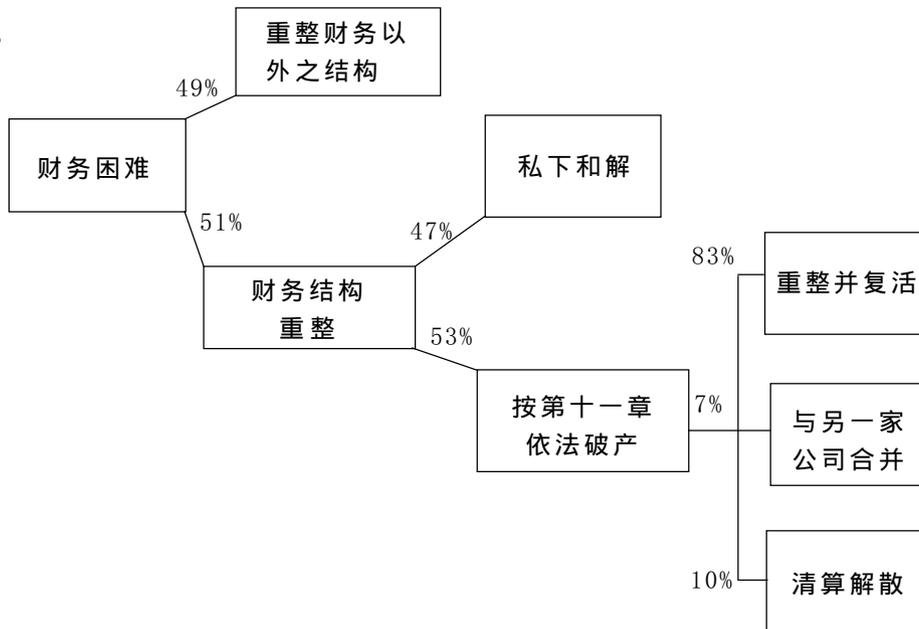


图 26.2.3 财务困难过程所可能发生的情况

财务危机是由公司经营状况的恶化造成的，存在很多原因。糟糕的管理，不明智的扩张、激烈的竞争、过高的负债、大量的官司和不利的合约只不过是可能原因中的几例。

管理上的无能是造成公司财务危机的主要原因。表 26.2.2 报告了邓·布拉德两次调查的结果。在 1980 年的调查中，缺乏管理经验、靠不可靠的经验、彻底的管理无能是倒闭企业中 94% 企业的倒闭原因。1992-1993 的调查使用了一组不同的分类方法。不过，对大多数被归咎于“行业疲软”、“利润不足”或“财务原因”的倒闭企业，管理无能可能应负主要责任，而这三项原因占到了 79%。

表 26.2.2 企业倒闭原因

1980 年			1992 - 1993 年		
原因	占倒闭企业的百分比 (%)	累积百分比 (%)	原因	占倒闭企业的百分比 (%)	累积百分比 (%)
缺乏管理经验或 管理经验有误	50	50	经济因素		
管理无能	44	94	行业疲软	21	21
疏忽	1	95	利润不足	11	32
欺诈	1	99	销售额不足	2	34
其他	1	100	无竞争力	1	35
			其他	1	36
			经验原因	1	37
			财务原因	1	37
			债务负担过重	4	41
			营业成本高	40	81
			资本不足	3	84
			疏忽	4	88
			灾难	6	94
			战略	1	95
			欺诈	4	99
			其他	1	100

资料来源: Business Failure Record (New York: Dun & Bradstreet, 1990 and 1992/1993).

(1) 外部因素

公司之外的因素也会起作用。例如,美国航运业的激烈竞争使任何航空公司都难以赚钱,不论其管理质量如何。1990-1992年银行信贷额减少也使情况复杂化。不过,管理上对产品市场和金融市场上条件的变化如何作出迅速、有效的反应,在很大程度上决定了哪些公司会生存下去,哪些公司会垮掉。

(2) 公司的年龄

年轻的公司比老公司更有可能倒闭。年轻的公司经验较少。与同行业的老公司相比,它们的规模会较小,资本化程度也不够。表26.2.3是根据公司在提出破产申请时的年龄对倒闭企业所做的细分。在1980年和1990年倒闭的企业

中大约有半数成立时间不超过 5 年。在 1993 年这一比例是 40%。企业在开业后两三年倒闭的可能性是增大的，过了这几年会下降。

表 26.2.3 倒闭企业的年龄
全部倒闭企业的组成比例

年龄(年)	1980 年		1990 年		1993 年	
	百分比	累积	百分比	累积	百分比	累积
1 或更短	0.9%	0.9%	9.0%	9.0%	7.1%	7.1%
2	9.6	10.5	11.2	20.2	8.5	15.6
3	15.3	25.8	11.2	31.4	8.8	24.4
4	15.4	41.2	10.0	41.4	7.9	32.3
5	12.4	53.6	8.4	49.8	7.4	39.7
6	8.9	62.5	7.2	57.0	6.5	46.2
7	6.3	68.8	5.3	62.3	5.9	52.1
8	5.2	74.0	4.5	66.8	5.5	57.6
9	4.3	78.3	3.8	70.6	5.0	62.6
10	3.4	81.7	3.5	74.1	4.3	66.9
高于 10	18.3	100.0	25.9	100.0	33.1	100.0
倒闭企业数量	11 742		60 747		86 133	

(二) 财务危机的早期监测

当一家公司的财务状况恶化时，就开始显示财务危机的迹象。损失开始出现，利息保障恶化，为维持公司营业所吸收的现金开始多于产生的现金，净营运资本会变为负值，负债水平相对于现金流量会趋于上升，负债权益比率也会趋于提高，公司的关键财务比率都会变糟，从而暴露出财务状况的恶

化。因此，公司各财务比率的变化可用来预测财务危机的来临。

(1) 多因素判别分析

早先运用财务比率来预测公司破产的研究，均试图找到一个最有效的单一财务比率。但是，任何一个单一的财务比率都不可能对所有行业在所有环境下都适用。

多因素判别分析(MDA)是一种用来预测公司是否会破产的更适宜的技术，因为它使用的变量不只一个。多因素判别分析按照公司的自身特点，把它划归到两组或多组中的某一组中。在破产预测中，多因素判别分析力图区分两组公司，即破产公司和非破产公司。

可按下述方式运用多因素判别分析，分别计算出破产公司组和非破产公司组的财务比率。然后，使用多因素判别分析法确定的判别方程，将这两组公司最准确地区分开来。判别方程的形式为 $Z = V_1X_1 + V_2X_2 + \dots + V_nX_n$ 。判别方程可以把单个企业的各财务比率转换成单一的判别评分，或称为 Z —分值。接着就可用 Z —分值把公司分类为“破产”或“非破产”。在这个式子中， V_1, V_2 等是判别系数或者说是权数， X_1, X_2 等是各种财务比率。多因素判别分析技术可确定出一套判别系数，即 V_1 ，使被正确分类的公司所占百分比最大。

图 26.2.4 运用差别分析

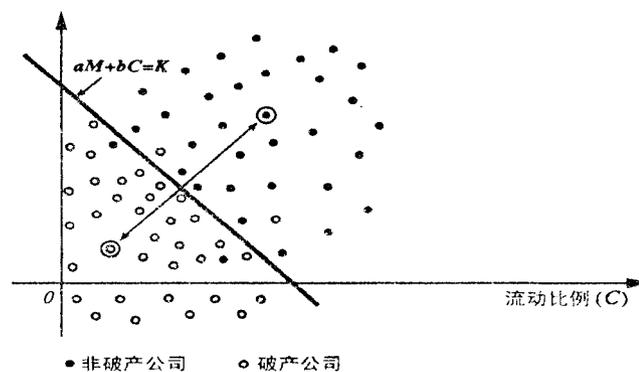


图26.2.4表示的是两个变量的分析。在由非破产公司(+)和破产公司(0)组成的样本中,表示各公司的盈利能力和流动性的对应点都被标示出来。多因素判别分析采用一定方式选择权数,使所得直线的位置能最准确地地区分破产公司和非破产公司。利用判别方程来计算某一公司的Z-1分值,从而把该公司划归到两组中的某一组的做法,能有效地把单个公司的财务特性与破产公司组和非破产公司组的财务特性进行比较。

(2) Z-1分模型

许多放款机构会利用信用评分模型,评估借款申请人的信用状况;其目的是想发现一些能让放款人判断信用风险高低的因素。更具体的说,放款人想找出能预测借款人会违约或破产机率的特质。

奥尔特曼(Edward Altman)发展出利用财务比率与多重判断分析的一套模型,可预测上市制造业公司破产的机率。其模型如下:

$$Z=3.3 \frac{\text{息前与税前纯益}}{\text{总资产}} +1.2 \frac{\text{净营运资金}}{\text{总资产}} +1.0 \frac{\text{销货收入}}{\text{总资产}} \\ +0.6 \frac{\text{业主权益之市价}}{\text{债务之账面价值}} +1.4 \frac{\text{累计保留盈余}}{\text{总资产}}$$

其中Z乃破产指数。

当Z值小于2.675,表示该一家公司一年内破产的机率是95%。不过,奥尔特曼的研究结果显示,实务上Z值介于1.81和2.99之间时,这会是个灰色地带。实际应用时,当Z < 1.81,该公司可能破产;若Z > 2.99则否。奥尔特曼表示,在破产前一年,会破产公司和不会破产公司的财务组合差异甚大。这些财务组合上的差异,正是Z分数模型背后的主要观念,请见表

26.3.4 所示。

表 26.2.4 制造业公司破产前一年的各项财务比率

	破产前一年的平均比率	
	会破产公司	不会破产公司
$\frac{\text{净营运资金}}{\text{总资产}}$	-6.1%	41.4%
$\frac{\text{累计保留盈余}}{\text{总资产}}$	-62.6%	35.5%
$\frac{\text{息前税前纯益}}{\text{总资产}}$	-31.8%	15.4%
$\frac{\text{业主权益市价}}{\text{总负债}}$	40.1%	247.7%
$\frac{\text{销货收入}}{\text{资产}}$	150%	190%

奥尔特曼的 Z 分数原始模型本来规定，受测公司必须是股票上市的制造业公司；不过，经过他修改后的模型，也能够预测未公开发行公司和非制造业公司。修改后的模型如下：

$$Z = 6.56 \frac{\text{净营运资金}}{\text{总资产}} + 3.26 \frac{\text{累计保留盈余}}{\text{总资产}} + 1.05 \frac{\text{息前税前纯益}}{\text{总资产}} + 6.72 \frac{\text{业主权益之帐面价值}}{\text{总负债}}$$

[例题] 中明公司希望第一银行提高其信用额度。于是，第一银行信用卡部处长利用 Z 分析模型，评估该公司之信用状况。中明公司并非上市公司，故须采用修正过的模型。

第一步，计算财务报表中各项变数，及修正模型中各变数之值。(单位：百

$$\text{万元) } \frac{\text{净营运资金}}{\text{总资产}} = \frac{275}{1879} = 0.146$$

$$\frac{\text{累计保留盈余}}{\text{总资产}} = \frac{390}{1879} = 0.208$$

$$\frac{\text{息前税前纯益}}{\text{总资产}} = \frac{219}{1879} = 0.117$$

$$\frac{\text{业主权益之帐面价值}}{\text{总负债}} = \frac{805}{588} = 1.369$$

第二步乃计算修正后之 Z 值：

$$Z = 6.56 \times 0.146 + 3.26 \times 0.208 + 1.05 \times 0.117 + 6.72 \times 1.369 = 10.95$$

故我们发现 Z 值大于 2.9，所以结论是中明公司信用风险不高(良好)。

三、资产重组

(一) 程序外重组

破产既费时又代价高昂。由于这些原因，处于财务危机的公司常力图在提出破产申请前进行破产程序之外的重组。公司能采用三种方式中的某一种在破产程序之外进行债务重整。它能用新证券兑换现存证券，征求证券持有人

的同意以修改现存证券的条件，或 用现金购回现存证券。

每一种做法都要求公司能劝说其证券持有人修改他们对该公司的投资条件。债务人的债务结构越复杂，法庭外重组实现的可能性就越小。当存在几种层次的债务时(如瑞沃公司(Reuco)、新罕布什尔公众服务公司(Public Service of New Hampshire)和LTV公司等)就会有互相竞争的几批人各自运用欺诈手段图谋利益。正如我们在前面讨论过的，财务危机会强化代理人激励因素，而且某些利害关系人会组成求偿者联盟，不过，请回忆，即使这样的联盟也并非总是稳固的，而且无论如何，法庭外的解决方案必须要使相互竞争的各个利害关系人都满意。当债务人的资本结构很复杂时，这就更难达到了。

(1) 交换发行

需要重组的公司通常没有足够现金来购回自己的未偿债务证券。因此它们常进行交换发行。交换发行是用公司的新证券来交换其某些未偿证券。这些新证券可以包括普通股股票、优先股股票或者新的债务证券。新债务证券要么利率会较低，要么偿还计划期会更长，这类交易减小了公司的负债比率(L)，从而减弱了公司的杠杆作用。其想法是把公司的债务负担降低到公司能承受的水平。

20世纪90年代，许多公司进行了交换发行活动，以解决它们资本结构中隐藏的定时炸弹。利率重定票据和同类支付债券就是其中两例。若利率重定这一特征或者用现金清偿债务的要求会极大地增加公司的债务清偿负担，那么就会有必要消除很大比例的负债，以避免财务危机。

[例题]：

RJR，纳贝斯克公司的交换发行

RJR. 纳贝斯克公司1989的杠杆式收购导致发行了一次可转换信用债券和一次可交换信用债券。两次发行都既有同类支付的特征又有利率重定的特征。1990年，RJR. 纳贝斯克公司有\$200亿的未清负债，其中包括几乎\$60亿的

既同类支付又利率重定的证券。1990年7月，可转换信用债券的利率重定到17.375%，可兑换信用债券的利率重定到17%。

RJR. 纳贝斯克公司立即采取行动来减少负债。它用\$333的现金和设定价值为\$667的可转换优先股股票来交换每张可转换信用债和每张可交换信用债券。它还用现金购回了其他债务。这一减弱杠杆作用的计划清偿了\$69亿的负债。这些行动最终使RJR. 纳贝斯克公司重新得到投资级评级。

(2) 修改未偿证券的条款

当一家公司不能满足某些条件时，它会力图修改债券契约。例如，某一条款要求公司保持一定的最低净值，但由于损失，公司可能不再满足这一条款。公司可以征求债务证券持有人书面同意，放松或废除这一限制性条款。根据风险——报酬权衡原理，公司要得到债权人的同意，必须向他们支付报酬。公司可以支付现金，也可提高债务的利率。

(3) 现金回购

在财务上困难重重的公司用现金购回证券并不普遍。这类公司通常手头没有足够现金，安排贷款可能也很困难。但确有一些公司在自行减少负债时有时采取用现金购回未清债务的形式。例如，我们曾提到了RJR. 纳贝斯克公司1990年的资本调整计划。除了转换发行之外，RJR. 纳贝斯克公司用\$15.04亿的现金购回了本金额为\$17.24亿的信用债券。RJR. 纳贝斯克公司支付了一个略高于债券市价的溢价。溢价促使债权人卖出自己持有的信用债券。

(4) 激发参与动机

处于财务危机中的公司能创造出种种激励因素(正面的或负面的)来鼓励债券持有人同意在法庭外进行债务重组。作为正面的激励因素，公司可在交换未偿证券时，发行具有下述特征的新证券：利率更高、期限更短、级别更优先(新证券可以有担保品)或者债券条款的约束更有力。公司还可用现金刺激债券持有人。

作为负面的激励因素(即强制),公司可以精心设计交换发行,让那些不愿兑换的持有人发现,如果交换发行成功,他们的证券会在合约关系上或债务结构上次于新证券。或者公司可以把征求债券持有人同意和交换发行活动结合起来进行:只有足够多的债券持有人同意修改旧债券的条款,他们才能收到新证券。修改条款会减弱债券条款对那些不愿兑换的持有人的保护。公司还可以威胁:如果交换发行失败就申请破产。

关于坚持不合作者的难题如何解决呢?坚持不合作者是那些拒绝用新证券来兑换自己的未偿证券的持有人。按照自利行为原理,他们是希望得到更好的交易。坚持不合作者常会获利,因为若转换发行成功,公司充分满足这些不让步者的能力会增强。坚持不合作者的获利是以那些进行了转换的债券持有人的受损为代价。坚持不合作的权利也是一份隐蔽的期权。

公司采用种种技巧来抑制那些不让步者。公司可使用上面刚讨论过的正面和负面的激励因素。许多公司还采用预先包装式破产。这一策略将在本章的后面部分讨论。在解决坚持不合作者的问题上,它通常是有效的,因为一旦破产法庭批准了计划,未偿证券的所有持有人都会受到这一计划中条款的约束。

(二)程序内重组

我们已说过,美国的破产法规提供了两种处理公司财务危机的途径,即重组和清算。在重组中,需要设计出一项计划来对债务人的经营进行重组并使其财务恢复正常状况。在清算中,公司的资产被出售,通常是一件件出售,并且所得的现金收入按严格的优先权规则支付给公司的各个债权人。对规模达到一定程度的企业来说,重组比清算更常见。

提供给债务人一个机会,使其在与债权人协商重组计划时能把自己的债务冻结。重组是一个执行程序。若某公司虽然处于危机,但仍旧有潜在的经济存在价值,那么重组就可使该公司生存下去。这一程序的目标是保证债务

人未来有良好的营业价值。

[例题]：

重组价值与清算价值相比较

假设某钢铁生产公司只有一座钢铁厂，该钢厂的残值远远低于其账面价值。公司欠款达\$1亿，而且处于衰退之中，公司不能履行支付利息的义务。钢厂的残值加上钢厂所占地皮的价值，会产生\$3000万的清算总价值。公司预期一旦经济复苏，它就能从其炼钢设备上获得较高的报酬。期望现金流量的现值为\$6000万。该钢铁生产公司不能清偿其\$1亿的债务，而且负债额超过了资产价值。但清算会是种浪费，公司的继续经营价值大于清算价值，所以，通过重组能实现更高的价值。

破产保护 如果允许债权人扣押担保品，或者允许债权人寻求违约审判，并让司法官员拍卖破产公司的资产来按判决结果偿债，那么重组过程就会受到阻挠。随着债权人把公司撕得粉碎，债务人的重组努力很快就会蜕变成一场你争我夺的清算。这种不妙的前景说明有必要实行破产法庭保护。

提出破产申请 的很多情况下，即使公司在当时仍有偿债能力，破产法庭仍允许该公司提出破产申请。有些公司成功地证明了它们面临的潜在责任会使其无力偿债。这些例子包括曼雅尔公司(Manville)的产品责任、大陆航空公司(Continental Airlines)的难以负担的劳工合同、A.H.罗宾斯公司(A.H. Robins)产品责任，以及对德克萨克公司(Texaco)不利的法律判决。

上述每种情况下，公司在正常的债务到期时都有能力付现。公司在申请破产时不一定是没有偿债能力的。不过，申请破产的绝大多数公司没有偿债能力。

非自愿申请 多数破产申请都是由债务人提出的。这称为自愿申请。不过，破产法规允许债权人提出针对拖欠付款的债务人的非自愿申请。

(1) 控制中债务人

表26.3.1描述的进行过程。公司提出宽免申请后，这一程序就开始了。这

时公司成为控制中债务人。它所控制的资产和业务与在申请破产前是相同的。它可继续营业，并保持原有的人员和董事会不变。

表 26.3.1 在成功的重组中如何运作
运作过程

公司提出申请保护

当公司在债务到期时无力偿还或当公司预期在未来会有其不能偿付的债务时，公司就可以申请第 11 章保护，制止债权人收债。公司通常曾经试图进行法庭外重组，但未实现。

破产程序

破产法官发布自动停收命令。

公司成为控制中债务人。公司像申请破产前一样营业，只不过所有重大决策必须经破产法庭批准。所有债务都被冻结。债权人不得进行扣押债务人财产或试图强行收款的行为。诉讼活动都暂停。

不同等级的债权人组成委员会。

通常，每一等级的债权人中最大的七位债权人被委任加入委员会。股东也可组成单独一个委员会；若公司有优先股股票流通在外，那么，可由优先股股东组成一个委员会，普通股股东组成一个委员会。债权人组成的委员会可要求破产法庭任命一位检查员，以调查可能出现的欺诈或管理失误。债权人还可请求破产法庭任命一位托管人管理公司。

委员会与债务人协商重组计划。

在提出破产申请后的头 120 天里，只有公司有权提出一项重组计划。此后，除非破产法庭延长该项独有的期限，任何有关的当事人都可提交一份计划。

债权人通过提出的改组计划。

通常，必须每一类别的债权人都通过该计划。^a 该类别的投票者中，必须有多数债权人通过了该计划，并且他们至少持有该类债券总额的 2/3，才能说该类债权人接受了重组计划。

破产法庭批准该项重组计划。

重组计划必须能满足破产法规的要求，只有这样，才能获得破产法庭批准。

破产程序结束后形成经过重组的公司

被重组的债务人必须执行重组计划。当公司达到该计划中的条件后，就完成了程序。

表注：^a 本书描述了敲定这一例外情况。

控制中债务人必须开立一套新的账簿，并开立一个新的银行账户。它在申请破产前已有的未担保负债被冻结。它可继续营业，但现在必须遵从破产过程的规则制度。若要作出重要决策，例如售出资产或进行新的筹资活动，必须获得破产法庭的批准。

破产程序中董事的作用 在一般情况下，公司的董事会负有确保公司的经营符合股东最大利益的责任（称为受托责任）。但当公司申请破产时，董事会的作用改变了。破产时，董事的受托责任转移给托管人。董事会的责任变为保存资产，以偿还债权人。公司现有股东的利益至多只占第二位。这种责任的转变对董事来说，是难以适应的。一份研究表明，在提出申请到重组计划被批准之间，破产公司半数以上的董事都会辞职。

（2）自动停收

对于债权人收取债款或有担保债权人扣押用于担保其贷款的抵押品等进一步活动，破产法规会强制施行自动停收。这是破产法规提供给债务人的基本保护措施之一。自动停收给了债务人喘息的空间。这一空间很广阔，而且很有效。它能中止所有的收款行为、所有的取消抵押品赎回权的行为，还能中止针对债务人的所有骚扰。它是“自动”的，因为一提出破产申请它就生效。它使债务人在力图构造出一个重组计划时能保住其资产。自动停收也缓解了已把债务人逼得破产的种种财务压力。实际上，自动停收使债务人在营业时可不受其资产负债表负债方的影响。

（3）控制中债务人筹资

破产公司常需要增加营运资本。为了得到营运资本，公司可以安排控制中债务人筹资。债务人寻求增加资金时，可以仍向那些在它申请破产前就对其融资的机构要求融资。如果这些机构拒绝，那么还存在专门从事控制中债务人筹资的贷款人。这类负债作为优先求偿权对待，它在对债务人资产的求

偿顺序中有很高的优先地位。

(4) 重组计划

程序的主要目的在于提出一项重组计划。公司能否作为经营状况良好的企业生存下去，重组计划是关键所在。它含有公司经营计划，构造出新的资本结构，说明如何清偿旧债，还规定了现金、新证券和其他诸物如何在公司的债权人和股东之间进行分配。要获得破产法庭的批准，重组计划必须满足破产法规中的具体要求。

在提出破产申请后的120天里，只有控制中债务人有权提交重组计划。债务人还享有请求债权人和股东在申请破产后的180天内决定接受该计划与否的特权。这两个期限都可由破产法庭加以延长。

优先权 负债（称为求偿权）和权益可根据递减的优先顺序作如下分类：

- 1) 行政费用（如法律费用、会计费用和托管费用）。
- 2) 优先求偿权，包括：

提出破产申请后，在债务人正常经营过程中发生的无担保求偿权。包括已交货的供货人和控制中债务人筹资的贷款人享有的求偿权。

对在申请破产前的90天内个人所获得的工薪、销售佣金和雇员福利享有的无担保求偿权，但只在每人\$2000的限度内。

对用于雇员福利计划的缴款享有的无担保求偿权，但只在每人\$2000的限度内。

小额的无担保购货求偿权。

在申请破产前，个人为使该债务人在未来交货或提供服务而交纳了定金，从而对定金享有的无担保求偿权，但只在每人\$900的限度内。

政府实体对所得税和其他应收税款享有的无担保求偿权。

- 3) 有担保负债。有担保债权人常根据下列标准分成若干独立类别：

担保其求偿权的资产；担保利益的性质（例如，是第一级抵押还是第

二级抵押) 当从担保品中收回的资金或可归属于担保品的价值低于允诺的求偿额时, 求偿权的差额部分作为无担保求偿权对待。

4) 无担保优先负债。有时为了管理方便, 把无担保债权人标出若干独立类别。例如可分为机构债权人、信用债券公众持有人和购货债务。

5) 次级优先负债。这类负债由于其条款规定而明确排于某些优先负债之后。这类求偿者视其次级优先条款不同可分为多种类别。

6) 优先股。

7) 普通股。

绝对优先 绝对优先原则认为, 债务人的资产应按照上面列示的等级顺序要在债权人和股东之间进行分配。在次级的求偿权能分到任何款项之前, 级别更优先的求偿权必须已得到全额偿还。不过, 在实际中, 优先债权人常发现允许重组计划偏离绝对优先原则会更为便利。我们将在后面解释此中原因。

获得批准所需满足的要求 重组计划要能获得破产法庭的批准, 必须满足五个基本条件。表 26.3.2 概述了这些要求。

第一, 一项重组计划必须是可行的。重组后的债务人不能无清偿能力。它必须有正净值。而且, 重组计划中必须含有经营计划, 在其中有具体条款规定售出不需用资产和多余业务。这样, 债务人在可以预见的将来不至于会再度破产。

第二, 该计划不能对债权人进行不公正的区别对待。求偿权相同的两位债权人得到的分配额必须也相同。尤其当分配现金给某一特定类别的债权人时, 属于该类别的所有求偿权都应按相应比例收到现金。如果两类求偿权的优先级相同, 那么它们所得分配额应对等, 其中的现金也应对等。

第三, 必须至少有某一类别的债权人接受该计划。在共同计划中, 所有类别的债权人和所有类别的股东都投票来接受该计划。破产法规定了敲定程序, 这使破产法庭能越过某几类债权人的反对而批准一项计划。

第四，重组计划必须满足公平合理测试。这一测试要求某类求偿权投票接受该计划，或全额偿还该类求偿权，否则，如果该类求偿权否决了该计划，并且没得到全额偿还，那么低于这类求偿权的各类求偿权或各类当事人不得收到任何补偿。

表 26.3.2 重组计划要获得批准所需满足的要求之概述

1. 该计划必须可行。
 - . 重组后的债务人必须有正净值。
 - . 重组后的债务人在可以预见的将来不会再度破产。
2. 对属于相同类别的债权人,该计划不能采取不公平的区别对待。
3. 必须至少有一类债权人接受该计划。
 - . 需要参加投票的允定求偿额中至少有 2/3 同意,并且
 - . 需要参加投票的允定债权人中有半数以上同意该计划。
4. 该计划必须满足公平合理测试。
 - . 如果某类受到损害的债权人投票反对该计划,而且在该计划下得到的补偿会少于其全部求偿额,那么,所有级别更低的各类债权人在此计划下必须是一无所获。^a
 - . 如果某类未受损害的债权人投票反对该计划,那么在视为此类债权人已同意该计划。
5. 该计划必须满足债权人最佳利益测试。
 - . 如果某求偿者或当事人投票反对该计划,那么该计划下,该求偿者所得到的补偿至少要与若债务人被清算时他能得到的补偿一样多。

表注:

a. 当某类债权人收到的现金和证券的价值总额则其求偿额时,则这类债权人就受到了损害。

当一项计划与采用绝对优先原则时相比,带给某类债权人的补偿要少一些,若该类债权人愿意接受此计划,则不得阻拦。不过,紧随该类之后的那类债权人必须得到公平合理的对待(除非愿意接受较少的补偿),否则后面级别更

低的债权人不能得到任何补偿。你可能想知道，某类债权人为什么会愿意接受少于全额的支付，而允许级别较低的债权人获得补偿。在债务人申请破产之后，对无担保负债是不计利息的。假定一个优先级较低类别对重组计划提出质疑，向该类债权人给予足够补偿，可以说服他们不再阻挠破产程序。这对级别较优先的债权人来说，按货币的时间价值原理，是值得的。这时是付钱给可以“制造麻烦”的隐蔽期权，是所涉及到的部分代理成本。

公平合理测试这一称法是很贴切的。假设某类求偿权根据所提计划不能得到全额偿还。如果这类求偿者否决了该计划，那么当破产法庭仍然将越过他们的反对批准该计划时，级别更低的债权人就不应得到任何补偿。这是完全公平的。

第五，该计划应满足债权人最佳利益测试。如果某一求偿者或当事人投票反对所提计划，那么他所得到的补偿，至少应与债务人被清算时他所得到的补偿一样多。

像公平合理测试一样，最佳利益测试的依据也是合理的。如果债务人被清算时，债权人能得到更高的分配额，那么，清算符合债权人的最佳利益。另一方面，假设债务人有继续经营价值或者有净营业损失可以结转，若清算就会失去这些价值，那么债务人重组后的价值高于清算价值，此时重组符合债权人的最佳利益。

接受改组计划 如果提出的重组计划被某类参加了投票的债权人中 $1/2$ 以上的债权人同意，并且这些债权人持有的求偿额至少占该类参加了所提计划，并且他们持有的求偿额至少占到 $2/3$ ，那么，破产法庭可越过持异议的债权人的反对而批准该计划。

(三) 预先包装式重组

预先包装式破产力图综合破产程序和法庭外重组各自的优点，而避免它们的不利之处。在预先包装式破产中，债务人和债权人协商出一项重组计划，然

后在提交破产申请时同时提交该计划。预先包装式计划要获得批准所需满足的要求，与传统重组方式是相同的。

与其他重组方法相比，预先包装式破产程序有四个主要优点。它能够减轻前面讨论过的坚持不合作者难题。转换发行常要求有90%或95%的债权人接受转换发行，而破产法规所设定的接受程度要低一些。批准后的计划对所有债权人都有约束力，无论其投票接受计划与否。申请破产常使债务人能得到纳税上的好处，而在法庭外重组中是没有这些好处的。申请破产使债务人能拒绝难以负担的租约和其他合同。

[例题]：

克莱斯托石油公司的预先包装式破产

第一个有影响的预先包装式破产是由克莱斯托石油公司(Crystal Oil Company)进行的。该公司是一家生产石油和天然气的独立厂家，总部在路易斯安那州。1986年10月1日它提出了破产申请。在不到3个月里，它就结束了破产程序，资本结构完全进行了重组，总负债从\$2亿2700万减少到\$1亿2900万，债权人收到了普通股票、可转换票据、可转换优先股票和普通股的认股权证，以兑换旧债。

克莱斯托石油公司在申请破产前3个月时就已向债权人提出了重组计划。所有的七类公众债权人都接受了该计划。但是，克莱斯托石油公司两位最优先的债权人——银行家信托公司(Bankers Trust)和哈利伯顿公司(Halliburton Company)，开始并没有接受该计划。两者对克莱斯托石油公司的石油和天然气资产都有留置权。银行家信托公司最后接受了经过修改后的计划，而哈利伯顿公司始终不曾接受。破产法院越过了哈利伯顿公司的反对而批准了该计划。

当改组计划只会使一类债权人处于不利地位，而且债务人在申请破产前能够获得这一类别债权人的同意，此时预先包装式程序的效果最好，如果债

务人有互不相干的多类债权人，那么协商可能会很费时。债务人在能取得所需要的全部债权人的同意前，就可能不得不提出破产申请。同样，销货客户（可能会缺乏财务经验）经常抵制进行预先包装式破产。如果债务人能全额偿还销货客户，那么预先包装式策略成功的机会就更大。通常，只有很少的销货客户且债务类别也很少的控股公司采用预先包装式破产的效果最好。

四、清算

清算(liquidation)的发生必须要在下列若干情况之一成立之后：(1) 没有重组申请；(2) 重组申请案遭到退件；(3) 重组方案被债权人会议否决。

公司被宣告破产后，须由信托人处理清算事宜。信托人的责任是确保公司有求偿权人的资产，并且要将资产公平地分配给各个所有权人及债权人。信托人首先和所有权人、债权人开会来决定清算事宜。

信托人必须依照破产法中规定的求偿顺位来分配资产，有担保债权人因为公司对其提供特定资产作为担保，故可享有比其他任何债权人都高的优先受偿权，若清算之收入尚不足以支付有担保债权人之债务，则有担保债权人将此数额按比例分配，其他债权人、所有人则没有受偿之机会。反之，则可依受偿顺序来分配。其顺序如下：

- 1) 有担保债权人。
- 2) 破产处理成本。
- 3) 强制诉讼期间成本。
- 4) 破产申请提出后九十天内的工资及手续费。
- 5) 员工福利方案的支付。

- 6) 客户存款。
- 7) 各项中央及地方政府的税赋。
- 8) 没有提拨的退休基金。
- 9) 没有担保的债权人。
- 10) 特别股股东。
- 11) 普通股股东。

[例题]:

Martin 公司已经宣告清算, 表 26. 4. 1 归纳所有对 Martin 公司有求偿权的人(不包括没有担保的债权人), 表 26. 4. 2 是公司清算前的资产负债表, 信托人从流动资产变卖获得 \$ 400000, 从固定资产变卖获得 \$ 600000, 请问应如何分配 \$ 1000000 ?

解答:

表 26. 4. 3 整理出 Martin 公司对于清算收入的分配。值得注意的是二胎不动产抵押持有人只可获得 \$ 100000(因为 \$ 500000 已分配给一胎不动产抵押持有人), 但其求偿权却有 \$ 300000, 故只实现了 33% 的求偿权, 而剩下的 \$ 200000 则可以未受担保债权人的身分比例求偿, 以本例而言, 二胎抵押持有人可另外受偿 \$ 20000, 由于本例的未受担保债权人尚无法完全受偿, 故特别股股东及普通股股东将完全无法受偿。

一胎不动产贷款	300,000
二胎不动产贷款	200,000
清算管理成本	80,000
工资(积欠之工资)	20,000
未付之税款	

表 26.4.2. 资产清算前的资产负债表

资产	
流动资产:	
现金	\$ 40,000
有价证券	20,000
应收账款	300,000
存货	<u>440,000</u>
流动资产总值	\$ 800,000
土地	\$ 300,000
厂房净值	500,00
设备净值	<u>400,000</u>
固定资产总值	<u>\$1,200,000</u>
资产总值	<u><u>\$2,000,000</u></u>

负债及股东权益

流动负债:	
应付账款	\$ 200,000
应付票据	300,000
应付工资	80,000
应付税款	<u>20,000</u>
流动负债总值	\$ 600,000
一胎不动产抵押贷款	\$ 500,000
二胎不动产抵押贷款	300,000
未受担保之债券	<u>300,000</u>
长期负债总值	<u>\$ 1,100,000</u>
特别股股票	\$ 100,000
普通股股票	20,000
资本公积	130,000
保留盈余	<u>50,000</u>
股东权益总值	<u>\$ 300,000</u>
负债及股东权益总值	<u><u>\$ 2,000,000</u></u>

表 26.4.3 Martin 公司的清算收入

清算收入		\$ 1,000,000
一胎不动产抵押贷款	\$ 500,000	
二胎不动产抵押贷款	100,000	
管理成本	200,000	
工资	80,000	
未付税款	20,000	<u>900,000</u>
给未受担保债权人之余额		<u>\$ 100,000</u>
未受担保求偿权之形式	求偿权金额	实收数额
应付帐款	\$ 200,000	\$ 20,000
应付票据	300,000	30,000
二胎不动产贷款	200,000	20,000
未受担保债券	<u>300,000</u>	<u>30,000</u>
总值	<u>\$1,000,000</u>	<u>\$ 100,000</u>

习 题

1. 何谓吸收合并(或合并)?何谓创设合并?
2. 什么是股权购并的主要特性?什么是控股公司?
3. 企业合并有哪些主要的种类?
4. 股权购并在何种情况下须以权益法做会计处理?
5. 何种情况下母公司须和子公司编制合并财务报表?
6. 什么是对冲科目?
7. 比较购买法及权益结合法。
8. 解释融资买下的过程。

9. 友善合并为何？
10. 恶意购并为何？
11. 有哪些抵抗恶意购并之方法？
12. 公司要如何来进行脱产？
13. 营运重整与财产重整的主要差异为何？
14. 何谓综效？有何因素会导致综效？
15. 什么是税赋移转效果？
16. 比较技术性偿付困难、法定偿付困难及绝对偿付困难。
17. 如何以自愿性协议来解决企业困难？
18. 请指出破产法最重要的精神。
19. 比较自愿性重整及强制重整之主要差异。
20. 重整计划须由谁来认可？
21. 清算发生条件为何？
22. 清算所得现金应如何分配？
23. Avery Dennison 合并案赢家及输家各为何？
24. Lloyd 银行为何弃标 Midland 银行？
25. McGriff 公司持有 McMichael 公司在外流通股数的 40%，McMichael 公司当年度报表之净利为 \$ 500000 发放之股利为 \$ 200000，请问对 McGriff 公司的财务报表将造成什么影响？
26. Folsom 公司持有 Vyas 公司在外流通股份的 40%，Vyas 公司当年之净利为 \$ 410000，发放之股利为 \$ 200000，请问其对 Folsom 公司的财务报表将有何影响？
27. Mansville 公司及 Hawkes 公司在 1994 税务年度结束前的 146 天完成企业合并，该年度 Mansville 公司的应税所得为 \$ 250000，而 Hawkes 公司则有 \$ 150000 之抵税额（因为营运损失之故），1995 年及 1996 年的预估税前盈余分

别为 \$ 250000 及 \$ 350000，如果边际税率为 40%，请问 1994、1995、1996 年 Mansville 公司的税后盈余为何？（分别计算合并与不合并之情况）

28. Greene 公司及 Redd 公司在税务会计年度结束前的 180 天完成企业合并，当年 Redd 公司有 \$ 400000 抵税移转额，Greene 公司则有 \$ 575000 应税所得，Greene 公司预估未来两年的税前盈余分别为 \$ 750000 及 \$ 950000，若边际税率为 40%，请问 Greene 公司未来三年之税后盈余分别为何？（请比较企业合并与不合并之情况）

29. Weed 公司在外流通股数为 100000 股，正考虑购并 Knox 公司。Weed 公司在合并前之净值为 \$ 2100000，合并公司的净值则为 \$ 3500000，Knox 公司的收购现金价格为 \$ 800000，请问此合并之净现值为何？请问每股在合并前后的市场价值又各为何？

30. 承上题，但 Weed 公司改采以交换股票方式来收购 Knox 公司，Knox 公司有 25000 股在外流通，请问 Weed 公司应订定股票交换比例（交换价格）为何？

31. Marceau 公司计划和 Siddons 公司合并，Marceau 公司有 500000 股，合并前价值为 \$ 5000000，合并后公司净值为 \$ 6500000，Siddons 公司现金收购价格为 \$ 1000000，请问此合并净现值为何？请问每股股票在合并前后市场价格各为何？

32. 承上题，且已知 Siddons 公司在外流通股数为 100000 股，若 Marceau 公司改采股票交换方式来购并 Siddons 公司，请问股票交换比率应为何？

33. Stanley 公司面临清算的命运，清算前的资产负债表如下。信托人从流动资产获得 \$ 1000000，从固定资产获得 \$ 1500000，未受担保债权人除外求偿权益整理成下表，请问应如何来分配 \$ 2500000？

 资产

流动资产：

现金	\$ 100000
有价证券	50000
应收账款	750000
存货	1100000
总流动资产	2000000
土地	\$ 750000
工厂净值	1250000
设备净值	1000000
固定资产总值	\$ 3000000
总资产	\$ 5000000

 负债及股东权益

流动负债：

应付账款	\$ 500000
应付票据	750000
应付工资	200000
应付税赋	50000
总流动负债	\$ 1500000
一胎不动产抵押贷款	\$ 1250000
二胎不动产抵押贷款	750000
未担保债券	750000
总长期负债	\$ 2750000
特别股股票	250000
普通股股票	50000
资本公积	325000
保留盈余	125000

总股东权益	\$ 750000
总负债及股东权益	\$ 5000000
求偿权益整理	
一胎不动产抵押贷款	\$ 1250000
二胎不动产抵押贷款	750000
管理成本	500000
工资	200000
未付之税	50000

个案研究

(1) 第威迪德航空公司有 \$ 1 亿的未偿次级优先信用债券，是明文确定次于公司的银行债务。未偿的银行债务总共有 \$ 5 亿。公司还有 \$ 2 亿应付账款。公司破产了。公司资产的公平市价估计为 \$ 6 亿。公司在其重组计划中提议偿还银行 \$ 4 亿，偿还销货客户 \$ 1.5 亿，偿还次级优先信用债券持有人 \$ 5000 万。

问题：

- a. 该计划对谁有不公平的区别对待？
- b. 假设银行债权人投票否决了所提计划，该计划能否满足公平合理测试？

假设事实与上题中相同，经修改的重组计划提议付给银行 \$ 5 亿，付给销货客户 \$ 1 亿，次级优先债券持有人一无所得。

- a. 修改后的计划对谁有不公平的区别对待？
- b. 假设销货客户投票否决该计划，能否用敲定通过该计划？

(2) Billy's 公司是一家从事速食连锁店的厂商，分布在美国东南部，主要是供应低价位汉堡及饼干。在1990年，Billy's 公司的董事主席 Sammie Brodie 另组了 Billy's Share 公司(简称 BSI)，BSI 公司目的就是要以融资买下的方式收购 Billy's 公司的股份，其方法是对原 Billy's 公司的股东发行附属公司债来换取持有的股份，此项债务在1993年3月31日本金价值为 \$ 20000000，年利为 10%，在 2005 年 6 月 30 日到期。

Billy's 公司在 1993 年以每股 \$ 12 之价格发行 2000000 的普通股，预计将募得 \$ 22000000，其中 \$ 20000,000 是用来偿还附属债务本金，其他的钱则用于公司未来发展之用。

Billy's 公司与 BSI 达成合并协议，每位 BSI 的股东可以每股兑换 Billy's 公司 10 股之比例来得到 Billy's 公司股权，而原 BSI 股权则被注销。此行为在发行新股时完成。

Billy's 公司已付给母公司 BSI 股利，以使 BSI 有钱支付附属债务利息。除此之外，Billy's 公司在被 BSI 收购后并未发放任何现金股利，在偿付完附属债务且完成合并之后，公司的董事会决定要将盈余保留作为公司未来发展之用。

问题：

1. Sammie Brodie 为何要采用融资买下的行动？
2. 请问上述安排的负向风险为何？



一、委托人与代理人

(一) 委托人与代理人的关系

公司的契约集模型(Set-of-ContractsModel) 突出表现了现代股份有限公司的复杂性。这一模型是运用代理理论构造出来的而代理理论分析了委托人—代理人关系。利益关系人对公司的求偿权可描述为委托人—代理人关系，其中代理人是代表委托人行为的。

许多环境中都包含委托人—代理人关系。委托人带着一群短期资本经理、律师以及在不动产、旅游、保险等等方面的代理人进进出出的情形，最容易看

出来明确的委托人—代理人关系。许多其他环境也可用委托人—代理人结构描述，即使一方实际上并不是另一方的代理人，也可把双方看成好像是委托人和代理人。实际上，几乎任何环境，只要其中的一个人或集团的决策权能影响到他人，都可用委托人—代理人关系描述。例如，虽然大多数雇员并不能被明确地划归为雇主的代理人，但从某个角度上看他们是作为代理人而行为的。

[例题]:委托人与代理人的冲突

塞尔顿·C·菲什是一家大财务公司的首席执行官(CEO)。在浏览公司财务报告时，他发现最近一季度的盈利很大。由于利率的巨大波动给公司带来了一笔意外之财。虽然这笔额外收益不是公司本身的努力所带来的但塞尔顿仍然很高兴。不过他知道，由于竞争，公司在下一年度决不会再得到相同的大笔利润，这次额外收益不过是些只会碰到一次的运气罢了。

现在公司必须决定如何处理这笔额外收益，塞尔顿将就此事对公司董事会提出推荐方案。他把此事限定为两种可能方案：发给雇员超额奖金，作为今年如此兴旺的奖赏；发给碰到好运气的股东们一次性“额外”现金股利。

假设你是该公司的一位股东(部分所有者)，但同时你并不是雇员。作为此例中的委托人，你希望塞尔顿推荐哪一方案？

现在假设你是一个雇员，能得到些奖金，但你并不是股东。作为此例中的代理人，你希望塞尔顿推荐哪一方案？

最后，考虑首席执行官塞尔顿。他既是股东(委托人)，又是可拿奖金的雇员(代理人)。对两种可选方案，他会认为孰优孰劣呢？换言之，激励他的力量何在？这里还有一些事实可帮助你判断他会选择哪一方案。首席执行官自己可得到今年雇员奖金总额中的4%。如果支付股利，这笔额外股利将在公司的900万份股票中平均分配，塞尔顿拥有其中27000份股票，因此他可得到全部额外股利中的0.3%。若考虑这些在金钱上的一次性激励因素，你认为塞尔顿可能会推荐哪一方案？

可以看出，此例中首席执行官的激励因素会使他偏向发放超额雇员奖金这一方案。无论这笔额外收益是多少，如果用雇员奖金的形式发放，塞尔顿的额外收益能得到更大份额（4%，大于上面的0.3%）。注意，对其他的既是股东又是能拿奖金的雇员来说，所能得到的雇员奖金也可能会大于他们所能得到的股利。虽然他们只能拿到奖金总额中较首席执行官小些的部分，但多数人拥有的股票更少，得到的股利也会更少。与其他股东和雇员相比，首席执行官的利害关系更大。你可以说他是一条“大鱼”。

（二）代理难题

代理人和委托人在利益上存在潜在的冲突，从而产生了代理难题。这种冲突可以是很简单的，如代理人不使出“全部劲儿”。根据自利行为原则，我们知道代理人可能会受到诱惑，从而把自我利益放于委托人利益之前。这样，当代理人和委托人的利益是此消彼长时，代理人的决策是否恰当就很可疑了。

例如，因公出差的雇员在路上顺便旅游一趟，这是否合适？想回答这一问题很困难，甚至无法回答。一方面，如果出差对雇员的工作是必须的，那么雇员从旅行中得点儿个人好处又有什么错呢？即，如果雇员在受益时对公司并无损害，为什么不允许雇员顺便旅游一趟呢？问题在于如何确定这对公司确实毫无损害。要想弄清雇员在做出出差决定时，是否受到个人附带好处这种诱惑的影响是不太可能的。

代理难题之所以存在，其原因在于信息不对称。如果委托人知道代理人所知道的一切，那么代理人就决不可能做出不符合委托人利益最大化的行为。而且，若委托人全面监督代理人行为是可能的，而且成本不会过高，那么代理难题就不复存在。显而易见，即使全面监督是可能的，也会成本高昂，会令多数人很快下结论：“还不如我自己做呢。”因此，契约很少有全面监督，道德风险的问题也就产生了。无论何时，只要代理人会趁人不察，采取符合自己利益但侵害委托人的行为，就出现道德风险。

监督的松紧程度，与实现有效资源配置关系密切。存在越多的监督，代理人就越难以行为不当——但是额外的监督要花费金钱。而且，并非所有代理人都采取自利行为损害委托人利益，因此在监督代理人行为上花费过多也是一种浪费。在任何特定环境下在用于监督的资源和代理人出现行为不当的可能性之间，要进行权衡。

可以替代监督的备选方法包括约束、激励和惩罚，它们都可鼓励代理人采取符合委托人利益的行为。管理层股票期权和业绩持股计划都是为了这一目的设计出来的激励措施。另一种常见的激励措施是销售佣金。

如果能创造出这样一种契约，对代理人支付报酬时完全依据是否使委托人利益最大化，那么就没有必要监督了。因为在这种契约下，当代理人为了自己的经济利益最大化做事时，他们同时也是在为委托人利益最大化做事时。但我们这个世界的特点并不是完美和谐的，信息也是不完全的。因此，我们要寻找的只能是较好的契约，它们能使出现利益冲突的可能性最小。

董事会约束经营者并且要求他们对股东负责的能力也同样被许多因素冲淡。

(1) 多数董事无法在他们受托的职责上面花费过多的时间，部分原因是存在其他的约束，部分原因是他们中的许多人还供职于其他一些公司。一位名叫Korn-Ferry的新管理人员于1992年所做的一项研究很清楚地说明了这个问题。这项研究是关于董事们在工作中所花费的时间和得到的直接补偿。1992年平均每个董事每年要花费92个小时用于董事会议和准备工作，比1988年的108小时有所下降，而工资水平却从1988年的19544美元上升至32352美元。

(2) 即使那些花时间努力去搞明白公司内部运转的董事也往往因为在许多问题上缺乏相应的专业知识而遇到了阻碍，尤其在关于会计规则和招(投)标要约的问题上，还是要依靠外部的专家。

(3) 尽管许多董事是外部人员，但他们并不是独立的。就公司的首席执行官而言，他在董事会中具有主要的发言权。Korn-Ferry对董事会的年度调查报告的

研究同样还显示了这样一种情况，在该报告所调查的426家企业中，有74%的企业是依靠董事会主席的推荐来增补新的董事的，而只有16%的企业借助于猎头公司。

(4) 其他公司的首席执行官是担任董事的最佳选择，而当首席执行官们加入到其他公司的董事会当中去的时候，将会导致一场潜在的利益冲突。

(5) 多数董事在公司的股权中只占很少或象征性的比例，这样在股价下跌的时候他们就不太可能去尽心尽力地为股东排忧解难，一家名为 Institutional Shareholder Services 的顾问公司研究表明在全美 275 家最大的公司中有 27 位董事根本没有其所在公司的股票，大约有 5% 的董事拥有不足 5 股的所在公司的股票

这些因素最直接的影响就是董事会就它被委任的职能中常常会失效，而这些职能正是要维护股东利益，首席执行官设置议事日程，主持会议并且控制信息的发布，同时在遇到对抗时努力寻求一致也通常成为压倒一切的选择。尽管目前存在一股试图改革的动力，有一点是必须提及的，即这些变革的发起人并不是董事会的成员们，而是大的机构投资者。

我们可以从美国举出大量的例子来说明董事们在维护股东权益上的败笔，但是这不应该使我们对另一个更加棘手的问题熟视无睹。股东们在美国比在其他任何的金融市场上对管理人都拥有更多的管辖权。在多数情况下，如果美国的股东年会和董事会对管理人实施控制都失效的话，那么设立在欧洲或亚州的作为维护股东利益的机构就更加软弱无力了。从事对德国和日本公司管理结构研究的学生们认为这些管理结构可用其他办法纠正错误的管理行为，但是他们的这种说法却很难找到证据来支持。

[例题]: 一个被束缚的董事会的案例：迪斯尼公司

在迪斯尼公司中董事会的构成为许多与这个机构相联系的问题提供了一些参考。下面所述的这些人是公司在 1996 年时的董事会成员：

时任的公司高级行政人员

- Michael D. Eisner, 54岁, 董事会主席兼首席执行官
- Roy E. Disney, 66岁, 董事会副主席, 动画片部门负责人
- Sanford M. Litvack, 60岁, 高级执行副总裁兼任公司业务负责人。
- Richard A. Nunis, 64岁, 任 Walt Disney, Attraction 的主席前任的公司高级行政人员。

· Raymond L. Watson, 70岁, 1983 ~ 1984年任迪斯尼公司的董事会主席。

· E. Cardon Walker, 80岁, 1980-1983年任迪斯尼董事会主席兼首席执行官。在1996财政年度, 他从其投资的电影中得到了总数为609826美元的回报, 这些影片是在1963 ~ 1979年之间以公司的一项大胆计划为指导由他进行投资的。

· Gary L. Wilson, 56岁, 1985-1989年任迪斯尼的财务总监。外部董事。

· Reveta F. Bowers, 48岁, 是一所名为“早期教育中心”学校的校长, Eisner先生的孩子们都在这所学校里就读。

· Ignacio E. Lozano Jr., 69岁, 是Lozano公司的总裁, 还是洛杉矶一家名为La Opinion报纸的发行人。

· George J. Mitchell, 63岁, 华盛顿特区的律师, 前美国参议员。在1996财政年度, 迪斯尼公司支付给他50000美元作为他对公司国际商务事宜进行咨询的报酬。此外, 还要支付给他在华盛顿特区的律师事务所一笔为数达122764美元的额外费用。

· Stanley P. Gold, 54岁, 是Shamrock Holdings公司的总裁兼首席执行官, 这家公司操纵着约10亿美元用以投资迪斯尼家族的产业。

· Thomas S. Murphy, 71岁, 是Capital Cities/ABC公司的前任总裁兼首席执行官。

· Leo J. O'Donovan, 62岁, 是乔治敦大学的校长, Eisner先生的一个孩

子曾就读于该校。Eisner 先生曾出任乔治敦大学的董事并且已经为该校捐赠了 100 多万美元。

- Irwin E. Russell, 70岁, 是Beverly Hills的律师, 他的客户包括Eisner 先生。

- Sidney Poitier, 69岁, 演员。

- Robert A. M. Stern, 57岁, 纽约的建筑师, 曾设计了大量的迪斯尼项目, 在 1996 财政年度, Stern 先生为这些工作得到了 168278 美元的报酬。

我们在这里无意要诋毁这些值得我们尊敬的人, 但是目前与先前的迪斯尼董事中的行政人员的数量却是值得注意的, 同样我们还要注意到外部董事与Eisner 先生的各种联系。事实上, 期望其他行政人员明确地向Eisner先生的地位发起挑战几乎是不可能的。

在1997年, CalPERS(California Public Employee ' s Retirement System, 加州福尼亚州政府雇员的退休系统) 建议使用一系列的测试办法, 以搞清楚董事会作为强有力的首席执行官的制衡力量是否可能有效地运作, 当他们对标准普尔 500 指数中的企业进行这些测试的时候, 迪斯尼是惟一一家没有通过所有测试的公司。财富杂志在 1997 年的公司董事会排行榜中, 把迪斯尼排在 500 家企业中非常靠后的位置。

二、代理成本

设计出监督、约束、激励和惩罚等措施, 是为了鼓励代理人采取使委托人利益最大化的行为。但这些措施都是有成本的。施行这些措施的成本称为代理成本。代理成本是让代理人代表委托人行为而导致的额外成本——比委托人“自己

做”时的成本高出的那部分成本。这种成本就像机器中的摩擦一样——摩擦越多，机器的效率就越低，从而浪费掉的能源也就越多。

根据净增效益原理，代理成本可定义为：代理成本是让作为代理人的他人替代自己工作所产生的净增成本。在一个完善的世界里，支付给代理人的报酬是完全公平的，没有任何浪费。在我们这个不完善的世界里，代理成本是制度中固有的一种浪费。

代理成本有三种类型：

(1) 直接的契约成本，包括：

a. 订立契约的交易成本，例如销售佣金和发行债券的法律费用。

b. 各种制约因素强制产生的机会成本。这些制约因素使本来会是最理想的决策被排除在外(如因为存在一项限制性的债券契约条款而不能进行某项正净现值投资)。

c. 激励费用，例如雇员的奖金。向代理人支付此类费用，是为了鼓励他们采取与委托人目标一致的行为。

(2) 委托人监督代理人的成本(如审计费用)。

(3) 尽管存在监督，代理人仍会有不当行为，如雇员用途不明的过量开支。

(此时，委托人的财富会遭到损失)。

找到能使委托人——代理人关系的总代理成本最小的契约，是主要目标。在某些情况下，周期性的行为不当所产生的成本，比进行监督所需成本要小。但在多数情况下，周期性的行为不当所产生的成本，比进行监督所需成本要小。但在多数情况下，最理想的解决办法需要对三种组成成本中每一种都加以注意。

在我们寻找较好契约的过程中，找出那些自然产生利益冲突的环境是很重要的。在下面几节里，我们将分析几种易于产生这类冲突的重要关系及环境。当然，没有一组契约能覆盖所有可能的偶然事件。因此，消除所有的潜在冲突是不可能的。当你在企业界活动时，之所以要把自利行为原则和双方交易原则牢记在心，

以上所述就是一条尤其充分的理由。

三、股东与经理的冲突

股东——经理关系之所以产生，是由于所有权和控制权的分离。在简单的公司里，所有者就是经理。在更复杂一些的公司里，许多股东与公司的日常经营没有任何关系。在理论上，经理是为所有股东工作的，如果经理干得不好，股东们可将其解雇并雇用新经理。虽然如此，你可以想像出，在实际中这样做既麻烦又困难，难以实现。

严格地说，一家公开招股的股份有限公司的普通股股东甚至并不拥有公司，他们只是拥有普通股股票，使他们有投票权和某些其他权利。这类股份有限公司是由专门的经理经营的，经理们自己可以拥有也可以不拥有股票。公司的董事会雇用经理。虽然董事们是由股东选出的代表，并对股东负有法律责任，但他们通常是由最高管理层提名参选的。你立刻就会发现问题。如果忽略掉董事对股东的义务，这一过程几乎是循环的。

因此，经理是主要的决策人。他们对公司及其财产有相当大的控制权。在某些情况下，人们甚至指责经理们使用公司财产来反对股东。于是出现了两个重要问题：经理的利益与处在非管理层的股东的利益是不同的吗？如果不同，那么经理实际上在促进谁的利益？

（1）目标背离

根据自利行为原则，财务理论认为股东的目标在于使自己投资的现值最大化。

同样根据自利行为原则，财务理论允许经理的目标不同于股东财富最大化的

目标。据称，由于种种原因经理会偏好发展速度和较大规模。经理看重薪金、权力和地位，而这些与公司的规模都是正相关的。据论证，规模较大提供给经理更稳固的就业保证和更高的报酬。较快的发展会为低层和中层经理创造更多的内部提升机会。发展还可提供种种机会，使个人显得像是组织中能力很强的一个成员，是一个值得提升的成员。经理层其他的潜在目标包括更高的声誉和随意开支。

实现股东财富最大化目标时，必须遵循一条基本的限制条件：公司经理们只能采取合法并合乎道德的行为。

在你的职业生涯中，你也许会遇到某些情况诱使你“打擦边球”，甚至诱使你越过区分合乎道德的行为和不合乎道德的行为的那条分界线，以求提高你公司的和你自己的地位。但是，不紧要的越轨行为会导致做出更严重的越轨行为，最终会在法律上陷于困境。

公司的发展史上有很多限定价格、内部交易、操纵市场以及类似行为的例子。人们在采取这类行为之前，都是说服自己是为了公司利益最大化才不得已而为之。当我们讨论使股东财富最大化时，把这类行为是明确排除在外的。

我们也说过，经理可能为了个人私利采取损害股东利益的行为。这类行为有时并不是非法的，甚至并不是明确禁止的，但它们对公司有害。滥用职权的经理为其他所有人都立下了坏榜样。但作为实情，我们必须承认这类行为的确存在。

例如，经验表明，若对经理监督得更严密，行政开支（包括管理层得到的好处）就会降低。承认这一事实，使你能够得到的最大裨益可能就是提高了认识。这种认识会有助于保护你免受不合乎道德行为的伤害。

股东和经理之间目标的不同，会在几个具体方面出现目标背离的情况。我们将在下面讨论这几个方面。在股东——经理关系中，股东是委托人，他们力图使经理的行为符合他们的最大利益。

（2）雇员职务待遇

道德风险（代理人行为不当的可能性）的最明显例子之一，就是雇员做出的会影响个人利益即职务待遇的决策。职务待遇包括直接好处和间接好处，前者如使用公司的轿车或办私事时用公费开支，后者如过分花哨的办公室装饰品。在这类事上花费过多的钱，对股东来说就是损失。

（3）雇员努力

一些雇员希望不做出任何努力就得到报酬。据说，20%的人能干80%的工作。这种不使出全部劲儿的代理难题被称为规避义务。

（4）人力资本的不可分散性

个人独有的能力和专长被称为人力资本。通常，人力资本受雇用约束，雇员只能把自己的大部分精力用于一家公司。因此，雇员不容易将自己的人力资本分散化。他们在自己所服务的公司里和在自己的岗位上专家。这就产生了一个问题，即人力资本的不可分散性。

根据分散化原理，我们知道分散化能带来好处。然而，纵然人们希望如此，把人力资本分散化也是极其困难的。专门人才，如公司经理、工程师、医生、会计师和律师，他们并没有时间能做到精通几个领域——当然更不必说达到合理分散化所需的足够多的领域。人力资本的不可分散性使经理和股东之间又产生其他的目标背离。

大的上市公司的股东在其金融投资组合里，通常持有多种不同股票。因此，对于某家公司价值的偶然波动，他们并不过分在意。原因在于多种不同股票间价值的偶然波动会相互抵消。与此形成鲜明对比的是，公司价值的一次偶然波动，足可将其经理“消灭”。因此，投资时股东和经理的激励因素可能会有很大不同。但是，通常作出公司投资决策的人当然是经理。

为了理解激励因素之间的背离，试比较公司破产对资产已被充分分散的股东和对雇员的不同影响。让我们采用公司变得毫无价值这种极端的例子，虽然在该

股票的价值上受到损失，破产对股东其他投资的价值没有影响，也不影响他的工作。而雇员失去了工作——即使他的金融投资未受到影响。问题的关键在于受到影响的程度有差别：失去工作是否比失去只占个人譬如5%的金融投资更糟糕？在绝大多数情况下，工作收入比个人5%的金融投资要大得多。因此，破产对雇员的影响比对股东的影响要大得多。

激励因素的这种背离导致投资决策中存在偏见。因为雇员在非常坏的结果中失去的更多，所以他们对公司进行高风险投资会产生偏见。而且由于这种偏见是基于风险（而不是基于报酬），因此，即使投资会带来很大的正净现值仍然会存在这种偏见。

人力资本的不可分散性对代理成本的另一个影响，牵涉到公司所提供的产品和服务的性质。如果产品和/或服务是专用的（相对于）普遍的，那么雇员人力资本的分散化程度甚至会低于一般水平。高度专业化的雇员可能只能在这家公司工作，因为在这一行业中并不存在其他公司。这种情况下，股东不得不向雇员支付额外报酬，以对雇员在工作上缺乏选择性进行补偿。毕竟，能够做更常见的工作的雇员能选择其他公司工作。（我们知道选择权是有价值的。）

资本投资选择问题和资产的专用性问题从不同方面产生强制成本。与资本投资选择有关的代理成本是放弃正净现值投资的可能性，因此是对新投资的选择产生影响。与专用资产相关的代理成本是为了使雇员为公司工作而支付更高的工资，因此是对现存投资产生影响。

四、债权人与股东的冲突

如何可以把股东看成是拥有针对债权人（债券持有人）的选择权：股东只负

有有限责任，即股东可选择违约。因此，总有可能（即使可能性很小）在规定的到期日或最后期限之前，不按承诺的全部金额向公司债权人进行支付。因而，这种债务被称为风险性负债。

债权人和股东之间之所以存在激励因素的冲突，是因为负债存在风险。我们将在这一节中讨论冲突导致的几个具体问题。首先，我们先把各自扮演的角色弄清楚。在上一节中，股东是与他们的公司经理（代理人）相对应的委托人。在本节中，股东的角色颠倒过来。在股东与债权人（委托人）的关系中，我们是把股东作为代理人来考察的。债权人希望保护自己不受其代理（股东）行为的侵害，而股东又是通过公司经理来制定决策的。

如果世界上没有股东和债权人的利益冲突，那么债权人可能就不必总是时刻操心如何保护自己以避免自身利益遭受损害。然而在现实世界中，不设法保护自己的债权人将会面临一定的风险，股东可能会采取多种不同的办法来侵害债权人，比如提高财务杠杆水平，支付更多的股利，或者减少因债务而抵押的物品的价值。

（1）利益冲突的本源

股东和债权人之间利益冲突的本源在于这两个集团对现金流量要求权的本质存在分歧。债权人通常对公司现金流量具有第一位的求偿权，但在公司能获得足够的收入以履行偿还债务的义务的时候，他们只能收到固定的金额。而股权投资者则只能对残余现金流量有求偿权，但如果公司没有充足的现金流量以履行其财务上的债务义务，那么股权投资者有权选择宣告破产，因此，债权人要以比股东更消极的眼光来看待项目选择和其他决策中存在的风险，因为如果项目成功了，债权人除了收回本金和利息外不能参与分享项目所带来的收益，而一旦项目失败，他们将承受巨大的成本损失。所以股东和债权人可能在许多问题上产生分歧。

（2）关于利益冲突的例证

提高财务杠杆水平可能会使现有的债权人的处境恶化，尤其是在财务杠杆水平提高很大并且影响到公司的违约（拒付）风险，同时债权人也处于不受保护的情况下。（股东的财富却可以随之而增加。）这种效果在杠杆收购的案例中可以得到生动的说明，此时，债务比率上升而债券信用等级却大幅度下降。现有债券价格的下跌反映了较高的违约风险。

股利政策是另外一个可能引起股东和债权人利益冲突的问题，较高的股利分配对股票价格的影响能够在理论上进行探讨，尽管在高股利政策会导致股价上升或下降的问题上仍有不同意见，但是实证证据却是很清楚的，通常来说，增加股利派发会导致较高的股票价格，减少股利派发则会导致较低的股票价格。从另一方面来看，债券的价格对股利增加反应消极而对削减股利却反应灵敏。

（3）股东和债权人冲突的后果

股东和债权人有着不同的目标功能，同时一些决策能够把财富从一个集团（通常是债权人）转移给另一个集团（通常是股东）。强调股东财富最大化这种目标功能可能会导致股东采取反常的行动，这些行动会损害整个公司的利益，但是股东却以债权人为代价增加了自己的财富。

我们可能过分强调了股东对债权人盘剥的可能性，这有两个原因。首先，债权人意识到股东有采取对自己利益有害的行动这种潜在的可能性时，通常会采取措施来自我保护，比如通过签订契约或者限制条款对股东的行为进行限制，还可以取得该公司的股权。进一步说，公司的未来仍然需要依靠债券市场筹集资金，也会使多数公司维持自己的诚实信誉，因为在任何一次财富转移中所获得的收益都抵不上由此而带来的名誉损失。这些问题将在下面详细讨论。

（一）资产替换难题

公司日常决策中会出现资产替换。最简单、最常见的例子就是用现金购买设备或原料。实际上，在每项投资中，都是以一些资产替换另一些资产，谨慎的经

理会权衡投资的风险和报酬。但存在风险性负债时，会促使股东用风险更高的资产来替换公司现存资产。当用风险更高的资产来替换公司现存资产，以此从公司债权人手中谋取价值时，就出现了资产替换难题。

下面是资产替换难题的形成过程。公司的总价值是其全部资产的市场价值。债权人的求偿权是由这一总价值担保的。股东对公司的剩余价值有剩余求偿权。而债权人的求偿权有固定的承付金额，能发生变化的是债权人实际得到承付金额的可能性大小。因为承付金额是固定的，所以资产风险的上升会降低债权人求偿权的价值。毕竟，风险高时，不能按承诺金额偿还债权人的机会更大，这就降低了偿还额的期望价值。

如我们所说，之所以出现资产替换难题，是因为股东可选择违约，而这种选择权是有价值的。这样我们可以用期权（或有求偿权）的观点来看待这个问题。请回忆，期权的价值是随着基础资产风险的变化同方向增减的。在现在的例子里，“基础资产”是公司的全部资产。因而，如果公司（即股东）通过资产替换提高了资产的风险，这一期权的价值就会上升。而我们提到过，负债额的期望价值会被降低。从债权人手中谋取价值的欲望会扭曲股东的激励因素。事实上，它甚至可以导致一项负净现值投资以增加股东财富。

现在考虑资产替换不会改变公司资产总价值的情况，如图 27.4.1 所示。当总价值相同——同样大小的一张“馅饼”——而且只有债权人和股东作为求偿者时，债权人求偿权价值的减少，一定会导致股东求偿权的价值出现一个刚好相抵的增加额。这是债权人和股东之间所展开的一场零和博弈。在进行资产替换之后，股东能以比以前更高的价格卖出股票。然而，若债权人卖出债券，会出现一个对等的减少额，因为市场会把违约风险的增大考虑在内。

图 27.4.1 是一种说明债权人——股东冲突的很有用的方法。在图 27.4.2 至图 27.4.6 中我们将运用同一框架来说明这一冲突的其他侧面。因此，“值得”你在图 27.4.1 上花时间来理解它、熟悉它。

隐藏于资产替换难题之后的含义初看起来令人不解，它的确复杂。但通过分析下面这个详细范例中它潜在的、会产生的戏剧性的影响，会增强你的认识。它甚至会令你惊愕不已！

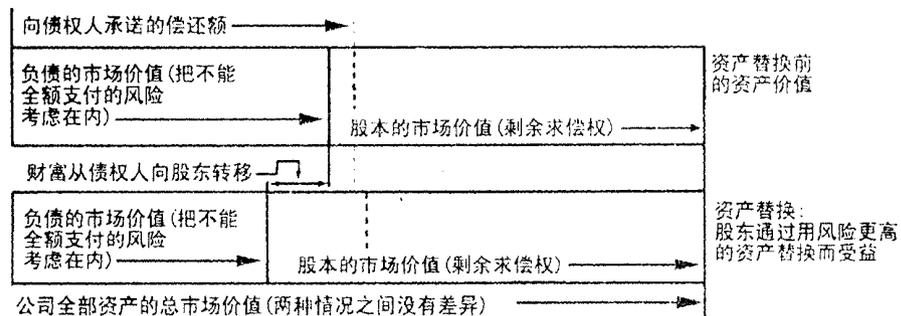


图 27.4.1 资产替换难题(股东的受益以债权人的损失为代价)

[例题]:绿峡谷项目

亨特兄弟的绿峡谷石油和天然气开采项目说明了资产替换难题。普莱斯德石油公司(Placid Oil Co.) 1986 年 3 月不能履约偿还银行贷款，因为石油价格已经暴跌。这家公司是由达拉斯的亨特三兄弟名下的托拉斯所拥有的。亨特三兄弟是传奇人物 H. L. 亨特之子。1986 年 9 月这家公司为逃避债权人而申请了破产保护。普莱斯德公司希望延期偿还贷款。以便为其绿峡谷项目提供资金。银行则希望普莱斯德公司在进行新投资——尤其是高风险投资——之前，先偿还贷款。我们完全可以理解银行的这种态度。

亨特兄弟已经着手进行这个高风险的耗资 \$ 3.4 亿的绿峡谷项目，希望能发现大量石油和天然气以挽救他们的生意。(亨特兄弟一度坚持说他们会找到 7000 万桶的石油储量，价值可高达 \$ 10 亿) 当时他们明显已无力偿债了。全部债务包括普莱斯德公司的债务及其姐妹公司柏莫德开采公司(Pemod Drilling Co.) 的债务，还有亨特兄弟的个人债务。个人债务是由于 1979 — 1980 年期间他们试图

在世界白银市场上囤积居奇造成的，他们耗资巨大但没有成功。

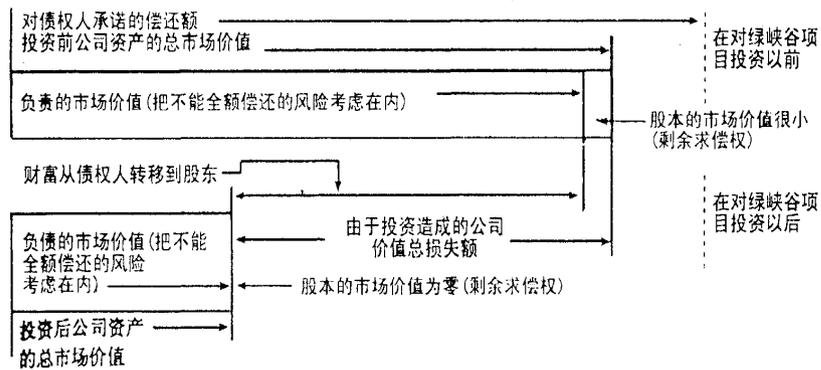
绿峡谷项目是在墨西哥湾的深水域开采石油和天然气。其中一个油井钻通了深达 2243 英尺的水域，创下了深水钻井的世界记录。工作环境非常恶劣，飓风时速可达 150 英里。他们还使用了未经检验的技术：一种自成一体的浮动钻井和生产体系。亨特兄弟是在世界上风险最大的冒险事业之一上“下赌注”。该行业的许多专家都对这个项目在经济上的可行性提出质疑，因此可以理解银行为什么费尽心机来阻止这个项目。银行认为如果项目失败，普莱斯德公司就会所剩无几，银行根本无法从中收回贷款。

我们可以用隐蔽选择权来考虑这一局面：普通股可看成是对公司资产的期权。当公司资产价值低于负债时，股票就像是虚值的买入期权，因而没什么价值。公司用相对较低的权益价值冒险，就有赚一大笔钱的机会，即使这种机会很小。这时有点像买张彩票：股东可能会得到很多，而且不会失去什么。对于处于财务危机的公司而言，这就是资产替换难题的本质。通过把现金投资于高风险资产，会增加基础资产（公司全部资产）的风险，从而提高了买进期权（公司普通股）的价值。这种赌博能赚一笔的可能性也许不会很大，但是又有谁能知道结果会如何呢？

结局：最后，随着财务困境的加剧，亨特三兄弟的托拉斯陷入破产，有两兄弟及其配偶也宣布破产。绿峡谷项目并未带来收益，1990年4月普莱斯德公司放弃了该项目。银行的结果也不太糟，它们收回了本金和一些拖欠的利息。

图 27.4.2 说明了绿峡谷项目对普莱斯德公司的影响。虽然是“每一个人都输了”，但必须注意到，还是有可能出现不同结果的。若是这一场豪赌赢了，每个人就会得到足够多的收益。当然，问题是债权人得提供全部赌本——即使他们不愿意。股东选择了这场赌博，但并不多出钱。如果我们能让别人为我们买彩票，也许我们当中会有更多人去参加抽奖！

图 27.4.2 绿峡谷项目对普莱斯德石油公司的影响

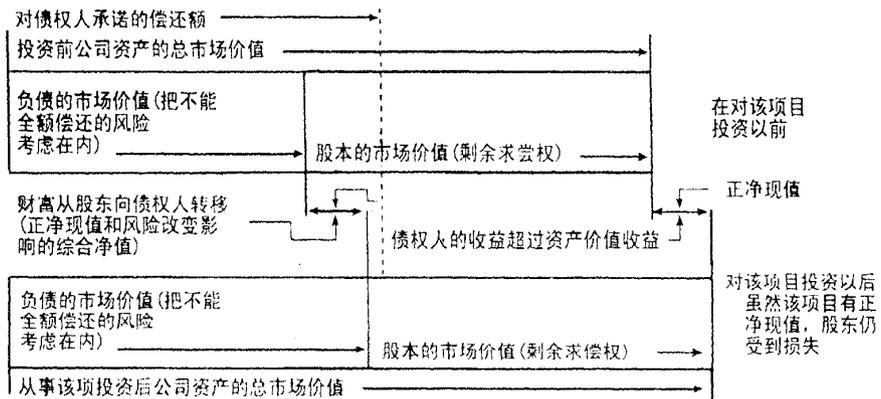


(债权人承担由股东进行的投资所带来的风险)

现在考虑一种更普遍的资产替换情况，此时风险的增加改变了公司的总价值。一项新投资的净现值要么为正，要么为负。我们先看看效益好的投资。因为负债的求偿权是固定的，所以股东得到了这笔正净现值（“馅饼”大小的增加部分）。如果风险的增加同时还减少了债权人求偿权的价值，那么股东还会得到债权人所减少的那部分价值，因为这是一场零和博弈。

投资净现值为负时又会怎样呢？即使“馅饼”小了些（由于净现值为负，公司价值会减少），如果债权人求偿权价值的减少额，比馅饼的大小减少的要多，那么股东求偿权的价值会增加，即如果转移的财富额高于负净现值，股东仍会受益。债权人承担全部负净现值，还遭到其他一些损失。当投资的净现值为负时，出现的资产替换难题用图 27.4.3 来说明。

图 27.4.3 进行负净现值投资时的资产替换难题



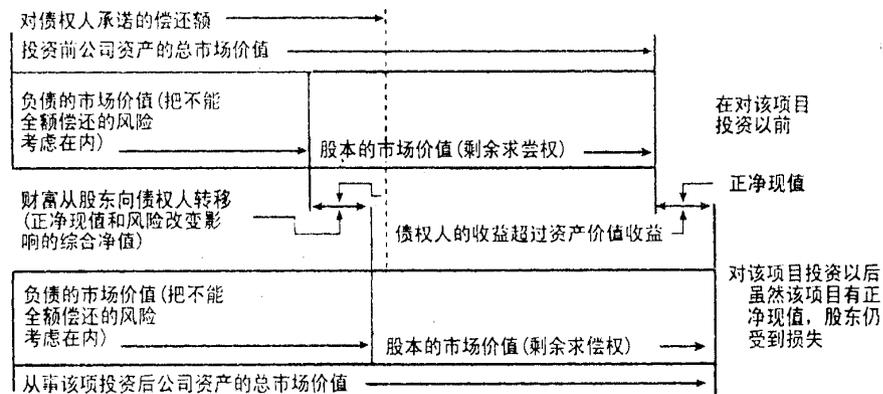
（ 股东在财富转移过程中从债权人手中得到的比在负净现值投资中损失的要多 ）

让我们总结一下。当股东用风险更高的资产替换公司现存资产，从债权人那里谋取价值时，就出现了资产替换难题。要实现资产替换，可以通过进行新投资（发展）或通过售出某些现存资产并购入新资产。虽然公司的总价值可能不变、上升或减小，但由于违约可能性增大，债权人求偿权的价值会下降。因为在求偿的两方之间存在零和博弈的情况，所以债权人价值的下降会引起股东价值有一个刚好相抵的增加额。

（二）投资不足

投资不足在本质上是资产替换难题的镜像或相反面。当存在未清偿的风险性负债时，若公司进行低风险投资，那么股东会损失价值。而且，即使该投资净现值为正，股东还是会受到损失。在资产替换难题中我们看到，当进行一项中性（净现值为零）投资时，随着风险的增加股东会受益。从逻辑上说，在相同条件下，随着风险的下降，股东会遭到损失。资产替换时，股东会从事一项效益差（净现

值为负)但风险高的投资,以便从债权人那里谋取价值。投资不足问题的情况是,股东会拒绝从事一项效益好(净现值为正)但风险低的投资,使财富不会从自己这里转移到债权人手中。当然,虽然风险变化会带来损失,股东还是可以从一项投资中获利——只要该投资的正净现值足够大。然而,如果由于降低资产风险导致的股东价值的减少额,超过了该投资的正净现值,股东就会拒绝从事该项投资。图 27.4.4 说明了投资不足难题。

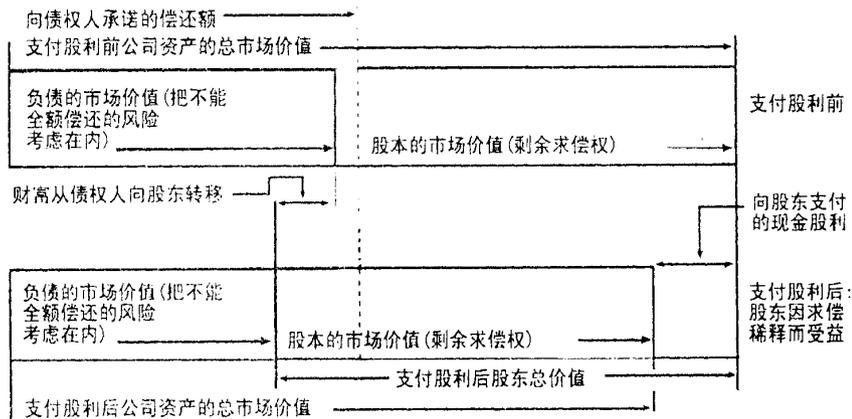


(股东丧失给债权人的财富, 超过了正净现值投资收益)

图 27.4.4 投资不足难题

支付大量现金股利会稀释现有债权人的求偿权。支付股利同时减少公司的现金额和股东权益。权益的减少,会使公司负债融资的比例提高,从而增加了负债的风险并降低了负债求偿权的价值。这不过是不同形式的一种资产替换。替换后,公司资产除了现金额减少之外,其余方面是相同的。因为现金是无风险资产,减少部分现金(支付给了股东)会提高剩余资产的平均风险。现在你可知道,由

图 27.4.5 通过股利政策进行求偿稀释的问题



(因为现金是无风险资产，所以向股东发放现金股利后增加了公司剩余资产的风险。股本价值由于资产减少而下降，但下降的幅度小于所支付的股利价值)

此提高的风险会降低公司未清负债的价值。图27.4.5说明了通过股利政策进行求偿稀释的问题。

通过股利政策可以进行求偿稀释，这就是许多债券在发行时（几乎是所有的“垃圾债券”或高收益债券发行时）都附有某种形式的限制股利发放条款的原因。这种限制条款通常限定现金股利只能为盈余或现金流量的一定比例。若公司的负债融资所占比例很大，限制条款会完全禁止发放现金股利，直到公司对长期负债的偿还达到规定的某一水平。

(三) 通过发行新债进行求偿稀释

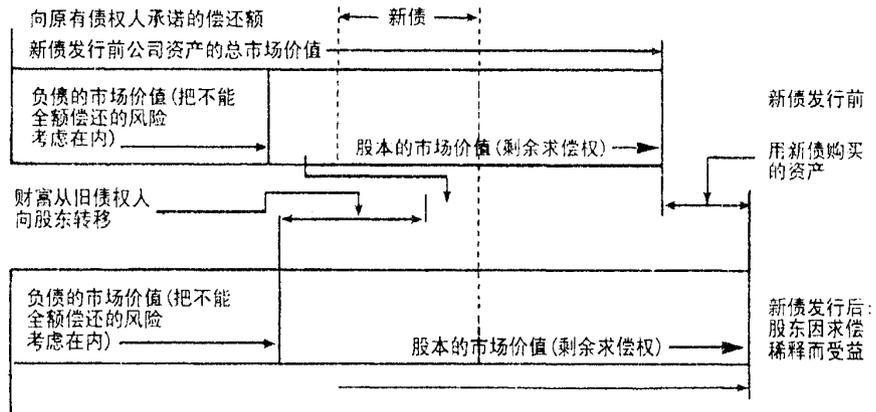
负债的大规模增加也会稀释现有债权人对公司资产的求偿权。如果新债使不能向现有债权人偿还承诺金额的可能性增大，那么就存在求偿稀释。同资产替换的情况一样，风险的增加降低了公司未清负债的价值。再一次，因为是零和博弈，

而且股东有求偿权，所以股东会在债权人价值损失时得到收益。图27.4.6说明了这一问题。

[例题]:RJR·纳贝斯克公司的杠杆式收购

RJR·纳贝斯克公司(RJR Nabisco, Inc.)的杠杆式收购说明了发行新债如何会导致求偿稀释。该公司的收购行为使其未清负债从大约\$57亿上升到大约\$232亿。在宣布进行收购之后,RJR·纳贝斯克公司已有债券的市价暴跌了大约20%,以前发行的债券并没附有法律条款限制大量发行新债。已有的债权人本来指望公司继续维持相同数量的负债。但是,事实使债权人猛然醒悟:一旦债券发行之后,公司的行为只受到借债时明文法律合同的限制。

图 27.4.6 通过发行新债进行求偿稀释的问题



(财富从原有债权人向股东转移，使股东受益)

紧随RJR·纳贝斯克公司的经历之后，市场上消费品生产厂家发行的优质债券的流通也几乎出现混乱。事情平息下来后，众多投资者从这一事件中学到了一个教训。从此以后，投资者们要求附加限制条款，力图阻止其他公司做出RJR·纳贝斯克公司那样的行为。

我们刚刚解释了公司如何通过支付大量股利或者通过金额重大的新债故意改变其财务结构（公司负债和股东权益的组成情况）来进行求偿稀释。经济的明显下跌也会引起求偿稀释，这是因为不景气的经济状况提高了发生违约的概率。此时，求偿稀释并非是公司自身的选择！

（四）资产的专用性

一般来说，若公司资产用途是专用的，指其适用于特定的经营领域，当必须进行处理时，处理这些资产的风险会更大。因此，这类资产提供给债权人的担保价值较低。虽然这类资产由于其专用性会受到青睐，它们同时也可能由于专用性变得一文不值（或者甚至要花巨资去处理）。当然，实质还是风险——报酬权衡。所以，在其他条件相同时，拥有专用资产的公司必须付出较高的利息成本，以补偿债权人增加的风险。

〔例题〕：资产的专用性对发放贷款的影响

假设你是位银行家，正在考虑两份不同的贷款申请。每笔贷款都将使获得该贷款的公司建造一套几乎完全由自动化装置控制的生产设施。新设施可作为贷款的担保品。一套设施用于储藏，可以储藏不需要进行冷冻之类特殊处理的任何东西。另一套设施用于生产一种新型的家庭娱乐产品，如CD机之类。建造两套设施的成本相同。把钱借给这两家公司，各自的风险如何比较？

该种储藏设施是有自己的特定用途的，但不需增加多少成本就能很容易地使它适应其他用途。生产娱乐产品的设施也有特定用途，但想把它用于其他事情，就需要增加大量成本。因此，如果第二家公司违约，由于这套设施是为预定用途设计的，该设施很可能会变得毫无价值，即：如果该产品不成功，那么这套自动

化设施就需要进行大规模、耗资庞大的改装，才能适应其他用途。相反，如果第一家公司违约，银行有更大的机会能够不花多少钱改装就把担保品卖给其他企业。

作为银行家，你会愿意把同样数额的资金借给这两家公司吗？我想不会。即使违约的可能性相同，贷款给建造生产娱乐产品的设施时，银行的风险会更高，因为若该设施不得不做其他用途，它的价值就会下降很多。总之，对于这家要生产新产品的公司，我们要么不贷那么多钱，要么对这笔与建造储藏设施的贷款金额相同的贷款索要更高利率。

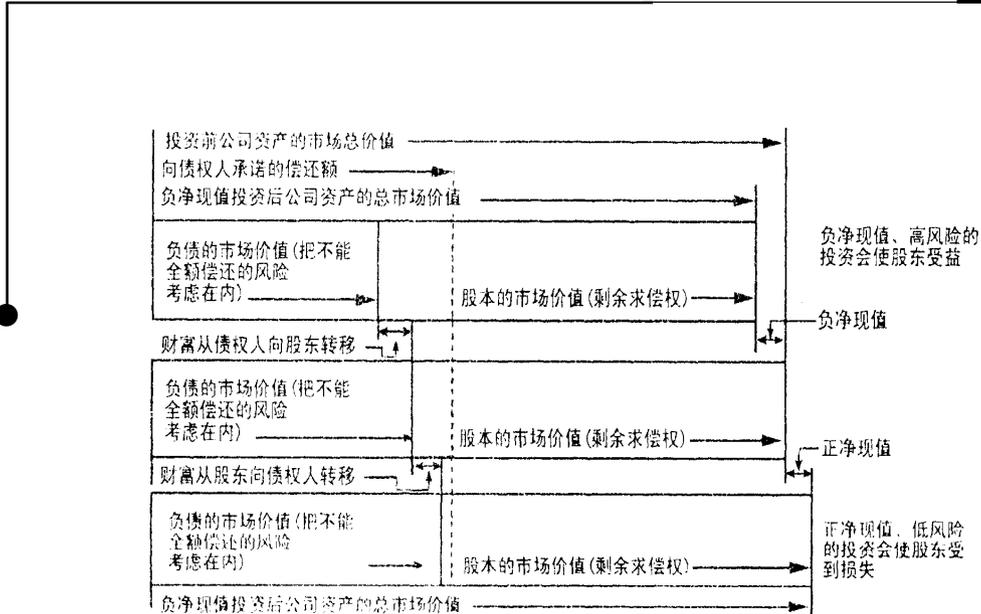
当公司处在一种特有行业时，经理会对自己的劳动索要更多报酬；与此相同，一个贷款人也会对这样的公司索要更高报酬。要是这种特有行业垮掉了，经理会需要再教育以恢复自己的人力资本价值，贷款人会被迫对担保资产再投资，使其回复到初始价值。当公司驶向未知海域时，增大的风险会有自身的成本。

五、契约关系的控制

（一）财务危机

财务危机会加剧目标背离的问题。上一章我们已经作了介绍，让我们再次考虑债权人——股东关系，并把它作为例子。签订债务契约后，股东在契约的限制条件内（通过经理）作出公司决策。但是，若公司陷入财务危机，那么推动公司“打契约的擦边球”以及从事资产替换、投资不足活动的力量会显著增强。在普莱斯德石油公司绿峡谷项目的实例中，我们已看到了这一点。

在图 27.5.1 中，两家公司都面临有相同的两项可选投资项目：一个是正净



B组:处于财务危机的公司的情况。已经是相当有可能违约,所以在两种情况下财富转移的可能性都很大,于是“隐藏”的股东激励因素优于净现值。

股东便能得到巨大利益,那么股东就可能会支持贷款,即使这游戏,一直玩到只剩一个人,那么你可能就会看到或甚至参与一场求偿联盟的竞赛。当然,当赌的是真钱时,过程就会更加激烈得多!

在各种情况下,财务危机都会促使激励因素显著改变,其原因在于环境中固有的或有求偿权——期权——的价值下降,变为虚值。此时,期权持有人再没有什么可以损失的了——也许只有时间价值。再往下降的风险是有限的,因为期权不可能为负值。同时,若期权到期时为虚值,那它就毫无价值,因此,若期权还有变回为实值的可能性,尽力保持期权有效就是值得的。你不会有多大损失,但你却可能会赢。这种整体效应会有力地推动人们去承担风险和进行合法的持久战。

二、信息

金融契约之所以复杂，是因为它涉及到不完全信息。在完善的资本市场里，所有的参与者无需成本就能得到全部信息。在现实的资本市场中，你要运用信息传递原理来解释种种行为。如果所有行为的含义是绝对清楚的，那当然很好，但这不是实际情况。进行解释是复杂和困难的。例如，什么时候一次“销售”真的是一次销售？一些零售商的销售活动在本质上是持续进行的。

一个说法，或者任何其他自我宣传，在何时是可信的？这些都说明了一个重要的、始终存在的不对称信息问题。

甚至在一种行为的含义是清楚的时候，也还会出现其他问题。例如，为了避免被人利用，大家会对一些行为加以掩饰。假设一家公司总是把它快要停产的那种型号的产品降价。如果你知道这一点，你会认为这不是件好事。毕竟，如果推出一种新型号产品，原来的产品就值不了多少。这样，公司就会面临逆向选择的问题：降价是一个负信号，表明该型号会马上停产。公司应如何解决这个问题？

解决这个问题的一种方法是故意增大不确定性。公司可以偶尔（随机地）对不会停产的产品报较低价格——一次“真正”销售。这样，公司能灌输一种观念：降价也会是好事，而不是停止生产该型号产品的明显信号。

激励也能起重要作用。从理想状态来看，应该激励代理人发出准确信号。但是，经理们的收入都取决于公司业绩。如果经理的不正当行为日后不会受到惩罚，他们一般会被诱惑采取不当行为，甚至虚报公司业绩。适当地设计惩罚措施，会使佯装是一个“更称职”的代理人不具吸引力，从而使信号更可信。

能对代理人产生激励作用的众多因素包括奖金、惩罚、道德观、行为不当时被发觉的可能性以及代理人声誉。像公司一样，声誉好的代理人能对自己的产品和服务索要更高的价格。代理人的良好声誉，是其能有令人满意的表现的内

在保证。因此，建立和 或保持良好声誉是有价值的。相反，失去它是有成本的。失去良好声誉的机会成本会增大行为不当被发觉时的成本。因而，声誉良好的代理人有更大的动力去做出良好表现。

（三）管理契约

股东可以是一个非常分散的集团，这已超越了我们在前面所提到的所有权和控制权相分离。例如，在 1995 年底，AT & T 公司和通用汽车公司（GM）的普通股股东数分别超过 220 万和 130 万。极其分散的所有权加剧了股东——经理冲突。有些人引用管理人员的高薪作为经理在这一冲突中或至少是在所举的例子中获胜的证据。但是，对于由经理控制的公司与由股东控制的公司是否有明显不同，实证研究得出的结论是互相冲突的。

即便对股票的所有权非常分散而且是由管理层控制公司，还是存在几种途径，能让股东使管理层目标和自身目标协调一致。这些途径包括为经理设计具有激励作用的报酬计划、有权卖出自己的股票、有权更换经理以及有权选举董事。

管理契约通常含有股票期权、业绩股票和资金。因为有时可以人为操纵会计方法，所以根据公司股价的升降来决定奖金通常更可取。

〔例题〕：李·艾柯卡第一年的报酬方案

当克莱斯勒公司雇用李·艾柯卡时，他坚持第一年只拿 \$1 的薪水。与常见的工资形式不同，他选择了一种激励性方案，这一方案含有能购买大约 350000 股克莱斯勒普通股的期权，当时是很大的虚值。他说，如果他成功地改变了公司，自己会得到很好的报酬；如果没成功，就应该什么也得不到。

8 年后，艾柯卡靠他的期权赚了大约 \$2000 万。不幸的是，这 \$2000 万被误传为是他兑现期权的那一年的年报酬。因而可以理解为什么从那以后，其他人就引用这一报酬额作为公司管理人员报酬过高的证据。对管理人员的报酬是否公正这一问题，我们不作评论。们我们相信，这类争论的出发点是掌握准确事实和全面了解契约。

除了特殊情况外，股东能够卖出自己持有的股票。这就产生了收购的威胁。当大量股东表示愿意卖出股票而且每股市价下跌时，只要股价足够低，其他人就会买下股票，收购该公司。

股东这种把股票卖给预期的收购方或在市场上售出股票的权利，可能是股东所能采取的最有效（虽然是最后一招）的措施。然而，许多最新引进的反收购措施也许已经减少了收购的威胁。所谓毒丸法就是反收购措施中的一例。通常采取的毒丸形式是可廉价买入目标公司股票的期权。一旦某个“不友好”的求婚者（没有被公司董事会赞同的人）收购的股份数达到了流通股份的某个规定比例，例如正好20%，目标公司的股东就可执行手中的期权。之所以如此称呼这种方法，是源于让间谍吞咽烈性毒丸的故事。当逮捕迫在眉睫时，一般命令间谍吞下一颗氰化物药丸。这种药丸确实能阻止间谍在被捕后招供，但它的一些副作用也是很明显的！

[例题]: 克莱斯勒公司的毒丸

1994年11月，克莱斯勒公司最大的股东亿万富翁科克·科凯瑞恩要求克莱斯勒公司采取行动。他拥有克莱斯勒公司大约9%的股份。他觉得股价过低，希望公司提高股利并购回一些股份。

当时，克莱斯勒公司有一个毒丸，可阻止任何一位股东未经董事会同意就控制公司10%或更多的股份。科凯瑞恩想把自己的控股比例提高到15%，因而要求公司董事会修改毒丸内容。有几个大股东走得更远，他们督促克莱斯勒公司废除毒丸。

几周之内，克莱斯勒公司就采取了行动，股利提高了60%，还宣布了\$10亿的股票收购方案。最后，克莱斯勒公司还修改了“股东权利计划”，允许一位股东的控股比例可达15%。克莱斯勒公司的董事会稀释了这颗毒丸，但并没有抛弃它。

像所有代理人一样，促使经理建立和或/ 保持良好声誉的激励力量是很大

的。一般，若一家公司处于财务危机，其管理人员失业后则找不到报酬相当或者更高的工作。相反，当把某人从他现有的工作岗位上高薪聘走去做另一份工作时，几乎总是把此人过去的成功举出来作为被聘用的根据。

[例题]:迈克尔·奥维兹在迪尼斯将会挣多少？

1995年8月，沃尔特·迪尼斯公司(Walt Disney Company)聘用迈克尔·奥维兹做公司的总经理兼董事。奥维兹曾与别人共创了创造性艺术家代理公司，他在好莱坞声望很高。据传，刚刚几个月前MCA公司就曾试图聘用他。为了使奥维兹离开创造性艺术代理公司，迪尼斯公司对他提供了可购买公司5百万股股票的10年期期权。研究工资报酬的专家认为这一期权方案的价值在\$1.07亿~\$1.40亿之间。

[例题]:学生贷款推销协会的代理权争夺战

学生贷款推销协会(Student Loan Marketing Association, 绰号萨莉·梅 Sallie Mae)在联邦政府提出的学生贷款方案下发放贷款并提供相应服务。1995年，一群股东由“萨莉·梅”的前任首席执行官阿尔伯特·洛德率领，开始了一场代理权争夺战。他们认为“萨莉·梅”的管理差劲，并指责当前的管理对公司的利润率和股价没有足够注意。1994年盈余下降了，这是公司21年历史中的第一次。

代理权争夺战成功了。在1995年年会上，这群持异议的人在21个成员的董事会里选举了8位新董事。(其他13位中，有6位是管理层候选人，剩下的7位是由克林顿总统任命的。)管理层求助于法律，试图阻止新董事上任，但一个月后就屈服了。同时，“萨莉·梅”宣布正在考虑改变经营方式。

(四) 债务契约

对于资产替换、投资不足和求偿稀释的风险，债权人会如何反应？他们会尽力限制公司从事此类行为的能力。例如，债务契约会对公司活动提出具体限制，如在公司没有先偿还现存债券或没有先用什么方式保护现存债券之前禁止发行新

债券。正如我们前面提到过的，在 RJR·纳贝斯克公司的杠杆式收购发生以后，这类限制条款使用更加广泛。对于现存契约，债权人也可借助于法律，就如同普莱斯德石油公司绿峡谷项目中那样。

尽管可采取种种限制办法，仍然存在股东从债权人手中谋取财富的可能性。本质问题在于可能性有多大。可能性越大，债权人会要求越高的利息率来补偿这一风险。这种更高的利息是股东所承担的代理成本中的一部分。契约中的限制性条款还可能会限制到那些本不属于限制目标的活动。因此，另一部分代理成本使决策弹性降低，它会无意之中阻止公司进行某项正净现值的投资。

上市交易的债券所附有的明文法律契约称为债券契约。在这种明文契约的条款中，详细列出了责任、限制、惩罚和所要求的监督等各方面，因而会影响激励因素。例如，这类契约具体规定支付本息的时间、金额。契约还任命一个特定代理人作为受托人，他负有保护债券持有人利益的法律责任。

债券契约中的特定的契约条款称为债券条款。设计这些条款是为了保护债券持有人的利益。债券条款有两种类型：消极性条款限制某些行为，例如增加负债或发放股利；积极性条款要求做出某些行为，例如按时纳税和定期提供财务报表。

债权人保护自己的最直接的办法就是在债券协议中签订契约，在所签订的契约中要专门注明禁止或者限制这类可能导致剥夺财富的行为。许多债券协议都包含具有如下功能的契约：

1) 限制公司的投资政策。采纳比预想的项目具有更大风险的项目可能导致财富从债权人身上转移到股东那里。一些债券协议对于公司在哪里投资以及在新的投资项目中能冒多大风险都作了严格限制，并且专门赋予债权人在投资行为不符合他们利益的情况下行使否决该投资行为的权力。

2) 限制股利政策。通常来说，股利的增加能使股价上涨，但却使债券价格下跌，因为增加的股利把财富从债权人手中转移到股东手中。许多债券协议通过把股利支付与收益联系起来的方法来限制股利政策。

3) 限制额外的财务杠杆。一些债券协议要求公司在发行新的担保债券之前务必要取得现存债权人的同意。这样做是为了保护现存担保债权人的利益。

债券条款是一种监督形式，提供了一种预警系统。当公司没有遵循某一条款时，就会触发警报。当然，只有在没有遵循条款时，才会激发警报系统。这样可以节约资源，因为更全面的监督——如每月检查一次公司的种种活动——代价更高，也更费时。而且，即使已违反了某一条款，也可以在问题变得更严重、公司陷入财务危机之前，采取修正行为。因此债券条款能充当预警手段。

债券条款可降低债券风险，因而可提供价值。债券持有人由于受到更多的保护，同意较低的利率。这对公司有利。当然，具体条款的价值取决于特定环境，这与期权重叠问题很相似。

在隐蔽的期权中，如果一份期权所“保险”的或然性已被其他期权覆盖在内，增加这份期权不会再带来多大价值。如果已经用其他方式保护了债券持有人，债券条款就可能增加不了什么价值。通常，对高风险公司债券的持有人而言，债券条款的价值更高，因为高风险公司遇到问题的可能性更大。

但是，债券条款也是有代价的。它们限制了公司经营的灵活性，还会损失掉正净现值的投资机会。简言之，它们会使公司丧失一些有价值的期权。可以请求债券持有人同意放松一项限制性条款，但这一过程既麻烦又费时，而且常常要付出很高代价。债券持有人通常要求公司支付某种形式的款项，或者立即支付一笔现金，或者增加息票利息率，来换取自己的同意。即使一家公司不惜功本去废除一项限制了自己行动的条款，所损失的时间也会增加该条款的机会成本。像许多其他事物一样，在债券条款所带来的效益和成本之间，也存在权衡。

[例题]：废除一项限制性条款

1988年4月，七喜公司(Seven-UP)对它的一组债券持有人提出下列条件，以促使他们同意更改债券契约：对每份\$1000的债券立即一次性支付\$25；从1989年11月15日至1992年5月14日这一期间，把息票利息率由

12.5%提高到12.375%；从1992年5月15日至1997年5月15日这一期间，进一步把息票利率提高到12.4%。同时，活力博士公司(Dr Pepper)对自己的一组债券持有人也提供了相似的财务激励条件。之所以提出这些条件，是为了换取债券持有人的同意，以便在两家公司之间展开杠杆式收购，合并组成一家公司。如果所有债券持有人同意(在两例下都只要求多数同意即可)，支付的现金成本为\$930万。而且只要多数同意，息票利率的提高会使每一位债券持有人受益。第一次提息时，每年利息额的增长达\$934000；第二次提息时，每年利息额会进一步增长\$934000。

这是如何处理内含的利益关系人求偿权的有趣范例。两份恳请书都指出，对于计划进行的杠杆式收购，在法律上并没有要求必须得到债券持有人的同意。这等于说公司是在白白花钱吗？当然不是。公司提供金钱上的激励条件，是为了换取债券持有人的明确同意，预先防止他们会采取什么法律行动。这很重要，因为即使表示反对的债券持有人在上诉中没能获胜，也会使公司的计划遭到代价高昂的甚至灾难性的延误。

既然产生股东和债权人之间利益冲突的主要原因在于他们的要求权在本质上的差别，那么债权人能够减少利益冲突的另一种办法就是拥有该公司一定比例的股权。这可以采取在购买债券的同时购买公司股票的形式，或者通过对债务附加担保条件或使债券可转化为股票来达到目的。在这两种情况下，那些认为股东以债权人利益为代价来谋取私利的债权人可能会变成股东并且从股东对债权人的剥夺中分享利益。

利用转换期权可以推出可转换债券，它可以替代一系列广泛的限制性债券条款。债券持有人可以选择把可转换债券按预先规定的股数转换成公司普通股。可转换债券中的期权使持有人在公司的投资活动非常成功时，可以分享多出的盈余。就是因为这一原因，一些较小、较年轻的公司通常发行可转换债券，而不发行那种没有转换期权的债券。

（五）最佳契约

最佳契约将三种类型的代理成本（订约、监督、行为不当）相互制衡，达到总成本最小。在某些情况下，最佳契约包括一个固定工资和某种程度的监督，雇员的情况通常就是如此。在有些情况下，进行监督是得不偿失。当监督成本超过了代理人行为不当的期望成本时，最佳契约就是根据结果直接决定奖金。只赚佣金的销售人员就是一个例子，佣金就是销售额的一个百分比。

与选择金融契约有关的一些决策类似于代理人试图取得良好声誉时所做的权衡：代理人会抛弃靠不当行为在短期内谋利的做法，以求在长期能取得更多利益。表现良好可以增加他们的服务价值。类似地，代理人会同意受到“严格”监督，以求从自己的服务中获取更多。委托人同意支付更高价格，是因为严格监督减小了代理人行为不当的可能性。再一次可以看到，这是一个成本的权衡。

[例题]:选择最佳契约

假设 Nintendo 公司应从四份管理契约中选择一份。在下表中，给出了这些备选方案每年的契约总成本及各组成部分成本的估计数据（单位：百万美元）。该公司应选择哪一份管理契约？

	直接	监督	行为不当	总额
合约 1	1.4	0.1	5.0	6.5
合约 2	1.1	2.4	0.1	3.6
合约 3	2.1	0.4	0.4	3.0
合约 4	2.6	0.1	0.7	3.4

合约3是最佳选择，因为它在各可选方案中总成本最低。按照公司的估计数据，它就是应得到的最好方案。

不幸的是，金融契约并不能覆盖每一种可能性，首先，你不可能把会出错的每件事都考虑到了。无论如何，要想应付每一种可能情况，会耗费大量时间和成

本。每一方都必须采取合理的预防措施，但有些情况并没有明确包括在协议中，那么最终还是要依赖其他各方能采取合乎道德、认真负责的行为。如果各方的行为都不合道德，那么契约条款无论怎样都不会很有效。

六、监督

（一）新的外部筹资

无论何时，当公司寻求新的外部筹资时，公司就会受到专门的检查，这就是一种形式的监督。公司必须披露新信息。如果公开了这些信息，现存投资者就能更仔细地考察公司。即使这些信息没有公开，新投资者也提供了一种形式的监督。他们愿意用自己的钱投资，就相当于为现存投资者再次提供保证。

这种保证的创意是很广的。假设公司有一个有价值的创意，如若公开，会由于免费乘车问题而受到损害，即其他人会抄袭这一创意，此时，公司可以通过投资银行发行新证券（投资银行包销发行）。

下面是运作过程。公司先向投资银行解释自己的创意，但直到把这一创意投入市场前都不予公开。在包销发行时，投资银行实际上是先买下了证券，然后再卖给公众。投资银行虽然只是暂时地拥有所有权，但此时风险也比只代销证券取得佣金的风险高得多。可以想像，如果投资银行认为风险很大，就不会承担这一风险。投资银行的购买行为，向市场传递了信息，表明了新思想的价值。作为一个有声望的中间人，投资银行会因其发挥第三方监督人的作用而获利。

（二）其他监督手段

财务环境中的许多因素均可作为监督手段，在常规的经营程序中，人们公开

地提供并寻求信息，他们还通过自身的行为传递信息，政府执行法律法规时也会披露信息，甚至公司的声誉和结构也会传递信息。常见的监督手段包括：

（1）财务报表。经过审计的会计报表是对股东——经理关系、债权人——股东关系和消费者——分司关系的监督手段。财务报表提供了一个预警系统。

（2）现金股利。现金股利可以从两方面充当监督手段。首先，公司未能宣布期望金额的现金股利会产生警报。虽然这也许是或也许不是负面信息，但会促使投资者进一步探究。他们必须弄清未能发放预计金额的股利意味着什么。其次，发放现金股利会迫使公司更频繁地寻求外部筹资，而我们刚才已提到外部筹资所带来的监督作用。

（3）债券评级。由穆迪（Moody's）或标准——普尔公司之类机构进行的债券评级在债券发行时提供了监督，而且在债券的整个偿还期里也提供了程度略低的监督。

（4）债券条款。正如我们本章的前文所讨论的那样，债券条款提供了一种预警系统。

（5）政府法规。政府用于保护公众利益的监督手段在不断发展。例如，像国内税收署（IRS）、证券交易委员会（SEC）和食品与药品管理局（FDA）之类的众多联邦机构都可对公司进行监督，防范种种违法行为。

（6）整个法律制度。盗窃、诈骗以及许多其他形式的代理人不当行为都是非法的。法律制度为每一个人都提供了种种监督形式。

（7）声誉。声誉及其所含的一般信息是一种监督形式。正如前面提到的，建立和/或维持良好声誉是有价值的，这会促进提供准确信息的动力，而准确信息又便利了监督。

（8）多级别组织。一个公司中，如果考察和评价各个决策需要通过众多权限级别，那么也提供了一种结构上的监督形式。当你的不当行为需要许多人配合才能做到时，就会困难得多。在这样的公司里，一项计划要取得批准，必须经过广

泛的讨论。大群体中更可能老实人、吹牛大王和长舌妇等等一应俱全，并非每一个人都能保守秘密。

习题

(1) 讨论代理成本的三种类型：直接的契约成本、委托人监督代理人的成本、代理人的不当行为。

(2) 如何看待、分析委托人与代理人、股东与经理、债权人与股东之间的关系？

个案研究

在某些破产清算中，债权人没有得到金额补偿，但同时同意股东也得到一些补偿。既然股东只是剩余求偿者(在债权人得到其应得的之后)，为什么债权人会同意股东有所得？(提示：参考我们所给的例子。七喜公司和活力博士公司向债权人进行了“不必要的”支付，是为了使他们能同意进行杠杆式收购，即债权人拥有可提出诉讼的隐藏性选择权。)

利率为1%、期数为n的1美元的终值利息因子(FVIF_{1%,n})
(FVIF_{1%,n}) = (1+i)ⁿ

期数 (n)	利率(i)												期数 (n)
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	
1	1.010	1.020	1.030	1.040	1.050	1.060	1.070	1.080	1.090	1.100	1.100	1.120	1
2	1.020	1.040	1.061	1.082	1.102	1.124	1.145	1.166	1.188	1.210	1.232	1.254	2
3	1.030	1.061	1.093	1.125	1.158	1.191	1.225	1.260	1.295	1.331	1.368	1.405	3
4	1.041	1.082	1.126	1.170	1.216	1.262	1.311	1.360	1.412	1.464	1.518	1.574	4
5	1.051	1.104	1.159	1.217	1.276	1.338	1.403	1.469	1.539	1.611	1.685	1.762	5
6	1.062	1.126	1.194	1.265	1.340	1.419	1.501	1.587	1.677	1.772	1.870	1.974	6
7	1.072	1.149	1.230	1.316	1.407	1.504	1.606	1.714	1.828	1.949	2.076	2.211	7
8	1.083	1.172	1.267	1.369	1.477	1.594	1.718	1.851	1.993	2.144	2.305	2.476	8
9	1.094	1.195	1.305	1.423	1.551	1.689	1.838	1.999	2.172	2.358	2.558	2.773	9
10	1.105	1.219	1.344	1.480	1.629	1.791	1.967	2.159	2.367	2.594	2.839	3.106	10
11	1.116	1.243	1.384	1.539	1.710	1.898	2.105	2.332	2.580	2.853	3.152	3.479	11
12	1.127	1.268	1.426	1.601	1.796	2.012	2.252	2.518	2.813	3.138	3.498	3.896	12
13	1.138	1.294	1.469	1.665	1.886	2.133	2.410	2.720	3.066	3.452	3.883	4.363	13
14	1.149	1.319	1.513	1.732	1.980	2.261	2.579	2.937	3.342	3.797	4.310	4.887	14
15	1.161	1.346	1.558	1.801	2.079	2.397	2.759	3.172	3.642	4.177	4.785	5.474	15
16	1.173	1.373	1.605	1.873	2.183	2.540	2.952	3.426	3.970	4.595	5.311	6.130	16
17	1.184	1.400	1.653	1.948	2.292	2.693	3.159	3.700	4.328	5.054	5.895	6.866	17
18	1.196	1.428	1.702	2.026	2.407	2.854	3.380	3.996	4.717	5.560	6.544	7.690	18
19	1.208	1.457	1.754	2.107	2.527	3.026	3.617	4.316	5.142	6.116	7.263	8.613	19
20	1.220	1.486	1.806	2.191	2.653	3.207	3.870	4.661	5.604	6.727	8.062	9.646	20
25	1.282	1.641	2.094	2.666	3.386	4.292	5.427	6.848	8.623	10.835	13.585	17.000	25
30	1.348	1.811	2.427	3.243	4.322	5.743	7.612	10.063	13.268	17.449	22.892	29.960	30
35	1.417	2.000	2.814	3.946	5.516	7.686	10.677	14.785	20.414	28.102	38.575	52.800	35
40	1.489	2.208	3.262	4.801	7.040	10.286	14.974	21.725	31.409	45.259	65.001	93.051	40
50	1.645	2.692	4.384	7.107	11.467	18.420	29.457	46.902	74.358	117.391	184.565	289.002	50

表 1 (续)

利率为 1%、期数为 n 的 1 美元的终值利息因子 ($FVIF_{i,n}$)

$$(FVIF_{i,n}) = (1+i)^n$$

期数 (n)	利率(i)											期数 (m)			
	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	25%	30%	40%	50%	50%		
1	1.130	1.140	1.150	1.160	1.170	1.180	1.190	1.200	1.250	1.300	1.400	1.500	1.500	1	
2	1.277	1.300	1.322	1.346	1.369	1.392	1.416	1.440	1.563	1.690	1.960	2.250	2.250	2	
3	1.443	1.482	1.521	1.561	1.602	1.643	1.685	1.728	1.941	2.197	2.744	3.375	3.375	3	
4	1.630	1.689	1.749	1.811	1.874	1.939	2.005	2.074	2.441	2.856	3.842	5.063	5.063	4	
5	1.842	1.925	2.011	2.100	2.192	2.288	2.386	2.488	3.052	3.713	5.378	7.594	7.594	5	
6	2.082	2.195	2.313	2.436	2.565	2.700	2.840	2.986	3.815	4.827	7.530	11.391	11.391	6	
7	2.353	2.502	2.660	2.826	3.001	3.185	3.379	3.583	4.768	6.275	10.541	17.086	17.086	7	
8	2.658	2.853	3.059	3.278	3.511	3.759	4.021	4.300	5.960	8.157	14.758	25.629	25.629	8	
9	3.004	3.252	3.518	3.803	4.108	4.435	4.785	5.160	7.451	10.604	20.661	38.443	38.443	9	
10	3.395	3.707	4.046	4.411	4.807	5.234	5.696	6.192	9.313	13.786	28.925	57.665	57.665	10	
11	3.836	4.226	4.652	5.117	5.624	6.176	6.777	7.430	11.642	17.922	40.496	86.498	86.498	11	
12	4.335	4.818	5.350	5.936	6.580	7.288	8.064	8.916	14.552	23.298	56.694	129.746	129.746	12	
13	4.898	5.492	6.153	6.886	7.699	8.599	9.596	10.699	18.190	30.288	79.372	194.620	194.620	13	
14	5.535	6.261	7.076	7.988	9.007	10.147	11.420	12.839	22.737	39.374	111.120	291.929	291.929	14	
15	6.254	7.138	8.137	9.266	10.539	11.974	13.590	15.407	28.422	51.186	155.568	437.894	437.894	15	
16	7.067	8.137	9.358	10.748	12.330	14.129	16.172	18.488	35.527	66.542	217.795	656.841	656.841	16	
17	7.986	9.276	10.761	12.468	14.426	16.672	19.244	22.186	44.409	86.504	304.914	985.261	985.261	17	
18	9.024	10.575	12.375	14.463	16.879	19.673	22.901	26.623	55.511	112.455	426.879	1477.892	1477.892	18	
19	10.197	12.056	14.232	16.777	19.748	23.214	27.252	31.948	69.389	146.192	597.630	2216.838	2216.838	19	
20	11.523	13.743	16.367	19.461	23.106	27.393	32.429	38.338	86.736	190.050	836.683	3325.257	3325.257	20	
25	21.231	26.462	32.919	40.874	50.658	62.669	77.388	95.396	264.698	705.641	4499.880	25251.168	25251.168	25	
30	39.116	50.950	66.212	85.850	111.065	143.371	184.675	237.376	807.794	2620.000	24201.432	191751.30	191751.30	30	
35	72.069	98.100	133.176	180.314	243.503	327.997	440.701	590.668	2465.190	9727.860	130161	1456110.35	1456110.35	35	
40	139.782	188.884	267.864	378.721	533.869	750.378	1051.668	1469.772	7523.164	36118.865	700038	11057332.40	11057332.40	40	
50	450.736	700.233	1083.657	1670.704	2566.215	3927.357	5988.914	9100.438	70064.923	497929.223	20248916	637621500.50	637621500.50	50	

表 2
利率为*i*%、期数为*n*的 1 美元的现值利息因子(PVIF_{i,n})
($PVIF_{i,n} = 1 / (1+i)^n$)

期数 (<i>n</i>)	利率(<i>i</i>)												期数 (<i>n</i>)
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.901	0.893	1
2	0.980	0.961	0.943	0.925	0.907	0.890	0.873	0.857	0.842	0.826	0.812	0.797	2
3	0.971	0.942	0.915	0.889	0.864	0.840	0.816	0.794	0.772	0.751	0.731	0.712	3
4	0.961	0.924	0.888	0.855	0.823	0.792	0.763	0.735	0.708	0.683	0.659	0.636	4
5	0.951	0.906	0.863	0.822	0.784	0.747	0.713	0.681	0.650	0.621	0.593	0.567	5
6	0.942	0.888	0.837	0.790	0.746	0.705	0.666	0.630	0.596	0.564	0.535	0.507	6
7	0.933	0.871	0.813	0.760	0.711	0.665	0.623	0.583	0.547	0.513	0.482	0.452	7
8	0.923	0.853	0.789	0.731	0.677	0.627	0.582	0.540	0.502	0.467	0.434	0.404	8
9	0.914	0.837	0.766	0.703	0.645	0.592	0.544	0.500	0.460	0.424	0.391	0.361	9
10	0.905	0.820	0.744	0.676	0.614	0.558	0.508	0.463	0.422	0.386	0.352	0.322	10
11	0.896	0.804	0.722	0.650	0.585	0.527	0.475	0.429	0.388	0.350	0.317	0.287	11
12	0.887	0.789	0.701	0.625	0.557	0.497	0.444	0.397	0.356	0.319	0.286	0.257	12
13	0.879	0.773	0.681	0.601	0.530	0.469	0.415	0.368	0.326	0.290	0.258	0.229	13
14	0.870	0.758	0.661	0.577	0.505	0.442	0.388	0.340	0.299	0.263	0.232	0.205	14
15	0.861	0.743	0.642	0.555	0.481	0.417	0.362	0.315	0.275	0.239	0.209	0.183	15
16	0.853	0.728	0.623	0.534	0.458	0.394	0.339	0.292	0.252	0.218	0.188	0.163	16
17	0.844	0.714	0.605	0.513	0.436	0.371	0.317	0.270	0.231	0.198	0.170	0.146	17
18	0.836	0.700	0.587	0.494	0.416	0.350	0.296	0.250	0.212	0.180	0.153	0.130	18
19	0.828	0.686	0.570	0.475	0.396	0.331	0.277	0.232	0.194	0.164	0.138	0.116	19
20	0.820	0.673	0.554	0.456	0.377	0.312	0.258	0.215	0.178	0.149	0.124	0.104	20
25	0.780	0.610	0.478	0.375	0.295	0.233	0.184	0.146	0.116	0.092	0.074	0.059	25
30	0.742	0.552	0.412	0.308	0.231	0.174	0.131	0.099	0.075	0.057	0.044	0.033	30
35	0.706	0.500	0.355	0.253	0.181	0.130	0.094	0.068	0.049	0.036	0.026	0.019	35
40	0.672	0.453	0.307	0.208	0.142	0.097	0.067	0.046	0.032	0.022	0.015	0.011	40
50	0.608	0.372	0.228	0.141	0.087	0.054	0.034	0.021	0.013	0.009	0.005	0.003	50

表 3
利率为*i*%、期数为*n*的 1 美元普通年金的终值利息因子(FVIFA_{*i*,*n*})

$$(FVIFA_{i,n}) = \sum_{t=1}^n (1+i)^{n-t} = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

期数 (<i>n</i>)	利率(<i>i</i>)												
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1
2	2.010	2.020	2.030	2.040	2.050	2.060	2.070	2.080	2.090	2.100	2.110	2.120	2
3	3.030	3.060	3.091	3.122	3.153	3.184	3.215	3.246	3.278	3.310	3.342	3.374	3
4	4.060	4.122	4.184	4.246	4.310	4.375	4.440	4.506	4.573	4.641	4.710	4.779	4
5	5.101	5.204	5.309	5.416	5.526	5.637	5.751	5.867	5.985	6.105	6.228	6.353	5
6	6.152	6.308	6.468	6.633	6.802	6.975	7.153	7.336	7.523	7.716	7.913	8.115	6
7	7.214	7.434	7.662	7.898	8.142	8.394	8.654	8.923	9.200	9.487	9.783	10.089	7
8	8.286	8.583	8.892	9.214	9.549	9.897	10.260	10.637	11.028	11.436	11.859	12.300	8
9	9.369	9.755	10.159	10.583	11.027	11.491	11.978	12.488	13.021	13.579	14.164	14.776	9
10	10.462	10.950	11.464	12.006	12.578	13.181	13.816	14.487	15.193	15.937	16.722	17.549	10
11	11.567	12.169	12.808	13.486	14.207	14.972	15.784	16.645	17.560	18.531	19.561	20.655	11
12	12.683	13.412	14.192	15.026	15.917	16.870	17.888	18.977	20.141	21.384	22.713	24.133	12
13	13.809	14.680	15.618	16.627	17.713	18.882	20.141	21.495	22.953	24.523	26.212	28.029	13
14	14.947	15.974	17.086	18.292	19.599	21.015	22.550	24.215	26.019	27.975	30.095	32.393	14
15	16.097	17.293	18.599	20.024	21.579	23.276	25.129	27.152	29.361	31.772	34.405	37.280	15
16	17.258	18.639	20.157	21.825	23.657	25.673	27.888	30.324	33.003	35.950	39.190	42.753	16
17	18.430	20.012	21.762	23.698	25.840	28.213	30.840	33.750	36.974	40.545	44.501	48.884	17
18	19.615	21.412	23.414	25.645	28.132	30.906	33.999	37.450	41.301	45.599	50.396	55.750	18
19	20.811	22.841	25.117	27.671	30.539	33.760	37.379	41.446	46.018	51.159	56.939	63.440	19
20	22.019	24.297	26.870	29.778	33.066	36.786	40.995	45.762	51.160	57.275	64.203	72.052	20
25	28.243	32.030	36.459	41.646	47.727	54.865	63.249	73.106	84.701	98.347	114.413	133.334	25
30	34.785	40.568	47.575	56.085	66.439	79.058	94.461	113.283	136.308	164.494	199.021	241.333	30
35	41.660	49.994	60.462	73.652	90.320	111.435	138.237	172.317	215.711	271.024	341.590	431.663	35
40	48.886	60.402	75.401	95.026	120.800	154.762	199.635	259.057	337.882	442.593	581.826	767.091	40
50	64.463	84.579	112.797	152.667	209.348	290.336	406.529	573.770	815.084	1163.909	1668.771	2400.018	50

表 3 (续)
利率为 1%、期数为 n 的 1 美元普通年金的终值利息因子 (FVIFA_{1%,n})

$$(FVIFA_{1\%,n}) = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t} = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

期数 (n)	利率 (i)											
	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	25%	30%	40%	50%
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	2.130	2.140	2.150	2.160	2.170	2.180	2.190	2.200	2.250	2.300	2.400	2.500
3	3.407	3.440	3.473	3.506	3.539	3.572	3.606	3.640	3.813	3.990	4.360	4.750
4	4.850	4.921	4.993	5.066	5.141	5.215	5.291	5.368	5.766	6.187	7.104	8.125
5	6.480	6.610	6.742	6.877	7.014	7.154	7.297	7.442	8.207	9.043	10.946	13.188
6	8.323	8.536	8.754	8.977	9.207	9.442	9.683	9.930	11.259	12.756	16.324	20.781
7	10.405	10.730	11.067	11.414	11.772	12.142	12.523	12.916	15.073	17.583	23.853	32.172
8	12.757	13.233	13.727	14.240	14.773	15.327	15.902	16.499	19.842	23.858	34.385	49.258
9	15.416	16.085	16.786	17.519	18.285	19.086	19.923	20.799	25.802	32.015	49.153	74.887
10	18.420	19.337	20.304	21.321	22.393	23.521	24.709	25.959	33.253	42.619	69.814	113.330
11	21.814	23.045	24.349	25.733	27.200	28.755	30.404	32.150	42.566	56.405	98.739	170.995
12	25.650	27.271	29.002	30.850	32.824	34.931	37.180	39.581	54.208	74.327	139.235	257.493
13	29.985	32.089	34.352	36.786	39.404	42.219	45.244	48.497	68.760	97.625	195.929	387.239
14	34.883	37.581	40.505	43.672	47.103	50.818	54.841	59.196	86.949	127.913	275.300	581.859
15	40.417	43.842	47.580	51.660	56.110	60.965	66.261	72.035	109.687	167.286	386.420	873.788
16	46.672	50.980	55.717	60.925	66.649	72.939	79.850	87.442	138.109	218.472	541.988	1311.682
17	53.739	59.118	65.075	71.673	78.979	87.068	96.022	105.931	173.636	285.014	759.784	1968.523
18	61.725	68.394	75.836	84.141	93.406	103.740	115.266	128.117	218.045	371.518	1064.697	2953.784
19	70.749	78.969	88.212	98.603	110.285	123.414	138.166	154.740	273.556	483.973	1491.576	4431.676
20	80.947	91.025	102.444	115.380	130.033	146.638	165.418	186.688	342.945	630.165	2089.206	6648.513
25	155.620	181.871	212.793	249.214	292.105	342.603	402.042	471.981	1054.791	2348.803	11247.199	50500
30	293.199	356.787	434.745	530.312	647.439	790.948	966.712	1181.882	3227.174	8729.985	60501	383500
35	546.681	693.573	881.170	1120.713	1426.491	1820.713	2314.214	2948.341	9856.761	32423	325400	2912217
40	1013.704	1342.025	1779.090	2360.757	3134.522	4163.21	5529.829	7343.858	30089	120393	1750092	22114663
50	3459.507	4994.521	7217.716	10435.649	15089.502	21813.1	31515	45497	280256	1659761	50622288	127524998

表 4

利率为 1%、期数为 n 的 1 美元普通年金的现值利息因子 (PVIFA_{1%,n})

$$(PVIFA_{1\%,n}) = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t} = 1 - \frac{1}{(1+i)^n}$$

期数 (n)	利率 (i)										期数 (n)		
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%		11%	12%
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.901	0.893	1
2	1.970	1.942	1.913	1.886	1.859	1.833	1.808	1.783	1.759	1.736	1.713	1.690	2
3	2.941	2.884	2.829	2.775	2.723	2.673	2.624	2.577	2.531	2.487	2.444	2.402	3
4	3.902	3.808	3.717	3.630	3.546	3.465	3.387	3.312	3.240	3.170	3.102	3.037	4
5	4.853	4.713	4.580	4.452	4.329	4.212	4.100	3.993	3.890	3.791	3.696	3.605	5
6	5.795	5.601	5.417	5.242	5.076	4.917	4.767	4.623	4.486	4.355	4.231	4.111	6
7	6.728	6.472	6.230	6.002	5.786	5.582	5.389	5.206	5.033	4.868	4.712	4.564	7
8	7.652	7.326	7.020	6.733	6.463	6.210	5.971	5.747	5.535	5.335	5.146	4.968	8
9	8.566	8.162	7.786	7.435	7.108	6.802	6.515	6.247	5.995	5.759	5.537	5.328	9
10	9.471	8.983	8.530	8.111	7.722	7.360	7.024	6.710	6.418	6.145	5.889	5.650	10
11	10.368	9.787	9.253	8.760	8.306	7.887	7.499	7.139	6.805	6.495	6.207	5.938	11
12	11.255	10.575	9.954	9.385	8.863	8.384	7.943	7.536	7.161	6.814	6.492	6.194	12
13	12.134	11.348	10.635	9.986	9.394	8.853	8.358	7.904	7.487	7.103	6.750	6.424	13
14	13.004	12.106	11.296	10.563	9.899	9.295	8.745	8.244	7.786	7.367	6.982	6.628	14
15	13.865	12.849	11.938	11.118	10.380	9.712	9.108	8.560	8.061	7.606	7.191	6.811	15
16	14.718	13.578	12.561	11.652	10.838	10.106	9.447	8.851	8.313	7.824	7.379	6.974	16
17	15.562	14.292	13.166	12.166	11.274	10.477	9.763	9.122	8.544	8.022	7.549	7.120	17
18	16.398	14.992	13.754	12.659	11.690	10.828	10.059	9.372	8.756	8.201	7.702	7.250	18
19	17.226	15.679	14.324	13.134	12.085	11.158	10.336	9.604	8.950	8.365	7.839	7.366	19
20	18.046	16.352	14.877	13.590	12.462	11.470	10.594	9.818	9.129	8.514	7.963	7.469	20
25	22.023	19.524	17.413	15.622	14.094	12.784	11.654	10.675	9.823	9.077	8.422	7.843	25
30	25.808	22.396	19.601	17.292	15.373	13.765	12.409	11.258	10.274	9.427	8.694	8.055	30
35	29.409	24.999	21.487	18.665	16.374	14.498	12.948	11.655	10.567	9.644	8.855	8.176	35
40	32.835	27.356	23.115	19.793	17.159	15.046	13.332	11.925	10.757	9.779	8.951	8.244	40
50	39.196	31.424	25.730	21.482	18.256	15.762	13.801	12.233	10.962	9.915	9.042	8.304	50

表 4 (续)

利率为 $i\%$ 、期数为 n 的 1 美元普通年金的现值利息因子 ($PVIFA_{i,n}$)

$$(PVIFA_{i,n}) = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t} = \frac{1 - [1/(1+i)^n]}{i}$$

期数 (n)	利率 (i)										期数 (n)	
	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	25%	30%		40%	50%
1	0.885	0.877	0.870	0.862	0.855	0.847	0.840	0.833	0.800	0.769	0.714	0.667
2	1.668	1.647	1.626	1.605	1.585	1.566	1.547	1.528	1.440	1.361	1.224	1.111
3	2.361	2.322	2.283	2.246	2.210	2.174	2.140	2.106	1.952	1.816	1.589	1.407
4	2.974	2.914	2.855	2.798	2.743	2.690	2.639	2.589	2.362	2.166	1.849	1.605
5	3.517	3.433	3.352	3.274	3.199	3.127	3.058	2.991	2.689	2.436	2.035	1.737
6	3.998	3.889	3.784	3.685	3.589	3.498	3.410	3.326	2.951	2.643	2.168	1.824
7	4.423	4.288	4.160	4.039	3.922	3.812	3.706	3.605	3.161	2.802	2.263	1.883
8	4.799	4.639	4.487	4.344	4.207	4.078	3.954	3.837	3.329	2.925	2.331	1.922
9	5.132	4.946	4.772	4.607	4.451	4.303	4.163	4.031	3.463	3.019	2.379	1.948
10	5.426	5.216	5.019	4.833	4.659	4.494	4.339	4.192	3.571	3.092	2.414	1.965
11	5.687	5.453	5.234	5.029	4.836	4.656	4.486	4.327	3.656	3.147	2.438	1.977
12	5.918	5.660	5.421	5.197	4.988	4.793	4.611	4.439	3.725	3.190	2.456	1.985
13	6.122	5.842	5.583	5.342	5.118	4.910	4.715	4.533	3.780	3.223	2.469	1.990
14	6.302	6.002	5.724	5.468	5.229	5.008	4.802	4.611	3.824	3.249	2.478	1.993
15	6.462	6.142	5.847	5.575	5.324	5.092	4.876	4.675	3.859	3.268	2.484	1.995
16	6.604	6.265	5.954	5.668	5.405	5.162	4.938	4.730	3.887	3.283	2.489	1.997
17	6.729	6.373	6.047	5.749	5.475	5.222	4.990	4.775	3.910	3.295	2.492	1.998
18	6.840	6.467	6.128	5.818	5.534	5.273	5.033	4.812	3.928	3.304	2.494	1.999
19	6.938	6.550	6.198	5.877	5.584	5.316	5.070	4.843	3.942	3.311	2.496	1.999
20	7.025	6.623	6.259	5.929	5.628	5.353	5.101	4.870	3.954	3.316	2.497	1.999
25	7.330	6.873	6.464	6.097	5.766	5.467	5.195	4.948	3.985	3.329	2.499	2.000
30	7.496	7.003	6.566	6.177	5.829	5.517	5.235	4.979	3.995	3.332	2.500	2.000
35	7.586	7.070	6.617	6.215	5.858	5.539	5.251	4.992	3.998	3.333	2.500	2.000
40	7.634	7.105	6.642	6.233	5.871	5.548	5.258	4.997	3.999	3.333	2.500	2.000
50	7.675	7.133	6.661	6.246	5.880	5.554	5.262	4.999	4.000	3.333	2.500	2.000