

案例 2：迪士尼公司的货币互换

1985 年 7 月初，迪士尼公司的财务主管鲁夫·安德森（RoH Andelson）已在考虑将来从东京迪士尼乐园收到日元特许权收入的外汇风险问题。东京迪士尼乐园仅开业 2 年，由一家不相关的日本公司运营，该公司对迪斯尼的产品付一定的特许权使用费。这些日元的特许权使用费在去年已有很大程度的增长，安德森先生预计还会继续增长。由于最近日元对美元贬值，他正考虑规避风险的几种不同措施。

安德森先生考虑了运用外汇期权、期货与远期合约进行避险的措施。当然，他也考虑了将现有美元债务换为日元债务的方法。但是这些方法的吸引力并不是很大。他已在考虑一笔半年利率为 7.5% 的 150 亿日元 10 年定期贷款。与迪斯尼公司一起解决该问题的高盛公司提出了一个非同寻常的解决方案。迪斯尼公司可以发行一笔有偿债基金的 10 年期欧元欧洲债券，偿债基金可以以相当低的成本转成日元债务。尽管看起来这是一种迂回的日元融资方式，但安德森先生对这种低于日元贷款成本的方法感到满意。这样，他就要考虑国际资本市场上哪些因素能够促成这样一笔交易。

1. 公司情况

迪斯尼公司是总部位于加利福尼亚州伯班克的一个多元化经营的跨国公司，它经营娱乐休闲业、生产动画片和电视剧、投资房地产、出售消费品等。公司建立于 1938 年，接替了沃特与罗伊·迪斯尼于 1923 年创立的动画片公司。在早期影片中，迪斯尼兄弟塑造了唐老鸭与米老鼠等卡通形象。

公司经营着位于加州阿纳海姆的迪斯尼主题公园和位于佛罗里达州奥兰多的迪斯尼世界。除了 7 个主题区（鬼世界、冒险区、荒野区、未来世界、新奥尔良广场、中心大道和熊国）以外，迪斯尼乐园还因它的旅游和新奇而闻名。每个主题区都有饭店、旅馆和与周围主题相联系的购物商店。迪斯尼世界包括梦幻王国娱乐园（与迪斯尼娱乐园类似）和埃普考特（Epcot——Experimental Prototype Community of Tomorrow，未来世界模型）中心、3 个旅馆、为家庭娱乐而设计的野营地、高尔夫和其他娱乐设施、购物村、会议中心和其他住宿设施等。

除从国内的迪斯尼乐园和迪斯尼世界得到的娱乐休闲业收入外，公司还从东京迪斯尼乐园收到以日元支付的特许权使用费收入。与其他迪斯尼娱乐中心类似的这个乐园距东京商业区仅 6 英里，为一家与迪斯尼无关系的公司所拥有和运营，于 1983 年 4 月 15 日开业。

迪斯尼公司为遍布世界的观制作电影、电视剧和家庭录像。尽管公司的大部分影为动画式并且以少年观众为对象，但公司也为青少年和青年人制作影片。除此以外，迪斯尼公司还为广播电视网与付费电视市场设计和制作电视节目，如“迪斯尼神奇世界”、迪斯尼频道等。

通过它在 1984 年收购的房地产公司—阿维达公司，迪斯尼公司还设计和建造了一些与众不同的旅游景点和住宅区，主要在佛罗里达州。并在住宅区及附近建设一些购物中心和办公大楼等商用房产。在消费品方面，迪斯尼公司将其名称、形象、文学作品和歌曲音乐的特许权授予许多制造商、零售商、印刷商和出版商。公司还生产许多教育材料及教学辅助产品。

1984 年迪斯尼公司及其子公司的总收入比上年增长了 27%，达到了 17 亿美元。包括从东京迪斯尼乐园得来的特许权收入在内的娱乐休闲业收入。在截至 1984 年 9 月约目的会计年度中增长了 6%，达到 11 亿美元。虽然国内参观人数下降了 5% (0.31 亿人)，娱乐休闲业收入的增长反映了门票价格的增加、人均园内消费的增加及来自东京迪斯尼乐园的特许权收入。电影业收入增长了 48%，达到 2.45 亿美元，原因在于国内电影租金收入的强劲增长。小区建设和消费品收入又分别使其收入增加了 2.04 亿美元和 1.1 亿美元。

1984 年净收入为 0.978 亿美元，比 1983 年增长了 5%。增长主要是由于公司刚收购的房地产公司营业利润的增长和电影娱乐部门的转机。1984 年，娱乐休闲业的费前营业利润下降了 2%。公司费用的大额增长主要是由于收购阿维达公司引起的 2000 万美元临时成本以及大量借贷导致的利息费用上升。公司还因降低了几部动画片和几个开发项目的价格而付出了 1.66 亿美元的额外费用。

总资产在 1984 会计年度末增长了 15%，达到 27 亿美元，主要因为收购阿维达公司引起的房地产存货的增加。1984 年借款增加了一倍多，达到 8.62 亿美元，这主要是因收购阿维达公司而增加的 2.15 亿美元的债务以及因回购拉森保险公司持有的 0.42 亿公司普通股而导致的 3.28 亿美元支出。该公司曾对迪斯尼公司提出收购竞价。资产负债率从上一会计年度的 20% 上升到 1984 年 9 月 30 日的 43%，之后降至 32%。2/3 的负债由利率较高的短期银行借款和商业票据组成。公司有总计为 1.75 亿美元、信用评级为 A 的发行在外的两笔独立的欧洲美元债券。0.75 亿美元 1989 年到期的债券中有 0.5 亿美元已被互换成成本为 7.4% 的日元债券。公司还有需在未来 8 年内每半年支付一次本金和利息的利率为 8.6% 的日元定期贷款。

1985 年 3 月 31 日前，迪斯尼公司已将其短期债券成功地削减至 1.687 亿美元。同时，在外的商业票据增加到 3.522 亿美元。另外，1986 年到期的 15.75% 的欧洲美元债券已经提前赎回并以五笔利率低得多的 2 年期欧洲美元债券代替。

2. ECU 和 ECU 欧洲债券市场

ECU (欧洲货币单位) 作为计量单位是在 1978 年被组成欧洲货币体系的国家正式接受的。它被用来作为监管成员国之间汇率差异的基础以及欧洲货币体系内官方认可的储备货币。ECU 作为一种组合货币，被定义为以各欧洲货币的贸易量为权重的一篮子货币。1985 年中期，组成 ECU 的货币的数量见图表 26。这些权重是为 1989 年下一个官方五年报告安排的。随着西班牙和葡萄牙加入欧共体的可能性加大，市场参与者预期这些国家的货币在那时会并入 ECU。

欧洲货币单位的构成

德国马克	0.719	比利时法郎	3.71
英镑	0.878	卢森堡法郎	0.14
法国法郎	1.31	丹麦克朗	0.219
意大利里拉	140.00	爱尔兰镑	0.00871
荷兰盾	0.258	希腊德拉克马	1.15

ECU（欧元）同其他货币一样在外汇市场进行交易，也有现货与远期交易。但远期交易市场较小，长期的远期交易还没有。大多数欧洲国家（德国除外）的银行均接受 ECU 存款和发放 ECU 贷款。其他金融工具包括 ECU 存单、ECU 欧洲债券和浮息债券、美国国内债券市场（扬基债券，Yankee）上的 ECU 债券。理论上的 ECU 利率为 ECU 组成货币的利率的加权平均。因为非居民难以参与某些国家的货币市场且长期利率经常是不存在的，于是 ECU 往往有其自己的利率。历史上 ECU 的利率超过理论利率 1%-1.5%。ECU 的利率一般超过坚挺的组成货币的利率而低于疲软组成货币的利率。

第一笔 ECU 欧洲债券为 0.35 亿 ECU，是在 1981 年 4 月由一家意大利政府机构发行的，期限为 6 年，利率为 13%。那次发行以后，ECU 欧洲债券市场发展很快，就新发行量而言成为仅次于美元和德国马克的第三大欧洲债券市场。据国际债券商协会统计，1985 年中期，发行在外的有总额超过 95 亿 ECU 的 175 种固息 ECU 欧洲债券。（除此以外，尚有 7 种总额为 4.5 亿 ECU 的浮债券。）历史上 ECU 欧洲债券的平均发行规模在 3000 万~5000 万 ECU，但最近 1 亿 ECU 的规模也是比较寻常的了。ECU 欧洲债券的原始到期日为 6~10 年，大部分的固定利率在 9%~11% 之间。

在早些年，ECU 欧洲债券的发行者主要是欧洲的跨国机构、银行和政府机构。非欧洲及非金融机构借款者缺乏的原因在于缺少有吸引力的外国货币互换。但在 1985 年中期，非金融公司借款者已超过新发行者的 1/4，同时跨国机构、政府和政府机构占 1/3。而银行则占 1/3。尽管 3/4 的借款者仍是欧洲的，但美国和加拿大的借款者已占 10%，远东的借款者占了另外的 7%。市场参与者认为市场的迅速发展和参与者的扩大应归功于 ECU—美元互换市场的发展。

ECU 欧洲债券传统上出售给已开设 ECU 银行账户的法国、比利时、卢森堡和瑞士客户。欧洲债券的投资者主要为 ECU 的高利息和较本国货币更高的稳定性所吸引。因为需求比较集中，所以新的发行通常是由法国或比利时的大银行牵头管理。但有迹象表明，1985 年中期增加的机构方面的需求不仅来自于欧洲的机构，还来自于那些想使其投资组合进一步多元化而不是仅限于美元的日本和美国的基金。

3. 迪斯尼公司面临的问题

随着东京迪斯尼乐园 1983 年 4 月的开业以及日元特许权使用费的注入，安德森先生很关心未来日元与美元即期汇率波动可能给迪斯尼公司带来的风险。现在日元对美元的汇率为 248:1，较 1 年前的 229.70:1 已降低了几近 8%。在 1984 年会计年度中，日元特许权收入已超过了 80 亿日元。然而，因为迪斯尼乐园会吸引更多的日本游客和去东京旅游的外国游客，所以安德森先生估计特许权收入在未来几年还会以 10%-20% 的速度增长。

安德森先生考虑过几种对部分日元收入进行套期保值的方法，如外汇期权、期货和远期合约。他所面对的一个问题是套期保值的时间应为多长。流通市场中的期货和期权合约的到期日一般为 2 年乃至更短。银行的外汇远期合约也有着同样的问题。尽管迪斯尼公司已从其银行得到长期外汇远期合约的价格表，但银行会将外汇远期合约作为它们对迪斯尼公司融资的一部分来考虑，这样就会占用宝贵的信贷额度。

迪斯尼公司还有一种选择，就是如其一年前一样再次进行外币互换，将更多

的现存美元债务转换为日元债务。但这也将是短期的，因为迪斯尼公司的欧洲美元债券将在 1-4 年内到期。他也知道期限为 4 年以下的日元互换往往是不太有吸引力的。而且，这种做法不会产生额外的现金流量，迪斯尼公司将进一步减少它的短期债务。当时安德森先生已排除了期限较长的欧洲美元债券发行的可能性，虽然它更易换为日元，因为迪斯尼近期已发行过欧洲美元债券，而且公司目前的负债率较高。欧洲日元债券也是不可能的。尽管近期欧洲日元债券市场已放开，但在现行日本大藏省的法规下，迪斯尼公司是不能发行欧洲日本债券的。

这样，如果迪斯尼想在较长时间内保值的话，看起来其惟一的选择是以优惠利率从日本银行借入定期贷款。迪斯尼正在考虑一笔 10 年期 150 亿日元的一次还本贷款，其本金在最后到期日一次支付，7.5% 的利息半年支付一次，前期费用为 0.75%。

但正与迪斯尼一起为这件事努力的高盛公司提出了一个非同寻常的措施。该公司建议迪斯尼公司发行一笔 10 年期 ECU 欧洲债券，这笔债券可以转换为比日元定期贷款费用更低的日元债务。该公司准备以面值的 100.25% 承销 8000 万元 10 期 ECU 欧洲债券，利率为 9.125%，承销费为 2%。迪斯尼支付的额外费用最高为 7.5 万美元。从发行 6 年后开始至到期日，这笔欧洲债券将支付 1600 万 ECU 年偿债基金支付额。如果 ECU 欧洲债券发行了，迪斯尼公司将是进入该市场的第二个美国公司。这将是首次用分期方式偿还本金的 ECU 债券。因此，安德森先生正在考虑市场对此类发行的接受程度。

高盛公司还安排了一家信用评级为 AAA 的实力雄厚的日本银行——日本兴业银行 (IBJ) 作为 ECU 与日元互换的中介。在这种安排下，迪斯尼公司将交换其发行 ECU 欧洲债券的净收入。而兴业银行将按欧洲债券的本金和利息为迪斯尼公司进行将来的支付。迪斯尼公司能够将日元收入按当前汇率折成美元以减少它的短期借款。在提出建议时，ECU 对美元的汇率为 0.742:1，日元对美元的汇率为 248:1。

4. 互换的各方

高盛公司注意到法国的一家公用事业公司想把它的一部分日元债务换成美元债务。这家公司是世界资本市场的一个主要借款者，因为国内的法郎市场和尚不成熟的欧洲法郎债券市场（半闭 5 年后于 1985 年 4 月重新开放）远不能满足它的融资需求。其信用评级为 AAA，除了各类国内借款、私人借贷款和定期贷款外，它还公开发行了大量的美元、ECU、日元和德国马克欧洲债券。像许多欧洲政府机构一样，因 ECU 与其原有的现金流更加匹配，所以它更偏好 ECU 债务。但欧洲的国家、政府机构，亦包括这家法国公用事业公司被认为发行了过多的 ECU 债务，对 ECU 债券购买者的吸引力在下降。

在迪斯尼公司准备融资之际，这家公司想换出将在 5 年后用偿债基金偿还的 10 年期日元贷款。这样，高盛公司可以为迪斯尼与这家公司安排一项以日本兴业银行为中介的互换，在互换中，这家公司将承担 ECU 债务并在将来收到日元，迪斯尼将承担日元债务并在将来收到 ECU。兴业银行将为法国公司每半年支付一次数量上相当于日元定期贷款的偿债金额，作为交换，法国公司将付给兴业银行数量上超过兴业银行必须对迪斯尼支付的 ECU。在互换中，法国公司“收到”的 ECU 本金只是名义上的，这将由迪斯尼公司的融资数量和 ECU 与日元的汇率决定，所以，法国公司事实上不会收到新的资金。高盛公司相信互换后法国公司的 ECU 资金流量的全部成本将低于当时 ECU 欧洲债券市场上的成本。而且法国公司能够

通过调整互换资金流量对未来的日元支付进行匹配，实现降低日元风险的目标。

当安德森先生坐在他的办公室里思考这项建议时，他不由地被促使这项交易成功所需要的从纽约到欧洲再到东京的世界资本市场上的众多因素所震惊。需要极大的智能才能促进这项交易的成功。当然，在决定之前，他需要仔细考虑这样做对迪斯尼而言是否值得。

表 1: 1982-1984 年迪斯尼公司与其下属公司的合并利润表
(单位: 仟美元, EPS 除外)

	1982	1983	1984
收入			
娱乐休闲业	725, 610	1, 031, 202	1, 097, 359
电影业	202, 102	165, 458	244, 552
小区建设			204, 384
消费品	<u>102, 538</u>	<u>110, 697</u>	<u>109, 682</u>
合计	<u>1, 030, 250</u>	<u>1, 307, 357</u>	<u>1, 655, 977</u>
成本和费用			
娱乐休闲业	592, 965	834, 324	904, 664
电影业	182, 463	198, 843	242, 303
小区建设			162, 158
消费品	<u>54, 706</u>	<u>53, 815</u>	<u>55, 819</u>
合计	830, 134	1, 086, 982	1, 364, 944
(1)-(4) 项前收入(损失)	200, 116	220, 375	291, 033
娱乐休闲业	132, 645	196, 878	192, 695
电影业	19, 639	(33, 385)	2, 249
小区建设			42, 226
消费品	<u>47, 832</u>	<u>56, 882</u>	<u>53, 863</u>
合计	200, 116	220, 375	291, 033
一般管理费用	30, 957	35, 554	59, 570
放弃的设计元素	5, 147	7, 295	7, 032
净利息费用(收入)	<u>(14, 781)</u>	<u>14, 066</u>	<u>41, 738</u>
(1) 公司费用	21, 323	56, 915	108, 340
(2) 非常支出			165, 960
(3) 所得税	78, 700	70, 300	(5, 000)
(4) 加: 投资课税抵免的会计调整			<u>76, 111</u>
净利润	100, 093	93, 160	97, 844
会计调整前每股收益	3. 01	2. 70	0. 61
会计调整前			2. 12
每股收益	3. 01	2. 70	2. 73
流通在外普通股和普通等值股的平均数	33, 225	34, 481	35, 849

表 2：1983-1984 年迪斯尼公司与其下属公司的合并资产负债表(单位：仟美元)

	1983	1984
资产		
现金	18,055	35,346
应收帐款净额和应收票据	104,746	172,762
可退还所得税	70,000	60,000
商品存货	77,945	83,467
电影制造成本	127,010	102,462
房地产		229,424
娱乐及其他资产	2,251,297	2,413,985
减：累计折旧	(504,365)	(600,156)
建设中项目	108,190	94,710
土地	<u>16,687</u>	<u>28,807</u>
净值	1,871,809	1,937,346
其他资产	111,630	118,636
总资产	<u>2,381,195</u>	<u>2,739,443</u>
负债和股东权益		
应付帐款、应付工资和其他应付款	182,709	239,992
应付所得税	13,982	24,145
借款	352,575	861,909
预收保证金和预付款	109,556	178,907
递延税款	<u>321,845</u>	<u>279,005</u>
负债总计	980,667	1,583,958
不以平价发行和流通在外的普通股(分别为 33279 股和 34509 股)	661,934	359,988
保留盈余	<u>738,594</u>	<u>795,497</u>
股东权益	1,400,528	1,155,485
负债和权益合计	<u>2,381,195</u>	<u>2,739,443</u>

表 3:	1983-1985 年未清偿借款分析		(单位: 百万美元)	
	1983 年 9 月 30 日	1984 年 9 月 30 日	1985 年 3 月 31 日	
采用循环信用额度的无担保借款和银行定期贷款		408	168.7	
商业票据	118.2	200.2	352.2	
1986 年 9 月 1 日到期的, 利率为 15.75% 的欧洲美元票据 ^a	100	100		
1987 年 1 月 10 日到期的, 利率为 12.50% 的欧洲美元票据			150	
1989 年 3 月 15 日到期的, 利率为 12.50% 的欧洲美元票据 ^b	75	75	75	
1993 年 29 月 1 日到期的, 利率为 8.6% 的日元定期贷款 ^c	59.4	53.1	50	
其他		25.6	58.4	
	352.6	861.9	854.3	

a. 1984 年 10 月 17 日通知

b. 在 7500 万美元的未偿余额中, 公司用 5000 万美元做了约 120 亿日元债券互换。该合成的日元借款于 1989 年 3 月 4 日到期, 每年支付 7.4%

c. 到 1985 年 3 月 31 日日元本金的未偿余额为 125 亿日元, 每半年支付日元本金 7.65 亿日元

表 4: 1983-1985 年 日元/美元平均兑换率和平均价格指数一览表			
	日元/美元	美国 CPI	日本 CPI
1980	225.7	113.5	107.8
1981	220.1	110.3	104.9
1982	248.3	106.2	102.7
1983	237.4	103.2	101.9
1984	237.3	104.3	102.3
1985		103.6	102.0
第一季	257.5		
第二季	250.		

表 5：日元长期外汇期货交易

年	直接报价法	
	买入价	卖出价
即期	247.95	248.05
1	242.05	242.65
2	235.95	239.05
3	227.95	231.55
4	217.95	222.55
5	208.95	213.55
6	200.95	210.55
7	192.95	204.05
8	185.95	199.05
9	178.95	192.55
10	172.95	189.05

表 6：具有偿债基金的 10 年期欧洲货币单位欧洲债券现金流量

面值	8,000 万 ECU
价格	100.250%
息票率	9.125%
费用	2.000%
支出	75,000 美元
美元/欧洲货币单位	0.7420
现金流量	
年	(以百万欧洲货币单位为单位)
0	78.499
1	(7.300)
2	(7.300)
3	(7.300)
4	(7.300)
5	(7.300)
6	(23.300)
7	(21.840)
8	(20.380)
9	(18.920)
10	(17.460)

表 7：欧洲货币单位/日元货币互换现金流量				(单位：百万美元)	
年	迪斯尼公司货币互换现金流量： 从日本兴业银行获得或支付给该行		法国公用事业公司货币互换现金流量： 从日本兴业银行获得或支付给该行		
	欧洲货币单位	日元	欧洲货币单位	日元	
	(A)	(B)	(C)	(D)	
0.0	(78.499)	14,455.153 ^a	80.000	(14,455.153) ^b	
0.5		(483.226)		483.226	
1.0	7.300	(483.226)	(7.350)	483.226	
1.5		(483.226)		483.226	
2.0	7.300	(483.226)	(7.350)	483.226	
2.5		(483.226)		483.226	
3.0	7.300	(483.226)	(7.350)	483.226	
3.5		(483.226)		483.226	
4.0	7.300	(483.226)	(7.350)	483.226	
4.5		(483.226)		483.226	
5.0	7.300	(1,808.141)	(7.350)	1,808.141	
5.5		(1,764.650)		1,764.650	
6.0	23.300	(1,721.160)	(23.350)	1,721.160	
6.5		(1,677.670)		1,677.670	
7.0	21.840	(1,634.179)	(21.880)	1,634.179	
7.5		(1,590.689)		1,590.689	
8.0	20.380	(1,547.199)	(20.410)	1,547.199	
8.5		(1,503.708)		1,503.708	
9.0	18.920	(1,460.218)	(18.940)	1,460.218	
9.5		(1,416.728)		1,416.728	
10.0	17.460	(1,520.450)	(17.470)	1,520.450	

注：这些互换交易的现金流量不包括向日本兴业银行或高盛公司支付的费用。美元与欧洲货币单位的兑换率 1 欧洲货币单位兑 0.7420 美元，美元与日元的兑换率为 1 美元兑 248 日元。

a. 迪斯尼公司从日本兴业银行获得了最初的日元本金仅与互换交易有关，完全按照日元的融资成本计算。在即期市场上将最初的日元本金兑换成美元，迪斯尼公司可最终获得新的美元融资。

b. 法国公用事业公司的本金完全是名义上的，通过互换交易不产生新的净资金。

表 8：1985 年中期法国公用事业公司公开交易的欧洲债券余额一览表

货币种	数量 (以百万计)	发行日	到期日	期限(年)		息票率	到期收益率
				原有的	剩余的		
美元	20	1971 年 5 月	1986 年 5 月	15	0.8	8.50%	9.32%
美元	50	1977 年 6 月	1987 年 6 月	10	1.9	8.500	9.30
美元	100	1976 年 8 月	1986 年 9 月	10	1.2	8.900	9.08
美元	100	1979 年 4 月	1986 年 4 月	7	0.8	9.625	9.09
美元	125	1980 年 6 月	1988 年 7 月	8	3.0	10.000	10.09
美元	225	1985 年 6 月	1995 年 7 月	10	10.0	10.000	10.80
美元	100	1983 年 4 月	1993 年 5 月	10	7.8	11.125	10.76
美元	100	1980 年 5 月	1990 年 5 月	10	4.9	11.258	10.84
美元	150	1982 年 10 月	1987 年 10 月	5	2.3	12.750	9.57
美元	200	1982 年 4 月	1989 年 4 月	7	3.8	14.375	10.45
美元	500	1984 年 9 月	1994 年 9 月	10	9.2	-	11.44
美元	300	1985 年 3 月	1997 年 3 月	12	11.7	LIBOR+1/4	9.66
美元	400	1984 年 2 月	1999 年 2 月	15	13.7	LIBOR+1/8	9.70
欧洲货币单位	75	1985 年 2 月	1995 年 3 月	10	9.7	9.750	9.37
欧洲货币单位	60	1982 年 12 月	1993 年 1 月	10	7.5	12.500	10.00
日元	20000	1985 年 1 月	1995 年 1 月	10	9.6	6.875	6.83
德国马克	200	1983 年 9 月	1993 年 10 月	10	8.3	8.375	7.12
德国马克	100	1982 年 9 月	1992 年 9 月	10	7.2	8.875	7.38

数据源：The Association of International Bond Dealers.

注：国内发行的债券，非公开发行的债券和定期贷款除外

LIBOR 是指伦敦银行同业拆款利率