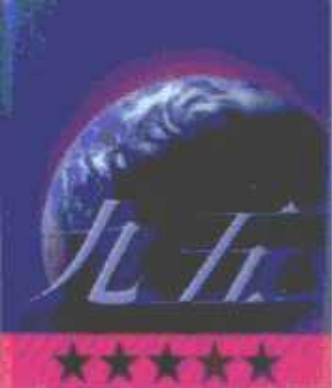




“九五”普通高等教育国家教育部重点教材

现代投资经济学

XIANDAI TOUZI JINGJIXUE

(下册)

主 编 杨继瑞
副主编 史向东

59-43



四川大学出版社



“九五”普通高等教育国家教育部重点教材

现代投资经济学

XIANDAI TOUZI JINGJIXUE

(下册)

主 编 杨继瑞
副主编 史向东

四川大学出版社

2000年·成都

责任编辑:张振芳
封面设计:冯先洁
责任印制:石大明

图书在版编目(CIP)数据

现代投资经济学/杨继瑞主编. —成都:四川大学出版社, 2000.5

ISBN 7-5614-1864-7

I. 现... II. 杨... III. 投资经济学—高等学校—教材 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 29579 号

书名 现代投资经济学(下)

作 者 主 编 杨继瑞
副主编 史向东
出 版 四川大学出版社
地 址 成都市一环路南一段 24 号 (610065)
印 刷 西南民族学院印刷厂
发 行 新华书店经销
开 本 850mm×1168mm 1/32
印 张 24.375
字 数 608 千字
版 次 2000 年 6 月第 1 版
印 次 2000 年 6 月第 1 次印刷
印 数 0 001~3 000 册
定 价 38.00 元(上、下册)

◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。电话:5412526/5414115/5412212 邮编:610064
◆本社图书如有印装质量问题,请寄回印刷厂调换。

版权所有◆侵权必究

第十三章 实业投资

实业投资是现代投资的重要内容，主要涉及资金来源、产业方向和地点选择、生产性实物投资时机的决策、企业兼并以及决策的财务分析等内容。

第一节 实业投资及其资金来源

实业投资是与企业生产、经营相联系的企业微观投资活动。在商品经济条件下，实业投资的资金来源多样化，企业必须正确决策，合理选择资金来源渠道。

一、实业投资概述

（一）实业投资

实业投资是从企业角度进行的投资，投资会增加企业的资本。从作用来看，有两个方面：一是通过生产性实物投资来扩大生产规模；二是通过资本流动实现生产规模的扩张，或进入其他生产领域实现多元化生产。

实业投资与生产性实物投资都能增加企业资本品数量，但二者有所不同。生产性实物投资会形成新的资本品，也就是说通过这种活动会形成新的厂房、设备和库存。因此，生产性实物投资

有宏观效应，能增加一个社会的资本存量。这种投资活动的资金来源可以是利润的积累，也可以是折旧基金。其中，通过生产性积累而进行的生产性实物投资称为基本建设投资；使用折旧基金进行的生产性实物投资称为重置投资，在我国也称为更新、改造投资。但也可以看到，增加一个企业的资本品数量既可以通过生产性实物投资，也可以通过现有企业的资本流入，例如兼并其他企业等方式。所以说，生产性实物投资是实业投资的内容之一。

不仅如此，实业投资与我们常说的直接投资也是有区别的。直接投资有两大特点：一是形成新的资本品，二是资金来源是企业内部的生产性积累。与实业投资相比，直接投资并不包括资本流动，资金来源渠道也是特定的。因此直接投资也只是实业投资的一部分内容。

（二）实业投资的意义

投资项目要有好的经济效益，需要充分发挥实业投资的作用。实业投资的作用主要有四个方面：扩大生产规模，实现企业的规模效益；开发新产品，提高技术水平，发展后续生产能力；生产多种产品，发挥多元化生产的好处；为企业发展抓住新的投资机会。

1. 扩大生产规模可以实现企业的规模效益

规模是指所有生产要素同时变动，从而当生产规模变动时所引起的产量变动情况。规模效益是指随着产量相应增加，单位产品成本的变动情况。在企业生产过程中，随着生产规模的扩大，产量相应增加。在这一过程中，单位产品成本逐渐降低。其原因在于随着生产规模的扩大，单位固定成本会降低。例如，企业在生产规模扩大时可以使用更先进的设备；通过分工，提高劳动熟练程度；提高管理人员的效率；综合利用副产品；还可以以更有利的条件采购原料或推销产品等。但生产扩大到一定程度，随着产量的进一步增加，单位产品固定成本又会逐渐提高。这样，单位

产品成本不仅不会继续降低，反而会提高。因此，在一定范围内扩大生产规模可以使企业取得规模效益。

2. 实业投资可以开发新产品，提高技术水平，从而发展后续生产能力

企业的现实生产能力和经营状况并不是一成不变的。在科技不断进步、市场需求不断变化的情况下，企业的现实生产能力和技术上的优势可能并不会持续很久。例如，新技术取代旧技术、新产品取代旧产品时，企业产品的价格优势、品种优势、质量优势就会失去，产品会因不适应市场需求而滞销。所以，企业在保持和发展现有生产能力的同时，还应通过实业投资发展后续生产能力，不断提高技术装备水平、工艺先进程度和劳动力素质，从产品质量、性能、花色、品种上不断更新换代。只有这样，资本才能在不断的生产周转中实现保值、增殖。

3. 实业投资可以发展多种产品的生产，发挥多元化生产的好处
多元化生产又有三种类型：一是生产一种产品的多个品种，多品种相互搭配，满足人们的不同偏好；二是向资源供应渠道和产品分配渠道扩展其直接经营的范围，建立自己的原材料供应渠道和产品销售网络；三是通过内部开发和外部购买，企业增加与现有产品或服务极不相同的新产品或服务的生产。这是三种企业发展战略，分别是集中生产和同心多样化战略、纵向一体化战略和多样化发展战略。实业投资是实现企业发展战略的重要途径。

4. 通过实业投资，可以抓住新的投资机会，开拓新的生产领域
萨缪尔逊曾经指出，投资机会取决于新的发展、新的产品、新的疆域的开发，以及新的人口、较多的生产与收入等因素。这些因素集中反映在三个方面：市场需求的变化、政府经济政策和技术发展。例如，在科学技术出现突破性发展的年代，投资机会非常多。莱特兄弟发明了飞机，世界上出现了航空制造和航空运输业；20世纪40年代出现了计算机，到现在发展成为信息产业等等

都是技术发展开拓新的生产领域、推动产业结构升级的生动实例。把握新的投资机会离不开企业家的作用。美国著名经济学家熊彼特认为，企业家是实现生产要素新组合的人们。能称得上企业家的人，都善于适应市场变化，抓住新的投资机会，不断创新。

（三）实业投资的内容

企业的实业投资中所遇到的具体问题大致有以下几个方面，它们构成了实业投资的主要内容。其一是资金来源，包括来源渠道和来源结构。现代企业资本结构理论对企业资金来源决策有重要指导意义。其二是投资的产业方向。投资方向的选择与产品的供求有密切联系，但投资尤其是生产性实物投资有一个较长的投资周期，对市场供求的变化应该具有预见性，而不是主要考虑现实的需求。政府产业结构政策对企业选择产业方向具有重要的指导意义。其三是投资的地点选择。投资的地点选择除了要考虑某一区域的资本利润率、产业发展优势，还要考虑一些重要的区位选择因素，例如，运输量、转移费率、运输距离、竞争、企业规模等。

此外，企业经营规模与市场进入壁垒，企业最优资本存量，企业生产性实物投资要考虑的类型与决策，折旧政策与重置投资以及企业兼并、合并和控股，实业投资决策的财务分析等也是实业投资要考虑的重要内容。其中企业兼并、合并、控股是近年来我国企业才开展起来的重要资产经营活动。由于这些活动对调整产业结构的重要意义，因而得到了政府的鼓励和支持。

二、实业投资的资金来源渠道

实业投资的资金来源主要有四条渠道：负债、自有资金、政府财政资金以及调整资产结构。从资金来源的范围来看，可以利用国内资金，也可以利用国外资金。

（一）企业自有资金用于实业投资

企业自有资金又称所有者权益，包括资本金、资本公积金、盈余公积金和未分配利润四个内容。资本金，即注册资本，它是投资者实际投入企业经营活动的各种财产物资。在我国，企业必须拥有一定的注册资本方可设立开业，这部分资本不可随意抽减。资本公积金是指包括股本溢价、法定财产重估增值和接受馈赠资产价值等在内的资本项目。盈余公积金是按照有关规定从利润中提取的公积金。企业获得利润后，不能一次全部分配给投资者，而是要先按规定提取一定比例的准备金，即盈余公积金，以用于日后业务发展、企业公益事业或提高偿债保证程度。未分配利润是企业当年税后利润中未分配给投资者而留在企业内的利润。企业自有资金主要来自三个方面：企业的自身积累、发行股票和政府财政投资。

企业的自身积累主要来自当年企业的税后利润，决定于两个因素：一是政府所得税政策，二是企业利润水平。而企业盈利水平是主要方面。因此，提高企业经济效益是增强企业自我发展能力的基础，而政府税收政策是指导投资方向的重要手段。

税后利润在利润分配过程中，首先要提取盈余公积金，剩下的部分称可分配利润。可分配利润可以全部分配给投资者，也可以只分配给投资者一部分。没有分配给投资者的可分配利润形成未分配利润。因此，企业的自身积累具体表现为当年增加的盈余公积金和未分配利润，这些积累可以用于企业添置固定资产或增加流动资金。

值得一提的是，当年分配给投资者的利润可以以红利形式，也可以以红股的形式分配。以红股的形式分配的利润将增加资本金，它仍然留在企业中，是投资者新增的投资。

发行股票筹资是股份制企业建立和发展所需资金的主要来源。股票的发行有两类：一是股份制企业建立时发行新股，二是

股份制企业增资发行股票。发行股票的面值资金收入形成企业的资本金。但股票一般都采用溢价发行，高出面值的资金收入少部分成为证券商的收入，多数成为企业的资本公积金。资本公积金仍然是股东的财产。例如，某股票面值1元，发行1 000万股，在股票发行市场按每股4.2元的价格溢价发行。其中，0.2元是证券商收入。这样，通过发行股票，企业形成资本金1 000万元，资本公积金3 000万元。企业实际得到4 000万元自有资金，可用于实业投资。

股份制企业增资发行股票在我国一般都采用配售给老股东的方式，老股东通过购买这些股票，增加企业的资本金和资本公积金，为实业投资提供长期、稳定的资金来源。需要指出的是资本公积金转增资本金称为转增股本，股东手中的股票会因转增股本而增加，但企业自有资金不会增加。

购买股票参与企业投资的投资者可以分为政府、企业法人、个人和外商四类。在我国，他们购买的股票分别称为国家股、法人股、个人股和外资股。按我国《公司法》规定，除了股份有限公司，另一种公司形式称为有限责任公司。与股份有限公司不同的是有限责任公司是由少数发起人合资设立的企业，不能向社会公开发行股票。因此，有限责任公司的资金来源渠道和规模要受限制。

（二）以负债形式筹集资金

负债是企业所承担的能以货币计量，需要资产或劳务偿付的债务。企业对债权人的负债必须到期还本付息，对自有资金来说则不存在到期还本付息问题。即使是在企业清算解散时，也应先偿还企业所欠债权人的负债，如果有剩余财产的话，再退还给企业的投资者，否则投资者就要遭受损失。以负债形式筹集资金的主要方式是发行企业债券、从商业银行贷款和租赁融资。

1. 企业债券

企业债券是企业发行的反映债权债务关系的凭证。发行企业债券和股票都是在资金市场筹集资金的手段,但二者有很大区别:企业债券反映的是债权债务关系,股票反映的是股东对企业的所有权。企业债券一般有固定利率,有偿还期;股票没有固定利率,没有偿还期。企业债券风险较小,收益较小,到期还本付息,有法律保障,投资者对企业经营管理不承担责任,利息列入企业成本;股票风险较大,收益较高,按时分配股利,不还本付息,是否分配股利、分配多少由企业董事会根据企业经济效益和股利分配政策决定,法律没有具体规定,股利在税后可分配利润中支出,投资者对企业经营管理承担有限责任。发行债券不要求经常公布企业的经营信息;发行股票要求定期公布企业经营情况,不利于企业保守经营秘密。普通股持有者有权参与企业经营活动,债券持有者无权参与企业经营管理。

企业发行债券筹集资金要具备一定条件。例如,在我国,企业发行债券的累计总额不能超过公司自有资金的40%,最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息等。符合了这些条件,经当地人民银行批准,可以委托有关金融机构代理发行债券和还本付息。

2. 银行贷款

银行贷款按贷款方式分为三类:抵押贷款、担保贷款和信用贷款。抵押贷款是借款者申请借款时,必须提供与借款金额相应的财产、物资或有价证券作抵押。贷款到期,如果借款方无力归还贷款本息,银行有权变卖抵押品以偿还贷款本息。担保贷款方式是借款人申请贷款时,必须有与借款金额相应的有经济实力的单位或个人担保,担保单位或个人的固定资产和流动资金总值不得少于贷款金额。信用贷款是凭借款方的可靠信誉或以与银行有密切经济联系为基础而发生的借贷关系。目前,以抵押贷款、担保贷款方式为主,信用贷款方式较少采用。

银行贷款按使用方向可分为固定资产贷款和流动资金贷款两类。过去我国只有中国人民建设银行办理固定资产贷款，现在各商业银行都能办理这项贷款，但仍然以建设银行为主。无论是国有工商企业，还是集体工商企业都可以通过银行贷款方式取得建设资金。

实业投资所需的各项贷款中，以基本建设贷款和技术改造贷款为主。对于列入国家投资计划，以扩大生产能力为主要目的的新建、扩建项目，在预算内投资和自筹投资资金不足时，可以向银行申请基本建设贷款。企业对原有设施进行更新和技术改造，以及相应配套的辅助生产、生活设施和有关工作，当提取的折旧基金、生产发展基金不能满足需要时，可向银行申请技术改造贷款。

3. 融资租赁

融资租赁又称金融租赁，它是在企业选定其需要的设备后，商请银行或租赁公司向设备制造商或经销商购买该项设备，并由这家企业与银行或租赁公司签订协议，承租使用的活动。与我们经常所看到的房屋出租等经营性租赁不同，对融资租赁所租用设备的管理更类似于自有设备，表现在以下两个方面：一是租赁是长期的，租赁费要基本能抵补投入的资金；二是设备在使用中的各项开支均由企业支付。融资租赁更类似于银行贷款，它是商品资金与借贷资金相结合的一种筹资活动。事实上，一些情况下，企业向银行贷款是为了购置生产所需的设备。这时如果直接得到了所需设备，则能起到与贷款一样的作用。不仅如此，融资租赁对企业更有利，出租设备的银行或租赁公司要承担购置设备可能带来的风险。

融资租赁是国外重要的融资方式。以美国为例，80年代租赁的资本设备超过60年代的5倍，总值1000亿美元。企业每年投入使用的资本设备约有15%~20%来自于融资租赁。我国融资租赁业务正在发展之中，它是企业实业投资的一条重要的资金来源。

此外，企业在实业投资中还可以利用国家预算内财政资金以及外资。由于我国的财政有建设型财政的特征，即使在社会主义市场经济条件下，财政预算内投资在国有企业投资中仍然占相当的比重。在当前全球经济一体化，我国加速对外开放的形势下，利用外资更有意义。利用外资的渠道有两大类：一类是外国直接投资，另一类是外国间接投资。这些内容将在以后介绍。

三、资金来源结构的决策

资金来源结构包括资金来源的时间结构、资金来源渠道构成，资金成本是确定资金来源渠道构成的重要依据。

（一）资金可用期限

资金来源和使用方向有密切关系。在实业投资中，一部分资金用于购建固定资产；还有一部分资金用作流动资金，购建固定资产时需要流动资金，生产经营过程也需要流动资金。固定资产的投资周期较长，流动资金的投资周期较短，因此在资金来源上既要有长期可占用资金用于购建固定资产，又要有短期可周转资金用于流动资金的周转。需要强调的是流动资金在生产过程中主要用于垫支劳动对象和其他生产费用。在供、产、销过程中，固定资产和流动资金客观上有一定的比例关系，没有流动资金的垫支和补偿，企业生产经营活动将无法连续进行。

在四条资金来源的渠道上，自有资金、政府财政资金都是长期资金；负债可以是长期负债，也可以是短期负债。调整企业资产结构，出售一部分企业原有资产也可以为调整投资方向取得资金，但这部分资金的可用期限与资金的原有性质有关。一般情况下，如果是固定资产变现，取得的资金或者是自有资金，或者是长期负债，无疑可以长期使用；如果是流动资产变现，例如卖出有价证券，所取得的资金是否可以长期使用应分析一下营运资金。营运资金是指流动资产与流动负债的差额。即

$$\text{营运资金} = \text{流动资产} - \text{流动负债} \quad (13.1)$$

营运资金为正值时，表明流动资产变现所取得的资金可以视同来源于自有资金或长期负债，能长期使用；反之，则说明变现资金视同来源于短期负债。短期负债所取得的资金一般情况下只能短期使用，但有时也可长期使用。

例，某企业的流动资产为 50 000 元，流动负债为 20 000 元。要求计算营运资金。

$$\text{营运资金} = 50\,000 - 20\,000 = 30\,000 \text{ (元)}$$

营运资金为正值，这说明该企业流动资金中有 30 000 元来自长期负债、股东权益等长期资金。

(二) 资金的配比平衡原理

资金的配比平衡是指资产与负债之间在种类上、数额上和时间上要有一定的搭配关系。一个企业的负债结构决定了它的资产结构，一定的资产结构又要求有相适应的负债结构。例如，使用贷款来购建一台机床。这台机床价格为 10 万元，使用寿命为 8 年。为购建这台机床而从银行贷款 10 万元，期限 8 年。这就是资金的配比平衡。根据资产与负债之间在种类、数额、时间上的搭配关系，资金的配比平衡分为三类：完全配比平衡、不平衡再筹资和不平衡再投资。

完全配比平衡是指在资金数额相同的情况下，资产持有期间与负债持有期间完全相同。上例就是完全配比平衡。不平衡再筹资是指在资金数额相同的情况下，负债持有期间小于资产持有期间。这样，有一段资产持有期间没有资金来源。要达到完全配比平衡，必须从资金市场再筹集资金。由于资金市场的存在，由不平衡再筹资可以实现资金的完全配比平衡。所以，短期负债用于长期投资是可能的，可以通过借新债、还旧债的方式保证资金的长期使用，这对于把握投资机会有重要现实意义。不平衡再投资是指在资金数额相同的情况下，负债持有期间要长于资产持有期

间。这样，有一段时期通过负债借来的资金没有使用方向。要达到完全配比平衡，必须在资金市场再投资。例如，如果上例的机床使用寿命是 8 年，而长期贷款是 9 年，企业必须把由长期贷款取得的资金再进行一年投资。此外，不平衡再投资一方面解释了企业进行短期投资的原因，另一方面也说明长期资金来源可以用于短期投资。

(三) 资金成本

资金成本是指企业使用资金所付出的代价。作为资金的使用者，资金成本就是为筹集资金而发生的费用，如委托金融机构代理发行股票所支付的注册费、代办费，银行贷款利息及手续费，发行债券支付的利息，以及股票的红利、企业留存利润的成本、生产性实物资本存量的使用成本等。银行贷款和发行债券的借款利息、股票红利是资金成本的主要内容。

资金成本一般用百分比来表示。从银行贷款、发行债券筹集资金的使用成本分别为银行贷款利率 i_1 、债券的利率 i_2 。支付股东红利所发生的资金成本是股票红利资金成本率。如果每股股票红利为 R ，每股股票的现时市场价格为 P ，股票红利资金成本率为 D_r ，则有

$$D_r = \frac{R}{P} \times 100\% \quad (13.2)$$

企业留存利润也是股东权益，如果留存利润为 R_s ，股票市场价格为 P ，留存利润资金成本率为 S_r ，则有

$$S_r = \frac{R_s}{P} \times 100\% \quad (13.3)$$

如果银行贷款、发行债券、发行股票、企业留存利润的资金比重分别为 W_1 、 W_2 、 W_3 、 W_4 ， i_1 为银行贷款利率， i_2 为债券利率，企业总资金成本率为 T_{mr} ，则有

$$T_{mr}=W_1 \cdot i_1+W_2 \cdot i_2+W_3 \cdot D_r+W_4 \cdot S_r \quad (13.4)$$

因此,企业的总资金成本决定于资金来源渠道构成和不同来源资金的成本。在企业资金来源渠道构成的决策中,应在其他条件一定时,使企业总资金成本最低。一般情况下,企业可以通过比较不同资金来源方案的总资金成本率的大小,来选定资金来源渠道。

(四) 影响资金成本的环境因素

从企业角度来看,资金成本还受其他一些因素影响。这些因素主要有:折旧、通货膨胀、税收和股票的市场价格。

实业投资所形成的生产性实物资本在使用过程中要有损耗,资本的损耗即折旧,它是企业在使用资本存量进行生产时所必须付出的代价,是使用资本存量的成本的一部分。折旧包括生产性实物资本由于使用而产生的物质磨损,即有形损耗;也包括由于技术进步而使原有生产性实物资本贬值产生的无形损耗。使用资本存量的成本一般用折旧率 d 来表示。在固定资产原值一定时,折旧率决定于折旧年限和折旧办法。在我国,折旧年限、折旧办法是由财政部决定的。折旧是影响资金成本的重要环境因素。

由于存在通货膨胀的影响,借款利率有名义利率和实际利率两种。如果名义利率为 N_i ,实际利率为 R_i ,通货膨胀率为 I_r ,则有

$$R_i=N_i-I_r \quad (13.5)$$

也就是说,借款实际支付的利率与通货膨胀率呈反向关系。在名义利率一定时,通货膨胀率提高,实际支付的利率就会减少;反之,实际支付的利率将会提高。

股票的市场价格也是影响资金成本的重要因素。由上分析可知,企业的股票红利资金成本率和留存利润资金成本率都与股票的市场价格有关。在企业税后利润和分配政策一定时,如果股票

的市场价格提高，这时通过发行股票筹资，企业可以用比较小的代价获得较多的资金；如果股票的市场价格降低，企业通过股票市场筹集资金的成本就会提高。

在这里，就税收对资金成本的影响这一问题，主要讨论投资赋税优惠。投资赋税优惠是指政府允许企业每年从其投资支出中扣除一定比例的税收。例如，我国《全民所有制工业企业转换经营机制条例》中规定，企业遵照国家产业政策，以留利安排生产性建设项目或者补充流动资金的，经企业申请，税务部门批准，可以退还企业再投资部分已缴纳所得税的40%税款。这就是投资赋税优惠，这种优惠政策会降低资金成本。

总的来看，如果投资赋税优惠率为 T_{dr} ，考虑到其他各影响因素，修正后的资金成本率为 R_m ，则有

$$R_m = T_{mr} - I_r + d - T_{dr} \quad (13.6)$$

由该式可见，通货膨胀和政府的投资赋税优惠政策对资金成本的影响是同向的，都能降低资金成本；而提高折旧率，实现加速折旧，则会增加资金成本。

(五) 负债与财务杠杆

财务杠杆是指企业利用长期债务筹集资金，在资金来源结构中长期债务和股东权益之间的比例关系。财务杠杆一方面反映了企业财务风险大小，负债水平高说明企业利息开支水平增加，举债负担较重；另一方面也可以作为调整资金来源结构，增加净资产收益率的依据。

先看一个实例。由于生产经营需要，某企业本年需要筹资1 000万元。为此，该企业可以增加发行股票，也可以向银行贷款。已知企业上年末净资产为10 000万元；如果贷款，期限一年，利率8%；又知当年总资产收益率为15%，可以比较一下增发股票和贷款这两种情况下的净资产收益率。（只考虑年初筹资、年末产

出这种情况，并且不考虑所得税)

$$\text{息税前利润} = 11\,000 \times 15\% = 1\,650 \text{ (万元)}$$

$$\text{贷款利息} = 1\,000 \times 8\% = 80 \text{ (万元)}$$

$$\text{股票筹资时的净资产} = 11\,000 \text{ (万元)}$$

$$\text{贷款筹资时的净资产} = 10\,000 \text{ (万元)}$$

$$\text{股票筹资时的净资产收益率} = \frac{1\,650}{11\,000} \times 100\% = 15\%$$

$$\text{贷款筹资时的净资产收益率} = \frac{1\,650 - 80}{10\,000} \times 100\% = 15.7\%$$

由这个例子可见，在一定条件下，通过负债增加资金时的净资产收益率高于增加自有资金情况下的净资产收益率。这一结果具有普遍意义。如果原有净资产为 m_0 ，当年需增加资金 m_1 ；借款期限一年，利率为 i ，当年总资产收益率为 r ，并且不考虑所得税等因素。则通过增加自有资金筹资的净资产收益率为 r_1 ，通过借款筹资的净资产收益率为 r_2 。有

$$r_1 = r$$

$$r_2 = r + (r - i) \frac{m_1}{m_0}$$

比较两个净资产收益率。显然，只要当年总资产收益率 r 大于借款利率 i ，通过负债筹资的净资产收益率肯定高于增加自有资金筹资的净资产收益率。并且，负债比重越大，负债筹资的净资产收益率越高。企业经常利用这一原理来调整负债比例，增加净资产收益。当总资产收益率高于借款利率时，增加负债；反之，减少负债或增加自有资金。

四、现代企业资本结构理论

美国经济学家莫迪利亚尼和米勒及其后来者建立和发展了资本结构理论。他们认为现代公司制企业财务管理的目标是实现公司市场价值的最大化。公司的市场价值体现为其发行的股票与债