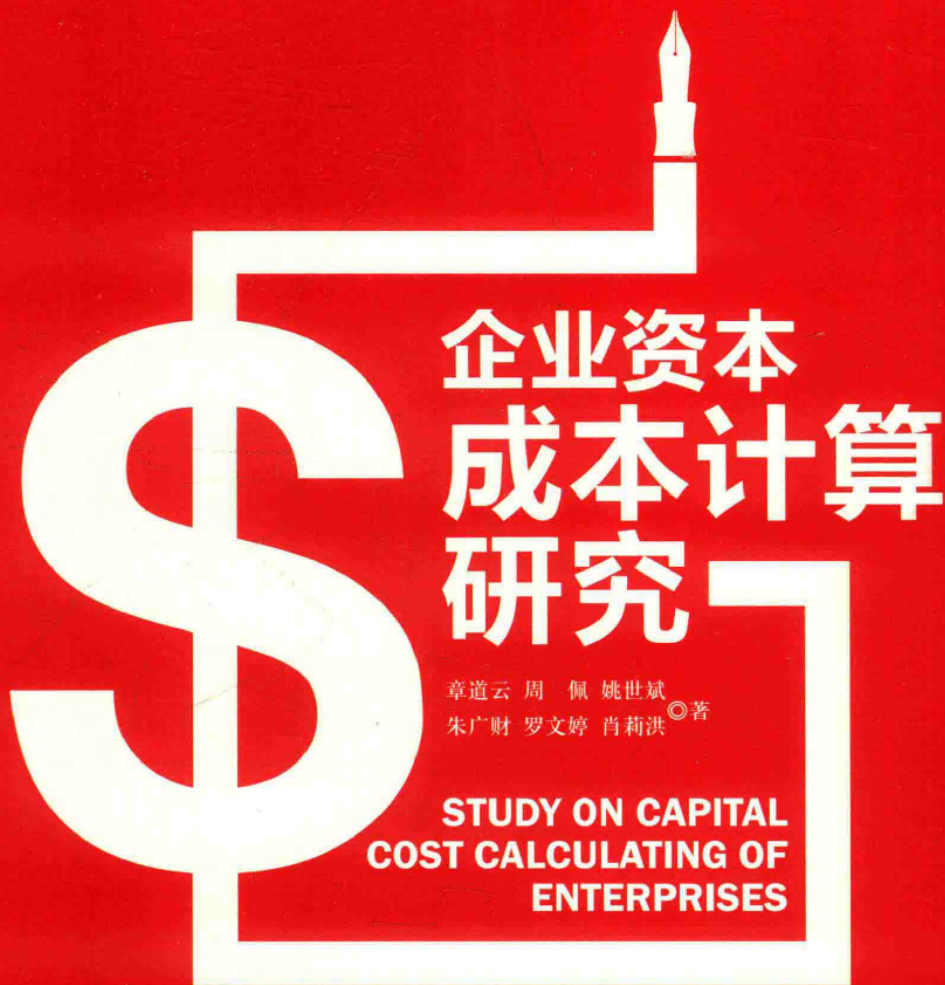




企业资本 成本计算 研究

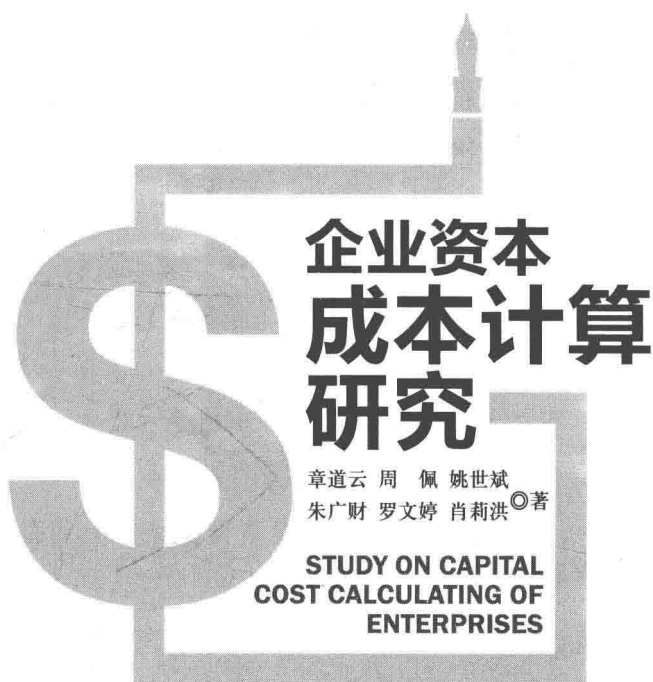
章道云 周 佩 姚世斌
朱广财 罗文婷 肖莉洪◎著

STUDY ON CAPITAL
COST CALCULATING OF
ENTERPRISES

- ◆ 企业资本成本应直接计算，与其内涵实现一致；
- ◆ 筹资费用是资本成本的重要组成部分，不能作为筹资总额进行减项处理；
- ◆ 我国金融市场采用的单利率必须转化为国际通用的复利率；
- ◆ 筹集资本总额必须是筹资资本可使用日的现值，且在筹资期内完整使用；
- ◆ 不同期间发生的用资费用应转换为标准资本成本。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



企业资本 成本计算 研究

章道云 周 佩 姚世斌
朱广财 罗文婷 肖莉洪◎著

STUDY ON CAPITAL
COST CALCULATING OF
ENTERPRISES



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

企业资本成本计算研究/章道云等著.

—北京: 中国经济出版社, 2019. 1

ISBN 978-7-5136-2508-1

I. ①企… II. ①章… III. ①企业管理—成本计算—研究 IV. ①F275.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 010419 号

责任编辑 贺 静 郭国玺

责任印制 马小宾

封面设计 任燕飞工作室

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京富泰印刷有限责任公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 15

字 数 194 千字

版 次 2019 年 1 月第 1 版

印 次 2019 年 1 月第 1 次

定 价 68.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本 版 图 书 如 存 在 印 装 质 量 问 题, 请 与 本 社 发 行 中 心 联 系 调 换 (联 系 电 话: 010-68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68355416 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010-88386794

作者简介

章道云，男，重庆市铜梁区人。现任西华大学教授、硕士研究生导师，主要从事会计学、财务管理教学与科研工作。主持完成纵向项目7项，获省级政府奖3项；主编统编教材3部，主编协编教材10余部；出版专著5部，公开发表论文180余篇。



周佩，男，四川省资中县人。现任西华大学管理学院副院长、教授、硕士研究生导师，主要从事会计学、审计学教学与科研工作。主持与参与项目47项，获省级奖2项；主参编教材6部，公开发表论文40余篇。



姚世斌，男，重庆市巫溪县人。现任西华大学审计处副处长、教授、硕士研究生导师，主要从事统计学、财务分析教学与科研工作。主持与参与项目10项，获省级奖2项；主参编教材5部，公开发表论文40余篇。



内容简介

本书为“四川省会计学专业综合改革”项目的研究成果。根据资本成本是为筹集资本而产生的“年度费用（筹资费用和用资费用）与筹集有效使用资本总额之比”这一国际惯例界定，强调资本时间价值和复利计息，以全新的“直接算法”思路，探讨了企业个别资本成本计算方法，对现行教材进行了彻底改革。其中，短期资本成本计算属于国际首创，填补了财务管理学空白。

本书所介绍的银行借款、发行债券、融资租赁、发行股票，以及吸收直接投资、商业信用、杠杆收购、留存收益等筹资方式下资本成本的计算方法，具有可操作性，能为企业财务决策实践提供更科学、更准确、更简便的有效资料。

本书可作为专业研究人员、硕博士研究生参考资料，亦可作为本专科生扩展知识阅读资料。

责任编辑：贺静 郭国玺



本书为
“四川省会计学专业综合改革”项目
阶段成果

前 言

从事高等会计教育 30 余年，在长期的财务管理教学和研究中，遇到诸多学术方面的问题，有学生提出的、同事咨询的、同行质疑的、学者讨论的，也有自己发现的。针对这些问题，笔者做过持续的探究，形成了自己的一些看法和观点，也有一些公开成果，但始终是零星的，不敢系统端出，恐学界见之瞠目。读了刘常青教授的《资本成本果真难以捉摸吗——资本成本概念的全面检讨》后，笔者深受鼓舞，信心倍增，决定将自己对企业资本成本计算的研究收获，汇集成册呈现给读者。

根据绝大多数财务管理教材对资本成本的定义“企业为筹集资本而发生的费用，包括筹资费用和用资费用”，本书系统探讨了资本成本的内涵，重新构建企业资本成本计算模型，即“筹资费用和用资费用现值总额条件下的年金与筹集资本现值总额之比率”。以此内涵为核心，笔者从科学性、实用性、精确性出发，对企业筹资中的个别资本成本计算做了一一探索。与现行教材或研究成果相比，本书提出了以下的改进思路：

(1)建立直接计算观。企业资本成本直接计算，这与其内涵一致。现行教材关于企业资本成本的计算公式，多数是间接计算，艰涩难懂，计算难解。

(2)筹资费用是资本成本的重要组成部分之一，不能资本化。现行教材对借款、发行股票、发行债券的筹资费用进行资本化，作为筹资总额的减项处理，这种做法是错误的。首先，筹资是企业的正常经营活动，筹资费用作为这项业务活动的必要支出是单独支付的，属于财务费用，

不是用筹集资金支付；其次，在未来的用资费用计付中，是以筹集总资本为基础，并没有扣除筹资费用；最后，到期偿还负债资本也是筹资总额，亦没有拆除筹资费用。因此，不能将筹资费用资本化。

(3)资本成本计算讲究资本时间价值，是在复利率条件下计算的结果。我国金融市场惯用的单利率，必须转化为国际通用的复利率。利率转换精确计算是关键，不能用近似方法代替科学方法。

(4)科学确定筹集总额。筹集资本总额是资本成本的重要构成要素，必须是筹集资本可使用日的现值，且在筹资期内完整使用。当出现筹集资本分期到位和提前退出企业时，就需要重新确定实质性的筹资总额。

(5)短期筹资可以计算资本成本。不同期间（如月、季、年、多年）发生的用资费用形成非标准资本成本，为了适应管理上和国际惯例的需要，可以转换为标准资本成本（即年度资本成本）。有了资本成本转换方法，就可以计算短期资本成本以及不同期资本成本。

以上五点是本书与现行教材的本质区别，也贯穿在笔者的整个研究过程之中。至于这些观点是否成立，具体还存在哪些不足，敬请读者、学术界和实业界指出并斧正。

本书由章道云确立研究思路，拟定大纲。撰写分工如下：第一章由罗文婷、章道云撰写；第二章、第三章和第四章由章道云撰写；第五章由肖莉洪、姚世斌撰写；第六章由姚世斌撰写；第七章由朱广财、周佩撰写，第八章由周佩撰写。最后由章道云补充、修订及定稿。

在写作过程中，除书中列出的参考书目，还参考了百度学术、百度百科以及百度文库收录的成果，在此一并感谢！

章道云

2018年5月于西华大学

目 录

前言	1
第一章 资本成本概述	1
第一节 资本成本的含义	1
第二节 资本成本的产生与发展	13
第三节 资本成本的内涵	26
第二章 企业资本成本计算的前提	33
第一节 资本时间价值	33
第二节 复利率	43
第三节 资本成本期间	53
第四节 资本市场	57
第三章 银行借款资本成本	74
第一节 银行借款概述	74
第二节 长期借款税前资本成本	80
第三节 银行借款资本成本计算	87
第四章 企业债券资本成本	102
第一节 企业债券概述	102
第二节 企业债券资本成本计算存在的不足	115

第三节 企业债券资本成本计算	125
第五章 融资租赁资本成本	134
第一节 融资租赁概述	134
第二节 融资租赁资本成本计算方法评价	140
第三节 融资租赁资本成本计算方法改进	142
第六章 股票资本成本	150
第一节 股票筹资概述	150
第二节 股票资本成本度量模型	158
第三节 股票资本成本计算	164
第七章 其他筹资资本成本	172
第一节 吸收直接投资资本成本	172
第二节 商业信用资本成本	177
第三节 杠杆收购资本成本	186
第四节 留存收益资本成本	194
第八章 资本成本应用	198
第一节 筹资决策	198
第二节 投资决策	212
第三节 资本结构决策	217
第四节 资本成本在其他财务决策中的应用	222
参考文献	225
索引	230

第一章 资本成本概述

第一节 资本成本的含义

一、资本成本的称谓

(一) 教材中对“资本成本”称谓多样化

国内公开出版的财务管理教材如雨后春笋般层出不穷。归纳起来,主要有三种:第一种称其为“资金成本”,如全国会计专业技术资格考试领导小组办公室(2004)、李道明(2003)、王庆成和郭复初(2003);^①第二种称为“资本成本”,如赵德武(2003)、金马(2004)、章道云(2009)等;^②第三种做法是把“资本成本”和“资金成本”通用、混用,如中国注册会计师教育教材编审委员会(2002)、彭韶兵(2003)、叶陈刚和向正军(2000)、李敏(2004),荆

① 全国会计专业技术资格考试领导小组办公室. 财务管理 [M]. 北京:中国财政经济出版社, 2004: 97.

李道明. 财务管理 [M]. 北京:中国财政经济出版社, 2003: 131.

王庆成, 郭复初. 财务管理学 [M]. 北京:高等教育出版社, 2003: 137.

② 赵德武. 财务管理学 [M]. 北京:高等教育出版社, 2003: 147.

斯科特. 现代财务管理基础 [M]. 金马(译). 北京:清华大学出版社, 2004: 444.

章道云. 财务管理 [M]. 成都:西南财经大学出版社, 2009: 48.

张鸣, 王茜. 财务管理 [M]. 大连:东北财经大学出版社, 2013: 172.

刘淑莲. 财务管理 [M]. 大连:东北财经大学出版社, 2013: 133.

杜俊娟. 财务管理理论与实务 [M]. 北京:人民邮电出版社, 2015: 107.

蒋红芸, 康玲. 财务管理 [M]. 北京:人民邮电出版社, 2015: 126.

新、王化成和刘俊彦（1999）等^①，但多数教材将其称为“资本成本”。

（二）学术界对“资本成本”命名纷杂

纵观财务管理学术界，对“资本成本”这一研究对象命名可谓五花八门。截至2016年11月CNKI收录的论文中，以“资本成本”为题的论文1163篇，以“资金成本”为题的论文732篇。值得注意的是，学术界也有呼吁不可混用这两个概念的声音，其中关于“资本成本”与“资金成本”关系的论文有21篇。此外，还有一些其他称谓，诸如投资报酬、融资成本、机会成本、平均成本、边际成本、个别成本、均衡成本、市场成本、融资标准、投资标准、贴现率等。

由此可见，多数学者是认可“资本成本”这一称谓的。笔者也赞成采用“资本成本”的称谓，因为资本更强调盈利性。按照马克思《资本论》的观点，资本是能够带来剩余价值的价值，这不仅与资本的逐利性相符合，也与建设社会主义市场经济的要求相符合。过去我们强调“资金”概念，一方面是计划经济的要求，另一方面是为了凸显社会主义制度。如今我国实行有中国特色的社会主义市场经济，资金已趋同资本，它们都要求保值增值。“资本成本”的称谓是世界通用语言，符合国际惯例。

二、资本成本概念

关于资本成本概念的表述，归纳起来有三类。

第一类是站在筹资者角度进行表述的（简称“筹资观”）。国内公开出版的教材，绝大多数是站在筹资角度进行表述，认为资本成本是指

^① 中国注册会计师教育教材编审委员会. 财务管理 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2002: 219.

彭韶兵. 财务管理 [M]. 北京: 高等教育出版社, 2003: 303.

叶陈刚, 向正军. 财务管理学 [M]. 武汉: 武汉大学出版社, 2000: 208.

李敏. 小企业财务管理 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2004: 121.

荆新, 王化成, 刘俊彦. 财务管理学 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1999: 234.

“企业筹集和使用资本而支付的各种费用，包括用资费用和筹资费用”（李道明，2003；王庆成、郭复初，2003）。^① 资本成本的概念及其确定方法也通常放在融资或筹资决策的相关内容中讲解，有的教材甚至明确指出，“着重从企业长期筹资的角度，阐述资本成本的概念、意义和确定方法”（胡元木、姜洪丽，2004），因此，多数教材是站在筹资者角度进行定义的。

在学术界专门研究资本成本概念的成果中，几乎没有“筹资观”的体现，但在研究资本成本应用的成果中，多数又是“筹资观”。截至2016年11月，CNKI中收录篇名为“资本成本应用”的期刊论文共25篇，多数将资本成本定义为“企业为筹集和使用资本而付出的代价”。资本成本包括筹资费用和资本占用费用两部分。资本筹集费用指资本筹集过程中支付的各种费用，如为股票、债券发行支付的印刷费、律师费、公证费、担保费和广告宣传费等。资本占用费是指占用他人资本应支付的费用，或者说是资本所有者凭借资本所有权向资本使用者取得的报酬，如股息、红利、债券及银行借款支付的利息。^②

第二类是站在投资者角度进行表述的（简称“投资观”）。例如，注册会计师全国统一考试指定教材《财务成本管理》对资本成本概念的界定是：“公司可以从现有资产获得的，符合投资人期望的最小收益率。它也称为最低可接受的收益率、投资项目的取舍收益率。”^③ 在学术界专门研究资本成本概念的成果中（截至2016年11月CNKI中收录的期刊论文共14篇），多数持此观点。例如，赵连卿（2001）、胡安洪（2008）把资本成本定义为投资于某一项目或企业的机会成本，是投资者所要求的必要报酬率，并且可以用投资者要求的必要报酬率来度

① 李道明. 财务管理 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2003: 131.

王庆成, 郭复初. 财务管理学 [M]. 北京: 高等教育出版社, 2003: 137.

② 李玉超. 资本成本的分析及应用案例 [J]. 现代经济信息, 2012 (13).

③ 中国注册会计师协会. 财务成本管理 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2015: 111.

量^①；刘葵胜、姜岳认为，资本成本是一种机会成本，是投资者按照相等风险的投资机会或投资承担的风险程度所要求的必要报酬率^②；邹颖（2009）把资本成本直接定义为“投资者要求的必要报酬率”^③；梁红、杨宜和曲喜和（2007）强调，应站在投资角度来理解资本成本，它是企业取舍投资机会的财务基准^④；李桂萍（2014）采用戴尔·乔根森（Dale W. Jorgenson）1963年提出的定义，即：资本成本是包含折旧、税收和资金机会成本的最低报酬^⑤。

第三类是既站在筹资者角度又站在投资者角度进行表述的（简称“双重观”）。国内公开出版的个别教材也持这种观点，如李志斌、魏前梅（2014）指出，资本成本的概念可以从两个角度加以解释。首先，从筹资角度看，资本成本是指企业为筹措和使用资本而付出的代价。这里的资本是指企业所筹集的长期资本，包括自有资本和借入长期资本。其次，从投资角度看，资本成本是指企业投资者所要求的最低可接受报酬率。^⑥

学术界也有学者持这种观点。邹颖、汪平（2011）认为，资本成本可以从两个角度进行界定：投资者要求的与其承担风险相称的报酬率，企业选择资本投资项目的最低报酬率。事实上，资本成本的实质就是介于投资者与企业之间的报酬率。^⑦郭永庆、谭雪梅（2000）认为，从投资者角度看，资本成本是资本市场投资者特定的项目所要求的收益

① 赵连卿．资本成本概念辨析[J]．财会月刊，2001（4）．

胡安洪．资本成本概念的理解偏差及其影响[J]．金融发展研究，2008（7）．

② 刘葵胜，姜岳．资本成本概念在中国资本市场中的认识及适应性分析[J]．中国乡镇企业会计，2010（5）．

③ 邹颖．资本成本概念与属性探析[J]．中国乡镇企业会计，2009（3）．

④ 梁红，杨宜，曲喜和．对资本成本和资金成本概念的思考[J]．会计之友（下旬刊），2007（6）．

⑤ 李桂萍．基于Jorgenson理论的资本成本概念研究[J]．财会月刊，2014（22）．

⑥ 李志斌，魏前梅．财务管理：原理、方法与案例[M]．北京：人民邮电出版社，2014：146．

⑦ 邹颖，汪平．资本成本：概念的演进、困惑与思考[J]．经济与管理研究，2011（11）．

比率,或者机会成本;从企业角度看,资本成本是企业实现特定的投资机会、吸引资本市场资金所必须满足的最低投资收益率。^① 欧阳萍(2004)更加直接地指出,资本成本不只是筹集各类资金时所付出的费用,它是投资者投资特定项目所要求的令人满意的目标回报率或机会成本。^②

投资者与筹资者是相对而言,企业筹集资本花费的支出,正是资本提供者(投资者)所需要的报酬;企业筹集资本的目的,是要完成特定投资任务,此时,投资者要求的投资报酬不能小于筹集资本时所花的代价。在完善的市场经济条件下,资本成本就是投资报酬与融资成本的对立统一体。特别是在市场完全竞争的条件下,资本成本实现了充分一致,此时,投资报酬=融资成本;而在不成熟市场中,特别是在融资者处于强势而投资者处于相对劣势的我国股票市场中,连接交易双方的资本成本通常会在损害投资者利益的情况下达成,此时投资者应获得的投资报酬大于融资者实际支付的融资成本(刘常青,2009)。^③

综上所述,资本成本定义的表述可从筹资者和投资者两个角度进行,且多数学者倾向于从筹资者角度表述。同时,从投资者角度表述的又集中体现“机会成本”和“必要报酬”两种观点。

三、资本成本主要观点剖析

由上可知,关于资本成本表述主要有三种观点,即多数教材以及众多学者赞同的“付出代价观”与部分学者推崇的“机会成本观”和“必要报酬观”。

(一) 资本成本是企业因筹集和使用资本而付出的代价

国内公开出版的教材绝大多数是站在筹资角度,将资本成本定义

① 郭永庆,谭雪梅.资本成本概念在企业融资决策中的应用[J].中国集体经济,2000(10).

② 欧阳萍.对资本成本概念的异议[J].江西广播电视大学学报,2004(2).

③ 刘常青.资本成本果真难以捉摸吗——资本成本概念的全面检讨[A].//中国会计学会财务管理专业委员会2009年学术年会论文集[C].2009.

为：企业筹集和使用资金而支付的各种费用，包括用资费用和筹资费用。多数研究资本成本应用的学者也是站在筹资角度对资本成本做出解释：资本成本是企业为筹集和使用资本而付出的代价。

不论是在企业设立之初，还是在之后的快速发展阶段，企业将通过筹集股权资本和债务资金填补其营运过程中所要使用的资金缺口，由于这些资金提供者的投资意愿与企业投资目的不尽相同，其出资金额的多少、所要承担的风险与他们期望获得的报酬率也不相同。筹集到资本后，企业有权支配资金的用途。当然，为了筹集这些资金，企业将要支付可计量的传统意义上的有形费用，这些支付给资金提供者的费用被用于弥补其所失去的货币时间价值。出资人希望从用资人处得到转移资金的所有权或使用权的回报，也就是其使用成本，即企业为自由支配资金所要支出的代价，例如支付给股权所有者的股利、定期缴存银行的贷款利息，以及支付给债权人的各项到期利息费用，它们构成了资本成本的主要内容。

上述观点是站在用资人的视角来分析的，是企业在获取资金时要承担的各项费用的总和，但这一观点并没有将资金投入者希望得到的与自身所承担风险成正比的投资报酬这一诉求包含在内。总而言之，不同的投资项目有不同的资本成本，当我们把资本成本单纯认为是筹集资金所付出的成本时，这样的成本并不是企业真正意义上的资本成本。所以，这一观点仅仅是对资本成本表面含义做出的界定，它仅站在筹资者的角度计算将要支出的用资成本，却忽略了对企业经营策略起重要影响的投资者要求的必要报酬率这一重要指标，其实质是资金成本的概念。

（二）资本成本的实质是机会成本

随着对资本成本概念探讨的深入，一些学者将资本成本的实质定义为机会成本，这在财务决策中是极为关键的思想。机会成本是一种不可以实际计量价值的隐性成本，它是一种在今后预期会失去的潜在收益。机会成本的产生源于投资者选定投资项目后那些被放弃项目的潜在收

益，它使人们意识到了一个投资项目的真实代价和成本。“机会成本”较为完整的定义出自《简明帕氏经济学辞典》，它将机会成本定义为：对那些虽然有一定价值，但却被舍弃的选择或机会的评价或估计。机会成本是投资者为了追求更高的经济收益所放弃或牺牲的项目的价值。例如，投资人是否愿意将资本投资于一家公司？这一行为取决于该公司是否能提供更高的收益，在做出投资决策之前，投资人要充分比较各项目的期望报酬率与其他相同风险的投资机会的报酬率。如果该公司的期望报酬率高于其他投资机会，他就会选择该公司，而此时他所放弃的其他投资方案中预期会带来的次优收益就是投资于该公司的机会成本，所以，投资者期望的收益率必须能弥补其成本。

在财务理论中，资本成本通常被阐述为“公司向投资者所支付的机会成本”，之所以这样理解，是因为资源的稀缺性，投资者只能将有限的资金投入到的项目中，而未被投资的项目的估计价值投资者会主观地将其认为是一种损失，即丧失一种潜在收益。这一概念解释使管理者意识到，资本成本不仅是可量化的实际成本，而且还应该站在投资人的角度充分考虑其机会成本。

（三）资本成本是投资者要求的必要报酬率

随着财务理论的发展和细化，对资本成本定义的解读从侧重于筹资人支付的成本转化为出资人期望的报酬率和他愿意承担风险后能接受的最低报酬率，此外，将其理解为投资项目的取舍率也是当今普遍认同的观点。这些观点的提出使我们明白，在对资本成本概念进行辨析时，一方面要充分认识到货币时间价值这一重要的影响因素；另一方面，还要注意投资的风险价值，国外财务学者大多将其理解为要求获得的最低回报率。美国会计学会（AAA）将资本成本定义为：将企业通过各种方式所筹集的资金组合成某一特定的资本结构，那么，资本成本就是计量这些所筹集资金成本的一个直观的综合指标，它是为了不减少股东利益而必须重新追加的投资中获取的最低报酬率。企业经营者准备将所得的