

· 股份有限公司与证券市场知识丛书 ·

股份有限公司的 资金筹措

GUFEN GONGSI DE
ZIJIN CHOU CUO

甘华雄 罗锐韧 编著

中国经济出版社

股份公司与证券市场知识丛书之三·

股份公司的资金筹措

甘华鸣 罗锐韧 著

中 国 经 济 出 版 社

内 容 简 介

《股份公司资金筹措》是为了满足我国经济体制改革中对股份公司实务的学习要求而编写的。

它以财务管理的理论为基础,采用大量数学分析技巧、结合丰富的实例,详细介绍了股份公司在筹措资金时所遇到的种种技术决策问题,主要内容有:股份公司筹措资金的种类决策、期限决策、股息与债息决策和发售技术决策等。作者详细介绍了各类筹资工具对公司筹措各类资金的优缺点,反复强调成功的筹资决策是在保证能够顺利地筹措到所需资金的前提下,尽量降低筹措费用与资本成本率。在本书末尾,作者附录了资金的时间价值与风险价值的计算方法。

全书结构清新、条理清晰、语言严谨,对读者在较短时间内基本掌握公司筹措资金的实务大有裨益。

股份公司的资金筹措

甘华鸣 罗锐韧 著

责任编辑:卫南平

封面设计:愚 鲁

中国经济出版社出版发行

(北京市西城区百万庄北街3号)

天津市蓟县印刷厂印刷

全国各地新华书店经销

787×1092毫米1/32开 7.25印张 165千字

1990年1月第一版第一次印刷 印数1—8,000

ISBN7—5017—0340—X/F·292

定价:3.50元

股份公司与证券市场知识丛书

- (一) 《股份公司》
- (二) 《股份公司会计》
- (三) 《股份公司的资金筹措》
- (四) 《证券市场》
- (五) 《证券投资》
- (六) 《〈股份有限公司条例〉、〈有限责任公司条例〉解说》

本丛书编委会成员

主 编：甘华鸣

副主编：郭全胜 贺 阳 翁祥生 张晓彬

编 委：王波明 甘华鸣 甘黎明 罗锐韧

张晓彬 郭全胜 赵智峰 贺 阳

高西庆 翁祥生 国 辉 江书平

《股份公司与证券市场知识丛书》介绍

随着我国经济体制改革的深入，企业制度的改革日益成为企业界与理论界关注的“焦点”，股份公司逐渐成为企业制度改革的方向与目标模式。

股份公司作为一种企业组织形式，有其巨大的优越性，它最大的特点就是所有权与经营权的日益分离和对巨大的社会资本的容纳。这样，在股份公司的实际工作中，就有两个主要部分，一个是公司内部的管理，另一个则是公司与外部的关系。

本书即围绕上述内容，深入浅出地介绍股份公司实务中的标准做法与国际惯例。其中《股份公司》介绍了公司的组建程序与管理组织；《股份公司会计》介绍了公司从设立起至重整与清算乃至解散破产的全过程会计处理知识，其中特别强调公司的财务会计制度必须公正、客观地反映公司的财务状况；《股份公司的资金筹措》则详细介绍了以有价证券为主体的公司筹资的全过程；《证券市场》与《证券投资》则详细介绍了市场经济制度下成熟的证券市场的结构、交易程序等基本情况以及股份公司作为投资主体在证券市场上的活动等；《〈股份有限公司条例〉》、《〈有限责任公司条例〉解说》则逐条逐款地解说了我国即将公布的中国《股份有限公司条例》与《有限责任公司条例》。

总之，这套丛书内容充实、实用，语言简洁、结构严谨，适合于拟办股份公司的各类企业（私营、集体、国营及联合企业）的企业家、理论工作者、大专院校学生、国家行政管理人员及其他对股份公司感兴趣的同志。

序 言

“股份公司资金筹措”就理论体系而言，归属于西方财务管理，是西方财务管理的一个分支。

然而，较之于传统的西方财务管理学，本书有一些新的探索，主要有：

1. 传统的西方财务管理学是把股份公司的投资与筹资（即资金的投放与资金的筹措）相分离的，而我们则将两者紧密结合起来。我们在书中反复强调：公司筹资的目的就在于公司的投资。具体来说，公司筹资资本结构的最低加权平均资本率就构成了公司投资决策时选用的贴现率（参见本书第一章第二节）；也就是说，通过资本成本率这一要素，我们使公司筹资与投资有机地结合在一起。

2. 传统的西方财务管理学在论及公司筹措资金的决策时，使用的术语是“资本成本”（cost of capital），而我们在本书中则抛弃了这一不科学的术语，采用了一个准确得多的术语“资本成本率”（rate of capital cost或cost rate of capital），这是一个非常重大的术语变更（参见本书第五章）。

3. 传统的西方财务管理学未把股息决策列入公司筹措资金的决策之中，而我们认为这也是不够科学的。在我们的体系中，我们将股息决策的部分内容纳入广义的筹措资金决策中。也就是说，我们把传统西方财务管理学中的“筹资决策”的外延进行了扩展，使筹资决策内容更加丰富（请参见本书第七章）。

4. 传统的西方财务管理学把股东权益的极值作为财务管理的目标，我们对这一点提出了怀疑。股份公司制度的演进已使股东权益极值很少成为公司经营的目标，或者说，股东权益极值成为公司经营的目标已属一种偶然而非常态（参见本书第一章第四节与第七章第二节）。

另外，我们对投资决策方法等具体问题也有一些新的思路。其中最重要的一点就在于：我们认为投资决策应选用效果指标而不是效率指标。我们认为，这一区分是极为重要的，我们深信，对这一问题的继续深入研究将会引致投资学、财务管理学等许多学科的一次重大革命。在本书中，我们第一次尝试使用效果指标而非效率指标来评价投资决策。要计算一个投资方案的效果指标（净收益现值），就要用到相应于该投资方案的最优筹资方案的最低加权平均资本成本率；最优筹资方案的效率指标（资本成本率），并不是本书中评价投资方案的指标，而是计算投资方案的效果指标（净收益现值）的一个参数——贴现率。

目 录

序言	(1)
第一章 概论	(1)
第一节 资金	(1)
第二节 股份公司资金筹措与资金投放	(5)
第三节 股份公司资金筹措的内容与特点	(9)
第四节 本书的体系与特点	(13)
第二章 短期资金的筹措	(16)
第一节 商业信用	(17)
第二节 商业票据	(24)
第三节 银行信用	(26)
第三章 中期资金的筹措	(31)
第一节 商业信用	(32)
第二节 银行信用	(33)
第三节 租赁	(43)
第四章 长期资金的筹措	(44)
第一节 证券(1): 普通股	(44)
第二节 证券(2): 优先股	(51)
第三节 证券(3): 公司债	(55)
第四节 证券(4): 可转换证券	(64)
第五节 证券(5): 购股权证	(71)
第六节 银行信用	(75)
第七节 租赁	(75)
第五章 资本成本率	(83)
第一节 单项资本成本率	(85)

第二节	单项资本成本率占加权平均资本成本率的权重	(99)
第三节	加权平均资本成本率	(103)
第四节	调整风险后的资本成本率	(109)
第六章	资本结构	(113)
第一节	杠杆利益	(113)
第二节	财务风险	(127)
第三节	资本结构	(134)
第七章	筹资决策	(141)
第一节	财务判则	(141)
第二节	其它考虑	(150)
第八章	股息决策和债息决策	(154)
第一节	股息决策(1): 基础理论	(155)
第二节	股息决策(2): 股息政策	(163)
第三节	债息决策	(172)
第九章	发售技术决策	(176)
第一节	发售价格决策	(176)
第二节	发售对象决策	(179)
第三节	发售方式决策	(180)
附录一	资金时间价值的计算	(184)
附录二	资金风险价值的计算	(194)
附录三	投资决策的基本方法	(205)
附录四	本书参考书目	(223)

第一章 概论

在本书第一章，我们将对股份公司资金筹措进行概说。首先，我们将深入地分析构成本书基础的一个重要概念：资金，然后我们将介绍股份公司资金筹措的内容与特点；最后，我们将介绍本书全书的体系与特点，并提出一个重要假设。

第一节 资金

什么是资金？简言之，资金就是财产物资价值的货币表现。也就是说，资金表现为一系列货币，但在这些货币的背后，却代表着一系列的物质。拥有资金就拥有对物的支配权。资金的运动实质上就是物的运动。

一、资金运动的特点

考察纷繁错杂的资金运动，我们不难在一切芜杂的表象之下，窥视到资金运动的两个重要特点：资金收支的不平衡性与资金使用权的可转让性。

1. 资金收支的不平衡性

资金收支的不平衡性是指某一经济主体在某一特定时间上的资金收入与支出可能并不相等：或者收入大于支出，或者支出大于收入。应该指出的是，资金收入与支出平衡是资金运动中的偶然现象，而资金收入与支出失衡才是资金运动的常态，即收入与支出失衡才更深刻地反映了资金运动的本质。可以说，资金收支的不平衡性是资金及资金运动其它一切特性的基础。

资金收支的不平衡性在现实生活中表现为两种：一种是同一经济主体在不同的特定时点上资金的临时不足与资金的临时有余相并存，另一种则是不同的经济主体在同一的特定时点上资金的临时不足与资金的临时有余相并存。

2. 资金使用权的可转让性

资金使用权的可转让性是建立在资金收支的不平衡性基础之上的：发生资金临时不足的经济主体为使其经济活动不致停顿造成重大损失，常常愿意以一定的代价借入资金剩余者的资金，在运用一段时间后将其偿还（包括他所必须付出的代价），以克服当时收不抵支的困难；同样，资金临时闲置的经济主体也不愿意让其剩余资金白白闲置，它们通常把这笔资金在闲置期内借予资金临时不足者，到期后再收回资金并索取一定的报酬，作为在这段时间内出让资金使用权的补偿。

上述资金可在临时余缺双方之间按一定条件进行转让的特性，就是资金运动的第二个特点即资金的可转让性。

当论及资金的可转让性时，就涉及到资金使用的价值——资金临时不足的经济主体为使用资金临时有余者的资金而必须付出的代价。

二、资金使用的价值

资金使用的价值，实际上就是我们通常所说的资金的利率，其构成是这样的：

$$R_0 = R_{0.1} + R_{0.2} + (R_{0.3} + R_{0.4})$$

式中： R_0 表示资金的利率（即资金使用的价值）

$R_{0.1}$ 表示考虑通货膨胀因素应补偿的收益率

$R_{0.2}$ 表示仅考虑时间补偿的收益率（即资金的时间价值）

$R_{0.3}$ 表示考虑业务风险应补偿的收益率

$R_{0.4}$ 表示考虑财务风险应补偿的收益率

($R_{0.3} + R_{0.4}$) 表示考虑风险因素应补偿的收益率(即资金的风险价值)

($R_{0.1} + R_{0.2}$) 表示无风险收益率(即通常的银行最优惠利率或国库券利率等)

在上述构成资金使用价值的四个因素中, $R_{0.1}$ 与 ($R_{0.3} + R_{0.4}$) 是最重要的, 它们构成了资金的时间价值与风险价值。

1. 资金的时间价值

资金的时间价值, 可以从两方面理解:

第一, 将资金用作某项投资, 由资金的运动(流通——生产——流通)可以得到一定的收益或利润, 即资金增值。资金在这段时间内所产生的增值, 就是资金的“时间价值”。

第二, 如果放弃资金的使用权力, 相当于失去收益的机会, 也就相当于付出了一定的代价。在一定时期内的这种代价, 就是资金的“时间价值”。

通俗地说, 现在手中的一元钱与将来取得的一元钱是不一样的, 即使不考虑通货膨胀因素, 前者也比后者值钱, 这就是资金的时间价值。

至于资金的时间价值的计算, 我们在本节附录一中予以介绍。

2. 资金的风险价值

风险价值, 也叫风险价格, 是投资者因为冒有风险而获得的报酬。风险价值有两种, 一种是业务风险, 一种是财务风险。

(1) 业务风险

所谓业务风险, 是指投资者所投资的业务可能失败的风险。这种风险对于任何行业、任何企业及任何业务都是客观存在的, 只不过有些行业、企业的业务风险大, 有些行业、企业的

业务风险小罢了。

一般地说，所投资的业务风险越大，投资者要求提供的业务风险报酬率就越高；反之，当所投资的业务的业务风险较小时，相应地，投资者也只要要求提供一定的业务风险报酬率即可。

第二次世界大战以来，新技术、新产业的蓬勃发展，导致了“风险投资业”的成长与发展。众所周知，这些新技术、新产业的预期收益是很高的，但相应地，投资的风险也较大，因而一般的投资者出于逃避风险的天性，不太愿意对这些领域进行投资。而“风险投资”则是某些为获高收益而愿冒高风险的投资者对这些领域的投资，由于其风险很大，所以其投资收益也很高，很多行业的投资收益率都在100%以上——逐渐地，风险投资成为一个专门的行业，也成为急需资金的公司从事高风险投资的重要的资金来源。

（2）财务风险

财务风险是由于公司筹措资金时举债而引起的风险，尤其是因此产生的破产的危险。财务风险的产生是与公司利用财务杠杆利益有关的（关于财务风险与财务杠杆利益的详尽分析，请参见本书第六章第一节与第二节）。

通俗地说，现在肯定有的一元钱是与将来不肯定得到的一元钱是不一样的，即使不考虑这其中的时间价值与通货膨胀因素，前者的价值也要比后者大，这就是资金的风险价值。

关于资金风险价值的计算，我们在本书附录二中予以介绍。

三、筹资与投资

在前面，我们已经讲过，由于资金收支的不平衡性，就会发生资金使用权的有偿转让：有人为弥补其经济活动的资金不

足而借入或买进他人的资金，这就是所谓“筹资”（即筹措资金）；有人为使其临时富余资金拥有一定收入，就会把自己的资金借给或卖给他人，这就是所谓“投资”。筹资的成本率或投资的收益率就是我们前面所讲的利率（资金使用的价值）。

筹资与投资是紧密关联的，这一点我们在第七章还要作详尽的分析。在这里，我们要指出的是，一般地，每一个经济主体都同时扮演“筹资”与“投资”的行动角色，也就是说，一般地，“筹资”与“投资”会统一于同一经济主体身上。仅以股份公司为例：一方面，绝大多数股份公司都要通过发行有价证券等方式来向其他的经济主体筹措资金；另一方面，绝大多数股份公司也都通过购买有价证券等方式向其他的经济主体投资。之所以出现这种情形，还是因为资金收支的不平衡性（经济主体有时资金短缺，有时也有资金富余）以及其它的一些财务考虑（例如合理的资本结构等）。

下面，我们详细考察资金筹措（筹资）与资金投放（投资）的关系。

第二节 股份公司的资金筹措 与资金投放

首先需要指出的是：股份公司筹措资金的目的在于投资，这样，股份公司筹资与投资是紧密联系在一起的，任何割裂两者的做法都是不科学的。本书第二至第七章所有的目的就在于为公司的投资决策服务（第二至第七章即我们所说的“狭义筹资决策”）。

我们知道，公司在进行投资决策时，常使用以下三种方法

(在这里,只列出三种方法的数学公式,具体应用请详见本书附录三):

1. 净现值方法 (NPV法)

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{A_t}{(1+RRR)^t} - I = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+RRR)^t} - I$$

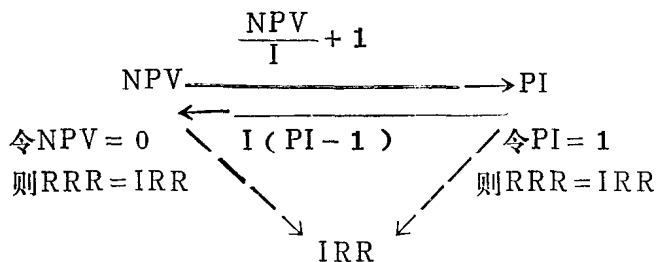
2. 现值指数方法 (PI法)

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+RRR)^t}}{I}$$

3. 内部收益率法 (IRR法)

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+IRR)^t} \quad (\text{其中} IRR \text{为未知量})$$

三个公式之间关系的分析详见附录三,这里只给出下列关系图:



我们将在附录三中详细分析 PI 法与 IRR 法 (尤其是 IRR 法) 的局限性,并得出一个结论,即在三种方法中 NPV 法是最典型、也是最好的决策方法。在这里,我们只考察 NPV 法。

NPV 法的关键在于求出 NPV, 而要求出 NPV 则需要知道

两个重要的数量关系即 A_1 （每年投资回收额）与RRR（贴现率）。每年投资回收额是由公司市场调查人员与财务管理人员、工程技术人员共同进行的一种预测与估价——这不在本书范围之内；而贴现率的确定则与公司筹措资金紧密相关——具体地说，在公司进行财务分析、决定是否投资与怎样投资时，所选取的贴现率就是公司筹资方案的资本成本率（如果是多个筹资方案，则贴现率是其中最优资本结构者、也就是最低加权平均资本成本率）。

必须注意的是，如果筹资方案中只包括一种资金来源（例如只有银行贷款或只发行公司债），那么，资金来源本身的代价（或曰成本，如银行贷款利率或公司债利率）就是相应的投资方案的贴现率；如果筹资方案中同时包括了几种资金来源（例如一个筹资方案中同时有银行贷款、普通股与公司债等等），那么就必须首先计算出筹资方案的最低加权平均资本成本率，再将这一加权平均资本率选作相应的投资方案的贴现率。一般来说，中短期资金筹措只包括一种资金来源，而中长期资金筹措则同时包括几种资金来源。

图1以NPV法为例考察了公司筹资——投资决策的全过程与基本方法。

有一点我们必须提请读者注意：我们认为，在投资决策中，选择效率指标（例如资本收益率、资金使用率、股息率等相对指标）是不科学的，因为决策者实际决策时往往考虑的是效果指标（总收益额、总成本额、股息等绝对指标）而不是效率指标。例如，当公司面临方案A（总投资额为100万元，投资报酬率为10%）与方案B（总投资额为1万元，投资报酬率100%）时，虽然方案B的投资报酬率大大高于方案A的投资报酬率，但只要公司能够筹措到所需资金，公司就肯定会选

择方案A——这就是效果指标与效率指标的区别，这也是我们选择NPV法而舍弃PI法与IRR法的一个重要原因（参见本书附录三中的案例3.6）。

