

第一章

导 论

第一节 投资的涵义

一、投资的定义

投资是一个重要的经济范畴。它源于商品经济活动，并随着社会经济发展和
社会形态的差异，涵义也有所变化。

人类要生存、延续和发展，就必须生产、再生产。在商品社会，人们为扩大生产
规模，增加生产能力而垫付资金，这是投资最一般的概念。随着市场经济的发展，
资本的属性支配着一切经济行为。投资活动作为资本的形成过程，其目的不仅
要增加生产能力获得物质产品，而且要追求资本的增值，所以投资的概念就扩展
为将一定数量的资财（有形的或无形的）投放于某种对象或某项事业，以便未
来能获得所期望的经济效益和社会效益。由此可见，这种投资概念既强调了提供
物质产品和社会服务，也突出了资本增值的功能。

到了市场经济高度发达时期，市场上不但存在物质商品交易，而且涌现出诸
如货币与股权交易、货币与债权交易、货币与信托交易等金融商品交易。这就使
得资本增值的途径未必都要按照货币——实物商品——货币的形式，而且可以
通过货币——货币的形式。实物项目已不是投资的必要条件，资金的再生产可以
相对独立于产品的再生产。投资的内容以及所牵涉的关系也更加复杂，投资的领
域也大大拓宽了。所以投资的一般定义可以表述为：一定的经济主体将现期收入
转化为资本以获取预期的不确定的效益的活动过程。从这个定义可以看出，投资
过程既是资金的运动过程，又是资金的增值过程。资金只有在运动中才有活力，
投资通过资金的筹集、运用、回收与增值，不断地循环和周转，才有可能取得预期
的效益。

在资本主义社会，投资通常是指为获取利润而投放资本于企业的行为，主要
是通过购买国内外企业发行的股票和公司债券来实现。因此，《投资学》一般都是

以介绍股票和债券等间接投资为主。而在我国社会主义市场经济条件下，投资的概念则既包括间接的股票、债券投资，也指购置和建造固定资产、购买和储备流动资产等直接投资活动。

二、投资的要素

投资所必须具备的要素，包括投资主体、投资客体、投资目的和投资方式，它们在构成一项投资时缺一不可。

（一）投资主体

投资主体即投资者，它包括投资所有主体和投资经营主体。投资所有主体是投资的所有者，负责提供投资资源以及负责偿还债务，并享受资产收益；投资经营主体则负责投资决策，组织实施将投资资源转化为资本，以及投资存量的营运等等。投资主体可以是自然人，也可以是法人。改革开放以前，我国的投资主体主要是政府。投资的主体单一，投资决策权高度集中，基本上由国家控制，投资的所有者和经营者实为一体，这些都限制了投资的发展。改革开放以后，一方面国家下放了部分投资决策权，另一方面各种类型的非国有经济形式大量涌现，政府、企业、个人，形成多系统、多层次的投资体系，多种类型的投资主体并存的新格局，投资主体出现了复合化趋势。其中：国家掌握有关国家安全和国民经济长远发展的战略性产业投资以及社会文化科学教育投资，企业则是市场经济的投资主体，涵盖商品经济的全部供给与需求活动，个人投资资金主要是联系家庭理财以及各项社会福利保险基金而开展。

（二）投资客体

投资客体即投资对象、目标或标的物。投资客体的表现也具有多样性，既可以是将资金直接投入建设项目，形成固定资产和流动资产；也可以是有价证券及其他对象。在商品经济发展初期，投资客体就是经营投资的实物项目，如厂房、设备、原材料、动力燃料以及流通管理手段等等。随着社会经济的发展、生产力的提高和科学技术的进步，投资客体也发生了变化，一方面资金所有者主体以金融证券为投资客体，通过购买政府债券或公司股票等等，转移资金的使用权，交换利息、股息、红利等收入；另一方面获得资金使用权的经营主体（法人）则以具体实物项目为对象，组织实施生产经营，形成生产能力或工程效益，进而从事某种事业的生产经营活动以获取利润，呈现出投资客体的多样性。

（三）投资目的

投资目的就是指投资者的意图及所要取得的效果。投资主体为什么要投资呢？目的就是为了获取效益。那种不问资本增值，只顾花钱，或高投资低效益都是不合理的投资。投资效益有经济效益和社会效益之分，经济效益又可分为宏观经济效益和微观经济效益。投资的宏观经济效益是指投资活动通过国民经济增

长、社会充分就业、物价相对稳定、对外收支平衡等等，保证社会供需基本平衡，经济结构趋向合理，逐步缩小居民收入差距，达到共同富裕目标所作的贡献。投资的微观经济效益是指投资项目的财务效益，通过投资效益指标反映项目的盈利能力、投资回收能力、创汇能力等。投资的社会效益是指投资活动对社会的生态环境、公益福利以及精神文化素质等所作的贡献。就投资本身而言，实现投资的经济效益，应当是投资行为的出发点。投资如果不能带来经济效益，投资便缺乏了生命力。但有时候，例如国家对某项目的直接投资，其宏观的经济效益和微观经济效益就可能会出现矛盾。在这种情况下，从社会主义投资目的看，就应以宏观的经济效益为主，微观经济效益服从宏观经济效益。

（四）投资方式

投资方式是指投入资金的运用形式与方法。投资可以运用多种方式。如把资金直接投入建设项目，形成实物资产或投入社会生产经营活动的直接投资；通过购置有价证券所进行的间接投资；还有以开发高新技术为主的风险投资等。

第二节 投资的分类

按照不同的分类标准，可以将投资划分为不同的种类。常见的投资分类如下：

一、按投资主体的经济类型划分

（一）国有经济投资

国有经济投资就是指生产资料归国家所有的一种经济类型的投资。国有经济包括中央和地方各级产业部门、事业单位和社会团体使用国有资产投资举办的企业，也包括实行企业化经营，国家不再核拨经费或核拨部分经费的事业单位和从事经营性质活动的社会团体，以及这些企业、事业单位和社会团体使用自有资金投资举办的企业。

（二）集体经济投资

集体经济投资是指生产资料归公民集体所有的一种经济类型的投资。集体经济包括城乡所有使用集体投资举办的企业，以及一部分个人通过集体投资举办而自愿放弃所有权并依法经工商行政管理机关认定为集体所有制的企业。

（三）私营经济投资

私营经济是指生产资料归公民私人所有、以雇佣劳动为基础的一种经济。包括所有按照规定登记注册的私人独资企业、私人合伙企业和私营有限责任公司。

私营独资企业是指由一人投资经营，投资者对企业债务负无限责任的企业。私营合伙企业是指二人以上按照协议共同投资，共同经营，共负盈亏，由投资人

对企业债务承担连带无限责任的企业。私营有限责任公司是指投资者以其出资额对公司负责，公司以其全部资产对公司债务承担责任的企业。

（四）个体经济投资

个体经济是指生产资料归劳动者个人所有，以个体劳动为基础，劳动成果由劳动者个人占有和支配的一种经济类型。包括所有按规定登记注册的个体工商户和个人合伙。

个体工商户是指公民在法律允许的范围内，依法经核准登记，从事工商业经营活动的个体劳动者。个人合伙是指两个以上公民按照协议，各自提供资金、实物、技术等，合伙经营，共同劳动。

（五）联合经营投资

联合经营是指不同所有制性质的企业之间或者企业、事业单位之间共同投资组成新的经济实体的一种经济类型。联营经济只包括具备法人条件的紧密型联营企业，不具备法人条件的半紧密型联营企业和松散型联营企业，仍按其各自的所有制性质划分经济类型。

（六）股份制经济投资

股份制经济是指全部注册资本由全体股东共同出资，并以股份形式投资举办企业而形成的一种经济类型。股份制经济主要有股份有限公司和有限责任公司两种组织形式。

股份有限公司是指全部注册资本由等额股份构成并通过发行股票（或股权证）筹集资本，股东以其认购的股份对公司承担有限责任，公司以其全部资产对其债务承担责任的企业法人。有限责任公司是指两个以上股东共同出资，每个股东以其所认缴的出资额对公司承担有限责任，公司以其全部资产对其债务承担责任的企业法人。

（七）外商投资

外商投资经济是指外国投资者根据我国有关涉外经济法律、法规，以合资、合作或独资的形式在中国大陆开办企业而形成的一种经济类型。外商投资经济包括中外合资经营企业、中外合作经营企业和外资企业三种形式。

中外合资经营企业指外国合营者与中国合营者依照规定，按一定比例共同投资，共同管理，分享利润，共担风险，在中国大陆共同举办的企业。中外合作经营企业是指外国合作者与中国合作者依照规定，通过签订合同明确双方的责任、权利和义务，在中国大陆共同举办的企业。外资企业是指依照规定，在中国大陆设立的全部资本由外国投资者投资的企业。

（八）港、澳、台投资

港、澳、台经济是指港、澳、台投资者参照我国有关涉外经济法律、法规，以合资、合作或独资的形式在大陆举办企业而形成的一种经济类型。

（九）其他经济投资

指不属于以上各种类型的其他经济形式的投资。

二、按投资客体的对象不同，可划分为直接投资与间接投资

直接投资是指将资金直接投入投资项目的建设，形成实物资产和流动资产的投资，如房地产投资、固定资产投资等。一般来说，直接投资都是“生产性”投资，能增加实物资产，扩大生产能力，为经济增长提供重要的物质基础。其特点是风险较小，流动性较差。间接投资则是指将资金投放于金融资产所进行的投资，如股票投资、债券投资、期货投资等。间接投资实质上是资金在所有者与使用者之间的转移，并不会使生产能力增加。其特点是流动性较强，但风险较大。

直接投资要转化为实物资产，引起对社会产品的需求效应，需有物资作保证。而间接投资与物质生产没有直接联系，并不引起社会总需求的增加。因此，直接投资是基础，间接投资是寄生在直接投资上的寄生物，间接投资收益来源于直接投资。但是，间接投资作为一种投资资金的筹措手段和方法，它对投资事业又是不可缺少的，对投资事业的发展仍然是一种推动力量，在发展现代经济中发挥着巨大的作用，是现代经济所不可缺少的。

三、按资产的性质不同，划分为固定资产投资和流动资产投资

固定资产是指在社会再生产过程中，可供较长时间反复使用并在使用过程中基本上不改变其原有实物形态的劳动资料和其他物质资料。用于建设和形成固定资产的投资称为固定资产投资。流动资产是指在企业的生产经营过程中，经常改变其存在状态的资金运用项目。用于流动资产的投资称为流动资产投资。

固定资产投资按其形式还可进一步细分为基本建设投资、更新改造投资、房地产投资和其他固定资产投资。

基本建设投资是指以扩大生产能力为主要目的的工程建设及有关工作，包括新建、扩建、迁建和恢复工程的投资。新建项目，指从无到有，系新开始建设的项目；扩建项目指原企业为扩大生产能力或新增效益而增建的项目；迁建项目，指为改变生产力布局而进行的全厂性迁建工程；恢复项目，指对遭受灾害毁坏的固定资产进行的恢复工程。基本建设按其内容主要包括：建筑安装工程；设备、工具和器具的购置和其他基本建设工作（如勘察、设计、征地拆迁、科学实验、负荷联合试运转等）。

更新改造投资是指对原有固定资产进行更新和技术改造所进行的投资，其目的是要在技术进步的前提下，通过采用新设备、新工艺、新技术，以提高产品质量，节约能源，降低消耗，达到提高综合效益和实现内涵扩大再生产的目的。其主要内容包括设备更新改造，生产工艺改革，修整和改造建筑物，治理“三废”和市

政设施改造工程等。

房地产投资是指从事房地产开发、经营和服务的投资。包括土地开发投资、房屋开发投资、房地产中介服务投资、房地产管理和服务投资等等，都是以商品生产经营为目的的固定资产投资。

其他固定资产投资，是指按照国家规定不纳入基本建设和更新改造计划管理的全民所有制单位的其他固定资产投资，这些投资主要是用来维持简单再生产资金安排的工程、简易建筑以及零星固定资产的建造和购置。

固定资产投资还可以按用途不同，分为生产性建设投资和而非生产性建设投资。

实施固定资产投资，不论新建企业或更新改造企业，新增固定资产的运行都必须相应垫付与其相配套的流动资金投资。流动资金投资主要包括储备资金、生产资金、产成品资金和货币（包括有价证券）资金。

四、按金融经营方式不同，可划分为信用投资和证券投资

间接投资按金融融资方式不同，可以分为信用投资和证券投资。信用投资指投资人以资金换取借据或信托受益权证，从而获得投资效益的投资行为。它又分为两种形式：投入资金运用于提供贷款给借款者，以利息形式获得投资收益的，称为信贷投资；把资金委托给金融信托部门代为投资，以信托受益形式分享投资收益的，称为信托投资。

证券投资是指投资者购买有价证券以获取收益的投资活动。证券投资也有两种形式：一种称为债券投资，指投资人购买债券，让渡资金使用权给债券发行者，并以债券利息的形式获取投资收益的投资形式；另一种称为股票投资，指投资者购买股票，从股息、红利或价差中获取收益的投资形式。

上述投资分类可用图 1-1 加以表示：

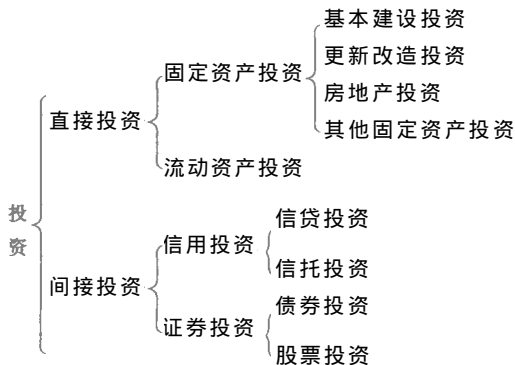


图 1-1 投资的分类

第三节 投资学的研究对象与理论体系

一、投资学的研究对象

投资学是研究社会经济运动过程中投资的一般运动规律和不同投资的特殊运动规律的一门经济科学，是经济学的重要分支。因此，正像经济学有宏观经济学与微观经济学之分一样，投资学也有宏观投资理论与微观投资理论之分。这是因为，投资作为一种经济活动，它的经济关系同整个社会的经济关系本质上是一致的。但投资学作为一门独立的学科，又具有自己的研究领域和特殊内容。这种研究内容的特殊性主要表现在宏观经济和微观经济两个方面。

从宏观经济来看，投资是整个社会资金运动的一个环节，把投资活动放到国民经济循环中去考察。因此，投资学应着重研究宏观经济中的投资问题，主要分析投资与消费、财政收支、信贷规模、产业结构以及国民收入或国民生产总值等宏观经济因素之间的相互关系。作为学科，投资学在宏观方面主要分析研究投资规模、投资结构、投资布局以及投资的资金市场等，即宏观经济中的投资规律。

从微观经济来看，投资学则研究各不同投资主体，根据各自的实际，掌握投资机会，分析研究投资项目的实施和管理，以及微观投资运动的一般规律和不同投资的特殊规律。微观投资理论主要研究有价证券等金融投资活动，阐述证券价格的决定、证券收益与风险的关系等等。微观投资活动虽然也是资金的周转过程，但它只是各投资主体间资金的内部转移过程，不涉及物质产品的产出及生产能力的扩大，其活动交易量虽然很大但并不构成 GNP 的一部分。如 1993 年西方 7 国的 GNP 为 7.64 万亿美元，而仅仅股票交易量就达到 12 万亿美元。

二、投资学的理论体系

毋庸置疑，作为研究投资经济运动规律的《投资学》，当然要以宏观投资活动和微观投资活动作为自己的研究对象。本书分为三大部分：

第一章至第二章是投资学概述。第一章主要介绍投资学的基本知识，从而为学习本课程打下一定的理论基础；要进行投资首先要有资金来源，资金的筹措可以说是投资的先决条件，第二章对资金的筹集进行了叙述。

第三章至第五章主要研究宏观投资问题，宏观投资理论中最重要的问题是投资规模、投资结构、投资体制等。

第六章至第十三章主要研究微观投资问题。由于投资对象不仅包括以建设项目为主的直接投资，也包括以证券投资为主的间接投资。第六至第十章主要介绍了以直接投资为主的建设项目投资，并围绕投资项目的可行性研究与项目评

估来展开；第十一章至第十三章主要对以证券投资为核心的间接投资工具和具体运作作了介绍。

具体说来，第六章主要介绍了投资项目可行性研究与项目决策等问题；第七章从市场调查与市场预测概念入手，介绍了市场调查与预测的内容和具体方法；第八章主要从拟建项目的生产、技术、环境等外部条件方面进行评估，以判断投资项目是否可行；第九章从财务评价、国民经济评价和社会评价的角度介绍了投资项目经济评价的内容与方法，由于项目评估所采用的大部分数据来自预测或估计，有一定的不确定性，进而会对项目决策带来一定的风险，为此，还应进行不确定性分析以提高决策的准确度；第十章继续就此问题进行分析，分别介绍了盈亏平衡分析、敏感性分析以及概率分析等不确定分析的内容和方法；第十一章从证券投资工具入手，介绍了证券市场的基本知识；第十二章、第十三章分别介绍了股票、债券投资的具体内容。

复习思考题

1. 投资的涵义是什么？
2. 投资主体的不同怎样影响着投资活动？
3. 怎样区别直接投资和间接投资？
4. 投资按主体经济类型不同可以分为哪几类？

第二章

筹资决策

第一节 筹资概述

筹资就是投资资金的筹措，指投资主体通过各种资金渠道、运用各种筹资方式来吸收聚集建设资金的活动。一个投资项目，特别是大、中型项目，总是需要大量的资金，而这一切又通常不是一个单位或一个人所能解决的。因此，投资首先面临着筹资的问题。然而，对于一个投资主体来说，筹资是投资的先决条件，不解决筹资问题也就谈不上解决投资问题。当然筹资是要付出代价的，筹资不但要解决资金有无或资金多少的问题，而且要考虑筹集资金的资本成本，安排合理的资本结构，作出科学的筹资决策。

一、筹资的基本概念

为了探讨如何才能卓有成效地筹集资金，必须首先了解筹资的一些基本概念。

（一）筹资渠道与筹资方式

筹资渠道是指筹措投资资金的来源。筹集资金的方式是指取得资金的具体形式。资金从哪里来和如何取得资金，两者既有区别又有联系。一定的筹资方式，可能只适用于某一特定的筹资渠道，但同一渠道的资金往往可以采用不同的方式取得，而同一筹资方式又往往可以适用于不同的资金渠道。

根据我国实际，筹资渠道主要有财政筹资（包括无偿征收方式、有偿征收方式以及补偿性收入筹集的资金）、企业内部资源（如累计折旧、资本公积、未分配利润和企业自发性融资等）、社会资源（主要包括股份集资、举债筹资、信托投资和租赁融资）以及利用外资（包括政府间贷款、国际金融组织贷款、国际贸易信贷、发行国际债券等）。从总体而言，筹集资金的渠道一般有八种，即国家资金、银行资金、非银行金融机构资金、其他企业资金、社会团体事业单位资金、个人资金、外商资金、企业内部形成资金。

筹集资金的方式归纳起来通常有股票、债券、银行借款、租赁、保留盈余、商业信用、商业票据等。

（二）自有资金与借入资金

自有资金也称自有资本或权益资本，是企业依法长期拥有、自主调配使用的资金，包括资本金、资本公积金、盈余金、公益金、未分配利润等。企业根据国家法律、法规规定，可以通过国家资金、其他企业资金、个人资金和外商资金等渠道，利用吸收投资、发行股票等方式筹集资本金。所谓资本金，通俗地讲就是开办企业的本钱。根据《企业财务通则》的规定，资本金指企业在工商行政管理部门登记的注册资本。资本金一般按投资主体的不同分为国家资本金、法人资本金、个人资本金以及外商资本金等。投资者可以用现金、实物、无形资产等形式向企业投入。对所筹集的资本金，企业依法享有经营权，在企业经营期内，投资者不得以任何方式抽回。这有利于保全企业自有资本，维持企业的长期稳定经营。

借入资金，代表了投资人对企业的债权，故亦称为借入资本或负债资本。借入资金按期限不同，分为借入短期资金和借入长期资金。企业的借入长期资金，可以通过银行资金、其他企业资金、社会团体事业单位资金、个人资金、非银行金融机构资金等诸多渠道，利用长期借款、发行债券、融资租赁等方式予以筹措。对于借入资金，企业可以按照法规、合同或协议规定的条件，在一定期限内使用，到期必须偿还或结清。

（三）资金成本与资本结构

资金成本是指企业为筹集和使用资金而付出的代价，包括筹资过程中发生的费用和用资过程中支付的利息、股利等。资金成本可以区分为短期资金的成本和长期资金的成本。长期资金的成本通常称为资本成本，它是企业资金成本问题研究的重点。

资本结构是指企业各种长期资金来源的数量构成比例。一个企业在一定时点上，其资本结构是确定的，但在持续经营中为了某种目的又是可以改变的。资金成本和资本结构是相互作用的，一方面，资金成本的高低是衡量资本结构是否经济合理的主要标准，决定着资本结构的选择决策；另一方面，资本结构的变化影响着资金成本的高低。

（四）直接筹资与间接筹资

直接筹资是指企业不经金融中介机构，直接与资金供应者协商进行借贷，或者发行有价证券进行筹资。直接筹资所采用的形式通常有债券、股票、短期融资券等。它具有如下特点，即：直接筹资使资金供需双方产生直接的经济关系；直接筹资具有灵活多样的信用形式，便于筹资时选用；直接筹资具有广阔的筹资领域，如货币资金、补偿贸易和融资租赁等。

间接筹资是借助金融机构媒介进行的筹资活动。间接筹资通常的形式是从

银行等金融机构取得各种贷款。它与直接筹资相比具有如下特点，即：间接筹资灵活方便，便于企业在不同时期筹措不同数量的资金；间接筹资通过银行信用集少成多，续短为长，获取期限长短不一的贷款；间接筹资可以减少筹资企业和资金供应者之间的纠纷。

（五）财务风险与财务杠杆

财务风险是指由筹资决策所带来的风险，有两层含义：一是指企业普通股股东收益的可变性；二是指企业利用财务杠杆而造成财务风险的可能性。

财务杠杆是指利用资本成本固定型的筹资方式，主要是借债、租赁和优先股筹资方式，对普通股每股利润和企业价值会产生影响，同时也会产生财务风险。

财务风险的大小及其给企业带来财务杠杆利益的程度，即财务杠杆程度，通常用财务杠杆系数来衡量。

筹资方式不同，其资本成本和财务风险也不同。借入资本要求企业定期付息，到期还本，投资人的风险较低，故要求的报酬也较低；而企业虽然负担的资本成本较少，但因定期付息还本，所以财务风险较高。与此相反，自有资本不还本，收益不确定，投资人的风险较高，故要求的报酬也较高；而企业虽然财务风险较低，但要负担的资本成本较大。因此，在筹资决策中，需要对借入资本与自有资本的比例进行合理的安排。

现将长期筹资方式、主要筹资渠道、资本成本、财务风险、资本类型的关系列表说明（表 2-1）。

表 2-1 筹资方式关系表

筹资方式	筹资渠道	资本成本	财务风险	资本类型
吸收投资	国家、企业、个人、外商等	很高	很低	自有
发行股票	国家、企业、个人、外商等	很高	很低	自有
发行债券	企业、团体、单位、个人等	较低	较高	借入
长期借款	银行	较低	较高	借入
融资租赁	租赁公司	高	一般	

二、筹资环境

筹资环境是指影响筹资活动的各种因素的集合。这些因素有的是企业内部的因素，有的是企业外部的因素；有的构成硬环境，有的构成软环境；有的属于静态环境，有的属于动态环境。环境对筹资活动有着重要的作用，一方面可以为筹资提供机会和条件；另一方面又会对企业筹资进行制约、干预甚至胁迫。因此，在筹资过程中，应该能够预见环境的变化及其影响，提高适应能力和应变能力，从而经济有效地筹措所需资金。

一般而言，筹资环境分为经济环境、法律环境和金融环境。

（一）筹资的经济环境

筹资的经济环境主要包括产品寿命周期、经济周期、通货膨胀和技术发展等因素。

1. 产品寿命周期

一切产品、企业和产业都要经过发展的一定阶段，都具有周期特征。典型的产品寿命周期通常分为四个阶段，即初创期、扩张期、稳定期和衰退期。这四个阶段中，产品的资金占用与需要不相同，从而影响筹资安排。下面列表说明不同阶段对现金需要、股利政策和风险的影响作用（表 2—2）。

表 2—2 产品寿命对筹资的影响

	初创期	扩张期	稳定期	衰退期
现金需要	大量	大量,但以较低幅度增加	减少,一些公司有现金结余	持续减少,公司尚能产生一些现金,但最后面临亏损
股利政策	无现金股利	少量,但增加现金股利	增加现金股利	大量现金股利直至亏损发生
有规则的风险	高	高	中	低

由此可见，企业对产品寿命周期的不同阶段应采取不同的筹资策略。

此外，一个产业或企业一般也要经历类似产品寿命周期的发展阶段，处于不同发展阶段的产业和企业，也应采取不同的筹资策略。

2. 经济周期

经济周期同产品寿命周期一样，也影响企业的财务活动。

我国的经济发展与运行呈现着特有的周期特征，带有一定的经济波动性。由于过去曾经历过若干次投资膨胀、生产高涨到控制投资、紧缩银根、进入正常发展的过程，从而促进了经济的持续发展。因此，企业的筹资理财活动曾经受过这种经济波动的影响，比如在治理整顿的紧缩时期，企业的筹资活动，尤其是长期筹资，受到严峻的挑战。社会资金十分紧缺，利率上涨，筹资非常困难，甚至影响到企业的正常生产经营活动。此外，由于国际经济交流与合作的发展，西方的经济周期影响也不同程度地波及我国的一些企业。为此，企业财务人员必须认识到经济周期的影响，掌握在经济发展过程中筹资理财的本领。

3. 通货膨胀

我国有时也发生过较低幅度的通货膨胀。通货膨胀对筹资活动的影响是多方面的、严重的，主要表现在：

- (1) 引起资金占用的大量增加，从而增加企业的资金需求；
- (2) 引起企业利润虚增，造成企业资金流失；
- (3) 引起利率上升，加大企业的资金成本；

- (4) 引起有价证券价格下降, 增加企业的筹资难度;
- (5) 引起资金供应紧张, 增加企业的筹资困难。

因此, 进行资金筹措时必须对通货膨胀的发生及其影响有所预见, 从而采取相应的措施。

4. 技术发展

现代科学技术日新月异, 新技术、新设备、新产品层出不穷。这就要求筹资时必须适应这种趋势, 根据引进新技术、新设备、开发新产品的需要, 适时筹措足够的资金。

(二) 筹资的法律环境

筹资的法律环境, 是指影响筹资活动的法律、法规, 包括证券法、证券交易法、财政法、银行法、企业法、公司法、所得税法、企业债券管理条例等。这些法律法规从不同方面规范或制约着企业的筹资活动。

1. 规范不同经济类型企业的筹资渠道

例如, 只有国有企业才能利用国家资金; 只有外商投资企业才可以直接利用外资。

2. 规范不同组织类型企业的筹资方式

例如, 只有股份公司及改组为股份公司的企业才能采取股票方式, 其他组织类型的企业不能发行股票筹集资金。

3. 规定企业采用债券筹资方式的条件

例如, 《企业债券管理条例》规定, 企业发行企业债券, 必须符合下列条件:

- (1) 企业规模达到国家规定的要求;
- (2) 企业财务会计制度符合国家规定;
- (3) 具有偿债能力;
- (4) 企业经济效益良好, 发行企业债券前 3 年连续盈利;
- (5) 所筹资金的用途符合国家产业政策。

4. 影响不同筹资方式的资金成本

根据企业所得税法的规定, 企业采用债券、银行借款筹集资金的利息支出, 在企业所得税前列支, 即免交所得税; 而采用股票筹集资金, 股利支出须从所得税后利润支付, 这就导致企业实际负担的债券成本低于股票成本。

(三) 筹资的金融环境

金融环境是筹资的最直接的外部环境, 对筹资活动有着十分重要的作用。因此, 要筹措资金必须了解金融市场的作用并熟悉金融机构的类型。

1. 金融市场

金融市场是金融性商品交易的场所, 如货币资金借贷的场所, 债券、股票发行和交易的场所, 外汇买卖的场所等。金融市场有广义与狭义之分, 广义的金融

市场包括所有资金供需的交易场所；狭义的金融市场专指证券发行和买卖的场所，其典型形式为证券交易所。

金融市场的种类颇多，目前通用的分类标准有如下几种：

(1) 按交易对象分类，分为资金市场、外汇市场和黄金市场三大类。

(2) 按偿还期限分类，分为短期资金市场和长期资金市场。短期资金市场是指资金偿还期限为 1 年以内的市场，通常也称为货币市场，包括短期存放市场、同业拆借市场、票据承兑与贴现市场和短期证券市场等；长期资金市场是指资金偿还期限为 1 年以上的市场，通常也称资本市场，包括长期存放市场、长期证券市场。这是目前世界上普遍应用的分类标准。

(3) 按具体功能分类，以长期证券市场为例，可分为初级市场和次级市场。初级市场是由新证券首次发行而形成的市场，又称发行市场；次级市场是由原有证券买卖而形成的市场，又称交易市场。

上述金融市场的分类及相互关系，可用图 2-1 来说明。

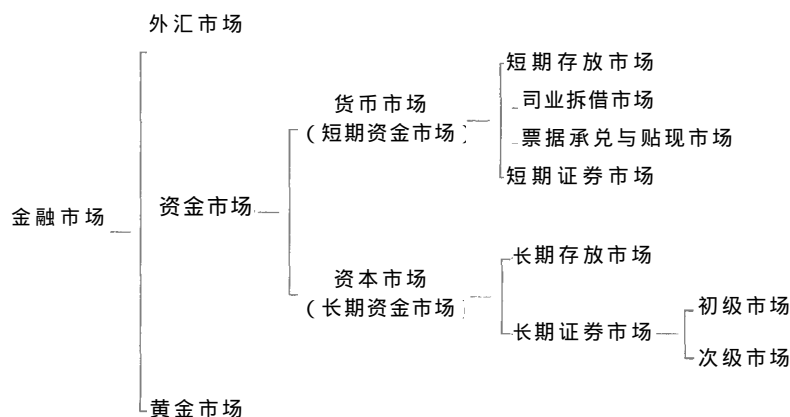


图 2-1 金融市场分类图

此外，金融市场按交易区域不同又可划分为国际金融市场、全国金融市场和地区金融市场。

金融市场对企业筹资的作用主要表现为以下两个方面：一方面，为企业筹资活动提供场所，让资金的供需双方相互接触，通过交易实现资金的融通，促进企业的资金在供需上达到平衡，使企业的生产经营能够顺利地进行；另一方面，通过金融市场的资金融通活动，促进社会资金的合理流动，调节企业筹资以及投资的方向与规模，促使企业合理使用资金，提高社会资金的效益。

2. 金融机构

社会资金从供应者手中转入需求者手中，大多要通过金融机构来实现。这些金融机构主要包括

(1) 经营存贷业务的金融机构。在我国，这类金融机构主要有工商银行、农业

银行、建设银行、中国银行、交通银行、信用合作社等。它们的基本功能是通过吸收存款集聚资金，并把这些资金以贷款的形式提供给资金需要者。

(2)经营证券业务的金融机构。这类金融机构主要是指全国或区域性的证券公司。它们通过承担证券的推销或包售工作，为企业融通资金提供服务。

(3)其他金融机构。主要包括保险公司、租赁公司等。保险公司是通过收取保险费集中一定资金，当投保人遭受损失时予以赔偿的金融机构。通常，从收取保险费到支付赔偿需间隔较长时期，一般而言，赔偿以后会有一定的剩余。这些暂时闲置和剩余资金，按规定可用于投资，主要是购置公债、风险小而交易灵便的股票和企业债券，有时也进行资金贷放。租赁公司介于金融机构与企业之间，它先筹集资金购买各种租赁物，然后出租给企业。租赁公司的经营租赁等于向企业提供了短期资金，融资租赁则等于向企业提供了中长期资金。

第二节 资本成本的确定

一、资本成本的涵义和作用

(一) 资本成本的涵义

从资本市场上通过各种渠道筹集资金，不仅需要考虑是否可能，而且要考虑所付的代价，这就是资本成本所要研究的问题。

资本成本是指筹资者为筹措和使用资本而付出的代价，它由资本使用成本和资本筹集成本构成。所谓资本使用成本是指资金使用者由于使用资金而应该支付给资金所有者的报酬。对于筹集到的资金不外乎有两种途径：一是由投资人投入的权益资本，这部分资本成本要求一定的利润作为投资报酬；二是由债权人贷出的债务资本，这部分资本要求一定的利息作为贷款报酬。因此，资本使用成本就表现为足够支付报酬的最低资本收益，这也是资本成本的实质意义。从资金使用者的角度来说，资本成本率等于无风险利率与风险报酬率之和。由此可见，资本成本并不是从资本损耗或资本费用角度来考虑，而是一种机会成本，表示出资人由于资金让渡而失去其他投资的机会，从而也失去凭这份资金获取其他盈利的条件，要求得到补偿的数额。所谓资本筹集成本则是指筹措过程中所应开支的费用，包括银行借款手续费、发行股票、发行债券的费用等等。

这项费用由于是和筹措资本同时发生的，所以可以把它从筹资总金额中扣除，而不作为资本成本的构成要素来计算。

通常资本成本是按资本使用总成本与筹资总金额之比，以资本价格的形式来表示，其一般计算公式如下：

$$K = \frac{D}{S - F} \times 100\%$$

式中： K 表示资本成本（以百分比表示）；

D 表示资本使用总成本；

S 表示筹资总金额；

F 表示资本筹资总成本。

上式中，资本使用总成本 D 是根据所筹资金的性质来确定的：如果是银行贷款或债券筹资， D 就是指利息费用；如果是入股筹资，则 D 就是预计的投资利润或股利。

（二）资本成本的作用

一般而言，计算资本成本具有以下几个方面的重要作用：

1. 资本成本是评估企业价值的重要依据

评估企业价值不应该用有多大的投资规模来衡量，而应该根据企业创造收益的能力来衡量。尽管企业的投资额并不大，如果企业创造的年收益很大，则评估企业的价值应该是很大而不是很小。将企业的年收益除以资本成本就可以估算出企业的市场价值：

$$\text{企业市场价值} = \frac{\text{企业收益}}{\text{资本成本}}$$

2. 资本成本是筹资决策的基础标准

企业可以在资本市场上选择不同渠道来筹资，如银行贷款、发行债券、发行股票等等，但不同渠道的筹资方式就有不同的资本成本。这时就应该比较不同的筹资资本成本，选择资本成本较低的筹资方式。

3. 资本成本是评估投资项目可行性的重要尺度

从财务评估的角度来考虑，将企业的资本成本和内部报酬率进行对比，如果内部报酬率大于资本成本，就表示投资项目是可行的；如果内部报酬率小于资本成本，就表示投资项目不可行。当然资本成本分析不能局限于单个项目的评价，而应该根据系统评价原则将其用于企业的整体盈利性分析。有时虽然单项项目的投资收益率小于该项目的资本成本，但由于此项目投产可导致整个企业的总收益提高，或降低了企业风险，使企业的资本成本降低，则该投资项目也应视为是可行的。

4. 资本成本是国家进行宏观调控的重要工具

在市场经济条件下，利率是进行间接宏观调控的重要手段。而利率的高低又代表着市场平均资本成本的水平，通过调控利率可以有效地影响投资与资金的流向与规模，从而实现资源的优化配置。

二、资本成本的确定

为了筹资决策的需要，应测算各种来源的资本成本，即个别资本成本、加权平均资本成本和边际资本成本。

(一) 个别资本成本

采用不同筹资方式取得的资本，由于影响成本的具体因素不同，其资本成本高低也就不等。个别资本成本是比较不同筹资方式优劣的一个标准。下面介绍几种主要长期筹资方式下的个别资本成本。

1. 长期贷款成本

银行长期贷款的成本一般由贷款利息和银行贷款手续费两项组成。然而，企业对长期贷款所支付的利息，无论是否资本化，通常是在所得税前扣除。因此，可少交一部分所得税。另外，长期贷款一般筹资费很少，可忽略不计。长期贷款的成本计算公式可以写成：

$$K_L = r(1 - t)$$

式中： K_L 为长期贷款成本；

r 为长期贷款利率；

t 为所得税税率。

例如：某公司获得银行长期贷款 500 万元，年利率 8%，贷款期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本。企业所得税税率为 33%。则这笔长期贷款的成本计算如下：

$$K_L = 8\% \times (1 - 33\%) = 5.36\%$$

2. 债券成本

与长期贷款相类似，公司发行债券筹集资本所支付的利息通常在税前支付，这样就可少交一部分所得税。因此，公司实际负担的利息应为：债券利息 \times (1 - 所得税税率)。当然，公司发行债券的筹资费用较高，在计算其资本成本时应予考虑。这里有两点需要说明：一是债券利率通常比长期贷款利率高，而且利息支付有分次付息和到期还本付息两种方式；二是债券的发行有平价发行、溢价发行和折价发行三种。在计算债券成本时，债券筹资额应按实际发行价格进行计算，而不论发行价格如何，都应按债券面值计算债券利息。因此，债券成本的计算有下述两个公式：

(1) 一次还本分期付息的债券成本计算公式为：

$$K_b = \frac{R_b(1 - t)}{S(1 - f_b)}$$

式中： K_b 表示债券成本；

R_b 表示债券每年实际利息；