

我国资本成本研究综述及未来展望

任翠玉

(东北财经大学会计学院 大连 116025)

【摘要】随着我国资本市场的发展,资本成本在公司投资决策、融资决策、价值评估以及公司业绩评价方面的作用日益受到理论界的重视,我国越来越多的学者开始重视资本成本理论研究。本文选取了发表在国内有代表性杂志的相关论文及研究报告,从五个方面总结和回顾了我国资本成本理论的研究现状,并结合资本成本理论未来的发展趋势对未来的研究方向予以展望。

【关键词】 资本成本 影响因素 估算

近几十年来,随着投资组合多样化,学者们对市场效率和资产定价等领域的理论突破已经转化为对公司资本成本的高度关注。因此,国内学者借鉴国外现有的研究成果,结合我国资本市场的具体情况,在资本成本的概念、资本成本的计量、影响资本成本的因素、我国上市公司资本成本水平等领域进行了研究,并取得一定成绩。但我国资本市场发展时间短,对资本成本的研究还处于探索之中。因此,本文通过对国内学者研究资本成本的回顾,阐述了我国关于资本成本的研究现状、尚待解决的问题,并展望了未来的研究方向。

一、资本成本基本概念研究

汪平(2007)认为资本成本可能是我国理财学中出现的混乱理解最为严重的概念。傅元略(1996)是国内首次使用资本成本和权益资本成本的财务学者,并引入了西方的资本资产定价模型法和现金流量折现的内含报酬率法计算权益资本成本。关于资本成本理念的探讨另一有代表性的观点是朱武祥(2000)从投资者角度和企业角度分别解释了资本成本,他认为从投资者角度看,资本成本是资本市场投资特定的项目所要求的收益率,即机会成本。从企业角度看,资本成本是企业为实现特定的投资机会、吸引资本市场资金必须满足的投资收益率。在我国财务学的研究历史中,既存在资本成本概念,又存在资金成本概念。这两个概念的同时存在令人莫衷一是,宋琳(2004)认为在我国财务学的投融资决策中,资本成本与资金成本的概念不能同时使用,容易造成我国财务理论研究的混乱,并在资本市场的实践中引发不良影响,笔者认为财务理论界应完全接受资本成本的理念。

但是汪平(2007)认为许多人对于资本成本的解释往往是基于表面的观察。例如,许多人认为借款利率是资本成本的典型代表。许多上市公司中,甚至会由于可以不分派现金股利而以为股权资本是没有资本成本的。他认为对资本成本的理解偏差,是我国理财学发展不成熟的重要表现。

二、影响资本成本的因素研究

1. 公司特征。陈晓、单鑫(1999)以1997年为研究窗口,应

用截面数据,通过回归分析考察资本结构与资本成本之间的关系。研究结果表明,短期财务杠杆对企业资本成本没有显著影响,长期财务杠杆与加权平均资本成本、权益资本成本存在显著的负相关关系,企业规模与资本成本存在正相关关系,行业因素对资本成本无显著影响。叶康涛、陆正飞(2004)研究采用的11个企业特征主要分为8大类变量:市场波动性、经营风险、财务风险、破产成本、信息不对称、流动性、市场异常性和代理问题。他用以上变量分别考察其对股权成本的影响,结果表明,虽然股票 β 系数是股票成本的主要决定因素,但其他变量(如负债率、企业规模、账面市值比等)也是影响企业股权成本的重要因素。姜付秀、陆正飞(2006)选取了2001~2004年我国上市公司作为样本进行实证分析,得出多元化与公司权益资本成本正相关而与总资本成本负相关的结论。姜付秀等(2008)通过问卷调查方法进行研究,得出我国上市公司的股权融资成本与投资者利益保护呈显著的负相关关系。王兵(2008)研究发现,盈余质量显著影响公司资本成本,公司盈余质量越高资本成本越低。蒋琰(2009)研究发现,上市公司的综合治理水平有利于降低企业的权益融资成本和债务融资成本;公司治理水平对于企业权益融资成本的影响要大于对于债务融资成本的影响。

2. 制度因素。制度因素对权益资本成本的影响越来越受到关注,我国目前研究主要集中在信息披露、信息透明度和法律建设方面。在研究上市公司权益资本成本与其自愿披露水平的关系上,许多学者得出了一致的结论。例如,汪炜、蒋高峰(2004)、曾颖、陆正飞(2006)认为在控制了公司规模、财务风险等若干变量之后,上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的权益资本成本。何玉、张天西(2006)通过对信息披露影响资本成本的相关文献进行综述,从而形成一套关于信息披露影响资本成本的理论框架。沈洪波(2007)研究发现,在市场分割和双重披露的作用下,AH股和AB股公司的资金成本比A股公司低。研究表明,公司的外部环境如法律监管和信息披露对资本成本有着重大的影响。肖珉、沈艺峰(2008)再次针

对跨地上市公司的权益资本成本进行研究,研究结果表明,在A股市场上,赴港跨地上市公司比其他公司的权益资本成本更低,跨地上市可以降低权益资本成本,说明严格的投资者保护制度有助于降低公司的权益资本成本。

3. 政府干预。我国政府对资本市场的干预相对于国外发达国家而言程度较大,而政府干预程度对企业资本结构以及公司价值都有显著影响。孙铮等(2005)发现由于政府对企业的干预程度不同,企业的杠杆比率也不同,地区市场度越高,长期债务比重越低。政府的干预程度同样也对不同企业的资本成本产生影响。徐浩萍、吕长江(2007)研究了政府干预程度变化对企业权益资本成本的影响。该文将样本分为地方政府控制企业和非国有企业,分别就政府角色对企业权益资本成本影响进行单因素分析。研究结果显示,对于非国有企业,政府对企业干预越少,由此增强了投资者对企业行为和经营环境的可预期性,权益资本成本越低。而对于地方政府控制的企业而言,政府干预程度变化对权益资本成本无显著影响。

三、资本成本估算研究

1. 权益资本成本测算。目前关于权益资本成本的估算模型有很多,如资本资产定价模型(CAPM)、套利定价模型(APT)、Fama-French三因素模型、股利增长模型和剩余收益折现模型等。我国学者在测算上市公司股权资本成本时使用的模型种类较多,差异较大。高晓红(2000)采用股利增长模型计算我国上市公司的股权融资成本,计算结果表明我国上市公司股权融资成本约为1.18%。黄少安和张岗(2001)采用收益/价格法,计算得到我国上市公司股权融资成本约为2.42%。陆正飞和叶康涛(2003)采用Gebhardt、Lee和Swaminathan的剩余收益折现模型计算了我国上市公司1998~2000年间的股权融资平均成本分别为5.54%、5.10%和4.18%。Robert F. Bruner和Kenneth M. Eades(1998)对美国上市公司资本成本估算方法的调查与分析表明,CAPM是目前在估计股权资本成本方法中最受欢迎、使用率最高的一种方法(85%)。由此国内许多学者也采用CAPM对我国股权资本成本进行估算。汪炜、蒋高峰(2004)在检验上市公司权益资本成本与其自愿披露水平的关系时,则采用经典收益折现模型计量股权资本成本。沈洪波(2007)在国内首次采用Ohlson-Juettner模型计算了我国A股上市公司2004年的预期资金成本。

2. 加权平均资本成本。我国早期对公司加权资本成本进行定量研究的是沈艺峰和田静,他们采用莫迪格利安尼和米勒的“平均资本成本方法”,即莫迪格利安尼和米勒在1966年对美国电力公用事业行业资本成本估计时所使用的方法,以我国上市公司中的百货板块为样本,对我国上市公司的资本成本进行定量分析。王宁(2000)在研究中也采用莫迪格利安尼和米勒(MM)的“平均资本成本”法,对我国1994年1月1日前已挂牌的上市公司的资本成本进行定量分析,计算了各行业权益成本和平均资本成本。张峥、孟晓静(2004),从内部报酬率的视角计算A股上市公司的综合资本成本与投资回报。他们以沪深1990~2001年间A股非金融行业上市公司为样本,运用Fama和French的方法计算了中国沪深A股上市公司的实

际价值内部报酬率(综合资本成本)为7.152%,实际成本内部报酬率(投资回报率)为15.135%。

四、资本成本与上市公司股权融资偏好研究

融资优序理论认为,企业偏好将内部资金作为投资的主要资金来源,其次是债务融资,最后才是股权融资。但分析我国上市公司的总体融资行为,发现我国上市公司明显对股权融资更加偏好。为了解释这一现象,国内许多学者从资本成本的视角研究上市公司股权融资偏好的原因。黄少安、张岗(2001)通过对我国1992~2000年上市公司融资结构进行统计分析,得出中国上市公司的融资行为存在明显的股权融资偏好,相对忽视债务融资的结论。同时他们也分析了我国上市公司股权融资偏好的原因,认为股权融资成本偏低是股权融资偏好的直接动因,制度和政策是股权融资偏好的深层原因。

但是也有学者得出不一致的观点,沈艺峰、田静(1999)采用莫迪格利安尼和米勒的“平均资本成本方法”,以我国上市公司中的百货板块为样本,对我国上市公司的资本成本进行定量分析,得出我国上市公司的股权资本成本明显高于债务资本成本的结论。廖理、朱正芹(2003)研究发现,许多学者认为股权融资成本低于债权融资成本的原因是他们仅仅把融资产生的直接费用看作融资成本,并没有考虑到融资手段对于企业市值或价值的影响。笔者通过对纺织和服装行业及家庭耐用消费品行业的分析,发现在外部融资中,IPO后债权融资成本低于多次股权融资成本。陆正飞、叶康涛(2004)在预先认定存在股权融资偏好行为的基础上却发现融资成本偏低并不能完全解释我国上市公司的股权融资偏好行为。企业资本规模、自由现金流量、净资产收益率和控股股东持股比例都会影响企业对股权融资方式的选择。宋琳(2005)则认为我国上市公司融资偏好背离“啄食顺序理论”的关键原因在于资本成本的内涵存在制度性的割裂,作者利用数学模型证明了对资本成本的不同解读才是导致国内外融资偏好差异的根本原因。

五、资本成本在我国应用的现状调查

国外针对资本成本在企业实际应用情况的问卷调查很多,但是在我国基于问卷调查的统计分析只有两篇文章。

一篇是齐寅峰等(2005)针对我国企业投资决策方法的选择以及投资决策如何受到各种因素的影响进行问卷调查,该研究共发放问卷4 342份,回收有效问卷670份,包括210家上市公司,460家非上市公司。其中关于资本成本(文中指折现率)的调查结果表明,51.6%的企业认为折现率的估计很困难。在所有被调查的企业中,367家企业选择进行折现率的估算。其中,以银行贷款利率作为折现率的占49.3%,选择企业加权资本成本、项目的投资机会成本以及项目融资的股东权益资本成本作为折现率的分别为21.0%、22.3%和7.9%。这种状况和财务理论有较大的差异。

另一篇则是李悦、熊德华等(2007)对1 507家中国上市公司(A、B、H股)开展的问卷调查,回收的有效问卷为167份,其中也对中国上市公司如何估计权益资本成本、如何选取项目折现率和如何判断风险因素进行了调查,调查结果表明,在估计权益资本成本方面,“普通股股票的历史平均收益率”和“参

考银行的贷款利率”是最重要的估算方法。公司财务理论中所推荐的资本资产定价模型(CAPM)和股利贴现模型的方法则显得不太重要。在如何选取投资项目的折现率方面,调查结果显示“银行贷款利率或以此为参考”是企业选取项目折现率最重要的依据。与此同时,“该项目所涉及行业的折现率或以此为参考”和“与这个特定项目风险匹配的折现率”也被调查对象视为选取项目折现率的重要依据。作者认为这是一种内在逻辑略显混乱甚至矛盾的现象,表明我国上市公司在如何选取项目折现率方面仍缺乏清醒的认识。而如果企业不能正确选取项目的折现率,就不能正确地估计项目的资本成本,从而也就难以正确判断项目是否能够真正增加公司价值。

六、资本成本研究的未来展望

1. 构建资本成本理论研究体系。现代理财学中的重要理论,如投资组合理论、资本资产定价模型理论、套利定价理论和资本结构理论等都与资本成本理论有着密切的联系,这也体现了资本成本理论在理财学中的重要性。因此,资本成本理论的研究对于进一步完善理财学理论有一定促进作用。由于我国的财务管理最初由前苏联引入,改革开放以后又引进西方发达国家的研究成果,因此造成资本成本概念运用的混乱。目前,我们在理论上已经接受了现代财务思想中将资本成本定义为投资者的必要报酬率,但在实践中大部分人还是将资本成本视为企业融资时的资金筹集费和占用费,也出现了资本成本、资金成本、融资成本等概念的混用。“概念是反映对象的本质属性的思维形式”。如果资本成本概念和本质定位不清,在财务管理的理论上就会导致研究方法和研究结论的不合理,在财务管理实践上导致财务管理环节错位、企业投融资决策的失误,从而影响企业的资源配置,造成企业资源浪费。因此,厘清资本成本的概念、揭示资本成本的本质、剖析其影响因素、增强企业资本成本意识、构建资本成本理论研究体系是未来财务管理基础理论研究的重要课题。

2. 基于分析师预测与剩余收益价值模型的股权资本成本计量研究。资本成本的测算一直是资本成本研究的核心问题,虽然国外的研究已有多种模型测算股权资本成本,但是由于企业经营的多变性和风险计量的复杂性,每一种模型都存在不同程度的问题,因此,没有任何一种度量模型能够得到学术界的一致认同。总体来讲,股权资本的估算模型可以分为两类,一类是基于市场风险角度的股权资本成本估算,另一类是基于公司收益折现的股权资本成本估算。

20世纪末金融经济文献广泛使用CAPM以及Fama-French三因素模型来估计权益资本成本,我国也有较多学者使用这些模型估计股权资本成本,如张峥、孟晓静(2004)、姜付秀(2006)、汪平(2008)、闫甜(2008)、国信证券研究报告(2009)等。但Fama-French(1997)经过大量检验得出结论,这些方法由于基于过去已实现的收益计算风险溢价,从而会导致资本成本估算“无法避免的不精确”。随着会计信息在股票估值中的作用日益显著,人们开始着眼于新的估值方法——剩余收益模型。Collins等(1997)和陆宇峰(1999)研究发现,无论美国还是中国的证券市场,净资产和收益在样本期间都是

价值相关的。陈信元、陈冬华、红军(2002)运用剩余收益定价模型考察了上海证券市场1995~1997年度会计信息的价值相关性,研究结果表明:收益、净资产、剩余收益、流通股比例和规模都具有价值相关性。因此,自20世纪90年代末,越来越多的研究者开始使用股票价格、分析师的短期与长期盈利预测来估计权益资本成本,即基于预期剩余收益来考察权益资本成本。对于剩余收益模型的扩展,郭洪、何丹概括出应用较为广泛的4种估价模型,分别是Gebhardt、Lee和Swaminathan(2001)提出的GLS模型,Claus和Thomas(2001)提出的CT模型,Ohlson和Juettner-Nauroth(2005)提出的OJN模型以及Easton(2004)提出的PEG模型。目前国内的许多学者也将剩余收益模型运用到资本成本相关研究中,如陆正飞、叶康涛(2003)、沈艺峰、肖珉(2005,2008)、蒋琰(2009)等主要运用GLS模型估算股权资本成本,沈洪波(2007)、王泽霞(2010)是采用Ohlson-Juettner模型的典型代表。运用PEG模型估算股权资本成本的学者较少,代表人物是汪洋耀、叶正虹(2011)。

3. 解决资本成本在实践中的应用问题。从现实角度讲,正如财富杂志资深主编Geoffrey Colvin(2008)所指出的,“作为杰出管理者的四大优点之一就是他们了解创造财富的基本现实——成功地投资并获得超过资本成本的收益率,因此他们需要更好地理解和应用资本成本”。资本成本研究的现实意义则表现为资本成本的具体应用。在经济现实中,“选择在评估中使用的折现率相当重要,因为费用和效益通常在时间上不是对称分布的”。折现率即资本成本是投资评价和决策的重要参数之一,但由于资本成本设定方法的多样性,设定程序的复杂化,导致资本成本研究在理论研究与实践应用中分离。因此,针对现实存在的问题,对不同类型、不同规模企业提出资本成本设定的程序、方法以及如何运用于项目财务评价工作,对企业正确选择投资项目、合理配置有效资源将有重要意义,也是未来资本成本研究的重要领域。

主要参考文献

1. 陈信元,陈冬华,红军.净资产、剩余收益与市场定价:会计信息的价值相关性.金融研究,2002;4
2. 陈晓,单鑫.债务融资是否会增加上市企业的融资成本.经济研究,1999;9
3. 傅元略.企业资本结构的选择.财务与会计,1996;3
4. 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析.经济研究,2001;11
5. 何玉,张天西.信息披露、信息不对称和资本成本:研究综述.会计研究,2006;6
6. 姜付秀,支晓强,张敏.投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究.管理世界,2008;2
7. 姜付秀,陆正飞.多元化与资本成本的关系——来自中国股票市场的证据.会计研究,2006;6
8. 蒋琰.权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究.管理世界,2009;11
9. 李悦,熊德华等.公司财务理论与公司财务行为——来自167家中国上市公司的证据.管理世界,2007;12