中泰上市公司股权资本成本比较研究

——基于2002～2011年的行业数据

邹 颖(博士) 杨秀丽

(首都经济贸易大学会计学院 北京 100070)

【摘要】国家间资本成本的比较是国际财务管理的重要研究领域。本文利用2002～2011年10年间中泰两国上市公司数据,运用五种方法估算了中泰两国各个行业上市公司的股权资本成本,研究结果表明:①CAPM和GLS(2001)模型会得到股权资本成本的系统性低值,而OJ(2005)模型会得到股权资本成本的系统性高值;②中国公司各行业股权资本成本在5.96%～11.46%之间,行业间差距较明显,泰国公司各行业股权资本成本在7.66%～9.02%之间,行业间差距不显著;③中国的采掘业具有最高的股权资本成本,而传播与文化产业股权资本成本最低,泰国的工业行业具有最高的股权资本成本,而服务业股权资本成本最低。

【关键词】资本成本 上市公司 财务竞争实力 股权资本成本估算模型

一、引言

资本成本是投资者要求的必要报酬率,是一项实物资产投资可以被接受时应具有的最低预期收益率(Miller和 Modigliani,1958)。在公司财务决策中,资本成本发挥着无可替代的重要作用。从国际范围内来看,资本成本是决定国际资本流动方向以及一国企业财务竞争实力的关键变量,资本成本的高低直接决定了该国企业的投资水平,进而成为驱动整个宏观经济增长的重要因素。

股权资本成本是股东对投入企业的资本所期望获得的报酬率。一国企业股权资本成本水平的高低,反映了在该国进行股权投资的风险水平,并体现了该国股票市场的成熟程度。与债务资本相比较,股权资本具有风险大、收益高的特点,与此同时,股权资本成本不具有债务资本成本明确的契约性特征,因此不同国家间企业股权资本成本水平的比较是公司财务的重要研究领域。

中国与泰国同属亚洲国家,具有类似的新兴资本市场。进入21世纪以来,中国与泰国之间经济贸易的交往发展迅速,两国公司分别在对方国家的资本市场上进行频繁的融资与投资。本文的第二作者是在中国学习的泰国留学生,从泰国获得了大量真实而准确的上市公司数据。鉴于此,本文将利用2002～2011年的10年数据,选择五种股权资本成本估算技术,对中泰两国上市公司的股权资本成本进行估算与比较。

二、文献分析

伴随经济全球化的逐渐深入,近20年来,国外学者针对国际资本成本的比较与分析展开了诸多研究。

Poterba(1991)发现日本企业的资本成本低于美国,原因在于日本具有较高的存款利率、税率及良好的风险分散机制。Richards(1991)发现澳大利亚企业的股权资本成本高于其他国家,原因在于该国的不可分散风险水平较高,导致了较高的股权风险溢价,他还进一步证实GDP 的增长是影响股权资本成本的最重要的因素。

Lee等(2003)采用修正的GLS 模型研究G7 国家的资本成本,发现德国、意大利和日本的风险溢价较低,分别为1.7%、1.6%和2.2%,而美国和加拿大的风险溢价相对较高,分别为4.4%和3.1%,过去的波动性(past volatility)、规模(size)、账面市值比(B/M)、预测增长分析以及滞后工业国家组合的风险溢价等企业特质可以用来解释风险溢价的国际的截面差异,而β系数的解释能力却很小。

Chen等(2004)利用剩余价值模型和OJ模型来研究7个发达国家的资本成本,表明"干净盈余"关系(Clean-Surplus relationship)在美国、日本、澳大利亚和加拿大的作用效果好,在欧洲国家(英国、德国、法国)的作用效果较差,他们还研究验证了ICE估算方法和五种风险因素(市场β系数、股东权益、债务市值比、分析师盈余预测的分散性、特有风险)之间的关系,并基于此评价了估计值的相对可靠性。

Hail和Leuz(2006)研究了1992～2001年的40个国家的法律制度和证券监管是否会造成股权资本成本的国际间差异问题,发现日本具有严格的法律制度和完善的证券监管体系,从而使其股权资本成本低于其他国家。

Witmer(2008)运用四种方法估算比较各国的股权资

本成本，得到加拿大的股权资本成本高于美国、日本、英国，低于挪威、芬兰和瑞典。同时他指出选择的样本企业特点、分析师的估计以及不同国家的会计准则都是导致股权资本成本差异的重要因素。Christensen等（2008）通过PEG比率和AEG比率研究欧洲17个国家运用国际财务报告准则（IFRS）之前和之后的股权资本成本，发现运用IFRS之后，英国企业股权资本成本明显降低，并进一步指出IFRS更适用于像英美两国那样的经济基础。

Grandes、Panigo和Pasquini（2010）使用了CAPM和F—F三因素模型研究了南美921家企业的股权资本成本，发现委内瑞拉和阿根廷企业的股权资本成本高，而智利和秘鲁企业的股权资本成本低。

相对于国外学者开展的广泛的资本成本国际间比较研究而言，我国仅有任翠玉和袁明睿（2010）采用CAPM研究了2004～2008年中国大陆与台湾地区的上市公司股权资本成本。他们发现中国大陆的股权资本成本高于台湾地区，其原因在于内地的经济发展速度、资本市场完善程度以及投资者的投资理性等诸多方面。

三、实证检验

（一）股权资本成本估算方法

对于股权资本成本的估算，实践中主要有以下两类做法：一类是基于风险—报酬的模型，如资本资产定价模型（CAPM）、套利定价理论（APT）和三因素模型等；另一类是基于市场价格和公司预测盈利数据的折现现金流模型，如股利贴现模型、EBO模型、剩余收益折现模型等。

本文应用CAPM、Gondon增长模型、PEG比率、OJ（2005）模型和GLS（2001）模型五种方法，分别估算中泰两国上市公司的股权资本成本，并进行比较分析。

1. CAPM模型。CAPM反映了单个证券投资组合的期望收益率与相对风险程度之间的关系，即任何资产的期望报酬一定等于无风险利率加上一个风险调整，后者相对于整个市场组合的风险程度越高，需要得到的额外补偿也就越高。

$$R_e=R_f+\beta(R_m-R_f) \quad (1)$$

本文应用CAPM估算股权资本成本时，无风险报酬率（R_f）、市场风险溢价（R_m-R_f）以及市场风险程度（β）均来自布隆伯格（www.bloomberg.com）网站。

2. Gordon模型。Gordon模型又称股利增长模型，是一个被广泛接受和运用的股票估价模型，该模型假设未来股利永续流入，且以固定不变的增长率（g）增长。通过股票目前市价（P_0）等于该公司预期未来支付给股东的股利（D）现值，来倒推出折现率，作为股权资本成本。D_0、D_1分别为最近一期和未来第一期每股股利。

$$P_0=\frac{D_0(1+g)}{R_e-g}=\frac{D_1}{R_e-g} \quad (2)$$

3. PEG比率。PEG比率是Easton（2004）基于Ohlson和Juettner—Nauroth（2000）的模型（该模型实际上早在2000年就已提出，只是2005年才发表）提出的一种剩余收益估价模型（RIVM），用以减少RIVM中的潜在问题。PEG比率是一家公司市盈率（EPS）相对于其未来盈利增长（每股盈余增长率）的比率。Easton（2004）假设从第2期起，未来各期的非正常盈余增长额相等，且未来第一期股利为零，则股权资本成本是PEG比率倒数的平方根。

$$R_e=\sqrt{\frac{EPS_2-EPS_1}{P_0}} \quad (3)$$

4. OJ模型。Ohlson和Juettner—Nauroth（2005）在对剩余收益估价模型（RIVM）和Gordon模型进行修正时，提出建立一个盈余和股利分配模型，从而推导出“以盈余增长解释远期市盈率”的核心思想。进一步而言，该模型适用的股利分配政策更加广泛：模型并不依赖于股利支付参数，并且它允许在未来若干时期零股利支付。

OJ模型依靠以下四个变量来识别一个公司的股东权益价值：①下一年度预测的收益（远期盈余）；②短期预期收益增长率，$\frac{EPS_2-EPS_1}{EPS_1}$；③长期的或者渐进的预期收益增长率，$\gamma-1$；④折现系数，即股权资本成本。

$$R_e=A+\sqrt{A^2+\frac{EPS_1}{P_0}\left[\frac{EPS_2-EPS_1}{EPS_1}-(\gamma-1)\right]} \quad (4)$$

其中：$A=(\gamma-1+DPS_1/P_0)\div 2$，$DPS_1$为未来第一期每股股利。

OJ（2005）模型的关键在于理解γ，γ常用国民经济的长期增长率进行替代。

5. GLS模型。Gebhardt、Lee和Swaminatha（2001）提出了有限期剩余收益模型来计算公司的股权资本成本。该模型认为股票市场价格是其每股账面净值（BPS）与未来非正常盈余折现之和。未来非正常盈余则是预期的每股盈余减去资本利得，但是对于未来两年之后的非正常盈余的估计上，认为其增长率不是恒定的，而是各个公司的盈余将逐渐向行业平均水平趋同（杨丹，2007）。

$$P_0=BPS_0+\sum_{t=1}^{11}\frac{(ROE_t-R_e)BPS_{t-1}}{(1+R_e)^t}+\frac{(ROE_{12}-R_e)BPS_{11}}{R_e(1+R_e)^{11}} \quad (5)$$

在应用GLS（2001）模型时，假设权益报酬率（ROE）线性、等差地趋向于行业平均ROE，并且自第12期以后剩余收益保持不变。

（二）数据来源

本文应用Gordon模型、PEG比率、OJ（2005）模型和GLS（2001）模型估算股权资本成本时，中国公司数据来自国泰安数据库（CSMAR），泰国公司数据来自泰国证券交易所（www.tsi-thailand.org）。

(三)样本选取

本文选取中泰上市公司作为研究样本,时间跨度从2002~2011年,共计10年。研究样本中剔除:①金融行业上市公司;②S、ST、*ST等公司;③估算参数缺失的公司。最后获得的样本公司个数见表1。

表 1　　样本规模

	中国样本公司	泰国样本公司
CAPM模型	1 383	387
Gordon模型	985	245
PEG 比率	892	225
OJ 模型	991	218
GLS模型	725	200

(四)基于行业数据的比较分析

在进行行业比较时,中国公司行业分类遵循2001年中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》。即:A:农、林、牧、渔业;B:采掘业;C:制造业;D:电力、煤气及水的生产和供应业;E:建筑业;F:交通运输、仓储业;G:信息技术业;H:批发和零售贸易;I:金融、保险业;J:房地产业;K:社会服务业;L:传播与文化产业;M:综合类(见表2、表4、表6、表8、表10和表12)。

1. CAPM估算结果。从表2和表3可以看出,使用CAMP进行估算,中国公司股权资本成本最高的行业是信息技术业(10年均值为4.39%),最低为房地产业(3.12%)。泰国公司股权资本成本最高的行业是服务业(7.67%),最低的是资源业(5.98%)。进一步分析,尽管中国公司的β系数高于泰国估算,但是中国市场具有较低的无风险报酬率,这便直接导致中国公司的股权资本成本整体要低于泰国公司。

2. Gordon增长模型估算结果。由表4和表5可知,用Gordon模型估算,中国公司股权资本成本最高的是信息技术业(10年均值为12.38%),最低的是农林牧渔业(6.25%)。泰国公司股权资本成本最高的是农业(11.06%),最低的是建筑业(5.45%)。

表 2　　CAPM估算结果:中国公司

年份/行业	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
A	2.58%	3.93%	2.27%	3.63%	3.00%	3.36%	3.71%	3.82%	2.36%	7.38%	3.60%
B	3.38%	3.99%	2.97%	3.66%	3.43%	3.74%	3.67%	2.24%	5.05%	5.09%	3.72%
C	2.83%	3.90%	2.57%	3.60%	3.29%	2.90%	3.68%	3.42%	5.81%	3.28%	3.53%
D	3.49%	3.09%	3.25%	3.70%	3.35%	3.36%	3.32%	4.40%	5.46%	8.32%	4.17%
E	3.96%	3.79%	3.07%	3.69%	3.94%	3.53%	3.09%	1.34%	5.22%	5.53%	3.72%
F	3.50%	3.92%	2.15%	3.61%	3.81%	3.66%	3.11%	3.68%	3.26%	2.59%	3.33%
G	6.62%	3.98%	2.48%	3.64%	3.82%	3.94%	3.05%	3.39%	6.68%	6.28%	4.39%
H	3.17%	3.41%	1.53%	3.71%	3.49%	3.16%	3.35%	2.40%	5.90%	3.61%	3.37%
J	3.51%	3.59%	3.16%	3.71%	3.55%	3.79%	3.47%	2.25%	3.30%	0.90%	3.12%
K	3.07%	3.02%	4.37%	3.74%	3.50%	3.10%	3.38%	3.00%	4.45%	5.65%	3.73%
L	5.67%	3.43%	3.45%	3.65%	3.59%	3.78%	3.81%	3.05%	5.96%	3.63%	4.00%
M	3.07%	3.97%	4.43%	3.02%	3.64%	3.81%	3.26%	4.46%	5.95%	3.62%	3.92%

表 3　　CAPM估算结果:泰国公司

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
农业	6.27%	4.37%	9.42%	6.81%	4.02%	7.38%	6.63%	3.31%	6.92%	7.31%	6.24%
消费品工业	5.10%	5.76%	5.51%	9.48%	5.78%	7.74%	5.02%	7.69%	7.62%	8.59%	6.83%
工业	4.67%	3.58%	5.39%	6.31%	9.84%	5.03%	6.28%	9.82%	4.87%	7.64%	6.34%
建筑业	7.85%	6.61%	4.53%	5.28%	4.46%	5.22%	6.58%	4.20%	8.66%	5.64%	5.90%
资源业	5.07%	4.32%	7.82%	5.13%	6.05%	5.72%	7.93%	5.71%	4.26%	7.74%	5.98%
服务业	9.25%	9.22%	5.57%	5.84%	9.65%	9.11%	9.48%	5.46%	5.31%	7.77%	7.67%
技术业	5.50%	4.17%	5.13%	7.47%	8.66%	5.73%	6.33%	7.95%	9.29%	7.79%	6.80%

表 4　　Gordon模型估算结果:中国公司

年份/行业	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
A	12.40%	15.40%	−8.30%	5.10%	12.90%	12.60%	−5.20%	5.60%	7.80%	4.20%	6.25%
B	11.60%	12.60%	10.70%	13.50%	13.40%	14.20%	12.60%	10.50%	9.50%	6.70%	11.53%
C	16.10%	11.70%	2.90%	5.00%	11.90%	14.80%	10.60%	14.10%	4.70%	7.00%	9.88%
D	11.90%	15.50%	13.20%	12.00%	3.50%	17.40%	10.60%	11.90%	11.00%	9.80%	11.68%
E	18.60%	10.00%	7.30%	11.60%	6.00%	18.50%	7.10%	13.10%	11.20%	7.70%	11.11%
F	11.50%	10.10%	7.40%	11.60%	8.10%	11.70%	11.30%	6.50%	9.10%	6.00%	9.33%
G	17.50%	15.10%	4.30%	11.70%	16.30%	18.50%	12.00%	9.80%	11.00%	7.60%	12.38%
H	14.90%	5.90%	11.60%	11.60%	13.50%	15.00%	12.60%	7.40%	10.80%	6.70%	11.20%
J	11.40%	13.70%	15.40%	9.70%	6.60%	7.30%	11.40%	12.40%	9.80%	12.80%	11.05%
K	7.50%	−9.40%	12.20%	11.00%	9.10%	12.70%	10.00%	10.40%	13.50%	15.00%	9.20%
L	18.50%	12.90%	−3.40%	10.50%	11.90%	9.50%	−2.80%	6.60%	10.90%	6.10%	8.07%
M	5.70%	5.00%	8.60%	11.80%	14.20%	9.60%	13.10%	15.50%	10.50%	11.00%	10.50%

表 5　　Gordon模型估算结果:泰国公司

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
农业	7.80%	11.30%	12.90%	15.30%	12.80%	14.00%	10.50%	9.90%	12.40%	3.70%	11.06%
消费品工业	13.80%	11.80%	10.50%	9.10%	10.40%	11.40%	11.20%	10.30%	8.20%	6.80%	10.35%
工业	8.90%	6.50%	9.90%	5.80%	10.90%	12.20%	9.60%	3.00%	2.90%	6.80%	7.65%
建筑业	6.10%	3.70%	7.90%	2.80%	3.90%	6.00%	6.90%	4.90%	7.90%	4.40%	5.45%
资源业	5.80%	5.30%	5.20%	4.80%	8.60%	4.00%	4.80%	12.70%	7.80%	7.40%	6.64%
服务业	4.20%	9.30%	6.20%	10.80%	7.60%	8.80%	8.00%	6.40%	5.20%	5.20%	7.17%
技术业	4.50%	3.10%	4.80%	6.20%	7.80%	14.00%	10.50%	9.90%	12.40%	3.70%	7.69%

表 6　　PEG 比率估算结果：中国公司

年份 / 行业	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	均值
A	6.20%	3.50%	10.10%	11.50%	6.80%	6.10%	12.30%	4.20%	7.59%
B	18.20%	12.10%	10.80%	23.40%	25.10%	3.80%	10.60%	6.50%	13.81%
C	5.80%	5.90%	10.40%	15.20%	6.00%	7.10%	14.00%	5.90%	8.79%
D	4.10%	4.10%	9.80%	11.00%	3.30%	12.00%	12.20%	4.30%	7.60%
E	4.60%	5.50%	7.90%	30.30%	6.00%	10.70%	15.70%	3.80%	10.56%
F	7.80%	6.20%	8.60%	14.80%	4.90%	5.90%	13.80%	4.30%	8.29%
G	4.90%	4.90%	10.00%	10.00%	7.80%	6.90%	6.90%	5.70%	7.75%
H	5.50%	5.40%	11.90%	16.00%	4.50%	4.60%	9.00%	6.30%	7.90%
J	8.70%	8.60%	11.20%	19.10%	5.30%	5.90%	11.70%	11.70%	9.53%
K	10.90%	5.40%	6.50%	15.80%	2.20%	4.40%	12.00%	4.50%	7.71%
L	3.50%	2.80%	3.80%	9.40%	5.70%	6.40%	16.20%	3.60%	6.43%
M	3.50%	4.50%	12.10%	13.80%	4.70%	8.30%	14.90%	4.70%	8.31%

表 7　　PEG 比率估算结果：泰国公司

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	均值
农业	7.00%	5.50%	8.10%	6.00%	9.20%	11.20%	7.10%	5.80%	7.49%
消费品工业	6.40%	4.40%	8.10%	6.90%	4.90%	12.60%	11.10%	3.90%	7.29%
工业	21.00%	5.40%	4.20%	6.70%	8.00%	27.10%	13.30%	4.20%	11.24%
建筑业	8.80%	3.20%	10.10%	6.50%	7.10%	9.30%	16.80%	4.10%	8.24%
资源业	13.20%	3.30%	5.00%	8.40%	6.00%	10.40%	6.80%	15.10%	8.53%
服务业	16.20%	6.90%	3.60%	8.30%	5.60%	6.70%	12.00%	2.60%	7.74%
技术业	14.40%	1.50%	5.00%	8.20%	3.30%	9.30%	8.50%	16.30%	8.31%

表 8　　OJ(2005)模型估算结果：中国公司

年份 / 行业	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	均值
A	7.70%	5.80%	8.20%	8.00%	8.80%	8.60%	17.60%	11.70%	13.90%	10.03%
B	12.10%	15.90%	48.90%	37.90%	13.90%	16.90%	35.10%	5.50%	11.20%	21.93%
C	7.90%	10.00%	12.90%	11.70%	13.40%	9.80%	11.70%	12.70%	11.90%	11.33%
D	9.90%	8.60%	6.20%	8.40%	10.10%	9.10%	23.10%	16.00%	14.30%	11.74%
E	7.30%	9.80%	6.60%	8.60%	3.30%	10.70%	17.80%	11.00%	11.50%	9.62%
F	9.50%	5.80%	8.70%	14.50%	10.40%	8.10%	8.90%	8.90%	15.00%	9.98%
G	6.50%	6.10%	19.60%	16.60%	10.00%	15.00%	10.80%	6.70%	9.90%	11.24%
H	7.60%	7.10%	25.10%	17.20%	13.60%	8.40%	9.20%	6.80%	7.80%	11.42%
J	10.90%	18.70%	25.80%	20.60%	19.30%	13.90%	8.40%	14.20%	17.00%	16.53%
K	8.50%	9.40%	31.10%	17.10%	8.00%	6.10%	8.40%	8.70%	6.00%	11.48%
L	5.40%	4.10%	3.70%	3.00%	6.40%	7.30%	18.30%	5.90%	12.60%	7.41%
M	8.00%	8.80%	20.50%	9.50%	18.10%	14.90%	8.80%	11.30%	9.40%	12.14%

表 9　　OJ(2005)模型估算结果：泰国公司

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	均值
农业	9.90%	4.50%	8.00%	6.70%	13.60%	8.90%	5.80%	5.40%	7.50%	7.81%
消费品工业	22.10%	17.10%	9.60%	8.70%	7.10%	7.50%	7.80%	13.10%	26.60%	13.29%
工业	13.90%	10.80%	9.00%	3.20%	16.60%	29.10%	5.20%	4.20%	10.20%	11.36%
建筑业	34.60%	4.10%	2.10%	9.00%	8.80%	16.00%	12.40%	3.60%	6.80%	10.82%
资源业	6.00%	6.00%	5.70%	15.40%	2.00%	7.30%	13.50%	18.00%	8.10%	9.11%
服务业	9.90%	4.90%	7.20%	8.20%	7.20%	9.20%	8.00%	14.10%	7.90%	8.51%
技术业	14.30%	8.50%	5.20%	5.20%	14.30%	22.70%	10.00%	11.80%	7.80%	11.09%

3. PEG 比率估算结果。本文根据分析师预测盈余数据估算中泰两国公司的股权资本成本，由于采用PEG比率需要未来两年的每股盈余（EPS）数据，因此根据PEG比率只能估算到2009年的股权资本成本数值。

从表 6 和表 7 可以看出，使用PEG比率估算，中国公司股权资本成本最高的行业是采掘业（10年均值为13.81%），最低的是传播与文化产业（6.43%）。泰国公司股权资本成本最高的行业是工业（11.24%），其余行业股权资本成本基本相当，在7.29%～8.53%之间。

4. OJ（2005）模型估算结果。从表8和表9可以看出，使用OJ模型进行估算，中国公司股权资本成本最高的行业是采掘业（10年均值为21.93%），最低的是传播与文化产业（7.41%）。泰国公司股权资本成本最高的行业是消费品工业（13.29%），最低的是农业（7.81%）。

5. GLS（2001）模型估算结果。从表10和表11可以看出，使用GLS模型进行估算，中国公司股权资本成本最高的行业是交通运输、仓储业（6.32%），最低的是传播与文化产业（3.90%）。泰国公司股权资本成本最高的行业是建筑业（10.30%），最低的是技术业（6.52%）。

根据上述估算结果，我们分别按照每个行业计算出五种方法得到的平均股权资本成本和按照每种方法得到的每个行业平均股权资本成本（即国家资本成本）。

（1）从中国公司的数据来看（表12），采掘业股权资本成本最高，10年间五种方法均值为11.46%。作为基础的工业生产部门，采掘业对国民经济具有举足轻重的作用。采掘企业一般处于比较偏僻地域，作业环境相对恶劣，生产过程中有很大的动态性和不确定性，使得行业风险增大，因此投资人要求的报酬率（资本成本）自然较高。

表 10　　GLS(2001)模型估算结果:中国公司

行业＼年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	均值
A	5.37%	5.41%	5.04%	5.48%	5.86%	5.33%	5.64%	5.53%	5.46%
B	5.78%	6.09%	6.39%	3.99%	6.96%	6.46%	8.01%	6.69%	6.30%
C	5.34%	4.39%	5.61%	5.63%	5.74%	5.73%	4.87%	5.34%	5.33%
D	5.91%	6.37%	6.46%	6.21%	6.98%	6.01%	4.30%	5.01%	5.91%
E	5.62%	4.96%	3.95%	5.93%	4.18%	6.20%	7.00%	7.11%	5.62%
F	6.07%	5.86%	6.49%	6.23%	6.83%	6.27%	6.43%	6.41%	6.32%
G	5.51%	5.17%	4.81%	3.64%	4.91%	5.49%	5.16%	5.44%	5.02%
H	5.27%	5.28%	6.09%	6.08%	6.33%	6.06%	6.52%	6.37%	6.00%
J	5.20%	5.19%	3.75%	2.56%	4.56%	5.56%	5.06%	6.38%	4.78%
K	5.32%	5.09%	5.76%	5.47%	5.37%	5.81%	5.69%	5.17%	5.46%
L	5.60%	4.08%	5.55%	2.93%	1.27%	4.45%	3.17%	4.15%	3.90%
M	5.28%	5.34%	4.85%	4.13%	5.47%	5.63%	1.50%	5.21%	4.68%

表 11　　GLS(2001)模型估算结果:泰国公司

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	均值
农业	6.50%	6.93%	8.03%	7.02%	0.86%	5.84%	10.96%	13.51%	7.46%
消费品工业	9.11%	4.82%	8.11%	4.10%	5.90%	6.41%	8.53%	7.33%	6.79%
工业	12.47%	8.68%	11.38%	7.85%	8.09%	8.87%	1.59%	9.10%	8.50%
建筑业	9.34%	11.71%	9.44%	9.77%	7.96%	7.60%	14.54%	12.07%	10.30%
资源业	7.25%	6.88%	10.99%	8.88%	8.59%	7.02%	6.38%	9.87%	8.23%
服务业	9.22%	7.19%	9.37%	6.48%	4.25%	10.92%	4.27%	5.99%	7.21%
技术业	4.18%	8.16%	9.26%	3.77%	7.10%	7.82%	2.48%	9.37%	6.52%

表 12　　中国公司平均股权资本成本

	CAPM均值	Gordon均值	PEG均值	OJ均值	GLS均值	行业均值
A	3.60%	6.25%	7.59%	10.03%	5.46%	6.59%
B	3.72%	11.53%	13.81%	21.93%	6.30%	11.46%
C	3.53%	9.88%	8.79%	11.33%	5.33%	7.77%
D	4.17%	11.68%	7.60%	11.74%	5.91%	8.22%
E	3.72%	11.11%	10.56%	9.62%	5.62%	8.13%
F	3.33%	9.33%	8.29%	9.98%	6.32%	7.45%
G	4.39%	12.38%	7.75%	11.24%	5.02%	8.16%
H	3.37%	11.20%	7.90%	11.42%	6.00%	7.98%
J	3.12%	11.05%	9.53%	16.53%	4.78%	9.00%
K	3.73%	9.20%	7.71%	11.48%	5.46%	7.52%
L	4.00%	8.07%	6.43%	7.41%	3.90%	5.96%
M	3.92%	10.50%	8.31%	12.14%	4.68%	7.91%
方法均值	3.72%	10.18%	8.69%	12.07%	5.40%	8.01%

表 13　　泰国公司平均股权资本成本

	CAPM均值	Gordon均值	PEG均值	OJ均值	GLS均值	行业均值
农业	6.24%	11.06%	7.49%	7.81%	7.46%	8.01%
消费品工业	6.83%	10.35%	7.29%	13.29%	6.79%	8.91%
工业	6.34%	7.65%	11.24%	11.36%	8.50%	9.02%
建筑业	5.90%	5.45%	8.24%	10.82%	10.30%	8.14%
资源业	5.98%	6.64%	8.53%	9.11%	8.23%	7.70%
服务业	7.67%	7.17%	7.74%	8.51%	7.21%	7.66%
技术业	6.80%	7.69%	8.31%	11.09%	6.52%	8.08%
方法均值	6.54%	8.00%	8.41%	10.28%	7.86%	8.22%

中国的传播与文化产业股权资本成本最低,10年间五种方法均值为5.96%。这是因为该行业总量和企业规模总体较小,虽然近年来传播与文化行业的增长速度较快,但是竞争尚不激烈,同时政府采取多种措施进行行业调整与控制,使得该行业具有较高的稳定性,行业整体风险降低,投资者自然无需提高其投资报酬率水平。

(2)从泰国公司的数据来看(表13),工业股权资本成本最高,10年间五种方法均值为9.02%。近年来工业占泰国GDP的增长率逐年提高,行业规模大,成长能力强,周期性周转速度快,竞争激烈,对国际油价与汇率变动非常敏感,这些因素均导致对该行业投资的稳定性差。此外,泰国经常改变经济与工业发展政策,加之内战和政治方面的原因,均增加了该行业的风险,投资者对该行业中的企业进行投资必然要求获得较高的投资回报。

泰国的服务业股权资本成本最低,10年间五种方法均值为7.66%。泰国大多数服务业由政府控制与支持,经营风险小,周期性较长,行业整体收益状况比较稳定,无论国家的GDP、通货膨胀率等怎样变化,政府都会尽力保持行业增长率的稳定,因此投资者投资回报相对较低。

(3)总体看来,中国公司10年全行业平均股权资本成本为8.01%,泰国公司为8.22%,两国股权资本成本水平相当。分行业看,中国公司股权资本成本水平的行业差异大于泰国公司。

(五)基于估算方法的比较分析

综合分析上述五种计量方法得到的结果(表12、表13)可以看出,中泰两国公司使用CAPM模型和GLS(2001)模型均可以获得较低的股权资本成本估算值,中国公司混合面板均值为 3.72%和5.40%;泰国公司混合面板均值为6.54%和7.86%。而使用OJ(2005)模型则会得出较高的估算结果。中泰两国公司混合面板均值分别为11.17%和10.28%。

从五种方法估算结果的行业均值来看,中泰两国在信息技术行业(分别为8.16%和8.08%)、建筑业(分别为8.13%和8.14%)和社会服务业(分别为7.52%和7.66%)这三个

成都市代理记账行业发展调研

——基于SWOT矩阵模型

何 小

（四川财经职业学院会计系 成都 610101）

【摘要】本文以成都市代理记账行业为样本，综合运用海因茨·韦里克的“SWOT矩阵”、迈克尔·波特的“五因素模型”等管理工具，对行业的经济特征以及样本公司具备的优势和劣势、面临的机会和挑战等进行了详细的分析，并根据分析结果提出有利于行业可持续发展的对策建议。

【关键词】代理记账公司 监管 服务质量 小微企业 会计师事务所

一、研究样本的选取

本文以四川省成都市代理记账行业内302家代理记账公司为研究样本，其原因有以下几个方面：

1. 成都市的区域经济优势地位突出。成都市作为天府之国四川省的省会，是四川省的政治、经济和文化中心。虽然其经济发展和北京、上海、广州等经济发达的一线城市相比还有一定差距，但与全国副省级城市以及各西部城市相比仍处于领先地位。成都市2012年政府工作报告显示：成都在工业、服务业、现代农业和对外开放等方面都取得了显著的成绩。

2012年，成都市生产总值8 138.9亿元，总量在副省级城市中排名第三；位列《福布斯》未来10年全球发展最快城市排行榜第一名；是继上海、香港、北京之后中国第四个获得全球财富论坛举办权的城市；年实现规模以上工业增加值2 589亿元，增幅在副省级城市中排名第一；实现服务业增加值4 000.3亿元；是中西部金融机构种类最

行业中，股权资本成本的均值差异较小。由于泰国企业的每股收益水平较高，因此在应用GLS（2001）模型进行估算时，泰国各个行业的股权资本成本均高于中国。而应用Gordon模型和 OJ（2005）模型得到的中国企业股权总成本要高于泰国企业。

四、研究局限与未来研究展望

中泰两国具有类似的不成熟资本市场，两国资本市场存在时间均较短，法律规范及其执行力度均不够完善，因此中泰两国上市公司资本成本的研究也存在局限性。

一是数据样本方面的局限性。本文采用五种估算技术对两国上市公司的股权资本成本进行估算和比较，然而只有CAPM 估算时样本数据比较充分，其他四种模型的数据信息缺乏较为严重，特别是泰国证券交易所的每股收益（EPS）和权益报酬率（ROE）方面的数据缺失得更为严重。这种不尽理想的数据导致的样本数量方面的局限必然造成两国公司股权资本成本估算结果的偏差。

二是估算方法方面的局限性。每种股权资本成本的估算方法依赖于特定的前提假设，以Gordon模型为例，该模型假设未来股利以某个固定的成长率永续增长，然而现实中这一点恐怕很难做到。泰国的上市公司没有固定的股利政策，公司的增长情况亦不够透明，这便造成估算方法在实际应用过程中会受到现实环境和操作环境的局限。在运用OJ（2005）模型的过程中，由于中泰两国的资本成本均不成熟，γ值的计算会存在较大偏差，直接影响了该模型估算数据的真实性。

我们认为，未来的研究可以在比较两国股权资本成本估算值的基础上，从公司治理、法律法规、信息披露、税制、宏观政策等诸多方面，深入宏、微观不同层面，分析导致两国资本成本差异的深层次原因。

【注】本文受教育部人文社科规划基金资助项目“资本成本、价值创造与我国国企EVA考核研究”（项目编号：10YJA630146）、北京市教委科研水平提高项目、北京市属高等学校创新团队建设与教师职业发展计划项目资助。

主要参考文献

1. Franco Modigliani，Merton H. Miller. The Cost of Capital，Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review，1958；48

2. James M. Poterba. Comprising the Cost of Capital in the United States and Japan：A Survey of Methods.FRB-NY Quarterly Review, 1991