

资本成本估算研究的新进展:国外文献综述

田彩英

(山东财经大学会计学院,山东 济南 250014)

【摘要】 资本成本是现代财务理论最为核心、内涵最为丰富的一个概念,资本成本的估算更是一直困扰理财学界的问题。目前,国外对资本成本估算的研究主要致力于影响资本成本估算的因素分析、资本成本估算技术、资本成本估算方法的使用情况三个方面。国际化经营和投资者权益的保护使得投资者能够获得更多信息去估算资本成本,而信息不对称问题和公司的一些盈余操作行为却阻碍了投资者更好地评价资本成本;估算技术的推陈出新和估算方法的多样化则为资本成本的估算提供了更合理的技术与方法保障。

【关键词】 资本成本;估算;研究进展

【中图分类号】F275.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**2095-3410(2013)02-0093-05

一、引言

自1958年米勒和莫迪格莱尼的《资本成本、公司财务和投资理论》一文问世以来,有关资本成本的争论一直在继续。两位学者在他们精心设计的假设条件下,得出了这样的结论:企业的资本成本与其资本结构无关,即所谓的MM理论。MM理论形成的背景条件是强势有效市场,而在现实世界中,大多数国家的资本市场均属于次强势或弱势资本市场,MM理论的实用性因而遭到质疑。因此,学术界的任务就是如何使MM理论回归现实。早期的研究者主要致力于引入税收差异后和破产成本后,资本成本发生的变化。这些理论的稳定性随着20世纪70年代信息不对称理论的建立而瓦解,学术界将视线从“税收”、“破产”等内部因素对资本成本估算的影响转移到“信息”、“代理”等外部因素上来,之后出现了信号传递、委托代理问题、激励机制、控制权问题与资本成本的相关研究。

随着经济全球化的发展,资本市场得到了长足进展,公司可以遍布全球融资,投资者的投资行为也

不再局限于一国之内,跨国经营的资本成本估算进入学术界的研究范畴。20世纪90年代后期以来,两次金融危机的接连发生,投资者遭到了前所未有的损失,投资者自我保护的意识不断加强,对企业资本成本形成了重要影响。此外,公司治理、信息不对称问题也出现了新的变化,这些内外环境的变迁也都在近期资本成本估算的研究中得到了体现。

二、资本成本估算的影响因素

(一)国际化经营与资本成本

随着经济全球化的发展,国内资本市场已无法满足企业国际化经营的趋向,许多大型企业开始涉足国际资本市场,而如何准确估算跨国融资的资本成本,成为一个现实而紧迫的问题。Kees G. Koedijk 和 Mathijs A. van Dijk(2004)^[1]对海外上市股票的国内CAPM定价和国外CAPM定价的差异进行了相关研究,最后得到的结论是:只有12%的样本公司存在显著差异,而大部分样本公司尚未表现出显著性的差异,多数公司经常依赖本国的CAPM来计算其海外上市时的资本成本。由于国际化经营涉

【基金项目】 本文是国家社会科学基金项目“资本成本约束、可持续分红与国有企业价值创造”(项目编号:11BGL026)和教育部人文社会科学研究青年基金项目“经济危机下我国企业非效率投资行为治理研究”(项目编号:10YJC630024)的阶段性成果。

【作者简介】 田彩英(1975—),女,内蒙古呼和浩特人,山东财经大学会计学院副教授,首都经济贸易大学博士研究生。主要研究方向:公司理财。

足不同的国家,跨国公司的海外融资成本与东道国的资本市场发达程度、投资者对风险的意识、相关证券法规对信息披露的严格程度关系极大,这些特点都会显示在跨国经营的资本成本中。Luzi Hail 和 Christian Leuz(2006)^[2]的研究发现:在那些有大量披露要求和严格的证券规则的国家及一些有高效法律体系的国家的公司显示了较低的资本成本;本国与国际市场的一体化程度相关性较小时,由证券规则差异产生的国际间权益资本成本的差异较大。Dany Aoun 和 Almas Heshmati(2008)^[3]选取在 NAS-DQ 上市的 1763 个信息通讯技术公司 1995 - 2004 年的数据研究发现,受法律、社会、政治、外汇风险方面因素的影响,国际多样化经营与公司财务杠杆和资本成本负相关;由于债务资本的成本通常要低于权益资本成本,公司资本成本与财务杠杆负相关,增加债务会降低加权平均资本成本。得出相似观点的学者还有 Roberts(1991)和 Amit(2001)等人。

(二)投资者的权利保障与资本成本

实证表明,惯例法国家对于投资者的保护往往优于大陆法国家(Rafael La Porta 等,1998),作为影响企业融资外部环境的重要组成部分,法律对投资者的制度保护会对资本成本产生一定的影响。Monish Chhabra、Stephen P. Ferris 和 Nilanjan Sen(2009)^[4]三人从法律体制的角度研究了投资者保护对股票流动性和资本成本的影响,他们沿用 LaPorta 等人的分类标准,研究了三种不同程度的投资者权利保障法规对资本成本的影响,得到的结果是:大陆法系国家的资本成本高于惯例法系国家;处于较低法律保护环境的公司的资本成本更高;司法效率得分较低国家的公司资本成本较高。他们对此的解释是,低水平的投资者保护,降低了公司股票的流动性,从而提高了权益资本成本,低流动性和高资本成本也成为对这些公司价值较低的一种解释。此外,C. S. Agnes Cheng、Denton Collins 和 Henry He Huang(2006)^[5]在分析了股东权利和财务状况披露与权益资本成本的关系后认为,如果股东拥有强大的权利,可以通过要求大量的财务信息披露来降低企业的权益资本成本。这在一定程度上说明,除了外部法律赋予股东一定程度的权利外,如果在企业内部(比如公司章程)赋予股东足够大的权利,对降

低企业权益资本成本也有一定的促进作用。而 Pingyang Gao(2010)^[6]则通过研究资本成本、信息披露及投资者福利三者的关系,反向提出资本成本只是在特定的条件下(如完全竞争市场环境)随着信息披露质量的提高而降低,进而实现改善投资者福利的目标。因此,投资者利益的保障程度与资本成本、市场经济环境之间是一种递推作用。

(三)信息披露与资本成本

自信息不对称理论产生之日起,信息问题对资本成本的影响一直存在着。资本成本是投资者对企业的要求报酬率,而这一报酬率的高低则又取决于投资者对企业及投资项目风险的判断。由于资本市场的不完善,大多数投资者是根据半透明的信息去判断投资风险。David Aboody、John Hughes、Jing Liu(2005)^[7]在 Fama - French 模型中,加入了一个反映收益质量与不对称信息风险之间关系的因素来检验不对称信息对资本成本的影响。他们认为,高度信息不对称的环境会提高资本成本;而相对透明的信息环境对资本风险溢价的作用几乎为零;对同时处于高度信息不对称和低度信息不对称的信息环境,信息不对称对资本成本风险溢价有正向作用,但不显著。Jennifer Francis、Dhananjay Nanda 和 Per Olsson(2008)^[8]通过自创的索引表,对不同公司的自愿披露状况根据一定的条件赋以分值,研究自愿披露、收益质量与资本成本间的关系,发现:收益质量较好的公司有更多的自愿披露行为;当不对收益质量加以限制,自愿披露与资本成本存在典型的负相关关系;如果对收益质量加以限制时,自愿披露对资本成本的影响减弱甚至消失。研究结果说明,信息的自愿披露与资本成本的关系受收益质量的影响。

(四)公司行为与资本成本

在不完全资本市场中,由于信息存在不对称性,这就给公司利用各种手段操纵投资者信息获得的数量和质量提供了可能,借此影响资本成本。常用的手段包括选择不同的会计处理方法、选择不同的财务信息披露政策,吸引财务分析师对公司的股票进行跟踪分析、选择公司股票上市地点。因此,可以说公司的资本成本至少部分由公司决定而与公司的产品市场无关(David Easley、Maureen O' Hara,

2004)^[9],这与“投资者决定资本成本”的观点形成了鲜明对比。Michael B. Mikhail(2004)^[10]等人将在1982-1996的任意两年内季度报告存在5-6次或更多的意外收益的公司定义为“意外公司”,分析这些公司是否存在较高的权益资本成本并与那些没有意外收益的公司进行对比,在控制了公司规模、贝塔值、账面市值比、杠杆、代表收益变化的预期离差等变量后的分析结果发现,存在意外收益公司的权益资本成本显著高于(超过约500个基点)没有意外收益的公司,其中,连续报告意外损失的公司,其权益资本成本高于连续报告意外收益和既报告意外收益又报告意外损失的公司。他们进一步根据实证结果得到了平滑收益的公司会有更高价格的结论,据此推测出公司管理层有平滑收益的动机。

不过,并非所有人都对公司利用收益平滑来影响资本成本的作用持认可态度。John McInnis(2010)^[11]通过对美国股市的实证研究后认为:收益平滑和股票平均收益之间没有联系;也没有证据表明承担收益波动风险的股东得到了高于平均收益的风险补偿收益,因此,收益平滑不能降低资本成本。但是在实务界,很多公司还是非常热衷于通过收益平滑来向外部显示其“良好”的业绩。

三、资本成本估算技术的推进

(一)对CAPM模型的深入研究

自1964年夏普在《金融杂志》发表了“资本资产定价:在风险条件下市场均衡的理论”一文以来,各位经济、金融学家,一直致力于资本资产定价模型理论的完善(J. Lintner,1965;J. Mossin,1966;J. C. Francis、G. J. Alexander,1986)。在实践中,由于 β 值在发达金融市场的易获得性,从而使资本资产定价模型逐渐成为估算企业资本成本主要方法之一。

β 系数作为衡量系统风险的指标,对于单个特定的资产而言,它是指这个资产的收益率与市场组合收益率之间的相关性。公司可以选择某一资产(或资产组合)特定时期的一组资产收益率数据与同期市场投资组合的一组资产收益率数据进行回归,其回归系数即为某一资产的 β 值。目前,关于 β 的取值主要依据历史数据或对历史数据加以调整计算所得。这种以历史 β 代替期望 β 的做法受到越来越多的批评(Christine A. Botosan、Marlene A.

Plumlee,2002;Sunil Poshakwale、John K. Curtis,2005)。Bernardo(2007)^[12]等人提出,将公司的 β 系数分为原有资产的 β 和发展机会的 β 两部分,并将两部分作简单的加权平均生成公司的 β 值。由于发展机会的 β 值大大高于原有资产的 β 值,加权后得到的 β 涵盖了未来投资的风险,以此为依据计算的期望收益率就比以原有资产 β 计算的期望收益更科学。

还有学者(Kees G. Koedijk、Mathijs A. van Dijk,2004)^[1]对CAPM的运用范围进行了研究,将CAPM用于国内业务和跨国业务间产生的差异做了对比,发现受国家因素影响,不同国家的公司在计算国内业务和跨国业务的CAPM值时是有差异的,在美国这个差异是50个基点,在英国是75个基点,法国为100个基点。

(二)内含资本成本替代期望收益的可行性

企业资本成本的高低取决于投资者对企业的要求报酬率。投资报酬率的常用替代指标是平均收益率,但John Hughes、Jing Liu和Jun Liu(2009)^[13]认为,受未来不确定因素的影响,用平均收益代替期望收益并不合适,而将内含权益资本成本作为一种替代期望收益的指标,可能会更好。虽然到目前为止,仍旧没有令人满意的实证结果支持内含权益资本成本,但是基于期望收益难以直接计量的现实,内含资本成本仍旧是许多学者(Meenakshi sinha、Bhaskaran Swaminathan等,2008;Richard A. Lambert,2009)所认可的一种计算资本成本的指标。不过,在将内含资本成本作为替代指标使用的过程中,要考虑两者存在的差异。

此外,由于企业在确定资本成本时存在诸多困惑,理论界与实务界也存在很大的分歧,部分企业的资本成本直接由董事会确定。Edward McInaney、John Pointon、Melanie Thomas和Jon Tucker(2004)^[14]通过对英国193位财务主管的调查发现,公司在计算资本成本时,不仅要考虑整体计算的准确性,还要考虑各组成部分的准确性,但公司只是基于风险和债务的税收优惠对资本成本做简单调整,并不对整个计算过程全部进行调整,原因是资本成本对公司长期经营和企业价值有重要影响,因此企业最终的资本成本主要由董事会来决定。

四、资本成本估算方法的使用近况

资本成本估算方法主要有两大类:一类是以CAPM为代表的包括CAPM法、Fama—French三因素法以及APT法等方法。另一类是以股利折现模型为基础的估算方法,包括GLS模型、PEG模型和OJ模型等。^[15]对美国 and 加拿大公司资本成本估算方法的使用情况所作的调查显示,估算股权资本成本使用频率最高的方法是CAPM(73.49%),依次为历史算术平均报酬率法(39.41%)、多贝塔CAPM(34.29%)、股利折现模型(15.74%)、投资者期望报酬率法(13.93%)与其他方法(7.04%)。Edward McInaney、John Pointon(2004)^[14]等通过调查问卷的形式,得到了193个财务主管对英国资本成本计算方法的选择结果是:在项目投资决策中,53.4%的公司选择WACC作为折现率,其次是长期借贷利率(27.5%),排在第三位的是权益资本成本(11.4%)。在估算权益资本成本时,使用CAPM模型的公司最多(47.2%),依次是股利折现模型(27.5%)和收益折现模型(26.9%)。使用WACC作为项目折现率的公司中,有69%使用CAPM模型确定权益资本成本,有33%^①使用股利折现模型。此外,他们还还对使用不同模型的原因做出了解释。

由此可见,基于英美等发达资本市场, β 系数更易获得,且具有公认性、客观性等特点,CAPM模型仍然是目前应用最广的股权资本成本估算方法。但是由于 β 取值问题一直备受争议,近年来使用股利折现模型来估算权益资本成本的文献越来越多(Christine A. Botosan、Marlene A. Plumlee,2002; Sunil Poshakwale、John K. Courtis,2005)。

五、资本成本估算研究的未来发展方向

米勒和莫迪格莱尼在20世纪50年代就曾说过:“关于资本成本的问题在束之高阁之前还有更多的问题有待解决”^[16]。时至今日,资本成本的估算尚未得到一个普遍认可的观点。随着经济全球化的发展与各国资本市场的不断完善,资本成本的估算变得更加复杂。在资本市场比较发达的西方国家,由于证券市场相对完善,CAPM估算模型一直备受推崇。然而,随着对 β 值的质疑,根据证券市场计算出来的投资者期望收益率并不等价于对企业投资项目的期望收益率。如果不解决这个问题,企业

的投资决策评价又只能回归原始的静态决策方法,显然这是不可行也不可能的。因此,有关这一问题的研究应是未来资本成本研究的主要方向。

各种宏观、微观的经济环境因素对资本成本是否会产生影响,这也是学界与实务界非常关注的问题。目前的研究涉及法律、税收、国际化差异、信息披露等方面,但这些因素对资本成本的影响尚未有一个统一的结论,仍需做进一步的研究。

此外,行为财务学的兴起是否会对资本成本产生较大影响,或许也是未来研究的方向。由于传统的理论模型是建立在有效市场假说的基础之上,这与实际情况有很大差距。将行为财务学中的一些理论引入公司财务后,对财务决策和管理中的一些与传统财务理论相悖的现象做出了很好的解释,如BSV模型很好地解释了投资者决策模型如何导致证券市场价格变化偏离EMH^[17]。将行为财务学引入资本成本的研究,至少能使资本成本更贴近实际。

六、结论与启示

资本成本是投资者对投入企业的资本所要求的一种报酬率,这一报酬率是因转让资本的使用权而引起,因此,资本成本也被经济学家解释为一种机会成本。通过对近期西方文献的述评,我们发现:(1)资本成本已从完美市场走向现实环境,资本成本的估算不再局限于对传统理论的修修补补,而是加入了相当一部分现实环境中影响资本成本的经济变量,来构造新的估算公式。(2)结合不断变化的企业内外部环境因素,探讨法律、税收、公司治理、产业特征、人力资本、会计信息等因素是否及如何对资本成本产生影响,是目前学术界研究的重点。(3)资本成本问题也是金融经济学界关注的热点,与资本成本相关的文章大量出现在《会计评论》(The Accounting Review)、《会计研究》(Journal of Accounting Research)、《金融经济》(Journal of Financial Economics)等著名期刊。

追溯资本成本在西方国家的研究历史,即使自MM理论开始,也已逾半个世纪。而我国自企业完全自主筹资以来,不到30年的时间,资本市场的发展更是不到20年,因此,西方的研究成果对我国现在及未来理论研究和企业实践都具有重要的意义。

1. 正确认识资本成本。资本成本是投资者对企

业要求的报酬率,形式上体现为企业付给投资者的利息或股息,但不付息并不意味着没有资本成本。相反,对于不支付或很少支付利息或股息的公司,会产生财务风险上升、股价下跌的危险,这就意味着将来筹资的成本会更高,因为资本成本最终由投资者而非用资者决定。

2. 树立资本成本观,将资本成本融入到企业投融资行为中。我国资本市场尚未完善,证券市场的相关规章制度也处在不断完善之中,大多数企业在融资过程中首选股权资金,这不仅违背了“优序融资”的融资理论,同时也反映出企业管理层“相机抉择”的短期行为和企业缺乏长期投融资战略的问题。因此,及时建立投融资的资本成本观念,对规范资本市场、抑制企业过度投资行为有重要作用。

3. 注重西方理论的本土化问题。西方经济理论是否可移植于我国的经济环境一直是学术界争论的焦点。资本成本作为舶来的理论,也存在一个消化与吸收的问题。相对于次强势市场中适用的理论,在弱势市场中并非完全适用;我国特殊的经济环境——强势政府、弱势市场,使得资本成本“投融资指挥棒”的作用难以有效发挥。因此,如何将资本成本有效地应用于我国企业的投融资决策,仍是今后学术界与实务界须不断探索的问题。

【注】

①数据来自原文,两者相加超过100%,原因可能是存在数据交叉重复使用的情况。

参考文献:

[1] Kees G. Koedijk, Mathijs A. van Dijk. The cost of capital of cross-listed firms[J]. *European Financial Management*, 2004, 10(03): 465-486.

[2] Luzi Hail, Christian Leuz. International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter[J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(03): 485-531.

[3] Dany Aouna, Almas Heshmati. International diversification, capital structure and cost of capital: evidence from ICT firms listed at NASDAQ[J]. *Applied Financial Economics*, 2008, (18): 1021-1032.

[4] Monish Chhabra, et al. Investor protection effects on corporate liquidity and the cost of capital[J]. *Applied Economics Letters*, 2009, (16): 819-826.

[5] C. S. Agnes Cheng, et al. Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital[J]. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 2006, (27): 175-204.

[6] Pingyang Gao. Disclosure quality, cost of capital, and investor welfare[J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(01): 1-29.

[7] David Aboody, et al. Earnings quality, insider trading and cost of capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(05): 651-673.

[8] Jennifer Francis, et al. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(03): 53-99.

[9] David Easley, Maureen O'Hara. Information and the cost of capital[J]. *The Journal Of Finance*, 2004, (04): 1553-1583.

[10] Michael B. Mikhail, et al. Earnings surprises and the cost of equity capital[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2004, (04): 491-513.

[11] John McInnis. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital[J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(01): 315-341.

[12] Antonio E. Bernardo, et al. Growth options, beta, and the cost of capital[J]. *Financial Management*, 2007, (02): 5-17.

[13] John Hughes, et al. On the relation between expected returns and implied cost of capital[J]. *Review of Accounting Studies*, 2009, (14): 246-259.

[14] Edward McInerney, et al. Practitioners' perspectives on the UK cost of capital[J]. *The European Journal of Finance* 10, 2004, (04): 123-138.

[15] John R. Graham, Campbell R. Harvey. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, (02): 187-243.

[16] 汪平. 财务理论[M]. 北京: 经济管理出版社, 2008: 47-53.

[17] 傅元略. 财务管理理论[M]. 厦门: 厦门大学出版社, 2007: 405-420.

(责任编辑:周 杰)