



透视资本成本理论的悖论

王志亮 ■

根据西方成熟的财务理论，公司资本大体可分为股权资本和债权资本。在市场平均报酬率既定的情况下，企业的资本成本取决于投资者对投资风险的补偿要求，由于股权投资的风险大于债权投资的风险，投资者对股权投资要求的报酬必然要高于债权投资；又因为与股利的税后支付不同，债务利息在税前支付能获得减税利益；再加上股权筹资相对高昂的筹资费用，使得企业股权资本的成本大大高于债权资本。因此，基于资本成本的考虑，在其他因素一定的情况下，企业筹资应优先考虑债权资本。而实践中却似乎存在两点“悖论”：一是我国上市公司在外源筹资中普遍存在“股权筹资偏好”；二是基于实证研究的“啄序理论”（Myers, 1984），企业将留存收益

排在债权筹资顺序之前。这种看似与资本成本理论相左的“悖论”，恰恰可以从资本成本的角度得到合理的阐释，它实质上是市场经济中经营者的一种“寻租”行为。

“股权筹资偏好” 资本成本观的再分析

对于我国上市公司在外源筹资中普遍具有的股权融资偏好，主流观点多根据西方财务理论，从资本成本的角度认为上市公司这种偏好属非理性筹资。然而上市公司却一度乐此不疲，难道是经济规律在中国特色的市场经济中失效了？其实不然，我国上市公司股权融资偏好的原因是多方面的，其中有资本市场的原因，也有公司本身的原因；有制度层面的原因，也有操

作层面的原因。

对于资本成本方面的分析，多数评论依据西方财务理论的资本成本计算模型，说明我国上市公司经营者仅把实际支付的现金股利看作股权资本的成本，是资本成本观念存在偏差。因而，在没有硬性股利支付约束的情况下，难免产生股权筹资就是“免费圈钱”的错觉。但这恰恰是上市公司经营者作为“经济人”的一种理性选择。为此，关于股权资本成本概念有两点必须澄清：首先，它是用来评价资本预算和投资决策的、与项目风险相适应的必要报酬率，而非企业资本的实际、历史成本。当经营者按股东利益采取行动时，它就反映为股东在可比资本市场上进行同等风险项目的投资能获得的报酬率。其次，股权资本成本的计算

模型是建立在有效资本市场假设之上的，与相对发达的西方资本市场相比，我国的资本市场还相当不完善，将其直接应用于我国现阶段的资本市场显然有违客观实际。股权资本成本作为投资者要求的必要报酬率，是用来约束经营者的投资行为的。而这种约束是否有效取决于两个方面：一是资本市场的有效程度，二是股东监督的有效程度。

(一) 资本市场的非理性减弱了资本成本约束作用

在市场运行完善的情况下，企业必须选择报酬率大于或等于资本成本的项目进行投资。否则，会产生两个结果：一是在强势有效的资本市场上，因其项目报酬率低于投资者的预期，公司股价必然下跌，造成公司价值的下降。二是存在有效股东监督的情况下，经营者这种有损企业所有者的投资行为必然会受到股东严厉的惩罚，甚至因此而丧失对公司的控制权。但是，我国上市公司的经营者却无此担忧。由于市场监管不完善、信息披露制度不健全和投资者一定程度的主观盲目性，股票市价常常不能反映公司经营的真实情况，资本市场的非理性为经营者创造了“瞒天过海”的先机。

(二) 上市公司和股东的利益苟合达成了“共同寻租”

从股东监督方面看，我国大多数上市公司的大股东都是国有股股东，客观上确实存在所有者“缺位”现象，但问题的实质并不在“缺位”，而在于股权筹资是大股东基于自身经济利益考虑而与经营者的一种苟合。从理论上讲公司经营者上述行为与股东的利益是相悖的，而股东们却漠然处之，甚至推波助澜。对此许多评论将其归咎于股东监督的弱化，认为小股东不愿负担监督成本而倾向于“搭便车”，大股东又因其多为国有股东而存在严重“缺位”现象。其实不然，公司对外进

行股权筹资的行为，正中国有大股东的下怀，也可以认为大股东和经营者在掠夺中小股东财富上达成了默契。在西方发达的资本市场上，股东反对在外源筹资中使用股权筹资有两个基本理由：一是担心新股东的加入会稀释公司的控制权，或者会削弱原有股东对公司的控制；二是在公司没有很好的投资项目时，经营者盲目利用股权筹资会降低整体股权资本的投资收益率，从而使公司价值下降、公司股价下跌，造成股东财富的直接减损。而在我国现阶段的资本市场，控股股东恰恰没有这种担忧。首先，增发发行股票不会危及大股东的控股地位。我国目前大多上市公司中，国家股在公司总股本中占绝对优势。公司增发发行股票很难造就新的、能与公司原控股股东相抗衡的大股东，相反，还会因此使原控股股东控制更多的资本。其次，增发发行股票是实现原公司大股东财富增长的重要途径。由于上市资源的稀缺和投资者的竞相申购，公司增发发行股票的市场价格远远超过每股净资产的价值，国有大股东乘机将配股权转让或干脆放弃配股权。其结果是企业资本规模加大、原有股票每股净资产额上升，从而增加了公司原有股东的财富。可见，经营者仅视实际支付的现金股利为股权资本的成本虽不合情但却有理，在上市公司不派现的情况下更可视之为“免费大餐”，变成了上市公司与大股东在资本市场上的“共同寻租”。

“啄序理论”的资本成本视角

西方资本结构理论的“啄序理论”基于实证研究得出结论：企业筹资时，倾向于首先使用内部筹资（如留存收益），如需要外部筹资，企业将优先选择债权筹资，其次才是其他外部股权筹资。对此的解释是留存收益筹资具有隐蔽性，不会传导任何对公司股价

不利的信息。这种解释并不能令人信服：因为西方财务理论是建立在有效资本市场假设基础之上的，这个市场的众多参与者（理性理财者）不可能不关注公司拥有大量利润而不分配的事实，也不可能不去分析公司的意图而采取应对措施。对此，从资本成本的角度去解释就会发现，首选留存收益筹资与外源筹资的股权筹资偏好具有异曲同工之妙。

西方财务理论中，公司的综合资本成本或加权平均资本成本（WACC）是一个极为重要的概念，它是公司估价和资本预算的重要基础和依据，通常用于公司未来的筹资决策，是一个预测数，其计算公式是：

$$WACC = K_l W_l + K_b W_b + K_p W_p + K_c W_c + K_r W_r$$

式中， K_l ——长期借款资本成本率； W_l ——长期借款资本比例；

K_b ——长期债券资本成本率； W_b ——长期债券资本比例；

K_p ——优先股资本成本率； W_p ——优先股资本比例；

K_c ——普通股资本成本率； W_c ——普通股资本比例；

K_r ——留存收益资本成本率； W_r ——留存收益资本比例。

从公式可以看出，综合资本成本预测的是否准确，取决于个别资本成本和个别资本比例两个因素的确定是否合理。在确定个别资本比例时，通常有三种选择：账面价值、市场价值和目标价值。其中采用账面价值存在重大弊端，当资本的价值脱离账面价值很多时，利用账面价值计算的资本比例就与现实的资本结构相去甚远，从而使综合资本成本率的测算脱离客观实际，不利筹资决策；最合理的是采用目标价值，利用目标价值计算出的资本比例，能够体现期望的目标资本结构（未来筹资完成时的资本结构）要求，然而，这种方法下，资本的目标价值很难客观地确定；现实的选择就是使用

市场价值，因为企业发行证券进行筹资，其发行价格是以市场价值为依据的，以市场价值计算的资本比例最能反映现时的企业资本结构，与账面价值相比更接近筹资预测的目标资本结构，能使资本预算建立在较为客观的综合资本成本基础之上。

个别资本成本的确定中，债务和优先股的资本成本较易确定，学界也少有争议，但对普通股和留存收益资本成本的确定意见不一，至今也未找到直接确定股权资本成本的方法。现存的计算普通股资本成本的主要方法有资本资产定价模型、股利折现模型和债券投资报酬率加股票投资风险报酬率三种，它们均体现了一种基本思想，即股票投资风险较大，作为风险补偿，股票投资应能为投资者带来更高的报酬率，这一报酬率就是投资者进行股票投资要求的必要报酬率，因此，投资者要求的必要报酬率就成为确定普通股资本成本的最佳选择。中外财务教科书都把留存收益视同与普通股相同的资本，将其资本成本确定为等同或略低（考虑到其没有筹资费用）于普通股的资本成本，参加公司综合资本成本的计算。笔者认为这是有违有效资本市场假设的。公司综合资本成本是用个别资本成本加权平均计算的，而确定个别资本成本权数的最佳选择是资本的市场价格（简称市价基础法），以市价作为计量基础计算普通股的价值时，已经包含了留存收益因素，再让它单独作为一般股权资本参加加权平均计算，属重复计算，会高估公司综合资本成本。

例如：公司原有资本1 000万元，其中债券500万元，资本成本10%；普通股500万元（50万股，10元/股），资本成本20%。当年实现净利200万元，预期公司下年需要资金200万元。在有效的资本市场上，净利使公司净资产的增加必然表现为公司股票市价

的上升，在不考虑其他因素的情况下，公司股票市价上涨为14元/股（ $10+200/50$ ），公司股票总市值700万元。我们来探讨两种情况下的公司资本成本：

一种情况是公司将当年实现的净利全部留存。利用传统的计算方法，综合资本成本 $WACC=(500/1\ 400) \times 10\%+(700/1\ 400) \times 20\%+(200/1\ 400) \times 20\%=16.43\%$ 。但是，投资者或股东要求得到的报酬率是以其投资额与预期的收益来计算的，此时投资者对公司股票的投资额是股票的买价14元/股，即投资者只对这14元的投资要求回报，而对企业的留存收益不再单独提出报酬要求，因此，在市价基础法下，公司留存收益的资本成本为零。此时公司的综合资本成本 $WACC=(500/1\ 400) \times 10\%+(700/1\ 400) \times 20\%+(200/1\ 400) \times 0\%=13.57\%$ ，低于传统法计算的16.43%。

另一种情况是，公司将当年实现的净利全部分配给股东，再利用发行资本成本为10%的债券筹集200万债权资金用于后继投资。当年净利全部用于发放现金股利后，公司净资产未变，从而公司股票价格仍保持10元/股不变，即普通股市场价值仍为500万元，则公司的综合资本成本 $WACC=(500/1\ 200) \times 10\%+(500/1\ 200) \times 20\%+(200/1\ 200) \times 10\%=14.17\%$ ，高于采用留存收益筹资的公司综合资本成本13.57%。况且，由于现金股利和债权筹资均会给投资者以公司利好的预期，公司股票市价一般不会像理论除权价（股票市价减每股现金股利）一样下降，相反，下降很少，甚至略有上升。假设股价维持不变，即公司股票市价仍为14元/股，总市值700万元，则公司的综合资本成本 $WACC=(500/1\ 400) \times 10\%+(700/1\ 400) \times 20\%+(200/1\ 400) \times 10\%=15\%$ ，更是高于采用留存收益筹资的公司综合资本

成本13.57%。

可见，正是由于留存收益资本成本为零，使得利用留存收益筹资能有效降低公司综合资本成本，从而为公司创造相对较多的超额收益。所以，当把综合资本成本作为资本预算或筹资预测的基本依据时，留存收益成为公司筹资方式的首选也就不难理解了。它与“股权筹资偏好”一样，是公司或经营者在资本市场上的“寻租”行为。

走出财务诚信建设的误区

联想近年来有关财务诚信的著述，不乏将我国上市公司的“股权筹资偏好”作为攻击和批判对象而大加谴责者，认为这种做法违背财务诚信，侵害了投资公众的利益。但正如上述分析，它与首选留存收益筹资相同，都是公司、经营者甚或大股东在市场经济中的“寻租”行为。这种行为与市场中的套利、投机一样是促成市场经济有效运行的动力之源。财务诚信建设不应遏止这种“经济人”的逐利天性。因为，这种天性的泯灭会导致整个市场经济的低效运转甚至崩溃。财务诚信并不是要求市场参与主体为了社会或投资公众的利益而放弃自身的逐利行为。正好相反，只有鼓励这种逐利行为，才能使市场参与主体行为的原动力明朗化，进而明确市场监管法规、制度所要规范的目标，通过制定科学有效的市场游戏规则来治理财务诚信的缺失，使市场参与主体在逐利的同时不至于侵害社会或投资公众的利益。从精神和道德角度解决财务诚信缺失，在市场经济中只能是不切实际的幻想。作为市场诚信“守护神”的安达信的幻灭就是很好的例证。美国SEC所辖公司高管的诚信宣言，在没有《萨班斯—奥克斯利法案》之类的法约束下也最终会被历史证明为“真实的谎言”。■

（作者单位：河北经贸大学会计学院）

责任编辑 闵超