对资本成本的再认识

刘章胜

（永州职业技术学院 湖南永州 425100）

【摘要】资本成本是财务管理学最为重要的概念之一，目前对资本成本的认识存在理解上的偏差，本文拟对资本成本的性质和计量进行再认识，以澄清概念。

【关键词】资本成本　机会成本　必要报酬率

资本成本是财务理论中的核心概念之一，已被广泛运用于企业筹资决策、投资决策、财务估价以及业绩评价等领域。同时它也是在我国理解最为混乱的概念之一。目前，很多教材往往把负债利息率和资本成本等同起来。另外，我国的上市公司有股权融资的偏好，也是由于不分派现金股利而认为股权资本是没有资本成本造成的。这种对资本成本基于表面的观察，自然也就带来了理解上的偏差。因而我们就有必要对资本成本进行再认识，以明确概念。

一、对资本成本性质的再认识

从财务理论的发展进程来看，人们对资本成本的关注始于20世纪50年代。1958年，米勒与莫迪格莱尼发表了他们在现代理财学中的奠基之作《资本成本、公司理财与投资理论》，其中对资本成本的描述是：任何公司的市场价值与其资本结构无关，而是取决于将其预期收益水平按照与其风险程度相适应的折现率进行资本化的结果。其实，我们完全可以将“与其风险程度相适应的折现率”理解为资本成本。当然，这只是MM定理的一家之言。

目前被许多人奉为圭臬的定义是《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》给出的：资本成本是商业资产的投资者要求获得的预期收益率。以价值最大化为目标的公司的经理把资本成本作为评价投资项目的贴现率或最低报酬率。

而我国绝大多数财务管理学教材对资本成本的定义为：资本成本是指企业为筹集和使用资金而付出的代价，包括筹资费用和用资费用两部分。甚至还有用“资金成本”代替“资本成本”的提法。很明显，我国财务理论界对资本成本的理解与西方理论界的理解迥异。

我国财务理论界对资本成本的界定至少有两大硬伤：一是把资本成本看做筹资和用资的产物，错误地认为公司管理者是资本成本的最终决定者，而对投资者的权益视而不见；二是在分析股权资本成本时，把公司管理者的支付义务误作为投资者的回报权利，歪曲了资本成本的本质。

结合现代西方财务理论对资本成本的定义，笔者认为对资本成本的再认识应从三个层次来把握。

第一个层次也是最根本的层次，就是要明确资本成本的实质是机会成本。在理财学中，一般把选择最优方案而放弃次优方案所失去的潜在利益称为机会成本。投资者要求所选择的项目至少能提供等于机会成本的收益，作为投资收益的提供者（公司）而言，其所提供的收益即为公司利用资本的成本。因此，机会成本绝非虚拟的成本，而是实实在在地影响净现值实现的重要因素。

第二个层次就是资本成本的大小应由投资者决定。由于资本成本信息的直接使用者是公司管理者，因而人们往往站在公司的角度对资本成本进行定义。而投资者享有公司的终极财产所有权，也是公司风险的最终承担者，所以投资者会要求公司对其所承担的风险给予相应的补偿。这种补偿对投资者而言是投资报酬，对公司而言即为资本成本。如果投资者的投资报酬与其承担的风险不对等，投资者便会调整投资方向，把资金投向报酬更多的项目或公司，这将迫使筹资渠道狭窄和资金匮乏的公司不得不通过提高对投资者的报酬来吸引投资。

由此可以看出，资本成本的大小是由投资者对公司要求报酬率的高低以及对资本投向的选择来决定的。具体而言，资本成本是证券市场与公司投资风险以及投资者偏好共同作用的结果。

第三个层次就是要理清资本成本与资金成本的区别。如前所述，资本成本是投资者所要求的报酬率即预期收益率，是企业为了维持其市场价值和吸引投资者而必须达到的报酬率。而资金成本是将盈利和资金的一部分支付给资金所有者的报酬，体现着资金使用者和所有者之间的利润分配关系。也就是说，资本成本是从投资者的角度来衡量的必要报酬率，资金成本是从公司管理者的角度来分析计算融资成本的。

二、对资本成本计量的再认识

单一资本成本的计量是企业财务管理的重要内容，也是确定加权平均资本成本的基础。一般而言，单一资本成本是分别按债务资本成本、股权资本成本和留存收益资本成本来确定的。其中，债务资本成本较易确定，而且一般较为稳定，这是因为债务资本提供者的资本成本一般是通过契约的方式加以提前预定的。目前大多数财务管理教材对债务资本成本的计

量通常是按下列公式进行的，即：$K_B=I\times(1-T)/[B\times(1-f)]$，其中：$K_B$ 为债务资本成本，I 为债务利息，T 为企业所得税税率，B 为债务筹资额，f 为债务筹资费率。笔者认为这个公式至少有三处值得商榷：

第一，因为资本成本是投资者的期望回报率，而且对于长期负债而言，还应考虑资金的时间价值，所以在债务资本成本的计量中，应将短期债务的利息因素剔除，并且不能把债务资本成本简单地认为是负债的利息率。

第二，按照这个公式得出的结果是债务资本成本较低，是因为利息为税前支付，有节税功能。其实这种观点是片面甚至错误的。这是税法考虑税收管理的需要，债权人所得利息应缴所得税，实际上已由负债企业在利息中一并支付给债权人，由债权人自行交纳。利息费用之所以作为财务费用在税前支付，这完全是由企业最终站在投资者立场，站在股东代理角色层次组织经济核算所决定的。

第三，对筹资费用的处理与资本成本的本质即机会成本相背离。事实上，筹资费用是企业筹措资金所必须付出的代价，它与投资者要求的报酬率之间没有任何直接的关联，因而与企业的资本成本的计量也没有关系，不会影响企业资本成本的高低。至于非投资者债权人如供应商、雇员等会由于结算等原因在企业滞留资金，企业利用这些资金进行经营也要承担必要的代价，但这种代价与现代财务理论中“资本成本”概念的内涵有着明显的差异，因而不会产生资本成本问题。笔者认为，应当将负债的到期收益率作为债务的税前资本成本比较合适。即：负债目前的市场价值$=I\times(P/A,i,n)+M\times(P/F,i,n)$，其中：I 为债务利息，i 为到期收益率，n 为到期年数，M 为负债面值。

股权资本的筹集是融资行为、所有权结构调整行为以及公司治理等相互交错的一种最为复杂的理财活动，因而股权资本成本的计量也是最为困难的，其主要的计量方法有：资本资产定价法（CAPM）、多因子模型法、股利折现法、股利增长模型法等。这些方法主要基于企业实际收益计算企业的资本成本。

目前应用最为广泛的方法是资本资产定价法和多因子模型法，这些模型试图以资本资产的各种风险因子来预测其收益。由于投资者来自资本资产的收益便是公司为此应支付的资本成本，因此，通过该方式计算得到的资本收益便是企业面临的资本成本。在运用 CAPM 确定股权资本成本时，β 系数的确定是关键所在，这是因为 β 系数所反映的应当是准备投资的项目的风险水平，或者是整个公司的风险水平，但目前在我国股票市场行为的分析中，我们对 β 系数没有给予足够的重视。

此外，把留存收益资本成本等同或略低（考虑其没有筹资费用）于普通股资本成本并参与公司加权平均资本成本计算的做法，笔者认为这违背了有效资本市场假设。公司加权平均资本成本通常是以各类资本占全部资本的比重为权数，对个别资本成本进行加权平均确定的。

在权数的计算中，通常有三种选择：账面价值、市场价值和目标价值。其中账面价值是基于历史成本原则确定的，其弊端显而易见，即当资本的实际价值与账面价值严重不符时，利用账面价值计算的资本比例就会与现实的资本结构相去甚远，从而导致这一权数对未来投融资特征的反映显得毫无意义。通常情况下，利用市场价值和目标价值计算资本比例都是可以的，但由于资本的目标价值很难客观确定，因而现实的选择是利用市场价值。那么，以市场价值作为计量基础计算普通股的价值时，其实已经包含了留存收益因素。如果在计算加权平均资本成本时又把它单独纳入，会造成重复计算，其结果必然是高估公司加权平均资本成本。

还必须指出的是，资本成本尤其是股权资本成本是理财人员结合各方面因素进行预测的结果，它绝非人们所想象的是经过严密计算的、极为精确的一个数值。因而，在资本成本的确定过程中，就有可能掺杂一些非严谨的、定性的东西在里面。

三、优序融资理论在我国上市公司失效的视角

梅耶斯（1999）在《资本结构》一文中将优序融资理论的内容表述为：①企业偏好内部融资甚于外部融资；②股利政策为“既定”，所以因发放股利被削减的部分无法用于为资本支出提供融资，且因此现金需要量的变动不会被短期股利变动所化解；③倘若资本投资需要外部融资，企业将首先发行最安全的证券，即债券优于股票。这种在西方经济发达国家得到普遍验证的理论在我国却无法获得支持。我国上市公司的融资方式以外源融资为主，而在外源融资中又具有强烈的股权融资偏好。这种完全与“优序融资理论”相悖的异常融资顺序之所以在我国出现，主要的原因就是对资本成本的认识出现了偏差。

资本成本是公司融资行为的重要决定因素。从高风险高收益的理论角度来说，因为股票投资风险大，投资者要求的收益率要高于债券投资者所要求的收益率，所以，股权融资的资本成本要高于债务融资的资本成本。可从我国的实际情况来看，由于证券市场的规模过小与投资者的巨大需求间存在反差，以及非流通股的长期存在，证券市场市盈率和股价长时间维持在较高水平，而与之相比，公司派息水平则显得微不足道，因此投资者并不指望通过获取公司的股利来得到投资回报，而是希望在市场的短期投机行为中获得资本利得。这种追逐股票差价而忽视现金回报的投机行为，使得上市公司缺乏西方成熟资本市场上的股权资本成本对经营者的有效约束。债务融资有必须还本付息的“硬约束”，而配股融资却具有“软约束”的特点，因此我国上市公司选择成本低廉且约束较少的股权融资也就顺理成章了。

主要参考文献

1. 涂罡.我国资本成本约束性缺乏探源及完善构想.现代财经，2004；10

2. 汪平.财务理论.北京：经济管理出版社，2003

3. 王志亮.透视资本成本理论的悖论.财务与会计（理财版），2006；2

4. 于恒，贾莉.关于资本成本的几点思考.上海会计，2003；1