

Classified Index:

CODE: 10075

U.D.C.:

NO: 20091431

A Dissertation for the Degree of M.Managament

**Study on Chinese enterprises
Financing Cost Estimation and Control**

Candidate: Liu Xinxin

Supervisor: Prof.Jia Guojun

Specialty: Accounting

Academic Degree Applied for: Master of Management

University: Hebei University

Data of Oral Examination: June, 2012

河北大学

学位论文独创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得河北大学或其他教育机构的学位或证书所使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了致谢。

作者签名：刘欣欣 日期：2012年6月5日

学位论文使用授权声明

本人完全了解河北大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文。

本学位论文属于

1、保密 ，在_____年_____月_____日解密后适用本授权声明。

2、不保密 。

（请在以上相应方格内打“√”）

保护知识产权声明

本人为申请河北大学学位所提交的题目为 我国企业融资成本的估算与抑制研究 的学位论文，是我个人在导师 贺国军 指导并与导师合作下取得的研究成果，研究工作及取得的研究成果是在河北大学所提供的研究经费及导师的研究经费资助下完成的。本人完全了解并严格遵守中华人民共和国为保护知识产权所制定的各项法律、行政法规以及河北大学的相关规定。

本人声明如下：本论文的成果归河北大学所有，未经征得指导教师和河北大学的书面同意和授权，本人保证不以任何形式公开和传播科研成果和科研工作内容。如果违反本声明，本人愿意承担相应法律责任。

声明人： 刘欣欣 日期： 2012 年 6 月 5 日

作者签名： 刘欣欣 日期： 2012 年 6 月 5 日

导师签名： 贺国军 日期： 2012 年 6 月 5 日

摘要

资金是企业的血液，资金融通对任何企业的发展来说都至关重要。而不同的融资方式，其融资成本也不尽相同。融资成本是影响企业融资决策的重要因素。因而，能否对融资成本进行科学、准确的估算就成为企业制定融资决策的关键。基于这种认识，本文结合我国企业的具体特点，在现代融资理论的指导下构建了我国企业融资成本的估算模型，并提出了控制融资成本的相关对策建议。

本文在分析研究融资成本的现实意义的基础上，将融资成本分为显性和隐性成本，区分了资本成本与融资成本、财务危机成本与代理成本，并对现有模型不能在我国企业适用的原因进行分析。本文秉承现代融资理论的基本思想，在合理性以及可操作性两个原则的指导下，首先构建出包括股权融资成本、负债融资成本和融资总成本在内的我国企业融资显性成本的估算模型，并以沪深两市流通市值最大的 25 家上市公司为样本进行数据检验。然后，本文又在对我国企业财务危机成本和代理成本的根源性进行深入细致研究的基础上，构建出包括财务危机成本和代理成本在内的我国企业融资隐性成本估算模型，并进行了检验。最后，在前述检验结果的基础上，本文提出了对融资成本进行控制的对策建议，以期能与融资成本估算共同发挥作用，帮助企业更好的制定融资决策。

本文的研究立足于我国企业的现实特点，全面分析了融资成本的影响因素，综合多种因素的影响构建出了适合我国企业的融资成本估算模型，对我国企业融资成本估算和控制具有一定的现实意义。

关键词 融资成本 财务危机成本 股权代理成本

Abstract

The capital is the blood of the enterprises, and financing is essential for the development of all the enterprises. The cost of different ways of financing is not the same. Financing cost is an important factor which can affect corporate financing decision. Thus, the possibility of scientific and accurate estimation of the financing cost is key to the development of the financing decision. Based on the observation, combined with the specific characteristics of Chinese enterprises, this paper build the cost estimation model of corporate finance, and put forward suggestions to control the financing cost, which is under the guidance of modern finance theory .

This paper analyzed the practical significance of the study of financing cost, and divided the financing cost into explicit and implicit cost, cleared the distinction between the cost of capital and financing cost, the cost of financial distress and agency cost, and pointed out the existing models can not play roles in Chinese enterprises .On the basis of this shortcoming, firstly, adhering to the basic idea of modern finance theory and under the guidance of the two principles of rationality and operability, the paper constructed the financing dominant cost estimation model, including the models of equity financing cost estimation, the debt financing cost estimation and the total financing cost estimation, and selected the data of 25 listed companies in Shanghai and Shenzhen stock market for testing , which float market capitalization is the largest. Then, on the basis of in-depth and meticulous research of the root causes of the corporate financial distress cost and agency costs, the paper built the corporate implicit financing cost estimation model, including the models of financial distress cost and agency cost estimation, and tested using the aforementioned data. Finally, on the basis of the foregoing test results, this paper put forward the suggestions to control the financing cost, in order to function together with the financing cost estimation model to help companies better develop the financing decision.

This study is based on the reality of features of Chinese enterprises, on the comprehensive analysis of the influencing factors of the financing cost, and under the integrated influence of various factors, we constructed the financing cost estimation model which is suitable and meaningful for the estimation and control of Chinese corporate financing cost.

Keywords Financing cost Financial distress cost Agency costs of Equity

目 录

第 1 章 绪 论.....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.2 融资成本相关概念界定.....	3
1.2.1 显性融资成本.....	3
1.2.2 隐性融资成本.....	5
1.3 本文主要研究内容.....	7
1.4 研究思路及方法.....	8
1.5 本文创新点.....	9
第 2 章 企业融资理论相关文献回顾.....	10
2.1 企业融资理论综述.....	10
2.1.1 基于信息对称的融资理论.....	10
2.1.2 基于信息不对称的融资理论.....	11
2.1.3 基于控制权转移的融资理论.....	14
2.2 我国关于企业融资的相关文献综述及评价.....	14
2.2.1 我国企业融资相关文献综述.....	14
2.2.2 对我国企业融资相关文献的评价.....	16
2.3 现有融资成本估算模型的适用性分析.....	17
第 3 章 我国企业显性融资成本估算研究.....	19
3.1 我国企业股权融资成本估算研究.....	19
3.1.1 所罗门动态增长模型及对我国股权融资成本估算的启示.....	20
3.1.2 企业股权融资成本估算模型的构建.....	22
3.1.3 我国企业股权融资成本估算结果.....	24
3.2 企业负债融资成本估算研究.....	26
3.2.1 流动负债融资成本的界定.....	26

3.2.2	长期负债融资成本的界定.....	27
3.2.3	负债融资成本估算模型的构建.....	28
3.2.4	我国企业负债融资成本估算结果.....	28
3.3	企业融资总成本估算研究.....	30
3.3.1	融资总成本估算模型的构建.....	30
3.3.2	我国企业融资总成本估算结果.....	30
3.4	我国企业显性融资成本估算结果分析.....	32
3.4.1	股权融资成本估算结果分析.....	32
3.4.2	负债融资成本估算结果分析.....	32
3.4.3	融资总成本估算结果分析.....	32
第 4 章	我国企业隐性融资成本估算研究.....	33
4.1	企业财务危机成本估算研究.....	33
4.1.1	企业财务危机成本分析.....	33
4.1.2	财务危机成本估算模型的构建.....	34
4.1.3	我国企业财务危机成本估算结果.....	36
4.2	企业股权代理成本估算研究.....	37
4.2.1	企业股权代理成本问题分析.....	37
4.2.2	我国企业股权代理成本的构成因素及其关系.....	38
4.2.3	企业股权代理成本估算模型的构建.....	39
4.2.3	我国企业融资代理成本估算结果.....	42
4.3	我国企业隐性融资成本估算结果分析.....	48
4.3.1	财务危机成本估算结果分析.....	48
4.3.2	股权代理成本估算结果分析.....	48
第 5 章	控制我国企业融资成本的对策建议.....	49
5.1	挖掘内部潜力，盘活企业现金流.....	49
5.2	把握融资机会，选择最佳融资方式.....	50

目 录

5.3 制定最佳融资期限决策，寻求最佳资本结构.....	51
5.4 拓展融资空间，降低融资成本.....	51
5.5 加强融资风险控制，防范融资风险引发的融资成本上升.....	52
第6章 结 论.....	53
参考文献.....	55
致 谢.....	58
攻读硕士学位期间取得的科研成果.....	59

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景及意义

融资是现代企业经营决策的重要内容，融资决策的最终目的是以最小的融资成本，在满足企业资金需要的同时实现企业价值的最大化。现代融资理论认为，融资决策受到融资成本、融资风险和公司控制权等因素的影响。企业的融资决策就是根据自身对资金的需要量，综合考察不同融资方式对融资成本、融资风险、公司控制权等方面的影响，并与企业的成本、收益等目标函数进行匹配，从而挑选出最优的融资方式。

从总体状况来看，我国企业的融资方式经历了很大的变化。直到上个世纪 70 年代末，我国企业融通资金基本上单单依靠内源融资或者银行负债融资。而从 20 世纪 80 年代，随着我国改革开放的不断深化，国家政策的不断放宽导致企业融资方式发生了改变：国家对企业的扶持由原来的财政性拨款和政策性贷款逐步转向银行贷款；资本市场的逐步建立和完善，使企业的融资方式逐步多元化，企业除可以向银行贷款外，还可以通过在证券市场上直接发行股票、债券等方式募集资金。然而随着改革的深入，企业在享受改革开放以及经济发展带来的优惠的同时，也面临着许多新的难题。尤其是在我国市场经济体制改革的关键时期，企业作为市场经济的主体，其发展受到了许多制约，而融资问题首当其冲，成为影响企业生存与发展的重要瓶颈。就目前企业的各种融资方式来看，按资金来源分类主要分为内源融资和外源融资。内源融资主要是指企业通过内部融资获得资金支持，其主要来源包括实收资本、资本公积、盈余公积、留存收益等等。内源融资不需要对外支付利息或股利，不会减少企业的现金流量；同时由于经营发展所需的资金来源于企业内部，不会发生筹资费用，因此其融资成本较低。而正因为如此，内源融资成为企业发展初期筹集资金的主要渠道和基本方式，其融资能力的大小取决于企业的盈利能力、资产规模以及投资者预期等因素。当内部资金不能满足企业简单再生产和扩大再生产的资金需要时，企业才会产生外源融资需求。简单来说，外源融资就是指通过企业外部的投资者或者银行贷款等方式筹集资金。具体来讲，外源融资又可以分为直接融资和间接融资。直接融资是指资金直接由资金充裕的部门流向资金短缺部门的融资方式，具有直接性、长期性、不可逆性和流通性等特点。直接融资主要是指企业进行的首次公开发行股票 (Initial Public offering, 简称 IPO)、配股、增发以及发行公司债券等融

资活动，可具体分为股权融资和债券融资。股权融资形成的是永久性资本，没有按期还本付息的负担，但未来面临的风险较大，因此投资者会要求更高的投资回报率。同时由于发行股票还需要承担一定的发行费用，这些都增大了股票的融资成本。债券筹资的发行成本要比股票筹资低，不影响原有股东的控制权，债券投资者只有按期收取本息的权利，没有参与企业经营管理和分红的权利，对于想控制股权、维持原有管理机构不变的企业来说，发行债券比发行股票更有吸引力。间接融资是由金融中介机构充当信用媒介来实现资金在盈余部门和短缺部门之间流动的一种方式，其企业中主要是指向银行贷款，具有间接性、短期性、可逆性和非流通性的特点。从我国目前的情况看，企业银行贷款融资所花费的成本也是很高的。比如，由于信息不对称问题的存在，银行在向企业授信时往往规定严格的逐级审批制度，并且为了补偿银行所承担的风险，其在放贷时通常会在国家规定的贷款基准利率基础上上浮一定幅度，这些都会抬高企业的贷款融资成本。除此之外，企业在选择外源融资究竟是采用股权还是选择债权融资方式时，不仅要考虑到自身财务状况的影响，还要考虑到国家的融资体制对企业融资的影响。不同的国家由于历史、文化传统、经济发展水平以及对资金需求程度的不同，所建立的融资体制也不相同。不同的融资体制规范着企业的融资渠道，制约着企业的融资选择。但是，不论是债务融资还是股权融资，企业选择任何一种融资方式都是要付出代价的，这些付出的代价就构成了企业的融资成本。而评价企业融资决策是否合理，评价企业融资结构优劣的最重要的标准就是企业的融资成本。融资成本是企业经营成本的重要组成部分，控制融资成本是企业增加利润的有力手段，融资成本的高低将直接影响企业的融资决策以及经营成果的确。因此，面对竞争日趋激烈、国际国内市场高度融合的现实情况，企业如何科学估算融资成本，优化现有的融资渠道和筹资结构，开拓更加适合的融资方式来控制融资成本成为当务之急，它对解决企业的融资难问题具有重大的理论和现实意义：

(1) 对融资者——企业而言，融资问题直接关系到企业的生存和发展。科学、系统的估算融资成本，一方面可以帮助企业有效地规避或化解可能的融资决策失误，防范企业财务风险；另一方面有助于企业进一步调整资源配置，控制企业的融资成本，从而提高企业资本利用效率和盈利能力。而在加强对融资成本的控制的同时，综合考虑各种融资方式可能带来的融资风险，可以使企业优化资本结构，降低经营成本和经营风险，提高效益。

(2) 对投资者而言，企业的融资市场巨大，增加与企业的协作与沟通，加强对企业

融资成本的控制，一方面，可以拓展投资者的投资市场空间，提高资产质量；另一方面，在融资成本得到有效控制的前提下，投资者可以把握企业融资的巨大发展空间和发展潜力，获得丰厚的投资收益。

(3) 对政府监管者而言，市场的稳定和持续发展是关键。企业是市场经济的主体，加强对企业融资成本的控制，一方面可以促进企业发展，创造更多就业机会，缓解就业压力，在一定程度上稳定市场；另一方面，可以提高投资者的资产质量，改善资源配置，保障经济体制改革的进一步深化，增强国民经济运行的安全性。

然而，目前关于我国企业融资成本估算领域的研究不多，而对我国企业融资成本估算模型进行全局性、系统性研究的则更少。为解决上述问题，本文在指出我国现有融资成本估算模型不适合我国企业的前提下，从我国企业自身特点出发，构建出适合我国企业的融资成本估算模型，并提出控制融资成本的对策建议，从而便于企业准确、系统的估算融资成本，做出更加合理有效的融资决策。

1.2 融资成本相关概念界定

企业进行融资，其在取得生产经营和发展所需的资金，获得更高的收益和利润的同时，也要付出代价，即融资成本。融资成本是企业为获得或占用资金而付出的代价。从狭义角度理解，它仅是指企业为筹集和使用资金而付出的各种直接费用，它是能够在企业账目中反映出来的成本，比如资金占用成本（即资本成本）、资金筹措成本，因此狭义融资成本也被称为显性融资成本。从广义角度理解，融资成本还包含一些无法从企业账目上反映出来的成本——隐性融资成本，比如财务危机成本和代理成本。

1.2.1 显性融资成本

显性融资成本是指能够直接从企业的账目上反映出来的成本，通常来说包括资本成本、资金筹措成本和税务成本三种。每一种显性融资成本都有其特定的含义，具体来讲：

(1) 资本成本

资本成本是企业融资理论中的一个重要概念，融资方式的选择与资本成本密切相关。资本成本是指企业占用资金而付出的代价，同时也是公司投资者以投入公司的资本所要求的必要报酬率。高风险必然要求高收益率，投资者所期望的报酬率会随着所投资公司或项目风险水平的不同而有所不同。

长期以来，国内学者在研究过程中对资本成本和融资成本这两个概念没有进行严格

的区分，认为两者都是使用资金的代价，企业的长期融资成本就是资本成本。然而事实上，资本成本和融资成本在概念和范畴上是存在差别的。首先，从两者的出发点来看，资本成本源于投资者的投资行为，是站在投资者的角度来衡量的必要收益率，企业在进行再融资时要考虑资本成本的约束力；而融资成本源于企业的实际融资行为，是站在公司管理者的角度计算的融资代价，是企业再融资时实际考虑并实际付出的成本；其次，从成本的涵盖范围来看，资本成本是指企业占用资金而必须支付的费用，它仅仅是指企业付给债权人和股东的成本，而融资成本是企业为获得并使用资金而付出的所有代价，它不仅包含资本成本、筹资费用等显性成本，同时还包含财务危机成本、代理成本等隐性成本。最后，从成本产生的时间上看，资本成本是企业的长期成本，只要企业占用资金，就必定存在资本成本；而融资成本则较复杂：融资成本中的资金筹措费用通常在融资初期一次性支付，它在企业使用资金过程中并没有继续发生；债务融资成本随着债务的偿还而消失；另外，融资过程中的财务危机成本，其是否发生以及何时发生没有一个确切的时间标准。综上所述，本文认为在估算企业融资成本时一定要区分资本成本和融资成本，不能简单地用资本成本来代替融资成本进行估算。

（2）资金筹措成本

资金筹措成本，又称筹资费用。它是指在企业融资过程中发生的计划、筹集、交易等费用，它是用来支持或维持企业融资活动的费用支出。资金筹措成本按照目的不同可分为三类：市场信息费用、谈判及签约费用以及中介代理费用。不同的融资方式，其筹资费用的范畴也不同。企业进行内源融资时，由于不必对外支付相关手续费用，因此几乎不存在筹资费用；企业进行外源融资时又要区分直接融资和间接融资。企业通过发行股票和债券进行直接融资时，资金筹措成本一般包括所支付的行政、法律费用，证券印刷成本，发行公告费用、佣金等项目。企业通过向银行借贷等方式间接融资时，其筹资费用一般包括所支付的利息以及审批费用等。

（3）税务成本

税收是影响企业融资成本的重要因素之一。在企业的融资活动中，利用不同融资渠道获得的资金，其在收益的税收问题上具有明显不同的作用，其中表现最突出的就是债务融资的抵税作用，且其税盾效应与税率成显著正相关关系：税率越高，利用负债获得的节税收益就越大，税盾效应就越明显，企业税后融资成本就越低；反之，则债务融资的税盾效应越小，企业的融资成本越高。鉴于不同融资方式在税收问题上的不同表现，

企业在融资时，通常在一定范围内往往首选负债融资，从而可以获得明显的成本优势。

1.2.2 隐性融资成本

企业进行融资活动所产生的成本除了在企业账目上反映出来的以外，还有一部分是没有在账目上记录的，但这部分成本又实实在在的存在，并影响着企业的融资决策，因此，我们把这一部分成本成为隐性融资成本。具体来说，隐性融资成本主要包括财务危机成本和代理成本。

(1) 财务危机成本

财务危机成本是指由于债务融资导致企业可能破产而承担的破产成本，以及企业陷入财务困境所产生的财务困境成本。由于企业破产可能会损害债权人的利益，债权人在向企业出资时会事先考虑到这种情况，并估计由于企业的财务危机可能导致的损失，从而在事前要求较高的利息率，提高了企业的债务融资成本。因此，财务危机成本的存在增大了企业负担的融资成本，限制了企业的再融资能力。具体来说，财务危机成本由三方面构成：

①破产成本

企业一旦破产，它所代表的技术优势、发展机会和为实现这种发展的人才价值也随之丧失，这部分价值损失就是破产成本，也是企业融资的风险成本。除非企业能够给债权人足够的保障，否则它便无法再利用负债获得所需的资金。从这点上来说，每一个企业都存在一个能为债权人所接受的债务水平。一旦企业的负债总额越过这条界线，企业的融资成本就会随着负债水平的增加而提高，从而增大了企业破产的可能性，也增加了企业的经营风险。

②财务困境成本

财务困境成本主要包括两种：一是企业发生财务危机但尚未宣告破产时，在经营管理方面遇到的各种困难和麻烦所带来的费用支出。由于企业负债过多，企业不得不放弃有价值的投资机会，相应的缩减各项开支，以避免破产；企业还可能会丧失由于利息抵税所带来的节税收益。所有这些都增加企业的资本成本，并且这些负面影响会随着企业负债规模的扩大而越来越显著；二是发生财务危机时，管理者为应对危机所做出的行为可能会导致决策的失误或重要投资机会的丧失，从而造成企业融资成本升高，企业价值降低。

③预期财务危机成本

理论上讲，如果企业能够进行融资活动，说明其没有陷入财务危机；而当企业陷入财务危机时，实际上已经不具备正常的融资能力了。从融资实践来看，如果融资前企业具有良好的业绩和发展前景，则认为企业并没有发生财务危机。因此，从这个意义上来说，企业在融资活动中应考虑财务危机成本并不是已经实际发生的成本，而是预期财务危机成本，它是一种潜在的概率性成本，其预期值的高低将直接影响企业隐性融资成本的估算。

(2) 代理成本

代理成本也是影响企业融资成本的一个重要因素。所有权和控制权的分离促使产生了委托代理关系，而委托人和代理人之间的利益冲突、信息不对称以及契约的不完备性等最终导致了代理成本的发生。代理成本一般分为股权与经营管理者代理成本和债权代理成本。

① 股权与经营管理者代理成本

詹森（Jensen）和麦克林（Meckling）（1976）将股权代理成本分为监督和保证成本、非货币性收益支出和剩余损失。股东若要监督和约束经营管理者行为，就必须支付一定的费用，这部分费用就构成了监督成本。同时为了预防经营管理者可能出现的道德风险，企业会要求经营管理者付出一定的保证成本，但事实上，这部分成本最终还是由企业承担，也构成了企业的代理成本的一部分。经营管理者为体现其自身的权势、地位以及为满足其自身舒适性而进行的“在职消费”，为了保持良好的社会关系而进行的各种交际或应酬花费等等，这些不以实际获得的货币来衡量、却与实际获得货币具有同样效果的收益即非货币性收益。如果投资者作为理性投资者，会预先估计到企业经营管理者可能的非货币性收益支出，并以此为依据低估企业的价值，使得企业的市场价值下降，这就是企业的“剩余损失”。

② 债权代理成本

债权人在企业融资过程会预先估计到企业行为可能会带来的潜在损失，并通过要求更高的利息率、在借款合同中附加保护性条款、对企业经营行为实施一定的监督等措施来保障其收益，这些都不可避免地会带来成本支出，构成了企业的债权代理成本。

具体而言，债权代理成本可以划分为剩余损失、监督成本以及担保成本。当债权人认为企业存在侵害债权人利益的可能性时，为了保障其收益，债权人会为该债权支付较

低的价格，从而造成企业价值下降，而企业价值的减少量就是债务融资的剩余损失。当债权人与企业签订债务契约时，债权人通常会设定各种严格的条款来限制企业的经营行为或通过提高债务利率来弥补风险损失；签订契约后，债权人还会对资金的使用情况作必要的监督、审查，所有这些都将增加企业的债务融资成本，这就构成了企业的监督成本。担保成本是指企业因对债权人提供保证而产生的费用，以及如果采取了损害债权人利益的行为，企业要向债权人支付的赔偿费用。

③代理成本和财务危机成本的区别

尽管代理成本和财务危机成本都属于融资的隐性成本，但两者对企业的现实性却存在差别。从企业融资角度来看，财务危机成本是建立在对企业未来发生财务危机的概率进行预期的基础上的一种概率性成本。因为财务危机并没有真正发生，因此企业也没有实际承担这种成本。代理成本则不同，它是实际发生的成本，企业实际承担了由于委托代理关系而带来的损失。因此可以说，代理成本是企业的现实成本，而财务危机成本不是企业的现实成本。鉴于此，本文认为，在进行企业融资成本估算时，应区别代理成本和财务危机成本，分别考察其对融资成本的影响。

1.3 本文主要研究内容

第一章为绪论，简单介绍本文的研究背景及意义，对显性和隐性融资成本的概念及内涵进行了界定，明确了资本成本与融资成本、财务危机成本与代理成本的区别，并介绍了本文的主要研究内容、研究方法以及创新点。

第二章为企业融资理论的相关文献回顾。本章主要对国外经典融资理论进行回顾，并综述和评价了国内外学者对融资的相关观点，阐明了包括MM理论、权衡理论、优序融资理论、信号模型理论、代理成本理论以及控制权理论等在内的融资理论对企业融资的影响，并分析了现有融资成本估算模型对我国企业的不适用性。

第三章是我国企业显性融资成本估算研究。本章首先遵循股东利益最大化的财务目标，根据所罗门动态增长模型的启示，对我国企业股权融资成本估算模型进行构建，分别构建出普通股、非流通股和留存收益融资成本估算模型。然后，对我国企业流动负债融资成本和长期负债融资成本进行深入分析，并在此基础上构建出包含部分流动负债的债务融资成本估算模型。最后，在综合股权融资成本和负债融资成本的基础上，构建出我国企业融资总成本估算模型，并选取沪深两市流通市值最大的25家上市公司为样本，

以其 2010 年的数据为基础对所构建模型进行了检验和分析。

第四章是我国企业隐性融资成本估算研究。本章首先对我国企业财务危机问题进行分析，揭示了预期财务危机成本对企业融资决策的影响，并在财务危机概率模型的基础上构建出了我国企业的预期财务危机成本估算模型。接着，文章深入探讨了我国企业股权代理成本存在的原因，并以詹森和麦克林的代理成本理论为基础，分别构建出适合我国企业特点的“经理人非货币性收益支出”和“剩余损失”估算模型，并利用样本数据进行了检验。

第五章是控制我国企业融资成本的对策建议。本章在前述模型检验的基础上，结合我国企业的现实特点，针对我国企业在融资成本控制中存在的问题，提出控制融资成本的相关对策建议。

第六章是结论。本章系统回顾了全文的主旨，明确了本文的结论，并指出本文存在的不足。

1.4 研究思路及方法

本文研究的基本思路是从现有的融资成本估算模型对我国企业的适用性分析出发，指出现有融资成本估算模型的缺陷，并在此基础上根据显性融资成本与隐性融资成本分别构建股权融资成本、债务融资成本、融资总成本以及财务危机成本和代理成本估算模型，最后在对融资成本进行科学、系统估算的基础上提出控制融资成本的对策建议，以期对企业的融资决策有所帮助。

本文采用的研究方法主要有：

(1) 文献阅读法：通过大量阅读国内外有关企业融资以及融资成本的相关文献，结合我国企业的实际特点，综合企业融资成本的研究方法，有针对性地分析企业融资成本估算模型的非有效性，对企业的融资成本估算进行研究。

(2) 理论研究法：对企业融资成本进行研究的理论基础是资本结构理论，本文首先对国内外相关融资理论进行综述与评价，界定了企业融资成本的相关概念，然后将传统融资理论与我国企业的具体特点相结合，构建出符合我国企业特点的融资成本估算模型，并提出控制融资成本的具体对策建议。

(3) 规范分析法和实证分析法相结合：本文用了一定篇幅的文字来介绍传统融资理论的主要观点，同时利用相关数据来描述我国企业的融资成本估算模型，分别从理论与

模型构建与检验两个角度进行了阐述,并提出了控制我国企业融资成本的相关对策建议。

1.5 本文创新点

本文创新点在于:

(1) 对融资成本概念和范畴的界定是科学进行融资成本估算的基础。目前,在国内的研究中,对企业融资成本、资本成本等概念还存在乱用现象,从而使研究结果很难具有说服力。因此,若要深入探讨企业融资成本的估算,就必须对这些概念进行准确界定。正是基于此原因,本文对企业融资成本的相关概念进行了重新界定,明确了资本成本与融资成本的区别。

(2) 本文将融资成本划分为显性和隐性融资成本。本文认为可以直接在企业账目上反映出来的成本是企业的显性融资成本,主要包括资本成本、资金筹措成本和税务成本;而还有一些成本不能直接反映在企业账簿上,我们把这些成本称为隐性融资成本,包括财务危机成本和代理成本。本文在此认识的基础上,分别构建了股权、债务、融资总成本、财务危机成本以及代理成本的融资成本估算模型。

第 2 章 企业融资理论相关文献回顾

2.1 企业融资理论综述

现代企业融资理论在经历了漫长的发展后分为众多的研究流派，其中最具有代表性的有 MM 理论、权衡理论、信号激励理论、优序融资理论、代理成本理论以及企业控制权理论等，将这些理论进行综合可得到以下分类：

2.1.1 基于信息对称的融资理论

美国著名经济学家 Modigliani 和金融学家 Miller（简称 MM）在其经典论文《资本成本、公司财务与投资理论》¹中指出，早期的融资理论中所假设的完善资本市场在现实中是不可能存在的。MM 理论认为完善资本市场应包含以下假设条件：（1）完全资本市场。这意味着债券和股票的交易没有交易成本：投资者可以用相同的市场利率无限制的借入所需的资金；（2）公司均有相同的风险等级；（3）无公司税和个人所得税；（4）所有债务都无风险，债务利率为无风险利率，并且不随负债比例增加而上升；（5）所有投资者都可以获得与企业管理者相同的关于企业未来发展的信息，即不存在信息不对称的情形；（6）公司和个人不会发生财务危机成本和破产成本；（7）没有代理成本，管理者与股东没有利益冲突，其财务目标是股东财富最大化。MM 理论认为，在完善资本市场中公司的资本结构与公司价值无关。显然，MM 理论与企业现实的融资条件相差甚远，进而引发了西方财务理论的大论战。这场论战的最终结果是在逐步放松一些假设的条件下得到更加符合实际情况的资本结构理论——权衡理论。

梅耶斯（Myers, 1966）、斯科特（Scott, 1976）等人提出了权衡理论模型。该模型是在 MM 理论的基础上，将负债的额外费用（比如破产成本）所带来的影响考虑进去，认为在确定企业的融资结构时要以企业价值最大为目标，权衡负债所带来的利益与费用；而后，迪安格洛和马苏里斯（Deangelo & Masulis, 1980）又提出了“后权衡理论”，将负债的额外费用从破产成本进一步扩展到财务困境成本、代理成本和非负债税收利益损失等方面。该理论认为存在负债的破产成本及代理成本的情况下，当负债比率上升，税盾效应增大时，企业的破产成本和代理成本也相应升高，而一旦企业的破产成本和代理成

¹ Modigliani F. and Miller Merton H. ,1958 ,The cost of capital ,corporation finance and the theory of investment ,American Economics Review , 3.

本超过了节税所带来的收益，那么企业的价值就会下降，因此该模型认为企业存在一个最佳资本结构。权衡模型可用图 2-1 表示：

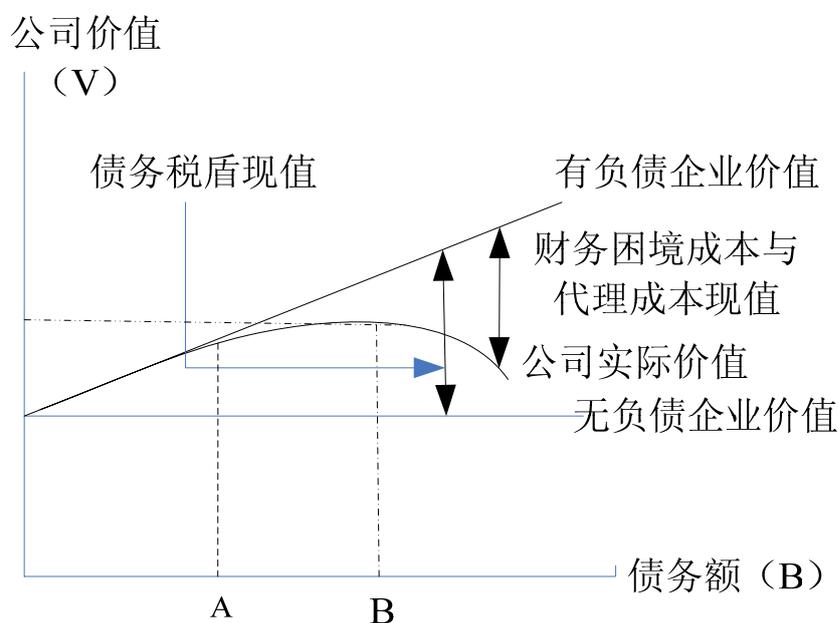


图 2-1 权衡模型

资料来源：引自罗斯等，《公司理财》第六版，机械工业出版社，2003年，第311页。

在图 2-1 中，在负债达到 A 点前，负债所带来的税盾效应会大大增加企业的价值；当负债超过 A 点，财务困境成本和代理成本的作用就明显增强，将会部分抵消负债的节税收益；而在 B 点上由于负债所带来的节税收益全部被抵消，企业价值达到最大。综上所述，权衡理论认为企业存在最优的融资结构，但实际上还难以确定这个融资结构。

2.1.2 基于信息不对称的融资理论

以信息不对称为核心的融资理论，力图以公司内部对融资结构的选择为视角，利用信息不对称理论中的信号、契约、动机和激励等概念来解决权衡模型的难题，主要分成两大类——信号传递理论和代理成本理论。

(1) 融资的信号传递理论

融资信号传递理论认为，管理者对企业的经营状况、投资前景等掌握着比外部投资者更加详实、可靠的内部信息，因此外部投资者只能通过管理者传递出的信号来评价企业的市场价值。因此，对于管理者来说应当选择合理的融资方式向市场传递有关企业价值的信号，从而来影响投资者的选择。著名的信号传递模型有：罗斯（Ross, 1977）模型，利兰、派尔（Leland & Pyle, 1977）模型和梅耶斯、麦基理夫（Myers & Majlif, 1984）

模型。

①罗斯模型

罗斯模型也称为“信号——激励”模型。“信号——激励”模型在充分释放 MM 理论关于充分信息的假定基础上，得出以下结论：企业的高负债水平通常向外部投资者传递出企业经营状况良好的信号，而内部管理者为了把企业的良好经营状况显示出来时，往往会选择负债率较高的融资结构。“信号——激励”模型指出，在信息不对称情况下，管理层必须选择好的投资项目并努力工作来避免财务风险，从而使得债务融资相对于股权融资更好的激励管理者；而同时，由于破产概率与企业经营状况负相关，与债务水平正相关，因此，当企业选择高负债融资时，实际上向外部投资者传递了企业经营状况良好的信号。由此，“信号——激励”模型得出结论，认为融资方式通过影响经理人行为来影响企业价值；外部投资者则通过企业采取的融资方式来判断企业的价值。

②利兰、派尔模型

利兰、派尔模型分析了公司运用管理者持股比例向市场传递公司价值信号的情况。假定公司的管理者属于风险回避型，对项目收益拥有确切的信息，并且管理者希望与外部投资者共同完成这个项目。在这种情况下，最可能的合作方式是管理者变动自己在项目中的股权比例，并利用它向外传递有关项目收益的信号。通常，价值较高的公司的管理者倾向于选择以较高的内部管理者持股比例来显示其公司的经营状况。该模型证明，在均衡状态下，内部管理者的股份将完全反映其所预期的项目收益的均值。因此，投资者将项目收益作为管理者所有权的一个函数，根据内部管理者所持股份判断项目的收益和公司的前景。

③梅耶斯、麦基理夫模型

梅耶斯、麦基理夫模型又称新优序融资理论，它在罗斯模型和利兰、派尔模型的基础上进一步分析了信息不对称对企业融资成本的影响。他们认为，当内部人与外部投资者存在信息不对称时，公司为投资新项目进行外源融资时将面临逆向选择的问题，而进行融资决策的目的正是降低逆向选择成本。梅耶斯、麦基理夫模型认为，假设企业必须为投资新项目而进行融资，如果该项目的净现值较大且为正，则说明项目获利能力较好，这时企业为了避免把投资收益转让给新的股东而不愿发行新股，反而会选择债务融资，以保留原有股东的收益；而如果项目的净现值不高或风险较大，则管理者往往会通过发行新股筹资，以便分散老股东所承担的风险。因此，当投资者了解到管理者的这种行为

模式后，如果企业发行新股，则投资者就会自然而然的把它解读成一种坏信号，从而放弃对企业投资。综上所述，新优序融资理论认为：一是企业会想方设法避免通过发行新股或其他风险证券来融资；二是为使内源融资能够满足项目的资金需求，企业必然确定一个目标股利率；三是在确保安全的前提下，企业才会通过外源融资来解决其部分资金需求，而且通常会从债券融资开始。简言之，新优序融资理论的基本结论就是，在信息不对称情况下，企业会首先选择内源融资，如果确实需要外源融资，则先选择债券融资，最后才是股票融资。

梅耶斯、麦基理夫的优序融资理论重点研究了信息不对称对企业融资行为的影响，但他们的研究是基于完全有效市场和投资者理性的假设，而没有考虑到市场条件及投资者的有限理性等因素对企业融资顺序的影响。此外，优序融资理论也没有将股东以及经理人相互之间的代理问题考虑在内。因此，通常企业在实际融资活动中的表现会与优序融资理论的结论有所不同。可以说不管是MM理论、权衡理论，还是优序融资理论，均是以完全有效市场和投资者理性为研究的假设前提，然而由于市场并非总是有效的。因此，即便是在资本市场发达的美国也存在许多与之相违背的结论，更别提像我国这样的新兴市场了。

（2）代理成本理论

代理问题是信息不对称理论的一个核心研究内容。代理成本理论的代表人物是詹森和麦克林（Jensen & Meckling, 1976）。两位学者在其1976年联合发表的《企业理论：管理行为、代理成本和所有权结构》一文中指出，代理关系是指委托人委托代理人根据委托人利益进行某些活动，并相应地授予代理人某些决策权的契约关系，它是企业的一项重要契约关系。同时，两位学者还认为，代理关系的产生是因为契约的制定和强制执行，而它不是无代价的。由于存在信息不对称，企业外部投资者与内部管理者之间，以及股东与债权人之间都存在着利益冲突，因此企业在承担由外部投资者与内部管理者之间矛盾引起的股权代理成本的同时也承担着企业股东与其债权人之间利益冲突引起的债权代理成本。詹森和麦克林认为，虽然企业的股权融资和债务融资都存在代理成本，但随着企业融资结构的变动，两种代理成本却呈现相反的变动趋势。

企业的股权代理成本与股权融资额正相关，与负债融资额负相关；企业债权的代理成本则与之相反。研究表明，不管企业选择哪种融资方式，股权代理成本与债权代理成本总呈现出此消彼长的关系。因此，对于企业来说，其必须在这两种代理成本之间找到

一个平衡点，使企业承担的总代理成本最小。然由于代理成本存在计量上的困难，其一般仅限于理论模型的研究，并没有对确定最优融资结构起到很大作用，但通过分析代理问题为实现优化的融资安排提供了依据。

2.1.3 基于控制权转移的融资理论

上世纪 80 年代以来，公司收购活动日趋频繁，与此相适应，在财务学范畴内研究公司控制权与资本结构关系的理论也得到了学者们的空前关注，逐步形成了基于公司控制权转移的资本结构理论。

控制权理论的代表是哈里斯、雷斯夫 (Harris & Raviv, 1988)²。这一理论深入研究了财务杠杆、资本结构与公司控制权竞争的关系。哈里斯和雷斯夫分别用静态和动态两个模型，探讨了詹森和麦克林提出的股东与管理者之间由于利益冲突引发的股权代理成本问题，明确了管理者在通常情况下是不会以股东利益最大化为目标的，因此必须要监督和约束管理者的行为。而债权的存在则强制管理者提供有关企业经营状况等方面的信息，使债权人能够通过企业提供的信息来判断是继续投资还是要求企业偿还。因此，詹森和麦克林认为，最优的负债数量取决于信息、惩戒管理者机会的价值与调查成本之间的权衡。

2.2 我国关于企业融资的相关文献综述及评价

2.3.1 我国企业融资相关文献综述

(1) 上市公司资本结构影响因素的实证研究

肖作平和吴世农 (2002)³选取了 1996 年 1 月 1 日前在深圳证券交易所上市的 117 家非金融上市公司，采用多元回归分析法分析这些公司在 1998 年 12 月 31 日的资本结构情况。研究发现：股权结构是影响资本结构选择的重要因素；资产担保价值、公司规模、财务困境成本等因素与负债水平负相关；成长性、非债务税盾等因素与负债水平负相关；投资额与负债水平之间的关系不显著。胡国柳等 (2006)⁴以 1998-2002 年沪深股市非金融类 585 家上市数据为研究样本，采用逐步回归法，对资本结构影响因素进行了实证分析。结果表明，资产担保价值与资产负债率和长期负债率显著负相关；非债务税盾与总

² Harris M.,A.Raviv,1988,Corporate control contest and capital structure ,Journal of Financial Economics,20,55-86.

³ 肖作平和吴世农，我国上市公司资本结构影响因素实证分析，证券市场导报，2002 (8)。

⁴ 胡国柳和黄景贵，资本结构选择的影响因素，经济评论，2006 (1)。

资产负债率和流动负债率显著负相关；成长性和企业规模与资产负债率、长期负债比率及银行借款比例显著正相关；公司年龄与资产负债率、流动负债率及银行借款比例显著负相关，但与长期负债率负相关。

(2) 企业融资与控制权、公司治理等领域的交叉研究

汪辉（2003）⁵以沪深股市所有 A 股上市公司 1998-2000 年的数据为样本，就上市公司的债务融资与公司治理、公司价值的关系进行了理论分析和实证检验，发现我国上市公司债务融资占总资产的比重不大，每年用借款和发行债券等方式融资的净额占资产的比率在 2%-3%之间；总体上债务融资具有加强公司治理、增加公司价值的作用，但对于资产负债率非常高的少数几家公司来说，这种作用并不显著。方媛（2007）⁶认为债务融资不再仅仅属于融资成本的考虑范围，已经成为一种公司治理的机制，短期债务和长期债务、优先级债务和次级债务对企业有着不同的治理效应；而债务治理作为公司治理的一种，与其它治理机制有着互补的作用，股权结构、金融发展、管理者持股等对企业债务融资决策有着重要影响。石永静（2009）⁷结合目前国内上市公司开展投资者关系管理和提倡保护中小股东权益的现象，将研究的视角转向投资者关系管理对股权融资成本的积极影响，从一个新的视角来讨论投资者关系的价值。作者以 2004-2005 年沪深两市 A 股上市公司为样本，采用剩余收益模型计算公司的股权融资成本，引入投资者关系管理评价体系，对中国的上市公司的评估结果进行系统分析，借助于已有的研究成果，联系投资者关系管理与股权融资成本，构建多元回归模型来探讨中国上市公司的投资者关系管理是对其股权融资成本的影响。研究发现，在控制 Beta 系数、公司规模、账面价值比、盈利水平等因素的条件下，投资者关系管理水平与其股权融资成本总体上呈现负相关关系。值得一提的是，在分年度检验时发现 2005 年的模型拟合度和显著性均好于 2004 年，这可能与我国的投资者关系管理发展水平呈上升趋势有关。

(3) 上市公司融资顺序及融资成本的实证研究

黄少安、张岗（2001）⁸认为股权融资成本相对较低是造成上市公司偏好股权融资的直接动因。作者认为，可以将股权融资成本分成股票投资股利成本、股权融资交易费用、股权融资的公司控制及负动力成本以及由于股票上市的广告效益带来的负成本，其中用

⁵ 汪辉，上市公司债务融资、公司治理和市场价值，经济研究，2003（8）。

⁶ 方媛，公司治理与债务融资结构互动效应分析，财会通讯（综合版），2007（6）。

⁷ 石永静，中国上市公司投资者关系管理对股权融资成本的实证研究，重庆大学，2009（4）。

⁸ 黄少安和张岗，中国上市公司股权融资偏好分析，经济研究，2001（11）。

股利报酬率来代替股票的投资股利成本，而其可用市盈率与每股收益的乘积来计算，从而经分析计算得到股利报酬率最大不超过 1.42%。而对股权融资交易费用的分析揭示，融资费用在筹集资金中所占的比率的均值在 1%以内。与此同时，作者认为第三项成本还没有显现，而第四项成本难以量化，因此在忽略这两项成本的前提下，经过实证研究得到上市公司的股权融资成本为 2.42%。章卫东和王乔（2003）⁹认为我国上市公司的股权结构存在“一股独大”的现象，且大部分是非流通的国家股和国有法人股，加上国家股和国有法人股股东的缺位，使得我国上市公司的股权结构和公司治理结构更加复杂，造成我国上市公司融资顺序与优序融资理论相悖，我国上市公司具有强烈的股权融资偏好的现象。陆正飞和叶康涛（2004）¹⁰采用实证研究方法，利用剩余收益折现模型计算了我国上市公司的股权融资成本，分析了我国上市公司股权融资成本的决定因素。研究表明，虽然股票 β 系数是股票融资成本的主要决定因素，但其他变量对企业股权融资成本的影响也十分明显。此外，不同行业的股权融资成本也存在着明显差异。分析还表明，信息不对称、经营风险和代理问题等企业基本情况也会影响股权融资成本的高低。

2.2.2 对我国企业融资相关文献的评价

（1）国内学者对我国上市公司融资行为的分析主要是依据西方传统的融资理论，而很少考虑到我国资本市场与西方发达资本市场的不同对分析结果的影响，因此其所得到的研究结论不免片面，甚至与我国上市公司的融资现实大相径庭。

（2）目前国内对融资决策影响因素研究的文献并不少，这些文献的结论大多基于上市公司的数据进行实证分析得到，但其在研究过程中往往不能综合评价各种因素对企业融资决策的影响，以及各因素的相互作用对企业融资决策的影响效果，比如有的学者只单独考虑公司治理因素，有的学者单独分析投资者关系管理因素等等，每一个单独的因素对企业融资行为都会产生影响，但有些因素间的相互作用可能会产生抵消作用。因此，现有研究所得到的结论缺乏可靠性。

（3）从上述文献回顾可以看出，尽管对企业融资问题的研究方法很多，研究的内容也越来越宽泛，但综合来看，其研究方法多是直接借鉴国外已有的模型或理论，利用中国上市公司的数据进行实证检验得到的，这样所得到的研究结论忽视了我国企业的具体特点，对我国企业融资决策的现实指导意义并不大。

⁹ 章卫东和王乔，论我国上市公司大股东控制下的股权融资问题，会计研究，2003（11）。

¹⁰ 叶康涛和陆正飞，中国上市公司股权融资成本影响因素分析，管理世界，2004（5）。

2.3 现有融资成本估算模型的适用性分析

现有融资成本估算模型有着成熟的理论背景，在西方发达国家经过多次实践检验，但对于我国企业来说，由于资本市场和企业自身都存在着许多特殊问题，使得这些理论模型在我国的适用性受到影响。现有融资成本估算模型不适合我国企业融资成本估算，究其原因主要有三：

(1) 现有模型严格的假设条件制约其普遍适用性

现有融资成本估算模型为了简化研究环境和研究过程，设定了严格的假设条件，而正是这些假设条件制约了模型的普遍适用性。比如，在使用资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, 简称 CAPM)估算权益融资成本时，我们假定：市场是完全有效的；所有投资者都可以以无风险利率自由的借贷；所有投资者对投资的期望收益是相同的等等。在如此严格的假设条件下，资本资产定价模型才能够被应用于实证研究。然而事实是，如此严格的假设条件在现实中并不存在，即使是资本市场发展较完善的西方国家。因此，更何况我国，其资本市场建立时间短、发展不完善的现实与该理论的假设条件相差甚远。现有融资成本估算模型在应用过程中，永远无法达到与理论的完全吻合，只能在“相似”或“接近”的基础上解释现实问题，而其有效性只能通过观察由该假设所得出的理论是否能有效地解释现象和预测结果来判定，具有很大的主观性。因此，正是现有模型的严格假设条件限制了其普遍适用性。

(2) 企业自身条件不足限制了现有模型的有效性。

我国上市公司在股权结构方面表现出三个显著的特点：一是国有股仍占据公司的主导地位；二是流通股在股本结构中所占比例小；三是法人股是上市公司的主力军。在这种情况下，对我国企业股权融资成本进行估算时，如果不考虑股权结构特点带来的差异性而简单套用现有的融资成本估算模型，则不能准确反映我国企业股权融资成本水平。此外，我国上市公司鲜有派发现金股利的情况，通常选择配股、送股等股利分配方案，因此，在这种情况下，如果直接采用股利折现法来估算股权融资成本，显然是不符合实际情况的。现有融资成本估算模型忽略了对流动负债融资成本的考量，但据调查发现，我国企业流动负债率平均为 40.33%，与企业资产负债率的平均值 52.88% 十分接近，并远远高于长期资产负债率平均水平 12.54%，显然，在这种情况下，现有负债融资成本模型并不能有效地来估算我国企业负债融资成本。

(3) 我国资本市场功能缺失降低了模型的适用性

我国资本市场发展不足使公司的代理问题得不到有效解决。现代融资理论认为，公司经营管理者与股东之间以及债权人与企业之间的代理问题是公司面临的主要问题。通常情况下，公司会采用激励、控制等措施解决这一难题，但当这一系列措施都不能发挥作用时，“证券市场的接管就作为解决代理问题的最后手段”。然而，我国证券市场 60% 的股权是非流通股，这就造成证券市场无法发挥其功能，不能从根本上解决企业的代理问题。此外，由于证券市场功能的缺失使投资者不能获得满意的投资收益，从而转向投机，加剧了股票市场价格的波动，使股票价格不能真实反映企业经营状况和融资状况，破坏了二级市场的交易秩序。

综上所述，由于模型假设条件过于严格、企业自身条件不足、资本市场功能缺失等特点，本文认为，现有的融资成本估算模型并不适合我国企业的实际融资情况，必须根据我国企业的自身特点来构建能够准确反映企业融资成本水平的估算模型。

第 3 章 我国企业显性融资成本估算研究

显性融资成本是直接反映在企业账目上的支出，它的高低直接影响到企业业绩的确认。因此，企业在进行融资活动时，应对显性融资成本进行科学、准确的估算，并在此基础上有效地控制融资成本，提升企业的盈利能力，降低企业所面临的风险。

在构建我国企业显性融资成本估算模型时，我们必须遵循合理性以及可操作性两个原则的指导。所谓合理性，是指融资成本的估算方法必须在理论上具有可行性，并且要符合我国企业的现实情况。所谓可操作性，是指所采用的融资成本的估算方法必须具有现实的可行性，便于具体应用。然而现实中，企业的融资方式是多种多样的，每一种融资方式的成本也各有不同。因此，本章将结合我国企业的实际特点和资本市场发展情况，按照融资渠道的不同，区分股权融资和负债融资，并对两种融资方式的显性成本进行分析和估算，并构建出更加准确、合理、有效的显性融资成本估算模型。

3.1 我国企业股权融资成本估算研究

据资料显示，截至 2010 年年底，共有 2200 多家公司在沪、深两个交易所挂牌上市，这些上市公司通过在 A 股市场首次公开发行、配股和增发分别筹资 1879 亿元、105.97 亿元、3019.93 亿元，累计利用股票市场筹资额达 5004.9 亿元。截止到 2010 年底，所有上市公司的股票市值合计为 243939.12 亿元，占国内生产总值的 71.64%，其中普通股的总市值达到了 151258.65 亿元，约占国内生产总值的一半。这一系列数据均表明了我国股票市场的快速发展。而从更深层的角度来讲，这一系列数据表明股票市场的存在与发展对缓解我国企业资金紧张的问题起到了很大作用，股权融资已成为我国企业解决资金难题的一个重要手段。然而，企业对股权融资方式的选择并不是随心所欲的，其除了受到国家政策、金融环境等影响外，最重要的一方面是要考虑股权融资成本的高低，分析其对企业未来经营发展的影响。

迄今为止，综合来讲，理论界对股权融资成本的估算大致可以分为三种观点：

(1) 该观点认为，现代企业的显著特点是产权分离，股东是企业的所有者，只拥有所有权，而管理者或大股东对企业具有实际的控制权。在这种情况下，该观点认为企业的行为主要由具有控制权的管理者或大股东决定，普通股的融资成本应该是按照企业实际付出的代价，即支付的现金股利来估算，而公司的价值则取决于股东预期的未来现金流量。

(2) 该观点认为, 公司发行普通股融资, 其实质是公司原有股东以出售自己对公司的控制权来融通资金。对控股股东来说, 企业控制权的价值非常高, 因此, 当企业通过发行普通股来融资时, 其所承担的融资成本不仅仅是现金股利那么简单, 由于公司控制权的丧失而减少的收益也应算做普通股的融资成本。这种观点认为, 企业的控制权是有价值的, 在计算企业的融资成本时考虑控制权丧失对企业预期收益的影响, 具有一定的理论依据和现实意义。但在实际操作中, 由于很难对企业控制权的价值进行量化, 因此因控制权丧失而导致的成本支出也很难计量。

(3) 这种观点认为, 企业在估算普通股融资成本时要站在企业所有者——股东的角度。该观点认为, 不仅向银行借款和发行新股要付出代价, 就连留存收益实际上也是有成本的, 这部分成本实质上是股东将资金保留在企业内部而放弃的机会收益, 实际上是一种机会成本。

综上所述, 三种观点都具有理论上的可行性。但第一种观点以企业实际发放的现金股利来衡量股权融资成本, 这与我国上市公司低现金股利或不发放现金股利的情形并不相符, 因此很难实际操作; 第二种观点的缺陷在于目前很难对控制权以及控制权丧失所引发的成本支出进行定量分析, 因此不具有实际的可行性; 第三种观点全面考察了包括留存收益在内的股权融资成本, 对企业股权融资成本的估算较为完整、准确, 因此本文将采用第三种观点作为我国企业股权融资成本估算的指导思想。

3.1.1 所罗门动态增长模型及对我国股权融资成本估算的启示

在传统方法下, 我们估算权益资本成本通常选用所罗门动态增长模型, 它是以对普通股价值的准确估计为基础来计算权益资本成本的。该模型具体表示如下:

$$P = \frac{D}{K_s} + Pb\varepsilon$$

其中, P ——普通股的股价; K_s ——普通股融资成本; D ——每股股利; b ——

企业留存收益率; $\varepsilon = \frac{r}{K_s}$, $\varepsilon > 1$, 其中 r 是企业的预期报酬率。

该公式表明, 对普通股股价的准确估计取决于两部分: 一是由每股股利和普通股融资成本决定的价值, 另一是由留存收益率和企业的预期报酬率决定的价值。那么, 当企业的留存收益率为零时, 即所有收益都用来向股东发放股利时, 该模型可以简化为:

$$P = \frac{D}{K_S}$$

转化后可得到:

$$K_S = \frac{D}{P}$$

该转化后的公示表明, 当企业把所有收益用作向股东发放股利时, 普通股的融资成本等于每股收益与其股价的比值。

而如果企业将盈余的一部分发放给股东, 而剩余部分留存在企业的话, 也即 $b \neq 0$,

那么, 将 $\varepsilon = \frac{r}{K_S}$ 代入上述模型, 转化后可得:

$$K_S = \frac{D}{P} + br$$

转化后的公式清楚的展现了股权融资成本与每股股利、普通股股价、留存收益率以及企业预期报酬率之间的关系: 当企业不保留盈余时, 全部利润都以股利的形式发放给股东, 企业的权益融资成本为常数, 即为每股股利与普通股股价的比值, 这时企业没有增长; 当企业保留部分盈余时, 企业的股权融资成本就取决于留存收益率和企业预期报酬率的大小。

所罗门动态增长模型为估算企业股权融资成本开辟了新的思路。我国上市公司长期以来一直保持着较低的股利发放率, 大部分上市公司以配股或转增股的形式发放股利, 从而将大部分盈余保留在企业。我国股票市场的这种现象使得企业产生一种错觉, 认为股权融资的成本较低, 因此, 在我国的股票市场上, 企业的融资行为表现出与优序融资理论相违背的怪像——企业偏好股权融资。然而实际上, 企业不向股东发放股利并不意味着企业不用承担股权融资的成本, 只是我们在采用现有的融资成本估算模型时没有将其影响考虑进去, 从而造成企业的一些错误认识, 甚至误导企业的融资选择。基于以上对我国股票市场的认识, 本文认为, 现阶段我国企业进行股权融资成本的估算, 应立足于我国企业股利发放率低的现状, 并结合所罗门动态增长模型的基本思想来构建模型。具体来讲, 可以把我国企业的股权融资成本划分为两部分: 一部分是由企业的股利发放率决定的付现成本, 其需要企业实际对外支付; 另一部分是由留存收益率和企业的预期

报酬率决定的增长成本，它是股东将盈余留存在企业所丧失的机会受益。因此，企业的股权融资成本就是上述两部分的加总。

3.1.2 企业股权融资成本估算模型的构建

本文采用上文所述有关股权融资成本估算的第三种观点，全面分析包括留存收益融资在内的所有股权融资方式的成本，从而对我国企业的股权融资成本进行较为准确、系统的估算。鉴于普通股股东与非流通股股东对投资报酬率的要求是不同的，本文分别构建了普通股和非流通股的融资成本估算模型，并在此基础上得出了留存收益融资成本估算模型。

(1) 普通股融资成本估算模型的构建。

根据所罗门动态增长模型基本思想的指导，我国企业普通股融资成本的估算可采用如下公式：

$$K_S = \frac{D}{P_0(1-f)} + br$$

其中， K_S ——普通股融资成本； P_0 ——普通股发行价格； D ——每股股利； b ——企业的留存收益率； r ——投资者的预期报酬率； f ——普通股的筹资费率。

从上式可以看出，影响我国企业普通股融资成本 K_S 的因素主要有普通股发行价格 P_0 ，每股股利 D ，企业的留存收益率 b ，企业的预期收益率 r 以及普通股的筹资费率 f 。其中，普通股的发行价格 P_0 、每股股利 D 以及普通股的筹资费率 f 共同决定了企业普通股融资的付现成本，而企业的留存收益率 b 和企业的预期报酬率 r 决定了企业的增长成本。

该模型由付现成本和增长成本两部分组成，与传统的估算股权融资成本的股利增长模型有一定的相似之处，但两者之间又有明显的差别：传统的股利增长模型假设企业将全部收益用于向股东发放股利，同时假定股利增长率是保持不变的，即股利的发放率的变动不会影响企业股利增长率的变动。而本文我们所构建的普通股融资成本估算模型认为，付现成本和增长成本均受到企业的股利政策的影响，也即企业的股权融资成本受到企业盈余管理的影响。当企业制定高股利发放率、低盈余保留的股利政策时，构成企业股权融资成本的付现成本会呈现较高水平，而增长成本则较低；反之，付现成本较低，

而增长成本会呈现出较高水平。综上，本文认为，我国企业普通股融资成本的高低取决于股票价格、企业的预期报酬率、普通股的筹资费率和企业所制定的股利政策。

(2) 非流通股融资成本估算模型的构建

上述模型是我国企业股权融资成本估算的基本模型，在实际中，可直接用该模型来估算企业的普通股融资成本。然而，我国企业的非流通股在股票价格、股东的预期报酬率等方面呈现出与普通股不尽相同的特点，因此，在构建非流通股融资成本估算模型时需要对相关因素或变量进行调整。

首先，对付现成本部分的调整。普通股可以在证券市场上自由交易，因此其市场价格比较容易获得；而非流通股由于受到政策法规的限制而不能上市流通，不能自由交易，因此很难获得其市场价格，这就为企业非流通股融资成本估算增加了难度。这时，会有人提出用普通股的市场价格来替代非流通股的市场价格，那么，这种方法可行吗？答案是否定的。因为，如果用普通股市场价格来代替非流通股的市场价格，则会出现非流通股股价被高估的现象，究其根源，是由于我国特有的经济体制。因为，在我国企业资产重组的非流通股转让协议中，对非流通股转让价格的确定往往是根据净资产的价值得到的，而且这类转让往往受到政府的导向和干预，带有浓重的政府行为色彩，从而使非流通股的转让价格严重偏离市场价格。2001年，我国推出了国有“大小非”减持的活动，在市场上引起了极大反响，甚至一度引起市场暴跌，结果，在施行没多久后就被紧急叫停。由此，我们可以推断，企业非流通股的价格应该介于每股净资产与普通股市场价格之间。因此，本文在构建非流通股融资成本估算模型时，将非流通股的价格定义为普通股股票发行价格与非流通股每股净资产的算术平均值。

其次是对增长成本部分进行调整。企业股价的上升，实质上是由于市场对企业有良好预期，认为企业未来会获得较高的收益。对于普通股持有者来说，其股票可以在二级市场自由流通。因此，当企业股价上升时，普通股股东可以出售该股票从而获得价差收益。而对于非流通股来说，由于其持有者大多为国家法人或企业法人，因其受到政策、法规的限制而不能随意转让股票，因此无法获得转让股票的价差收益，而只能依赖资本增值获得收益。因此可以说，市场对企业的良好预期，也即较高的企业预期报酬率，并没有给非流通股股东带来更高的收益。因此，在非流通股融资成本模型的构建中，本文对增长成本部分进行调整，用预期每股净资产增长率来代替企业的预期报酬率。

经过上述调整，我国企业的非流通股融资成本估算模型可以表示为：

$$K_f = \frac{D}{P_0(1-f) + NAPS} + b \cdot \frac{\Delta NAPS}{NAPS_0}$$

其中， K_f ——非流通股融资成本； P_0 ——普通股发行价格； D ——每股股利； b ——企业的留存收益率； $NAPS$ ——每股净资产； $\Delta NAPS / NAPS_0$ ——预期每股净资产增长率； f ——普通股筹资费率。

(3) 留存收益融资成本估算模型的构建

传统的融资成本估算模型认为，留存收益融资不需要对外支付利息或股利，也不需要支付相关手续费，因此并没有成本。然而，本文认为，企业将盈余保留在企业而不发放给股东，从而使得股东放弃了可能的机会收益，这一部分实质上构成了企业留存收益的融资成本。此外，本文还认为，留存收益是由全体股东共同享有的，而企业的股东分为普通股股东和非流通股股东，因此，对留存收益融资成本的估算应同时考虑两者的影响。综上，本文将留存收益融资成本估算模型定义为：

$$K_l = K_s \cdot \eta + K_f \cdot (1 - \eta)$$

其中， K_l ——留存收益融资成本； η ——普通股比例； K_s ——普通股融资成本； K_f ——非流通股融资成本。

3.1.3 我国企业股权融资成本估算结果

(1) 样本与变量数据选取

由于我国企业在所有制结构、组织形式、组织规模等方面存在较大差异，因此，为了方便获得数据以及使研究更具针对性和目的性，本文以我国上市公司为目标样本进行融资成本估算模型的检验。在样本的选取上，本文选取沪、深两市截至 2010 年 12 月 31 日流通市值最大的上市公司各 20 家为样本。其中，深发展 A、浦发银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行、中信证券等处于金融行业，另外还有招商地产等企业对外披露的数据不全，因此将其中 15 家公司在样本中予以剔除，最终得到的样本总数为 25 家。本文对于企业负债融资成本、融资总成本以及第四章的隐性融资成本的估算也在此样本基础上进行。

样本公司各项数据选取如下：

普通股发行价格=新发股票发行价格，不考虑增发、派股、送股及转增等；

每股发放股利=2010 年度每股发放股利；

企业留存收益率=2010 年度每股发放股利÷每股收益；

企业预期报酬率=2011 年度每股收益，或调整后的 2011 年第三季度每股收益；

普通股发行费率=实际发行费用÷实际募集资金总数；

预期每股净资产增长率=（2010 年度每股净资产-2009 年度每股净资产）
÷2009 年度每股净资产；

流通股比例=已流通股本÷总股本。

(2) 我国企业股权融资成本估算结果

我国企业股权融资成本估算结果如表 3-1 所示。

表 3-1 我国企业股权融资成本估算结果

简称	普通股		非流通股		留存收益融资成本
	付现成本	融资成本	付现成本	融资成本	
中国石油	4.63%	14.33%	1.69%	12.49%	14.33%
中国石化	18.29%	26.50%	2.89%	14.55%	26.50%
中国神华	5.06%	18.14%	3.22%	19.56%	18.15%
贵州茅台	16.72%	40.27%	9.15%	36.28%	40.27%
上汽集团	21.67%	34.11%	2.84%	13.33%	33.95%
中国联通	2.09%	3.61%	0.93%	5.93%	3.61%
大秦铁路	14.29%	25.66%	8.09%	22.59%	25.66%
三一重工	6.32%	29.40%	0.70%	5.70%	27.64%
五粮液	7.82%	26.24%	3.10%	29.88%	26.24%
万科 A	5.78%	10.79%	1.43%	19.66%	10.80%
中联重科	7.27%	16.74%	3.06%	10.12%	16.74%
格力电器	57.20%	64.55%	8.31%	13.31%	63.86%
中兴通讯	14.07%	18.63%	4.05%	9.05%	18.57%
美的电器	10.78%	21.75%	1.66%	6.66%	20.57%
双汇发展	27.82%	49.12%	8.58%	25.07%	49.12%
张裕 A	12.51%	38.12%	10.59%	36.97%	37.66%

云南白药	39.35%	52.93%	2.05%	7.05%	48.63%
鞍钢股份	6.82%	8.71%	2.66%	5.69%	8.71%
冀中能源	25.67%	36.40%	5.62%	28.64%	33.93%
西山煤电	12.59%	23.29%	9.68%	14.68%	18.70%
铜陵有色	9.28%	12.87%	2.05%	22.64%	12.87%
泸州老窖	26.45%	59.01%	20.73%	50.56%	54.90%
东阿阿胶	15.09%	32.74%	6.48%	21.27%	32.74%
潍柴动力	18.98%	37.08%	2.77%	7.77%	27.05%
太钢不锈	5.39%	7.58%	2.48%	6.95%	7.28%

3.2 企业负债融资成本估算研究

企业的负债按偿还期限可分为流动负债和长期负债。由于两者在利息率、筹资费用等方面差异较大，因而其融资成本也明显不同。并且我国企业的负债结构呈现明显的流动负债比重大、长期负债比重小的特点。基于以上特点，本文拟分别考察我国企业流动负债和长期负债融资成本，并考虑流动负债对长期负债融资成本的影响，构建出我国企业负债融资成本估算模型，从而对我国企业负债融资成本进行合理估算。

3.2.1 流动负债融资成本的界定

流动负债是指企业承担的、将在一年或者超过一年的一个营业周期内偿还的债务，包括短期借款、应付账款、应交税费、应付股利和一年内到期的长期借款等。流动负债除具有负债的基本特征外，还具有以下特点：偿还期短；举债目的是为了经营周转资金的需要，负债数额相对较小；一般以企业流动资金来偿付。流动负债是我国企业债务融资的一种重要手段。据了解，在我国，企业的流动负债率平均高达 40.33%，非常接近于企业资产负债率的平均水平 52.88%，并远远高于企业长期资产负债率的平均水平。这种现象的出现并不是说明我国企业对流动负债的需求量较大，而是揭示了一个现象——我国企业在利用流动负债进行长期融资。鉴于此，本文认为，若要准确估算我国企业的负债融资成本，就必须将流动负债对企业长期负债融资成本的影响考虑在内。在我国，企业的流动负债主要包括短期借款和商业信用。短期借款是我国企业进行流动负债融资的最主要手段，它具有借款时间短、借款数额小、借款行为频繁的特点。短期借款融资成本主要由支付给贷款者的利息和借款费用两部分构成。借款费用对于每一次短期借款

融资而言是固定的，因此，短期借款融资成本主要取决于贷款利率。目前，我国企业的短期贷款利率如下表 3-2 所示。由于短期借款是借入的期限在一年以内的借款，因此本文选取六个月至一年期的短期贷款利率作为我国企业短期借款的融资成本。

表 3-2 我国企业短期贷款利率表

贷款项目	贷款种类	基准利率	浮动下限	浮动上限
短期贷款	六个月（含）	6.10%	5.49%	10.37%
	六个月至一年（含）	6.56%	5.90%	11.15%

注：该表中基准利率取自中国银行网站（利率浮动的上限是基准利率的 70%，下限是基准利率的 10%）

除短期借款外，商业信用也是我国企业流动负债的主要组成部分，它是指企业在经营活动中由于赊销或赊购形成的资金借贷关系，它是我国企业之间融通资金的一种重要方式。由于商业信用具有形式多样、数量有限等特点，因此对其融资成本的估算较为灵活。本文为了简化估算，认为商业信用与短期借款的融资成本相同，也为短期贷款利率。

3.2.2 长期负债融资成本的界定

我国企业的长期负债主要由长期借款和长期债券两部分构成。现阶段，由于我国债券市场的发展极不完善，且设定的发行条件较为严格，因此我国采用发行债券方式融资的企业并不多，这也给企业债券融资成本的估算增加了难度。因此，为了研究方便，本文假定我国企业债券融资成本与长期借款融资成本相等。

长期借款是指向银行或其他金融机构借入的期限在一年以上的贷款，其融资成本主要由借款利息和借款费用两部分构成。根据调查发现，我国大多数企业的长期借款期限都在三至五年内，因此本文将三至五年期的银行贷款利率作为长期负债融资成本。我国企业中长期银行贷款利率如下表 3-3 所示。综上，我国企业长期借款和长期债券的融资成本都被定义为三至五年期银行贷款利率，则长期负债融资成本为两者之和。

表 3-3 我国企业中长期借款利率与长期借款成本

贷款项目	贷款种类	基准利率	浮动下限	浮动上限
中长期贷款	一年至三年（含）	6.65%	5.99%	11.31%
	三年至五年（含）	6.90%	6.21%	11.73%
	五年以上	7.05%	6.35%	11.99%

注：该表中年利率取自中国银行网站

3.2.3 负债融资成本估算模型的构建

基于以上对企业流动负债和长期负债融资成本的分析，我国企业负债融资成本的估算模型可表示如下：

$$K_B = \left(1 - \frac{LA}{TA} \right) \times q_L \times K_{LB} + q_C K_C$$

其中， K_B ——企业负债融资成本； LA ——流动资产； TA ——总资产； q_L ——流动负债占总负债的比例； K_{LB} ——流动负债融资成本（税后）； q_C ——长期负债占总负债的比例； K_C ——长期负债融资成本（税后）。

企业负债融资成本的计算实际上是对长、短期负债融资成本的加权平均。这里需要说明的一点是，企业流动负债并不是全部作为长期负债使用。在生产经营过程中，企业获得的资金一部分用于存货等的购买，形成流动资产，用于满足企业日常生产经营活动的需要，还有一部分用于购买厂房、机器设备等，形成非流动资产，用来保障和维持企业的正常运转。在这种情况下，本文认为我国企业通过短期借款或商业信用融得的资金也应被划分为这两部分。因此，本文上述融资成本估算模型实际上也只考虑了部分流动负债对负债融资成本的影响，以流动资产与总资产的比率和流动负债的乘积代表企业用于日常经营活动的部分，而其余的则是企业用于长期融资的部分，这一部分才是我国企业负债融资成本的组成部分。

3.2.4 我国企业负债融资成本估算结果

(1) 变量数据选取

根据上述样本，我国企业负债融资成本估算模型的变量选取如下：

流动负债融资成本=六个月至一年贷款利率(浮动上限) $\times(1-T) \div (1-f)$ ；

长期负债融资成本=三至五年贷款利率(浮动上限) $\times(1-T) \div (1-f)$ ；

流动负债比率=2010年流动负债 \div 2010年负债总额；

长期借款比率=(2010年长期借款+2010年长期债券) \div 2010年负债总额；

流动资产比率=2010年流动资产 \div 2010年总资产。

我国企业所得税的名义税率是25%，另外，由于样本上市公司因为发行债券融资而支付的票面利息等数据难以获得，因此本文在估算检验中将其视为长期借款对待。

(2) 我国企业负债融资成本估算结果

我国企业负债融资成本估算结果如表 3-4 所示。

表 3-4 我国企业负债融资成本估算结果

简称	流动负债成本	长期负债成本	流动负债比例	长期借款比例	负债融资成本
中国石油	8.43%	8.87%	66.50%	20.32%	6.43%
中国石化	8.54%	8.98%	61.13%	32.68%	6.83%
中国神华	8.44%	8.88%	52.92%	43.78%	6.98%
贵州茅台	8.52%	8.97%	99.86%	0.00%	1.76%
上汽集团	8.46%	8.90%	89.92%	5.47%	3.26%
中国联通	8.54%	8.98%	84.11%	14.88%	7.84%
大秦铁路	8.51%	8.96%	66.72%	30.72%	7.62%
三一重工	8.68%	9.13%	90.26%	8.76%	3.52%
五粮液	8.48%	8.92%	99.82%	0.00%	2.16%
万科 A	8.80%	9.26%	80.50%	19.01%	2.09%
中联重科	8.67%	9.12%	73.14%	16.62%	3.39%
格力电器	8.36%	8.80%	96.28%	3.59%	1.67%
中兴通讯	8.64%	9.09%	81.46%	9.25%	2.40%
美的电器	8.72%	9.18%	98.12%	1.53%	3.00%
双汇发展	8.68%	9.14%	99.06%	0.44%	3.47%
张裕 A	8.72%	9.18%	94.69%	0.00%	2.70%
云南白药	8.36%	8.80%	94.16%	0.21%	1.32%
鞍钢股份	8.52%	8.96%	73.14%	25.55%	6.69%
冀中能源	8.55%	9.00%	79.69%	16.76%	5.96%
西山煤电	8.58%	9.03%	50.44%	49.28%	6.89%
铜陵有色	9.95%	10.47%	77.41%	22.59%	5.44%
泸州老窖	8.57%	9.01%	99.65%	0.00%	3.66%
东阿阿胶	8.71%	9.16%	92.11%	0.00%	2.44%
潍柴动力	8.59%	9.04%	88.08%	7.78%	2.80%
太钢不锈	8.55%	9.00%	51.96%	47.43%	7.19%

3.3 企业融资总成本估算研究

3.3.1 融资总成本估算模型的构建

现有的对企业融资总成本的估算方法主要有所罗门的加权平均资本成本法和莫迪格里尼、米勒的平均资本成本法。这两种方法都认为企业的融资总成本应该用企业各种融资方式融资成本的平均值来表示。但这两种模型都是按照企业资本的所有权关系，简单的将企业的资本划分为权益资本和债务资本，并不符合我国特有的资本结构的特点。因此，这两种模型虽然在现实中有一定应用，但并不能真实、准确地反映我国企业的融资总成本水平。

综上，在估算我国企业的融资总成本时，还应根据资本自身的属性来进行细分：将权益资本划分为普通股、非流通股和留存收益；将债务资本划分为用于长期融资的流动负债、长期借款和长期债券。在此基础上，根据加权平均资本成本法的指导思想，将这些资本项目的融资成本进行加权平均，就得到了我国企业的融资总成本，其具体可用公式表示如下：

$$K_T = W_B K_B + W_S K_S + W_f K_f + W_l K_l$$

其中， K_T ——企业融资总成本； K_B ——负债融资成本； K_S ——普通股融资成本； K_f ——非流通股融资成本； K_l ——留存收益融资成本； W_B ——企业负债资本的比重； W_S ——普通股资本的比重； W_f ——非流通股的比重； W_l ——留存收益资本的比重。

该模型在构建时综合了我国企业特有的资本结构特点，考虑到不同融资方式融资成本的差异，因此，相较于所罗门的加权平均法与莫迪格里尼、米勒的平均资本成本法更符合我国的实际情况，更能真实反映我国企业融资总成本的水平。

3.3.2 我国企业融资总成本估算结果

我国企业融资总成本估算结果如表 3-5 所示。

表 3-5 我国企业融资总成本估算结果

简称	普通股		非流通股		留存收益		负债		融资总成本
	融资成本	比例	融资成本	比例	融资成本	比例	融资成本	比例	
中国石油	14.33%	38.56%	12.49%	0.30%	14.33%	19.08%	6.43%	33.87%	10.48%
中国石化	26.50%	32.43%	14.55%	0.00%	26.50%	13.24%	6.83%	50.71%	15.57%
中国神华	18.14%	46.58%	19.56%	0.35%	18.15%	16.02%	6.98%	31.72%	13.64%
贵州茅台	40.27%	53.24%	36.28%	0.00%	40.27%	15.47%	1.76%	27.47%	28.15%
上汽集团	34.11%	23.35%	13.33%	0.33%	33.95%	12.25%	3.26%	61.31%	14.16%
中国联通	3.61%	36.14%	5.93%	0.00%	3.61%	10.64%	7.84%	52.52%	5.80%
大秦铁路	25.66%	40.57%	22.59%	0.00%	25.66%	15.36%	7.62%	42.62%	17.60%
三一重工	29.40%	25.55%	5.70%	0.89%	27.64%	11.03%	3.52%	61.36%	12.77%
五粮液	26.24%	43.79%	29.88%	0.00%	26.24%	15.85%	2.16%	35.88%	16.42%
万科 A	10.79%	13.34%	19.66%	0.12%	10.80%	8.23%	2.09%	74.32%	3.91%
中联重科	16.74%	37.36%	10.12%	0.08%	16.74%	9.43%	3.39%	50.62%	9.56%
格力电器	64.55%	10.68%	13.31%	0.54%	63.86%	7.25%	1.67%	78.54%	12.91%
中兴通讯	18.63%	23.09%	9.05%	0.22%	18.57%	9.53%	2.40%	63.80%	7.62%
美的电器	21.75%	23.12%	6.66%	0.91%	20.57%	13.67%	3.00%	60.83%	9.72%
双汇发展	49.12%	46.78%	25.07%	0.01%	49.12%	15.02%	3.47%	35.60%	31.59%
张裕 A	38.12%	48.28%	36.97%	4.68%	37.66%	15.12%	2.70%	31.45%	26.68%
云南白药	52.93%	41.57%	7.05%	1.12%	48.63%	15.37%	1.32%	39.79%	30.08%
鞍钢股份	8.71%	38.53%	5.69%	0.00%	8.71%	12.34%	6.69%	46.73%	7.56%
冀中能源	36.40%	36.22%	28.64%	2.78%	33.93%	10.58%	5.96%	48.78%	20.48%
西山煤电	23.29%	32.19%	14.68%	5.63%	18.70%	9.56%	6.89%	51.18%	13.64%
铜陵有色	12.87%	16.54%	22.64%	0.00%	12.87%	8.38%	5.44%	74.30%	7.25%
泸州老窖	59.01%	47.59%	50.56%	5.02%	54.90%	15.12%	3.66%	30.59%	40.04%
东阿阿胶	32.74%	48.32%	21.27%	0.03%	32.74%	27.45%	2.44%	19.98%	25.30%
潍柴动力	37.08%	29.88%	7.77%	3.05%	27.05%	11.35%	2.80%	52.91%	15.87%
太钢不锈	7.58%	21.39%	6.95%	4.74%	7.28%	10.05%	7.19%	63.55%	7.25%

3.4 我国企业显性融资成本估算结果分析

3.4.1 股权融资成本估算结果分析

从普通股融资成本估算结果可以看出,我国企业普通股融资的付现成本水平相对较高。本文选取的 25 家上市公司样本中,企业普通股融资付现成本最低水平为中国联通 2.09%,最高水平为格力电器 57.2%。全部样本中付现成本低于负债融资成本的共 4 家,它们分别是中国石油 4.53%,中国神华 5.06%,中国联通 2.09%和太钢不锈 5.39%,占样本总数的 16%;付现成本高于负债融资成本的共 21 家,占样本总数的 84%。在考虑增长成本后,我国企业普通股融资总成本呈现更高水平。在 25 家上市公司样本中,仅有 1 家普通股融资成本水平低于负债融资成本,即中国联通 3.61%,占样本总数的 4%;普通股融资成本高于负债融资成本的企业共 24 家,占样本总数的 96%。

留存收益融资成本通过普通股、非流通股融资成本的加权平均求得。从估算结果可以看出,我国企业留存收益融资成本水平普遍偏高,在所选样本上市公司中仅有 1 家的留存收益融资成本低于负债融资成本,即中国联通 3.61%,占样本总数的 4%;而留存收益融资成本高于负债融资成本的共 24 家,占样本总数的 96%。

3.4.2 负债融资成本估算结果分析

从估算结果可以看出,相对于股权融资而言,我国企业的负债融资成本水平并不高。我国企业短期贷款的基准利率为 6.10%(六个月含)和 6.56%(六个月至一年),而长期贷款基准利率为 6.65%(一至三年), 6.90%(三至五年), 7.05%(五年以上),由此可见,我国企业银行贷款长、短期利息率水平相差不大。国内各大商业银行在进行放贷时,该利率受到国家政策的限制,仅能在基准利率的-10%和 70%之间浮动。因此,我国企业负债融资成本估算结果差异性不大,平均水平在 4.3%左右。该结果也符合有序融资理论的结论,即上市公司在选择融资方式时一般会按照“先债后股”的顺序。

3.4.3 融资总成本估算结果分析

融资总成本是企业股权融资成本和负债融资成本的加权平均值。样本中仅有 1 家上市公司融资总成本水平低于负债融资成本水平,占样本总数的 4%,其余 24 家上市公司融资总成本水平均高于负债融资成本水平,占样本总数的 96%。

第4章 我国企业隐性融资成本估算研究

隐性融资成本是指那些不能在企业账目上反映出来,但又对企业的融资成本产生影响的成本,主要包括财务危机成本和代理成本。对隐性融资成本的科学、系统的估算,有助于企业全面核算成本,准确把握时机做出恰当的融资决策。

4.1 企业财务危机成本估算研究

从企业的长久发展来看,企业进行融资不仅要满足自身资金的需要,还要同时兼顾企业经营的持续性,保障企业在可预见的将来能够持续经营下去,不会破产或倒闭。然而,随着我国市场经济的迅速发展和市场经济体制的逐步建立,我国企业在市场竞争中遇到了很多问题,有的企业甚至因为公司治理、产权结构的不完善而陷入财务危机,甚至走向破产的境地。这种情况的存在会对企业的融资成本以及再融资能力产生影响。因此,财务危机成本作为一种隐性成本,也会对企业的融资成本和融资决策产生影响。

4.1.1 企业财务危机成本分析

本文认为企业财务危机成本包括三部分内容:破产成本、财务困境成本和预期财务危机成本,破产成本和财务困境成本是发生财务危机时企业实际支付的成本。因此,财务危机成本又可分为实际财务危机成本和预期财务危机成本。

企业发生财务危机时实际承担的各种费用支出和损失就是实际财务危机成本,主要包括企业因经营不善、资金周转不灵而陷入财务危机时需要实际支付的费用,以及因消费者对企业失去信心而造成的利润损失,因供应商拒绝签订长期合同而丧失的长期利益和企业为了摆脱财务困境,减少投资性支出而丧失的机会收益等,这些费用在企业发生财务危机时都需要实际对外支付,构成了企业的实际财务危机成本。

然而事实上,影响企业融资活动的关键因素是企业的预期财务危机成本,它是一种潜在成本,是在某种概率下企业发生财务危机时支出的成本。企业在融资时并不会确定企业未来一定会发生财务危机,但如果在此后的经营过程中,企业确实陷入财务困境,那么这种预期成本就变为了现实成本,就会对企业的生产经营产生影响。虽然财务危机成本是一种在某种概率下会出现的潜在成本,但由于存在对财务危机的预期,因此实际上会影响到企业融资成本的估算。因此,本文中,我们将其定义为财务危机发生的概率与财务危机发生后需要实际对外支付的财务危机成本的乘积。

4.1.2 财务危机成本估算模型的构建

如前所述，预期财务危机成本等于财务危机发生的概率与财务危机发生后需要实际对外支付的财务危机成本的乘积，因此，在构建财务危机成本估算模型时，关键是对财务危机概率和实际财务危机成本的确定。

首先，对于财务危机概率的确定。目前，学术界对企业财务危机概率的预测多采用单因素判别模型、多元判别模型和多元逻辑回归模型三种方法。Beaver¹¹率先提出了单变量分析法，它是一种以分析单个财务比率为基础，从不同角度预测企业财务危机发生概率的方法。Beaver认为，企业的财务危机不是短期内造成的，而是在企业长期的生产经营过程中逐渐积累爆发的，因此单因素判别模型认为可以通过分析这些反映企业经营、财务状况的比率的变化趋势，来预测企业的财务危机。单因素判别模型应用较为简单，但由于不同财务比率对企业的经营、财务状况的预测能力差别较大，并且任何单个财务指标的判断结果在很大程度上与其他指标的判断结果是互斥的，因此，单独考量某一个财务比率来判断企业发生财务危机的概率缺乏说服力，其预测作用是非常有限的。其后在1968年，E. I. Edward Altman¹²在其发表的论文提出了Z计分模型，对财务危机预测理论造成了重大影响。

Altman所提出的Z计分模型实质上是一种预测财务危机的多因素分析法，其在发表的论文中将Z计分模型定义为：

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + X_5$$

其中， X_1 ——营运资本占总资产的比重； X_2 ——留存收益占总资产的比重； X_3 ——资产报酬率（息税前利润/总资产）； X_4 ——负债权益率； X_5 ——总资产周转率（销售额/总资产）。

Altman（1968）通过对该模型的研究，分析得出“Z值越小，企业遭受财务失败的可能性越大”的结论。Altman利用Z计分模型计算出判断企业是否处于财务危机状况的临界值，即Z值为3。当根据企业的营运资本、留存收益、息税前利润、资产总额，负债总额，销售额等数据计算得到的Z值大于3.0时，则说明企业的经营状况良好，此时，企业发生财务危机的概率非常小；当计算得到的Z值介于2.8和3.0之间时，则说

¹¹ Beaver. w. H. Financial Ratios as Predictors of Failures. Journal of Accounting Research, 1966 (9)

¹² E. I. Altman Edward. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, 1968(23)

明企业存在一定发生财务危机的隐患，此时，企业发生财务危机的概率开始增大；当 Z 值大于 1.8 小于 2.8 时，企业的经营以及财务状况出现明显恶化，预警企业极有可能发生财务危机；而当计算得到的 Z 值小于 1.8 时，则说明企业实际上已经处于财务困境中，面临破产或清算的结局。Z 计分模型给出了判定企业是否发生财务危机的具体临界值，便于判断企业的财务状况。但是，其在实际操作中也存在一些无法克服的缺陷，比如：模型是建立在所用的会计比率数据近似为正态分布的基础上的。然而，在现实中，这种情况是很难满足的，因此其实际应用也十分有限。为了克服单因素判别模型与 Z 计分模型固有缺陷的局限，建立更准确估计财务危机概率的模型，此后又有学者们提出用回归分析法来为企业提供财务预警。在经过一系列探索和验证后，最终形成了较为成熟，并且更具可操作性的财务分析预测方法——多元逻辑回归模型。

多元逻辑回归模型通过两个步骤完成：

第一步，进行多元线性回归：

$$Y = -0.8670 + 2.5313 X_1 - 40.2785 X_2 + 0.4597 X_3 + 3.2293 X_4 - 3.9544 X_5 - 1.77814 X_6$$

模型中的六个变量分别是选定的六个财务指标值，其含义如表 4-1 所示：

表 4-1 模型变量对应财务指标及含义

变量	财务指标	含义
X_1	盈利增长指数	盈利增长/基期盈利水平
X_2	资产报酬率	息税前利润/平均总资产
X_3	流动比率	流动资产/流动负债
X_4	长期负债权益比	长期负债（账面）/权益（账面）
X_5	营运资本资产比	营运资本/总资产
X_6	总资产周转率	销售收入净额/平均总资产

第二步，计算财务危机的概率：

$$P = \frac{\exp(Y)}{1 + \exp(Y)}$$

基于上述判定公式以及多家企业的经验数据，我们认为当 $P > 0.5$ 时，就可以判定企业很有可能发生财务危机。

多元逻辑回归方法的应用使对企业财务风险的预测简化为对企业一定时期内陷入财务危机的概率的估算问题，而企业陷入财务危机的概率可由企业的某些财务特征分析得到，因此，操作起来较为简便。此外，多元逻辑回归模型克服了 Z 计分模型对数据要求的局限，其参数估计比多元判别分析模型更加稳健。综上所述，本文采用多元逻辑回归

模型来估算我国企业财务危机概率的大小。

在解决了财务危机概率估算的难题后，我们只需要获得企业的实际财务危机成本，将二者相乘就可得到我国企业的财务危机成本。如前所述，实际财务危机成本又称直接财务危机成本，它是指企业由于发生财务危机，而必须要进行清算或破产时所实际对外支付的成本以及由此带来的未来收益损失。企业实际发生财务危机时对外支付的费用通常由流动资产来承担，因此，本文从总体上把握，将我国企业预期财务危机成本定义为：

$$KC = P \times \text{流动资产}$$

考虑到企业规模不同，其流动资产数额的差别也会很大。因此，为了剔除由于企业规模不同所带来的干扰，本文对上述模型作了改进，用企业的流动资产率来代替流动资产，具体表示如下：

$$KC = P \times \text{流动资产率}$$

改进后的模型用流动资产与总资产的相对数来表示企业的实际财务危机成本，比之前的模型更具操作性，便于不同企业之间进行隐性融资成本高低的比较。

4.1.3 我国企业财务危机成本估算结果

根据本文 25 家样本上市公司的数据，估算出上市公司的预期财务危机成本水平如表 4-2 所示。

表 4-2 我国企业财务危机成本估算结果

简称	Y	P	流动资产率	C
中国石油	-2.47871	0.0774	17.50%	1.35%
中国石化	-4.2545	0.0140	25.31%	0.35%
中国神华	-6.56454	0.0014	30.65%	0.04%
贵州茅台	-12.077	0.0000	79.34%	0.00%
上汽集团	-3.57275	0.0273	63.60%	1.74%
中国联通	10.90811	1.0000	9.54%	9.54%
大秦铁路	0.961299	0.7234	14.23%	10.30%
三一重工	-12.7981	0.0000	65.21%	0.00%
五粮液	-11.2229	0.0000	74.53%	0.00%
万科 A	-1.32326	0.2103	95.31%	20.04%

中联重科	-3.31626	0.0350	70.43%	2.47%
格力电器	-2.10529	0.1086	83.12%	9.03%
中兴通讯	-2.60604	0.0688	77.87%	5.35%
美的电器	-7.13115	0.0008	66.62%	0.05%
双汇发展	-20.2562	0.0000	60.14%	0.00%
张裕 A	-13.0773	0.0000	67.37%	0.00%
云南白药	-8.61992	0.0002	83.41%	0.02%
鞍钢股份	3.303537	0.9645	29.44%	28.39%
冀中能源	-4.43819	0.0117	34.68%	0.41%
西山煤电	-4.93003	0.0072	43.59%	0.31%
铜陵有色	-2.12249	0.1069	60.05%	6.42%
泸州老窖	-15.4431	0.0000	57.17%	0.00%
东阿阿胶	-9.25884	0.0001	69.53%	0.01%
潍柴动力	-8.23677	0.0003	72.26%	0.02%
太钢不锈	0.224761	0.5560	34.33%	19.08%

4.2 企业股权代理成本估算研究

企业的代理成本主要包括股权代理成本和债权代理成本，而由于我国企业债权代理成本的数据较难获得，因此本文只对股权代理成本的根源性进行分析，并在此基础上构建出我国企业股权代理成本的估算模型。

4.2.1 企业股权代理成本问题分析

随着我国国民经济的不断发展以及企业经营规模的不断扩大，市场对企业经营管理水平的要求越来越高。为了保障企业在市场中的现有竞争地位，维持企业的生产经营，越来越多的企业开始重视企业的治理，从外部大量聘请专业的经理人来担任高层管理者。这样，就出现了所有权与经营权分离的情况，经理人受所有者的委托来实际负责企业的日常经营，随即出现了“委托——代理冲突”，并且随着公司治理的完善而日益凸显。究其原因，是由职业经理人、高层管理者和企业股东利益的不一致造成的。代理理论认为，在委托——代理关系中，不管是委托人还是代理人，他们的目标都是实现自身利益的最大化，而一旦出现两者利益不一致的情况，就很难保证代理人完全按照委托人的利益来行事，代理成本也随之产生。

代理理论认为，企业利润是由管理者辛勤劳动、认真负责带来的成果。管理者受所有者的委托对企业进行经营管理，负责企业的日常运作，其管理能力、尽职程度、对风险的偏好以及对投资机会的把握都影响着企业的获利能力。虽然管理者是企业利润的主要创造者，但一般情况下，净利润要按照股东所持有的股权比例来进行分配，而作为企业的管理者，其通常不持有或者只持有少量企业的股份，因此，管理者基本上不能从企业利润中获得丰厚的回报。因而，他们会认为自己的努力工作并没有得到对等的补偿，这样就造成管理者与股东目标函数的不一致。在两者利益不一致的情况下，管理者可能不会按照股东利益最大化的财务目标开展经营管理工作，从而引发股权代理成本。

我国企业股权代理成本的产生还有另一特殊原因，即国有资产所有权的虚设。目前，国内的许多上市公司都是由国有大中型企业改制而成的，其在生产经营中受到各种扶持，享受到各种优惠。这些上市公司的实际所有者一般都为国家或地方政府。虽然我国法律规定，国有资产属于全体国民共同享有，但事实上，国有资产几乎处于“无人所有”的状态。这是因为我国上市公司管理水平较低，公司治理机制不完善，并且缺乏有效的外部监管，从而导致我国国有资产的全民所有几乎等同于无人所有。因此，在国有股和公众股并存的情况下，企业的委托——代理冲突具体表现为股东与管理者以及国家与管理者之间的冲突。后者由于国有产权的形同虚设而没有表现出明显的利益冲突，因此，我国企业的委托——代理冲突突出表现为前者。

4.2.2 我国企业股权代理成本的构成因素及其关系

如本文第二章所述，詹森和麦克林将代理成本分为监督成本保证成本、“经理人非货币性收益支出”以及“剩余损失”。股东为了监督管理者的经营管理活动，保证管理者按照股东价值最大化的目标运营，他们会在委托代理契约中明确对管理者的激励和约束内容。进行激励和约束都要付出一定的代价，这就构成了企业的监督保证成本。契约中所规定的内容虽然会对管理者的行为起到一定的约束作用，在一定程度上限制管理者的行为，但从根本上来说，其并不能保证管理者完全按照股东的利益行事，因此企业仍然存在其它代理成本：比如管理者为满足个人享受而进行的“在职消费”、管理者的不作为给企业带来的利润损失等，这些费用支出或收益损失构成了非货币性收益支出。对于投资者而言，其主要从企业收益的持续性、资产的安全性等角度出发来评估企业是否具有投资价值，并且作为理性投资者，他们会理性估计企业的非货币性收益支出，当他们通

过市场信息估计的非货币性收益支出超过其可接受范围时，投资者便会放弃对企业的投资，最终导致股东财富的损失，这就是所谓的“剩余损失”。站在企业角度来看，监督成本、非货币性收益支出都是在企业运营过程中形成的，其较多的受到企业内部因素的影响；而剩余损失是由于市场投资者对企业的不良预期造成的，它的水平的高低取决于外部市场相关因素。对于这种关系我们可用图表来简单描述，如图 4-1。

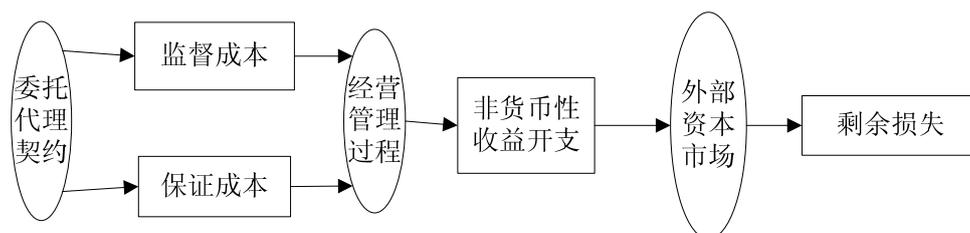


图 4-1 企业代理成本构成要素及其关系

如上所述，由于存在对管理者行为约束的必要性而产生了监督保证成本，但该约束并不能保证管理者按照股东的利益行事，其只会在一定程度上降低管理者的非货币性收益支出；而管理者的非货币性收益支出又决定了企业的“剩余损失”的水平，三者之间具有层级式的因果关系。清楚地认识三者之间的关系将有助于构建我国企业股权代理成本估算模型。

4.2.3 企业股权代理成本估算模型的构建

目前，学术界对股权代理成本的计量问题通常只关注了监督保证成本和经理人的非货币性收益支出，而没有对企业因委托——代理问题而产生的“剩余损失”提出有效的计量方法。本文认为，詹森和麦克林的代理成本理论明确的把企业的股权代理成本划分为监督保证成本、经理人非货币性收益支出以及剩余损失三个部分，那么就应当从这三个方面来进行考虑，并完整、准确地估算出企业的股权代理成本。根据上述对企业代理成本构成要素的认识，本文将分别对监督保证成本、经理人非货币性收益支出以及剩余损失进行研究，并通过三者的加总来构建我国企业股权代理成本模型。

首先，对监督保证成本的估算研究。由于监督保证成本是股东为监督管理者行为而发生的成本，其一般会在签订的契约中明确规定对管理者的奖惩，以及奖惩的幅度和金额。因此，本文认为，监督保证成本表现为可确定的数额，在模型中可将其设为常数 C_0 。

其次，对经理人非货币性收益支出的确定。詹森和麦克林的股权代理成本模型如图 4-2 所示，该模型的基本思想是：当所有者自己管理企业时，其效用曲线 U^* 与企业价值

——非货币性收益支出曲线相切于点 A ，这时经理人非货币性收益支出为 F^* ，企业价值为 V^* ，这时企业不存在代理成本；当经理人持股比例为 $\alpha(\alpha < 1)$ 时，其非货币性收益支出为 F_1^* ，企业价值为 V_1^* ，企业承担的代理成本为 $(F_1^* - F^*) + (V_1^* - V^*)$ 。

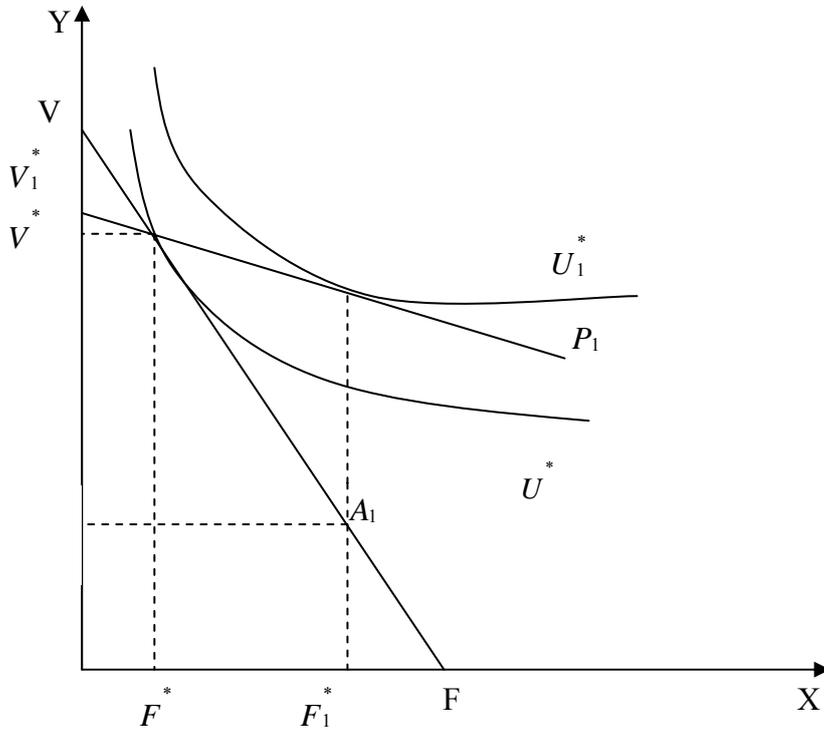


图 4-2 詹森和麦克林代理成本模型

根据詹森和麦克林模型的基本思路，以及本文对代理成本主要影响因素的分析，对我国股权代理成本估算模型的构建重点在于确定非货币性收益支出和“剩余损失”。

非货币性收益支出的高低受到经理人持股比例、信息对称性、股票流通比率、企业盈利能力等因素的共同影响。如图 4-3-(a)所示，曲线 C 表示经理人承担的非货币性收益支出，曲线 U 表示经理人每一单位非货币性收益支出所获得的边际效用，其方程分别为：

$$C = \alpha \quad (0 \leq \alpha \leq 1)$$

$$u = f(\eta, \theta, \omega, x) \quad (0 \leq \eta \leq 1, 0 \leq \theta \leq 1)$$

其中， x ——经理人非货币性收益支出； u ——经理人边际效用； α ——经理人持股比例； θ ——信息对称性因子； η ——股票流通比率； ω ——经理人期望收益。

由图 4-3-(a)可知, 经理人最优非货币性收益支出水平取决于曲线 C 和曲线 u , 两者的交点对应的横坐标为 X_1 。当经理人的非货币性收益支出量 $X < X_1$ 时, 其获得的边际效用大于所承担的成本; 当 $X > X_1$ 时, 其获得的边际效用小于所承担的成本, 因此 X_1

(a)支出水平的确定

(b)“剩余损失”的确定

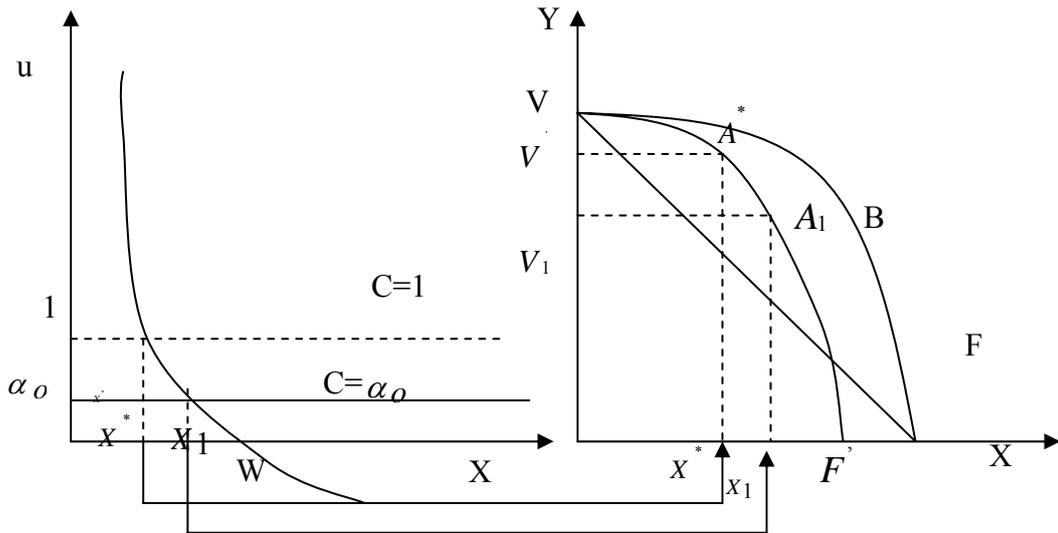


图 4-3 我国企业股权代理成本模型

就是最优支出水平。当经理人持股比例 $\alpha = 1$ 时, C 与 u 交点对应的横坐标为 X^* , 是企业正常的非货币性收益支出, 这部分成本即使由股东自己经营也会发生, 因此不应计入企业代理成本。因此, 当经理人持股比例 $\alpha < 1$ 时, 应计入企业股权代理成本的支出为 $X_1 - X^*$ 。本文认为, 詹森和麦克林的经典模型将经理人边际效用和企业价值综合到同一模型中, 虽然能更直观地分析问题, 但对于确定经理人非货币性收益支出并没有太大帮助, 其中最明显的缺陷在于模型中曲线 VP 和曲线 u 的切点可能并不存在。因此, 本文综合非货币性收益支出的影响因素, 将经理人边际效用和其承担的成本计入到非货币性支出水平的决定模型中, 以便进行数据检验。

最后, 对“剩余损失”的确定。企业“剩余损失”受到经理人非货币性收益支出、企业资本结构、市场信息对称性等因素的影响。如图 4-3-(b)所示, 曲线 $V_{A_1}F'$ 是企业信息不对称情况下面临的企业价值——经理人非货币性收益支出曲线, 其方程为:

$$y = f(V, b, \theta, x)$$

其中, y ——基于非货币性收益支出水平 x 的企业价值; V ——企业总价值; θ ——信息对称性因子; b ——资本结构因素; x ——经理人非货币性收益支出。

该模型隐含的假设条件是市场信息的不对称性是可以度量的。直线 VF 是 $\theta = 1, b = 0$ 时的特殊情况, 即在企业无负债、信息完全对称情况下的企业价值——经理人非货币性收益支出曲线; 曲线 VBF 是 $b = 0$ 的特殊情况, 即企业没有负债时的企业价值——经理人非货币性收益支出曲线。

由图 4-3-(a) 导入的经理人支出水平, 与之对应的是企业的价值水平: 经理人支出为 x^* 时企业价值为 V^* , 而当支出为 x_1 时企业价值为 V_1 , 应计入代理成本的“剩余损失”为 $V^* - V_1$ 。

因此, 综上所述, 以 C_0 表示监督和保证成本, 我国企业股权代理成本总水平为:

$$C = C_0 + (x_1 - x^*) + (V^* - V_1)$$

4.2.3 我国企业融资代理成本估算结果

(1) 变量数据选取

根据上述我国企业股权代理成本估算模型, 对其中设置的变量进行定义:

① 企业价值

企业价值一般由两部分构成, 即权益价值和债务价值。通常情况下, 企业的各期报表中所反映的都是权益和债务的账面价值。企业债务价值一般与其账面价值相差不大, 但是企业股票由于具有流通性, 其价值会随着市场供求关系和企业经营状况的变化而不断发生变化, 因此权益价值的市场价值与账面价值存在较大的差异。因此, 简单的把企业总资产视为企业总价值来研究是不恰当的。考虑到上述问题, 本文根据我国企业权益和债务的具体情况, 将企业价值分为三部分: 即普通股价值、非流通股价值和债务价值, 企业价值表达式为:

$$V = \text{普通股价值} + \text{非流通股价值} + \text{债务价值};$$

其中:

$$\text{普通股价值} = \text{普通股股数} \times \text{股票市价};$$

$$\text{非流通股价值} = \text{非流通股股数} \times \text{股票面值};$$

$$\text{债务价值} = \text{企业债务账面价值}。$$

②资本结构

企业资本结构是指企业总资本中各个资本的构成比例，这一关系既包括权益资本与债务资本内部的构成比例，也包括权益资本和债务资本的比例。为简化估算，本文认为以资产负债率作为资本结构的替代变量，其表达式为：

$$b = \text{负债账面价值} \div \text{企业资产账面价值}$$

③股票流通性

我国大多数上市公司都是由国有大中型企业改制而来的，企业部分股票由国家控制或处于限售阶段，不具有流通性。此外，由于难以获得我国企业在境外发行B股的相关数据，因此本文将企业境外B股的流通性予以忽略，将股票流通性定义为：

$$\eta = \text{普通股股数} \div \text{企业总股数}$$

④经理人持股比例

经理人持股比例决定其非货币性收益支出的水平，本文将经理人持股比例其定义为：

$$\alpha = \text{经理人持股数} \div \text{企业总股数}$$

在企业中，由于管理的多层次性和多分支性，企业的管理层也具有多层次型和复杂性，企业管理者中持股人不仅仅是经理人，往往还包括董事和监事。而且考虑到企业不同管理者（包括董事、监事、经理人）持股对企业带来的效用不同且不可忽视，因此，本文采用高级管理人员持股数的算术平均值作为经理人持股数。但本文中，由于所选样本公司的经理人持股数额在总股本中所占的比重非常小，因此本文对其忽略不计，将高管持股比例统一赋值为0进行检验。

⑤经理人期望收益

企业的盈利状况取决于经理人的工作能力以及其努力程度，企业的利润实际上是经理人努力工作的结果，因此，经理人的期望收益水平会随着企业利润水平的增加而增大。当经理人持有企业股票时，其只能分得与所持股份对应的利润，而利润的其余部分被其他股东分享。本文将经理人期望收益定义为：

$$W = iV_0(1 - \alpha)(1 - b)$$

其中*i*是企业净利润率，*b*是企业资产负债率，由于该净利润率是根据企业资产账面价值估算的，因此*V₀*取企业的账面价值。

对经理人期望收益的定义并非绝对普遍适用，它暗含企业净利润率*i*大于等于零以及企业所有权与经营权相分离的假设条件。当企业净利润率小于零时，该变量的定义便不成立。而当股东自己经营企业，即 $\alpha = 1$ 时，他只关心企业的实际盈利而不存在对个人收益的期望。在本文中，由于样本中的上市公司 2010 年数据均满足*i* > 1，并且样本中的上市公司不存在股东持股比例等于 1 的情况，因此能够进行数据验证。

⑥信息对称性因子

由于信息对称性的不可测量性，本文在前面部分进行代理成本主要影响因素分析时对其进行了界定，将信息对称性因子设置为：

$$\theta = \frac{1}{2}$$

以上变量数据均选取 2010 年 12 月 31 日的数值。

(2) 经理人非货币性收益支出估算结果

根据上述经理人非货币性收益支出估算模型，经理人从非货币性支出中获得的效用边际递减，当非货币性收益支出达到期望收益水平时，经理人获得的边际效用恰好为零，经理人效用曲线拟合为：

$$u = -(1 - \eta\theta) \ln x + (1 - \eta\theta) \ln w$$

将 *w* 表达式代入得：

$$u = -(1 - \eta\theta) \ln \frac{w}{x} = (1 - \eta\theta) \ln \frac{iV_0(1 - \alpha)(1 - b)}{x}$$

当企业持股比例为 α 时，令 $u = \alpha$ ，则有：

$$\alpha = u = (1 - \eta\theta) \ln \frac{iV_0(1 - \alpha)(1 - b)}{x}$$

由此可以推算出经理人非货币性收益支出为：

$$x = \frac{iV_0(1 - \alpha)(1 - b)}{e^{\frac{\alpha}{1 - \eta\theta}}}$$

由于上市公司的规模和盈利能力的不同，估算出的非货币性收益支出很难进行横向比较，因此，本文采用相对数表示企业的非货币性收益支出水平，即：

$$x' = \frac{x}{V_0} \times 100\% = \frac{i(1 - \alpha)(1 - b)}{e^{\frac{\alpha}{1 - \eta\theta}}} \times 100\%$$

由此,利用样本数据得到的代理成本——非货币性收益支出估算结果如表4-2所示。

表4-2 融资代理成本——非货币性收益支出估算结果

简称	企业净利润率	流通股比例	经理人持股比例	资产负债率	经理人非货币性收益支出
中国石油	10.28%	99.78%	0	39.02%	6.27%
中国石化	4.02%	100.00%	0	53.77%	1.86%
中国神华	27.95%	99.10%	0	32.81%	18.78%
贵州茅台	45.90%	100.00%	0	27.51%	33.27%
上汽集团	7.31%	99.22%	0	64.28%	2.61%
中国联通	2.08%	100.00%	0	53.06%	0.98%
大秦铁路	24.78%	100.00%	0	43.74%	13.94%
三一重工	18.15%	92.59%	0	61.97%	6.90%
五粮液	29.35%	99.99%	0	35.95%	18.80%
万科A	17.43%	99.82%	0	74.69%	4.41%
中联重科	14.25%	99.98%	0	56.39%	6.21%
格力电器	7.12%	98.66%	0	78.64%	1.52%
中兴通讯	4.95%	99.42%	0	70.34%	1.47%
美的电器	5.42%	92.20%	0	61.04%	2.11%
双汇发展	2.96%	99.98%	0	35.78%	1.90%
张裕A	28.78%	59.60%	0	33.21%	19.22%
云南白药	9.19%	90.63%	0	42.17%	5.31%
鞍钢股份	2.11%	100.00%	0	47.35%	1.11%
冀中能源	7.91%	68.14%	0	50.57%	3.91%
西山煤电	15.61%	46.72%	0	51.33%	7.60%
铜陵有色	1.75%	100.00%	0	74.30%	0.45%
泸州老窖	42.46%	51.31%	0	30.70%	29.42%
东阿阿胶	23.63%	99.96%	0	21.69%	18.50%
潍柴动力	12.64%	65.78%	0	55.20%	5.66%
太钢不锈	1.57%	53.13%	0	63.94%	0.57%

(3) 剩余损失估算结果

根据企业剩余损失估算模型，考虑到企业经理人非货币性收益支出，市场上的理性投资者会对企业价值进行重新估计，在市场信息不完全对称的情况下，企业价值与经理人非货币性收益支出的拟合曲线为：

$$y^{\frac{1}{\theta}} + \left(\frac{x}{1-b} \right)^{\frac{1}{\theta}} = V^{\frac{1}{\theta}}$$

其中， y ——基于代理成本因素重新估计的企业价值； b ——企业资产负债率； V ——未考虑代理成本因素时的企业价值。

由此，企业承担的剩余损失为：

$$\Delta V = V - y$$

考虑到企业规模的不同，剩余损失也采用相对数表示：

$$\Delta V' = \frac{V - y}{V} = 1 - \frac{y}{V}$$

将数据代入模型，得到 25 家上市公司的融资代理成本——“剩余损失”估算结果如表 4-3 所示。

表4-3 融资代理成本——“剩余损失”估算结果

简称	流通股比例	资产负债率	企业价值	剩余损失
中国石油	99.78%	39.02%	646,445,825,937.27	0.53%
中国石化	100.00%	53.77%	532,776,882,265.29	0.08%
中国神华	99.10%	32.81%	111,347,720,472.26	3.99%
贵州茅台	100.00%	27.51%	7,055,548,615.67	11.16%
上汽集团	99.22%	64.28%	147,107,306,389.16	0.27%
中国联通	100.00%	53.06%	235,297,147,872.07	0.02%
大秦铁路	100.00%	43.74%	43,816,183,641.95	3.12%
三一重工	92.59%	61.97%	19,437,507,349.25	1.66%
五粮液	99.99%	35.95%	10,320,542,917.48	4.40%
万科 A	99.82%	74.69%	161,060,376,180.82	1.53%
中联重科	99.98%	56.39%	35,529,208,505.45	1.02%
格力电器	98.66%	78.64%	51,597,713,823.58	0.25%
中兴通讯	99.42%	70.34%	59,199,697,896.84	0.12%
美的电器	92.20%	61.04%	25,676,796,349.86	0.15%
双汇发展	99.98%	35.78%	2,405,381,872.00	0.04%
张裕 A	59.60%	33.21%	1,990,268,888.51	4.23%
云南白药	90.63%	42.17%	3,222,294,377.36	0.42%
鞍钢股份	100.00%	47.35%	49,774,592,494.38	0.02%
冀中能源	68.14%	50.57%	12,761,313,906.33	0.31%
西山煤电	46.72%	51.33%	14,864,747,141.16	1.23%
铜陵有色	100.00%	74.30%	23,908,195,798.68	0.02%
泸州老窖	51.31%	30.70%	2,466,904,831.80	9.46%
东阿阿胶	99.96%	21.69%	783,686,208.54	2.83%
潍柴动力	65.78%	55.20%	28,795,518,328.97	0.80%
太钢不锈	53.13%	63.94%	40,670,527,588.62	0.01%

4.3 我国企业隐性融资成本估算结果分析

4.3.1 财务危机成本估算结果分析

我国企业财务危机成本估算结果包括两个部分，一部分是企业预期财务危机发生概率，一部分是企业预期财务危机成本。本文选取的 25 家上市公司样本中，通过多元逻辑回归估算的预期财务危机概率大于 0.5(临界值，当概率 $P \geq 0.5$ 时，为陷入财务危机的可疑企业)的共 4 家，占样本总数的 16%；预期财务危机概率低于 0.5 的企业共 21 家，占样本总数的 84%。由于样本中各个企业的流动资产比例不同，预期财务危机成本估算结果差距较大，最高水平为鞍钢股份 28.39%，最低水平为三一重工、贵州茅台、五粮液和泸州老窖，均为 0.00%。

4.3.2 股权代理成本估算结果分析

我国企业股权代理成本估算结果包括非货币性收益支出和剩余损失两个部分。非货币性收益支出估算基于企业净利润率、流通股比例、经理人持股比例、资产负债率等因素进行，估算结果显示，共有 7 家上市公司非货币性收益支出水平超过 10%，占样本总数的 28%，其中最高水平为贵州茅台 33.27%；其余上市公司非货币性收益开支均在 10% 以下，占样本总数的 72%，其中最低水平为铜陵有色 0.45%。对于剩余损失的估算结果显示，我国企业剩余损失水平较低，样本中最高水平为贵州茅台 11.16%，最低水平为太钢不锈 0.01%。

第5章 控制我国企业融资成本的对策建议

上文根据我国企业的股权结构、债务结构等特点，综合分析了企业融资成本的影响因素，在此基础上构建出了适合我国企业的融资成本估算模型，并利用所选的流通市值最大的25家上市公司的数据进行了模型检验。该模型的建立为企业更好的进行融资决策，选择更有利的融资方式和融资渠道打下了良好的基础。但要想达到对融资成本的有效控制和管理，仅仅对融资成本进行准确估算是远远不够的，我们还要从企业内外部环境角度出发，探讨多方位对企业融资成本进行控制，从而真正达到降低融资成本、降低企业经营成本，提高企业市场竞争能力的作用。

具体来说，本文认为，从横向上，不同企业面临着不同的融资机会，采用的融资方式也各有不同；从纵向上，同一个企业在不同的发展时期，由于受到各种融资条件的限制，其采用的融资方式也会有差异。因此，对于企业而言，其在制定和实施融资策略时，必须考虑到每一种融资方式的特点，按照融资成本高低择优选择。本文认为，在控制企业融资成本的策略上，要从如下几个方面着手，对企业的内源、外源融资成本进行有效控制：

5.1 挖掘内部潜力，盘活企业现金流

许多企业由于疏于对资金的管理而导致资金使用效率低下、流动性变差的情形，有的企业甚至因为资金管理不善而造成资金链的断裂，从而不得不寻求外部融资，抬高了企业的融资成本。因此，从这个意义上来说，每个企业都应加强内部管理，深入挖掘企业内部潜力，盘活企业的现金流，提高资金的使用效率，降低外源融资成本。具体来说，企业应从以下几个方面来加强资金管理：

首先，提高企业从业人员对市场和效益的认识，根据市场需求优化产品结构，加强质量管理，并根据产品特点和消费者需求来制定营销策略，用销售来带动生产，减少库存占用水平，牢牢把握市场机遇，扩大企业的经营收益，提高企业的市场竞争力。

其次，妥善处理赊销和业务量的关系，抓好清欠和防欠工作，加速货款的回收。目前，商业信用已成为企业流动负债的一种主要方式，其主要通过交易双方的赊销、赊购来实现。这种经营方式，一方面可以促进赊销方的销售，减少产品的积压，但另一方面，也增大了该企业的坏账风险。一旦赊购方不能按时还款，则可能会造成销售方资金

链条的断裂。这种情况下，企业要么破产倒闭，要么寻求外部融资，但不论那种结局企业都要付出相应的代价，增加企业的融资成本，因此，对于企业来说，应适当控制其赊销规模，科学利用好促销政策，加强对欠款的管理工作，切实保证应收账款的回收。

最后，企业应适度控制融资规模。由于企业融资需要付出成本，因此其在筹集资金时，首先要确定融资规模的大小。筹资过多，或者可能造成资金的闲置浪费，增加融资成本；或者可能导致企业负债过多，加大财务风险。但如果企业筹资不足，则又会影响到企业投资计划及其它业务的正常开展。因此，企业在进行融资决策之初，要根据企业对资金的需要、企业自身的实际条件以及融资成本的高低等来确定企业合理的融资规模。一般来说，在实际操作中，企业在融资时优先考虑使用自有资金，然后再考虑外部融资，且其融资数额的多少，通常会受到企业自身规模、竞争实力以及企业发展周期的影响。因此，对于企业来说，其应建立对现金流量的动态跟踪和预测机制，有效利用资金使用的时间差，减少外源融资额，控制企业的融资规模，避免资金的浪费，杜绝“高存款、高贷款”现象的存在。

5.2 把握融资机会，选择最佳融资方式

所谓融资机会，是指由有利于企业融资的一系列因素所构成的有利的融资环境和时机。企业选择融资机会的过程，就是企业寻求与企业内部条件相适应的外部环境的过程，它会受到多种因素的影响。对于企业来说，其本身对整个融资环境的影响是有限的，其在大多数情况下只能适应外部融资环境而无法对其做出改变，这就要求企业发挥主动性，积极寻求并及时把握住各种有利时机，以最低的融资成本获得经营发展所需的资金，保障企业的持续经营。此外，外部融资环境是在不断变化的，企业融资决策要有超前的预见性，能够及时掌握国内外金融市场的各种信息，合理分析和预测企业的融资机会，寻求和把握最佳融资时机，以最低的融资成本为企业筹得所需资金。比如，如果是企业创业融资，则要关注利率的走势情况：如果利率趋势走高，应抢在加息之前办理贷款，这样可以在当年内享受加息前的低利率；如果利率走势趋降，在资金需求不急的情况下则应暂缓办理贷款，等降息后再适时办理。

此外，针对目前人民币不断升值的现状，国内企业应合理利用国际资本融资，积极参与国际资本运作，切实享受到人民币升值给企业国际融资带来的巨大优势，成功的降低融资成本，提高企业的经济效益。市场国际资本市场远较国内资本市场发育完善，因

而参与国际资本运作降低资金成本的机会很多。当前,部分企业已经通过提前归还外债、币种置换、境外发债等资本运作,成功地降低了资金成本,提高了企业的经济效益。

与此同时,对于企业而言,其还应该在分析融资机会时充分考虑具体的融资方式所具有的特点,结合本企业自身的实际情况,选择最优的融资方式,尽可能降低企业的融资成本。比如,对处于初创期的企业来讲,股票融资可能并不适合企业,这时企业可选择银行贷款融资;对于规模较大,且处于成熟期的企业来讲,其可根据自身的资金需求选择股票或债券融资。总的来说不同的融资形式有着不同的融资成本,这种成本有的表现在利率上,有的表现在费用上,企业应视自身情况,在满足融资需求的同时,尽量选择合适自己的方式,进行低成本融资。

5.3 制定最佳融资期限决策,寻求最佳资本结构

企业融资按照期限来划分,可分为短期融资和长期融资。一般来说,短期融资由于其风险较小,因而投资者所要求的报酬率较低,其融资成本相对来说也较低;反之,长期融资由于不确定性的增大,因而投资者需要更高的报酬率来补偿,从而导致该种方式融资成本的上升。举例来说,商业银行贷款一般分为短期贷款和中长期贷款,贷款期限越长,利率越高,如果资金使用、需求的时间不是太长,则企业应尽量选择短期贷款,这样可以节省利息支出,大大降低融资成本。

5.4 拓展融资空间,降低融资成本

由于我国企业的内部留存较为有限,因此多数情况下,企业经营所需资金是从外部获得的。在这种情况下,如果企业能够争取到国家政策的支持,获得财政补贴当然最好,但一般是机会有限,尤其是对于非国有的中小型企业来说。因此,对于大多数企业而言,其应该积极拓展企业的融资空间,以求从根本上降低企业的融资成本,增强企业的竞争实力。

首先,股权融资。对于经营业绩较好的上市公司来说,其可通过增发新股、配股等方式筹集资金。虽然股票的融资成本相对较高,但是利用股票融资可以优化企业的资本结构,降低企业的资产负债率,降低企业面临的财务风险。同时,较低的资产负债率也会向市场传递出企业经营状况良好的信息,从而可以吸引投资者,减少企业融资的阻力,优化企业形象,提高市场竞争力,为企业进行低成本再融资打下坚实基础。

其次,负债融资。如前文所述,目前我国企业采用较多的负债融资主要包括银行贷

款、商业信用和发行债券三种方式。对于银行贷款融资来说，良好的市场形象和市场信誉是企业低成本获得银行授信的基础。现阶段，银行贷款的融资成本主要是由于银企信息不对称造成的，企业对自身的生产经营状况拥有较多信息，而银行对企业并不了解，它只能通过外在的一些信息来判断授信的风险和收益，因此，企业对外提供的财务信息以及市场上的形象和口碑，就成为决定其能否获得以及能否以较低利率获得银行贷款的关键。而对于商业信用来说，企业应重视发展与供应商、分销商的良好稳定关系，提升企业信誉，根据企业及产品特点制定营销策略和信用政策，加强对应收账款的管理，诚信至上，互惠互利，从而最大程度上利用商业信用的优势，降低企业的融资成本。对于债券融资，由于我国对企业发行债券设定了较为严格的准入条件，因此，可利用债券融资的企业较少，但对于符合条件的优势企业，其可以通过发行可转换债券或公司债券，筹得成本较低的资金。

5.5 加强融资风险控制，防范融资风险引发的融资成本上升

股票融资的实际成本和承担的风险，短期内不一定比债务融资的高。但是，如果上市公司长期不分配股利或者分配很少，则将影响它的投资价值 and 股价、市场形象、再融资的能力。出于市场和股东的压力，上市公司不得不保持一定的分红水平，从而增加了股票融资的风险。

企业融资时，必须要高度重视融资风险的控制，尽可能选择风险较小的融资方式。企业高额负债，必然要承受较高的财务风险；企业采用股票融资，短期内其承担的风险可能并不比负债融资的高。但如果上市公司长期不分配股利则将影响投资者的预期，并最终影响企业的再融资能力和融资成本。由此可见，在企业融资过程中，选择不同的融资方式，其所承受的风险是不一样的。因此，对于企业而言，应采取如下方式来防范和管理融资风险：一是企业应进行融资方式组合，以分散融资风险，降低融资成本；二是企业应准确估算每一种融资方式的融资成本，并考量每一种融资方式对企业资本结构产生的影响，选择最佳融资方式，建立最佳资本结构。此外，应保持对企业的控制权，这也是企业控制融资风险和融资成本的一个重要方面。企业首次利用股票融资会导致企业经营权和所有权的分离，而利用股票进行再融资则可能会导致企业控制权的丧失。这不仅直接影响到企业的生产经营，而且还会使原有股东的利益遭受巨大损失，引发企业内部权力配置的波动，并最终影响企业的发展，增大企业的财务风险和融资成本。综上所述，我们应加强对融资风险的控制，防范融资风险引发的融资成本上升。

第6章 结论

企业进行融资决策，实际上是在对不同融资方式的融资成本进行比较、分析的基础上进行低成本融资方式选择的过程。从这个角度来说，融资成本是影响企业融资决策的重要因素。因此，能否对融资成本进行科学、系统、准确地估算，能否对企业融资成本进行适度控制就成为评价企业融资决策有效性的关键。本文根据现代融资理论的指导，结合我国企业的具体特点，构建出了我国企业融资成本的估算模型，并得出以下结论：

(1) 融资成本与资本成本是两个不同的概念，在对融资成本的估算中应明确二者的区别，具体来说，主要表现在成本动因、成本范畴以及时间范畴三个方面。

(2) 我国现有的融资成本估算模型并不适合我国企业的融资成本估算。本文从现有模型自身的假设条件过于严格、我国企业自身条件不足和我国资本市场功能不完善三个方面进行分析，指出现有模型并不适合我国企业，从而应结合我国企业的特点，构建出新的融资成本估算模型。

(3) 本文将融资成本划分为显性成本和隐性成本，并根据我国企业股权结构、负债结构等特点，结合现有模型的启示，构建出包括股权融资成本、负债融资成本和融资总成本在内的我国企业显性融资成本估算模型。又在对我国企业财务危机成本和股权代理成本问题产生的根源进行深入分析的基础上，构建出包括预期财务危机成本、股权代理成本在内的我国企业隐性融资成本估算模型。

(4) 在对融资成本进行科学、系统、准确估算的基础上，企业还应从挖掘内部潜力、把握融资机会、拓展融资空间、加强融资风险管理等方面着手控制企业的融资成本，帮助企业更好的进行融资决策，为企业的未来发展打下坚实基础。

综上所述，对融资成本的估算与控制是企业财务管理的一个重要方面，特别是针对目前我国企业广泛存在的融资难、融资成本高的现状，科学合理的估算和控制融资成本显得尤为重要。各种融资方式都有相应的融资成本，因此，对于企业而言，其应该在全面分析融资成本影响因素，合理、准确估算融资成本的基础上，选择最佳的融资方式或融资方式组合，最大化降低企业的融资成本和融资风险。

本文构建了适合我国企业的融资成本估算模型，并利用所选样本数据对其进行了检验，得到了一定的结论。但本文由于水平有限，只选取了流通市值最大的 25 家上市公司

来检验模型，相对于数量众多的上市公司而言，其所得到的结论并不具有统一的适用性，并且文章中对影响融资成本的因素的分析并不全面，在进行数据检验时只是机械的套用所建立的模型，因此所得到的检验结果可能与实际差别较大，这是本文的不足之处。今后，希望学者们在进行融资成本估算和控制研究时，能扩大样本容量，在获得有效数据的基础上，全面分析影响融资成本的因素，并结合我国企业的具体特点来构建估算模型，从而更好的为我国企业融资决策提供帮助和便利。

参考文献

- [1] Modigliani F. and Miller Merton H. The cost of capital , corporation finance and the theory of investment . American Economics Review ,1958
- [2] Harris M. A. Raviv. Corporate control contest and capital structure. Journal of Financial Economics, 1988 (20) :55-86
- [3] 肖作平, 吴世农. 我国上市公司资本结构影响因素实证分析. [J]. 证券市场导报, 2002 (8)
- [4] 胡国柳, 黄景贵. 资本结构选择的影响因素. [J]. 经济评论, 2006 (1)
- [5] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理和市场价值. [J]. 经济研究, 2003 (8)
- [6] 方媛. 公司治理与债务融资结构互动效应分析. [J]. 财会通讯 (综合版), 2007 (6)
- [7] 石永静. 中国上市公司投资者关系管理对股权融资成本的实证研究. [D] . 重庆大学, 2009. 4
- [8] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析. [J] . 经济研究, 2001 (11): 12-20
- [9] 章卫东,王乔. 论我国上市公司大股东控制下的股权融资问题. [J]. 会计研究, 2003 (11)
- [10] 叶康涛, 陆正飞. 中国上市公司股权融资成本影响因素分析. [J]. 管理世界, 2004. 5
- [11] Beaver. w. H. Financial Ratios as Predictors of Failures. Journal of Accounting Research, 1966 (9)
- [12] E. I. Altman Edward. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy , 1968 (23)
- [13] 顾群. 股权结构、控制权收益与上市公司债务融资代理成本. [J]. 财会月刊, 2011 (15)
- [14] 周继先. 信息共享、银企关系与融资成本——基于中国上市公司贷款数据的经验研究. [J]. 宏观经济研究, 2011. 11
- [15] 段新生, 葛令艳. 上市公司代理成本与负债融资关系的实证研究. [J]. 财会通讯, 2011 (27)
- [16] 廖世光, 杨朝军. 中国上市公司股权融资偏好与融资成本研究. [J]. 上海立信会计学院学报, 2005. 3
- [17] 魏卉. 终极控股股东、两权分离与股权融资成本. [J] . 经济与管理研究, 2011. 2
- [18] 吕长江. 代理成本的计量及其与现金股利之间的关系. [J]. 理财者, 2002 (2)
- [19] 张维迎. 产权激励与公司治理. [M]. 经济科学出版社, 2009
- [20] 蒋卫华. 论融资成本对我国企业融资方式选择的影响. [J]. 商业时代, 2011 (24)
- [21] 袁卫秋. 静态权衡理论与啄食顺序理论的实证检验. [J]. 数量经济技术经济研究. 2004 (2)
- [22] 张蕾. 我国企业融资成本估算体系的构建及应用研究. [D] . 西安理工大学, 2005. 5
- [23] 李蕾. 上市公司融资行为研究综述. [J] . 财会通讯. 2010. 5
- [24] 廖敏霞. 我国上市公司资本结构优化分析. [J] . 企业经济. 2010. 5
- [25] 徐伟. 上市公司股权融资成本及风险控制. [J] . 会计之友 (上旬刊). 2010. 4

- [26] 史淑霞. 上市公司股权代理成本影响因素实证分析. [J]. 财会通讯, 2009 (30)
- [27] 曹春艳. 关于资本成本的理论研究. [J]. 投资研究, 2010. 11
- [28] 刘涛. 从股权融资成本看上市公司股权融资偏好治理. [J]. 会计之友, 2011. 4
- [29] 提云涛. 我国上市公司股权融资偏好研究. [D]. 复旦大学, 2003. 4
- [30] 王金晶. 我国房地产上市公司融资成本影响因素研究. [D]. 西南财经大学, 2009. 12
- [31] 叶信才, 张运奇. 我国上市公司流通股融资成本率的实证分析. [J]. 资本市场, 2002. 4
- [32] Modigliani Franco, Miller. Merton H . Corporation Income Taxes and the Cost of Capital A Correction. American Economic Review, Vol. 53, 1963: 433-443
- [33] Merton H Miller. Debt and Taxes. The Journal of Finance, 1977
- [34] 廖理, 朱正芹. 中国上市公司股权融资与债权融资成本实证研究. [J]. 中国工业经济, 2003. 6
- [35] 杨峰, 陆正华等. 权益资本成本与公司治理相关性研究. [J]. 工业技术经济, 2007. 1
- [36] Ross Stephen A. Debt and Taxes and Uncertainty. The Journal of Finance, 1985, No. 3: 637-658
- [37] Myers S. C, N. Majliff. Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors do not Have. Journal of Financial Economics , 1984: 187-221
- [38] Jensen Michael C. and William Meckling. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976 (3): 326
- [39] 赵砚. 上市公司股权融资成本的实证分析——来自沪深 A 股上市公司数据. [J]. 会计之友, 2011. 10
- [40] 杨德明, 辛清泉. 投资者关系与代理成本——基于上市公司的分析. [J]. 经济科学, 2006. 3
- [41] 屈耀辉, 傅元略. 优序融资理论的中国上市公司数据验证. [J]. 财经研究, 2007 (2)
- [42] 翟华云. 上市公司融资研究. [J]. 财会通讯, 2010 (32)
- [43] 岳续华. 控制权收益与股权再融资偏好. [J]. 经济与管理研究, 2007 (12)
- [44] 胡国柳, 黄景贵. 资本结构选择的影响因素. [J]. 经济评论, 2006 (1)
- [45] Warner J. Bankruptcy Costs: Some Evidence, Journal of Finance, 1977 (32): 337-347
- [46] 赵连卿. 资本成本概念辨析. [J]. 财会月刊, 2000 (1)
- [47] 杨志泉. 我国上市公司股权融资偏好成因分析. [J]. 商业时代, 2010. 2
- [48] 潘敏. 资本结构、金融契约与公司治理. [M]. 中国金融出版社, 2002 (7): 52-63
- [49] 所罗门. 财务管理理论, [M]. 哥伦比亚出版社, 1963: 179-204
- [50] M. Miller, F. Modigliani. Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-1957. The American Economic Review, 1966
- [51] 张世荣, 傅承. 中国证券市场与上市公司融资结构问题研究. [J]. 南开经济研究, 2000(4): 62-68
- [52] 何琳. 商业信用的融资成本计算. [J]. 财会月刊, 2009 (36)

参考文献

- [53] 陈晓, 单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本? . [J] . 经济研究, 1999 (10): 456-50
- [54] Stephen A. Ross. Corporate Financial(5 Edition), Mc. Grawhill, 2000, E. I. Airman. A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. Journal of Finance, 1984 (39): 1067-1089
- [55] 沈艺峰, 田静. 中国上市公司资本成本的定量研究. [J] . 经济研究, 1999 (11): 46-50
- [56] L.Lang and R.Stulz . Contagious and Competitive Intra—industry Effects of Bankruptcy Announcements: An Empirical Analysis. Journal of Financial Economics, 1994. 8
- [57] Mc. Jensen. Agency Cost of Free Cash Flow-Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, May 1986 (2): 323-329
- [58] 陈很荣, 范晓虎, 吴冲锋. 西方现代企业融资理论评述. [J] . 财经问题研究, 2000 (8): 62-66
- [59] Ross, Stephen A. Debt and Taxes and Uncertainty. The Journal of Finance, vol. 40, No. 3, July 1985: 637-658
- [60] 晏艳阳, 陈共荣. 我国上市公司的资本结构与代理成本问题分析. [J] . 会计研究, 2001 (12): 28-33
- [61] 王丽娅. 企业融资理论. [M]. 中国经济出版社, 2004. 2
- [62] 陈耿, 周军. 企业债务融资结构研究. [J]. 财经研究, 2004 (2)
- [63] 袁国良, 郑江淮, 胡志乾. 我国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究. [J]. 管理世界, 1999 (3): 150-220

致 谢

三年的研究生生活在这个季节即将画上一个句号，而于我的人生它只是一个逗号，我将踏上又一个新的征程。三年的求学生涯在老师、亲友、同学的支持下，走的辛苦却也收获满满。在即将毕业之际，我思绪万千，心中充满了感激。

首先，非常感谢河北大学给了我这么好的深造的机会，三年的研究生学习，使我不但在学术上有了很大的提高，而且在会计实务操作上也有了很大幅度的提升。

其次，我要特别感谢我的指导老师贾国军教授。本文从选题、总体构思直到论文的撰写与修改，都经过了贾老师的悉心指导。贾老师渊博的学识、严谨的工作态度使我受益匪浅，并将激励我在未来的工作中不断进取。

同时我还要感谢各位导师组的老师，正是你们孜孜不倦的教诲使我能够顺利完成硕士学位的攻读，你们的潜移默化使我在这三年的学习生涯中积累了一笔宝贵的财富。

此外，我还要感谢我的同学、家人和朋友，在我求学的过程中，你们给予我莫大的支持和帮助，你们的关心和友爱激励我在求学路上不断探索。

最后向在百忙之中抽出时间对本论文进行评审及评阅的各位专家表示衷心的感谢！本论文撰写，参考并引用了许多作者的文献，他们的研究成果给了我极大的启迪和帮助，在此也表示衷心的感谢！

刘欣欣

2012年03月

攻读硕士学位期间取得的科研成果

《公允价值运用中的难题及应对措施》，《新财经》，2011年6月,总第129卷。