

摘 要

资本成本是金融学理论的核心。公司金融学的基本假设是，投资者向企业融资，他们期望有一定的投资回报，这种回报就构成了公司的融资成本。公司价值是用资本成本折现的一系列的现金流，而资本成本直接影响公司价值，对它的研究形成公司股东财富最大化前提下金融学的基础内容，这内容包括：如何投资（项目价值决策）；如何融资（资本结构决策）；为投资者提供多少回报（股利政策决策）。股利政策是指公司税后利润在向股东支付股利与企业内部留存收益之间的分配选择。股利政策是现代公司理财活动的三大核心之一，是公司筹资、投资活动的延续，是其理财行为的必然结果。我国国有上市公司，由于股权结构上的特殊性，其资本成本和股利政策上更具特殊性。因此对国有上市公司的资本成本和股利政策，特别是二者的关系进行研究，就变得十分必要。本文选择发行 A 股的沪深两市全部国有制造业上市公司 2004-2006 连续三年的数据作为样本数据，对我国国有上市公司的资本成本、股利政策及两者的关系进行了实证分析。

本文实证部分主要分为二个部分：第一部分，对资本成本、资本结构与股利政策的关系进行实证研究。这一部分主要包括两个方面：其一，提出假设，采用描述性统计和建立线性回归方程办法，分析了资产负债率、资本成本与每股现金股利的关系；其二，提出假设，采用描述性统计和建立 Logistic 回归方程办法分析了资产负债率、资本成本与是否发放现金股利的关系。第二部分，对资本成本、股利政策与股东财富最大化关系的进行了实证研究。这一部分主要是根据股东财富最大化这一理财目标，采用描述性统计和相关分析的办法，分析了股利报酬率、资本利得率与股权资本成本三者的关系。

论文研究的主要结论有：1. 我国国有上市公司的每股现金股利、是否发放现金股利与财务杠杆呈负相关关系；2. 我国国有上市公司的每股现金股利、是否发放现金股利与资本成本呈正相关关系，但相关关系不显著；3. 我国国有上市公司没能完成股东财富最大化的目标，即股东所获得的资本利得和股利报酬利率之和无法弥补其股权资本成本；4. 我国国有上市公司未能以股权资本成本为依据进行股利决策。文章最后针对实证研究的结论，对我国国有上市公司治理层及相关管理机构提出一系列政策建议，以强化我国国有上市资本成本观念，做出合理的股利政策决策。

关键词：资本成本、股利政策、股东财富最大化

Abstract

The cost of capital is the core of financial theory. The basic assumption of corporate finance is that the investors to the financing of enterprises. They expect a certain return on investment, such a return on the company's financing costs. Corporate value by the cost of capital is a series of discounted cash flow and capital costs directly affect the value of the company. The research of capital costs is the basic content of Finance under the premise of shareholders on a maximization of wealth. This includes: how to invest (the value of decision-making projects), how to finance (capital structure decision-making); provide investors with the number of returns (dividend policy decision-making). Dividend policy is that the after-tax profits as a dividend distributed to shareholders or as retained earnings retained in the enterprise. Dividend policy is of one the three core of modern company's financial activities. Dividend policy it is the extension of investment activities and fund-raising activities and it's the inevitable result of company's financial activities. Due to the special in equity structure, Chinese state-owned listed companies have their own particularity in cost of capital and dividend policy. Therefore it is the necessary to research on the cost of capital and dividend policies, particularly the relationship between the two of the state-owned listed companies. In this paper, we choose Chinese state-owned listed manufacturing company which issue a shares in Shanghai and Shenzhen cities for three consecutive years 2004-2006 as the data sample data and do empirical analysis on the relationship between the cost of capital and dividend policies.

Empirical part of this paper is divided into two main parts: the first part is the empirical research on the relationship between capital cost, capital structure and dividend policy. This section covers two main areas: First, asking assumption, using descriptive statistics and the establishment of the linear regression equation approach to analyze relationship between the assets and liabilities rate, the cost of capital and the per share cash dividend; Second, asking assumption, using descriptive statistics and the establishment of the Logistic regression equation to analyze relationship between assets and liabilities rate, the cost of capital and the payment of cash dividends . The second part is the empirical research on the relationship between the cost of capital, dividends and the maximization of shareholder wealth. This is according to the financial goals of the major shareholder wealth maximization. Using descriptive statistics and related analytical approach to analyze relationship between the rate of pay dividends, capital gains rate and the cost of equity capital .

The main conclusions of the paper are as follow. First, there is negative correlation between share cash dividend, the payment of cash dividends and financial leverage of Chinese state-owned listed companies. Second, there is positively correlation between share cash dividend, the payment of cash dividends and capital costs of Chinese state-owned listed companies, but this correlation is not significant. Third, Chinese state-owned listed companies not able to complete the objective of maximizing shareholder wealth, that is, shareholders receive capital gains and dividends paid interest rate is inability to recover its cost of equity capital. Fourth, Chinese state-owned listed failure to equity capital costs as the basis for decision-making dividends. Finally, at the end of the paper , we proposed a series of policies to Chinese state-owned listed companies' governance and relevant management agencies proposed in order to strengthen Chinese state-owned listed companies' concept of the cost of capital and make reasonable dividend policy decisions.

Key word: the cost of capital、dividend policy、maximization of shareholder wealth

独 创 性 声 明

本人郑重声明：今所呈交的《_____》论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的科研成果。尽我所知，文中除了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的内容及科研成果，也不包含为获得首都经济贸易大学或其它教育机构的学位或证书所使用过的材料。

作者签名：_____

日期：_____年____月____日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解首都经济贸易大学有关保留、使用学位论文的有关规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅、借阅或网络索引；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采取影印、缩印或其它复制手段保存论文。（保密的论文在解密后应遵守此规定）

作者签名：_____ 导师签名：_____ 日期：_____年____月____日

1 引言

1.1 研究背景及研究意义

我国从 1984 年发行第一支股票——飞乐音响至今，已有 23 个年头，从 1990 年上海证券交易所开业至今已有 17 个年头，1991 年深圳证券交易所成立距今也有 16 年。截至 2007 年底在中国沪深两市上市的公司共有 1640 家，几乎包括了各行各业的优势企业。中国证券业从无到有，从小到大，在经济发展中起到了越来越大的作用，取得了巨大的成就。但是，相对于国外成熟的证券市场来讲，还存在许多亟待规范、管理及研究解决的问题。其中最重要的两个研究领域就是资本成本与股利政策。

1958 年，米勒教授与莫迪格莱尼教授在《美国经济评论》第 48 卷中发表了他们对现代理财学产生奠基影响的伟大著作，即著名的《资本成本、公司理财与投资理论》。两位教授又分别于 1963 年 6 月、1966 年 6 月在同一杂志上发表了《企业所得税和资本成本：一项修正》与《电力公用行业资本成本的某些估计》两篇文章，形成并完善了 MM 理论。MM 理论中的新古典假设与现实不符，随后的许多其他理论都是在逐渐松弛 MM 理论的前提条件下对 MM 理论的进一步发展，包括顺序偏好理论、权衡理论、信息不对称理论、代理理论、信号理论等，对资本成本的研究不断深入。而在我国过去却长期存在着对资本成本的忽视这一问题。在过去几十年里，我国的财务理论界一直没有资本成本的概念，资本成本概念的出现也只是近几年的事情。特别是对股权资本成本的忽视，有些上市公司甚至认为股权是没有成本的，而仅用银行贷款利率来衡量企业资本成本。

股利政策的研究起源于西方，历经 40 余年，在理论上取得了巨大的突破，并且这些理论正在实践中不断地完善和发展。而在我国，由于我国股票市场发展较晚，在股利政策理论研究方面，可供指导的经验和参考的数据太少，因而在这方面的理论研究和实证分析都还处于探索阶段。再加上在我国上市公司财务管理实践中，决策者普遍对股利政策不够重视，使得我国目前的股利政策制定十分不规范，存在着诸如股利支付水平和支付时间随意性较大、股利分配形式繁多、股利政策不稳定等问题。

而我国国有上市公司，由于股权结构上的特殊性，其资本成本和股利政策上便更具特殊性。因此对国有上市公司的资本成本和股利政策，特别是二者的关系进行研究，就变得十分必要。

1.2 相关概念界定

1. 资本成本

资本成本是投资者投资于某一项资产或企业的机会成本，可以用投资者要求的必要报酬率来度量。在企业现有的投资者看来，资本成本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。

资本成本是金融学理论的核心。公司金融学的基本假设是，投资者向企业融资，他们期望有一定的投资回报，这种回报就构成了公司的融资成本¹。公司价值是用资本成本折现的一系列的现金流，而资本成本直接影响公司价值。对它的研究形成公司股东价值最大化前提下金融学的基础内容，这内容包括：如何投资（项目价值决策）；如何融资（资本结构决策）；为投资者提供多少回报（股利政策决策）。

2. 股利

股利是指企业的股东从企业取得的利润，是投资者将资本投入到企业所得到的回报。虽然不同的投资者在向企业投资时的动机各不相同，但最终可以归结为股东从企业所取得的回报，此即股东获得的股利。

3. 股利政策

股利政策是指公司税后利润在向股东支付股利与企业内部留存收益之间的分配选择。股利政策主要包括三方面内容：是否支付股利的选择，即是将当年可供分配利润的全部或部分用于支付股利，还是全部作为留存收益，不分配股利；股利政策的连续性；股利支付率的高低，即确定每股实际分配利润的高低。

股利政策是现代公司理财活动的三大核心之一，是公司筹资、投资活动的延续，是其理财行为的必然结果。恰当的股利政策，可以树立起良好的公司形象，激发广大投资者对公司持续投资的热情，从而使公司获得长期、稳定的发展条件和机会。

4. 国有上市公司

国有上市公司即国有控股的上市公司，指企业全部资产中国有资产（股份）相对其他所有者中的任何一个所有者占资产（股份）最多的企业。包括国有绝对控股的上市公司和国有相对控股的上市公司，国有股比例达到 50%及以上的上市公司，为国有绝对控股的上市公司；国有股比例为 30%—50%的上市公司，为国有相对控股的上市公司。

1.3 研究方法、研究思路和研究目标

本文采用实证研究和规范研究相结合的研究方法，先从理论上论述资本成本与股利政策的关系，并得出本文实证研究的假设，最后运用实证分析的方法，对本文提出的假设进行验证。

我国国有上市公司的资本成本是否与股利政策有相关性？如果有，那是怎

¹朱武祥，蒋殿春，张新．中国公司金融学．上海三联书店，2005

样的关系？又如何影响股利政策？本文首先基于国内外诸多学者对于资本成本和股利政策的理论与实证研究的成果进行规范的研究，然后结合我国国有企业的特殊性，本文作如下实证研究：

1. 采用 SPSS11.5 统计软件，使用描述性统计和建立回归方程的分析方法研究 2004 年-2006 年国有上市公司资本成本与股利政策的相关性。股利政策包括是否分配股利与每股现金股利的多少。

2. 采用 SPSS11.5 统计软件，使用描述性统计和相关分析的方法分析研究 2004 年-2006 年，国有上市公司股权资本成本、资本利得及股利政策三者的相关关系。

3. 综合上述两个实证结果，针对我国国有上市内部管理层及市场监管部门提出相关政策意见。

总而言之，通过以上的研究，本文拟研究得出我国国有上市公司资本成本与股利政策的关系，并得出相关结论和提出政策建议，以帮助国有企业进行合理的资本成本决策、股利政策决策，特别是能将两者的结合起来，做出正确的一系列政策决策，包括投资政策、融资政策、股利政策。

1.4 研究创新

1. 内容上的创新：综合以前的研究，无论从对资本成本的研究，还是对股利政策的研究来看，对两者关系的研究很少。本文把两者结合起来，对两者关系进行较为全面的、系统的研究。

2. 方法的创新：前人的研究对资本成本和股利政策关系的研究主要采用规范的方法，本文则是采用实证分析的方法，对两者的关系进行实证研究。

3. 研究对象上的创新：以我国国有上市公司为研究对象研究，分析我国国有上市公司的资本成本、股利政策及两者关系。

2 文献综述

2.1 资本成本文献综述

2.1.1 国外资本成本文献综述

2.1.1.1 资本成本估算模型在国外的研究现状

资本成本(Cost of Capital)是财务管理的核心概念之一, 资本成本的度量是金融学和理财学研究的重要领域。从目前来看, 资本成本的估算主要是指对负债资本成本、股权资本成本、平均资本成本的估算。其中平均资本成本的估算模型是指平均了负债资本成本与股权资本成本的估算模型。

1. 股权资本成本估算模型的研究

1964, 威廉.F.夏普(William. F. Sharpe)²等一批学者提出了资本资产定价模型(CAPM), 它预示着传统资本资产定价理论的建立。资本资产定价模型(CAPM)是在马柯维茨研究的基础上提出的, 它主要用于分析证券或证券投资组合的收益和风险之间的关系, 测算投资者在一定的风险水平下的期望收益。

此后, CAPM 模型一度成为研究的热点。关于模型的研究主要集中在修正发展和抛弃重建两个方面。对传统模型作出重要修正的主要有布莱克和莫顿等人。1972 年, 布莱克(Black)³对传统资本资产定价模型作出了重要修改, 他放弃了投资者可以按照无风险利率借贷的假设, 研究当无风险借款不可行的时候, 资本资产定价模型该如何进行调整, 并因此提出了两因素资本资产定价模型, 即“零-模型”

传统的 CAPM 模型只是一个单期模型, 即只作一期决策, 这与现实明显不符。因为投资者在投资过程中必定要不断地调整他们的投资组合, 而且许多资产的价格运动也并不能够由传统的来解释。对这一假设条件的放松产生了多期资本资产定价模型。而对此作出重要贡献的就是莫顿(Merton)⁴, 他假定时间是连续的, 建立了一个时间连续的、包含多个的 CAPM, 即多期资本资产定价模型(ICAPM)。莫顿的重大发现是确保了资本资产定价模型在每个时点上成立, 但需要考虑多个风险因子。但是, 他的研究却与传统的基本直觉相冲突, 一个资产若对财富的边际贡献大, 那么这个资产的价值也应该大。

而在另一个方向上, 最重要的发展是罗斯(Ross)提出来的套利定价理论

² Sharpe.William. Capital Asset Price:A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk. Journal of Finance,1964-, 19

³ Black.F. Capital Martek Equilibrium with Restricted Borrowing. Journal of Business, 1972, 45

⁴ Merton Robert C. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model [J] , 1973, 41

(APT)。

1976 年, 罗斯在《经济理论》一书中提出了套利定价理论⁵。这种理论的假设条件和研究思路完全不同于 CAPM 模型, 它基本上放弃了 CAPM 模型假设, 并根据在完全竞争和有效资本市场中不可能持续存在套利机会的基本假定, 推出了这一理论。APT 模型克服了 CAPM 模型固有的理论缺陷, 而且更能解决 CAPM 所不能解决的那些特例。此外, APT 模型考虑资本成本多个因素的敏感性, 可比 CAPM 模型更准确的计算资本成本。1980 年 Roll 和 Ross⁶及 1990 年 Trzcinka⁷的实证都表明 APT 允许更多的波动源, 因此能提供比 CAPM 更好的实证结果。但尽管理论认为除了市场风险外, 资产的收益还要受到其他多种因素的影响。但是却没有明确指明这些因素, 也没有说明有多少因素。

从套利定价理论提出以来, 关于因素的选择、因素的数量以及对它们的解释都曾引起学术界的热烈争论。其中, 具有代表性的有罗尔(Roll)和罗斯(Ross)以及陈(Chen)。

1980 年, 罗尔和罗斯在《商业学刊》上发表了一篇名为《ATP 的一个实证调查》的文章, 他们的研究表明, 在美国股票市场上, 至少有三个影响因素对其所研究的股票收益有显著的作用, 第四个因素的影响也存在, 但无充分的论据证明。

1986 年陈、罗尔和罗斯三人在《商业学刊》上发表《经济力量和股票市场》一文, 他们根据“分红折现模型”确认若干宏观经济变量将影响折现率和期望分红, 从而影响证券价格。其实证研究得出的影响变量主要有四个分别是: 不可预见的通货膨胀变动、不可预见的行业生产变动、不可预见的风险收益变动及不可预见的收益曲线的斜率变动。他们认为, 如果投资者是理智的, 那么只有这些变量中的不可预见因素对证券的价格和收益产生作用。但是, 并没有确定哪些变量影响证券的价格或收益。

对于股权资本成本估算模型的研究, 除了以上所提及的模型之外, 还有法玛(Fama)和弗兰士(French)在 1992 年提出的法玛-弗兰士三因素模型、折现现金流模型以及 2003 年 Gebhardt.Lee 和 Swaminathan 提出的剩余收益折现模型等。

法玛-弗兰士三因素模型是由 Fama 和 French⁸在 1992 年研究了 1963 年至 1990 年间在纽约证券交易所、美国证券交易所和 NASDAQ 交易的全部非金融类股

⁵ Ross.S. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. Journal of Economic Theory, 1976, 13

⁶ Roll.Richard W.and Stephen A.Ross. An Empirical Investigation of Arbitrage Pricing Theory. Journal of Finance, 1980, 35

⁷ Shukla,Ravi Kand Charles A. Trzcinal . Sequential Tests of Arbitrage Pricing Theory: A Comparsion of Principal Components and Maximum Likelihood Factors. Journal of Finace , 1990, 45

⁸ Fama,Eugene F.and Kenneth R. French. The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance 1992, 47

票之后得出的。他们的研究结论是公司规模、公司的账面价值与市场价值之比(BE/ME)等因素能够解释股票收益的大部分,而贝塔系数与股票收益之间没有关系。该理论沉重打击了CAPM模型。

1999年Fama和French⁹提出折现现金流模型,它可以把一类上市公司看作是一个大项目,使用内部报酬率来估算总资本成本。折现现金流模型把全部上市公司看作是一个项目,分析该项目在整个运作期间每年的现金流入和流出,求得每年的净现金流量,再计算出期末项目的终值。将这些净现金流量和终值折现到项目起点,使之分别与项目起点时的市场价值和账面价值相等,得到的折现率就是Fama和French定义的上市公司的价值内部报酬率和成本内部报酬率。折现现金流模型是基于预期未来现金流和折现率的一种估算模型。由于该模型的适用条件较为苛刻,因此研究成果较少。

2003年,Gebhardt, Lee和Swaminathan¹⁰一文中引入了剩余收益折现模型来计算股权融资成本。其研究表明,该模型在对股权成本的预测能力方面要优于传统的股权成本计算模型。剩余收益折现模型的含义是:企业面临的股权成本,即使企业未来净现金流现值与当前股票价格相等的内含报酬率。从数学角度而言,剩余收入模型等价于我们熟悉的股利折现模型。根据股利折现模型,股票价格为其预期股利的现值。

2. 平均资本成本估算模型的研究

20世纪60年代初,一些学者开始认识到企业资本成本在很大程度上要受到企业负债比例的影响,因此不能孤立地以每一种资本的成本来看待企业资本成本问题,而应该是负债资本成本与权益资本成本的加权平均。所以,企业资本成本开始被理解成是一个“加权平均资本成本”的概念,并在当时的学术界广为流行。而在此基础上产生了两种较为流行的加权平均资本成本模型。即所罗门的“现代公式”以及莫迪格利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)的“平均资本成本方法”。

1963年所罗门¹¹在《财务管理理论》一书里最先定义了“加权平均资本成本”并用公式表示出来,该公式明确地表达了资本成本在量上是一种“加权平均”的概念。

莫迪格利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)¹²1966年在《1954-1957年公

⁹ Fama, Eugene F. And Kenneth R. French. The corporate cost of capital and the return on corporate investment. Journal of Finance, 1999, 67

¹⁰ William R. Gebhardt, Charles M. C. Lee and Bhaskaran Swaminathan. Toward an Implied Cost of Capital. Journal of Accounting Research, 2003, 41

¹¹ 所罗门. 财务管理理论. 哥伦比亚出版社, 1963.

¹² Miller M. and Modigliani F. Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry: 1954-1957, The American Economic Review, 1966, 56

用电力行业资本成本的某些估计》一文里曾提出另一种计量“平均资本成本”的方法。从他们所提出的概念看，资本成本虽然还是一个平均的概念，但不再是加权平均的含义，而是表现为权益资本成本与负债比率的关系式。

2.1.1.2 资本成本影响因素在国外的研究现状

从目前来看，对于资本成本估算模型已进行了大量的探索研究，而对于资本成本影响因素的研究却相对较少。

Sudarsanam¹³在 1992 年，通过研究行业特征对企业融资成本的影响，得出了“一些行业特征，如资本密集程度、资本劳动比率和进入壁垒，如广告宣传等对于企业的系统性风险及资本成本有显著影响”的结论。

1997 年，Botosan¹⁴在信息披露程度越高、企业股权融资成本越低的假设基础上研究并发现，利用制造行业 115 家上市公司的数据，得出在那些较少受分析师关注的公司中高质量信息披露的公司将从资本成本的下降中获利。而在 2001 年，Welker¹⁵同样也研究了信息披露与企业股权融资成本之间的关系，但是他将公司信息披露分为财务信息披露和社会信息披露两类，并分别进行了研究，结果发现财务信息披露有助于降低企业股权融资成本，而社会信息披露反而导致企业股权融资成本的上升。

Singh 和 Nejadmalayeri¹⁶于 2004 年考察了企业国际化程度对融资成本的影响，其研究结果表明：企业的国际化程度与其资本成本呈负相关关系，即国际化程度越高的企业，其资本成本反而越低。

相对于那些只是从某一方面进行资本成本影响因素的研究相比，Gebhardt.Lee 和 Swaminathan¹⁷在 2003 年进行了较为大胆的尝试，他们采用线性回归的模型，全面考察了股票市场波动性、财务杠杆、信息环境、流动性、收益波动性、市场差异性和行业等因素与企业股权融资成本之间的关系。经过研究，他们得出如下结论：行业特征、账面市值比、长期增长率预测和分析师盈余预测差异能够较好地解释企业的资本成本差异，而且该相关关系在不同时期都具有较高的稳定性。

从国外的研究可以看出，对资本成本未得出统一有效的估算模型。从现有的研究情况来看，学者们已经对资本成本估算模型的研究进行了大量的探索，但是不同的学者在对模型的研究上却得出了不同的研究结论。因此，到目前为

¹³ Sudarsanam, P. Market and Industry Structure and Corporate Cost of Capital. The Journal of Industrial Economics, 1992, 40

¹⁴ Botosan, Christine.. Disclosure level and the cost of equity capital. Accounting Review, 1997, 71

¹⁵ Welker..M,Disclosure Policy.Information asymmetry,and liquidity in equity market".Contemporary Accounting Research.1995-11,802-827

¹⁶ Singh and Nejadmalayeri. Information and the cost of capital. Journal of Finance, 2004, 59

¹⁷ William R.Gebhardt,Charles M.C.Lee and Bhaskaran Swaminathan. Toward an Implied Cost of Capital. Journal of Accounting Research, 2003, 41

止对于资本成本的估算并未得到一个公认的、有效的模型。此外，多集中于研究资本成本的影响因素，并且偏重于资本成本某一方面的影响因素。

2.1.2 国内学术界有关资本成本的研究现状

国内学术界有关资本成本的研究既有定性分析也有定量分析。

定性的研究包括：张迎新¹⁸依据 MM 理论分析了公司资本成本与资本结构之间的关系；朱武祥¹⁹分析了资本成本理念及其在企业财务决策中的重要性；汪平²⁰从理论上论述资本成本的理念及计算，并提出了资本成本、股东财富与股票市场的有效运行三者的关系。

定量研究包括：陈晓、单鑫²¹考察了中国上市公司的债务融资策略对资本成本的影响，研究发现长期财务杠杆与上市企业的加权平均资本成本、权益资本成本存在显著的负相关关系，但短期财务杠杆则对资本成本没有显著影响。

沈艺峰、田静²²采用 Miller 和 Modigliani 方法估计了中国百货类上市公司的资本成本，结果显示 1995、1996、1997 年百货类公司的资本成本依次为 18.56%、16.39%和 8.47%。

王宁²³模型估算了 1994 年以前上市的上市公司 1994 年-1998 年期间的平均资本成本，研究发现商业类企业的平均资本成本最高(14.79%)，综合类企业的平均资本成本最低(6.52%)，其研究方法同样借鉴了 Miller 和 Modigliani 的工作。

朱武祥²⁴采用资本资产定价模型对我国上市公司 1997 年-2001 年的加权平均资本成本进行了计算，特别计算分析了 2001 年不同行业上市公司的资本成本。同时将我国资本成本与国外其他国家的资本成本进行比较。

陆正飞和叶康涛²⁵采用净收益模型计算上市公司的股权融资成本，并从企业成长性、企业风险、企业规模、破产成本等角度考察了上市公司股权融资成本的影响因素。研究结果表明：股权融资成本与企业规模、成长性正相关，但与企业风险、破产成本等因素无关。同时，各行业间的股权融资成本不存在显著差异。

张峥、孟晓静、刘力²⁶根据中国股票市场的特点对 Fama 和 French 方法进行

¹⁸ 张迎新. 企业的资本结构与资本成本. 山东经济, 1999, 4

¹⁹ 朱武祥. 资本成本理念及其在企业财务决策中的应用. 投资研究, 2000, 1

²⁰ 汪平, 理财目标论. 财会通讯(综合版), 2007, 1

²¹ 陈晓, 单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本. 经济研究, 1999, 9

²² 沈艺峰, 田静. 我国上市公司资本成本的定量研究. 经济研究, 1999, 11

²³ 王宁. 我国上市公司资本成本的比较. 中国工业经济, 2000, 11

²⁴ 朱武祥, 蒋殿春, 张新. 中国公司金融学. 上海三联书店, 2005

²⁵ 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析. 工作论文, 北京大学, 2003

²⁶ 张峥, 孟晓静, 刘力. A 股上市公司的综合资本成本与投资回报——从内部报酬率的视角观察. 经济研究, 2004, 8

了适当调整,通过估计 1990 年-2001 年沪深 A 股非金融行业上市公司整体以及各行业的价值内部报酬率和成本内部报酬率,为市场整体及行业的资本成本与投资回报率水平提供了一种度量。文章发现相对于高速的经济增长,中国上市公司的价值内部报酬率偏低,该证据与中国股票二级市场的价格被严重高估以及上市公司的过度融资动机相关。文章认为制度环境是造成二级市场股价过高的主要原因,而二元股权结构使上市公司具有内生的过度融资动机。

毛定祥²⁷利用我国上市公司 1997 年-2002 年的有关财务数据,建立了我国上市公司资本成本面板数据模型,运用该模型分析了我国上市公司资本成本与财务杠杆、企业规模的关系。结果表明,财务杠杆的提升、企业规模的扩大将使资本成本下降。

从国内的研究可以看出,国内的研究只要是采用国外的资本成本估算模型的对中国上市公司的资本成本进行估算。同时,多集中于研究资本成本的影响因素,并且偏重于资本成本某一方面的影响因素。

2.2 股利政策文献综述

2.2.1 国外股利政策文献综述

国外对股利的研究开始较早,从 MM 股利无关论开始对股利政策的研究从未间断。

自从 1961 年美国经济学家默尔顿·米勒和弗兰克·莫迪格利安尼(Merton Miller& Frank Modigliam)²⁸的开创性研究以来,所谓的“股利之谜”(Black)²⁹就引起了财务经济学家的广泛注意。MM 理论认为企业的股票价格与股利政策无关,股利政策不影响股价,企业的权益资本成本与股利政策无关,MM 理论成为现代股利政策理论的基石。

受 MM 理论启发,经济学家已经为股利政策提出了很多解释,其中比较重要的是追随者效应理论、信号理论和代理理论。

追随者效应理论认为,每个投资者所处的税收等级不同,有的边际税率高如富有的投资者,而有的边际税率低如养老基金等,前者偏好低股利支付率或不支付股利的股票,后者则喜欢高股利支付率的股票(Elton and Gruber)。

信号理论认为,管理当局与企业外部投资者之间存在着信息不对称,管理当局占有更多的有关企业前景方面的内部信息,企业可以通过支付股利发出未来盈利的信号(Bhattacharya)³⁰。

²⁷ 毛定祥. 上市公司资本成本面板数据模型与实证分析. 运筹与管理, 2005, 10

²⁸ Miller M.and F.Modiglian. Dividend Policy Growth and Valuation of Shares. Journal of Business, 1961, 34

²⁹ Black. The Dividend Puzzle, Journal of portfolio management,1976, 2

³⁰ Bhattacharya. S. ,Imperfect Information: Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy Bell. Journal of

股利分配代理成本理论是由詹森、迈克林(Jensen and Meckling)³¹和伊斯特布鲁克(Easterbrook)³²等学者创立,该理论重点研究公司股东、管理者和债权人三者的利益动机及分配关系,认为股东为避免自身利益损失,要监督约束管理者行为,势必导致代理成本,而股利支付可以降低代理成本。根据股利的代理理论,如果不将企业的利润支付给股东,那么管理者很可能将这些利润用来满足其个人利益,或者被管理者投资到不能赢利但却有利于增加管理者私人利益的投资项目中去。通过支付股利,内部人将公司利润返还给投资者,从而降低管理者与外部股东之间的代理成本。对小股东来说,与其将企业利润保留在企业,不如通过股利支付得到实实在在的分红。约瑟夫(Roseff)³³认为股利的支付一方面能降低代理成本,另一方面会增加交易成本。确定公司股利支付率是在这两中成本之间保持平衡,从而使总成本最小。

2.2.2 国内股利政策文献综述

国内对股利政策的实证研究较多,主要集中于以下几方面:

1. 影响股利政策的因素

国内关于上市公司选择股利政策的动机和影响因素的研究成果较多,由于选取的样本和采用的研究方法不同,结论也不尽相同。

吕长江和王克敏³⁴研究发现对于现金股利分配的公司,其股利支付水平主要受前期股利支付额和当期盈利水平及其变化;同时现金股利分配主要受到公司规模、股东权益、盈利能力、流动能力、代理成本、国有及法人控股程度及负债率等因素影响,而且公司的股票股利支付额与现金股利支付水平相互影响。

林海³⁵实证分析结果表明现金股利发放水平与收益存在相关关系,上市公司的收益水平越高,相应的股利支付水平也越高,而且收益水平较高的上市公司的现金股利与股票股利存在着相互替代关系。

杨淑娥³⁶实证研究结果表明现金股利主要受货币资金余额和可供分配利润两因素影响。

陈国辉和赵春光³⁷研究结论表明对现金股利有解释作用的因素主要有股票股利、净资产收益率、利润增长率和股票市价。

Economics, 1979, 85

³¹ Jensen, M.C. and W.H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4)

³² Easterbrook, F.H. Two Agency-cost Explanations of Dividends American. Economic Review, 1984, 74

³³ Roseff, M. Growth. Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio. Journal of Financial Research, Fall

³⁴ 吕长江, 王克敏. 上市公司股利政策的实证分析. 经济研究, 1999, 12

³⁵ 林海. 股利政策与上市公司收益的实证研究. 世界经济, 2000, 5

³⁶ 杨淑娥. 我国股利政策影响因素的实证分析. 会计研究, 2002, 2

³⁷ 陈国辉, 赵春光. 上市公司选择股利政策动因的实证研究. 财经问题研究, 2000, 5

赵春光等³⁸实证研究结果认为上市公司是否分配现金股利与是否分配股票股利、上年度是否分配现金股利和企业规模有关；每股现金股利大小与股票价格、市盈率、主营业务利润、是否分配股票股利有关。

吕长江和韩慧博³⁹实证研究结果认为在影响股利分配倾向的各因素中，盈利能力和经营风险是最主要的因素，盈利能力与发放现金股利概率呈二项式变动，经营风险与其呈相反方向变动。

原红旗⁴⁰实证研究结论发现我国现金股利政策是代理问题没有得到解决的产物，上市公司控股股东存在以现金股利从上市公司转移现金的行为；上市公司留存资金存在浪费行为，并非是股东利益最大化；规模大的公司倾向于选择现金股利。

李志彤和陈敏⁴¹研究结果表明：现金股利主要受净利润和可供分配利润两因素影响；另外还存在上市公司通过现金股利政策来调节其净资产收益率并使之达到再融资标准的行为。

刘淑莲和胡燕鸿⁴²研究结论表明相当一部分公司的现金分红超过其股权自由现金流量，其分红的现金来源于配股融资；上市公司现金分红和决策当期的每股收益和资产规模呈正相关，与资产负债率呈负相关；现金分红也与公司投资机会有关，相对来说，传统行业现金分红高于高科技行业。

伍利娜等⁴³研究发现，我国上市公司股本规模、流通股比例、大股东中证券投资基金个数、上市公司净资产收益率是否接近配股达标线区间[6%，7%]、上市公司年限、上市公司当年是否发放股票股利或进行股票转增，均是“异常高派现”的显著影响因素。

袁天荣和苏天红⁴⁴发现股利分配与资产规模、净资产收益、上市年限显著负相关，与公司的股权集中度正相关。公司治理结构的优化有利于制约上市公司的超能力派现行为。

李增福和唐春阳⁴⁵研究发现：行业是影响上市公司股利分配的重要因素之一，不同行业上市公司的股利分配具有显著的差异。

2. 股利政策能否传递信号

魏刚⁴⁶实证研究结果表明我国的证券市场还不健全，市场比较反感现金股

³⁸ 赵春光，张雪丽，叶龙．股利政策：选择动因——来自我国证券市场的实证证据．财经研究，2001，2

³⁹ 吕长江，韩慧博．股利分配倾向研究．经济科学，2001，6

⁴⁰ 原红旗．我国上市公司股利政策分析．经济研究，2001，3

⁴¹ 李志彤，陈敏．我国上市公司股利政策的影响因素的分析及假设检验．现代财经，2001，10

⁴² 刘淑莲，胡燕鸿．上市公司现金分红的实证分析．会计研究，2003，4

⁴³ 伍利娜，高强，彭燕．中国上市公司‘异常高派现’影响因素研究．经济科学，2003，01

⁴⁴ 袁天荣，苏红亮．上市公司超能力派现的实证研究．会计研究，2004，10

⁴⁵ 李增福，唐春阳．中国上市公司股利分配行业差异的实证研究．当代经济科学，2005，5

⁴⁶ 魏刚．我国上市公司股利分配的实证研究．经济研究，1998，6

利，却欢迎红股股利。而在西方的成熟股票市场，投资者大都关心的是能拿到手的现金股利，而不在乎虚有的送股。

陈晓等⁴⁷对我国上市公司首次红利分配政策进行实证研究，研究发现与股票股利、混合股利（现金和红股）相比现金股利市场反应最小。

陈伟等⁴⁸实证研究结果认为相比红股和配股而言，现金股利的市场反应最小；现金股利增加的市场反应也较为淡漠。

陈浪南和姚正春⁴⁹在研究股利能否作为有效的信号传递机制问题中，实证研究结果表明相对红股和配股而言，现金股利不能成为有效的传递机制。

俞乔和程滢⁵⁰实证研究结论发现无论首次分红还是一般的年度分红，市场对单纯发放现金股利相对于股票股利或者混合股利不敏感。而且，现金股利作为首次分红支付方式不受到市场欢迎，超额收益显著为负值。

何涛和陈晓⁵¹并没有采用累计超额收益法而是采用回归的方法，研究发现：绝对现金股利不能增加股东财富；现金股利的变化也不会对公众投资者的投资决策产生显著影响，同样不会对股东财富产生显著影响。

孔小文和于笑坤⁵²实证研究结果认为相对股票股利而言，现金股利市场反映较小；现金股利政策并不能传递公司未来盈利前景的信息。

曹媛媛和冯东辉⁵³研究发现我国上市公司遵循不稳定的股利政策，不稳定的股利政策使得股利变动不反映公司未来盈余的信息。

3. 代理问题与股利政策

Su⁵⁴的研究发现，管理层持股比例越高、股权集中度越高、国有股比例越小、福利支出越小，则中国上市公司越倾向于发放现金股利。对此的解释为：管理层持股比例越高和福利支出越小，则意味着代理成本较低，而股权集中度越高，意味着股东监督力度加大，这都会驱使管理层不会私吞自由现金流；而国有股比例越高，则会导致政治成本上升，即政府要求上市公司承担一些社会职能，导致公司可发放的现金股利减少。

⁴⁷ 陈晓，陈小悦，倪凡．我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究．经济科学，1998，5

⁴⁸ 陈伟．上海股票市场鼓励政策信息传递效应．中国管理科学，1999，3

⁴⁹ 陈浪南，姚正春．我国股利政策信号传递作用的实证研究．金融研究，2000，10

⁵⁰ 俞乔，程滢．我国公司红利政策与股市波动．经济研究，2001，4

⁵¹ 何涛，陈晓．现金股利能否提高企业的市场价值．金融研究，2002，8

⁵² 孔小文，于笑坤．上市公司股利政策信号传递效应的实证分析．管理世界，2003，6

⁵³ 曹媛媛，冯东辉．我国上市公司股利政策的信息内涵：基于股利政策稳定性的实证研究．系统工程，2004，2

⁵⁴ Su, Dongwei. Corporate finance and state enterprise reform in China, working paper. University of Akron, 2000

王信⁵⁵也试图从代理理论角度出发,解释中国上市公司为何倾向于低派现。他通过比较 A 股与 H 股上市公司在派现比例上的差异,认为中国 A 股上市公司低派现,是由于上市公司内部“一股独大”,从而上市公司倾向于不分红,以独自享有这部分剩余收益,最终损害小股东利益。然而,其研究过程缺乏严密性,仅仅凭 A 股与 H 股上市公司在派现率上的差异,便断定中国 A 股上市公司低派现是由于公司治理结构差异引起,而缺乏对其他影响因素的控制,如企业成长性、行业因素、企业规模等。此外,其研究结论也不能解释何以现金股利的市场反应不显著。

Lee 和 Xiao⁵⁶也从大股东掠夺角度分析了中国上市公司的股利政策,但得出的结论与王信的结论截然相反。他们认为,当大股东持股比例较低时,大股东通过发放现金股利所获得的掠夺收益较少,从而,此时股利政策的主要目的不是掠夺,而是信号发送;另一方面,当大股东持股比例较高时,通过发送现金股利可以获得较大的收益,从而倾向于发放股利。此外,上市公司还具有通过发放股利来降低净资产,以调节 ROE 达到配股资格的动机;同时,一旦配股成功,则大股东倾向于通过发放现金股利,进行圈钱。

Lee 等⁵⁷认为大股东持股比例越高,则越容易通过发放现金股利进行圈钱,该结论显然与我国股市对现金股利反应冷淡或甚至负反应的现象一致。但该文也存在一定的理论矛盾,例如:当大股东持股比例上升时,通过关联交易进行掠夺的难度将下降,而通过关联交易进行掠夺,并不需要像现金股利那样与小股东分享收益,显然,对大股东而言,此时通过关联交易进行掠夺的收益更高,那么,何以大股东还要偏好于发放现金股利。

陈信元、陈冬华和时旭⁵⁸采用案例研究法,也得出了与 Lee 等相似的结论。他们通过分析佛山照明的高额现金股利现象,探讨公司治理结构与现金股利之间的关系。他们首先采用事件分析法,考察了佛山照明高额现金股利政策的市场反应。研究发现市场对佛山照明的现金股利发放反应平淡。随后,作者将市场对现金股利发放反应冷淡的原因,归结为现金股利已成为大股东恶意套现的工具。

伍利娜、高强和彭燕⁵⁹从我国股市的制度背景、上市公司治理结构角度出发,采用 LOGISTIC 模型,分析了 2000 年-2001 年间上市公司的高派现行为。研究

⁵⁵ 王信. 从代理理论看上市公司的派现行为. 金融研究, 2002, 9

⁵⁶ Lee, C.J. and X. Xiao. Cash dividends and large shareholder expropriation in China. working paper, Tsinghua University, 2002:

⁵⁷ Lee, C.J. and X. Xiao. Cash dividends and large shareholder expropriation in China. working paper, Tsinghua University, 2002

⁵⁸ 陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究. 管理世界, 2003, 8

⁵⁹ 伍利娜, 高强, 彭燕. 中国上市公司‘异常高派现’影响因素研究”. 经济科学, 2003, 01

结果表明：公司股本规模越小、流通股比例越高、投资基金所持股份比例越高、ROE 越接近配股达标线、上市年限越短，则越容易发生异常高派现。这表明公司存在通过高派现来达到配股融资的动机，这一点与 Lee 等的有关结论一致。但与 Lee 等、陈信元等不同的是，他们并未发现大股东控股比例、股权集中度、国有股和法人股持股比例等与异常高派现行为存在显著相关性。

从国内的研究可以看出对于股利政策的研究，主要只是集中在股利政策的影响因素、代理问题与股利政策、股利政策能否传递信号等几个方面，而很少对股利政策与资本成本的关系进行分析。

2.3 资本成本与股利政策关系的文献综述

2.3.1 国外资本成本与股利政策关系的文献综述

法拉和塞尔文（Farrar 和 Selwyn）⁶⁰在 1967 年提出所得税差异理论（Tax Differential Theory）主张如果股利的税率比资本利得税率高，投资者会对高股利收益率股票要求较高的必要报酬率。因此，为了使资本成本降到最低，并使公司的价值最大，应当采取低股利政策。其一般的结论是：当资本利得税率低于股利税率时，少发股利的公司价值较高；当资本利得税率高于股利税率时，多发股利的公司价值较高。

Brennan⁶¹在资本资产定价模型中引入个人所得税因素，创造了税后资本资产定价模型。税后资本资产定价模型导出的均衡关系表明：考虑税收因素后，现金股利分配越高，期望的税前回报率越大。即：市场期望派现公司的税前收益率高于非派现公司。这意味着其他条件相同时，派现公司的股票价格会低于非派现公司。

Litzenberger 和 Ramaswamy⁶²扩展了 Brennan 的模型，考虑抵税的利息限制后认为受到这一限制的投资者更欢迎现金股利分配。Litzenberger 和 Ramaswamy⁶³以 NYSE 的公司为样本研究得出了和税后资产定价模型一致的结论：股票收益率和预期股利分配之间存在正的非线性关系。但对这种正相关的引致因素没有达成一致意见，且这类研究难以解释现实中大量的公司选择现金股利政策。

Fama 和 French⁶⁴的研究指出，根据三因素模型和典型的公司特征，资本成

⁶⁰ Farrar,Donald.E and Lee.L.Selwyn. Taxes,Corporate,Financial Policies and Returns to the Investors. National Tax Journal , 1967, 12

⁶¹ M. J .Brennan. Taxes,Market Valuation And Corporate Financial Policy. National Tax Journal Decem, 1970

⁶² Lizenberger R H, Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices. Journal of Financial Economics, 1979, 7

⁶³ Robert.H.Litzenberger and Krishna Ramaswamy. The Effects of Dividends on Commom Stock Price:Tax Effects of Information Effects. The journal of finance , 1982, 2

⁶⁴ Fama Eugene, Kenneth French. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 1993, 33

本与股利支付率之间不存在特别显著的相关关系。

Barclay 和 Smith⁶⁵的研究表明,股利代表了将现金流分配给信息投资者的一种较为合理的方式,这是投资者面临信息充分的经理人的逆向选择成本。由于经理人具有信息优势,所以如果在开放市场上进行股票回购,则会减少公司股票的流动性,增加交易成本,反过来又会增加公司的资本成本。

DeAngelo⁶⁶指出,股利政策涉及到由留存收益导致的自由现金流的代理成本与支付股利可能引起的新发行成本之前的权衡。他们认为具有日趋减少的增长机会的公司会发现支付更多的股利是最优的。

Grullon⁶⁷等也有相同的观点,他们认为应根据作为风险水平下降标志的大额现金支付而做出成熟期假定,即一个公司从高增长阶段转移到低增长阶段。这些研究的一个含义就是高股利支付的公司应当具有较低的资本成本。

Meenakshi Sinha⁶⁸等通过前瞻性的潜在资本成本作为期望收益的度量方法,研究了资本成本与公司股利支付水平以及对于发放股利和股票回购两种分配政策的选择之间的关系。他们的研究发现资本成本随着股利支付水平的降低而降低,但是一旦控制了直接风险要素,结论着相反。同时他们的研究发现在不考虑股利的税收缺陷的前提下,支付中的股利集中度越高,资本成本就越低,并且股利集中度越高与资本成本的负相关关系在低增长性公司要高于高增长型公司。同时研究没有发现支持资本成本应该在股利集中时增长这一假设的证据。

Hoberg 和 Prabhala⁶⁹指出,风险,特别是特殊风险,是公司是否选择支付股利的一个重要因素,进行股利支付的公司股利/总支付与资本成本之间存在着负相关关系。即支付更多股利的公司比那些回购股票的公司具有更低的资本成本。

2.3.2 国内资本成本与股利政策关系的文献综述

冯曰欣⁷⁰从理论上论述了资本成本与股利政策的关系,认为在委托代理理论和信息不对称的条件下,公司经理应以资本成本决策股利支付,贯彻资本成本观念。公司经理资本成本观念是在资本成本机制下形成的,需要具备一定的条

⁶⁵ Barclay, M. J. and C. W. Smith Corporate payout policy: cash dividends versus open-market repurchases, *Journal of Financial Economics*. 1988, 22

⁶⁶ DeAngelo H., L. DeAngelo. The irrelevance of MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics*. 2006, forthcoming

⁶⁷ Grullon, Gustavo, Roni Michaely and Bhaskar Swaminathan, Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity, *Journal of Business*. 2002, 75

⁶⁸ Meenakshi Sinha, Jayanthi Sunder and Bhaskar Swaminathan, Payout Policy and Cost of capital, Working Paper SSRN, 2006

⁶⁹ Hoberg and Prabhala Disappearing dividends: The importance of idiosyncratic risk and irrelevance of catering, University of Maryland, Working Paper SSRN, 2005

⁷⁰ 冯曰欣. 基于资本成本的股利决策分析. 中央财经大学学报, 2007, 3

件。我国上市公司股利支付的随意性表明，公司经理缺乏资本成本观念，其原因在于资本成本作用机制所要求的条件不具备，因此，规范上市公司股利支付行为应从健全资本成本作用机制所要求的条件入手。

汪平⁷¹采用规范分析的方法，根据从理财目标的角度论证了在理论上分析了资本利得、股利所得和股东要求的必要报酬率即股权资本成本的关系，指出了企业资本利得、股利所得之和应该满足股东的股东要求的必要报酬率。因此，企业要依据股权资本成本制定合理的股利政策。

汪平、巩方亮⁷²从资本成本、理财目标的角度论证了企业理财行为与股票市场之间的密切的相关关系，以“股东财富最大化目标实现指数（AI）”为重要指标，评价上市公司之于股票投资者、之于股票市场的贡献。通过数据显示，我国大部分样本企业是没有完成股东期望的报酬率，也即说明资本利得与股利所得未能满足股权资本成本。他们实际支付给股东的财富是少于股东要求的财富的。企业绩效比较好的企业则会给股东带来比较多的实际财富，从而其实现指数也比较高。

从对国内外资本成本与股利政策的关系的研究现状看来，对二者关系的研究都集中于采用规范的方法从理论上进行分析，而实证的研究比较缺乏，且只集中于某一方面。因此本文从实证的角度，通过资本结构、理财目标的角度分析了资本成本与股利政策的关系。

⁷¹ 汪平．理财目标论．财会通讯(综合版)，2007，1

⁷² 汪平，巩方亮．资本成本、股东财富与股票市场．财会通讯(综合版)，2007，6

3 理论基础

3.1 资本成本与股利政策

3.1.1 资本结构、资本成本与股利政策

新优序融资（Pecking Order）理论，又称融资顺序理论。是在罗斯信号理论的研究基础上，Myers 和 Majluf⁷³吸收权衡理论、代理理论以及信号传递理论的研究成果，提出了优序融资理论(pecking-order)。

早期梅耶斯认为投资者对资本成本的兴趣起源于信息效应，即企业资本结构的变化会引起企业股票价格的波动。从总平均水平来看，企业债务资本水平的变化向市场传递了一个关于企业价值变化的信号，当企业股权资本成本随着债务成本增加而减少时，企业再融资能力增强，企业价值也随之增加，反之亦然。因此，梅耶斯关于新优序融资理论的基本观点是，企业偏好内源融资；在外源融资中，企业优先考虑安全性较好的债权进行融资，最后才是股票融资。

后期梅耶斯和 Majluf 吸收权衡理论、代理理论以及信号传递理论，对优序融资理论进行了完整地阐述。他们认为，信息非对称来源于控股权和管理权的分离，在非对称信息条件下，经理人员作为内部人比市场和投资者（外部人）更了解企业收益和投资的真实状况，外部人只能根据内部人所传递的信号来重新评价自己的投资决策。首先，企业在融资决策过程中，由于管理者较潜在的投资者更了解企业的实际价值，如果投资项目 NPV 为正，该项目能盈利，如果一定要外部融资，那么代表原股东利益的管理人员不会发放新股，以免将信息传递给外界，从而将利益转移给新股东。因此，即使新的投资项目 NPV 为正，也会给原项目的股东否决。假如公司计划用发行新股的方式为新项目融资，股价将被低估，为此投资者的收益水平会超过新投资项目的 NPV，这就意味着原有股东发生损失。最后，当公司以内源融资和无风险债务融资等不会被市场低估的方式进行融资，新项目仍会被原有股东接受。

总之，新优序融资理论认为，在信息不对称条件下，企业内部经营者比外部投资者更了解企业投资和收益的情况。如果投资项目有很好的获利前景，作为代表老股东利益的经营者不愿发行新股以免新项目的投资收益转让给新股东。在投资者预期到经营者的上述思维模式后，会将发行新股当作不利信号，认为其前景不佳。因此新股发行会使股价下跌，此时债权融资要优于股权融资。另一方面，多发行债券又使企业受到财务风险成本增加的制约。因此，企业最为稳妥的融资选择是保留盈余进行内部融资。这样不仅可以避免外部融资所造

⁷³ Myers and NS Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, 1984, 2

成的企业价值下跌，而且可以确保原有股东的利益。在企业保留盈余不足以满足项目投资的资金需要的情况下，企业外部融资的最优选择应当是债务融资，直到因债务融资导致企业可能发生财务危机时，才最后考虑发行股票。

根据新优序融资理论企业偏好内源融资，也就是留存收益融资。这就意味着企业要采取不发放或少发放股利的股利政策，将收益留存于企业。同时将收益留存于企业，会导致资本结构发生变化，即股权比例的上升，而债权比例的下降。而计算加权平均资本成本使用的权数，实质上就是企业的资本结构。因此股利政策与资本成本有着紧密的关系。

3.1.2 资本利得、资本成本与股利政策

目前我国企业理财的目标有多种。包括利润最大化、每股收益最大化、利益相关者价值最大化、股东财富最大化和企业价值最大化等目标。其中最具有影响力和代表性的是股东财富最大化。

股东财富最大化是指通过企业的合理经营，采用最优的财务决策，在考虑货币时间价值和风险报酬的情况下，使企业的净资产价值达到最高，从而使所有者的收益达到最大。这一目标考虑了企业每天必须面对的两个现实因素：风险因素和货币时间价值。在股份制或公司制企业，用股东最大化目标替代利润最大化或资本利润率最大化及每股赢余最大化目标有利于克服企业的严重短期行为，有利于正确处理企业的收益和风险之间的关系、短期利益和长远利益的关系。这主要是因为，实现股东财富最大化要求企业必须持续发展，企业收益持续上升，股价稳中有升，股东财富才能达到最大。要实现这一点，企业就必须正确处理收益和风险的关系、短期利益和长远利益的关系。

股东财富最大化是目前国际上被众多大型公司普遍采用的理财目标。

卡普兰（Copeland）指出，现在多数发达国家和地区的管理者都把重心放在股东价值的提高上。因为在美国和许多欧洲国家，基于股权的各种报酬形式在多数高层管理者的报酬中变得越来越重要；而且自 1982 年以来，美国股市和欧洲股市情况良好，因此家庭在股票上的投资比例有很大的增加，也就是说，就市场渗透而言，股票变得非常重要，其中既有直接的股票投资，又有间接地通过共同基金、养老金账户以及自定认缴计划进行的股票投资。在这种情况下，旧的劳资观念已经过时，股东也不再是什么特殊人群，而是我们自己。随着越来越多的人成为股东，支持将股东价值作为公司目标的呼声日益强劲⁷⁴。

卡普兰等还从信息的角度论证了追求股东财富的合理性，“价值（现金流量折现）之所以最佳，全在于它是要求完整信息的唯一标准。为判断价值创造，必须具备长远观点，能够在损益表和资产负债表上处理所有现金流量，并了解

⁷⁴ 汤姆·卡普兰等，价值评估——公司价值的衡量与管理，中国大百科全书出版社，1997，7

如何在风险调整基础上比较不同时期的现金流量。没有完整的信息，几乎无法作出妥善决定，而其他绩效标准，都不需要完整信息⁷⁵。”

一个公司要想增加股东的财富，途径主要有两种：一是支付给股东股利，二是提高股票的市场价格。从股东角度来讲，前者为股东带来股利所得，后者为股东带来资本利得。从多数上市公司的经验来看，通常是把股利和资本利得作为股东获取报酬的两种主要方式。

即：股东报酬=股利所得+股票资本利得

相应的股东报酬率应该等于股利报酬率和股价增长率之和：

即：股东报酬率=股利报酬率+股价增长率

而资本成本的本质是投资者要求的必要报酬率，股权资本成本的本质是股东要求的必要报酬率，因此二者在数值上应该相等。

在一个有效率的股票市场上，股票价格的上涨取决于公司在未来时期创造现金流量的实力，创造现金流量越多，股票价格上涨的幅度越大，速度越快。股利所得从某种意义上讲，决定于公司的股利政策，是企业实际的现金支付；而资本利得则取决于公司股票的价格的上涨。在所有的财务决策中，股利政策是最能够反映管理当局对于股权投资者态度的一个财务政策，也是最能够反映股东财富最大化理财目标是否得以贯彻的一个财务政策。根据前文所述，股票投资者的报酬通常包括股利和资本利得两部分。表面上看，资本利得取决于公司股票的行市，与公司理财行为没有直接关联，纯属外部因素。但股利政策的实质恰恰要突破这一表面现象，就是说，企业要通过合理的股利政策，要在主观上（即所谓的目标追求上）满足股东对于投资报酬率的要求，即使股市无从把握也是如此，这正是股利政策之所以作为一个重要的财务政策的原因所在⁷⁶。

汪平，巩方亮根据股票财富最大化理论衡量了，股权资本成本、股利所得和资本利得之间的关系。研究认为股票投资者财富最大化实现程度可以按照股票投资者财富最大化实现指数⁷⁷来度量。

$$\text{股票投资者财富最大化实现指数(Realization Index, RI)} = \frac{\bar{R}}{R}$$

式中： $\bar{R}$ 是股票投资者实际报酬率水平，包括股利所得与资本利得； R 是股票投资者要求报酬率水平，即股权资本成本。根据实现指数的高低可以把公司划分为如下三类：

1. $\frac{\bar{R}}{R} > 1$ ，进取型公司，同时，股票被低估；

⁷⁵ 汤姆·卡普兰等. 价值评估——公司价值的衡量与管理. 中国大百科全书出版社, 1997, 7

⁷⁶ 汪平. 理财目标论. 财会通讯, 2007, 3

⁷⁷ 本文的实证研究中采用了这一指标

2. $\frac{\bar{R}}{R} = 1$, 理财目标实现公司, 同时, 股票被公允定价, 市场均衡;
3. $\frac{\bar{R}}{R} < 1$, 衰退型公司, 同时, 股票被高估。

从公司理财的角度讲, 只要使实现指数等于 1, 即股票投资者实际获得的报酬率刚好等于他们所要求的报酬率, 就意味着实现了理财目标, 股东财富最大化的要求也得到了满足。此时企业的财务状况就是最佳的财务状况, 投资决策、融资决策等重要的财务决策也实现了最佳状态; 股票投资者的期望收益与实际收益相等, 股票市场实现均衡。实现指数低于 1, 则意味着公司没有实现股东所要求的报酬率水平, 投资者在承担了相应风险的情况下, 没有获得预计所应该得到的报酬, 是一项失败的投资。如果实现指数低于 1 成为股票市场中的一种常态, 投资者要么放弃投资理念, 致力于投机获利; 要么退出市场, 规避股票风险。作为一个理性的股票投资者, 他肯定会放弃实现指数低于 1 的股票, 而去购买实现指数等于或大于 1 的股票。实现指数大于 1, 则意味着公司向投资者转移了过多的、超过他们期望的财富, 是高速增长中公司常见的情形。但公司股利政策的合理性与科学性会要求将这种大于 1 的情形控制在一定的范围之内⁷⁸。

3.2 资本成本计算

3.2.1 加权平均资本成本

计算资本成本时, 采用 Joel Dean 在 1951 年出版的《资本预算》中提出的, 后经 Solomon 等人推广的加权平均资本成本的计算方法。即计算企业资本成本是采用各项资本成本的加权平均数。公式为:

$$K=WACC=K_D(1-T)(D/V)+K_E(E/V)$$

其中, K 、 $WACC$ 是企业的加权平均资本成本, K_D 为税前债务成本, K_E 为股权资本成本, T 为企业所得税税率, D 为债务的市场价值, E 为企业股权的市场价值, $V=D+E$, 为企业的市场价值。

该模型从资本由股权和债务构成出发, 说明加权平均资本成本是企业不同筹资方式(股权和负债)的市场价值的加权成本。

3.2.2 股权资本成本

在单独测算股权资本成本方面, 目前应用较为广泛的工具有: 资本资产定

⁷⁸ 汪平, 巩方亮. 资本成本、股东财富与股票市场. 财会通讯, 2007, 3

价法 (CAPM)、多因子模型法、历史平均收益法、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。关于股权资本成本的估算方法, 长期以来都是理财学界争议的一个重大问题, 也没有得到一个普遍认可的方法, 本文选用经典的 CAPM 模型来估算股权资本成本, 这主要是因为: 1、CAPM 模型简单易懂、理念清楚、操作方便; 2、从成本收益的角度看, 已有的研究表明, 即使考虑到市场组合收益率之外的因素, 对于估计结果的精度的改进依然不大, 且考虑的因素越多, 计算的过程就越复杂, 计算过程中出现误差的可能性就越大。3、国内外的学者在研究股权成本时大多采用 CAPM 模型, 便于比较借鉴。

根据 CAPM 模型, 股权资本成本由公司的系统风险决定, 公式为:

$$K_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

其中: K_i 指股票 i 的期望收益率; R_f 指无风险收益率, β_i 指股票 i 的市场风险系数 (风险度量), 它是度量公司股票收益率对市场收益率的敏感性; R_m 指平均股票要求的收益率; $(R_m - R_f)$ 是投资者为承担超过无风险收益的平均风险而要求的额外收益, 即市场风险溢价。

1. R_f 的测算

R_f 是无风险收益率, 但现实市场中并没有完全无风险的资产, 美国通常采用三个月政府债券的年收益率, 它比较好地表示了无风险利率的指标特征。

在我国, 绝大多数学者在计算无风险收益率时也采用相同方法, 将中国的国债利率套用为无风险利率。但由于短期国债利率期限短, 很难与公司被折现的现金流期限对应, 即存在再投资风险。而如果国库券的期限较长, 其价格水平对通胀带来的意外变化过于敏感。所以, 本文选择 10 年期的国库券利率作为无风险利率, 这样既可以避免再投资风险, 又可以避免国库券价格水平对通胀带来的意外变化过于敏感。

2. $R_m - R_f$ 的测算

$R_m - R_f$, 表示市场风险溢价, 反映整个证券市场相对于无风险收益率的溢价。许多关于 CAPM 模型中权益成本的争论都集中在市场风险溢 (Market Risk Premium, 简称 MRP) 的计算上。对于这种无法通过多元化来化解的系统风险, 市场给予投资者的补偿到底应该如何计算, 美国 Stern Stewart 公司给出了一个似是而非的计算方法: MRP 等于美国市场平均风险溢价 $\times$ (中国股市月收益标准差/中国股市收益月平均)/美国股市月收益标准差/美国股市收益月平均), 而后根据此方法给出了一个假设值 6% 作为中国股市的 MRP 值。

此外, 也有研究认为, 某企业普通股风险溢价相对于自己发行的债券来讲, 大约在 3%-5% 之间, 当市场利率达到历史性高点时风险溢价通常较低, 在 3%

左右；当市场利率出于历史性低点时，风险溢价通常较高，在 5% 左右，但通常采用 4% 的平均风险溢价。

而据《21 世纪经济报道》（2001 年 7 月 16 日）资料显示清华大学也计算出一个中国市场的 MRP 为 9%。

我们采用历史数据来估计市场风险溢价，用我国股市各年的股指收益率的平均数替代 R_m ，而采用 10 年期的国库券利率作为 R_f 。

3. β_i 的测算

总体来说，在实际中估算公司 β 值主要有三种方法：1. 使用公司的会计数据得到的会计 β ；2. 利用公式法从影响 β 值的因素考虑而得到的基本 β 值，3. 利用历史数据得到的回归 β 值。

对于第一种方法，由于我国上市公司普遍存在盈余管理和收益平滑的现象，使用会计数据计算 β 并不合适，而对于第二种方法使用基本公式计算十分复杂，实践中很少有人使用，所以本文采用第三种方法，即利用历史数据得到的回归 β 值。根据这种方法，回归方程如下

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon$$

其中： R_{it} 指 i 股票在 t 时刻的收益率时刻， R_{mt} 用股指数计算的市场收益率 ε 是回归残差， α 为常数， β 是回归系数也就是股票的 β 值。

3.2.3 债务资本成本

债务成本衡量公司为筹资而借入资金的现行成本，即假设公司现在进行债务融资时需要向投资者承诺的收益率。

估计债务成本的方法在西方发达国家主要有以下两种：1、是用公开发行的债券的到期收益率来估算债务成本。这种方法是基于债务的市场价格。在这种方法下，债务成本就等于公开发行的债券的到期收益率。2、是用风险加成法估算债务成本。在这种情况下，可以考虑另外一种变通的方法来估算出债务成本，即通过无风险收益率的基础上加上依据这些公司的债务评级确定的一定幅度的风险溢价来估计债务成本。

在西方发达国家以上两种估计债务成本的方法之所以比较流行，是与这些国家证券市场发展程度较高和利率市场化密不可分的。特别是高度发达的债券市场，这使得通过债券的市场价格估计债务资本成本变得十分方便。

而在我国，由于企业债券市场很不发达，且利率不是市场化的，所以用以上的方法很难去估计上市公司的债务成本。同时，我国企业的债务融资主要以银行融资为主，债券融资只占很小的比例。在这种情况下，我们在估计企业债务成本时，可以将银行的贷款利率（通常为 3-5 年银行长期贷款的利率）作为一个很好的参考指标。

4 实证分析

4.1 数据来源

本文主要分析国有上市公司的数据，数据均来自于“中国金融数据在线”（<http://59.151.53.254/>）及其分析系统，并将所选取数据与“中国证券网”（<http://www.cnstock.com>）及“中国证监会网站”（<http://www.csrc.cn>）等财经网站的数据和专项统计进行核实，并补充缺失数据，以尽可能减少误差并保证数据的完整性。

4.2 样本选取

考虑到行业差异，不同行业的上市公司在资本成本、股利政策等方面都存在着较大差异，为了避免由于行业原因造成的结果差异，我们选择了以制造业上市公司为样本进行分析。之所以选择制造业为样本是因为国内上市公司特别是国有上市公司以制造业为主，具有很强的代表性，而且只有制造业可以获得足够多的样本数量。

由于研究期间我国上市公司 2007 年的年报信息尚未公布。因此，我们选择发行 A 股的沪深两市全部国有制造业上市公司 2004-2006 连续三年的数据作为样本数据。此外，剔除下列样本：

1. 剔除数据有缺失的国有制造业上市公司
2. 剔除存在奇异值的国有制造业上市公司
3. 剔除上市时间不满三年的国有制造业上市公司。这是考虑到我国国有上市公司普遍存在“一年赢、两年平、三年亏”的现象，上市不足三年的公司大多含有盈余操纵的现象。

综合考虑上述因素，得到的样本数量如表 4.1 所示：

表 4.1 样本数量情况表

	2004	2005	2006	总数
国有制造业上市公司数量	293	219	131	633
选区的制造业上市公司样本数	274	202	114	590
样本选取比例	93.52%	92.24%	87.02%	93.21%

4.3 资本成本、财务杠杆与股利政策的实证研究

4.3.1 指标选择

1. 资本成本：

计算资本成本时，采用 Joel Dean 在 1951 年出版的《资本预算》中提出的，后经 Solomon 等人推广的加权平均资本成本的计算方法。即计算企业资本成本是采用各项资本成本的加权平均数。公式为：

$$K=WACC=K_D(1-T)(D/V)+K_E(E/V)$$

其中， K 、 $WACC$ 是企业的加权平均资本成本， K_D 为税前债务成本， K_E 为股权资本成本， T 为企业所得税税率， D 为债务的市场价值， E 为企业股权的市场价值， $V=D+E$ ，为企业的市场价值。

2. 现金股利：

上市公司的现金股利发放水平的主要衡量指标采用的是每股现金股利。需要强调的是本文主要研究现金股利的发放情况，而股票股利和转增股本等其他股利发放形式不在本文讨论范围内。

$$\text{每股现金股利} = \text{股利总额(普通股现金股利)} / \text{年末普通股股份总数}$$

3. 资产负债率

资产负债率反映企业财务杠杆的一个重要指标。它反映了企业总资产中负债的比例，即总资产中有多大的比例是通过负债取得的。同时资产负债率也是衡量企业资本结构的因素。

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

4. 公司规模（控制变量）：

学术界在研究公司规模这一控制变量时，分别采用了多种不同的方法，有的研究者以总资产的自然对数作为代理变量，有的采用销售总额的自然对数作为代理变量，还有的采用的股票总市值的自然对数作为代理变量。本文考虑制造业上市公司的总资产数额较大的特点，选择采用总资产的自然对数作为公司规模代理变量，并作为控制变量引入模型。

4.3.2 描述性统计结果

采用 spss11.5，对国有制造业上市公司相关数据进行描述性统计分析，分析结果如下表 4.2-表 4.7：

表 4.2 2004-2006 国有制造业上市公司每股现金股利的描述性统计结果

年份	样本数量	最小值	最大值	平均值	标准差
2004	274	0.00	0.70	0.103	0.1104
2005	202	0.00	0.60	0.108	0.1141
2006	114	0.00	0.60	0.115	0.1172
总体	590	0.00	0.70	0.110	0.1131

表 4.3 2004-2006 发放现金股利国有制造业上市公司的每股现金股利的描述性统计结果

年份	样本数量	最小值	最大值	平均值	标准差
2004	227	0.014	0.70	0.123	1.1354
2005	172	0.010	0.60	0.127	1.0915
2006	71	0.020	0.60	0.129	1.1914
总体	470	0.010	0.70	0.125	1.1274

从表 4.2、表 4.3 的统计结果可以看出 2004 年-2006 年发放现金股利国有制

制造业上市公司共有 470 家, 占总体样本数的 76.66%。而三年国有制造业上市公司的每股现金股利均值为 0.110 元/股, 而三年内发放现金股利国有制造业上市公司的每股现金股利均值为 0.125 元/股。

2004 年-2006 年国有制造业上市公司的每股现金股利均值分别为 0.103 元/股、0.108 元/股、0.115 元/股。而 2004 年-2006 三年发放现金股利国有制造业上市公司的每股现金股利均值分别为 0.123 元/股、0.127 元/股、0.129 元/股, 三年发放现金股利国有制造业上市公司分别为 227 家、172 家、71 家。占总体样本数的比例分别为 82.85%、85.15%、62.68%。可以看出股利支付水平总体上呈现逐年上涨的趋势。

表 4.4 2004-2006 国有制造业上市公司股权资本成本的描述性统计结果

年份	样本数量	最小值	最大值	平均值	标准差
2004	274	0.54%	15.54%	6.34%	0.0319
2005	202	5.66%	12.46%	9.21%	0.0126
2006	114	6.93%	14.58%	11.13%	0.0299
总体	590	0.54%	15.54%	10.27%	0.0311

从表 4.4 可以看出国有制造业上市公司 2004-2006 三年股权资本成本的总体均值为 10.27%, 三年股权资本成本的均值分别为 6.34%、9.21%、11.13%, 呈逐年上涨的趋势。

表 4.5 2004-2006 国有制造业上市公司债权资本成本的描述性统计结果

年份	样本数量	最小值	最大值	平均值	标准差
2004	274	2.12%	5.76%	4.31%	0.0059
2005	202	3.33%	6.11%	4.53%	0.0034
2006	114	3.72%	6.82%	5.06%	0.0041
总体	590	2.12%	6.82%	4.87%	0.0061

从表 4.5 可以看出国有制造业上市公司 2004-2006 三年债权资本成本的总体均值为 4.87%, 三年债权资本成本的均值分别为 4.31%、4.53%、5.06%, 呈逐年上涨的趋势。

表 4.6 2004-2006 国有制造业上市公司加权平均资本成本的描述性统计结果

年份	样本数量	最小值	最大值	平均值	标准差
2004	274	2.27%	9.73%	5.93%	0.0261
2005	202	4.11%	12.46%	8.49%	0.0153
2006	114	5.31%	14.04%	9.86%	0.0205
总体	590	2.27%	14.04%	8.71%	0.0307

从表 4.6 可以看出国有制造业上市公司 2004-2006 三年加权平均资本成本的总体均值为 8.71%, 三年加权平均资本成本的均值分别为 5.93%、8.49%、9.86%, 呈现出逐年上涨的趋势。

从表 4.4、表 4.5、表 4.6 可以看出, 从 2004 年-2006 年的三年时间内, 国有制造业上市公司无论是股权资本成本, 还是债权资本成本都呈逐年上涨的趋势, 从而也导致国有制造业上市公司加权平均资本成本也呈现出逐年上涨的趋

势。

表 4.7 2004-2006 国有制造业上市公司资产负债率的描述性统计结果

年份	样本数量	最小值	最大值	平均值	标准差
2004	274	13.85%	90.91%	54.18%	16.41%
2005	202	8.63%	96.64%	51.37%	15.68%
2006	114	10.47%	94.80%	51.26%	15.77%
总体	590	1.40%	13.04%	52.66%	15.42%

从表 4.7 可以看出国有制造业上市公司 2004-2006 三年资产负债率的总体均值为 52.66%，财务杠杆适中。三年资产负债率的均值分别为 54.18%、51.37%、51.26%，呈现出逐年下降的趋势。

4.3.3 资产负债率、资本成本与每股现金股利的回归分析

根据新优序融资理论企业偏好内源融资，也就是留存收益融资。这就意味着企业要采取不发放或少发放股利的股利政策，将收益留存于企业。因此，当企业没有外源融资的情况下，不发放或少发放股利会引起资产负债率的提高，从而使资产负债率与每股现金股利之间呈现负相关关系。同时，加权平均资本成本的计算公式中所采用的权数就是债权和股权占总资产的比例。而根据新优序融资理论，债权资本成本低于股权资本成本。因此，资产负债率的提高，会导致资本成本的降低。而资产负债率与每股现金股利之间呈现负相关关系，那么资本成本与每股现金股利应存在正相关关系。据此，我们提出假设 1 与假设 2：

假设 1：资产负债率与每股现金股利负相关

假设 2：资本成本与每股现金股利正相关

对于该假设我们采用建立回归模型的方式，对 2004-2006 三年的资产负债率、资本成本与每股现金股利进行回归分析。回归模型如下：

$$CD = \alpha + \beta_1 WACC + \beta_2 B/A + \beta_3 LNA + \varepsilon$$

其中：CD——每股现金股利

WACC——加权平均资本成本

B/A——资产负债率

LNA——资产的自然对数

β_i ——相关系数

回归分析的结果如表 4.8、表 4.9 所示：

表 4.8 方程拟和程度及显著性

	R^2	调整后的 R^2	F	p
2004	0.094	0.084	9.359	0.000
2005	0.204	0.192	16.966	0.000
2006	0.176	0.107	10.674	0.000

从表 4.8 可以看出 2004 年-2006 年的三个回归方程的整体拟和度不高，调整后的 R^2 分别只有 0.084、0.192、0.107。但是方程都通过的检验。方程的显著性 F 为 17.382、16.966、10.674，F 检验对应的 p 值均为 0.000，在 0.05 的水平下显著。

表 4.9 每股现金股利与资本成本、资产负债率的回归系数

变量	资本成本	资产负债率	资产自然对数
2004	0.01 (0.744)	-0.102 (0.011)	0.035 (0.000)
2005	0.06 (0.354)	-0.010 (0.007)	0.059 (0.000)
2006	0.03 (0.288)	-0.101 (0.008)	0.041 (0.000)

表格中括号上边的数为投资与各融资因素变量之间的 Pearson 相关系数，括号中的数为 5% 显著性水平下投资与各因素相关程度的单尾显著性系数 p

从表 4.9 可以看出 2004 年-2006 年国有制造业上市公司资产负债率与每股现金股利负相关，三年的相关系数分别为-0.102、-0.010、-0.101。相关系数均不大，说明每股现金股利与资本成本的负相关关系较弱。同时三年的相关系数在 5%的水平上都是显著的，对应的 p 分别为 0.011、0.007、0.008。国有制造业上市公司资产负债率与每股现金股利显著弱负相关。

从表 4.9 可以看出 2004 年-2006 年国有制造业上市公司资本成本与每股现金股利正相关。三年的相关系数分别为 0.01、0.06、0.03。相关系数均较小，说明每股现金股利与资本成本的正相关关系较弱。同时三年的相关系数在 5%的水平上都不是显著的，对应的 p 分别为 0.744、0.354、0.288。国有制造业上市公司资本成本与每股现金股利弱正相关关系缺乏显著性。

4.3.4 资产负债率、资本成本与是否发放现金股利的回归分析

根据新优序融资理论企业偏好内源融资，也就是留存收益融资。这就意味着企业要采取不发放或少发放股利的股利政策，将收益留存于企业。因此，当企业没有外源融资的情况下，不发放或少发放股利会引起资产负债率的提高，从而使资产负债率与是否发放现金股利之间呈现负相关关系。同时，加权平均资本成本的计算公式中所采用的权数就是债权和股权占总资产的比例。而根据新优序融资理论，债权资本成本低于股权资本成本。因此，资产负债率的提高，会导致资本成本的降低。而资产负债率与是否发放现金股利之间呈现负

相关关系，那么资本成本与是否发放现金股利与应存在正相关关系。据此，我们提出假设 3 与假设 4

假设 3：是否发放现金股利与资本成本负相关

假设 4：是否发放现金股利与资产负债率正相关

对于该假设我们采用建立 Logistic 回归模型的方式，对 2004-2006 三年的资本成本与每股现金股利进行 Logistic 回归分析。Logistic 回归模型如下：

$$\text{LogisticCD} = \alpha + \beta_1 \text{WACC} + \beta_2 \text{B/A} + \beta_3 \text{LNA} + \varepsilon$$

其中：CD——每股现金股利

WACC——加权平均资本成本

B/A——资产负债率

LNA——资产的自然对数

β_i ——相关系数

回归分析的结果如表 4.10、表 4.11、表 4.12 所示：

表4.10 Logistic回归方程显著性检验

		2004		2005		2006	
		Chi-square	Sig.	Chi-square	Sig.	Chi-square	Sig.
Step1	Step	16.335	.001	11.824	.008	13.956	.001
	Block	16.335	.001	11.824	.008	13.956	.001
	Model	16.335	.001	11.824	.008	13.956	.001

从表4.10可以看出2004年-2006年的Logistic三个回归方程，所有回归系数不同是为零，解释变量全体与LogisticCD之间显著相关。2004-2006三年的卡方检验观测值分别为16.335、11.824、13.956，对应的p值分别为0.001、0.008、0.001，在0.05的水平下显著。

表4.11 Logistic回归方程拟合程度检验

	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
2004	234.818	.058	0.096
2005	157.906	.057	0.100
2006	196.486	.057	0.091

从表 4.11 可以看出 2004 年-2006 年的 Logistic 三个回归方程的整体拟和度不高，-2 倍的对数似然函数都较大，分别达到了 234.818、157.906、196.486。而 Nagelkerke R Square 值都接近于 0，分别为 0.096、0.100、0.091

表4.12 是否发放现金股利与资本成本、资产负债率Logistic回归系数

	变量	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
2004	资产负债率	-2.132	0.015	4.146	1	0.042	0.941
	资本成本	0.061	0.162	0.314	1	0.577	0.119
	Ln 资产	0.755	0.284	11.867	1	0.005	2.127
2005	资产负债率	-0.025	1.029	3.926	1	0.088	0.975
	资本成本	0.044	6.256	0.137	1	0.786	1.045
	Ln 资产	0.818	0.219	11.820	1	0.004	2.266
2006	资产负债率	-1.326	1.2195	3.678	1	0.041	0.101
	资本成本	0.047	9.5355	0.069	1	0.836	0.316
	LN 资产	0.792	0.2505	10.254	1	0.002	2.210

从表 4.12 可以看出国有制造业上市公司 2004 年-2006 年当企业资产负债率低时企业倾向于发放现金股利，相关系数分别为-2.132、-0.025、-1.326，相关系数差异较大，在 2004 年资本成本与是否发放股利呈较强负相关性，在 2005 年资本成本与是否发放股利负相关性较弱。而且 2005 年 Wald 检验的相关系数在 5%的水平上不是显著的，对应的 p 为 0.088、资产负债率低与 LogisticCD 负相关关系缺乏显著性。而 2004 年和 2006 年 Wald 检验的相关系数在 5%的水平上都是显著的，对应的 p 分别为 0.042、0.041、资产负债率与 LogisticCD 显著负相关。

从表 4.12 可以看出国有制造业上市公司 2004 年-2006 年当企业资本成本较高时企业倾向于发放现金股利，相关系数分别为 0.061、0.044、0.047，相关系数较小，即资本成本于是否发放股利呈正相关性。但是三年 Wald 检验的相关系数在 5%的水平上都不是显著的，对应的 p 分别为 0.577、0.786、0.836。资本成本与 LogisticCD 正相关关系缺乏显著性。

4.4 资本成本、股利与股东价值最大化关系的实证研究

4.4.1 变量及公式选取

1. 股东财富最大化实现指数

我们将股东财富最大化实现指数（RI）定义为股东的实际报酬率除以股东要求的报酬率，用公式表示即：

$$RI = \frac{\overline{R}}{R}$$

2. 股东的实际报酬率

本文选用资本利得加上现金股利作为股东的财富。以年初股票的市价作为股东年初的投入，则股东本年实际的报酬率=资本利得率+股利报酬率，其中：
资本利得率=股价增长率=（期末股票价格-期初股票价格）/期初股票价格

股利报酬率=每股股利/期初股票价格

其中，本年度公司如果没有发放现金股利，则这些公司股东的现金股利收入为 0。关于资本利得，我们是运用 1 月份第一个交易日的股票收盘价作为期初投入的价格，用 12 月份最后一个交易日的收盘价作为期末的价格，然后用期末价格减去期初价格作为资本利得。资本利得率为资本利得除以期初股票价格。

3. 股东的要求报酬率

股东的要求报酬率，是股东投资所期望达到的回报率，也相当于投资过程中的一个机会成本，也就是股权资本成本。资本成本的实质乃是机会成本，是投资者在向目标公司投入资本时，在证券市场上所放弃掉的、与公司风险水平相当的投资机会的报酬率水平。

4.4.2 描述性统计

采用 spss11.5，对国有制造业上市公司股东财富最大化目标实现指数等其他变量进行描述性统计分析，分析结果如下：

1. 国有制造业上市公司股东财富最大化目标实现指数（RI）的描述性统计。
见表 4.13

表 4.13 国有制造业上市公司股东财富最大化目标实现指数（RI）概况

RI	2004		2005		2006		总体	
	公司数	占总数比	公司数	占总数比	公司数	占总数比	公司数	占总数比
RI<0	16	5.84%	125	61.88%	18	15.79%	159	26.95%
0<RI<1	238	86.86%	13	6.44%	22	19.30%	273	46.27%
RI>1	20	7.30%	64	31.68%	74	64.91%	158	26.78%
总数	274	100.00%	202	100.00%	114	100%	590	100.00%

我们把所有的样本公司按照实现指数小于 0、小于 1 但大于 0 和大于 1 分成三类。从表 4.13 中可以看到，2004 年-2006 年三年国有制造业上市公司 RI<0 的有 159 家公司，占有样本公司数的 26.95%。当指数 0<RI<1 的时候，有 273 家公司，占有样本公司总数的 46.27%。RI>1 时有 158 家公司，只占到总数的 26.78%。总体上 RI 小于 1 的公司有 432 家。而 RI 大于 1 的只有 158 家公司，也就是说，只有 26.78%的样本公司能够给予股东所要求的回报，即股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率大于股权资本成本，而 73.22%的公司实际支付给股东的报酬是小于股东所要求的报酬的，即股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率小于股权资本成本。其中，RI 小于 0 的公司有 159 家，就是说 32.84%的公司给予股东任何实际的财富是小于 0 的，说明股东只是投资了但是并没有得到任何报酬。这些数字说明了，2004 年-2006 年我国上市公司大多数并未完成股东的预期要求，只有 158 家样本公司完成了股东财富最大化的目标，股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率弥补了股权资本成本。

从表 4.13 中可以看到，2004 年-2006 年三年国有制造业上市公司 RI<0 的

分别有 16 家、125 家、18 家，分别占各年样本公司数的 5.84%、61.88%、15.79%。当指数 $0 < RI < 1$ 的时候，分别有 238 家、13 家、22 家，分别占各年样本公司总数的 86.86%、6.44%、19.30%。 $RI > 1$ 时分别有 20 家、64 家、74 家，分别占各年样本公司数的 7.30%、31.68%、64.91%。也就是说，从 2004 年-2006 年三年国有制造业上市公司中分别有 7.30%、31.68%、64.91% 的样本公司能够给予股东所要求的回报，即股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率之和大于股权资本成本，这些样本公司完成了股东财富最大化的目标。此外，我们还可以看到，从 2004 年-2006 年 $RI > 1$ 的上市公司占各年样本总数的比例逐年增加，特别是 2006 年，有 64.91% 完成了股东财富最大化的目标。也就是说越来越多的公司股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率之和可以弥补股权资本成本，公司实现了股东财富最大化的目标。

2. 影响国有制造业上市公司股东财富最大化目标实现指数（RI）的各指标的描述性统计。见表 4.14

表 4.14 影响 RI 的各指标的描述性统计

	指标	最小值	最大值	平均值	标准差
2004 (274)	资本利得率	-86.69%	76.62%	-23.99%	22.42%
	股利报酬率	0.00%	9.52%	1.41%	22.55%
	股东的实际报酬率	-83.16%	79.22%	-22.58%	22.68%
	股权资本成本	0.54%	15.54%	6.34%	3.19%
	RI	-82.75	14.6783	-4.77	5.0660
2005 (202)	资本利得率	-83.58%	1151.27%	17.38%	158.92%
	股利报酬率	0.00%	9.63%	3.37%	8.57%
	股东的实际报酬率	-83.16%	1202.03%	20.76%	165.26%
	股权资本成本	5.66%	12.46%	9.21%	1.26%
	RI	-82.74	243.79	2.84	14.6783
2006 (114)	资本利得率	-49.15%	303.81%	47.68%	66.14%
	股利报酬率	0.00%	14.62%	1.95%	26.30%
	股东的实际报酬率	-49.15%	306.53%	49.63%	66.60%
	股权资本成本	6.93%	14.58%	11.13%	2.99%
	RI	-5.74	21.65	4.46	6.6597
总体 (590)	资本利得率	-86.69%	1151.27%	4.02%	158.92%
	股利报酬率	0.00%	14.62%	2.18%	26.30%
	股东的实际报酬率	-83.16%	1202.03%	6.21%	165.26%
	股权资本成本	0.54%	15.54%	10.27%	3.10%
	RI	-82.75	243.79	0.062	14.6783

其中：括弧内为样本数量

从表 4.14 可以看出我国国有制造业上市公司 2004 年-2006 年的 RI 平均数为 0.062，小于 1。这表明我国国有制造业上市公司总体没能完成股东财富最大化的目标，股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率之和小于股权资本成

本。三年平均资本利得率和股利报酬率分别为 4.02%、2.18%，对应得股东的实际报酬率为 6.21%，而股权资本成本为 10.27%。股东所获得的实际报酬率无法弥补其股权资本成本。

此外，从表 4.14 可以看出我国国有制造业上市公司 2004 年的 RI 平均数分别为-4.77。这表明 2004 年我国国有制造业上市公司总体没能完成股东财富最大化的目标，股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率之和小于股权资本成本。平均资本利得率和股利报酬率分别为-23.99%，1.41%，对应得股东的实际报酬率为-22.18%，而股权资本成本为 6.34%。股东所获得的实际报酬率无法弥补其股权资本成本。而 2005 年和 2006 年的 RI 分别为 2.84、4.46，大于 1。这表明 2005 年、2006 年我国国有制造业上市公司总体能完成股东财富最大化的目标，股东获得的现金股利收益率与资本利得收益率之和大于股权资本成本。2005 年平均资本利得率和股利报酬率分别为 17.38%，3.37%，对应得股东的实际报酬率为 20.76%，而股权资本成本为 9.21%。2006 年平均资本利得率和股利报酬率分别为 47.68%，1.95%，对应得股东的实际报酬率为 49.63%，而股权资本成本为 11.13%。股东所获得的实际报酬率可以弥补其股权资本成本。

4.4.3 股利报酬率与资本利得率、股权资本成本相关分析

根据上述分析，企业应根据其股权资本成本、资本利得率进行股利政策的决策，以使其股东所获得的实际报酬率，即资本利得率和股利报酬率之和，可以弥补其股权资本成本。因此我们对股利报酬率与资本利得率、股权资本成本相关性分析，分析结果见表 4.15

表 4.15 我国国有制造业上市公司股利报酬率与资本利得率、股权资本成本相关性系数

	2004			2005			2006		
	股权资本成本	资本利得	股利收益率	股权资本成本	资本利得	股利收益率	股权资本成本	资本利得	股利收益率
股权资本成本	1	0.084 (0.166)	0.059 (0.333)	1	0.027 (0.707)	0.024 (0.733)	1	0.056 (0.462)	0.042 (0.436)
资本利得	0.084 (0.166)	1	-0.168 (0.006)	0.027 (0.707)	1	0.728 (0.000)	0.056 (0.462)	1	0.280 (0.004)
股利收益率	0.059 (0.333)	-0.168 (0.006)	1	0.024 (0.733)	0.728 (0.000)	1	0.042 (0.436)	0.280 (0.004)	1

表格中括号上边的数为投资与各融资因素变量之间的 Pearson 相关系数，括号中的数为 5% 显著性水平下投资与各因素相关程度的单尾显著性系数 p

从表 4.15 可以看出 2004 年-2006 年我国国有制造业上市公司股利报酬率与股权资本成本的相关系数分别为 0.059、0.024、0.042，相关系数较小，可见股利报酬率与股权资本成本的呈正相关关系，即在当股权资本成本较高时，股利报酬率也较高。但是这种正相关性是不显著的。三年的显著性系数 p 分别为 0.166、0.733、0.462。在 5%的水平下不显著。这种不显著性，验证了我们以上

描述性统计的结论，即我国国有上市公司股利政策存在随意性，没有按照股东财富最大化这一理财目标进行股利政策的决策，股东所获得的实际报酬率无法弥补其股权资本成本。

5 研究结论及政策建议

5.1 研究结论

1. 我国国有制造业上市公司的每股现金股利、是否发放现金股利与财务杠杆呈负相关关系:

根据新优序融资理论企业偏好内源融资,也就是留存收益融资。这就意味着企业要少发放股利,同时导致股权融资比例的上升,而债权融资比例的下降,从而导致财务杠杆减少。因此,企业偏好内源融资,采用少发放现金股利的股利政策,会导致财务杠杆下降,从而使每股现金股利、是否发放现金股利与财务杠杆呈负相关关系。

2. 我国国有制造业上市公司的每股现金股利、是否发放现金股利与资本成本呈正相关关系,但相关关系不显著。

根据新优序融资理论企业偏好内源融资,也就是留存收益融资。这就意味着企业要少发放股利,同时导致股权融资比例的上升,而债权融资比例的下降。一般情况下,由于债务融资的税盾效应,使企业的债务资本成本低于股权资本成本。因此,企业偏好内源融资,采用少发放现金股利的股利政策。股权融资比例占总的融资的比例较大,而由于股权资本成本较高,因此导致加权平均资本上升。反之,债务融资比例占总的融资的比例较大,而由于债务资本成本较低,因此导致加权平均资本下降。因此,每股现金股利、是否发放现金股利与资本成本呈正相关关系。此外,田映华、刘江帆及陈玲等人的研究,证明了财务杠杆与资本成本的负相关性。同时根据 1 的结论,每股现金股利、是否发放现金股利与财务杠杆呈负相关关系。因此,每股现金股利、是否发放现金股利与资本成本呈正相关关系。

但是这种相关关系是不显著的,这可能是因为。我国国有上市公司普遍股权资本成本较低。但是我国国有上市公司的恰恰缺乏资本成本概念和意识,不考虑股东利益,没有给之于必要的回报,以致于上市公司管理者不考虑股东的资本成本,结果造成上市公司融资成本偏低,有时甚至是零融资成本。

3. 我国国有制造业上市公司没能够完成股东财富最大化的目标,即股东所获得的资本利得和股利报酬利率之和无法弥补其股权资本成本。

从实证研究的结果来看,从 2004 年-2006 年的整体我国国有制造业上市公司 26.78%的股东财富最大化目标实现指数(RI)均是小于 1 的,这就意味着我国国有制造业上市公司没能够完成股东财富最大化的目标,即股东所获得的资本利得和股利报酬利率之和无法弥补其股权资本成本。尽管 2005 年的我国国有制造业上市公司股东财富最大化目标实现指数(RI)的均值大于 1 的,但这是

与个别股票年内股价上涨率过高（如 600010 包钢股份、600063 皖维高新 2005 年股价分别上涨 1151.27%和 1129.57%）是有着密切的关系的，而不能反映整体样本的状况。而尽管 2006 年又有 64.91%我国国有制造业上市公司的股东财富最大化目标实现指数（RI）是大于 1 的，同时 RI 的均值达到 4.46，但不可忽视的问题是，2006 年股权分置改革后上市公司的流通股股数增加导致股价上涨，同时 2006 年股市回暖，导致股价上涨率较高，这些都是客观导致了 RI 的上涨，而不能说明我国国有制造业上市公司主观上是以股东财富最大化为目标的。

4. 我国国有制造业上市公司未能以股权资本成本为依据进行股利决策。

根据股东财富最大化的理财目标理论，股东所获得的资本利得和股利报酬利率之和需要弥补其股权资本成本，这就要求企业应该以股权资本成本和资本利得为依据做出合理的股利政策决策。但从我们的相关分析结果来看，我国国有制造业上市公司股利报酬利率与股权资本成本之间不存在显著的相关关系，这就说明我国国有制造业上市公司未能以股权资本成本为依据进行股利决策。

5.2 政策建议

1. 我国国有上市公司经理人在股利决策中要以投资者要求的必要报酬率，即股权资本成本作为股利政策的决策依据。

在股利政策决策中，公司经理人以投资者要求的必要报酬率作为决策依据体现的是一种资本成本观念。这一资本成本观念与投资决策中公司经理人以投资者要求的必要报酬率为依据所体现的资本成本观念，共同构成了完整的资本成本观念。同时我们还应当看到，股利决策中的资本成本观念是完整的资本成本观念的核心。因为在股利决策中的资本成本观念对投资决策中的资本成本观念具有倒逼机制，也就是说，公司经理要想做到股利决策中以投资者要求的必要报酬率决策股利支付，必须首先做到在投资决策中以投资者要求的必要报酬率决策项目投资，否则，以投资者要求的必要报酬率为依据决定股利支付只能是空中楼阁。

2. 我国国有上市公司应当以股东财富最大化作为企业理财目标，树立保护投资者利益观念。

我国公司目前很多都视“利润最大化”为企业目标或者是理财目标。这是一种短视行为，很容易造成错误的财务决策。我国国有上市公司经理人树立股东财富最大化为企业理财目标的理念，只有这样才能在股利决策中以投资者要求的必要报酬率，即股权资本成本作为股利决策依据。而我公司应当股东财富最大化为企业理财目标这就要求我国国有上市公司经理人要树立投资者保护意识。经理人要从资本成本与股价变化，即资本利得的角度，做出合理的股利政策决策，从而使投资者的实际报酬率满足投资者的必要报酬率，以保护投资者

的利益。

3. 健全公司治理机制，保证资本成本作用的正常发挥。

在健全的公司治理机制下，如果公司经理的行为严重偏离投资者的目标要求，期望收益率远远低于必要报酬率，投资者就会通过直接的内部控制或间接的法人控制两种途径更换公司经理，对公司经理行为形成一种硬性约束，迫使公司经理人按投资者要求的必要报酬率，即资本成本进行财务决策，以保护自身利益。

4. 继续深化股权分制改革，尽快促进国有股逐渐全流通，逐渐建立完善的资本市场机制。

国有股流通最大意义是将市场收购兼并的功能发挥出来，也就是将市场优胜劣汰的功能发挥出来，这样市场有了淘汰机制。形成对上市公司经营者的外部约束力。经理人就必须树立保护投资者利益的观念。更多地考虑如何满足投资者的必要报酬率,让广大股东满意。此外继续深化股权分制改革，尽快促进国有股逐渐全流通，可以为公司治理机制奠定基础，以疏通资本成本作用渠道，强化对公司经理人行行为的硬性约束，保证资本成本作用的正常发挥。

6 研究不足及后续研究方向

6.1 研究的不足之处

由于论文写作的时间、精力和本人学术能力的限制，本文存在着一定的研究不足，主要有以下几点：

1. 对于股权资本成本：对于股权资本成本本文采用资本成本定价模型这种方法计算了我国国有上市公司的股权资本成本，在方法上略显单一。
2. 对于国有上市公司：本文打算对国有，企业的资本成本与股利政策进行研究，但由于国有非上市公司的数据较难取得，因此采用了国有上市公司为样本，而忽视了非上市的国有公司。
3. 对于行业：本文只对我国制造业国有上市公司的资本成本与股利政策之间的关系进行了分析，而没有对其他行业的国有上市公司进行分析。

6.2 后续研究方向

针对以上研究中的不足，后续的研究方向如下：

1. 采用多种方法计算股权资本成本。在今后的研究中分别采用资本资产定价法（CAPM）、多因子模型法、历史平均收益法、股利折现法、股利增长模型法计算股权资本成本，并对计算出来的结果求取平均值，以提高计算出股权资本成本的准确性。
2. 尽量通过更多渠道，如：国有资产管理局等，获得非上市的国有公司的数据，以对国有企业资本成本与股利政策之间的关系展开更为全面的研究。
3. 分行业对我国国有上市公司的资本成本与股利政策之间的关系进行分析，以得出不同行业资本成本、股利政策、以及两者之间的关系的不同特点。

致谢

阳春三月，积雪消融，溪流淙淙，美丽的不仅仅是心情。伴随着柳树的抽条，樱花的绽放、第一场春雨的降临，终于拙成此文。此乃我三年研究生生涯最后的答卷，亦是我对学术能力和研究能力最终的考验。我不敢轻言成功，但希望它或多或少地得到认同。

这篇文章的完成，首先要感谢我的导师闫华红副教授，从论文的选题到资料的收集；从总体框架到细节构思；从内容安排到论文撰写，无不凝聚着闫老师的心血。没有她的指导，这篇论文难以顺利脱稿。

此外，我还要感谢所有对我这篇论文进行指导的老师，包括汪平教授、张淑焕副教授等导师。他们对我的论文提出了很多宝贵的意见，才使它臻于完美。

感谢我所有的授课导师，刘忠文教授、付磊教授、汪平教授、杨世忠教授、张淑焕副教授等所有的导师。是他们为我的学术研究奠定了扎实的基础。

哲人说：人生最难决定的是留哪座桥，拆哪座桥。当我选择读研这条道路的时候，其中的艰辛与快乐都令我始料未及。所以感谢三年来一直陪伴在我左右的父母、亲人、朋友、同学，是你们无时无刻陪伴在我左右，陪我风雨兼程。

最后，感谢论文答辩组所有的专家，谢谢你们对我这篇论文进行最后的指正，让我再次审视它，完善它，充实它。

参考文献

- [1]张迎新. 企业的资本结构与资本成本. 山东经济, 1999, 2
- [2]朱武祥. 资本成本理念及其在企业财务决策中的应用. 投资研究, 2000, 1
- [3]汪平. 理财目标论. 财会通讯(综合版), 2007, 1
- [4]沈艺峰, 田静. 我国上市公司资本成本的定量研究. 经济研究, 1999, 11
- [5]王宁. 我国上市公司资本成本的比较. 中国工业经济, 2000, 11
- [6]朱武祥, 蒋殿春, 张新. 中国公司金融学. 上海三联书店, 2005
- [7]陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析. 工作论文, 北京大学, 2003
- [8]张峥, 孟晓静, 刘力. A 股上市公司的综合资本成本与投资回报——从内部报酬率的视角观察. 经济研究, 2004, 8
- [9]毛定祥. 上市公司资本成本面板数据模型与实证分析. 运筹与管理, 2005, 10
- [10]吕长江, 王克敏. 上市公司股利政策的实证分析. 经济研究, 1999, 12
- [11]林海. 股利政策与上市公司收益的实证研究. 世界经济, 2000, 5
- [12]杨素娥. 我国股利政策影响因素的实证分析. 会计研究, 2002, 2
- [13]陈国辉, 赵春光. 上市公司选择股利政策动因的实证研究. 财经问题研究, 2000, 5
- [14]汪平. 资本成本论. 会通讯(综合版), 2007,
- [15]赵春光, 张雪丽, 叶龙. 股利政策: 选择动因——来自我国证券市场的实证证据, 财经研究, 2001, 2
- [16]吕长江, 韩慧博. 股利分配倾向研究. 经济科学, 2001, 6
- [17]原红旗. 我国上市公司股利政策分析. 经济研究, 2001, 3
- [18]李志彤, 陈敏. 我国上市公司股利政策的影响因素的分析及假设检验. 现代财经, 2001, 10
- [19]刘淑莲, 胡燕鸿. 上市公司现金分红的实证分析. 会计研究, 2003, 4
- [20]伍利娜, 高强, 彭燕. 中国上市公司 " 常高派现 " 响因素研究. 经济科学, 2003, 1
- [21]袁天荣, 苏红亮. 上市公司超能力派现的实证研究. 会计研究, 2004, 10
- [22]李增福, 唐春阳. 中国上市公司股利分配行业差异的实证研究. 当代经济科学, 2005, 5
- [23]魏刚. 我国上市公司股利分配的实证研究. 经济研究, 1998, 6
- [24] 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究. 经济科学, 1998, 5
- [25]陈伟. 上海股票市场鼓励政策信息传递效应. 中国管理科学, 1999, 3
- [26]陈浪南, 姚正春. 我国股利政策信号传递作用的实证研究. 金融研究, 2000, 10
- [27]俞乔, 程滢. 我国公司红利政策与股市波动. 经济研究, 2001, 4
- [28]何涛, 陈晓. 现金股利能否提高企业的市场价值. 金融研究, 2002, 8
- [29]孔小文, 于笑坤. 上市公司股利政策信号传递效应的实证分析. 管理世界, 2003, 6 .
- [30]曹媛媛, 冯东辉. 我国上市公司股利政策的信息内涵: 基于股利政策稳定性的实证研究. 系统工程, 2004, 2
- [31]王信. 从代理理论看上市公司的派现行为. 金融研究, 2002, 9
- [32] 陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究. 管理世界, 2003, 8
- [33]冯曰欣. 基于资本成本的股利决策分析. 中央财经大学学报, 2007, 3
- [34]汪平, 巩方亮. 资本成本、股东财富与股票市场. 财会通讯(综合版), 2007, 6
- [35]所罗门. 财务管理理论. 哥伦比亚出版社, 1963
- [36]Barclay, M. J, and C. W. Smith Corporate payout policy: cash dividends versus open-market repurchases, Journal of Financial Economics. 1988, 22
- [37]Bhattacharya. S., Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy ,

- Bell. .Journal of Economics, 1979, 85(3)
- [38]Black. The Dividend Puzzle. Journal of portfolio management, 1976, 2
- [39]Black. F, Capital Martek Equilibrium with Restricted Borrowiong. Journal of Business, 1972. 45
- [40]Botosa, Christine.Disclosure level and the cost of equity capital. Accounting Review, 1997, 71
- [41]DeAngelo H. , L. DeAngelo. The irrelevance of MM dividend irrelevance theorem, Journal of Financial Economics. 2006, forthcoming
- [42]Easterbrook. F. H. Two Agency-cost Explanations of Dividends American. Economic Review, 1984, 74
- [43]Fama, Eugene F. , Kenneth R. French. The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance, 1992, 47
- [44]Fama Eugene, Kenneth French. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 1993, 33
- [45]Farrar. Donald. E , Lee. L. Selwyn, Taxes,Corporate,Financial Policies and Returns to the Investors. National Tax Journal, 1967, 12
- [46]Grullon,Gustavo,Roni Michaely and Bhanskarzn Swaminathan, Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity, Journal of Business. 2002, 75
- [47]Hoberg and Prabnala Disappearing diviends:The importance of idiosyncratic risk and irrelevance of catering,University of Maryland, Working Paper SSRN, 2005
- [48]Jensen,M.C. and W.H.Meckling,Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership StructureJournal of Financial Economics, 1976-3(4),1305-3601
- [49]Lee, C.J. and X. Xiao, Cash dividends and large shareholder expropriation in China, working paper, Tsinghua University. 2002:
- [50]Lizenherger R H, Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices .Journal of Financial Economics, 1979, (7) :163~195
- [51]Meenakshi Sinha, Jayanthi Sunder and Bhanskarzn Swaminathan, Payout Policy and Cost of capital, Working Paper SSRN, 2006
- [52]Merton Robert C.An Intertemporal Capital Asset Pricing Model [J] 1973-41
- [53]Miller M.and Modigliani F.,Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry,1954-1957,The American Economic Review1966-56
- [54]Miller M.and F..Modiglian,Dividend Policy,Growth and Valuation of Shares,Journal of Business,1961-34,411-433
- [55]M. J .Brennan.Taxes,Market Valuation And Corporate Financia lPolicy .National Tax Journal Decem 1970
- [56]Robert.H.Lizenberger and Krishna Ramaswamy.The Effects of Dividends on Commom Stock Price:Tax Effects of Information Effects.Th eJournal of finance 1982No.2
- [57]Rozeff. M.Growth,Beta and Agency Costs as Determinants of Divident Payout Ratio.Journal of Financial Research,Fall 249-259
- [58]Ross.S.The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing.Journal of Economic Theory.1976-13
- [59]Sharpe.William Capital Asset Price:A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk .Journal of Finance,1964-19
- [60]Su, Dongwei. Corporate finance and state enterprise reform in China, working paper, University of Akron. 2000
- [61]Sudarsanam, P., "Market and Industry Structure and Corporate Cost of Capital," The Journal of Industrial Economics, 1992-Vol.40, No.2, 189-199
- [62]Welker..M,Disclosure, Policy.Information asymmetry and liquidity in equity market. Contemporary Accounting Research, 1995, 11
- [63]William R.Gebhardt, Charles M.C.Lee, Bhaskaran Swaminathan, Toward an Implied Cost of

Capital. Journal of Accounting Research, 2003, 4

附录 A 2004-2006 样本公司资本成本表

表 A.1 2004 年样本公司资本成本表

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
一致药业	4.20%	10.66%	6.94%	天科股份	3.96%	2.26%	2.67%
深纺织 A	4.51%	11.95%	9.29%	江山股份	3.94%	3.97%	3.95%
德赛电池	4.89%	5.66%	5.18%	金瑞科技	5.29%	3.83%	4.33%
中金岭南	4.11%	12.77%	6.43%	安源股份	3.35%	5.25%	4.38%
特发信息	3.13%	12.76%	9.01%	抚顺特钢	2.12%	2.64%	2.27%
丰原药业	3.65%	9.31%	7.38%	湘电股份	4.07%	3.72%	3.94%
中联重科	4.53%	10.40%	7.25%	江淮汽车	4.10%	4.94%	4.44%
国际实业	4.47%	9.50%	6.65%	柳化股份	3.97%	4.31%	4.19%
丝绸股份	3.96%	8.73%	5.92%	吉恩镍业	3.70%	2.74%	3.24%
许继电气	4.95%	9.11%	7.18%	华纺股份	3.51%	3.94%	3.76%
冀东水泥	4.14%	11.07%	7.05%	S 石纸	3.97%	4.17%	4.03%
S*ST 生化	4.74%	9.01%	5.95%	百利电气	3.88%	4.66%	4.30%
S 华意	3.73%	10.23%	6.20%	风神股份	3.53%	4.62%	3.88%
沈阳机床	4.59%	12.79%	6.20%	华光股份	4.00%	2.35%	3.73%
吉林化纤	4.59%	9.60%	7.35%	凌云股份	4.75%	2.21%	3.42%
S 阿胶	4.02%	8.29%	7.80%	扬农化工	4.12%	4.15%	4.13%
银河动力	4.33%	9.75%	8.06%	长力股份	4.88%	2.85%	3.95%
长航凤凰	3.83%	7.25%	6.92%	联环药业	3.82%	4.56%	4.41%
白云山 A	3.56%	10.70%	5.38%	贵州茅台	3.30%	4.75%	4.26%
广州浪奇	3.89%	9.71%	7.95%	山东药玻	3.82%	3.64%	3.70%
红太阳	3.84%	11.28%	7.80%	豫光金铅	3.93%	1.89%	3.06%
大冷股份	4.96%	8.83%	7.70%	厦门钨业	5.03%	0.54%	2.91%
云南白药	4.80%	6.97%	6.06%	方兴科技	4.65%	5.04%	4.82%
江铃汽车	4.95%	11.27%	8.96%	太行水泥	5.76%	1.18%	3.81%
创元科技	4.40%	10.92%	7.33%	大西洋	3.90%	3.69%	3.77%
渝三峡 A	4.45%	10.70%	8.70%	裕丰股份	4.48%	5.58%	5.07%
泸州老窖	3.96%	9.47%	7.37%	金自天正	4.94%	3.09%	3.86%
广东甘化	4.05%	8.06%	6.05%	洪城股份	4.18%	3.99%	4.05%
东北电气	4.90%	10.40%	8.45%	山鹰纸业	4.62%	3.42%	4.01%
黔轮胎 A	3.97%	7.98%	5.25%	黄海股份	3.87%	4.25%	4.00%
紫光古汉	4.50%	12.59%	7.70%	八一钢铁	3.86%	2.98%	3.41%
西北轴承	3.62%	9.89%	6.03%	S 天地	5.47%	5.20%	5.27%
东北制药	4.54%	10.24%	6.61%	金晶科技	4.84%	3.70%	4.41%
青岛双星	3.89%	9.81%	5.82%	新华医疗	4.09%	4.63%	4.34%
青海明胶	3.57%	11.43%	7.56%	龙溪股份	4.31%	4.08%	4.12%
S 燕化	4.89%	9.26%	8.88%	新安股份	3.92%	4.35%	4.13%
焦作万方	3.43%	13.49%	6.75%	S 花炮	3.96%	4.71%	4.41%
吉林化工	4.50%	9.15%	6.40%	S 青岛啤	3.68%	4.76%	4.14%
铜都铜业	4.88%	14.57%	9.73%	轻工机械	4.86%	3.52%	4.32%
风华高科	4.08%	10.76%	8.15%	*ST 金杯	3.16%	2.13%	2.84%
S*ST 九化	4.94%	8.16%	5.84%	第一铅笔	4.29%	3.81%	4.09%
*ST 金岭	3.62%	9.79%	5.51%	*ST 鼎立	4.35%	4.51%	4.37%

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
中钨高新	4.65%	11.20%	8.30%	SST 丰华	5.75%	5.81%	5.77%
S 长高新	4.03%	10.75%	6.04%	海立股份	4.83%	3.41%	4.13%
S 武塑料	4.12%	9.71%	6.52%	轮胎橡胶	5.07%	3.63%	4.67%
襄阳轴承	5.76%	8.71%	7.26%	上电股份	4.44%	3.99%	4.19%
天然碱	3.93%	10.26%	5.48%	龙头股份	3.72%	4.51%	4.00%
保定天鹅	3.92%	9.31%	8.02%	白猫股份	4.61%	3.68%	4.02%
滨海能源	5.12%	5.34%	5.23%	S 哈药	3.82%	5.42%	4.65%
咸阳偏转	3.93%	11.10%	8.07%	西南药业	4.78%	3.39%	4.23%
沈阳化工	3.77%	10.34%	7.09%	航天通信	3.97%	4.39%	4.11%
正虹科技	4.24%	9.60%	6.52%	凤凰股份	4.16%	4.97%	4.55%
双环科技	3.84%	9.30%	7.36%	广船国际	5.08%	3.87%	4.66%
大冶特钢	4.17%	15.52%	6.62%	金龙汽车	4.79%	3.32%	4.15%
ST 天仪	3.90%	10.50%	6.57%	上海三毛	4.94%	4.39%	4.74%
韶钢松山	3.91%	11.79%	7.50%	SST 轻骑	5.68%	3.56%	4.85%
S 川美丰	4.90%	8.63%	7.49%	沱牌曲酒	3.73%	3.10%	3.24%
南风化工	3.85%	9.25%	6.27%	耀华玻璃	4.25%	5.46%	4.73%
*ST 宇航	4.59%	9.38%	6.90%	祁连山	4.16%	3.02%	3.59%
S*ST 集琦	4.52%	11.19%	7.52%	沧州化工	4.86%	3.00%	4.30%
锌业股份	3.43%	11.46%	7.55%	云维股份	4.00%	3.04%	3.40%
通化金马	4.48%	10.42%	4.68%	湖南海利	3.69%	3.14%	3.44%
西飞国际	3.81%	8.96%	7.76%	SST 陈香	5.76%	5.03%	5.46%
新兴铸管	4.25%	8.80%	6.46%	江中药业	4.31%	3.44%	3.82%
西南合成	3.95%	9.17%	5.35%	安徽合力	4.84%	3.60%	3.94%
*ST 江泥	3.93%	11.56%	6.81%	中电广通	4.90%	1.76%	2.76%
盐湖钾肥	5.01%	9.22%	7.23%	水井坊	2.93%	4.55%	4.05%
云铝股份	4.90%	9.55%	6.77%	鲁信高新	4.06%	2.90%	3.52%
烟台冰轮	4.49%	8.65%	6.22%	鲁抗医药	3.98%	4.99%	4.54%
天山纺织	3.65%	9.19%	5.90%	马龙产业	4.74%	5.31%	4.97%
美利纸业	5.74%	8.21%	6.51%	宜宾纸业	3.87%	3.90%	3.88%
锦化氯碱	3.71%	9.96%	6.02%	保税科技	3.48%	2.65%	3.11%
*ST 金城	3.78%	9.36%	5.49%	S*ST 磁卡	4.99%	2.44%	4.33%
超声电子	4.88%	11.58%	7.87%	福建水泥	3.56%	3.05%	3.35%
太钢不锈	4.73%	8.98%	6.79%	威远生化	4.28%	4.31%	4.29%
鲁西化工	3.81%	7.80%	5.45%	马钢股份	3.86%	3.01%	3.39%
S 贵糖	3.79%	8.58%	5.79%	华北制药	3.99%	3.76%	3.94%
承德露露	3.74%	8.08%	6.70%	三精制药	4.18%	3.70%	3.91%
华茂股份	3.79%	9.07%	6.83%	四川长虹	4.56%	3.91%	4.16%
S 江钻	4.85%	7.45%	6.47%	ST 自仪	5.18%	3.87%	4.99%
S*ST 唐陶	4.50%	9.75%	6.47%	上海医药	4.18%	4.11%	4.16%
五粮液	3.76%	10.36%	8.69%	SST 纵横	2.31%	4.58%	2.77%
国风塑业	5.05%	9.29%	7.05%	星湖科技	4.99%	4.61%	4.73%
ST 仪表	4.88%	7.88%	5.32%	中国嘉陵	4.03%	4.25%	4.10%
安凯客车	3.95%	8.87%	6.66%	大成股份	3.80%	3.84%	3.82%
天山股份	5.17%	9.60%	6.21%	南京化纤	5.04%	5.15%	5.12%
广州冷机	5.74%	8.69%	6.79%	S*ST 中房	3.78%	1.48%	2.60%

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
S 双 汇	4.27%	9.99%	8.35%	广钢股份	5.01%	3.16%	4.21%
S 中服	4.38%	8.67%	6.27%	天科股份	3.96%	2.26%	2.67%
云内动力	4.59%	10.17%	7.33%	江山股份	3.94%	3.97%	3.95%
S 天一科	5.13%	11.22%	7.45%	金瑞科技	5.29%	3.83%	4.33%
南宁糖业	4.29%	11.04%	7.36%	安源股份	3.35%	5.25%	4.38%
泸天化	4.88%	8.75%	7.45%	抚顺特钢	2.12%	2.64%	2.27%
金陵药业	4.49%	8.95%	8.15%	湘电股份	4.07%	3.72%	3.94%
S 阿继	4.12%	10.83%	7.86%	江淮汽车	4.10%	4.94%	4.44%
S 宣工	3.15%	7.55%	5.37%	柳化股份	3.97%	4.31%	4.19%
一汽夏利	4.90%	12.26%	7.39%	吉恩镍业	3.70%	2.74%	3.24%
丰原生化	3.83%	11.05%	6.02%	华纺股份	3.51%	3.94%	3.76%
华菱管线	4.95%	9.95%	6.79%	S 石纸	3.97%	4.17%	4.03%
S 川双马	4.36%	10.21%	7.20%	百利电气	3.88%	4.66%	4.30%
新乡化纤	4.13%	11.47%	7.14%	风神股份	3.53%	4.62%	3.88%
中国重汽	3.86%	4.43%	3.90%	华光股份	4.00%	2.35%	3.73%
河池化工	3.86%	11.21%	6.70%	凌云股份	4.75%	2.21%	3.42%
中通客车	3.83%	10.08%	6.06%	扬农化工	4.12%	4.15%	4.13%
首钢股份	3.82%	9.01%	6.20%	长力股份	4.88%	2.85%	3.95%
锡业股份	4.93%	12.83%	9.17%	联环药业	3.82%	4.56%	4.41%
大连金牛	3.61%	9.94%	5.54%	贵州茅台	3.30%	4.75%	4.26%
东方钨业	4.63%	10.09%	9.11%	山东药玻	3.82%	3.64%	3.70%
安泰科技	5.06%	10.69%	8.34%	豫光金铅	3.93%	1.89%	3.06%
湖北迈亚	3.86%	9.02%	6.30%	厦门钨业	5.03%	0.54%	2.91%
佛塑股份	4.92%	4.87%	4.90%	方兴科技	4.65%	5.04%	4.82%
春晖股份	4.34%	6.75%	5.55%	太行水泥	5.76%	1.18%	3.81%
S 圣雪绒	4.15%	3.92%	4.06%	大西洋	3.90%	3.69%	3.77%
大庆华科	4.75%	5.66%	5.55%	裕丰股份	4.48%	5.58%	5.07%
诚志股份	4.35%	6.57%	5.58%	金自天正	4.94%	3.09%	3.86%
皇台酒业	4.17%	6.05%	5.41%	洪城股份	4.18%	3.99%	4.05%
S 三 九	4.20%	6.26%	4.86%	山鹰纸业	4.62%	3.42%	4.01%
邯郸钢铁	3.75%	4.37%	3.99%	黄海股份	3.87%	4.25%	4.00%
武钢股份	3.91%	3.36%	3.59%	八一钢铁	3.86%	2.98%	3.41%
包钢股份	3.78%	3.20%	3.56%	S 天地	5.47%	5.20%	5.27%
宝钢股份	4.00%	3.57%	3.72%	金晶科技	4.84%	3.70%	4.41%
哈飞股份	4.86%	6.99%	6.27%	新华医疗	4.09%	4.63%	4.34%
万东医疗	4.94%	4.01%	4.44%	龙溪股份	4.31%	4.08%	4.12%
浙江富润	3.87%	2.91%	3.27%	新安股份	3.92%	4.35%	4.13%
江南重工	4.38%	3.88%	3.97%	S 花炮	3.96%	4.71%	4.41%
SST 博讯	5.76%	4.01%	5.56%	S 青岛啤	3.68%	4.76%	4.14%
*ST 精密	4.92%	3.82%	4.59%	轻工机械	4.86%	3.52%	4.32%
云天化	4.84%	4.05%	4.42%	*ST 金杯	3.16%	2.13%	2.84%
上海汽车	5.04%	5.05%	5.05%	第一铅笔	4.29%	3.81%	4.09%
西宁特钢	4.09%	4.02%	4.06%	*ST 鼎立	4.35%	4.51%	4.37%
杭钢股份	3.89%	3.14%	3.41%	SST 丰华	5.75%	5.81%	5.77%
兴发集团	3.50%	2.59%	3.26%	海立股份	4.83%	3.41%	4.13%

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
大元股份	4.36%	3.46%	3.58%	轮胎橡胶	5.07%	3.63%	4.67%
宝硕股份	4.61%	4.02%	4.37%	上电股份	4.44%	3.99%	4.19%
华升股份	4.95%	2.72%	3.33%	龙头股份	3.72%	4.51%	4.00%
大龙地产	4.99%	5.41%	5.12%	白猫股份	4.61%	3.68%	4.02%
天坛生物	4.91%	6.75%	6.45%	S 哈药	3.82%	5.42%	4.65%
福建南纸	4.87%	4.57%	4.74%	西南药业	4.78%	3.39%	4.23%
宁夏恒力	4.48%	3.70%	4.09%	航天通信	3.97%	4.39%	4.11%
福田汽车	3.85%	4.84%	4.16%	凤凰股份	4.16%	4.97%	4.55%
上海贝岭	4.55%	3.74%	3.87%	广船国际	5.08%	3.87%	4.66%
中国玻纤	4.78%	3.52%	4.34%	金龙汽车	4.79%	3.32%	4.15%
东安动力	4.93%	3.72%	4.08%	上海三毛	4.94%	4.39%	4.74%
黑化股份	4.60%	3.26%	3.94%	SST 轻骑	5.68%	3.56%	4.85%
生益科技	4.45%	3.50%	3.92%	沱牌曲酒	3.73%	3.10%	3.24%
S 莲花味	3.51%	3.57%	3.54%	耀华玻璃	4.25%	5.46%	4.73%
华资实业	4.78%	4.66%	4.70%	祁连山	4.16%	3.02%	3.59%
哈空调	5.14%	4.14%	4.72%	沧州化工	4.86%	3.00%	4.30%
福日股份	3.69%	4.61%	3.99%	云维股份	4.00%	3.04%	3.40%
S 山东铝	4.15%	1.60%	2.28%	湖南海利	3.69%	3.14%	3.44%
有研硅股	4.87%	4.99%	4.94%	SST 陈香	5.76%	5.03%	5.46%
S 藏药业	5.14%	4.39%	4.72%	江中药业	4.31%	3.44%	3.82%
浙江医药	3.77%	3.95%	3.83%	安徽合力	4.84%	3.60%	3.94%
秦岭水泥	3.68%	8.39%	6.00%	中电广通	4.90%	1.76%	2.76%
太龙药业	4.58%	5.64%	5.23%	水井坊	2.93%	4.55%	4.05%
青岛碱业	4.22%	3.65%	3.96%	鲁信高新	4.06%	2.90%	3.52%
凌钢股份	4.52%	3.09%	3.54%	鲁抗医药	3.98%	4.99%	4.54%
民丰特纸	4.47%	4.88%	4.64%	马龙产业	4.74%	5.31%	4.97%
辽宁时代	3.92%	3.87%	3.89%	宜宾纸业	3.87%	3.90%	3.88%
S 华鼎	4.27%	3.62%	3.93%	保税科技	3.48%	2.65%	3.11%
天方药业	3.79%	4.52%	4.18%	S*ST 磁卡	4.99%	2.44%	4.33%
S*ST 聚酯	5.76%	4.43%	5.36%	福建水泥	3.56%	3.05%	3.35%
北方股份	4.87%	3.93%	4.39%	威远生化	4.28%	4.31%	4.29%
太化股份	3.91%	3.58%	3.76%	马钢股份	3.86%	3.01%	3.39%
S 苏福马	3.97%	5.10%	4.41%	华北制药	3.99%	3.76%	3.94%
三峡新材	4.07%	4.92%	4.48%	三精制药	4.18%	3.70%	3.91%
S 兰铝	4.91%	3.54%	3.84%	四川长虹	4.56%	3.91%	4.16%
安琪酵母	4.40%	4.37%	4.38%	ST 自仪	5.18%	3.87%	4.99%
标准股份	4.89%	4.13%	4.34%	上海医药	4.18%	4.11%	4.16%
恒顺醋业	4.56%	3.96%	4.44%	SST 纵横	2.31%	4.58%	2.77%
酒钢宏兴	3.84%	3.20%	3.49%	星湖科技	4.99%	4.61%	4.73%
烟台万华	4.02%	3.14%	3.63%	中国嘉陵	4.03%	4.25%	4.10%
S 巢东	4.84%	1.80%	3.40%	大成股份	3.80%	3.84%	3.82%
兰太实业	4.53%	6.07%	5.23%	南京化纤	5.04%	5.15%	5.12%
中新药业	4.33%	3.85%	4.10%	S*ST 中房	3.78%	1.48%	2.60%
广州药业	3.47%	4.54%	4.02%	广钢股份	5.01%	3.16%	4.21%
S 鼎盛天	4.07%	5.30%	4.55%	天科股份	3.96%	2.26%	2.67%

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
澳柯玛	3.52%	4.19%	3.73%	江山股份	3.94%	3.97%	3.95%
天利高新	4.82%	2.83%	3.87%	金瑞科技	5.29%	3.83%	4.33%
大橡塑	3.81%	4.15%	4.00%	安源股份	3.35%	5.25%	4.38%
亚宝药业	3.69%	4.92%	4.14%	抚顺特钢	2.12%	2.64%	2.27%
恒丰纸业	3.92%	4.11%	4.03%	湘电股份	4.07%	3.72%	3.94%
承德钒钛	3.84%	3.53%	3.74%	江淮汽车	4.10%	4.94%	4.44%
江西铜业	5.08%	3.03%	3.95%	柳化股份	3.97%	4.31%	4.19%
红星发展	3.98%	5.02%	4.78%	吉恩镍业	3.70%	2.74%	3.24%
昌河股份	4.44%	5.87%	5.13%	华纺股份	3.51%	3.94%	3.76%

表 A.2 2005 年样本公司资本成本表

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
深纺织 A	4.79%	8.07%	6.50%	全柴动力	4.04%	10.71%	8.20%
特发信息	3.33%	8.42%	6.51%	太龙药业	4.37%	2.95%	3.47%
丰原药业	4.17%	7.41%	5.93%	赤天化	5.19%	6.42%	6.02%
川化股份	4.16%	6.69%	5.89%	青岛碱业	4.02%	7.72%	5.61%
中联重科	4.82%	8.95%	6.53%	沧州大化	4.05%	8.83%	6.39%
常山股份	3.81%	9.01%	6.14%	凌钢股份	4.05%	5.53%	5.22%
丝绸股份	4.21%	6.48%	5.10%	民丰特纸	5.06%	2.52%	4.14%
冀东水泥	4.40%	6.82%	5.20%	S 华鼎	4.30%	9.26%	6.70%
S 华意	3.96%	9.49%	5.16%	天方药业	4.02%	9.87%	6.53%
沈阳机床	3.46%	7.93%	4.33%	北方股份	5.17%	7.27%	5.99%
吉林化纤	4.88%	8.85%	7.13%	海正药业	4.31%	4.97%	4.61%
长航凤凰	4.06%	9.37%	6.57%	太化股份	4.16%	9.63%	6.55%
白云山 A	3.78%	8.39%	5.40%	S 兰铝	5.29%	9.27%	7.87%
云南白药	5.24%	2.93%	4.05%	恒顺醋业	4.85%	5.43%	4.98%
S 白鸽	4.35%	9.12%	5.98%	酒钢宏兴	4.08%	8.25%	6.33%
江铃汽车	5.44%	9.72%	8.08%	烟台万华	4.27%	7.81%	5.62%
创元科技	4.84%	7.13%	5.73%	上海家化	5.21%	8.77%	7.55%
渝三峡 A	4.09%	8.59%	7.07%	S 巢东	5.15%	11.21%	7.57%
长城股份	4.64%	7.95%	5.86%	中新药业	4.60%	9.24%	6.46%
苏常柴 A	5.14%	4.88%	5.01%	广州药业	3.69%	8.04%	5.93%
东北电气	5.20%	5.84%	5.61%	大橡塑	4.05%	5.91%	5.04%
黔轮胎 A	4.22%	2.25%	3.57%	江西铜业	5.40%	8.55%	7.44%
西北轴承	3.84%	8.63%	5.76%	昌河股份	4.71%	9.62%	5.79%
东北制药	4.82%	8.38%	6.22%	天科股份	4.21%	7.89%	6.76%
蓝星清洗	4.18%	11.39%	6.95%	江山股份	4.19%	7.60%	5.25%
青海明胶	4.79%	1.90%	3.27%	金瑞科技	5.58%	8.41%	6.92%
风华高科	4.85%	10.48%	8.35%	现代制药	3.95%	8.77%	7.50%
S 长高新	4.29%	2.98%	4.01%	吉恩镍业	3.93%	9.44%	6.19%
S 武塑料	4.37%	9.32%	4.87%	片仔癀	4.09%	6.64%	6.21%
S 大水	3.93%	0.35%	2.39%	华纺股份	3.73%	7.58%	5.61%
襄阳轴承	5.24%	8.30%	6.87%	赛马实业	5.18%	9.94%	7.33%
山推股份	4.60%	10.34%	8.09%	S 石纸	4.21%	2.58%	3.77%

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
咸阳偏转	4.18%	7.93%	5.98%	华光股份	4.25%	8.91%	4.91%
沈阳化工	4.00%	8.64%	5.79%	凌云股份	4.20%	9.34%	5.79%
双环科技	4.08%	8.71%	7.15%	风帆股份	5.45%	5.96%	5.71%
南风化工	4.09%	9.94%	6.35%	联环药业	4.10%	9.47%	8.57%
锌业股份	4.64%	8.28%	6.23%	三佳科技	4.07%	4.26%	4.15%
山西三维	4.20%	8.36%	6.00%	菲达环保	3.74%	6.92%	4.63%
新华制药	5.18%	5.56%	5.41%	山东药玻	4.23%	7.77%	6.34%
西南合成	4.20%	3.33%	3.93%	华阳科技	3.99%	8.88%	6.00%
云铝股份	5.21%	6.65%	5.72%	S 狮头	4.01%	10.09%	8.32%
中汇医药	4.31%	4.59%	4.50%	莫高股份	5.42%	8.41%	7.08%
烟台冰轮	5.05%	9.52%	6.74%	厦门钨业	5.35%	8.05%	6.00%
陕西金叶	5.18%	7.81%	6.85%	太行水泥	5.18%	5.69%	5.37%
天山纺织	3.88%	7.39%	5.70%	大西洋	4.31%	8.08%	6.09%
锦化氯碱	3.94%	8.15%	5.43%	裕丰股份	4.30%	10.03%	7.20%
太钢不锈	4.72%	7.81%	6.13%	洪城股份	4.10%	3.35%	3.61%
S 贵糖	4.03%	8.06%	5.74%	山鹰纸业	4.91%	7.50%	6.17%
秦川发展	5.24%	8.97%	7.33%	黄海股份	4.11%	4.50%	4.23%
华茂股份	4.61%	7.73%	6.37%	八一钢铁	4.10%	5.20%	4.58%
S*ST 唐陶	4.79%	8.49%	6.03%	S 天地	5.81%	10.16%	8.38%
五粮液	4.09%	7.58%	6.76%	新华医疗	4.35%	8.25%	5.89%
安凯客车	4.20%	0.98%	2.54%	龙溪股份	5.10%	8.75%	7.75%
天山股份	4.65%	3.12%	4.47%	S 青岛啤	4.01%	6.01%	5.04%
SST 飞彩	4.70%	3.19%	3.91%	广电电子	5.35%	12.01%	9.70%
法尔胜	4.71%	8.86%	5.78%	二纺机	4.23%	12.46%	8.24%
S 双 汇	4.19%	7.74%	6.02%	轻工机械	5.16%	3.29%	4.25%
S 中服	3.97%	7.83%	5.14%	第一铅笔	4.26%	9.52%	5.93%
云内动力	5.01%	9.49%	7.11%	SST 丰华	6.11%	11.19%	7.72%
S 天一科	5.45%	4.99%	5.27%	氯碱化工	4.15%	9.43%	7.21%
南宁糖业	5.47%	8.54%	6.45%	轮胎橡胶	5.39%	9.22%	6.33%
金陵药业	4.48%	8.96%	7.97%	申达股份	4.70%	11.20%	8.44%
S 阿继	4.38%	8.81%	6.17%	龙头股份	3.95%	10.56%	6.40%
S 川双马	4.64%	7.33%	5.85%	白猫股份	5.07%	7.50%	6.35%
中国重汽	4.10%	3.83%	4.07%	广电信息	5.56%	10.45%	8.01%
河池化工	4.10%	3.65%	3.93%	西南药业	5.08%	8.31%	6.25%
中通客车	4.07%	8.74%	5.86%	川投能源	4.65%	9.38%	8.07%
锡业股份	5.38%	9.11%	7.42%	广船国际	5.40%	8.86%	6.50%
大连金牛	4.10%	8.51%	5.43%	金龙汽车	5.17%	7.29%	5.46%
东方钽业	4.49%	10.15%	8.99%	S 上石化	4.24%	10.50%	8.67%
中科三环	4.16%	3.04%	3.68%	上海三毛	5.23%	9.22%	6.79%
佛塑股份	5.23%	8.86%	6.30%	沱牌曲酒	4.15%	8.85%	7.69%
春晖股份	4.10%	9.12%	6.60%	常林股份	5.26%	9.74%	7.15%
S 圣雪绒	4.40%	9.29%	5.50%	云维股份	4.25%	5.96%	5.21%
诚志股份	4.45%	9.55%	6.69%	湖南海利	3.92%	3.05%	3.52%
皇台酒业	4.43%	6.51%	5.67%	SST 陈香	5.40%	9.16%	6.59%
包钢股份	4.01%	7.37%	5.77%	一汽四环	4.58%	6.68%	5.78%

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
济南钢铁	4.15%	7.75%	5.14%	江中药业	4.16%	7.39%	6.12%
哈飞股份	5.17%	9.31%	7.90%	中电广通	5.20%	9.22%	6.88%
万东医疗	4.81%	10.16%	7.46%	鲁信高新	4.32%	9.24%	5.82%
皖维高新	4.12%	8.26%	5.43%	鲁抗医药	4.22%	10.17%	7.67%
云天化	5.14%	8.36%	6.51%	马龙产业	4.92%	10.22%	6.81%
S 莱钢	4.03%	8.53%	5.60%	宜宾纸业	4.12%	10.71%	5.49%
西宁特钢	4.34%	8.21%	5.58%	保税科技	3.70%	10.27%	6.40%
杭钢股份	4.14%	7.98%	5.85%	钱江生化	5.19%	5.60%	5.39%
重庆啤酒	5.16%	8.77%	6.44%	S*磁卡	4.72%	10.06%	5.65%
兴发集团	4.14%	8.96%	5.26%	福建水泥	4.11%	9.59%	6.23%
大元股份	4.78%	10.62%	1.38%	威远生化	4.69%	2.58%	4.02%
维科精华	4.64%	8.20%	5.99%	马钢股份	4.10%	8.39%	6.19%
大龙地产	5.09%	6.37%	5.38%	厦工股份	4.25%	8.69%	6.16%
福建南纸	5.17%	8.72%	6.66%	广电网络	5.14%	3.70%	4.24%
宁夏恒力	4.76%	0.68%	2.79%	四川长虹	4.85%	8.93%	7.37%
上海贝岭	4.84%	9.61%	8.95%	ST 自仪	5.27%	9.74%	5.89%
中国玻纤	4.73%	8.84%	5.53%	中国嘉陵	4.29%	7.48%	5.29%
东安动力	5.24%	1.85%	3.26%	大成股份	4.04%	9.83%	5.99%
黑化股份	4.12%	4.29%	4.20%	南京化纤	5.08%	10.00%	7.49%
生益科技	4.73%	4.62%	4.68%	S 中房	5.36%	3.74%	4.42%
哈空调	5.47%	5.82%	5.63%	滨州活塞	3.97%	7.93%	5.49%
福日股份	5.29%	8.15%	6.16%	国投中鲁	5.38%	7.46%	6.26%
S 山东铝	4.26%	9.90%	8.65%	建设机械	4.35%	11.33%	7.84%
秦岭水泥	3.91%	9.89%	5.91%	长丰汽车	3.73%	10.10%	6.22%

表 A.3 2006 年样本公司资本成本表

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
深纺织 A	5.20%	13.31%	6.92%	安彩高科	4.81%	10.20%	7.90%
丰原药业	4.32%	10.27%	7.50%	*ST 亚星	4.12%	11.37%	7.46%
S*ST 生化	4.22%	12.60%	6.19%	秦岭水泥	5.14%	12.72%	6.51%
S 华意	5.24%	10.06%	6.21%	太龙药业	4.03%	9.71%	5.60%
S 阿胶	4.61%	9.59%	5.61%	青岛碱业	4.88%	12.42%	5.85%
S 美菱	4.79%	9.31%	7.49%	S*ST 聚酯	4.06%	11.72%	6.44%
广州浪奇	5.36%	10.16%	6.26%	北方股份	3.78%	9.83%	8.95%
SST 闽东	3.97%	11.26%	7.84%	太化股份	5.24%	13.53%	8.65%
S 白鸽	5.38%	8.36%	6.22%	S 苏福马	5.24%	10.26%	6.66%
S*ST 长岭	6.82%	12.15%	6.19%	S 兰铝	4.61%	9.87%	7.67%
紫光古汉	5.81%	9.90%	6.16%	美罗药业	4.79%	11.27%	6.88%
东北制药	4.35%	13.12%	7.37%	恒顺醋业	4.09%	10.97%	6.81%
*ST 兰宝	5.10%	9.29%	8.95%	S 巢东	4.20%	9.52%	7.37%
澳柯玛	4.01%	11.55%	8.65%	广州药业	4.65%	8.81%	5.89%
S*ST 九化	5.35%	9.51%	6.66%	S 鼎盛天	4.37%	8.15%	7.49%
中钨高新	5.01%	11.37%	5.99%	风华高科	6.19%	14.58%	14.04%

公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本	公司名称	债权资本成本	股权资本成本	平均资本成本
						%	
S 长高新	5.45%	10.06%	5.63%	大橡塑	3.72%	9.72%	7.13%
经纬纺机	5.07%	6.93%	5.31%	江西铜业	5.18%	11.13%	6.57%
ST 银山	4.48%	13.39%	6.13%	联创光电	4.21%	12.95%	5.40%
保定天鹅	4.38%	12.69%	5.74%	抚顺特钢	4.25%	10.88%	6.37%
S 川美丰	4.64%	10.93%	7.33%	S 石纸	5.18%	13.63%	5.98%
振华科技	5.18%	9.74%	6.37%	华光股份	4.20%	8.38%	8.08%
S*ST 集琦	4.21%	11.48%	9.70%	凌云股份	5.21%	9.72%	5.73%
一汽轿车	4.25%	13.83%	8.24%	长力股份	4.31%	11.13%	7.07%
S 贵糖	4.20%	10.00%	8.38%	联环药业	5.05%	10.95%	5.86%
高鸿股份	5.45%	10.93%	5.89%	S*ST 海龙	5.81%	13.88%	5.62%
S*ST 唐陶	4.10%	12.65%	7.75%	菲达环保	4.35%	8.63%	7.55%
安凯客车	4.07%	13.59%	6.17%	华阳科技	5.10%	11.38%	7.57%
S*ST 春都	4.37%	11.52%	5.37%	S 狮头	4.01%	8.07%	6.46%
S 双 汇	5.19%	11.81%	5.93	莫高股份	5.35%	10.42%	5.93%
S 天一科	4.37%	9.81%	6.74%	方兴科技	4.23%	9.95%	7.44%
钱江摩托	5.35%	11.41%	6.85%	高淳陶瓷	5.07%	10.66%	5.61%
南方汇通	4.23%	12.05%	5.70%	安阳钢铁	5.56%	11.95%	6.70%
S 阿继	5.16%	9.69%	6.13%	黄海股份	5.08%	12.77%	6.53%
S 宣工	4.76%	13.08%	6.57%	S 天地	4.65%	12.76%	5.89%
一汽夏利	4.84%	10.03%	5.40%	S 青岛啤	5.40%	11.28%	7.75%
S 川双马	4.73%	11.65%	6.37%	第一铅笔	5.17%	8.83%	6.17%
中国重汽	5.24%	10.59%	7.13%	广电信息	5.81%	9.60%	5.99%
大连金牛	4.12%	9.52%	7.42%	S 哈药	4.35%	8.29%	7.13%
湖北迈亚	4.73%	11.81%	5.43%	凤凰股份	5.10%	10.04%	6.57%
S 圣雪绒	5.19%	13.39%	6.60%	S 上石化	4.01%	13.58%	5.40%
S 三 九	4.72%	8.15%	6.51%	SST 轻骑	5.35%	10.66%	5.98%
邯郸钢铁	4.11%	12.81%	5.60%	辽源得亨	4.23%	11.95%	6.55%
海信电器	4.69%	8.06%	7.90%	耀华玻璃	5.01%	8.75%	7.87%
S 莱钢	4.10%	8.97%	7.46%	沧州化工	3.96%	8.95%	6.33%
杭钢股份	3.97%	13.73%	7.67%	湖南海利	3.94%	10.83%	6.14%
S*ST 长控	4.07%	12.49%	6.81%	SST 陈香	5.29%	11.21%	6.53%
宝硕股份	4.91%	8.93%	8.67%	江苏索普	5.24%	10.08%	6.50%
巨化股份	4.40%	9.74%	6.79%	大显股份	4.65%	9.01%	6.51%
S 莲花味	4.89%	10.48%	6.16%	安徽合力	5.35%	12.83%	5.93%
*ST 黑龙	6.11%	9.83%	8.21%	钱江生化	3.95%	7.45%	5.89%
华资实业	4.15%	10.00%	7.98%	长丰汽车	4.65%	10.08%	6.53%
北人股份	5.39%	9.74%	6.81%	福建水泥	5.40%	9.02%	5.58%
福日股份	4.70%	12.93%	7.49%	马钢股份	4.76%	13.66%	5.85%
S 山东铝	3.95%	7.46%	7.48%	神马实业	4.73%	12.57%	5.99%
深纺织 A	5.07%	11.33%	6.16%	中西药业	5.14%	9.94%	5.38%
洛阳玻璃	5.56%	10.10%	8.21%	岳阳纸业	4.04%	8.18%	6.19%

在学期间发表的学术论文及研究成果

- [1] 闫华红, 李丹, 景美花. 财务分析的方法. 财会学习, 2006, 11
- [2] 李丹. 我国注册会计师独立审计质量的影响因素. 经济与管理, 2007, 12