

# 试析投资者、管理者非理性行为 对公司资本结构的影响

刘建伟

(福建金融职业技术学院 福州 350007)

**【摘要】** 本文探讨了行为公司财务视角下投资者非理性行为与管理者非理性行为对公司资本结构的影响,主要分析了择机模型、非理性管理者模型及其发展,以期能为理解我国资本市场的融资现象提供借鉴。

**【关键词】** 行为公司财务 资本结构 过度自信 市场择机

自 Miller 和 Modigliani (1958) 提出完美市场下公司市场价值与资本结构无关的 MM 定理以来,人们始终没有停止过对资本结构理论的探索。在过去的 60 年中,资本结构的研究得到了长足发展,研究视角也在不断变化,沿袭了经济学的分析方法和技术,但其研究范式和研究模型都是建立在管理者理性与投资者理性的基础上的,较少考虑属于认知心理学研究范畴中诸如认知偏差、过度自信、自我归因、视野理论等心理现象对个体的影响。

在 Stein (1988) 开创性地将行为经济学运用到公司财务领域,研究了行为公司财务问题之后,有关资本结构的研究开始呈现出与其他相关学科和理论相融合的趋势。Baker 等 (2004) 将对行为公司财务的研究分为两个领域:一是管理者理性而投资者非理性,主要分析公司价值或公司股票价值被错误估计时,管理者做出理性投融资决策;二是管理者非理性时的特殊偏好和认知错误对决策的影响。相应地,行为公司财务视角下的资本结构研究也有两条思路:一是研究理性的管理者利用非理性投资者的定价错误的资本配置行为,集中在投资者“市场择机”行为,也即非理性投资者视角;二是探讨投资者理性而管理者非理性(过度自信、乐观主义等)对公司资本配置行为的影响及投资者的反应,集中在管理者“过度自信”行为,也即非理性管理者视角。

## 一、投资者非理性行为对公司资本结构的影响

资本市场并不总是有效的,即使是理性的管理者在面对非理性的投资者时,也有可能做出损害公司价值的融资决策。Hovakimian 等 (2001) 就从理论上指出:对公司融资理论及资本结构的研究一直以来都忽视了资本市场供给条件对公司融资决策的影响。其实在公司的融资决策中,更主要的是考虑资本市场融资条件的变化,而不是考虑现有主流理论所认为的债务成本与收益的权衡。因此,行为公司财务理论的一个重要内容就是考察非有效的市场是如何影响理性管理者的融资决策的。在投资者非理性的范式上,根据 Baker 等 (2004) 的观点,管理者要权衡三种互相冲突的目标,即公司基本价值最大化、公司现有市场价值最大化和充分利用现有的定价错误以

便将财富转移到现有的长期投资者手中。对此,学者们主要采用两个模型(即迎合模型和择机模型)来检视以上目标。本文主要探讨择机模型在公司融资决策中的运用。

行为财务学认为,非理性的投资者会使股票的市场价格明显偏离公司的真实价值,对理性管理者的融资决策行为产生影响,进而影响公司价值最大化目标的实现。1996 年,Stein 在《非理性世界中的理性资本预算》中提出了“市场择机假说”,即假设投资者是非理性的,而公司管理者是理性的。理性的公司管理者假设隐含了公司管理者以上市公司真实价值最大化作为目标和行为准则的条件。择机模型认为,投资者非理性时,理性的管理者可能采取的融资行为是:当公司股价被过分高估时,应该发行更多的股票以利用投资者的过度热情;相反,当股票价格被过分低估时,应该回购股票。这样做的目的是利用股权融资成本相对于其他形式的融资成本的波动,降低融资成本。MM 理论认为,在完全有效的资本市场中,不同形式的融资其成本是相同的,也就是说,通过变换融资方式达不到降低融资成本的目的。然而,现实的资本市场并不是完全有效的,并且不同的市场是相互分离的,所以公司管理者能够利用不同的股权融资时机,达到降低融资成本的目的。

Baker 和 Wurgler (2002) 在“市场择机假说”的启发下进一步发展了市场择机理论分析框架下的资本结构理论,即一个公司的资本结构是该公司历史融资决策的累积效应的结果。如果公司过去的市值/账面值比率较高,说明当时公司的股价被市场高估了,理性的管理者可能会利用这种融资成本较低的有利时机,发行股票进行融资,则公司现在的资本结构中债务比率会较低;反之,如果公司过去的市值/账面值比率较低,则公司现在的资本结构中债务比率会较高。他们设计了一个模型,在该模型中,公司杠杆率为被解释变量,市值/账面值比率、有形资产率、盈利性以及公司规模为解释变量。他们使用 Compustat 数据库对 1968~2000 年的公司数据进行了回归分析,得到的结果表明:市值/账面值比率与公司杠杆率具有负相关关系,市值/账面值比率增加 1 个百分点,公司杠杆率就会下降 1.14 个百分点。这说明资本市场对公司股票价值

的评估确实会影响公司的资本结构,且影响显著。为了说明市值/账面值比率高的公司是否通过增发股票来降低杠杆率,Baker和Wurgler进一步把公司杠杆率的变化分解为股票发行的变化、留存收益的变化以及随机扰动项。其中,随机扰动项主要包括公司总资产的变化,也就是公司规模的变化。通过回归分析,Baker和Wurgler得到以下结果:市值/账面值比率与股票发行量呈正相关关系,市值/账面值比率上升,股票发行量增加;市值/账面值比率与留存收益没有显著的相关关系;市值/账面值比率与公司总资产呈正相关关系,市值/账面值比率上升,公司总资产增加,而公司总资产的增加会降低公司杠杆率。因此,这就证明,市值/账面值比率较高的公司主要是通过增加股票发行量来降低公司杠杆率的。

## 二、管理者非理性行为对公司资本结构的影响

非理性管理者模型假设投资者是理性的,而公司管理者是非理性的。这一模型还假设,在约束非理性的公司管理者方面,公司治理机制的有效性是有限的。目前,非理性管理者模型主要集中在对管理者过度乐观与过度自信两个方面的非理性行为上。过度乐观是指人们主观上相信事件的未来结果将超过基本情形,过度自信则是指人们对未来事件发生的主观概率分布非常狭窄。公司管理者的过度乐观和过度自信并不是由公司治理低效、激励不足带来的,而是由管理者自身的心理因素和决策行为特质决定的。有研究表明,过度乐观和过度自信将对资本结构和融资合同两方面产生影响。若过度自信的管理者对于公司项目的收益持过度乐观的态度,其就会选择高风险而实际收益率低的项目,从而导致如下两种非理性的融资行为:①过度自信的管理者高估了公司价值,认为外部融资比内部融资的成本高,权益融资比债务融资的成本高,因此认为应更多地使用公司的内部资金;②在必须进行外部融资的条件下,应优先进行债务融资,使公司融资呈现优序融资偏好。在筹集权益资本时,过度自信的管理者会“相机抉择”,即在认为公司股票价值被低估到一定程度时回购股票,在认为公司股票价值没有被严重低估时增发股票。

模型设计方面,Heaton和Hackbarth(2002)认为,过度自信的管理者在认为股权融资成本过高的同时,不愿意通过外部融资来支持投资,而只能依赖于公司的自有资金,这不仅使得公司被迫放弃一些真正有价值的投资项目,而且会损害公司的长期利益。

Hackbarth(2004)通过建立以随机现金流为基础的公司价值模型,指出过度自信的管理者倾向于债务融资,并且债务的期限较短;管理者进行融资时会“相机抉择”,但不一定具有优序融资偏好。

Landier和Thesmar(2004)通过研究理性的企业家和过度乐观的企业家之间缔结合同的行为,发现过度乐观的企业家会更多地使用短期债务,而理性的企业家偏好风险较低的长期债务资金。

Fairchild(2005)进一步拓展了Hackbarth(2004)的模型,给出了管理者过度自信与资本结构关系的两个模型。第一个模型考虑了管理者的过度自信与信息不对称环境下的资本结

构的关系,结果发现:随着管理者过度自信程度的提高,公司债务融资的可能性增大,最终会降低公司的价值。第二个模型考虑了管理者过度自信与管理者道德风险(委托代理问题)条件下的资本结构的关系,结果发现:管理者过度自信会提高债务融资的比例,但是对于公司价值的影响却无法得出定论。因为在这个模型中,如果管理者是适度自信的,他就会适度地增发债券,而适度增发债券会增强债权人对管理者的约束,从而在一定程度上减少管理者为谋求自身利益而损害公司利益的行为。但这种自信必须是适度的,如果管理者过度自信,发行的债券数量大大超过最佳发行量,就会使公司的破产成本大大超过对管理者增强约束带来的收益,从而损害公司价值。因此,适度自信的管理者将会更加努力从而增加公司价值,但是债务比例的提高会使预期的财务困境成本上升从而降低公司价值。

实证研究方面,Malmendier和Tate(2005)以个人投资组合中持续保持过多的公司个别风险作为管理者过度自信的替代变量,使用福布斯500强企业的面板数据,发现在进行融资时,非理性的管理者安排债务比例时较理性的管理者至少多使用10%的内部资金;在进行外部融资时,至少多使用15%的债务融资。过度自信的管理者具有优序融资偏好,并且在进行债务融资时更加保守。

Oliver(2005)以密歇根大学的消费者情感指数作为管理者自信程度的替代变量,对美国具有25年以上历史的企业进行实证检验,发现管理者的自信程度与公司外部融资中负债的比例成正比;同时证明了行为财务学中过度自信的管理者会倾向于进行债务融资的论点,但该实证研究不支持管理者会择时发行权益证券的观点。

Barros和Silveira(2007)采用区分企业家与非企业家来作为过度自信的替代变量,结果发现管理者过度自信与公司债务比例之间具有正相关关系。

## 三、结语

行为公司财务作为一个新的财务学研究分支,目前在研究数量和研究内容上还稍显单薄,许多结论和观点还有待商榷和检验,但它为我们研究公司财务问题提供了一个新的角度和方法,使相关理论研究更加符合资本市场的现实情况。特别是在我国目前尚不成熟、存在大量非理性行为的资本市场上,引入行为公司财务的研究方法,探讨我国资本市场上机构投资者与中小投资者的认购行为与上市公司管理者的融资行为的非理性现象,对深入理解和改善我国上市公司的融资行为尤其具有重要的意义。

### 主要参考文献

1. Baker M., J. Wurgler. Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 2002; 57
2. Graham J., C. Harvey. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 2001; 60
3. 朱武祥. 行为公司金融理论及其发展. *经济学动态*, 2003; 4