

上市公司融资决策从众行为研究

唐国琼 朱伟

(西南财经大学 成都 610074)

【摘要】 本文将Lakonishok、Shleifer和Vishny(1992)的从众行为指标与Filbeck、Gorman和Preece(1996)的变数相结合,构建从众解释变量,并将其代入企业融资的多元线性回归模型,对我国1998~2005年共计4158家沪市上市公司8年的年平均数据进行实证分析,以探讨上市公司融资行为是否具有从众性。

【关键词】 从众行为 领导者变量 公司特性变量

上市公司资本结构的决定因素有很多,主要包括公司规模、获利能力、成长性、资产抵押价值、税盾、营运风险、股利政策、短期偿债能力、产业因素等。本文运用行为金融学的一些研究方法对上市公司的融资决策行为进行实证研究,以检测上市公司融资决策行为是否具有从众现象。

一、实证研究设计

迄今为止,对从众行为的探讨大多是针对一般投资人或机构投资人的行为。但我们认为,处于新兴资本市场的我国上市公司,特别是公司融资决策者基于名誉的考虑而很有可能跟随其他公司的融资决策,从而产生融资决策的从

众行为。本文拟以负债权益比和权益资产比分别表示负债融资与权益融资的被解释变量,相关的解释变量则包括公司规模、成长机会、获利能力、经营能力、偿债能力、股利政策等,从众变量则参考Lakonishok、Shleifer和Vishny(1992)构建的从众行为指标。

五、建议

市公司向关联股东单独增发股票,用以收购关联股东的资产,从而实现资产证券化,这实质上是一种双重关联方交易行为。

股权分置改革消除了阻碍上市公司发展的根本性制度缺陷,修订后的《公司法》也对关联方交易进行了明确的原则性规定,但是针对新的制度环境下关联方交易的变化,我们认为可以采取以下几点措施对关联方交易进行规范:

1. 完善公司治理结构,强化信托责任观念。独立董事可以代表中小股东对控股股东或公司其他关联人士的交易行为进行监督,对关联方交易的公允性发表意见。因此应继续推行独立董事制度,要使每一个上市公司董事会中的独立董事人数至少占一半以上,以对涉嫌不公允的关联方交易进行阻止。然而更为重要的是要培育、强化大股东和职业经理人的职业道德意识,只有建立起重视信托责任的企业文化和社会文化,上市公司控制方在进行关联方交易时才会自觉遵循法律和道德规范,公允地进行交易并予以及时披露。

2. 尽快完善关于上市公司与高层管理者之间进行关联方交易的法规体系。公司的高层管理者、主要投资者及与其关系密切的家庭成员直接或间接控制的企业和可能导致公司利益转移的其他关系人构成上市公司的关联方,他们与上

众行为。

市公司进行不平等的交易时隐蔽性和危害性更大。

我国现有的关联方交易规制政策主要是针对上市公司与其母公司之间的关联方交易。监管机构应根据我国的实际情况,对涉及高层管理者与上市公司之间的关联方交易的批准制度、排除制度、撤消制度、达到什么数额必须披露、什么要事先披露、什么要事后披露等做出明确完善的规定,并加强对此类关联方交易的监管。

3. 对大股东的增持或减持股票、定向增发股票等做出具体的严格规定,加强监管,严厉惩处违规者。全流通后大股东行为将直接影响股价。为了防止大股东利用虚增利润而套现,或在抽空上市公司后低价增持股票,以及在定向增发股票前人为压低股价,降低大股东的持股成本,从而的低价向关联股东定向发行股份,损害中小股东利益,监管机构应对大股东在二级市场上的股票交易行为进行规范,对定向增发过程中拟注入上市公司资产的真实质量状况及资产定价的公平性、公允性等应当严加监管,对违反规定者要从重处罚。

主要参考文献

1. 吴晓求. 股权分置改革再造资本市场. 证券导刊, 2006; 1

2. 杨有红. 股权分置改革后财务管理的变化. 新理财, 2005; 10

3. 付锦峰. 股权分置试点对上市公司高管行为的影响. 企业活力, 2005; 6

设,就应采用混合效应模型。因此,本文首先对1998~2005年所有产业建立混合效应模型,然后分产业对样本进行回归分析。这样对企业融资决策的从众行为的研究更深入,更具合理性与正确性。

2. 研究期间、研究样本与变量定义。本文的研究期间为1998~2005年,并使用此期间中CSMAR数据库中数据齐全无缺值的沪市上市公司(不包括金融类公司)为研究样本,共计有4 158家。

本文用负债权益比或权益资产比作为企业融资模式的被解释变量,而企业特性面的解释变量的操作性定义如表1所示:

表1 企业解释变量定义

	解释变量	计算公式
规模	X ₁	公司规模=ln(资产总额)
获利能力	X ₂	资产净利率
	X ₃	权益净利率
成长性	X ₄	主营业务收入增长率=(营业收入净额-前期营业收入净额)/前期营业收入净额
	X ₅	市盈率
资产抵押价值	X ₆	(存货+固定资产)/资产总额
非负债税盾	X ₇	折旧/资产总额
现金股利支付率	X ₈	普通股每股现金股利/每股盈余
偿债能力	X ₉	流动比率=流动资产/流动负债
	X ₁₀	速动比率=(流动资产-存货-预付款项-其他流动资产)/流动负债
经营能力	X ₁₁	应收账款周转率=营业收入净额/应收账款平均余额
经营风险	X ₁₂	经营杠杆系数
托宾Q值	X ₁₃	(市值+长期负债)/资产总额

从众变量则参考LSV(1992)所定义的从众行为指标H值。但因公司融资决策者的多元融资方式无法以类同于基金经理人同时站在买方或卖方的方式构建从众指标,故本文将其与Filbeck、Gorman和Preece(1996)的变数相结合,以构建下述负债与权益融资决策的从众行为的代理变量:

(1)以当年度分产业公司规模前10%的公司平均负债权益比及权益资产比作为领导者变量(从众变量1)。

(2)以当年度分产业公司规模前11%~50%的公司及全部公司的平均负债权益比与权益资产比作为从众变量2与从众变量3。

H_{1kt} (分产业公司规模前10%的公司负债权益比或权益资产比)= Σ 当年度分产业公司规模前10%的负债权益比或权益资产比/当年度分产业公司规模前10%的公司数 (1)

H_{2kt} (分产业公司规模前11%~50%的公司负债权益比或权益资产比)= Σ 当年度分产业公司规模前11%~50%的负债权益比或权益资产比/当年度分产业公司规模前11%~50%的公司数 (2)

H_{3kt} (分产业当年度全部公司的平均负债权益比或权益资产比)= Σ 当年度分产业全部公司的负债权益比或权益资产比/当年度分产业全部公司数 (3)

负债融资与权益融资决策的从众变量中的领导者变量如(1)式所述,而从众变量2与从众变量3分别如(2)式与(3)式所述,其中k=d或e,d表示负债权益比,e表示权益资产比。

本文运用模型检测公司是否具有追随领导者与追随平均或多数公司的融资决策行为。构建模型如下:

$$Y_{ikt} = \theta_{ikt} + \beta_1 H_{1kt} + \beta_2 H_{2kt} + \beta_3 H_{3kt} + \sum_{m=4}^{17} \beta_m X_{it} + \theta_{ikt}$$

其中,i表示样本数,t为时间(8年),k为行业, H_{1kt} 表示领导者变量, H_{2kt} 表示从众变量2, H_{3kt} 表示从众变量3, θ_{ikt} 表示截距项, θ_{ikt} 表示误差项。

3. 研究推论。

(1)领导者变量与从众变量对负债融资及权益融资影响的推论。首先,根据keynes(1936)的观点,个别公司的融资决策者多会跟随大公司的融资决策,尽力达到大公司的负债融资水平。同时,个别公司的融资决策者也会受整体市场的负债融资程度影响,随之调整自身的融资规模与比率,所以领导者变量及从众变量对个别公司的融资程度具有正向影响。其次,当公司规模较大的某类领导公司选择以在公开市场上发行权益工具的方式来进行筹资时,相同类型的个别公司大多也会跟随领导公司进行权益融资,因其信息不对称成本可借由大公司的公开揭露而相对降低,故个别公司的权益融资比易受领导者变量的正向影响,即领导者公司的权益融资比越高,个别公司也越倾向于权益融资。而个别企业也会跟随市场上大多数企业的权益融资模式而做出类似的权益融资决策,所以个别公司的权益融资决策易受平均权益融资变量的正向影响。通过模型的回归分析,根据变量显著性即可得出领导者变量与从众变量2与从众变量3影响的差异。

(2)公司特性变量对负债融资影响的推论。Myers(1984)与Gul(1999)等人就融资优序理论分析获利能力与负债融资的关系,得出获利能力对负债比率具有负向影响。

Brigham(1992)认为成长较快的公司,需要较大量的资金以满足营运规模的扩充,且发行新股的成本较发行债券的成本高,因此成长快速的公司有较高的负债比率,成长性对负债比率具有正向影响。

DeAngelo和Masulis(1980)发现负债的节税利益会被非负债税盾所抵销,减少负债融资的诱因,故非负债税盾对负债比率具有负向影响。

Myers(1977)提出若公司的营运风险较高,多会减少对次佳决策的投资,遂可降低负债代理成本,故营运风险高的公司其举债能力会比营运风险低的公司高,即营运风险对负债比率具有正向影响。

Smith与Warner(1979)从代理成本的角度考虑,认为债权人为防止利益受损,通常会在负债合约中加入限制条款,致使负债代理成本相对较高,因而股利发放率较高的公司,多会使用较低的负债比率,因此股利支付率对负债比率具有负向影响。

此外,本文以速动比率作为衡量公司偿债能力的指标。

公司偿债速度越快,就越没有资金上的迫切需求,越不会进行负债融资,偿债能力对负债融资具有负向影响。另以应收账款周转次数作为衡量公司经营能力的指标,公司应收账款周转次数越高表示公司的经营能力越好,此时公司的负债融资成本应该降低,故经营能力对负债融资具有正向影响。

托宾Q值为公司价值的代理变量,其越高表示公司越有价值,公司就越倾向于选择权益融资来筹措资金,故托宾Q值对负债比率具有负向影响。

二、实证分析结果

1. 描述统计量分析。为避免赘述,我们这里以负债融资比为被解释变量,来进行实证结果分析。负债融资的领导者变量、从众变量2与从众变量3及其他影响资本结构的变量的描述统计量如表2所示。其中负债权益比的领导者变量与从众变量以当年度分产业平均值进行分析,故8年12个产业共有96个数值,其中负债权益比中领导者变量均比其他两个从众变量高,而从众变量中公司规模前11%~50%的平均负债权益比也比公司的平均负债权益比高。综上所述,负债权益比中,领导者变量高于从众变量2与从众变量3。

表2 研究变量的描述统计量

	均值	最小值	最大值	标准差	峰值	偏态
Y	1.036	0.009	9.880	0.920	3.111	16.484
H ₁	2.961	0.684	6.032	0.801	0.732	3.760
H ₂	1.245	0.380	2.178	0.295	0.823	1.530
H ₃	1.044	0.447	2.069	0.253	1.158	2.781
规模	21.048	17.497	26.855	0.918	0.786	2.180
资产净利率	0.043	-1.227	0.754	0.083	-2.028	26.841
权益净利率	0.070	-4.878	1.791	0.210	-7.361	120.236
主营业务收入增长率	0.392	-6.017	400.677	6.657	57.825	3 465.415
市盈率	109.579	-2 851.579	26 778.956	541.068	34.720	1 566.965
资产抵押价值	0.493	0.016	0.948	0.178	0.017	-0.511
非负债税盾	0.023	-0.627	0.817	0.025	4.802	348.488
现金股利支付率	0.313	-0.854	19.918	0.598	14.575	388.859
流动比率	1.792	0.136	31.861	1.643	7.160	89.379
速动比率	1.372	-0.022	30.165	1.475	7.590	102.466
应收账款周转率	397.390	0.002	893 570.164	14 958.486	54.110	3 134.783
经营杠杆系数	2.076	-40.850	108.766	3.274	12.562	367.974
托宾Q值	2.410	-118.530	43.668	3.643	-16.718	438.110

继续将领导者变量、从众变量2与从众变量3进行配对,从而进行t检定,实证结果证实两两间皆存在显著性差异,t检定值如表3所示。

表3 领导者变量与从众变量的t检定值

t值检定	负债权益比
领导者变量与从众变量2	31.758***
领导者变量与从众变量3	260.427***
从众变量2与从众变量3	216.430***

注:***表示在1%水平上显著。

2. 多元线性回归模型实证结果分析。在对1998~2005年的总样本面板数据和12个行业总样本面板数据的13个模型进行回归分析时,我们采取试错法分别选择采用了逐步回归法、向前选择法或者向后剔除法来对模型进行回归。所以回归结果中选入的解释变量都是显著的,且都通过膨胀因子检验(VIF),即模型中选入的所有解释变量的VIF值皆小于10,无多重共线性。经过两类回归模型检验后,发现两类模型中的解释变量对被解释变量的影响并无显著差异。通过回归分析可以得出以下结论:

(1)对于领导者变量,公司的负债权益比受领导者变量的影响为正。但是,不同产业的公司受领导者变量的影响是不一致的。其中,制造业、电力煤气业和交通运输业3个行业的回归分析结果和总样本面板数据分析的结果是一致的。但是,采掘业的负债权益比受领导者变量的影响显著为负。而农林牧渔业、建筑业、信息技术业等7个行业公司的负债权益比则不受领导者变量的影响。

(2)对于从众变量2,回归分析结果和领导者变量是一致的,公司的负债权益比受领导者变量的影响为正。但是,具体到各产业来分析,情况则有所改变。在领导者变量中不显著的农林牧渔业和房地产业公司在从众变量2中是显著的。其中,农林牧渔业公司的负债权益比受领导者变量的影响显著为负,而房地产业公司的负债权益比受领导者变量的影响则为正。说明对于这两个行业来说,公司的负债权益比更多的是追随负债权益比前11%~50%的公司融资行为。

(3)对于从众变量3,回归分析结果和领导者变量与从众变量2不同。从整体来看,个别公司的负债权益比不会跟随公司的平均负债权益比而变动。这说明公司的融资行为的从众现象确实是存在的,因为大部分产业的公司的融资行为是追随领导者或者仅次于领导者的大部分公司的融资行为。但是,值得关注的是农林牧渔业和采掘业。对于农林牧渔业,其在领导者变量中不显著而受从众变量2的影响为正,受从众变量3的影响为负,且两者受的影响皆大于1。显示当负债权益比前11%~50%的公司增加其负债权益比时,个别公司会追随大部分公司的负债权益比,且其增加幅度会高于此类公司,所以具有从众行为。

(4)公司规模对负债权益比的影响显著为正,而且大多数产业的公司融资结构受规模的影响和总样本是一致的,即公司规模越大,公司的负债权益比越高。但是不同产业的公司受其规模影响程度是不一致的。

同时,我们发现,农林牧渔业、采掘业、社会服务业、文化传播业这4个行业公司规模对融资结构不具有显著影响。而电力、煤气及水等垄断性行业的公司规模对公司负债权益比呈显著负向影响。

(5)对于获利能力,公司的资产净利率和权益净利率对负债权益比影响皆显著为负,即公司获利能力与负债权益比负相关。细分到各产业看,大多数产业和总样本回归分析结果是一致的,即呈显著负向影响。但是,我们发现农林牧渔业、制造业、建筑业、批零贸易业公司的获利能力对企业融资

结构不具有显著影响。值得一提的是,采掘业、水电煤气业、信息技术业、房地产业、社会服务业、文化传播业等大多数产业的公司在资产净利率对负债权益比的影响显著为负的情况下,其权益净利率对负债权益比则显著为正。

(6)对于成长性,公司的主营业务收入增长率和市盈率对负债权益比不具有显著影响,即公司的成长性对公司融资结构无显著影响。细分到各产业看,惟有少数产业即农林牧渔业、制造业、电力煤气业、批零贸易业和社会服务业公司的主营业务收入增长率和市盈率对负债权益比影响显著为正。

(7)公司的资产抵押价值对负债权益比具有显著负向影响。细分到各产业看,采掘业、制造业、建筑业和总样本面板数据回归分析结果一致,即所在公司的资产抵押价值对负债权益比具有显著负向影响。但水电煤气业和房地产业公司的资产抵押价值对负债权益比具有显著正向影响。而农林牧渔业、交通运输仓储业、文化传播业、信息技术业、批零贸易业、社会服务业7个行业公司的资产抵押价值对企业融资结构并无显著影响。

(8)公司的非负债税盾对负债权益比具有显著负向影响。细分到各产业,除农林牧渔业、制造业、房地产业等6个行业公司的非负债税盾对负债权益比具有显著负向影响外,采掘业、建筑业、交通运输仓储业、社会服务业、文化传播业等6个行业公司的非负债税盾对资本结构并无显著影响。

(9)公司的经营杠杆系数对负债权益比不具有显著影响。即公司的营运风险对公司融资结构无显著影响。细分到各产业看,惟有少数产业公司的经营杠杆系数对负债权益比具有显著影响,即交通运输仓储业公司的经营杠杆系数对负债权益比具有显著正向影响,而社会服务业和文化传播业公司的经营杠杆系数对负债权益比具有显著负向影响。

(10)公司的现金股利支付率对负债权益比具有显著负向影响。细分到各产业看,制造业和批零贸易业公司的现金股利支付率对负债权益比具有显著负向影响,文化传播业公司的现金股利支付率对负债权益比具有显著正向影响,而农林牧渔业、采掘业、建筑业、水电煤气业、交通运输仓储业、社会服务业等9个行业公司的现金股利支付率对资本结构并无显著影响。

(11)公司的流动比率和速动比率对负债权益比具有显著负向影响,即公司的偿债能力对公司融资结构的影响显著为负。细分到各产业看,大多数产业和总样本回归分析结果是一致的。惟独房地产业公司的流动比率和速动比率对负债权益比具有显著正向影响。电力煤气业公司的流动比率对负债权益比具有显著负向影响而速动比率对负债权益比具有显著正向影响。采掘业和交通运输仓储业公司的流动比率对负债权益比具有显著正向影响而速动比率对负债权益比具有显著负向影响。而文化传播业公司的流动比率和速动比率对公司融资结构不具有显著影响。

(12)公司的应收账款周转率对负债权益比具有显著负向影响。细分到各产业看,大多数产业和总样本回归分析结果是一致的,即呈显著负向影响。但制造业、建筑业、信息技

术业、房地产业、社会服务业、文化传播业等7个行业公司的应收账款周转率对负债权益比不具有显著影响。

(13)公司的托宾Q值对负债权益比不具有显著影响。细分到各产业看,惟有建筑业和交通运输仓储业公司的托宾Q值指标对负债权益比呈显著正向影响,而文化传播业公司的托宾Q值指标对负债权益比呈显著负向影响。

三、结论

本文旨在引入多元线性回归对企业融资决策行为是否具有从众现象进行实证分析。研究发现,无论是负债融资还是权益融资,企业之间皆具有从众行为。以负债融资为例,领导者变量与从众变量2对负债融资皆具有显著正向影响,但通过对不同行业的多元线性回归分析可以得出以下结论:

1. 某些行业公司的负债权益比受领导者变量的影响显著为正。即个别公司的负债权益比越高,越会跟随领导者的负债权益比。某些行业公司的负债权益比受领导者变量的影响不显著。某些行业公司的负债权益比受领导者变量的影响显著为负。这也与Bowen、Daly和Huber(1984)的“行业平均杠杆比率随时间倾向维持其相对状况,而个体企业展现出均值反转趋势”研究结论一样。

2. 某些行业的公司在领导者变量中显著的在从众变量2中仍然显著,且方向一致。某些行业公司的负债权益比受领导者变量的影响不显著,但是在从众变量2中是显著的。原因在于领导者的负债权益比通常较高,而有些产业中一部分公司无法全部达到领导者的水准,则会试图达到从众变量2此较低的平均负债权益比。

3. 对于从众变量3,总样本面板数据回归分析结果和领导者变量与从众变量2不同。从整体来看,个别公司的负债权益比不会跟随公司的平均负债权益比的变动而变动。这说明公司融资决策从众行为确实是存在的,因为大部分公司的融资行为是追随领导者或者仅次于领导者的大部分公司的融资行为。但是,值得关注的是农林牧渔业和采掘业。对于农林牧渔业,其在领导者变量中不显著而受从众变量2的影响为正,受从众变量3的影响为负,且受两者的影响皆大于1。而采掘业的公司领导者变量、从众变量2和从众变量3中都显著,但其他公司的负债权益比受领导者变量和从众变量2影响为正,受从众变量3的影响为负,且受三者的影响皆大于1。

本文也对影响企业融资决策的解释变量,如公司规模、获利能力、成长性、营运风险等进行了分析,实证研究发现不同产业的公司受同一解释变量的影响可能为正或为负,或同向但影响程度有所差异,或者不受影响。

主要参考文献

1. 沈艺峰,沈洪涛.公司财务理论主流.大连:东北财经大学出版社,2004
2. 陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究.会计研究,1998;8
3. 肖作平,吴世农.我国上市公司资本结构影响因素实证研究.证券市场导报,2002;8
4. 饶育蕾,张轮.行为金融学.上海:复旦大学出版社,2005