



热门文章

- 用多元线性
- 间借贷利率
- 何加强会计
- 国外汇储备
- 何处理银行
- 章
- 章
- 品市场竞争
- 业银行走混
- 国存款保险
- 国创业板市
- 华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WOMEN SHOW 1st MONTH

insights... investment biography discover

[2009年8月]公司金融决策的分析：一个行为金融的视角

[字体大小]

作者：[吕恩泉 刘江涛] 来源：[本站] 浏览：

一、投资者（分析师）非理性公司管理者理性的组合
 假定证券市场的套利行为不是有效的，因此股票的价格可能过高或者过低。此时，我们假定公司管理者会对错误的市价有所察觉，并且针对股票错误的市场价格做出反应并制定相应的决策。而这一理论面临的挑战是理性的管理者是否确实能在适当的时刻把握股票市场价值的错误时，从理论框架上讲公司的管理者要平衡如下三个目标：最大化股票的基本价值（fundamental）；想办法迎合投资者的偏好（catering），指为了使股票价格高出基本价值所采取的一些非市场时机（market timing），特指在暂时性错误定价的前提下，所采取的融资决策，主要让价值被高估的证券或回购价值被低估的证券。从这三点出发，我们下面对公司具体的行为进行（一）投资决策分析

证券市场的非有效性对公司的投资决策影响十分重大，投资者或分析师的非理性造成的股票会导致公司的投资不足、过度投资以及对整个经济的资本配置不当从而产生无畏的损失。

1. 对实际投资的影响

在完全理性的公司管理者和不理性的投资者的格局下，一方面投资本身受制于证券市场错误定价（pricing），如投资者在特定的分析下，高估公司的投资价值；另一方面，如果公司的投资价值被低估了，将导致融资受限的公司被迫错过有价值的投资机会。因此，Stein（1996）认为，如果是完全理性的，并对公司的真实价值感兴趣，那么它应该在股价被高估时，发行更多的股票。该把所得到的资本引入新的实际投资，因为虽然投资者的高涨情绪表面上意味着有许多NPV>0的投资项目，但是理性的经理应该知道，这些项目实际上并没有真正为正的NPV，为了公司真实利益，应该避免投资这些项目；另一方面，当股价被低估时，理性的管理者应该以有利的股价发行股票，而不应该改变实际投资。这一理论被称为企业投融资的“市场时机假说”（Market Timing Thesis）。

然而尽管公司的管理者是理性的，能做出以上判断，但是非理性的投资者仍在很大程度上影响实际投资。尤其最近Polk和Sapienza（2001）发现了投资扭曲的较强证据，发现价值被高估的其他公司投资更多；Baker, Stein和Wurgler（2001）根据低现金余额确定股权依赖公司，公司对股价的投资敏感性比非股权依赖公司高约3倍。我们可以通过以下理论进行证实：（1）若对公司前景过分乐观，若经理对公司的真实价值有准确的把握，而拒绝从事投资者认为可目，投资者就会压低股价，使公司遭受接管风险，试图解雇他，但出于代理问题，他会做出策。（2）有时为了迎合投资者对公司未来的信心，管理者在股价被高估时，仍会利用所得溢价进行投资，以维持公众的信任。（3）非理性的投资者通过股权依赖机制发生作用。因为对非理性的公司，当投资者过度悲观时，通过被低估的股票进行融资成本太高，从而必须放弃一些好机会，从而造成实际投资的扭曲。因此有结论，依赖股权公司的投资应该比非依赖股权公司对周期更为敏感。

2. 对并购的影响

企业并购日渐成为资本市场上众人瞩目的焦点和热点。20世纪90年代以来，在全球范围内的企业并购、结构调整、技术转移、放松管制以及一体化浪潮等外在因素的推动下，全球并购浪潮一浪高过一浪。然而，从并购的历史数据来看，并购的成功率并不高。美国《商业周刊》（1999）的研究表明：75%的企业并购是完全失败的。

于是，行为金融学学者从投资者和管理者的心理因素出发分析了并购的动机。在投资者非理性假设前提下，Shleifer和Visshny（2003）提出了关于收购的市场时机模型，他购方是被价值高估了的，并且收购的动机也并非要产生协同效应，而是为长期的股东保存一价值高估。特别地，通过高估的股票价格收购未被高估的目标公司（或用现金收购被价值低公司），被价值高估的收购方能成为股东缓冲收购后的短期价值下跌。或者，收购同时是为了效应，并使合并后的实体也被价值高估（如20世纪60年代的并购浪潮），那么收购方同时可的缓冲效应（cushion effect）。

（二）融资决策分析

如上所述，“市场时机假说”意味着理性的公司管理者应该在市场行情上涨时发行股票，在估时回购股票，以下着重分析市场时机假说如何影响股票或债券发行、回购和公司资本结构

1. 对证券发行和回购的影响

现象一：证券发行行为—IPO定价过低现象

Ritter（1998）研究了1990-1996年2866个IPO的初始收益，发现存在初始定价过低现象，及发行价明显低于第一个交易日的收盘价5。其中，11个IPO中就有5个正的初始收益，只有一个负的初始收益。这说明投资银行和投资者之间的观点存在很大差异。在1960-1996年，美国IPO的初始收益平均收益为16%；而在1996-2000年之间，则高达37%。产生这种现象的原因可以用赢者的灾难和流行效应来解释。

所谓赢者灾难是指在拍卖、兼并和首次发行中的成功者，通常会发现自己为成功付出的成本太高，结果可能收到损失的现象。就IPO而言，投资者常常处于信息劣势，这就出现了逆向选择问题。面对着这种情形，只有IPO定低价，以弥补选择一个差的风险，投资者才会购买。另外，虽然投资者可以在IPO和已上市公司的股票之间选择，但是已发行股票有盈利和股市业绩记录，能为投资者选择提供参照，而投资者对IPO的公司了解很少，因此，高的初始收益对诱使投资者选择IPO而不是已上市公司的股票是必要的。

流行效应的产生是因为投资者不仅注意自己对IPO的需求还注意其他投资者的需求，而模仿其他投资者的行为。流行效应涉及两方面，一方面相信公众肯定知道某事，另一方面是同病相怜，因为存在后悔的潜在性，如果出现消极后果，许多其他人行为的相似性可以减轻后悔的痛苦。如果某个投资者没有看见其他人想购买某公司的股票，即使他对该公司有良好的印象，也可能不对它进行投资。为了克服这一点，预进行IPO的公司理性管理者会愿意定低价，这鼓励初始投资者购买，因而产生有利的流行效应。

现象二：证券发行的市场时机选择

大量事实表明市场行情高涨是股票发行（IPO）或增发（SEO）的动机，而股价被低估是回购股票的重要动

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WOMEN SHOW 1st MONTH

insights... investment biography discover

机,因此,公司存在着最佳融资时机(timing)和融资窗口机会(window opportunity)。公司会在被高估的股票价格回落之前增发股票,会在被低估的股票价格上涨之前选择回购股票。Graham和Harvey(2001)对300多家上市公司的CFO的匿名调查显示,2/3的CFO表示“股票市场对公司股票价格的评估是融资行为的重要考虑因素”。同时,证券发行的一些事实结果也对市场时机假说给予了证实,IPO和SEO后的股票长期回报下降,而宣布回购的公司长期回报上升。Baker和Wurgler(2000)指出,股票增发是未来股票投资回报的可靠预测指标,增发价格高往往预示着低的、甚至负的未来回报。

2. 对公司资本结构的影响

“市场时机假说”理论进一步证明,公司资本结构反映一段时期内公司跨期积累和融资决策。假设两个公司A和B,在传统影响资本结构的因素包括规模、盈利能力、有形资产比率等方面都相似时,若A公司的市场/账面价值比率高于B公司,根据市场时机选择理论,理性的A公司管理者必定利用市场时机增发了股票,从而A公司资本结构较之B公司必定含有更多比例的股权资本。Baker和Wurgler(2002)证实了这个结果,即其他情况相似条件下,公司加权平均的历史市值/账面价值比率(越靠近发行年份,权重越高)是用来较好地预测公司当前股权资本份额的良好横截面指标。

二、投资者理性公司管理者非理性的组合

此种情况与上述假设恰恰相反,是考察非理性的公司管理者在有效的资本市场里如何进行操作。准确地讲,非理性公司管理者的行为是指那些不能够实现理性预期和预期效用最大化的行为。在此,并不考虑管理者的理性道德风险(如代理问题等),主要考虑由公司管理者的过度自信和盲目乐观所引起的认知偏差和情绪影响。虽然,与投资者非理性相比,管理者非理性所带来的实际经济损失仍有待被清晰的量化,但是一些事实已经能够证明管理者非理性的行为成本已经非常显著。

(一) 对实际投资的影响

首先,我们从启动投资谈起。事实证明,很多企业家的启动投资都是在盲目乐观和过度自信的情况下做出的。Landier和Thesmar(2004)通过对一些法国企业家的调查列表表明他们初建公司的想法不够成熟:起初,56%的企业家期望在不远的将来新公司会有所发展,只有6%的企业家预期到困难的存在。Landier和Thesmar进一步发现通过三年的调查努力,只有38%的法国企业家预期新公司的发展,而17%的企业家预期到困难的存在。

同样,盲目乐观同样影响着成熟企业的投资决策。

(二) 对并购的影响

Roll(1986)通过分析兼并收购活动,提出了狂妄自大假说(hubris hypothesis)用以解释兼并和收购中并购方管理者非理性的行为。他认为,他认为出于对自身能力的过度自信和对项目的过于乐观,会导致管理者实施频繁的并购,且出价过高。而且,诸多兼并收购并不会给企业带来任何收益,其动机只是来源于企业经理人的过度自信,具体来说,在对兼并目标进行估价时往往会过高估计其市场价值,因此,结果会导致过多的兼并收购活动的发生。Heaton提出了基于管理者过分乐观而产生的“过度投资—投资不足”行为模型,如果过分乐观的管理者认为市场低估了企业的价值,他们可能会放弃一些净现值为正的项目,尤其在企业必须依赖外部融资才能进行投资的时候;同样,过分乐观的管理者也会高估投资项目的实际价值,从而愿意投资一些净现值为负的项目。他们的模型证明了即使没有信息不对称或理性代理成本存在(以往的研究认为主要是这两个原因导致投资不足-过度投资现象发生的),企业也会产生投资不足-投资过度问题。

事实证明,许多事例都与盲目乐观和过度自信有关。例如,乐观的CEO完成更多的并购,特别是横向并购,而这些并购的价值都十分模糊;乐观主义会在很少依赖股权融资的公司中产生很大的影响,比如,作为乐观主义者,管理者总认为股票被低估了,股权融资成本过高,从而不必去权衡选择并购还是发行股票。

(三) 融资决策分析

现有的研究表明,盲目乐观和过于自信将在资本结构和融资合同两方面产生影响。本为这种分析对资本结构的影响。

若过分自信的管理者对于公司项目的收益持过分乐观的态度,就会选择高风险而实际收益率低的项目,同时他们会认为公司的股票被低估,认为股权融资的成本过高,从而导致如下两种非理性的融资行为。一方面,他们采用激进的财务政策,利用债券融资来支持投资,从而极大地增加了公司的财务风险。另一方面Heaton(2002)和Hackbarth(2002)认为,过度自信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现金流,这不仅使得公司被迫放弃一些真正有价值的投资,而且损害公司的长期利益。

三、对我国上市公司的政策建议

行为公司金融学作为一门理论已逐渐成熟,并正成为公司金融领域其他范例的有益补充。行为公司金融学对传统的公司理财学提出了挑战,为我们分析公司行为提供了新的视角和方法,使理论研究更加贴近现实,特别是对研究我国上市公司的行为有特殊的意义。

一方面,我国的资本市场和投资者的理念都很不完善,并不能达到弱式有效的程度,股票价格很大程度上背离其基本价值;另一方面,许多上市公司,无论是国有控股还是民营企业,都未能很好地解决经营管理的问题,公司内部人员的素质仍待提高,管理者非理性的行为仍然广泛存在。鉴于此种情况,单用传统的公司理财学对我国上市公司的行为决策进行分析,难免产生脱离现实、是事而非的结果。相反针对我国由大量非理性的投资者组成的非有效资本市场和非理性管理者,有必要引入行为金融学的研究方法,将对正确认识并完善我国资本市场以及改善上市公司的非理性行为有深远的意义。

参考文献:

【1】Randall Morck, Behavioral Finance In Corporate Governance—Independent Directors and Non-executive Chairs, NBER Working Paper No. 10644.

【2】Troy A.Paredes, Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEO's, and Corporate Governance, American Law&Economics Association Annual Meetings Year 2005.

【3】Shleifer, Andrei (2000), Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance, Oxford University Press.

【4】Tversky, A. and D. Kahneman(1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, Journal of Risk and Uncertainty, 5: 297-323.

【5】Shiller, R.J. (1990). Market Volatility and Investor Behavior, American Economic Review, 80(2): 58-62.

【6】朱武祥《行为公司金融:理论研究发展及实践意义》《证券市场导报》2003年5月

(作者单位:中国建设银行阿城支行\哈尔滨理工大学经济学院金融系)

【评论】【推荐】

评一评

正在读取...

【注】发表评论必需遵守以下条例:



笔名:

■ 尊重网上道德,遵守中华人民共和国的

 评论:

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核, 请耐心等待]

- 各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融 



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: [经典风格](#)

云南省昆明市正义路69号金融大厦