

市场择时资本结构理论面临新挑战

李志华

(中国人民大学商学院 北京 100872)

【摘要】 本文从研究方法和理论基础等角度介绍了传统市场择时资本结构理论遭遇的挑战。试图通过介绍当前市场择时理论研究中出现的“现金平衡观、净融资观、认知一致理论、现金需求观、增长期权观”等前沿性观点,为国内同类研究提供参考。

【关键词】 市场择时理论 研究方法 理论基础

关于企业的融资动因,通常存在两类解释,一种倾向于认为企业的真实投资需求引发了融资行为;另一种是外部融资环境的变化使得企业控制人或决策层认为当前融资能获得某些方面的利益,表现为对市场各方面因素的综合时机选择,由此导致企业出现融资行为。后者近年来逐渐发展成为财务领域中极具影响力的市场择时理论。

一、传统市场择时理论的主要观点

市场择时理论研究是在行为金融对传统金融理论的质疑背景下展开的。传统金融理论有关风险与回报的权衡假说,认为资本市场是基本有效的,允许企业在为投资者提供一定风险溢价补偿的前提下发行股票。在Modigliani和Miller(1958)构建的有效和整体的资本市场理论框架下,不同形式资本的

人力资源会计研究的基础理论方面达成了一致意见,如对于人力资源会计的核算对象、基本内容、基本假设、目标、计量等的认识。但在研究方法上,传统的规范性研究采用较多,而对实证研究的采用较少,不利于我国人力资源会计的研究。

4. 吸收国外成果,完善了理论研究框架。国外人力资源会计研究逐渐成熟,我国学者在研究过程中充分借鉴、吸收国外已有研究成果,并充分融合人力资源学、人力资源经济学、人力资源管理学、企业管理学、公司治理学、财务管理理论等相关学科的研究成果,从而促进了人力资源会计学科与其他相关学科的融合性发展。

5. 研究缺乏全面性。人力资源会计研究是一个系统的学科,要完善其理论框架,就需要从总体上把握全部要素之间的关系。但以现有成果看来,真正将人力资源会计作为一个整体来研究所形成的成果较少。现有情况下,大多数学者只是注重人力资源会计某一方面或某一层次的理论研究。

四、研究展望

30多年来,有关人力资源会计研究的文献多数停留在浅层次,很少研究人力资源的确认与计量对传统会计和工资理论的冲击。而且大部分文献集中在理论研究的层面,较多强调实施人力资源会计的必要性,所采用的方法也多是借鉴已有

成本变化并不是独立的,在权益与债务融资之间进行转换并不能获得额外的收益。但是,在资本市场无效或分割状态下,市场择时能够在当前股东的进出之间获得某种收益,这使得企业在发行股票时会考虑市场择时因素。市场择时理论强调通过机会窗口择时,该观点意味着资本市场本身是无效的,能够允许管理者利用权益资本成本短暂的波动发现价值被高估的股票。由于研究视角和范畴不再局限于传统的理性人假设和完全套利假设,市场择时理论极大地拓展了行为金融的研究范畴,开始将研究重点转移到投资者和内部人的非理性行为以及市场非有效情况下的不完全套利行为等。市场择时理论正是基于上述前提提出来的,它既关注投资者在市场上的风险和收益择时动因、机理及后果,也关注融资方的发行择时

的成果,对关键问题缺少深入的探讨。由于我国是从西方引进的人力资源会计,介绍其应用的必要性是有意义的,但是大多数学者对人力资源会计的实际操作研究较少。同时,一些方法的设想有待在企业中解决,只是依靠单个人研究,造成研究简单且重复内容多,在实务界并没有推行起来,实际应用中缺少可行性分析。

随着社会经济的不断发展,科学技术的进步,劳动力水平逐渐提高,人力资本已经成为主要生产要素,人力资源会计的理论和实践在我国必将得到快速发展。

【注】 本文系河北省人力资源与社会保障厅研究课题“社会保障基金风险控制——基于代理理论的视角”(项目编号:JRS-2011-2019)、保定市哲学社会科学规划课题“基于区域经济的中小企业融资研究”的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 谌新民,刘善敏.人力资源会计.广州:广东经济出版社,2002
2. 刘旭.知识经济体制下人力资源会计研究.现代商贸工业,2010;13
3. 余菲菲.人力资源会计计量模式研究:回顾与展望.财会月刊(理论),2008;10

动因以及市场的不完全套利行为对择时造成的影响等。

总体而言,关于传统市场择时的研究主要包括以下几个方面:其一,企业在市场价值被高估时偏好发行股票进行融资,这种市场价值被高估主要是相对于账面价值和过去的市场价值而言的,而在市场价值被低估时则倾向于回购股票。其二,在股票发行前分析股票的长期表现,企业会选择在股票预期出现低迷表现前进行权益融资。其三,企业会倾向于在投资者对企业的盈余预期较高时发行股票。基于上述研究的共性与差异,我们可以将传统市场择时理论研究观点归纳为以下几个方面:市场错误定价与收益趋势择时、资本成本择时、市场行情择时。

1. 市场错误定价与收益趋势择时。市场错误定价择时方面的观点主要关注公司在市场价值被高估时发行股票进行权益融资,在被低估时回购股票,此外,还会因市场的高估或低估综合分析在并购等财务活动中的择时影响。收益趋势择时则主要关注公司在融资前是否存在较高的超额收益,非常有利于吸引投资者从而使得融资获得成功,同时在预计将来一段时间内的市场超额收益较低时也会提前进行权益融资。

2. 资本成本择时。资本成本择时指公司在融资前会综合考虑不同融资时机上的融资成本情况,在权益融资成本相对较低的时点发行股票,而在权益融资成本较高点回购股票,综合考虑的因素主要涉及市场风险、流动性风险、因信息不对称程度过高带来的融资约束等。

3. 市场行情择时。市场行情择时是指公司在融资时兼顾市场整体的发展态势,在市场行情比较高涨时,公司利用投资者的非理性状态进行融资,在市场低迷时则暂停上市融资。

虽然传统市场择时理论在统计上能够显著地支持其在股票发行(尤其是SEO)中对融资决策的影响,但是其经济含义至今却没有明确的证据支持(Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Rene M. Stulz; 2010),这使得该理论不断遭受来自各方的质疑与攻击。对传统市场择时理论的质疑主要集中在两个方面:其一是对择时研究中研究手段或方法提出的一些质疑,认为这些疑点影响到结论的判断;其二是对市场择时理论本身的质疑,认为企业融资并非出于市场择时因素的考虑,或者这种择时影响仅为短期效应,对资本结构等方面的长期效应并不明显。

二、对传统市场择时研究中研究方法提出的质疑

对传统市场择时研究中研究方法提出质疑的代表人物为Rhodes-Kropf(2005)等。Rhodes-Kropf(2005)认为,传统市场择时理论中择时因素B/M(账面价值与市值比)可能包含多个方面的因素,将权益的基本价值定义为V,则B/M可以分解为B/V与V/M的乘积。经过上述分解,以V为基础的变量所捕获的可能更多的是增长选择权而非市场错误定价。因此,在William B. Elliott, Johanna Koeter-Kant, Richard S. Warr(2008)的文中选用了B/V的概念,对于变量中的V,文章采用剩余收益估值模型所测算的权益内在价值来衡量。通过研究市场择时与资本结构之间的关系,他们构建了一套基于盈余的价值模型,以此为基础将权益的错误定价与增长选择权和

时变逆向选择分离开来,避免了传统的择时研究中包含诸多综合因素的B/M受到的干扰。研究表明,市场错误定价在资本结构的选择中扮演着非常积极的角色,该结论即使用时变的增长选择权和传统的价值偏离变量来分析也是稳健的。事实上,D'Mello和Shroff(2000)、Jindra(2000)和Dong(2002)等人在同类研究中也采用剩余收益估值模型来处理。Lee(1999)在内在价值与市值的研究中,用剩余收益估值模型估计了内在价值,研究表明,在对未来收益的预测上,该方法要优于传统的B/M方法。Kothari和Shanken(1997)用B/M来预测未来回报时发现,在1926年至1991年的时间区间上预测能力较好,而当区间选择为1946年至1991年时,预测能力出现了大幅度下降。

Kayhan和Titman(2007)认为Baker和Wurgler(2002)的择时衡量标准并不能有效地将增长机会与市场择时的作用分离开来,其研究结论极有可能受到了当期M/B的噪音影响。为了解决该问题,他们将Baker和Wurgler(2002)的择时衡量标准分解为两个部分,分别来衡量增长机会与择时行为。与之类似,Leary和Roberts(2005)认为不能用M/B的历史影响作为企业企图重新回到最优杠杆水平的经验证据。上述研究都是从M/B历史影响的角度提出的对Baker和Wurgler(2002)研究结果的质疑,Hennessy和Whited(2004)进一步剔除市场择时因素的影响,构建了一个动态权衡模型研究历史M/B与当期杠杆之间的关系,模型中高M/B的公司为了满足融资增长的需求,通过发行权益以避免财务困境的产生,当企业盈利时,会基于个人所得税考虑通过提升杠杆水平来增加债务。

Hovakimian(2004)认为,低交易成本会在资本结构出现偏移时导致较高的调整速度向既定目标调整,这将使得市场择时效应表现得极为短暂。不过,对于市场择时有多强以及调整速度有多大却很难确定。此外,Hovakimian(2006)运用与Baker和Wurgler(2002)一致的标准回归得出的结论与Baker和Wurgler(2002)的结论一致,但是在修正了对债务的界定后发现结果拒绝了原假设,即权益发行的市场择时对资本结构并没有长期的影响。此外,他还发现企业确实在M/B高时发行权益,而在M/B较低时选择发行债务融资,但是,市场择时理论中关于股份回购方面的经验证据并不显著。融资的择时行为并不能解释M/B与杠杆之间的负相关关系。

国内也有研究得出类似结论,刘澜飏和李贡敏(2005)研究发现我国上市公司在进行融资选择时存在明显的市场择时偏好,但是这种择时行为并没有对公司资本结构产生显著影响。因为实证结果显示,债务融资市场择时对我国资本结构的影响并不显著,而权益融资的影响与国外同类研究类似,表现十分短暂,在长期对资本结构并没有产生明显的作用。因而就资本结构而言,传统的市场择时理论在我国似乎并不适合。刘星、郝颖、林朝南(2007)的研究也发现,就长期而言,公司的资本结构受当前或历史的价值被高估的影响并不显著。王斌、王文举、文彩霞(2010)研究了北京地区上市公司的市场择时问题,以传统的M/B指标作为市场择时分析基础,在控制传统M/B中可能包含的成长性因素后发现,北京地区的上市公司

在进行融资决策时市场择时行为表现得并不明显。

Welch(2004)研究发现,企业价值与发行活动之间关系较弱,即经验证据并没有显著地支持股票表现不好时选择发行债务融资,股票表现好时选择发行股票融资。与之类似,Liu(2009)的研究发现,即使企业没有市场择时行为,过去的M/B也会对企业的杠杆水平产生显著的影响。

Huang和Ritter(2009)的研究表明,企业过去的市场择时行为对资本结构有着持续的影响。不过Hovakimian(2006)、Kayhan和Titman(2007)的研究发现,市场择时效应的影响是十分短暂的。Leary和Roberts(2005)认为在动态权衡模型中引入调整成本可以较好地解释市场择时对资本结构的影响。

三、对市场择时理论基础的质疑

目前对市场择时理论基础提出的质疑与挑战主要集中在以下几个方面:

1. 现金平衡观。传统的市场择时理论中,企业在股票价值被高估时发行股票,如Kim和Weisbach(2008)的研究表明,企业在SEO之后会将融得资金以较高水平进行现金存储,表明企业在股价较高时,即使企业权益融资所得资金并没有确定的投资项目或方向,也会发行股票。对于传统市场择时理论下的现金问题,Rama(2011)认为,传统市场择时理论潜在的假设为:市场择时者是机会主义者,而机会主义者在择机时通常并没有从长远战略角度考虑如何利用资本。因此,如果市场择时存在,在企业融资后必然存在一个短暂深思熟虑期,企业利用该期间根据战略来设计或配置募集的资金。由此可以预期的是,进行市场择时的企业在募资后的一段时间内,企业的现金平衡情况始终与募资初期基本一致。基于该点,我们可以判断有市场择时倾向的企业是否真的是择时机会主义者。该研究发现,在权益融资之后,企业的现金平衡变化十分显著,与市场择时理论的预期并不相符。

2. 净融资观。Alexander(2011)研究了公司融资决策、管理者市场择时与实际投资之间的关系,研究结果表明,在控制净融资规模的前提下,股权融资与债务融资后的回报情况较为相似,即权益发行后的回报情况与融资组合(即选择股权融资或债务融资,亦或两者兼有)无关,与净融资规模相关。

3. 认知一致理论。在最近的研究中,Dittmar和Thakor(2007)构建了一种新理论模型,即认知一致模型(agreement model),该理论模型假设管理者与投资者拥有等同的信息,不过拥有不同优先权。对于某项投资如何决定股票发行,以及股票发行如何影响后续的公司股价,管理者与投资者之间在上述前景预期的一致程度将会影响到企业的融资决策。管理者既关注当前的市场反应,更关注公司因融投资带来的长期价值变化,而管理者与投资者在上述两个方面认知的一致程度将直接影响到管理者的融投资决策。当管理者与投资者在上述方面观点趋于一致时,管理者会倾向于选择权益融资,即使在股价被低估的情况下,只要满足管理者与投资者认知一致的条件,就会选择发行股票。

4. 现金需求观。Harry DeAngelo,Linda DeAngelo,Rene M. Stulz(2010)在基于生命周期假设对择时理论的研究中构

建了一个简单的企业生命周期与融资之间的分析框架:年轻的企业拥有较高的M/B和较低的现金流水平,倾向于通过发行股票来获得投资所需的资金;成熟企业则拥有较低的M/B,并且倾向于通过内部资金来满足投资需要。他们检验了企业再融资的动机,以此判断再融资是否受到市场择时和企业所处的生命周期的影响。他们在研究中将资本支出、利息和股利支出均纳入了考虑的范畴,取代了传统的只考虑经营净现金流量。研究发现,大部分进行再融资的企业并不是增长性的企业,而且大部分拥有典型的择时特征的企业没有进行再融资,如高账市比(high market-to-book ratios)、股票在近期表现为高收益、在将来的一段时间表现不佳等。他们认为,市场择时和生命周期阶段理论都不能解释再融资的初始动机,当前的现金需求是企业进行再融资的主要原因,不过在考虑资产增长等因素后储备现金偏好并不能作为SEO的发行动因。Opler,Pinkowitz,Stulz和Williamson(1999)的研究也表明,资产增长较快和企业规模较大的企业本身就需要大量资金去运营。

国内也有研究从现金持有的角度对市场择时问题展开研究,况学文和彭迪云(2008)从大股东控制背景出发,实证研究了公司现金持有与市场择时之间的关系,研究结果显示,市场择时行为对上市公司的现金持有有着重要的影响,而且这种影响是长期累积的。就控制权而言,股权集中度越高,市场择时行为对公司现金持有的影响越大。

5. 增长长期权观。Carlson,Fisher和Giammarino(2006)认为,SEO前股价的高涨意味着企业背后蕴藏着可观的增长选择机会,需要资本支持。他们认为这能部分地解释SEO后的超额回报长期低迷的问题。此外,他们还发现,如果SEO的企业没有获得融资,那么大部分企业将会面临现金流断裂的风险,认为企业进行SEO的根本原因还是满足近期的资金需求。

四、总结

经典财务理论总是在争论中逐渐完善,重要性也在不断的质疑与挑战中日渐凸显出来,市场择时资本结构理论的发展历程也是如此。关于市场择时理论在我国资本市场的适用性或存在性,一些学者借鉴国外的经典研究从市场错误定价、收益趋势、资本成本以及市场行情等角度进行了理论探讨和实证研究,但是前沿性与开放性的研究显得十分匮乏。本文试图通过介绍当前市场择时资本结构理论中的前沿性观点,为国内同类研究提供参考。

【注】本文系中国人民大学研究生科学研究基金(项目编号:11XNH154)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Altı, A.. How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?Journal of Finance,2006;6
2. Baker, M.,Wurgler, J.. Market Timing and Capital Structure. Journal of Finance,2002;5
3. Graham, JR.,Harvey,CR. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. Journal of Financial Economics,2001;6