

首次公开发行股票发行市场时机选择理论述评

胡志强, 卓琳玲

(武汉大学 经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 胡志强(1962-), 男, 湖北汉川人, 武汉大学经济与管理学院金融系教授, 博士, 主要从事资本市场与金融工程理论研究; 卓琳玲(1981-), 女, 湖南长沙人, 武汉大学经济与管理学院金融系硕士生, 主要从事资本市场研究。

[摘 要] 已有的资本结构理论很难解释 Baker & Wurgler(2002)的实证结果: 为什么公司的历史估值会对资本结构有着强烈且显著的负相关效应? 且这种负效应长达 10 年? 他们提出了一个全新的市场时机选择理论来回答这个问题, 即公司在股票价格高估时发行股票, 在股价低估时回购。Baker & Wurgler(2002)认为, 市场和公司资本结构之间通过市场时机选择行为联系起来, 当前公司的资本结构是过去公司应对市场变化所做出的融资决策, 即选择市场时机行为的累积结果, 公司的历史估值对资本结构有着大且持久的影响, 这种影响长达 10 年以上。这一理论的提出, 将 MM 理论提出的市场与资本结构“无关论”延伸到“重大影响论”。

[关键词] 市场时机选择; 资本结构; 负效应; 持续性

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2007)05-0657-06

一、市场时机选择问题的提出

现代资本结构理论始于 1958 年 Modigliani & Miller 在《资本成本、公司财务与投资管理》中提出的 MM 理论。此前的传统资本结构理论主要为净收益理论、净营业收益理论和传统折中理论。MM 理论奠定了现代资本结构理论的基石, 同时成为现代金融学研究的“基准点”(benchmark)之一^①。此后, 西方公司金融领域经历了对 MM 理论的证明过程进行质疑, 到后来对这一理论苛刻的假设条件不断突破的过程, 形成了各种分支学派, 如: MM 理论结合税收、破产成本等因素产生了权衡理论; 与信息不对称理论结合产生了优序融资理论; 与代理理论结合产生了自由现金流量假说以及研究剩余控制权分配问题的控制权理论等。还有许多学者将抽象理论的某些概念具体化为可以观察的变量, 对这些理论进行了实证检验, 得出丰富的结论, 指导我们认识形成公司资本结构的公司融资行为。

MM 理论在众多的假设前提下, 得出公司^②的价值(股权价值和债权价值之和)和资本结构无关的结论。Modigliani & Miller 在《资本成本、公司理财和投资理论》^③中指出: 如果不考虑经理或所有者偏好, 公司融资不需要考虑选择哪项融资工具(债券、留存收益和发行普通股), 并且无论以负债筹资还是以权益资本筹资都不影响公司的市场价值。然而, 现实并非如此。

在市场经济条件下的公司中, 债务和股权不仅仅应被看作是不同的融资工具, 而且还应该被看作是

不同的治理结构(Williamson, 1988)。不仅融资工具与资本结构密切相关,融资时机的选择对资本结构亦有影响。面对复杂多变的资本市场,上市公司将选择股票价格高时发行股票,股票价格低时回购。Baker & Wurgler(2002)实证研究发现:这种选择市场时机的上市公司融资行为(文中定义为外部融资加权平均的市账比)与公司资本结构(文中定义为杠杆比率)不仅强烈的负相关,而且这种影响大而持久,是累积性的长期的影响。Baker & Wurgler(2002)认为以往的资本结构理论无法解释这种影响,继而提出了市场时机选择(Marketing Timing)理论。与证券投资分析中市场时机选择的概念不同,Baker & Wurgler(2002)提出的市场时机选择理论是从探讨市场时机选择行为影响上市公司资本结构的角度出发,站在上市公司立场,指融资行为(发行股票)发生时选择市场时机。

二、市场时机选择理论的发展与演变

(一)早期的市场时机选择思想

公司金融理论中,“股市时机选择”是指在股价高时发行新股,股价低时回购股票。在 Modigliani & Miller(1958)的有效和完整资本市场研究中,不同形式的资本成本并不是独立地变动的,因此在权益和债务之间进行转换的机会主义行为是得不到额外收益的。然而,在非有效或者分割的资本市场^④中,选择市场时机会使当前股东受益,而使正在进入或者退出公司的股东受损。因此,当经理人认为有可能进行时机选择而且他们更关心当前股东的利益时,他们有动机来选择时机。

早期的市场时机理论其实并未明确提出,主要是有学者从信息不对称的角度出发,解释在市场表现不佳时公司如何 IPO 的行为。Lucas & McDonald(1990)提出了一个不对称信息模型。在该模型里企业若知道当前的价值有可能被市场低估时则会延缓股票发行。Choe, Masulis & Nanda(1993)的博弈分析也指出,在优质公司不发行股票的时期,其他公司也会避免发行股票。Ljungqvist & Wilhelm(2002)则指出当市场表现不佳时,企业会取消 IPO。NASDAQ 市场 2000 年的表现是 30 年来最差的,取消当年计划 IPO 的公司比例就远远高于正常水平的 38%。这些研究结果体现了公司在市场处于下降或者熊市时的时机选择行为。

市场热点理论认为,由于市场热点的周期性变化,热门股票呈现出周期性的 IPO 高回报。公司将选择在市场高估时发行股票,低估时赎回。Lerner(1994)^⑤、Lerner & Tsai(2000)分析了生物科技公司的股权融资周期,发现高市净率的公司倾向于公开上市而不是去吸引更多的风险投资。“机会窗口(window of opportunity)”理论认为,由于投资者的过度乐观而推高了股票的价格时,公司应该充分利用这一“机会窗口”发行股票。例如 20 世纪 70 年代的石油股、80 年代初的银行股、90 年代的高科技与网络股的大量发行等。

早期的,或者说 Baker & Wurgler(2002)之前的与市场时机选择相关的文献虽然指出了市场时机选择行为的存在及其发生的原因,但是没有进一步考察市场时机选择行为将对公司资本结构产生什么样的影响,因此直到 Baker & Wurgler(2002)才正式提出了研究资本结构影响的市场时机选择理论。

(二) Baker & Wurgler 的市场时机选择理论

Baker & Wurgler(2002)认为,公司当前的资本结构是过去公司为应对资本市场的变化进行调整进而积累下来的结果,而且公司的融资决策对资本结构将产生长期性的影响。公司在市值高估时发行股票,低估时回购,或者在股票融资成本低时发行股票被称为市场时机选择。Baker 和 Wurgler 引入“外部融资加权平均”的市账比衡量历史市场价值,并以此反映市场时机选择行为,利用 1968 年至 1999 年能确定 IPO 数据的 CMPUSTAT 公司的面板数据,通过多元线性回归得出了上述结论。

Baker & Wurgler(2002)实证结果表明:当市值(以市账比来衡量)很高时筹集资本的公司具有低杠杆的特征,而市值低时筹集资本的公司具有高杠杆的特征。“外部融资加权平均”的市账比(衡量历史市场价值)与杠杆比率有着强烈的负相关关系,并且是统计显著的。无论杠杆(代表资本结构)以账面价

值或者市值来衡量,控制了其他不同变量的影响后,这种负相关关系都是明显的。同时,市场时机选择对资本结构的影响也是持久的。Baker & Wurgler (2002)将这种持久影响用以下三种方法证明:第一种检验资本结构变动的持续性用的回归方法是控制当前的市账比,如果加权平均值有助于解释资本结构的变化,这说明市值的暂时波动会永久地改变资本结构;第二种检验资本结构变动的持续性的方式是在回归中考虑初始资本结构水平,并观察随后的市场价值的波动如何使资本结构偏离初始水平;第三种检验方法是观察外部融资加权平均的市账比(历史估值)这个变量对滞后若干期的资本结构的影响,结果得出其影响超过10年。

而上面三种检验的最终结果均表明:市值的波动会对资本结构水平有长期的影响,这一结论在已有的资本结构理论中无法得到解释。Baker 和 Wurgler 认为对这种结果简单而现实的解释是:资本结构是经理人试图在股票市场上选择时机行为产生的影响的一个累积的结果。

三、市场时机选择理论与现代资本结构理论比较

从 Baker & Wurgler (2002)提出市场时机选择理论之后,关于市场时机选择行为对资本结构的影响的研究成为一个新兴的领域。很多学者在这一领域运用各种理论研究、实证检验的方法或证明或质疑市场时机选择理论,取得了不少研究成果。这些成果主要集中于两条线:其一是市场时机选择是否对资本结构产生影响;其二是市场时机选择对资本结构的影响是否长久。

在 Baker & Wurgler (2002)之前的资本结构理论无法解释为什么市值的波动会对资本结构水平有长期的影响。这些主流理论普遍地忽略了市场对于资本结构的作用,而主要集中于探讨最优资本结构、资本结构的影响因素、资本结构变化所带来的影响等问题,只在权衡理论、优序融资理论和经理人固守职位理论中提及市场对资本结构的影响。

(一)与权衡理论的比较

权衡理论通过加入各种市场的不完善性,包括税收,破产成本,代理成本等,得出一个最优资本结构。但是它保留了市场有效和信息对称的假设。根据不同的不完善性,可以得出各种最优资本结构。

市账比(在 Baker & Wurgler (2002)中代表历史市值,体现市场时机选择行为)在权衡理论中与财务困境相关。有巨大的成长和投资机会的公司可能遭到的损失最大,因为过多的债务会导致进行新的融资有困难,或者导致破产协议无效率,这样的话公司就会永远地失去投资机会。权衡理论的关键在于资本结构最终会根据市账比的变动而调节,从而抵消市账比的变动对资本结构的影响,即这种影响只是短暂的。而 Baker & Wurgler (2002)实证结果表明,市账比的变动对资本结构有长期的影响。市场估值的历史值对于资本结构的影响更加巨大。

(二)与优序融资理论的比较

优序融资理论认为管理者发行股票相对于举债而言是要付出更多的成本的,所以他们避免发行股票,害怕传递给外部投资者一个不好的信息。该理论认为市账比可以用来度量投资机会。Myers & Majluf (1984)和 Fama & French (2000)发现:市账比的变动会对资本结构产生短暂的影响,高度投资机会时期会推动杠杆水平变高,举债能力更强。

优序融资理论表明高历史市账比与高度历史投资机会一致,然而,市场时机选择理论的实证结果表明高度投资机会时期会使得杠杆水平变低。

Myers & Majluf (1984)提出的优序融资理论说明高增长的公司随着未来投资机会增长,会通过避免权益融资(比如采用留存收益内部融资)来降低杠杆水平。而 Baker & Wurgler (2002)与此理论相反,高市账比的公司会进行权益融资降低杠杆水平,而非通过留存收益。如果控制当前的市账比,杠杆比率更主要的是由历史市账比决定。

(三)与经理人固守职位理论的比较

在 Zwiebel(1996)的经理人固守职位理论(managerial entrenchment theory)中,高市值或者好的投资机会使经理人增发股票,但同时也可使经理人巩固他们自己的职位。经理人可以在增发过后拒绝增加负债而使资本结构重新恢复到增发之前的状态。这可以解释为什么经理人在发行股票之后不会调整资本结构。该理论认为经理人由于没有用债务融资来重新使资本结构达到平衡,所以他们掠夺了已有的投资者而不是新投资者的利益,因为事后没有重新调整资本结构。这在 Baker & Wurgler(2002)中得到支持。

(四)市场时机理论的进一步解释

Baker & Wurgler(2002)提出一个全新的理论:市场时机选择理论,该理论指出资本结构由公司在权益资本市场上的机会主义行为的历史累积结果确定。

关于市场时机选择行为为何对资本结构产生持久影响有两种解释。第一种基于理性经理人和投资者假设以及逆向选择假设。Korajczyk et al.(1991)发现公司趋向于在发布有关信息以后发行股票,减少信息不对称。Bayless & Chaplinsky(1996)得出股票发行事件聚集在一些公告效应之后。如果将上述理论用于解释 Baker & Wurgler(2002)的实证结果,则需满足一个条件:市账比的暂时性波动衡量了逆向选择行为的变动。如果偏离最优资本结构的代价小于调整成本,那么市账比的波动就会产生持久影响。

第二种说法中,投资者和经理人非理性,并且存在错误估值。经理人在他们认为发行成本不正常的低时会发行股票,反之回购。众所周知,市账比与未来的股权收益成反比,过高的市账比与投资者过高预期有关。如果经理人利用这种过高预期,则净权益发行就与市账比正相关(这能够得到实证检验)。如果不存在最优资本结构,经理人不必要在投资者的高估恢复正常时(即公司价值不存在高估和低估,发行股票的成本正常)重新调整资本结构,从而使得市账比的暂时波动对杠杆水平的影响成为持久的影响。

Baker & Wurgler(2002)比较倾向于第二种解释,即利用错误估值获得利益是市场时机选择行为发生的动因。他们的市场时机选择理论并不要求市场无效。它并不关心经理人是否正确预测了股票回报。关键的假设只是经理人相信他们能够正确地在市场中选择时机。

四、国外研究概况及趋势

对于公司融资决策重要方面之一的市场时机选择的实证研究,主要集中于以下四个方面:首先,对实际融资决策的分析表明,当市值比账面价值和历史市值高时,公司趋向于发行股票而非债券,而当市值低时趋向于回购股票。第二,对于长期回报的分析表明股票市场时机选择一般而言是成功的,当股票成本低时公司会发行股票而在成本高时回购股票。第三,对于股票的收益前景预测和现实表明,当投资者对收益前景过于乐观时,公司趋于发行股票。第四,在匿名问卷中,经理人承认他们的市场时机选择行为。

William B. Elliott, Johanna Koe ter-Kant & Richard S. Warr(2004)将市场时机选择理论与解释公司财务困境结合起来,认为公司通过发行股票和发行债券解决财务困境。他们通过实证发现,过去被高估的公司中,发行股票的公司发生财务困境的比例高于发行债券的公司,同时其实证结果表明:20 世纪 90 年代,高市值导致公司股票发行绝对性地压倒债券发行,市场时机选择行为有助于解释财务困境这一变量系数的变化。

Jerry Coakley, Leon Hadass & Andrew Wood(2004)参照 Lerner“风险资本家市场时机选择假说”,将市场时机选择理论用于研究 IPO 后公司绩效和风险投资问题,利用英国 1985 年至 2000 年的数据通过实证得出结论:市场时机选择可以解释上市公司长期绩效不佳的问题,特别是在股市泡沫发生的

时候。

Rongbing Huang & Jay R. Ritter(2005)选择1963—2001年的美国上市公司数据检验市场时机选择理论。他们得出的结论与Baker & Wurgler(2002)基本一致:上市公司在股票融资成本低时选择发行股票来解决财务困境。

Abdelaziz Chazi & Niranjan Tripathy(2005)利用内部人净出售股份代替市场比考察市场时机选择理论,结论依然符合Baker & Wurgler(2002)。该文主要讨论市场时机选择的动因,在推翻了“市值错估”和“逆向选择”的观点后,Abdelaziz Chazi & Niranjan Tripathy(2005)提出了他们的“a native adverse selection model”——只要利用自己掌握的内部信息可以从股票发行中获利,经理人就选择发行股票,并不因为信息不对称的程度而考虑选择时机。

Tijs de Bie & Leo de Haan(2004)在Baker & Wurgler(2002)提出市场时机选择理论之后,选择1983—1997年间的135家荷兰上市公司(其中包括45家IPO公司)的数据运用Kayhan and Titman(2004)的方法进行实证研究,结果却发现在荷兰公司样本中,市场时机选择对资本结构没有强烈且长久的影响。

Aydogan Altı(2005)对于市场时机选择行为对资本结构造成累积性的长期影响提出了质疑。该文发现在股市热市(hot market)时期IPO所发行的股票的确多于冷市(cold market)时期,这说明市场时机选择行为是存在的,与Baker & Wurgler(2002)结论一致。但是,Aydogan Altı(2005)认为市场时机选择行为对资本结构的影响是短暂的,而不是长久的。市场时机选择带给资本结构的影响很快就被抵消,因为选择热市IPO的公司相对于冷市IPO的公司而言,会在IPO之后立即发行更多的债券而减少股票发行。基本上到公司IPO的第二年底,市场时机选择对资本结构的影响就消失了,这一点和权衡理论的看法相符。

Armen Hovakimian(2006)则认为历史平均市账比(类似Baker & Wurgler(2002)设计的外部融资加权平均市账比,略有变动)在杠杆的回归方程中的重要性并非如Baker & Wurgler(2002)认为的那样,是由于过去的市场时机选择行为导致的。作者得出这一结论主要是从回购以及债券发行的角度来考察市场时机选择理论的。该文认为,股市交易会因股票市场变化的情况而不同,股票发行在高市账比时期的确存在市场时机选择行为,这种时机选择对于资本结构而言并不存在显著的长期持久的影响。

注 释:

- ① 钱颖一(2002《理解现代经济学》,转载于《经济社会体制比较》,2002年第2期)认为:现代经济学提供了多个“参照系”或“基准点”。这些参照系本身的重要性并不在于它们是否准确无误的描述了现实,而在于建立了一些让人们更好地理解现实的标尺。对于现代金融学来说,共有四大“基准点”:MM理论、投资组合理论、CAPM和APT理论。
- ② 这里主要是指上市公司,下同。
- ③ 该论文于1958年发表于《美国经济评论》,作者在文中提出了著名的MM理论。
- ④ Baker & Wurgler(2002)指出,他们的市场时机理论并不要求市场无效。
- ⑤ 该文提出了Venture Capitalist Marker——timing Hypothesis,即“风险资本家市场时机选择假说”。

[参 考 文 献]

- [1] 刘 端,陈 健,陈 收,市场时机对融资工具选择的影响[J]. 系统工程,2005,(8).
- [2] 陆正飞,高 强,中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析[J]. 会计研究,2003,(10).
- [3] 潘 敏. 资本结构、金融契约与公司治理[M]. 北京:中国金融出版社,2002.
- [4] 谭 克. 中国上市公司资本结构影响因素研究[M]. 北京:经济科学出版社,2005.
- [5] 朱武祥. 企业融资行为与资本结构研究的新发展及启示[N]. 证券市场导报,2002,(8).
- [6] 朱武祥. 行为公司金融:理论研究发展及实践意义[N]. 证券市场导报,2003,(5).
- [7] Chen, H-C. & R. Ritter. A Theory of the Going-public Decision[J]. Review of Finance Studies, 12:249-279.

- [8] Fama, Eugene F. & Kenneth R. French. Financing Decisions: Who Issues Stock[J] . Journal of Financial Economics, 2005.76: 549-582.
- [9] Coaklev, Jerrv & Leon Hadass, Andrew Wood. Post-IPO Operating Performance, Venture Capitalists and Market Timing[J] . Essex Finance Centre Discussion Paper, 2004, 4(16).
- [10] Martens, Martin L. IPO Effects: Corporate Restructuring When a Firm Goes Public[J] . Journal of Public Affairs, 2004, 4(2): 155-169.
- [11] Masonson, Leslie N. All about Market Timing: The Easy Way to Get Started[M] . New York : McGraw-Hill, 2004.
- [12] Modigliani, F. & M. Miller. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment[J] . American Economic Review, 1958, 48: 655-669.
- [13] Schultz, Paul. Pseudo Market Timing and the Long-run Underperformance of IPOs[J] . The Journal of Finance, 2003, LV III(2): 483-517.

(责任编辑 邹惠卿)

Review on IPO Market Timing Theory

HU Zhiqiang, ZHUO Linling

(School of Economics & Management, Wuhan University, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies: HU Zhiqiang (1962-), male, Professor, School of Economics & Management, Wuhan University, majoring in capital market and financial engineering; ZHUO Linling (1981-), female, Graduate, School of Economics & Management, Wuhan University, majoring in capital market.

Abstract: All traditional capital structure theories are hard to explain the empirical results of Baker & Wurgler (2002): Why the fluctuations in market value have very strong and long-run impacts on capital structure? They came up with a pretty new theory of capital structure, Market Timing Theory. "Market timing" refers to the practice of issuing shares at high prices and repurchasing at low prices. Baker & Wurgler believed that market and capital structure was connected after the firms' managers made financial decisions such as market timing. Their main finding was that leverage was strongly negatively related to the measure of historical market valuations which was denoted as the "external finance weighted-average" market-to-book ratio. They concluded that capital structure was the cumulative outcome of attempts to time the equity market and the impact of market timing on capital structure lasted at least 10 years according to the data of American listed firms.

Key words: market timing; leverage; negative effect; persistence