

投资者非理性假设下 公司金融决策前沿理论评述*

潘 敏 朱迪星

[摘 要]随着行为金融理论的逐步发展,市场错误定价的稳定存在已经得到越来越多学者的认可。本文对行为公司金融理论中投资者非理性范式下的前沿理论进行了综述,从投资和融资决策两个方面分析了面对错误时的外部市场定价行为,以及理性的财务决策者如何利用这种市场无效率来为长期股东获利,或迎合非理性投资者预期来实现自己的短期目标。

关键词:行为公司金融 市场时机 迎合理论 投资者情绪

JEL 分类号:G14 G32 G34

一、引言

20世纪90年代中后期以来,在行为金融理论发展的过程中,部分经济学家利用行为金融中的非有效市场假设,研究了经济主体非理性条件下的公司投资和融资决策问题,构建了行为公司金融理论的分析框架。行为公司金融理论采用了两种不同的范式研究市场主体非理性对企业投资、融资等资本配置决策的影响。即投资者非理性范式(irrational investors approach)和经理人非理性范式(irrational managers approach)。在投资者非理性范式下,市场套利的不完全可能导致股票价格过高或过低地偏离其基础价值,理性的经理人会利用市场错误定价来进行投资和融资决策。此时,企业的投融资行为是理性的经理人对市场错误定价的反应;经理人非理性范式下的行为公司金融理论主要研究了经理人行为偏差中的乐观主义(optimism)和过度自信(overconfidence)对企业投资和融资决策的影响。由于在实证研究中,经理人行为偏差中的乐观主义和过度自信难于度量,因此,在行为公司金融理论的发展中,与经理人非理性范式下的企业投融资理论相比,21世纪以来,投资者非理性范式下的行为公司金融理论获得了更快的发展。正因为如此,本文尝试着对21世纪以来投资者非理性范式下的企业融资和投资决策理论进行系统的梳理和评析,以期对这一领域的研究有所裨益。

投资者非理性下的行为公司金融理论认为,在市场套利不完全的情况下,投资者的非理性行为会影响股票的价格;理性的经理人能够明确区分股票的市场价格和基础价值。在此前提下,理性的经理人主要平衡三个方面的目标:最大化股票的基本价值(fundamental value);把握市场时机(market timing),即在暂时性错误定价的前提下,所采取的融资决策,包括发行价值被高估的证券或回购价值被低估的证券;迎合投资者的偏好(catering),即为了使股票价格高出基本价值所采取的投资决策。因此,对于投资者非理性假设下,理性经理人如何把握市场时机来进行融资决策或迎合投资者偏好来进投资决策也就成为这一领域理论和实证研究的核心问题。

* 潘敏,武汉大学经济与管理学院金融系,教授,博士生导师;朱迪星,武汉大学经济与管理学院,博士研究生。本文的研究得到中央高校基本科研业务费专项资金“投资者情绪、资本结构长期选择和企业实际投资效率研究”的资助。

二、投资者非理性假设下的企业融资决策理论

(一)企业融资决策中的市场时机假说

市场时机假说是投资者非理性假设下企业融资和投资决策理论研究的基础和核心,Stein(1996)在研究非理性市场条件下企业理性资本预算问题时首先提出了这一概念。他认为,当公司股价因投资者错误定价而被市场高估时,理性的经理人应利用股权融资的低成本优势,通过发行更多的股票进行融资;相反,当公司股价被市场低估时,理性的经理人应通过回购被低估的股票来使公司价值最大化。事实上,对这一假说最有力的佐证来自于对上市公司经理人真实决策依据的调查,Graham and Harvey(2001)对美国公司财务决策者的问卷调查结果显示,三分之二的受访者认为投资者对公司价值的错误估计是他们进行股权融资与否的依据。Brav, Graham and Harvey(2005)对企业回购决策的调查结果进一步显示,超过80%的财务决策者认为在条件允许的情况下,公司股票价格低估会明显提高公司进行股票回购的动力。同时,关注股票短期价格的经理人也可以利用回购公告对投资者进行有利的信号传递。另外,相关的实证检验结果也都证明了公司的股权融资决策和市场估值(或者错误定价的替代指标)之间存在着明显的正向关系^①。

在对企业融资中市场时机选择的存在性进行检验的同时,部分学者对不同企业利用市场时机的效果、影响因素及偏好程度等进行了更为深入的研究。Jenter, Lewellen and Warner(2011)的实证结果显示,不同类型的企业利用市场时机的效果有很大差异,规模较大的公司股权融资后会出现低超额收益,而小公司利用市场时机获利的能力要弱一些。DeAngelo, DeAngelo and Stulz(2009)通过对2000年后美国上市公司的财务数据统计分析后认为,相对于市场时机因素,企业的现金持有水平对企业融资决策的影响更大。Bolton, Chen and Wang(2011)基于动态优化模型的研究表明,企业经理人的融资决策会权衡市场时机收益和高现金持有水平的成本,不同企业在不同市场环境中是否利用错误定价获利会有很大的差异。Cohen and Yagil(2010)的研究表明,处于不同行业的企业在面对市场错误定价时会有不同的融资选择,高技术行业的企业利用市场时机的动机会更强一些。

(二)资本结构的市场时机理论

在市场时机假说的基础上,Baker and Wurgler(2002)研究了股票市场时机选择对企业资本结构的影响,提出了基于行为观的资本结构理论,即资本结构的市场时机理论。他们基于美国资本市场1968至1999年数据的实证研究结果表明,股票市场时机对资本结构具有显著而持久的影响,其显著程度超过了资本结构的其他决定因素。企业资本结构是理性的经理人以往根据市场时机进行融资活动的累积结果。

资本结构的市场时机选择理论提出后受到了广泛的关注,许多学者对该理论进行了实证检验,得出了一些具有价值的研究成果,但也引起了部分学者的质疑。

Welch(2004)有关股票价格变动对公司资本结构影响的实证研究表明,1至5年内,股票收益可以解释40%的资本结构变化,证券发行活动可以解释70%的资本结构变化,而且发行证券并不是用来弥补股票收益变化引起的股权价值变化所导致的资本结构变化。这表明,在股市持续错误定价导致股票收益变化时,股票收益变化会影响公司的资本结构。Huang and Ritter(2009)运用股权融资成本检验了融资决策模式以及各种融资方式对资本结构的影响。其研究表明,市场时机是公司选择发行股票或债券的重要决定因素,发行股票和债券对资本结构的影响会持续10年

^① 关于市场时机假说存在性的实证研究在Baker, Ruback and Wurgler(2007)中有详细的介绍,本文不再赘述。

之久。Bie and Haan (2004)有关荷兰企业融资选择的实证研究结果支持了资本结构的时机选择理论。

但也有学者对资本结构时机理论提出了质疑,这种质疑主要表现在市场时机是否对企业的资本结构存在长期持续的影响方面。Hovakimian(2006)和 Flannery and Rangan(2006)的实证研究均表明,市场时机对资本结构的影响非常短暂。而在 Mittoo and Zhang(2008)对比加拿大和美国公司增发的市场时机选择的研究中,并没有发现市场时机对资本结构具有持续影响的证据。Xu (2009)对加拿大资本市场的研究得出了相似的结论,虽然企业的市场时机选择现象非常明显,但资本结构被冲击之后会迅速回调。Xu 试图通过对比加拿大和美国市场在规模和行业分布上的不同来解释这种持续性影响的差异,但没有得到明确的结论。Alti(2006)对 IPO 市场的研究发现,当存在市场选择时机时,公司的确倾向于发行更多的权益,资产负债率大幅下降,热发(hot issue)效应显著,市场时机选择在短期内影响资本结构。但是,IPO 以后,热发公司倾向于更多的负债融资和更少的权益融资,资本结构会向某一目标值趋近。

(三)市场时机理论与资本结构权衡理论的一致性解释

经典的资本结构权衡理论认为,从长期来看,企业存在一个目标资本结构。如果不存在调整成本,现实中观察到的资本结构就是企业的最优资本结构。如果存在调整成本,则企业实际资本结构会与目标资本结构发生偏离,但实际资本结构会自动向目标资本结构调整,调整的速度取决于调整成本的大小。

显然,市场时机理论的提出对资本结构权衡理论提出了挑战。如果市场时机对资本结构存在长期持续的影响,同时资本结构是理性经理人过去根据市场时机进行融资活动的累积结果,则企业不会存在一个目标资本结构,但是,Hovakimian, Opler and Titman (2001)、Korajczyk and Levy (2003)、Kayhan and Titman(2007)等的实证研究显示,从长期来看,企业资本结构存在着向目标资本结构均值复归(mean reversion)的趋势。Graham and Harvey(2001)有关企业经理人融资决策的问卷调查也表明,81%的经理人在融资决策过程中存在着目标资本结构。而且,部分实证研究的结果也显示,市场时机选择对资本结构虽然存在影响,但这种影响是短暂的,并不存在长期持续的效应。因此,如何从理论和实证的角度对资本市场时机理论与权衡理论的一致性进行解释也就成为该理论研究中的前沿问题。当前学术界主要从两个角度对这一问题进行了解释:第一,从动态权衡的角度,通过对资本结构受到外生冲击后向目标区间调整影响因素的分析,探讨了市场时机对长期资本结构的影响;第二,从市场时机下债务融资成本变化的视角,考察了市场时机对资本结构向目标区间调整真实路径的影响。

资本结构的动态权衡理论系统性地研究了受到如市场时机选择之类外部冲击后资本结构向目标资本结构调整的问题。Chang and Dasgupta (2009)指出,动态权衡理论中经理人的市场时机选择或其他特殊动机的融资决策被外生化成为一种对资本结构的异常冲击,其关注的是杠杆率偏离目标资本结构之后调整成本函数以及调整速度的变化。如果当前资本结构水平下企业的调整成本很小,调整速度很快,那么市场时机的效果就难以累积;但如果企业的资本结构偏离程度不大,那么每次市场时机的外部冲击很有可能会对长期资本结构产生持续性的影响。

Strebulaev(2007)认为,由于向目标资本结构调整的成本和路径存在差异,不同经营状况企业利用市场时机进行短期融资对长期资本结构的影响也就不同。通过构建一个基于权衡思想的动态资本结构调整的状态依存模型,Strebulaev 分析了企业最优融资决策的路径,并用数据对模型进行了横截面检验。模型分析的结果显示,经营状况持续较好的企业在利用市场时机进行权益融资之后,由于较低的资本结构调整成本,它们会自动调整负债水平实现税盾效应,市场时机的积累效应

难以体现;但业绩相对较差的企业进行负债融资时会有较大的破产成本,市场时机效应对资本结构的冲击会产生持续的影响。

Titman and Tsyplakov(2007)在考虑企业股东和债权人之间利益冲突对资本结构调整路径影响的基础上,发展了一个企业能够动态调整资本结构和投资水平的连续时间模型。利用美国黄金开采业企业的实证数据作为模型中的变量参数,他们对企业负债比率的变化进行了横截面和时序列检验。他们的结果显示,由于财务危机成本的影响,经理人以企业价值最大化(而非股东价值最大化)为目标,在利用市场时机进行股权融资之后,资本结构会以较快的速度向目标资本结构调整,这类企业的市场时机效应对长期资本结构的影响会比较小。

类似地,Flannery and Rangan(2006)的研究表明,规模较小的企业市场时机的累积效应较强,长期资本结构受到投资者情绪的影响。Faulkender等人(2008)指出外部融资能力强、声誉好的大企业在利用市场时机后由于资本结构的调整成本较小,导致市场时机效应无法累积。Wu and Yeung(2010)综合考虑了企业的成长性和市场环境对资本结构调整成本和速度的影响。同样地,他们将市场时机作为影响企业资本结构的短期冲击的因素之一。他们认为,成长性较强的企业在利用市场时机进行股权融资之后,会以更快的速度向某一目标资本结构区间回归。Warr等人(2011)的实证结果也表明市场对企业的错误定价程度显著影响了资本结构的调整成本:当公司被市场高估时,如果公司的负债水平较高,由于市场时机的作用公司的资本结构调整成本较低;当公司被市场低估时,股权融资的高成本会降低公司的资本结构调整速度。

上述研究表明,投资者非理性条件下经理人融资决策的市场时机选择不仅包括权益融资的选择,而且还包括债务融资的选择。Hirshlerfer,Subrahmanyam and Titman(2006)认为,非理性的投资者情绪变化所导致的市场错误定价也会企业的债务融资水平产生影响。受Subrahmanyam and Titman(2001)、Soros(2003)等有关企业股票价格对基本面价值存在反馈机制观点的启发,Hirshlerfer,Subrahmanyam and Titman(2006)指出,当投资者非理性情绪导致企业股票价格高估时,面对被高估的企业市场价值,作为企业利益相关者的债权人(向企业提供债务的金融机构、提供短期融资的上游企业和企业公司债投资者等)也会调高对企业未来盈余增长的预期,在一定程度上减少企业的融资约束,降低融资成本(Baker, Stein and Wurgler, 2003)。此时,理性的经理人会利用这一低债务融资成本时机来扩大债务融资的规模。该情形下的债务融资规模的扩大也就能够平滑市场时机下股权融资扩大导致的企业杠杆率对目标资本结构的偏离,促使其向目标资本结构回归。相反,在投资者情绪低迷导致企业股票价格偏低时,债权人也会调低对公司前景的预期,并通过提高债务成本的方式来获得更大的风险溢价。此时,理性的经理人会缩减债务规模。此情形下的债务规模缩减对市场时机选择下股权回购导致的杠杆率上升起到一定的缓冲作用。因此,从长期来看,企业的资本结构会向一个既定的目标均值回归。

三、投资者非理性假设下的企业投资决策

传统的企业投资理论建立在市场完全竞争、投资者和融资决策者都是理性的假设基础上,他们认为企业的投资决策仅仅与投资项目本身的性质相关,而与企业的融资方式无关。Myers and Majluf(1984)放松了关于经理人和外部投资者在企业资产价格方面信息对称的假设,指出理性的外部投资者会对经理人的融资决策有逆向选择的预期,并分析了企业对外融资引起投资不足和投资过度的可能性。但建立在投资者非理性假设基础之上的行为金融理论认为,市场价格对价值的偏离是一种常态,投资者情绪变化导致的市场错误定价程度的大幅度波动会影响企业的投资决策。

大量的实证研究也证明了企业股票的市场价格和实际投资水平之间存在着显著的正向关系。Barro (1990)和 Galeotti and Schiantarelli (1994)指出,上市公司当年的估值水平和投资水平之间存在显著的正向关系。之后的不少学者通过对替代指标的优化,在排除了企业成长性等基本面信息的影响后,也得出了类似的实证结果(如 Morck, Shleifer and Vishny, 1990; Blanchard, Rhee, and Summers, 1993; Chirinko and Schaller 1996 等)。Lamont (2000)通过对事后的超额收益进行统计,从行业层面得到了企业投资决策受到投资者市场情绪影响的证据。

对于非理性投资者情绪的变化如何影响理性经理人的投资决策,行为公司金融理论从两个不同的角度进行了解释。首先, Baker, Stein and Wurgler (2003)在市场时机假说的基础上提出了股权融资渠道。他们认为,投资者非理性情绪导致的市场错误定价会通过股权融资水平的波动来影响企业的投资决策;随后, Polk and Sapienza (2004)提出了迎合渠道,指出理性的经理人会关注股票短期内的价格带来的外部公司治理压力,从而在进行投资决策时会迎合投资者的非理性情绪,做出不符合传统投资决策理论预期的投资行为。在股权融资渠道和迎合渠道理论被提出后,众多的学者围绕这两种渠道的存在性及影响因素进行了广泛的理论和实证研究,得到了一系列研究成果,推动了投资者非理性假设下的企业投资理论的发展。

(一) 股权融资渠道理论的提出和发展

股权融资渠道的思想最早可追溯到 Keynes (1936)的相关论述中。在其著名的《通论》中,凯恩斯认为,投资者的短期情绪在特定的市场泡沫阶段是影响企业投资水平的重要因素。凯恩斯的观点在 Malkiel (1990)、Kindleberger (2000)以及 Ofek and Richardson (2003)对上世纪数次经济泡沫中企业投资决策模式的研究里得到了印证。

在行为公司金融领域, Stein (1996)在提出企业融资的市场时机假说时,分析了投资者非理性情绪导致的错误定价对理性经理人投资决策的影响。Stein (1996)认为,投资者非理性导致的市场错误定价是否会影响企业的投资决策取决于管理者的眼光是否长远。如果管理者的眼光是长远的,在投资者情绪导致企业价值被低估的情况下,即使面临着融资约束,眼光长远的管理者也不愿以过低的价格来发行股票融资,从而不得不放弃具有投资价值的投资机会。因此,这类企业的投资对股价的异常波动应该更为敏感。在假定企业面临融资约束的前提下, Baker, Stein and Wurgler (2003)对 Stein (1996)有关企业投资与股价异常波动之间关联的假说进行了实证检验,并由此提出了企业融资的股权融资渠道理论。借助于 Kaplan and Zingales (1997)构建的股权融资依赖指标(KZ 指标), Baker, Stein and Wurgler (2003)发现,外部融资约束越强的企业的实际投资对市场价格的异常波动越敏感。此后, Goyal and Yamada (2004)、MacLean and Zhao (2009)等通过采用不同投资者情绪代理变量的实证研究进一步显示,企业融资约束会受到市场错误定价的影响,市场上被高估的企业有更强的投资-现金流敏感性。而 Chirinko and Schaller (2001)有关 1987-1989 年期间日本股票市场泡沫经济时期企业投资的实证研究也证实了股权融资渠道的存在性。Gilchrist, Himmelberg and Huberman (2005)以美国为样本的实证研究同样验证了股权融资渠道的存在性。

在有关股权融资渠道存在性检验的基础上, Bakke and Whited (2010)在考虑影响公司价值的各种外部信息的基础上,分析了企业的投资决策是否会受到理性因素的影响^①。利用误差修正模型对股票价格中包含的理性因素进行分离,他们的实证结果显示,市场上股票价格的波动确实会明显改变企业的融资结构,进而改变企业的投资决策。但有部分规模较小的企业,他们的投资决策还

^① 他们的研究假设其实并不完全在本文界定的经理人理性的框架范围内,他们认为市场上的交易价格中可能包含了经理人不能完全掌握的关于企业真实价值的外部信息。但他们的整体研究建立在错误定价和经理人无信念偏差的基础上。

会受到理性价格波动的影响,原因是这部分企业的经理人无法准确把握宏观经济周期、政策调整、行业发展等影响公司价值的外部信息,他们会参考市场价格的理性波动做出投资决策,而且这种效应在市场泡沫阶段更为明显。

Hovakimian and Hu(2010)认为,仅仅利用 KZ 融资约束指标分组并不能准确判断企业的投资-情绪敏感性是否是来自于股权融资渠道的作用,他们按资金来源的不同将企业的投资决策进行了分组,将 1971 至 2007 年期间美国上市公司的投资分为股权融资支持型投资、债券融资支持型投资和自由现金流支持型投资三类,然后分别检验其与企业估值水平的相关性。其实证结果显示,股权融资和债权融资支持的投资和企业的估值水平之间的相关性更高。

(二)迎合渠道理论的提出和发展

股权融资渠道理论建立在企业面临融资约束的假定前提之下,如果企业不受融资约束的限制,拥有充足的内部资金和较强的借债能力,股权融资渠道的有效性就会受到质疑。

针对这一局限性,在放松企业融资约束的前期下,在 Baker and Wurgler(2004)的股利迎合理论的基础上,部分学者提出了市场错误定价影响企业投资决策的迎合渠道理论。当市场上投资者的非理性导致其对企业的价值判断有误时,经理人不仅仅会利用这种错误定价的时机,同时,也会考虑到这种错误预期产生的外部治理压力而迎合这种非理性情绪。经理人会通过迎合投资者的估值水平来改变股票的市场价格和企业投资水平。Polk and Sapienza(2004)通过理论模型和实证检验指出,在剔除了股权融资现金流的影响后,企业的投资水平与投资者情绪之间有很强的正相关性。他们认为,这是由于追求股东利益最大化的经理人考虑到,如果拒绝投资于投资者认为可以盈利的项目,会导致投资者(股东)缩短持股周期,并由此产生公司治理的外部压力,因此关注股票短期价格的经理人会迎合投资者情绪扩大或紧缩投资量。Polk and Sapienza(2009)对迎合渠道的横截面差异进行了更为细致的研究。他们认为,不同类型的企业可能会对市场情绪有不同的迎合倾向。红利增长不确定性较强的企业,以及股票流动性较强的公司的财务决策者有更强的迎合市场上的非理性情绪进行投资决策的倾向,并且这种投资决策往往是无效率的。

Chang 等人(2007)以 1990~2003 年澳大利亚上市公司的数据为样本,对澳大利亚企业融资中股权融资渠道和迎合渠道的存在性进行了研究。通过对不同股权依赖程度企业的投资和情绪敏感性进行分组,他们的结果显示,只有利用 KZ 指标分组的股权依赖型企业才存在显著的投资-现金流敏感性。这表明,在澳大利亚资本市场上股权融资渠道的作用更为明显。Wong 等人(2009)对 1971~2004 年美国制造业上市公司的投资决策进行了研究。通过交叉项的应用,他们考察了融资约束和错误定价程度对投资-现金流敏感性的影响。实证结果表明,融资约束较小的企业更容易调整其融资资源来应对市场上的非理性情绪,在企业价值被高估(低估)时,企业的投资-现金流敏感性更小(大)。这表明,在美国市场上,企业投资决策中迎合渠道的作用更为明显。

Dong, Hirshleifer and Teoh(2007)研究了企业不同项目投资决策中经理人对市场迎合程度的差异。他们的结果显示,相对于固定资产投资,企业进行研发投入决策时会更注意考虑市场上投资者的反应。研发投入一般被市场认为有更强的主观性和不确定性,当投资者对公司成长性具有错误估计时,利用这类投资来迎合投资者的非理性情绪往往是最有效的。类似地,Wu and Yeung(2010)也关注到类似研发投入之类的无形资产投入在迎合渠道中的特殊性,指出高成长性的企业会通过市场时机选择获得的资金更多地投放到研发投资中去。

迎合渠道的存在性在很大程度上依赖于公司的经理人对市场短期价格的关注程度。因此,影响经理人关注短期股票价格的因素也就直接会影响到企业投资决策的迎合程度。Grundy and Li(2009)从经理人的薪酬体系设计的角度考察了企业投资决策中迎合渠道的影响因素。在构建一个

两期理论模型的基础上,他们对 1992 到 2005 年美国上市公司的投资决策进行了实证研究。他们将所有企业的薪酬体系按照是否存在期权激励和限制性股权激励分为四类,将情绪变量和薪酬体系的虚拟变量以交叉项的形式加入计量模型。结果显示,采用较短执行期期权激励的公司经理人关注短期价格而迎合市场情绪进行投资决策的倾向更为明显。相反,如果公司经理人的薪酬主要来自于工资或者限制性股权,资本市场上的价格波动对他们投资决策的影响要小很多。Baxamusa (2010)同样考虑到经理人薪酬结构在非理性市场上对经理人投资决策的影响,但采用了不同的研究视角。他利用经理人主观调整的流通股持股比例的变化来衡量投资者情绪。对 1993 至 2006 年美国上市公司的实证研究表明,当企业经理人主动提高其自身股权持有比率时,企业的实际投资水平会显著上升,但他们的实证结果没有发现经理人迎合投资者市场情绪的迹象。

四、结论与展望

基于投资者非理性假设的行为公司金融理论从不同角度分析和检验了市场错误定价条件下理性经理人的融资和投资决策问题,从而在一定程度上对企业投融资行为中存在的各种经典公司金融理论所无法容纳的市场异象给予了合理的解释,其研究成果丰富和发展了现代公司金融理论和行为金融理论。然而,如同行为公司金融发展所面临的困境一样,基于投资者非理性假设的行为公司金融理论仍处于发展的初期阶段,尚有许多问题和领域有待进一步的完善和拓展。

首先,投资者非理性情绪的度量是投资者非理性条件下行为公司金融理论研究的核心和基础。自 Stein(1996)提出市场时机假说以来,学术界对衡量投资者情绪的代理变量进行了大量的研究,并且在不同的实证研究中采用了不同的代理变量。虽然,不同代理变量的选择均有其合理性,但也导致了相关实证研究结果上的明显差异。因此,如何在现有理论和实证研究的基础上,科学合理地选择反映投资者行为偏差的投资者情绪以及市场错误定价的代理变量,并以此为基准对现有理论进行实证检验,将是行为公司金融面临的挑战之一。其次,现有研究基本上只考虑了投资者在某一特定时期的情绪变化对经理人投融资决策的影响。然而,行为金融学理论表明,投资者的非理性情绪在不同市场周期下存在着不同的特征,其对市场错误定价的影响程度也有所不同。这意味着在不同的市场周期下投资者情绪变化导致的市场错误定价对经理人投融资决策影响的程度可能会存在着差异。因此,从长期动态的视角来考察不同市场周期下投资者非理性情绪下的企业投融资行为决策也将是该领域未来研究的方向之一。第三,企业的微观决策是宏观经济发展的基础,因此,部分学者开始关注经理人面对市场错误定价时做出的投融资决策可能对宏观经济带来的影响。McLean and Zhao(2009)和 Polk and Sapienza(2009)考虑了这一问题,但他们都没有提出可靠的检验方法。构建合理的检验方法,对经理人面对市场错误定价时的投融资决策的经济效果进行实证分析,无疑将会进一步深化该领域的研究。

参考文献

- Alti, A. (2006): "How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure?" *Journal of Finance*, 61, 1681-1710.
- Baker, M. (2009): "Capital Market Driven Corporate Finance", *Annual Review of Financial Economics*, 1, 181-205.
- Baker, M., and J. Wurgler (2002): "Market Timing and Capital Structure", *Journal of Finance*, 57, 1-32.
- Baker, M., and J. Wurgler (2004): "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance*, 59, 271-288.
- Baker, M., R. Ruback, and J. Wurgler (2007): "Behavioral Corporate Finance: A Survey", In Eckbo, E. (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, New York: Elsevier/North Holland.
- Baker, M., J. Stein and J. Wurgler (2003): "When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-dependent Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 969-1006.

- Bakke, T. and T. Whited, (2010): "Which Firms Follow the Market? An Analysis of Corporate Investment Decisions", *Review of Financial Studies*, 23, 1941–1980.
- Barro, R. (1990): "The Stock Market and Investment", *Review of Financial Studies*, 3, 115–132.
- Baxamusa, M. (2010): "How Well Do Market Timing, Catering and Classical Theories Explain Corporate Decisions?" SSRN Working Paper.
- Blanchard, O., C. Rhee, and L. Summers (1993): "The Stock Market, Profit and Investment", *Quarterly Journal of Economics*, 108, 115–136.
- Bie, T. and L. Haan (2004): "Does Market Timing Drive Capital Structures? A Panel Data Study for Dutch Firms", DNB Working Papers, 016.
- Bolton, P., H. Chen and N. Wang (2011): "Market Timing, Investment, and Risk Management", NBER Working Paper, No. 16808.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey and R. Michaely (2005): "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, 77, 483–528.
- Chang, X. and S. Dasgupta (2009): "Target Behavior and Financing: How Conclusive Is the Evidence?" *Journal of Finance*, 64, 1767–1796.
- Chang, X., H. Tam, T. Tan, and G. Wong (2007): "The Real Impact of Stock Market Mispricing—Evidence from Australia", *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 388–408.
- Chirinko, R., and H. Schaller (1996): "Bubbles Fundamentals and Investment: A Multiple Equation Testing Strategy", *Journal of Monetary Economics*, 38, 47–76.
- Chirinko, R., and H. Schaller (2001): "Business Fixed Investment and 'Bubbles': The Japanese Case", *American Economic Review*, 91, 663–680.
- Cohen, G. and J. Yagil (2010): "Sectarian Differences in Corporate Financial Behavior: An International Survey", *European Journal of Finance*, 16, 245–262.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz (2010): "Seasoned Equity Offerings, Market Timing, and the Corporate Lifecycle", *Journal of Financial Economics*, 95, 275–295.
- Dong, M., D. Hirshleifer and S. Teoh (2007): "Stock Market Misvaluation and Corporate Investment", MPRA Paper, No. 3109.
- Flannery, M. and K. Rangan (2006): "Partial Adjustment toward Target Capital Structures", *Journal of Financial Economics*, 79, 469–506.
- Faulkender, M., M. Flannery, K. Hankins, and J. Smith (2008): "Cash Flows and Leverage Adjustments", AFA 2008 New Orleans Meetings Paper.
- Galeotti, M. and F. Schiantarelli (1994): "Stock Market Volatility and Investment: Do Only Fundamentals Matter?" *Economica*, 61, 147–165.
- Gilchrist, S., C. Himmelberg, and G. Huberman (2005): "Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment?" *Journal of Monetary Economics*, 52, 805–827.
- Goyal, K. and T. Yamada (2004): "Asset Prices, Financial Constraints, and Investment Evidence from Japan", *Journal of Business*, 77, 175–199.
- Graham, J., and C. Harvey (2001): "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.
- Grundy, B. and H. Li (2010): "Investor Sentiment, Executive Compensation, and Corporate Investment", *Journal of Banking and Finance*, 34, 2439–2449.
- Hovakimian, A. (2006): "Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, 221–243.
- Hovakimian, A. and H. Hu (2010): "Stock Prices and Corporate Investment", Baruch College Working Paper.
- Hovakimian, A., T. Opler and S. Titman (2001): "Debt–equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1–24.
- Huang, R., and J. Ritter, (2009): "Testing the Market Timing Theory of Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 237–271
- Hirshleifer, D., A. Subrahmanyam, and S. Titman (2006): "Feedback and Success of Irrational Investors", *Journal of Financial Economics*, 81, 311–338.

- Jenter, D., K. Lewellen, and J. Warner (2011): "Security Issue Timing: What do Managers Know, and When do they Know it?" *Journal of Finance*, 66, 413–443.
- Kaplan, S. and L. Zingales (1997): "Do Investment–Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *Quarterly Journal of Economic*, 112, 169–215.
- Kayhan, A., and S. Titman (2007): "Firms' Histories and Their Capital Structures", *Journal of Financial Economics*, 83, 1–32.
- Keynes, J. (1936): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan.
- Kindleberger, C. (2000): *Manias, Panics, and Crashes*, New York: Wiley.
- Korajczyk, R., and A. Levy (2003): "Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints", *Journal of Financial Economics*, 68, 75–109.
- Lamont, O. (2000): "Investment plans and stock returns", *Journal of Finance*, 55, 2719–2745.
- Malkiel, B. (1990): *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W.W. Norton.
- McLean, R. and M. Zhao (2009): "Investor Sentiment and Real Investment", The University of Alberta Working Paper.
- Mittoo, U. and Z. Zhang (2008): "The Capital Structure of Multinational Corporations: Canadian versus U.S. Evidence", *Journal of Corporate Finance*, 14, 706–720.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1990): "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45, 31–48.
- Myers, S. and N. Majluf (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information Those Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Ofek, E. and M. Richardson (2003): "Dot-com Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices", *Journal of Finance*, 58, 1113–1138.
- Polk, C. and P. Sapienza (2004): "The Real Effects of Investor Sentiment", NBER Working Paper, No. 10563.
- Polk, C. and P. Sapienza (2009): "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", *Review of Financial Studies*, 22, 187–217.
- Soros, G. (2003): *The Alchemy of Finance*, Hoboken, NJ: Wiley.
- Stein, J. (1996): "Rational Capital Budgeting in an Irrational World", *Journal of Business*, 69, 429–455.
- Strebulaev, I. (2007): "Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say?" *Journal of Finance*, 62, 1747–1787.
- Subrahmanyam, A. and S. Titman (2001): "Feedback from Stock Prices to Cash Flows", *Journal of Finance*, 56, 2389–2413.
- Titman, S. and S. Tsyplakov (2007): "A Dynamic Model of Optimal Capital Structure", *Review of Finance*, 11, 401–451
- Warr, R., W. Elliott, J. Koeter–Kant, and O. Oztekin, (2011): "Equity Mispricing and Leverage Adjustment Costs", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming.
- Welch, I. (2004): "Stock Returns and Capital Structure", *Journal of Political Economy*, 112, 106–131.
- Wong, G., R. Faff, W. Kwok and X. Chang (2009): "Financial Constraints, Mispricing and Corporate Investment", SSRN Working Paper.
- Wu, X. and C. Yeung (2010): "Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed", CUHK Working Paper.
- Xu, Z. (2009): "The Impact of Market Timing on Canadian and U.S. Firms' Capital Structure", Bank of Canada Working Paper.

(责任编辑:程 炼)