

最新金融学理论前沿*

——2006~2007年国外金融学研究文献综述

赵冬青 冯俊新 张海燕 李稻葵

内容提要:本文梳理了最近两年来主要金融学期刊上发表的金融学论文,力图总结其中一些趋势性的发展方向。在公司治理研究方面,最新的研究从各种不同角度研究公司治理,其中包括公司外部监管环境、机构投资者的影响,以及公司内部的高管及董事会的作用;而关于银行监管的研究集中于放宽管制和混业经营的后果;行为金融学的研究特别关注投资者情绪对金融市场的影响以及机构投资者是否更为“理性”;资本结构研究方面,传统的公司边界之外的因素被更多地考虑进来,同时和其他经济学领域如行为经济学、法与经济学等有了进一步的结合,而对于融资行为的研究中,关于IPO抑价理论的实证检验有助于我们更深刻地理解这一问题。

关键词:金融学 公司治理 银行监管 行为金融 资本结构

过去一年多以来,席卷世界的全球金融危机给世界各国带来了巨大的影响。而与这次金融危机相关的各种问题,其实也是过去几年主要金融学期刊所最关注的问题,本文将总结过去几年金融学界在这些方面的研究成果。

很多学者认为公司治理的缺失以及银行监管的漏洞是导致这次金融危机的根本原因,金融学界在公司治理和银行监管方面的研究为此提供了很好的分析基础。现实中,公司治理的缺失及对于公司高管的监管不力导致了公司过分追逐风险导致了金融体系的脆弱。而与此同时,在理论界,学者们分析了不同的公司治理机制的利弊并一直致力于探寻最佳公司治理机制。在对金融机构的研究中,放松银行监管以及银行混业经营的后果受到了关注,尤其是混业经营可能带来的角色冲突受到了更多的注意。

投资者的“非理性”行为如过度反应等也被一些人认为是导致金融危机加深加重的重要原因。行为金融学结合了行为学理论来解释金融市场的波动,加深了我们对于投资者“非理性”行为的认识。在最新的研究进展中,学者们开始更严谨地研究投资者情绪对金融市场的影响。

最后,金融危机还会通过融资渠道等对实体经济产生影响,正如我们现在所看到的那样。所以,要考察金融危机对实体经济的影响,我们还必须立足于金融学研究的传统领域——融资和资本结构之上。在最近两年这方面的研究中,越来越多公司边界以外的因素被考虑进去,原有的理论框架得到了很大的扩充,同时关于IPO抑价现象的研究也有了一定进展。

一、公司治理

公司内部人(比如管理层和控股股东)与外部人(比如小股东)之间存在着委托-代理关系,这就带来了公司治理问题。而市场参与各方——政府、投资者和公司试图分别通过政策规制或者市场调节这两只有形的和无形的手来解决这一问题。什么因素影响了公司治理的效果,如何建立更加完善的公司治理机制等一直是金融学界研究的重点。近年来发达资本市场一系列大公司的治理丑闻,一直到最近的金融危机,都使得公司治理问题的研究更有现实意义。

目前金融学界对公司治理体系中各层面作用的

* 本文是教育部国外社会科学发报告课题的子课题。课题组成员为李稻葵,冯俊新,赵冬青。课题组感谢教育部长江学者奖励计划的支持。清华大学经济管理学院张海燕也参加了部分研究工作。

研究越来越深入和细化,公司治理研究在广度和深度上都取得了进一步突破。对传统的影响因素如所有者结构和董事会构成的研究进一步深入,同时,人们还关注法律法规的作用,对已有的关于管理层持股与公司治理之间关系的理论进行了反思,并结合了行为理论进行研究,如关注管理层的过度自信与公司治理之间的关系。

所有权结构对公司治理的影响是公司治理的一个根本性问题。已有的一系列研究发现机构投资者能够有效约束管理层的行为,缓解管理层和股东之间的矛盾。但 Chen, Harford & Li(2007)的研究发现,并不是所有的机构投资者都有监督作用,只有打算长期持有的机构,才愿意承担监督角色。长期持有的机构投资者旨在通过监督投资对象而获取长期投资回报,并不在乎短期交易收益,传统的按照持仓比例或者持仓集中度来确定机构投资者监督角色的做法是不合理的。

公司治理的核心机构之一是董事会,董事会的构成与董事的背景对公司治理的影响一直受到关注,而由于数据难以获取等原因,这类研究直到最近才大量出现。研究发现,董事会结构和董事的背景可以影响公司价值,关于董事是否应该更有独立性尚存在争议,而董事的任期和选拔约束更为严格有助于公司价值的实现,最后,声誉不好或者非市场化的董事会导致公司价值损失。

有实证研究发现独立性高的董事会能够起到督促业绩的作用(参见 Khorana, Tufano & Wedge, 2007)。而 Adams & Ferreira(2007)建立理论模型分析后得出基本相反的结论。他们认为,董事长与总经理合二为一的董事会才是理想治理体系的最优选择。他们的结论与全球关于董事会设立的法律规定相矛盾,也与当前的许多实证研究结果相悖,这些实证研究都强调董事会的独立性,不鼓励总经理兼任董事长。Faleye(2007)率先在董事的管理方面进行了研究。他的实证分析表明,如果对董事的任期和选拔没有较严格的约束,将导致董事会失效,高管的经营决策受不到实质性的监督,高管可能趁机牟取私利,最终使股东蒙受损失。

董事的背景对公司价值也有影响。Fich & Shivdasani(2007)的研究发现,当投资人因金融欺诈而集体起诉公司高管时,外部董事在其他单位兼任董事的机会减少,而且他担任董事的其他公司价值也下降。涉案金额越高,董事监督失职的责任越大,在其他机构的任职机会下降越多。公司的治理机制

越先进,失职董事离职的可能性越大,离任后公司的价值上升也越多(Fan, Wong & Zhang[2007]也发现,在中国,政府背景高管的存在不利于股东价值的实现)。

法与经济学的研究也越来越多地结合到公司治理研究之中。针对公司治理的难题,各国政府均出台了一系列相应的措施。由此,一些研究对这些法律法规实施的后果进行分析。继 2001~2002 年间安然公司和世通公司等大型会计丑闻披露以后,美国政府有针对性地颁布了萨班斯法案(the Sarbanes - Oxley Act),以弥补公司治理法规的不足。Chhaochharia & Grinstein(2007)的研究发现,不同公司对萨班斯法案公布的股价反应不一样。公司治理结构越差的公司(亦即当前治理状况距离法案要求越远的公司),在法案公布日市场反应越好。说明公司治理法规颁布前后,受益最大的是那些治理状况比较差的公司。自以 Shleifer 为首的一批经济学家开创公司治理的比较研究以来,一系列的研究开始关注法律差异对治理行为的影响。Doidge, Andrew & Stulz(2007)的研究有力地指出,国家特性(亦即法律对小股东利益的保护程度及金融市场的发展程度)能从根本上决定公司治理的状况。在他们考虑的所有相关因素中,国家特性差异对公司治理状况差异的解释力最强。对发展中国家,公司自身的特质差异几乎不能解释治理行为的差异,而且到发达市场上市有助于改善治理结构。以上这些研究有针对性地说明了改善一个国家宏观监管环境的重要性。

公司治理体系监督的主要对象是高管,如何将股东利益和高管的切身需求捆绑在一起,有效的薪酬机制至关重要。近些年来,高管的期权激励机制风靡全球,但关于期权的成本和收益成为了理论界和实务界共同关注的话题,关于 CEO 持股和公司治理之间关系的研究在过去几年有了一批新的研究成果。运用理论模型分析方法, Dittmann & Maug(2007)发现,理想的薪酬机制,不是传统的高工资、多期权,而是低工资、无期权。取而代之的措施是,随着业绩增长适时地给 CEO 奖励公司的股票,并鼓励 CEO 自己购买公司的股票。他们认为,这种模式不仅能够降低薪酬成本,而且有利于改善治理结构。这种观点,对关于薪酬制度的传统理论,以及实务界广泛采纳的薪酬机制,均是一个极大的挑战。他们对于高管持股激励制度有效性的质疑也获得了一些实证研究的支持(如 Cai & Vijh[2007]和 Brown, Li-

ang & Weisbenner[2007]就分别从公司并购和红利分配的角度研究了 CEO 持股对公司行为的扭曲)。但是,高管持股对业绩的正面影响也继续得到了研究的支持,Khorana, Servaes & Wedge(2007)以基金管理公司为样本进行研究发现,基金经理人在公司持股比例越高,公司的经营业绩也就越好。他们的研究进一步证实了高管持股对改善治理结构的有效性。可见,关于高管持股对公司治理的影响是目前研究很多的话题,而且大家仍然没有得到特别一致的结论,尤其是对原来认为的高管持股可以解决股东和高管之间委托代理问题的观点开始受到质疑,关于这方面的争论仍将持续下去。

过度自信一直被行为金融学家们用来解释金融市场中的各种异常现象。最近几年,人们还开始关注它对于公司治理尤其是公司投资行为的影响,认为管理层的过分自信会带来投资行为的扭曲。Malmendier & Tate(2005)研究了财富 500 强企业的投资,发现管理层的过分自信可以解释公司投资的扭曲。那些由过分自信的 CEO 领导的公司,其投资与现金流紧密相关,即倾向于在内部资金多的时候加大投资,而在内部资金不足的时候削减投资。

综上,在公司治理领域的最新研究成果包括:只有打算长期持有的机构,才愿意承担监督角色;权责一致的董事会才能提高公司治理水平;改善一个国家宏观监管环境对于创造公司价值非常重要;单纯通过高管持股并不能完全解决股东和高管之间的委托代理问题;管理层的过度自信可能会导致投资的过分波动。以上这些结论,从公司治理的不同层面——从公司外部监管环境、机构投资者的影响到公司内部的高管及董事会的作用都对公司治理研究做出了贡献,这些研究成果也一定程度上有助于我们理解目前金融危机爆发的深层次原因,有助于我们对于修补危机相应措施的思考。

二、银行监管

当今金融危机的爆发,还有很大一部分原因是随着金融创新的大量出现和金融环境的改变,对于银行的监管并没有随之而改进造成的。银行作为金融业的核心,对于银行监管的研究向来都是金融学研究的重要组成部分。最近一两年来,关于银行的研究集中于放松管制和混业经营的后果方面,此外,对银行并购、银企关系以及银行对实体经济的影响也有涉及。

上个世纪 80 年代以来,各国的银行业都在逐渐

放松管制,最近的很多实证研究都显示,在一定的时期内,对于银行业放松管制确实改进了整体资源的配置效率。Bertrand, Schoar & Thesmar(2007)研究了 1985 年法国银行业放松管制的影响,发现减少对银行干预提高了银行信贷资源配置的效率。他们发现,银行业放松管制促使银行选择更好的客户,促进了企业的优胜劣汰,降低了行业进入的门槛,使行业集中度下降,银行业放松管制总体上促进了资源的配置。银行业放松管制的重要内容之一是放松银行准入,允许“外来银行”进入本地市场,Sengupta(2007)就研究了银行业的进入与竞争的关系,其理论模型有助于我们理解有关银行竞争的一些现实问题,例如外来银行首先盯住的是优质大企业而不是中小企业。

除了放宽管制以外,混业经营也是全球银行业的发展趋势。关于混业经营的后果,学者们分别对银行自身以及对企业的影响这两方面进行研究。总体来说,混业经营对于银行本身并不能创造价值,而且还潜在地带来了银行两种角色之间的利益冲突问题。

Laeven & Levine(2007)研究发现,混业经营并不能提升银行的价值,从事多元化业务的金融机构的市场价值比将业务分拆为不同金融中介后的市场价值要低,这一结果与已有理论是一致的,即金融集团的代理问题是非常突出的,范围经济还不能大到产生正的多元化溢价的程度。在混业经营中,银行既充当贷款人又充当承销商,降低了这两种角色之间的信息不对称状况,有助于降低银行的成本;但同时,银行这两种决策之间存在角色和利益冲突,一方面银行作为贷款银行,可能希望通过帮助客户发行证券来归还贷款或者通过发放贷款吸引投资者买入证券,从而压低发行价格。从 2007 年金融学的顶尖期刊发表的文章看,利益冲突观点占据了上风(关于金融机构两种角色的利益冲突问题参见 Mehran & Stulz[2007])。Bolton, Freixas & Shapiro(2007)的研究则认为,银行比客户更了解哪种产品适合客户的需求,为了销售自己的产品,银行可能会向客户提供虚假信息。因此作为金融产品的提供者,在信息提供上金融机构之间存在利益冲突。其他一些实证研究也支持了这种假说(参见 Kang & Liu[2007]对日本债券承销的研究)。

由上可见,最近两年发表的论文中关于银行监管的研究集中于放宽管制和混业经营的后果方面。现有的实证研究纷纷显示放松对银行的管制有利于

提高资源配置效率。对于混业经营的后果争议比较多,尽管混业经营有助于银行向企业提供更全面的服务,获取范围经济性,但是银行与企业关系中的双重角色之间的冲突也被很多研究证实。

三、行为金融学

金融市场是人与人之间互动最为频繁的市场之一,行为理论作为关于人的行为的研究对于理解金融市场表现有非常重要的意义。行为金融学是行为理论在经济学领域中一个最重要的应用。行为理论为解释金融市场里长期存在的一些“谜”提供了新的视角。在最近,行为金融学的研究集中在投资者情绪(investor sentiment)对金融市场影响、专业分析师和专业投资者是否也存在“羊群效应”(herding behavior)等问题上。

一直以来,不断有证据证明投资者情绪对股票市场具有重要影响,这些证据近年也不断出现,而最近则有研究开始量化这种影响的大小,标志着关于投资者情绪的研究进入了一个新阶段。在投资者情绪对股票市场存在影响的证据方面,Derrien(2005)研究了投资者情绪与IPO定价的关系,个人投资者对股票的需求和市场情况有关,当市场火热时,个人投资者的高需求带来了高的IPO定价以及高的初期投资收益,但是在长期中,这些股票的表现比较差。Kumar & Lee(2006)对散户投资者交易行为进行分析后,发现这些交易之间存在高度的系统相关,即他们会同时卖出或买入,他们的发现为投资者情绪能够影响股票收益的说法提供了支持。但是,如何衡量投资者的情绪并量化这些情绪对金融市场的影响一直都是研究的难题,Baker & Wurgler的研究尝试解决这个问题。Baker & Wurgler(2006)量化并研究了投资者的情绪如何影响不同类型的股票。当投资者情绪从低迷到高涨时,那些具有年轻、规模较小、波动性高、不盈利、不分红等性质的股票收益率较高,因为这些股票在定价时更加依靠主观信念;而当投资者情绪从高涨到低迷时,上述的这些股票收益率就较低。尤其是后一个现象也反驳了认为这些公司股票的高收益率是其高风险所带来的溢价的传统观点。而Baker & Wurgler(2007)从另一个视角研究了类似的问题,他们假定投资者的情绪波动是外生给定的,然后研究投资者情绪对股票市场的影响,他们发现那些最不容易估值和进行套利的股票的价格最容易受到情绪波动的影响。

散户交易中普遍存在的可以由行为理论解释的

现象在专业投资者中是否也存在呢,比如他们会不会也存在“羊群效应”,换句话说就是,专业投资者是否比散户投资者更具理性,这些问题吸引了很多学者的关注。一些研究显示专业投资者也会跟散户一样的错误,甚至可能表现更差。Frazzini(2006)对共同基金的研究发现处置效应(disposition effect,过早卖出盈利股票而过长时间持有亏损股票)在这些基金投资的股票中同样存在。处置效应造成“反应不足”(underreact)的现象,股票价格不能马上反映基本面变化而是缓慢移动,从而使我们可以一定程度上预测股价走势。当上市公司公布利好(利差)消息而同时共同基金处于获利(损失)状态时,公告公布以后的价格趋势就更为明显,预测也更容易。另外一些学者通过实验经济学等的方法也发现了职业交易员们在实验中表现出了更高层次的“非理性”行为(参见Haigh & List[2005])。

但也有相当多的研究认为专业投资者更为理性。Locke & Mann(2005)对专业投资者的分析发现散户投资者中存在的因为处置效应而带来损失的情况在机构投资者中并不存在,专业投资者使用“投资纪律”来最小化感情因素对投资的影响,而且投资纪律越强,交易成功的概率也越高。其他一些实证研究也证明专业分析师不但没有出现“羊群效应”,反而可能会过分调整自己的预测以强调自己跟一般信息的不同(参见Clement & Tse[2005]以及Bernhardt, Campello & Kutsoati[2006])。

最近几年行为金融学的研究更加量化投资者情绪对金融市场的影响,而对于机构投资者或者专业分析师是否更为“理性”也存在争议。总的来说,行为金融学对于我们理解现实金融市场的波动提供了很多有用的启示。

四、公司融资、IPO和资本结构

金融危机对实体经济的影响很大程度上是通过对公司融资渠道的影响来实现的,而在目前愈演愈烈的经济危机中,这种金融市场影响实体经济的情况也已经层出不穷。所以,当我们考察金融危机的影响时,必须基于对公司融资和公司资本结构理论的深入理解,金融学研究最近两年在这些方面也取得了不少进展。

融资与资本结构是公司财务研究的核心问题之一。一直以来,在MM模式(Modigliani - Miller Model)框架下,学者们围绕着与公司经营有关的税收、破产成本、信息不对称、交易成本以及其他摩擦因素

建立理论模型,进行实证研究,来解释公司的融资行为和资本结构。最近几年,学者们将目光逐渐转向公司之外的其他因素对公司资本结构的影响,如产品市场竞争、法律环境、资本市场投资者的行为等。而作为重要融资手段的IPO,一直以来都存在着一个“谜”,即IPO抑价问题,对于这个“谜”的研究也是最近两年的关注点之一。

在关于公司融资问题的研究中,长期以来形成了三种主要的解释公司融资行为的理论模型,即:“权衡”(tradeoff)理论、啄食顺序(pecking order)理论和市场时机(market timing)理论。最近两年的研究里,对于现有理论到底谁能更好地与现实吻合有了更多的研究,主要结论是认为从长期来看,公司会向传统理论所预言的资本结构目标移动。Flannery & Rangan(2006)认为,为了区分“权衡”理论、啄食顺序理论和市场时机理论到底谁更与现实吻合,需要知道公司是否有长期资本结构目标,而且向这个目标调整的速度有多快。利用一个新方法,作者发现公司确实有长期资本目标,而且资本结构的调整速度大约为每年调整与目标结构之间差距的1/3。Kayhan & Titman(2007)研究了公司的历史(包括现金流、投资数量和股票价格)对公司资本结构的影响,发现这些变量会在比较长的时间里影响资本结构,但这些影响在长期中会逐步减弱,公司的资本结构仍会向权衡理论所预言的资本结构目标移动。

在已有的框架下,关于资本结构的理论得到了进一步充实,新的影响因素不断地被考虑进来。一方面,行为经济学、法与经济学领域的研究被更多地结合到资本结构理论的研究中来。Baker, Coval & Stein(2007)认为投资者的行为具有惯性,这种惯性会对公司的融资方式产生影响。其中一个应用就是在换股收购中,投资者的持股惯性使得收购人公司的股票很少被卖出,从而使他们可以获得更好的收购条件,减少了他们进行换股收购的成本。Wald & Long(2007)利用美国各州之间的法律差别研究了金融市场政策法规监管对资本结构的影响,对公司股利政策的约束会降低这些公司的财务杠杆率,而反收购法可能影响公司在市场上的股权价值从而使得债权占公司总市值的比重上升。

另一方面,随着资本结构研究的进一步深入,学者们开始从公司边界上的各种隐性和显性合同的角度研究资本结构,如上下游企业关系、贸易信贷等过去被忽视的因素被引入到研究中。例如Kale & Shahrur(2007)发现公司的财务杠杆可以作为公司

的信号以及谈判筹码,公司会利用低财务杠杆来促使上下游企业进行更多的专用性投资,实证结果证明了他们的理论。Love, Preve & Sarria - Allende(2007)证实银行信贷可以通过贸易信贷的方式在企业间实现重新分配。他们对金融危机后新兴市场中企业的研究表明,那些不容易获得银行信贷的企业为其客户提供的贸易信贷也减少了,金融危机后贸易信贷的缩水是银行信贷缩水带来的,银行信贷通过贸易信贷的方式从金融状况强健的企业间接地流向金融状况较差的企业,这证实了贸易信贷是银行信贷的一种再分配方式。

除了对已有理论的补充,还有一些创新理论被提出。Dittmar & Thakor(2007)对于在股价高时发行新股的现象提出了自己的新解释。在他们的新模型中,管理层更重视的是投资者对于项目未来的预期是否和自己一致,只有在预期相对一致的情况下才选择股权融资,否则都会选择债券融资。他们的实证检验还说明这个模型比市场时机理论等传统的说法更有解释力。

在公司的融资行为研究中,IPO抑价问题是近年来金融学研究的重点话题之一。世界上很多国家都存在IPO发行价格被低估的现象,学者们试图从信息不对称、控制权、制度因素等不同角度研究IPO抑价的原因,但是迄今为止,还没有一个理论能很好地解释目前各国普遍存在的抑价现象。最近比较有影响力的文章大多是对已有的某些理论的否定。

关于IPO抑价的原因,有些理论从控制权的角度来进行解释。比如在美国,有大量公司的高管期权是以IPO为定价标准的,大量的文献认为可能是高管为了获取自己的私人收益而降低IPO定价进而损害了投资者利益,但是Lowry & Murphy(2007)的研究否认了这种说法。他们发现,在高管可以决定自己的期权条款的情况下,高管获得的IPO期权数量和IPO抑价的程度之间并没有相关关系,没有证据说明高管为了获取私人收益而导致IPO抑价。

在美国、英国和日本等发达市场中都曾经采用过一些其他IPO方法,通过研究这些IPO方式对IPO抑价的影响可以检验现有的各种理论,但是总体来说,还没有一种假说能获得令人满意的支持。Hao(2007)研究了美国IPO中承销商采用的“梯子”(laddering)机制对IPO发行价格的影响,发现“梯子”机制提高了IPO的价格,但并没有降低抑价率。“梯子”机制是指承销商要求投资者在用IPO价格获得股票后还要在公司上市以后再次从二级市场买

入股票。通过理论和实证研究,他发现采用这种机制可以同时提高 IPO 价格和发行后的市场价格,但并不能降低抑价的水平。Derrien & Kecskes(2007)研究了英国的两阶段上市机制对 IPO 收益率的影响,市场定价带来的不确定性降低使得 IPO 抑价减少。所谓两阶段上市是指存量股票先上市然后再发行新股。文章认为这种方法可以降低融资成本,因为股票发行前的交易降低了估值的不确定性。他们发现,这些公司股票 IPO 的收益率比其他公司要低 10% 到 30%,他们的发现一定程度上支持了信息不对称导致 IPO 抑价的假说。Kerins, Kutsuna & Smith(2007)则研究了 1989 - 1997 年日本实行的混合拍卖发行机制对 IPO 发行价格的影响,在这种制度下,参与发行的投资者之间的信息差异降到最低程度,但这并没有带来 IPO 抑价的降低或者消失。所谓混合拍卖发行机制就是一部分股票通过差别拍卖发行,其余股票几天后以固定价格公开发行,而且加上其他的规定使得参与发行的投资者之间的信息差异降到最低程度。在该机制下日本的 IPO 抑价程度和美国的 IPO 相仿,这对于 IPO 抑价的信息不对称假说是一个否定。他们利用数据对已有的 IPO 抑价假说进行了检验,认为最符合他们观察的解释是:为了保证发行的实施,承销商会对市场进行间接干预,这导致了市场最初定价存在发生错误的风险,IPO 抑价是对这种错误定价风险的反映。

从整体上来看,对于公司资本结构的研究在过去一年里取得了不少进展,传统的公司边界之外的因素被更多地考虑进来,此外还和其他经济学领域如行为经济学、法与经济学有了进一步的结合。而在理论不断得到充实的同时,比较现有的几个理论框架到底哪个更有说服力的研究也不断得到扩充。而在 IPO 抑价方面,虽然关于 IPO 抑价的理论假说很多,但是很多假说都无法得到实证检验的支持;而随着原来的假说被推翻,新的假说层出不穷。关于 IPO 抑价的研究仍将在对各种假说的继续检验中寻找一个更具普遍意义的解释。

总而言之,在金融学研究的各个领域,最近两年都有大量创新性的成果涌现,而这些成果更多地集中在金融危机爆发所涉及的金融学研究的几个基本话题上——公司治理、银行监管、行为金融学、公司资本结构等。而随着全球金融危机的爆发,我们可以预期将有更多与现实金融问题密切相关的创新性研究出现。中国的金融业正处于迅速发展时期,借鉴国外的这些研究成果,对于我们防范金融危机,促

进国内金融业更快更好地发展具有重要意义。

参考文献:

- Adams, R. B. & D. Ferreira (2007), "A theory of friendly boards", *Journal of Finance* 62(1):217 - 250.
- Baker, M., J. Coval, & J. C. Stein (2007), "Corporate financing decisions when investors take the path of least resistance", *Journal of Financial Economics* 84(2):266 - 298.
- Baker, M. & J. Wurgler (2006), "Investor sentiment and the cross - section of stock returns", *Journal of Finance* 61(4):1645 - 1680.
- Baker, M. & J. Wurgler (2007), "Investor sentiment in the stock market", *Journal of Economic Perspectives* 21(2):129 - 151.
- Bertrand, M., A. Schoar & D. Thesmar (2007), "Banking deregulation and industry structure", *Journal of Finance* 62(2):597 - 628.
- Bolton, P., X. Freixas & J. Shapiro (2007), "Conflicts of interest, information provision, and competition in the financial services industry", *Journal of Financial Economics* 85(2):297 - 330.
- Chen, X., J. Harford & K. Li (2007), "Monitoring: Which institutions matter?" *Journal of Financial Economics* 86(2):279 - 305.
- Chhaochharia, V. & Y. Grinstein (2007), "Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules", *Journal of Finance* 62(4):1789 - 1825.
- Derrien, F. (2005), "IPO pricing in 'hot' market conditions", *Journal of Finance* 60(1):487 - 521.
- Derrien, F. & A. Kecskes (2007), "The initial public offerings of listed firms", *Journal of Finance* 62(1):447 - 479.
- Dittmann, I. & E. Maug (2007), "Lower salaries and no options? On the optimal structure of executive pay", *Journal of Finance* 62(1):303 - 343.
- Dittmar, A. & A. Thakor (2007), "Why do firms issue equity?" *Journal of Finance* 62(1):1 - 54.
- Doidge, C., K. G. Andrew & R. M. Stulz (2007), "Why do countries matter so much for corporate governance?" *Journal of Financial Economics* 86(1):1 - 39.
- Faleye, O. (2007), "Classified boards, firm value, and managerial entrenchment", *Journal of Financial Economics* 83(2):501 - 529.
- Fich, E. M. & A. Shivdasani (2007), "Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 86(2):306 - 336.
- Flannery, M. J. & K. P. Rangan (2006), "Partial adjustment toward target capital structures", *Journal of Financial Economics* 79(3):469 - 506.
- Frazzini, A. (2006), "The disposition effect and underreaction to news", *Journal of Finance* 61(4):2017 - 2046.

金融契约理论研究新进展*

李 湛

内容提要:本文以国外学者对企业融资契约选择和设计的研究为线索,梳理了当前金融契约的方法论基础和实际应用的脉络。分别从金融契约理论三大流派:债务契约理论、控制权理论和委托-代理理论着手,重点论述了其理论基石不断夯实和实证研究的最新进展,并以此解释现实中的风险资本契约结构和上市公司融资行为。最后对国外金融契约理论的发展和我国的启示予以简要的评析。

关键词:资本结构 金融契约 控制权

金融契约理论可以描述为投资者和融资者之间如何交易的一种理论。从 Modigliani & Miller 创建现代资本结构理论起,已经有大量的公司金融的文献对这些问题进行了研究。在最近 20 多年兴起的金融契约理论融合了博弈论、信息经济学和契约经济学的现代研究方法,对企业的财务结构决策作了进一步探讨。随着契约理论被引入资本结构分析中来,在内生性金融契约模型中对契约具体形式上

主体行为的分析成为新的视角。更为引人注意的是,现代企业理论中将企业看做是不完全契约的分析方法极大丰富了探讨融资证券设计的金融契约理论。不完全契约改变了完全契约分析中的完全信息预期以及第三方完全监督和执行假定,从静态转向动态地分析了契约双方关于现金流量配置问题,契约本身条款研究以及金融契约激励约束条件,形成了从完全契约到不完全契约分析的金融契约理论。

Hao, Q. (2007), "Laddering in initial public offerings", *Journal of Financial Economics* 85(1): 102 - 122.

Kale, J. R. & H. Shahrur (2007), "Corporate capital structure and the characteristics of suppliers and customers", *Journal of Financial Economics* 83(2): 321 - 365.

Kayhan, A. & S. Titman (2007), "Firms' histories and their capital structures", *Journal of Financial Economics* 83(1): 1 - 32.

Kerins, F., K. Kutsuna & R. Smith (2007), "Why are IPOs underpriced? Evidence from Japan's hybrid auction - method offerings", *Journal of Financial Economics* 85(3): 637 - 666.

Khorana, A., H. Servaes & L. Wedge (2007), "Portfolio manager ownership and fund performance", *Journal of Financial Economics* 85(1): 179 - 204.

Kumar, A. & C. M. Lee (2006), "Retail investor sentiment and return comovements", *Journal of Finance* 61(5): 2451 - 2486.

Laeven, L. & R. Levine (2007), "Is there a diversification discount in financial conglomerates?" *Journal of Financial Economics* 85(2): 331 - 367.

Locke, P. R. & S. C. Mann (2005), "Professional trader disci-

pline and trade disposition", *Journal of Financial Economics* 76(2): 401 - 444.

Love, I., L. A. Preve & V. Sarria - Allende (2007), "Trade credit and bank credit: Evidence from recent financial crises", *Journal of Financial Economics* 83(2): 453 - 469.

Lowry, M. & K. J. Murphy (2007), "Executive stock options and IPO underpricing", *Journal of Financial Economics* 85(1): 39 - 65.

Malmendier, U. & G. Tate (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", *Journal of Finance* 60(6): 2661 - 2700.

Sengupta, R. (2007), "Foreign entry and bank competition", *Journal of Financial Economics* 84(2): 502 - 528.

Wald, J. K. & M. S. Long (2007), "The effect of state laws on capital structure", *Journal of Financial Economics* 83(2): 297 - 319.

(作者单位:清华大学经管学院)
(责任编辑:李仁贵)

* 基金项目:国家社会科学基金(07CJY059)、国家自然科学基金(70602033)和广东省科技计划项目(2007B080703005/07)。