

异质信念下的

公司财务

决策研究

牛伟宁◎著

 上海人民出版社

异质信念下的
公司财务
决策研究

牛伟宁◎著

图书在版编目(CIP)数据

异质信念下的公司财务决策研究/牛伟宁著. —上

海:上海人民出版社,2018

(二外竞先文库)

ISBN 978-7-208-15452-0

I. ①异… II. ①牛… III. ①公司-财务管理-研究

IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 220705 号

责任编辑 王 吟

封面设计 零创意文化

二外竞先文库

异质信念下的公司财务决策研究

牛伟宁 著

出 版 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号)

发 行 上海人民出版社发行中心

印 刷 常熟市新骅印刷有限公司

开 本 720×1000 1/16

印 张 18.5

插 页 4

字 数 250,000

版 次 2018 年 12 月第 1 版

印 次 2018 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-15452-0/F·2552

定 价 68.00 元

前 言

财务决策是公司的重要经营活动之一，经理人与投资者以及投资者之间的信念差异是金融市场的本质特征，对公司在异质信念下投融资决策和股利政策的相关研究将为公司管理层制定相关政策、外部投资者做出投资决策提供理论价值和实证参考。

本书以“异质信念下的公司财务决策研究”为主题，将异质信念这个资本市场的真正特征与公司金融的核心决策联系起来。首先建立模型分析分离均衡状态中融资规模内、外生下投资者之间以及经理人与投资者之间存在先验异质信念时公司的融资方式选择及其股价效应，在此基础上研究后验异质信念下的公司融资策略；进而从实证的角度讨论异质信念对公司融资方式选择的影响及其对股票收益率的影响，并检验证券发行的市场时机效应；再探讨一般均衡状态中先验和后验异质信念下的公司最优资本结构；接着构建模型分析经理人和外部投资者存在看法差异时公司的融资方式和投资水平；然后从理论上分析异质信念下的公司最优投资策略和支付政策；进而讨论异质信念下管理层存在道德风险时公司的投融资决策情况；最后分析投资者存在损失厌恶效用函数时异质信念下的公司融资

决策。

本书在理论模型、研究思路上的突破和创新在学术上将推进公司金融治理结构问题的研究，成果将丰富行为公司金融的理论和实证研究帮助解开金融市场的某些谜团和异象。

本书的具体结构安排如下：

第一章，绪论。主要阐述目前国内外关于异质信念下的资产定价和公司金融相关研究，并对研究现状进行述评，进而提出本书的研究内容和思路方法。

第二章，异质信念下的公司融资策略。建立分离均衡模型，分析当经理人与外部投资者、且外部投资者之间存在异质信念时融资规模内外生下公司的最优融资方式选择。

第三章，异质信念下的公司证券发行方式及其股价效应。根据模型的研究结论，建立假设，选取我国证券市场上的股票、债券和可转换债券发行数据，实证检验异质信念对我国上市公司融资方式选择的影响以及股价效应。

第四章，异质信念下的公司最优资本结构。在分离均衡的基础上，分析一般均衡框架下先验和后验异质信念下的公司最优资本结构以及证券发行后的股价效应，并进行数值模拟检验模型结论。

第五章，看法差异下的公司融资策略和投资水平。建立模型探讨看法差异对公司的融资决策和投资水平的影响，分别分析公司依靠内部资金和外部融资两种情况下公司的最优投资水平，并进行数值模拟检验模型结论。

第六章，异质信念下的公司投资与支付策略。进一步从理论上分析经理人与投资者以及投资者之间存在先验异质信念时公司的融资策略、投资决策和支付政策。

第七章，异质信念下的经理人努力水平与公司投融资策略。分析投资者之间以及经理人和外部投资者存在异质信念情况下经理人的努力水平和公司的投融资决策，并进行数值模拟检验模型结论。

第八章，损失厌恶的参与者存在异质信念时公司的融资策略。构建均衡模型分析损失厌恶下当经理人与外部投资者之间存在看法差异、以及将市场上的投资者分为知情交易者和非知情交易者时异质信念下的公司融资决策，进而讨论损失厌恶和异质信念对相关策略的影响，并进行数值模拟检验模型结论。

最后，结论与展望。概述本书的主要研究成果，并提出几点未来的研究计划。

本书的出版工作得到北京市自然科学基金资助项目（9174033）、教育部人文社会科学研究项目（17YJC630108）和北京第二外国语学院校级出版基金的资助。由于作者水平有限，书中的不足之处恳请专家、读者批评指正。

目 录

前言 // 001

第一章 异质信念相关研究 // 001

第一节 异质信念下的资产价格 // 005

第二节 异质信念与公司财务决策 // 008

一、投资者非理性与公司财务决策 // 009

二、经理人非理性与公司财务决策 // 014

三、看法差异与公司财务决策 // 017

四、异质信念与证券发行的股价效应 // 020

第三节 其他相关研究 // 023

一、经理人道德风险与公司财务决策 // 023

二、市场微观结构与公司财务决策 // 028

第四节 本章小结 // 032

第二章 异质信念下的公司融资策略 // 033

第一节 先验异质信念、外生融资规模下的公司融资策略 // 036

一、经理人和投资者存在异质信念 // 036

二、经理人和投资者以及投资者之间存在异质信念 // 045

第二节 先验异质信念、内生融资规模下的公司融资策略 // 058

一、经理人和投资者存在异质信念 // 058

二、经理人和投资者以及投资者之间存在异质信念	// 063
第三节 后验异质信念下的公司融资策略	// 072
一、均衡状态	// 073
二、证券发行	// 076
第四节 本章小结	// 081

第三章 异质信念下的公司证券发行方式及其股价效应 // 085

第一节 样本和变量	// 088
一、假设建立	// 088
二、样本数据	// 088
三、变量描述	// 089
第二节 证券发行方式选择	// 092
一、描述性统计分析	// 092
二、Logistic 回归	// 094
三、发行规模的影响	// 095
第三节 证券发行的股价效应	// 097
一、CAR 序列的相关检验	// 097
二、回归分析	// 098
第四节 本章小结	// 101

第四章 异质信念下的公司最优资本结构 // 103

第一节 先验异质信念下的公司最优资本结构	// 106
----------------------	--------

一、对现金流预期的均值存在异质信念	// 106
二、对现金流预期的均值和方差存在异质信念	// 108
第二节 后验异质信念下的公司最优资本结构	// 112
一、经理人的决策	// 112
二、外部投资者的决策	// 113
第三节 数值模拟	// 115
第四节 本章小结	// 117
第五章 看法差异下的公司融资策略和投资水平	// 119
第一节 基本假设	// 122
第二节 利用自有资金时公司的投资水平	// 123
第三节 选择外部融资时公司的融资策略和投资水平	// 125
第四节 数值模拟	// 128
第五节 本章小结	// 131
第六章 异质信念下的公司投资与支付策略	// 133
第一节 异质信念下的公司投资决策	// 136
一、基本假设	// 136
二、投资决策	// 136
第二节 异质信念下的公司投资决策和支付政策	// 154
一、无外部融资但有股利支付	// 154
二、有外部融资且有股利支付	// 166

第三节 本章小结 // 204

第七章 异质信念下的经理人努力水平与公司投融资策略 // 209

第一节 基本假设 // 212

第二节 债务融资 // 214

 一、经理人与投资者存在异质信念 // 214

 二、经理人与投资者以及投资者之间存在异质信念 // 215

第三节 权益融资 // 217

 一、经理人与投资者之间存在异质信念 // 217

 二、经理人与投资者以及投资者之间存在异质信念 // 218

第四节 融资方式选择 // 223

 一、经理人与投资者存在异质信念 // 223

 二、经理人与投资者以及投资者之间存在异质信念 // 224

第五节 数值模拟 // 225

第六节 本章小结 // 228

第八章 损失厌恶的参与者存在异质信念时公司的融资决策 // 231

第一节 相关文献研究 // 234

第二节 模型假设 // 237

第三节 损失厌恶下的公司融资决策 // 239

 一、均衡状态 // 239

二、损失厌恶对杠杆水平和股价效应的影响	// 240
第四节 损失厌恶和看法差异下的公司融资决策	// 241
一、均衡状态	// 241
二、损失厌恶和看法差异对杠杆水平和股价效应的影响	// 242
第五节 损失厌恶与异质信念下的公司融资决策	// 245
一、知情交易者不存在异质信念	// 245
二、知情交易者之间存在异质信念	// 247
第六节 数值模拟	// 251
一、损失厌恶系数对资本结构和股价效应的影响	// 251
二、损失厌恶下看法差异对公司资本结构和股价效应的影响	// 252
第七节 本章小结	// 256
结论与展望	// 258
参考文献	// 265
附表	// 279

第一章

异质信念相关研究

现代金融学兴起以来，仅有少量开创性的工作得到世界范围的承认。马科维茨 (Markowitz, 1952) 基于均值-方差 (M-V) 法则提出的投资组合理论为数理金融学的发展建立了新的数学架构，为夏普 (Sharpe, 1964) 和林特尔 (Lintner, 1965) 资本资产定价模型 (CAPM) 奠定了基础；莫迪利亚尼和米勒 (Modigliani & Miller, 1958) (以下简称 MM) 关于财务决策对公司价值影响的研究以及布莱克和舒尔斯 (Black & Scholes, 1973) 的期权定价公式也都是现代金融学发展史上具有里程碑意义的理论。

CAPM 为众多金融研究提供了基石，在投资学和公司金融领域占有重要的一席之地。然而，它却面临着来自实证和理论双方面的争议。始以法玛和弗伦奇 (Fama & French, 1992) 为代表的实证研究认为 CAPM 中的 β 系数在统计意义上并不显著，因而不能作为风险的有效度量。而卡内曼和特沃斯基 (Kahneman & Tversky, 1979) 基于实验结果提出的前景理论 (PT) 动摇了以期望效用理论 (EUT) 为基础的传统金融理论框架，进而对建立在 EUT 上的 M-V 分析框架和 CAPM 产生了质疑。

PT 及其修正形式——累积前景理论 (CPT) 对金融学的发展产生了难以估量的影响，一方面是有着广泛应用的 M-V 和 CAPM，另一方面却是来自实验和实证两方面对它们的双重批判，至此形成了建立在 EUT 上的传统金融理论框架和以 PT、CPT 为基础的行为金融学。

MM 资本结构无关论和 MM 股利无关论开创了传统公司金融理论研究的先河。经过半个多世纪的努力，学者们突破了 MM 无关理论一个又一个约束和假

设。动态权衡理论、信号传递理论、优序融资理论、市场时机理论等一系列激动人心思想的出现,从各个不同侧面揭开了资本结构表面与其内在价值的逻辑联系、推动着资本结构理论的演进。然而,伴随着深刻理论、思想的迸发,实证中涌现出越来越多的“金融异象”和“典型特征”困扰着学者们的神经,成为“趋之若鹜却又显迷离”的课题。

资本结构经典理论在应用中有很多难解的谜团和异象,而行为公司金融理论从投资者的理性假设上进行了突破。“过度乐观”“过度自信”导致“认知和决策行为会出现系统偏差”等非理性行为是心理学实验最稳健的结果,直接导致外部投资者之间、内外部投资者之间的信念异质。异质信念的形成主要有三个来源:渐进信息流、有限注意和先验的异质性(洪和施泰因 [Hong & Stein, 2007])。

异质信念是证券市场的真正特征,这一观点在金融学研究中得到越来越广泛的认可。异质信念的分析可以从异质信念下的资产定价与异质信念下的公司金融两方面展开,后者正是本书的主要研究内容。投资者之间的异质信念会导致资产价格偏离其基本价值,价格被高估或低估,经理人选择市场时机或迎合策略,进而影响公司的投融资策略和资本结构。作为市场的重要参与主体之一,公司在面临投资者之间以及管理层与投资者之间的异质信念时,如何制定投资策略、融资策略、股利政策等财务决策,来最大化公司价值和股东利益,是一些值得重点研究的问题。

第一节

异质信念下的资产价格

很多学者的研究已经从理论和实证两方面分析了异质信念与资产价格之间的关系。

米勒 (Miller, 1977) 的开创性研究发现, 如果市场上的投资者对公司未来收益的预期存在信念差异且有卖空限制, 那么悲观投资者将会被驱逐出市场, 股票价格主要反映乐观投资者的估值。后续的学者建立了一系列模型验证了米勒的逻辑。

哈里森和克雷普斯 (Harrison & Kreps, 1978) 研究表明, 卖空限制会促使资产价格高于乐观投资者基于资产未来期望支付的估值。

杰诺 (Jarrow, 1980) 利用均值方差模型分析资产均衡价格发现, 卖空限制会导致资产价格被高估或低估, 但在同质信念下, 风险资产价格会被显著高估。

戴尔蒙德和维里克查尔 (Diamond & Verrecchia, 1987) 的研究表明, 金融市场上的卖空限制会降低风险资产价格中的信息有效程度。

艾伦等 (Allen et al., 1993) 研究了信息不对称和卖空限制下的资产价格泡沫问题, 发现市场参与者的私人信息和卖空限制是资产价格泡沫形成的必要条件。

王 (Wang, 1998) 利用市场微观结构分析框架研究了策略性交易、信息不对称和先验异质信念之间的关系。发现均衡状态下知情交易者会对冲因信息不对称造成的交易, 但倾向于在最后几个投资期将交易全部放在异质信念产生的差异上。

施可曼和熊伟 (Scheinkman & Xiong, 2003) 建立理性预期模型, 研究了异

质信念、市场投机和股价泡沫之间的关系。认为交易者过度自信是异质信念产生的原因，异质信念和卖空限制又造成股票价格的再售期权的特征，而再售期权的价值和投机心理使得交易者的定价高估，从而影响资产价格，造成股价泡沫。

巴萨克（Basak, 2005）研究了投资者异质信念下的证券价格动态变化过程。发现在异质信念下，风险更多地从悲观投资者转向乐观投资者，且转移的程度与异质信念成比例，进而降低了悲观投资者的风险价格。

朱宝军和吴冲锋（2005）从投资者的资金成本差异和信息不对称的角度出发，研究发现，在不确定状态下，投资者对市场信息解读的差异会对资产的状态均衡价格产生一定程度的影响。

熊和平（2005）分析了消费习惯的差异对投资者最优消费规则和资产价格的影响。研究发现，当两个投资者中的一个具有而另一个不具有某种消费习惯时，该习惯将会同时改变两个投资者的最优消费规则、财富动态和消费动态。

波墨（Boehme, 2006）的实证研究发现，只有当异质信念和卖空限制同时存在时资产价格才会被高估。

张维和张永杰（2006）分析了投资者信念形成的影响因素，建立了一个基于投资者信念异质的风险资产价格均衡模型，并且证实了投资者的信念差异程度对股票价格有显著影响。

法玛和弗伦奇（2007）研究了投资者异质偏好对资产价格的影响，发现异质信念对资产价格的影响是暂时的而不是长期的。

常等（Chang et al., 2007）选取香港证券市场上的交易数据，实证研究发现，卖空限制会导致金融资产的价格被高估。

鲁臻和邹恒甫（2007）在洪和施泰因（1999）理论模型的基础上，通过研究政策市背景下我国股市的惯性与反转效应后发现，相对于惯性效应，反转效应更明显，且公司规模大小和股票成交量高低对惯性效应和反转效应有显著影响。

伍燕然和韩立岩（2007）提出了对李等（Lee et al., 1991）的改进方法，从