

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15620071151448

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

异质信念下企业融资偏好研究

A Study on the Corporate Financing Preferences  
under Heterogeneous Beliefs

彭 刚

指导教师姓名: 李子白教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2010年04月

论文答辩日期: 2010年 月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010年04月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

本文研究了异质信念与企业融资偏好的关系，通过构建卖空限制下的异质信念经济环境，分析了投资者的异质信念对企业的融资决策产生的影响。本文认为当外部边际投资者的信念高于企业内部人的信念水平时，企业会选择发行股票再融资，同时当外部投资者的信念离差越大或是投资者的平均乐观水平越高，企业选择股票融资的概率就越大；相反，当外部边际投资者的信念低于企业内部人的信念水平时，企业会选择发行债券融资。

本文认为异质信念下不同融资方式对企业股票价格波动会产生不同的影响。从短期来看，股票融资会对企业的股票价格产生负向冲击，并且随着投资者的信念差异增大，这种负向冲击会更大；而债券融资，由于外部边际投资者的信念水平没有改变，企业股票价格理论上不会发生变化，即对企业股票价格冲击为零。从长期来看，股票融资相比债券融资企业股票负收益率更大。

本文利用 2000-2009 年中国上市企业再融资样本数据验证了上述结论。在投资者异质信念与企业融资方式选择关系的实证研究中，实证结果表明随着投资者信念异质性增大，企业选择股票融资的概率增大，同时在企业选择股票融资的条件下，投资者信念异质性越大，企业融资规模就越大。在异质信念下不同融资方式对企业股票价格产生的短期冲击的实证研究中，实证结果表明股票融资确实会对企业股票价格产生显著的负向冲击，并且投资者的信念异质性越大，负向冲击越大，而债券融资对企业股票价格的冲击不为零，但是在统计上不显著，与理论假说基本一致。同时本文进一步研究了股票融资在不同时点上的价格冲击，实证结果显示公告日和发行日投资者异质信念与股票累计超额收益呈现相反的关系，并且公告日投资者的信念差异小于发行日投资者的信念差异。

**关键词：**信念；异质信念；融资偏好

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## Abstract

This paper studies the relationship between heterogeneous beliefs and corporate financing preferences under a short sale constraints framework. This paper demonstrates that when the marginal investor will have beliefs above that of firm insiders, the firm will choose to issue equity to refinance. However, if the marginal investor will have beliefs below that of firm insiders, the firm will choose to issue bonds rather than equity.

This paper demonstrates that issuing bonds or equity will have different price impact under heterogeneous beliefs. In the short term, issuing equity to refinance will have a significant negative impact, which means with the heterogeneity in investors' beliefs increasing, the stock will have a deeper cumulative abnormal returns. Meanwhile issuing bonds won't affect the cumulative abnormal returns, since announcement of issuing bonds won't change the beliefs of marginal investor in theory. In the long term, issuing equity will have greater negative stock returns than issuing bonds.

This paper verifies the theoretical conclusions using the Chinese refinancing sample data from 2000 to 2009. The empirical results make clear that the greater heterogeneity in investors' beliefs, the more likely the firm is to choose to issue equity rather than bonds. Under the station of issuing equity, greater heterogeneity in outsider beliefs enlarges the amount raised by the firm. The empirical results also support that issuing equity will have a negative price impact in short time .And an increase in the heterogeneity in investor beliefs leads to a decrease in cumulative abnormal returns. The price impact of issuing bonds is not zero, but it is not significant in statistics, which supports the theoretical prediction. The evidence shows that the relationship between heterogeneous beliefs and the cumulative abnormal returns in announcement day is opposite to that in issuing day. It also presents that the level of heterogeneous beliefs in announcement day is lower than that in issuing day.

**Keywords:** Beliefs; Heterogeneous Beliefs; Financing Preferences

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

<b>第 1 章 导 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 选题背景及意义.....	1
1.2 研究思路与方法.....	3
1.3 本文的尝试与不足.....	5
<b>第 2 章 传统企业融资理论文献回顾</b> .....	<b>7</b>
2.1 早期企业融资理论.....	7
2.2 现代企业融资理论.....	8
2.2.1 理论发展综述.....	8
2.2.2 权衡理论.....	9
2.2.3 优序融资理论.....	11
2.2.4 市场择机理论.....	11
2.3 对传统企业融资理论的一点思考.....	12
<b>第 3 章 异质信念下企业融资偏好理论分析</b> .....	<b>14</b>
3.1 异质信念概念.....	14
3.2 异质信念形成机制.....	15
3.3 异质信念下企业融资理论研究现状.....	17
3.3.1 相关文献综述.....	17
3.3.2 非理性投资者模型.....	17
3.3.3 非理性管理者模型.....	18
3.3.4 跨群体异质信念模型.....	19
3.4 理论框架.....	20
3.4.1 异质信念与卖空限制.....	20
3.4.2 理论分析.....	21
3.4.3 米勒模型及扩展.....	24
<b>第 4 章 异质信念下企业融资偏好实证分析</b> .....	<b>28</b>
4.1 研究假设.....	28

<b>4.2 数据来源与样本选择</b> .....	<b>29</b>
<b>4.3 变量构建</b> .....	<b>30</b>
4.3.1 异质信念的测度 .....	30
4.3.2 异质信念代理指标的选择和计算 .....	32
4.3.3 投资者情绪的测度 .....	34
4.3.4 控制变量 .....	37
<b>4.4 异质信念下企业融资方式选择</b> .....	<b>38</b>
4.4.1 不同融资方式下变量特征分析 .....	38
4.4.2 异质信念与股票融资概率分析 .....	38
4.4.3 异质信念与股票融资规模关系 .....	40
<b>4.5 异质信念下不同融资方式的价格冲击</b> .....	<b>43</b>
4.5.1 价格冲击研究思路和方法 .....	43
4.5.2 样本累计超额收益描述性分析 .....	44
4.5.3 公告日和发行日价格冲击比较分析 .....	46
4.5.4 全样本下价格冲击 .....	49
<b>4.6 实证小结</b> .....	<b>51</b>
<b>第 5 章 结 论</b> .....	<b>52</b>
<b>5.1 基本结论</b> .....	<b>52</b>
<b>5.2 后续研究</b> .....	<b>53</b>
<b>参考文献</b> .....	<b>54</b>
<b>致谢</b> .....	<b>59</b>

# Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1 Background and motivation .....	1
1.2 Methodology.....	3
1.3 Innovations and limitations .....	5
<b>Chapter 2 Literature review on traditional theories .....</b>	<b>7</b>
2.1 The earliest theories .....	7
2.2 Modern corporate finance theories.....	8
2.2.1 Review on development .....	8
2.2.2 Balance theory .....	9
2.2.3 Pecking order theory.....	11
2.2.4 Market timing theory .....	11
2.3 Some comments on traditional theories .....	12
<b>Chapter 3 Theoretical framework under heterogeneous beliefs .....</b>	<b>14</b>
3.1 Concepts and assumptions on heterogeneous beliefs .....	14
3.2 Mechanism of heterogeneous beliefs.....	15
3.3 The related literatures under heterogeneous beliefs .....	17
3.3.1 A review on this field.....	17
3.3.2 Model of irrational investors .....	17
3.3.3 Model of irrational managers .....	18
3.3.4 Model of heterogeneous beliefs across groups.....	19
3.4 Theoretical framework.....	20
3.4.1 Heterogeneous beliefs and constrains on short selling.....	20
3.4.2 Theoretical analysis .....	21
3.4.3 Miller model and the further analysis.....	24
<b>Chapter 4 The empirical analysis .....</b>	<b>28</b>
4.1 Tested assumptions .....	28

<b>4.2 Data sources and sample selection .....</b>	<b>29</b>
<b>4.3 Variable construction .....</b>	<b>30</b>
4.3.1 Heterogeneous beliefs measures.....	30
4.3.2 The selection and calculation of the proxy variable .....	32
4.3.3 Investor sentiment measures.....	34
4.3.4 Control variables .....	37
<b>4.4 Finance means choosing under heterogeneous beliefs .....</b>	<b>38</b>
4.4.1 Variables analysis under different finance means.....	38
4.4.2 Analysis on heterogeneous beliefs and probability of issuing equity .....	38
4.4.3 Heterogeneous beliefs affected the amount raised through equity issues	40
<b>4.5 Price impact under heterogeneous beliefs .....</b>	<b>43</b>
4.5.1 Methods in this section.....	43
4.5.2 Descriptive analysis on cumulative abnormal returns .....	44
4.5.3 Comparative analysis on price impact between announcement date and issue date under issuing equity.....	46
4.5.4 Price impact under all samples .....	49
<b>4.6 A summary on empirical analysis .....</b>	<b>51</b>
<b>Chapter 5 Conclusions .....</b>	<b>52</b>
<b>5.1 Basic conclusions in this paper .....</b>	<b>52</b>
<b>5.2 Further studies.....</b>	<b>53</b>
<b>References .....</b>	<b>54</b>
<b>Acknowledgments.....</b>	<b>59</b>

# 第 1 章 导 论

## 1.1 选题背景及意义

20 世纪 50 年代, Modigliani and Miller 在很严格的假设条件下得出了资本结构与企业的市场价值无关的结论, 即著名的 MM 定理<sup>[1]</sup>。他们开启了现代企业融资理论研究, 学者们随后不断地放松 MM 理论严苛的假设, 并引入新的经济学研究工具, 形成了许多代表性的企业融资理论。20 世纪 70 年代形成了企业融资权衡理论, 20 世纪 80 年代 Myers and Majluf 在 Ross 非对称信息理论模型基础上提出了优序融资理论, 80 年代末 90 年代初博弈论这一新的经济学分析工具被引入企业融资理论研究<sup>[2]</sup>。这些传统的企业融资理论从税收、破产成本、代理成本、信息不对称等方面来改进 MM 理论, 解释了 MM 理论不能解释的某些现象<sup>[2]</sup>。

传统企业融资理论是在标准金融框架下进行的研究, 标准金融框架的两大基石——理性人假设和有效市场假说——随着金融理论研究的不断深入正在被侵蚀。有效市场假说依赖三个基本假设: 完全信息、完全理性和完备市场。但在现实市场中这三个条件不一定能够得到满足, 例如逆向选择和道德风险问题<sup>[3]</sup>, 投资者在决策时会受到个人认识框架的局限性影响<sup>[4]</sup>, 在实物上市场套利受到两类风险的制约即不存在完美替代品风险和投资期限有限风险<sup>[5]</sup>等。相比而言, 理性人假设更具根本性, 因为在理性人假设下, 有效市场假说在一定条件下是可以推出来的<sup>[3][6]</sup>。20 世纪 80 年代, 随着实证技术的不断发展, 出现了越来越多的利用标准金融理论无法解释的“金融异象”, 而此时行为金融学却正在悄然兴起。行为金融学依靠心理学和经验研究发现人普遍存在认知偏差、框架依赖和可感知性等行为决策偏差, 这对标准金融框架下的理性人假设提出了挑战<sup>[3]</sup>。

由于认知和决策偏好的差异, 投资者对未来不确定性状态会形成不同的预先判断, 即出现信念异质性。许多研究表明, 异质性是市场的真正特征, 在证券市场上, 异质交易者之间的相互作用推动价格不断变化<sup>[7][8]</sup>。目前有关异质信念的理论研究和实践应用的时间虽然不长, 但由于异质信念假设更接近市场的真实状态, 在国际学术界已经获得很大的发展。从相关研究成果看, 主要集中在把异质信念理论应用于“金融异象”研究和资产定价研究两大领域。研究发现异质信念对市场中的投机现象、股市泡沫、收益和交易异象等金融异象可以做出合理

的解释<sup>[9]</sup>，在资产定价方面，基于交易者是理性且同质的假设下建立的现代资产定价理论对资产价格的混沌波动现象束手无力，但基于异质信念假设的资产定价模型可以做出较好的解释。异质信念资产定价理论甚至被认为是三大资产定价理论之一<sup>[8]</sup>。

受到标准金融研究框架的限制，传统企业融资理论并没有涉及对企业融资决策相关主体的研究，而随着异质信念研究的不断深入，异质信念假设为企业融资理论研究提供了新的方向。目前国内外关于这方面的研究还不多，Stein (1996) 提出了市场择机理论，在他的模型中理性的管理者可以识别并利用非理性投资者对企业基本价值估计的偏离，在股价高估时增发股票，而在股价低估时回购股票<sup>[10]</sup>。Stein 的研究虽然放松了理性人假设，但也只是一只脚迈出了标准金融研究框架，其模型还需要依赖理性人假设。不过在他的模型中投资者和管理者对企业价值毕竟形成了不同的估计，实质上具有信念异质性。但是用“理性”和“非理性”来描述决策主体是模糊的，不利于研究的深入，因为对异质信念形成机制的研究发现即使管理者拥有更多的信息优势，当面临不确定性做决策时，管理者对企业价值估计也不可能是无偏的<sup>[11]</sup>，这样很难区分“理性”和“非理性”的界限。另外现实经济中某一类决策群体内部也不大可能出现一致的意见<sup>[12]</sup>。后来学者们应用更一般的异质信念假设来研究企业融资理论，从具有单一目标函数的群体内部存在异质信念到两个具有不同目标函数的群体间存在异质信念，再到群体间及内部均存在异质信念，相关的研究在不断的深入，其结论对企业的融资行为也具有更强的解释力，比如 Dittmar and Thakor 在管理者 and 投资者之间存在异质信念下研究了企业的融资行为，其结论与市场择机理论有交叠部分，但他们的实证结果表明异质信念模型对企业的融资行为具有更强的解释力<sup>[13]</sup>。

总体而言，异质信念假设下企业融资理论的研究还比较少，本文旨在在这方面基于现有的研究成果做一些初步的拓展性分析。鉴于国内就异质信念下企业融资偏好的实证研究几乎为空白，本文尝试在这方面做些初步探索。中国股票市场和投资者特征，非常适合异质信念假设，笔者以现有的理论研究为基础，检验中国是否存在理论所预示的结论，一方面对理论假设做出检验，另一方面对今后进一步的研究提供参考。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库