

# 内外部人异质信念、控制权租金与企业融资决策\*

邓剑兰 顾乃康

**[摘要]**本文在存在内外部人异质信念的假定下,基于随机过程以及实物期权等方法,构建了内生化控制权租金以及权益或债务市场时机等因素的控制大股东最优融资决策模型,并在使用数值模拟方法对模型进行具体量化的基础上提出了本文的实证研究假设。我们进一步使用我国上市公司2004~2013年的样本数据进行实证检验。研究发现,权益融资相较于债务融资对内外部人异质信念下的市场时机更为敏感,企业的融资决策主要是受到内外部人异质信念下权益市场时机的影响;当外部人相对内部人乐观程度较高时,我国上市公司的控制大股东存在抓住市场时机的机会主义行为,表现为在外部融资中倾向于选择权益融资的方式。更为重要的是,控制大股东攫取控制权租金的行为能够抑制控制大股东在内外部人异质信念下通过过度权益融资抓住有利市场时机的倾向。

**关键词:**异质信念 控制权租金 融资决策

**JEL 分类号:**G10 G30 G31

## 一、引言

近年来金融学的研究成果表明,无论是在理性还是在非理性框架下,信息或个体的异质性导致异质信念普遍地存在(Hong and Stein, 2007; Hackbarth, 2008; Banerjee, 2011; Bhamra and Uppal, 2014)。这种异质信念或者体现在投资者之间,或者体现在内外部人之间。本文关注的是异质信念尤其是内外部人之间的异质信念是否会对企业的融资决策产生实质性的影响以及这种影响的作用机理是怎样的。

关于投资者之间的异质信念对企业融资决策的影响研究已经取得了较为丰富的成果。投资者之间异质信念的存在可能会引起证券市场的“定价错误”。由此,企业可能会抓住这种“定价错误”而产生的市场机会做出对自身有利的融资决策,具体的理论成果主要体现在“市场时机理论”与“迎合理论”上。这两种理论起源于Stein(1996)针对“定价错误”如何影响企业资本预算决策所进行的理论研究,其后发展起来的市场时机理论(Baker et al., 2003; Gilchrist et al., 2005; Bakke and Whited, 2010)和迎合理论(Polk and Sapienza, 2006, 2009)分别获得了诸多实证检验结果的支持,并且因投资与融资之间存在着内生关系而被应用于解释“定价错误”对企业融资决策的影响。一方面,市场“定价错误”通过经理人抓住有利市场时机的机会主义行为直接对融资决策产生作用(Baker and Wurgler, 2002; Hovakimian, 2004; Gomes and Phillips, 2012);另一方面,市场“定价错误”会因谋求当前股价最大化的短视的经理人做出迎合外部投资者情绪的投资决策而间接地对融资决策产生影响。

然而,针对企业内外部人之间异质信念对企业融资决策影响的研究仅在近年来才得到初步发

\* 邓剑兰,中山大学管理学院,国信证券博士后研究人员,经济学博士;顾乃康,中山大学管理学院教授,博士生导师,管理学博士。本文得到国家自然科学基金项目“市场折(溢)价与企业资本结构的决定及动态性研究”(批准号71272203)的支持。

展,成果还相当有限。Bigus(2003)认为风险投资家和其代理人即企业家之间存在较高级别的异质信念,在市场不确定性环境下代理人的道德风险行为导致债券和股票的混合融资策略是最优的,且随着异质信念的增大,最佳的混合融资组合中应包含更多的债务。Bayar et al.(2011)的理论研究也得到了与 Bigus(2003)类似的结论。Dittmar and Thakor(2007)的实证研究指出,公司内部决策人会在外部投资者相对内部人存在较小意见分歧时进行股权融资,反之则选择债务融资。也有一些研究强调了管理者的非理性(即过度乐观或过度自信)所导致的内外部人之间的异质信念,并研究了这种异质信念对融资决策产生的影响,例如,Landier and Thesmar(2008)以及 Giat and Subramanian(2013)均发现乐观的管理者更倾向于选择短期债务,而保守的管理者则更乐意选择长期债务;Hackbarth(2008)基于实物期权的理论研究则指出,过度乐观或过度自信的管理者倾向于选择更高的债务水平。除此之外,Yang(2013)基于内外部人之间的异质信念以及市场时机建立了资本结构的动态权衡理论模型并考察由于异质信念导致的市场时机如何影响企业的资本结构和企业价值。基于他们的模型结论,管理者抓住内外部人异质信念下市场时机的机会主义行为会导致企业较低的负债比率并引致企业价值减损。该理论模型不仅进一步表明最优资本结构的决定在一定程度上取决于内外部人之间的异质信念,而且将该领域的研究推向了动态化。

事实上,当前针对内外部人异质信念下企业融资决策的研究还存在许多值得探索的空间。现有研究大部分是从企业内部人是否依据外部投资者的“定价错误”做出相应的财务决策而展开讨论的,也即考察的是内部人的决策是否受资本市场“市场价格”的驱动(参见 Baker, 2009),而直接针对内外部人之间异质信念造成的相对市场估值差异是否会影响企业的融资决策这一命题的研究还比较缺乏。这正是本文关注的关键问题所在。

然而,在我国开展内外部人基于企业价值的异质信念对企业融资决策的影响研究,我们遇到了一个重要的制度环境问题。与以美国为代表的西方国家企业股权高度分散的情形不同,我国上市公司面临着股权集中且存在控制大股东的问题。一方面,在投资者保护不力的制度环境下,控制大股东侵占中小股东的寻租行为可能会对融资行为造成重要影响,并引起对权益融资的过度依赖(即股权融资偏好)(陆正飞和叶康涛,2004;张祥建和徐晋,2005)。另一方面,控制大股东作为长期的价值投资者并以企业长期价值最大化为决策目标,其在进行融资决策时利用短期的因“定价错误”而带来的市场时机或以短期股价为目标而迎合外部投资者的动机可能并不强烈。因而,在存在大股东控制以及控制大股东的侵占行为下,内外部人之间的异质信念对融资决策所产生的作用及其影响程度可能不同于传统的“市场时机理论”和“迎合理论”在股权高度分散的情形下所得出的理论预期。

有鉴于此,本文试图立足于我国上市公司股权高度集中且普遍存在大股东侵占行为的制度背景,在理论和实证两个方面就内外部人异质信念与企业的融资决策行为之间的关系进行具体探索。在理论方面,本文通过采用随机过程以及实物期权等方法构建了内外部人异质信念下内生化的控制权租金以及权益或债务市场时机等因素的控制大股东的融资决策模型,并进一步在数值模拟的基础上提出了本文的实证研究假设。在实证研究方面,本文借鉴了已有的关于内外部人之间异质信念的测定成果,针对所建立的研究假设,以我国上市公司为样本检验了内外部人之间的异质信念、控制权租金的攫取程度以及两者之间交互作用对企业权益融资、债务融资以及融资方式抉择的关系。本文的研究发现,当外部人相对内部人乐观程度较高时,控制大股东确实存在抓住“市场时机”的机会主义行为,并表现为倾向于增加权益融资,更为重要的是,控制大股东攫取控制权租金的行为能够抑制其在内外部人异质信念下通过过度权益融资抓住有利“市场时机”的倾向。

本文的贡献主要体现在以下四个方面。首先,本文在大股东控制的背景下从理论和实证两个方面系统地探讨了内外部人异质信念对企业融资决策的作用机理和具体影响,不仅丰富了内外部

人异质信念领域的研究,也为公司财务领域尤其是行为公司财务领域的相关研究提供了有益的补充,而针对我国大股东控制背景下的研究也使得本文的结论更具有现实意义。其次,本文将控制大股东的侵占行为和内外部人异质信念所产生的“市场时机”内生到一个模型框架中并交叉地考察它们对企业融资决策的具体影响,这与以往仅考虑单一因素的研究有较大的不同。本文通过所构建的内生化理论模型发现,较高的控制权租金可能抑制内外部人异质信念下控制大股东的择时融资动机。这个发现为公司治理与行为公司财务的交叉研究提供了有益补充,并为监管部门制定公司治理和资本市场治理政策提供了新的依据与参考。再者,本文构建的理论模型同时考察了内外部人异质信念下的权益市场时机和债务市场时机,并发现权益市场时机对内外部人之间的异质信念较债务市场时机更为敏感,这意味着,在存在大股东控制及侵占的情形下,内外部人的异质信念对企业权益融资的影响较债务融资更为明显,也即内外部人异质信念下企业的择时行为主要体现在权益融资市场。在以往的文献中,鲜有针对内外部人异质信念下债务市场时机的研究,本文的探索有助于弥补这一缺憾。最后,我们采用了随机过程以及实物期权的方法进行了理论构模,这也充分体现了当前公司财务理论研究的动态化前沿趋势,将有助于丰富动态的公司财务理论研究。

## 二、理论模型构建

### (一)模型的基本假设

假设企业的现有资产全部由权益融资获得,且依托现有资产该企业可在未来每个时期产生永续的现金流(相当于息税前利润) $X_t$ ,且 $X_t$ 按照式(1)的几何布朗运动变化:

$$dX_t = \mu X_t dt + \sigma X_t dZ_t \quad (1)$$

其中, $\mu$ 与 $\sigma$ 分别为测度现金流成长性和波动性的漂移率与标准差, $dZ_t$ 为标准的维纳过程增量,且记现金流 $X_t$ 当前的初始值 $X_0 = x_0$ 。我们进一步假设,在当前时刻,该企业面临一个投资机会,其初始的投资资本为 $I$ ,且该投资机会不具有可推迟性。一旦实施投资,该企业未来的现金流将增至 $qX_t$ ,且 $q > 1$ ,也即该投资项目一经实施将会给企业带来额外的永续现金流 $(q-1)X_t$ 。此外,我们假设金融市场是完全竞争的,所有的参与者均是风险中性的并按常数的无风险利率 $r$ 贴现现金流,且 $r > \mu$ 。还假设存在着公司所得税,且有效税率为 $\tau$ 。

在上述基本假设下,我们引入本文的两个关键假设:第一,假设该企业存在着控制大股东,其初始的持股比例为 $\varphi$ ( $0 < \varphi < 1$ )且拥有企业的实际控制权与决策权。控制大股东具有机会凭借这些权力谋取自身私利的最大化。在投资者保护不力的情形下,控制大股东可攫取企业权益价值的 $\phi$ 倍( $0 < \phi < 1$ )作为其控制权租金。因此,从控制大股东的角度出发,其可获取的利益由两个部分组成:一是凭借其拥有的股权而分享的现金流,即股权收益;二是凭借其控制权而额外享有的现金流,即控制权租金。第二,假设在向外部投资者募集资金时,作为内部决策者的控制大股东与外部投资者(包括外部权益投资者和债权人)之间存在异质的信念。在本文的具体建模过程中,内外部人之间的异质信念主要体现在内外部人对企业现有资产的初始现金流 $x_0$ 、未来现金流的增长率 $\mu$ 、新投资项目可带来的现金流扩张倍数 $q$ 这三个参数的不同估计上。正是这种异质信念将导致内外部人对企业新发行证券(权益或债务)的价值存在不同的估计。全文将使用上标 $i$ 代表外部投资者的信念,使用上标 $s$ 代表控制大股东的信念。

为了考察企业外部融资的决策行为,我们假定企业当前没有可用的内源资金,即投资项目的初始投资资本 $I$ 将全部通过外源融资筹集。具体地,我们将分别考察企业在全部使用权益融资、全部使用债务融资情况下的投融资决策问题,并在此基础上进一步讨论企业的最优融资方式选

择问题。

### (二)全部使用权益融资下投融资后控制大股东的价值函数

假定在初始状态(即零时刻)该企业的总股份有  $n_0$  股,投资项目所需要的初始资本  $I$  全部由向外部权益投资者增发  $\Delta n$  股的股份来融资,那么控制大股东在实现权益融资并投资后其持股比例为:

$$\alpha(x_0^i, \mu^i, q^i) = \frac{\varphi \times n_0}{n_0 + \Delta n} = \varphi \times \left( 1 - \frac{\Delta n}{n_0 + \Delta n} \right) = \varphi \times \left[ 1 - \frac{I}{E(x_0^i, \mu^i, q^i)} \right] \quad (2)$$

其中,  $E(x_0^i, \mu^i, q^i)$  表示外部权益投资者根据自身信念  $(x_0^i, \mu^i, q^i)$  估计得到的投资后的企业价值,且  $E(x_0^i, \mu^i, q^i) = q^i(1-\tau)x_0^i/(r-\mu^i)$ 。

一旦采用全部权益的方式为投资项目进行融资,则投资后控制大股东的价值函数将为:

$$\begin{aligned} W_e &= \{ \alpha(x_0^i, \mu^i, q^i) + \phi [1 - \alpha(x_0^i, \mu^i, q^i)] \} E(x_0^s, \mu^s, q^s) \\ &= \underbrace{\varphi [E(x_0^s, \mu^s, q^s) - I]}_{\text{(I) 不存在控制权租金以及异质信念时, 投融资后控制大股东可获得的价值}} + \underbrace{\phi \{ E(x_0^s, \mu^s, q^s) - \varphi [E(x_0^s, \mu^s, q^s) - I] \}}_{\text{(II) 仅存在控制权租金时, 投融资后控制大股东可攫取的控制权租金 } R_e} \\ &+ \underbrace{\varphi I \left[ 1 - \frac{E(x_0^s, \mu^s, q^s)}{E(x_0^i, \mu^i, q^i)} \right]}_{\text{(III) 仅存在内外部人异质信念时, 投融资后控制大股东可获得的权益市场时机折溢价 } \varphi B_e} + \underbrace{\left\{ -\phi \times \varphi I \left[ 1 - \frac{E(x_0^s, \mu^s, q^s)}{E(x_0^i, \mu^i, q^i)} \right] \right\}}_{\text{(IV) 同时存在控制权租金与异质信念时, 两者的交互作用项 } -\phi \varphi B_e} \end{aligned} \quad (3)$$

其中,下标  $e$  表示投资项目所需的资金全部使用权益融资的情形;  $E(x_0^i, \mu^i, q^i)$  的定义同式(2);  $E(x_0^s, \mu^s, q^s)$  则表示内部人即控制大股东根据自身信念  $(x_0^s, \mu^s, q^s)$  估计得到的投资后的企业价值,且  $E(x_0^s, \mu^s, q^s) = q^s(1-\tau)x_0^s/(r-\mu^s)$ 。很显然,若  $\phi=0$ ,则意味着不存在控制权租金;若  $\frac{E(x_0^s, \mu^s, q^s)}{E(x_0^i, \mu^i, q^i)}=1$ ,则意味着内外部人对投资后的企业价值判断不存在异质信念。

在式(3)中,经整理后,我们将全部使用权益为新增投资融资下的控制大股东在投资后所拥有的价值  $W_e$  分解成具有不同经济意义的四个部分。第一,式(3)的(I)部分反映的是在不存在控制权租金且不存在内外部人之间的异质信念时(简称为“基准情形”)控制大股东拥有的价值。第二,式(3)的(II)部分(简称“ $R_e$ ”)反映的是不存在内外部人之间的异质信念但存在控制权租金时控制大股东攫取的私利,其表明在投融资后控制大股东不仅侵占了原有中小股东的利益,而且还侵占了新股东的利益。第三,式(3)的(III)分(简称“ $\varphi B_e$ ”,其中  $B_e = I[1 - E(x_0^s, \mu^s, q^s)/E(x_0^i, \mu^i, q^i)]$ )反映的是不存在控制权租金而仅存在内外部人之间的异质信念时控制大股东可获取的由异质信念及其所产生的权益市场时机带来的折溢价。事实上,结合式(2), $\varphi B_e$  也等价于  $[\alpha(x_0^i, \mu^i, q^i) - \alpha(x_0^s, \mu^s, q^s)]E(x_0^s, \mu^s, q^s)$ 。其意味着,若外部投资者相对高估企业的价值,即  $\alpha(x_0^i, \mu^i, q^i) > \alpha(x_0^s, \mu^s, q^s)$ ,则控制大股东可以较小的股权稀释代价引入新投资项目,从而获得正的权益市场时机溢价  $\varphi B_e$ 。相应地,若外部投资者低估企业的价值,则控制大股东将面临负的权益市场时机折价。第四,式(3)中(IV)部分反映的是同时存在控制权租金以及内外部人之间的异质信念时控制大股东获得的除前述的控制权租金  $R_e$  和权益市场时机折溢价  $\varphi B_e$  以外的额外溢价部分,其相当于权益市场时机折溢价  $B_e$  的  $(-\phi\varphi)$  倍。该部分体现的是控制权租金与内外部人异质信念对控制大股东投融资后财富效应的交叉作用结果,其经济意义是因外部投资者高估(或低估)企业权益价值而导致的控制大股东控制权租金的减少额(或增加额),也即当外部投资者高估企业价值且企业使用全部权益为新增投资融资时,控制大股东一方面将获得正的权益市场时机溢价  $B_e$ ,但另一方面其原本可获得的控制权租金  $R_e$  会因为企业利用这种异质信念引起的有利市场时机而减少  $(\phi\varphi B_e)$ ;反之亦然。

(三)全部使用债务融资下投融资后控制大股东的价值函数

假定投资项目所需要的初始资本 I 全部由向外部投资者增发债务来融资,且所发行的债务是永续的。由此企业需永续地在未来各个时期支付固定的利息支出  $c$ 。在使用债务融资的情形下,投融资后企业将面临破产的可能性,我们设定破产成本为全部由权益融资下的企业价值的  $\lambda$  倍,且  $0 < \lambda < 1$ 。由此,在投融资后,企业将面临破产违约的实物期权。

同样地,我们假定作为内部人的控制大股东与作为外部人的债权人之间对于债务的定价也存在异质的信念。外部债权人在其自身的信念  $(x_0^i, \mu^i, q^i)$  下估计得到的投资后的债务价值为  $D_d^i(x_0^i, c^i)$ , 而企业据此为投资项目筹集所需的初始投资  $I$ , 并确定所需支付的利息水平  $c^i$ 。我们依据 Hackbarth(2008)关于实物期权下债务价值的定价模型直接写出外部债权人在其自身信念下的债务价值函数  $D_d^i(x_0^i, c^i)$  及其融资约束条件:

$$D_d^i(x_0^i, c^i) = \frac{c^i}{r} \left[ 1 - \left( \frac{x_0^i}{\bar{x}_d^i} \right)^{\beta^i} \right] + \left[ (1-\lambda) \times q^i \times - \left( \frac{(1-\tau)\bar{x}_d^i}{r-\mu^i} \right) \right] \left( \frac{x_0^i}{\bar{x}_d^i} \right)^{\beta^i} = I \quad (4)$$

在依据式(4)的融资约束条件确定  $c^i$  的情况下,控制大股东在其自身信念  $(x_0^s, \mu^s, q^s)$  下估计得到的投融资后的企业实际的债务价值  $D_d^s(x_0^s, c^i)$  为(Hackbarth, 2008):

$$D_d^s(x_0^s, c^i) = \frac{c^i}{r} \left[ 1 - \left( \frac{x_0^s}{\bar{x}_d^s} \right)^{\beta^s} \right] + \left[ (1-\lambda) \times q^s \times - \left( \frac{(1-\tau)\bar{x}_d^s}{r-\mu^s} \right) \right] \left( \frac{x_0^s}{\bar{x}_d^s} \right)^{\beta^s} \quad (5)$$

其中,下标  $d$  表示投资项目所需资金全部使用债务融资的情形;  $\bar{X}_d^i$  和  $\bar{X}_d^s$  分别为从外部债权人和内部控制大股东的信念看来企业投融资后所选择的破产违约阈值水平,且满足  $\bar{X}_d^g = \frac{c^i}{q^g} \times \frac{(r-\mu^g)}{r}$

$(\frac{\beta^g}{\beta^g-1})$ , 且  $\beta^g = \left[ \frac{1}{2} - \frac{\mu^g}{(\sigma^g)^2} \right] - \sqrt{\left( \frac{\mu^g}{(\sigma^g)^2} - \frac{1}{2} \right)^2 + \frac{2r}{(\sigma^g)^2}}$ , 其中  $g=i$  或  $s$  (Hackbarth, 2008)。值得关注的是,由于内外部人之间存在异质信念,所以控制大股东与外部债权人对于债务价值有不同的估值,即  $D_d^i(x_0^i, c^i)$  不同于  $D_d^s(x_0^s, c^i)$ , 从而会造成控制大股东在使用外部债务的融资过程中存在相对溢价或折价,也即债务的市场时机折溢价。

由此,依据外部债权人的信念及其债务估值水平  $D_d^i(x_0^i, c^i)$ , 控制大股东可确定筹措债务 I 所需支付的利息水平  $c^i$ , 并由此可进一步得出其在投融资后的价值函数:

$$\begin{aligned} W_d = & [\varphi + \phi(1-\varphi)] [E(x_0^s, \mu^s, q^s) + L_d^s - D_d^s(x_0^s, c^i)] \\ = & [\varphi + \phi(1-\varphi)] \{ [E(x_0^s, \mu^s, q^s) - I + L_d^s] + [I - D_d^s(x_0^s, c^i)] \} \\ = & \underbrace{\varphi [E(x_0^s, \mu^s, q^s) - I + L_d^s]}_{\text{(I)不存在控制权租金以及异质信念时,投融资后控制大股东可获得的价值}} + \underbrace{\phi(1-\varphi) [E(x_0^s, \mu^s, q^s) - I + L_d^s]}_{\text{(II)仅存在控制权租金时,投融资后控制大股东可攫取的控制权租金 } R_d} \\ + & \underbrace{\varphi [I - D_d^s(x_0^s, c^i)]}_{\text{(III)仅存在内外部人异质信念时,投融资后控制大股东可获得的权益市场时机折溢价 } \varphi B_d} + \underbrace{\phi(1-\varphi) [I - D_d^s(x_0^s, c^i)]}_{\text{(IV)同时存在控制权租金与异质信念时,两者的交互作用项 } \phi(1-\varphi) B_d} \end{aligned} \quad (6)$$

其中,  $L_d^s$  为由控制大股东看到的债务融资的净好处,即税盾价值与破产成本的差值,具体可表述为

$$L_d^s = \frac{\tau c^i}{r} \left[ 1 - \left( 1 + \lambda \frac{1-\tau}{\tau} \frac{\beta^s}{\beta^s-1} \right) \left( \frac{x_0^s}{\bar{x}_d^s} \right)^{\beta^s} \right] \text{ (Hackbarth, 2008); 其余符号的含义同前文。不难看出,若 } \phi =$$

0, 则控制大股东不存在控制权租金;若  $I = D_d^s(x_0^s, c^i)$ , 则内外部人对于企业投融资后的债务价值判断不存在异质信念。

同样地,针对式(6)经整理后,我们将全部使用债务为投资项目融资下的控制大股东在投融资后所获得的价值  $W_d$  分解成具有不同经济意义的四个部分。第一,式(6)中(I)部分反映的是在不

存在控制权租金且不存在内外部人之间的异质信念时(简称“基准情形”)控制大股东可获得的价值;与全部使用权益融资的情形不同(见式(3)中(I)部分),由于使用债务能够给企业带来税盾好处和破产成本,因而式(6)中(I)部分还受到债务净好处 $L_d^s$ 的影响。第二,式(6)中(II)部分(简称“ $R_d$ ”)反映的是不存在内外部人之间的异质信念但存在控制权租金时控制大股东攫取的私利;与全部使用权益融资下的控制权租金 $R_e$ (见式(3)中(II)部分)相比,采用债务融资使得控制大股东有机会攫取另外一种控制权租金,即 $[\phi(1-\varphi)L_d^s-\phi I]$ ,而这种私利一方面来自于对债务融资的净好处 $L_d^s$ 直接攫取而带来的增加额,另一方面来自于因使用债务融资而无法从所融得的债务资金 $I$ 中直接攫取控制权租金而遭受的损失额。第三,式(6)中(III)部分(简称“ $\varphi B_d$ ”),其中 $B_d=I-D_d^s(x_0^s, c^i)$ )反映的是不存在控制权租金而仅存在内外部人之间的异质信念时控制大股东可获取的由异质信念及其所产生的债务市场时机带来的折溢价。在融资约束条件 $D_d^s(x_0^s, c^i)=I$ 下, $\varphi B_d$ 相当于 $\varphi I[1-D_d^s(x_0^s, c^i)/D_d^s(x_0^s, c^i)]$ ,其与反映权益市场时机折溢价的式(3)中(III)部分相似。这意味着,当外部债权人高估债务价值即 $D_d^s(x_0^s, c^i)/D_d^s(x_0^s, c^i)<1$ 时,控制大股东可获取正的债务市场时机溢价 $\varphi B_d$ ;反之则获得负的债务市场时机折价。第四,式(6)中(IV)部分反映的是同时存在控制权租金以及内外部人之间的异质信念时控制大股东获得的除前述的控制权租金 $R_d$ 和债务市场时机折溢价 $\varphi B_d$ 以外的额外折溢价部分,其相当于债务市场时机折溢价 $B_d$ 的 $[\phi(1-\varphi)]$ 倍。该部分体现的是在全部使用债务融资情形下控制权租金与异质信念对控制大股东投融资后可获取价值的交互作用,也即是因外部债权人高估(或低估)债务价值而导致的控制大股东控制权租金的增加额(或减少额)。同样地,当企业使用全部债务为新增投资融资且外部债权人高估企业债务价值时,将会产生正的债务市场时机溢价 $B_d$ 并由全体股东获得,从而使得控制大股东可多攫取额外的控制权租金 $\phi(1-\varphi)B_d$ ;反之亦然。

#### (四)控制大股东的最优融资方式选择

当企业面临投资项目的融资方式选择时,假定控制大股东将按使其自身利益最优的原则做出决策。若控制大股东使用债务融资且投融资后其获取的价值 $W_d$ 不低于使用权益融资所获取的价值 $W_e$ ,则就会选择债务融资(反之就会选择权益融资)。因此,控制大股东倾向于选择债务融资的条件是:

$$W_d \geq W_e \quad (7)$$

将式(3)和式(6)代入式(7)并整理可得控制大股东倾向于选择债务融资的等价条件:

$$[\phi + \varphi(1-\varphi)](L_d^s + B_d) \geq [\phi I + \varphi(1-\phi)B_e] \quad (8)$$

其中,式中各符号的含义同前文。

式(8)的经济意义显而易见。不等式左右两边分别为全部使用债务融资与权益融资为投资项目筹资时控制大股东可获取的增量收益。对于控制大股东而言,只要使用债务融资得到的额外收益高于使用权益融资的额外收益,那么就会选择债务融资方式为投资项目筹资。具体地,控制大股东可通过权衡债务的净好处 $L_d^s$ (即税盾价值扣除破产成本)、控制权租金(式(8)中与 $\phi$ 相关的部分)以及内外部人之间异质信念所产生的债务或权益的市场时机折溢价(分别为 $B_d$ 或 $B_e$ ),从而选择对自己有利的融资方式。

### 三、数值模拟结果与研究假设建立

#### (一)数值模拟结果

由于前述所构建的模型无法直接给出显性结果的表达式,由此通过数值模拟将有利于揭示在存在内外部人异质信念下,各关键因素对控制大股东融资决策的显性量化关系,并有利于进一步

揭示模型的经济意义以及在实证检验中的理论假设。

在数值模拟中,我们针对各关键因素选取的基本参数及其理由如下:(1)控制权租金系数取  $\phi=0.01$ ; (2)控制大股东的初始持股比例  $\varphi=0.5$ ; (3)公司所得税率  $\tau=0.25$ ; (4)破产成本系数  $\lambda=0.4$ ; (5)无风险利率  $r=0.05$ ; (6)现金流增长率  $\mu=0.01$ ; (7)现金流方差  $\sigma=0.25$ ; (8)投资的初始投资资本  $I=100$ ; (9)投资后现金流增长倍数  $q=1.25$ ; (10)初始现金流  $x_0=20$ 。其中,控制权租金系数的设定参考 Morellec et al.(2012); 公司所得税率的设定参照我国公司制企业的所得税率; 鉴于 Betker (1995)和 Gilson(1997)的研究发现,一般公司的破产成本分别达到 36.5%和 45.5%,所以我们选取破产成本系数为 0.4; (5)至(9)的参数设定参照了 Morellec and Schurhoff(2011); (10)的参数设定则参照了 Hackbarth(2008)。此外,为不失一般性,在进行具体的数值模拟时,除公司所得税率、无风险利率外,其余参数均允许在一定的合理范围内变动,并据此测定其与控制大股东投融资决策的影响程度。

在本文的数值模拟过程中,为简化起见,我们假定控制大股东的信念  $(x_0^c, \mu^c, q^c)$  完全依照上述的基础参数设定,而外部投资者的信念  $(x_0^i, \mu^i, q^i)$  则允许在一定合理范围内变动,可能高于或低于控制大股东对这三个参数的判断,以反映内外部人之间的异质信念。

首先,我们以一个简单的数值模拟例子来说明新增投资全部使用权益融资和全部使用债务融资这两种特例下异质信念给控制大股东带来的利益差异。在既定的基础参数设定下,为简化分析,我们假设内外部人的异质信念主要体现在对投资项目带来的现金流扩张倍数  $q$  上,具体地,内部控制大股东对  $q$  的信念为  $q^c=1.25$ ,而外部投资者(包括股东和债权人)则高估了  $q$ ,即  $q^i=1.5$ 。由此,根据式(3)和式(6),我们分别模拟计算得到两种融资方式下投融资后控制大股东可获取的价值,模拟结果如表 1 所示。

表 1 简单的数值模拟例子

	I	II	III	IV	II+III+IV	$W_e$ 或 $W_d$
全部使用权益融资	184.3750	2.8438	8.3333	-0.0833	5.6043	195.4688
全部使用债务融资	195.7506	1.9575	0.6046	0.0060	2.5681	198.3187

注:所设定的基本参数如下:①控制权租金系数取  $\phi=0.01$ ; ②控制大股东的初始持股比例  $\varphi=0.5$ ; ③公司所得税率  $\tau=0.25$ ; ④破产成本系数  $\lambda=0.4$ ; ⑤无风险利率  $r=0.05$ ; ⑥现金流增长率  $\mu=0.01$ ; ⑦现金流方差  $\sigma=0.25$ ; ⑧投资的初始投资资本  $I=100$ ; ⑨投资后现金流增长倍数  $q=1.25$ ,这也是内部人关于未来现金流的信念; ⑩初始现金流  $x_0=20$ 。此外,在外部人看来,投资后现金流增长倍数  $q^i=1.5$ ,也即为外部人关于未来现金流的信念。

表 1 的模拟结果表明:(1)在仅存在控制权租金而不存在内外部人异质信念下,无论是权益融资还是债务融资均能够给控制大股东带来正的控制权租金,但与债务融资方式相比,权益融资方式给控制大股东带来的控制权租金更大,见表 1 列(II)部分。直观地看,这是因为控制大股东在使用权益融资时能获得更大的攫取控制权租金的基础。也正因为此,在其他条件一定的情况下,控制大股东可攫取控制权租金的比例越高,企业倾向于增加外源融资且在外源融资中选择权益融资的可能性更高。(2)在不存在控制权租金而仅存在内外部人异质信念下,且假定外部股东与债权人具有同样的高估的异质信念,那么无论是权益融资还是债务融资均能够带来正的市场时机溢价,但与债务融资的方式相比,权益融资方式对内外部人的异质信念更为敏感,也即能够带来更大的正的权益市场时机溢价,见表 1 列(III)部分。直观地看,外部人(外部股东或债权人)对未来现金流的高估能直接地对企业的权益价值产生影响,但却只能通过影响违约的可能性(即违约阈值)而间接地影响企业的债务价值,因而权益的市场时机溢价要更高。也正因为此,在其他条件一定的情况下,当外部人高估企业价值时,企业倾向于在外源融资中选择市场时机溢价更高的权益融资,反之

则选择债务融资。(3)在同时存在内外部人异质信念和控制权租金下,且假定外部股东与债权人具有同样的高估的异质信念,那么在使用权益融资时,两者的交互作用为控制大股东带来的额外收益为负,而在使用债务融资时则为正,见表1列(IV)部分。直观地看,权益或债务的市场时机溢价均应由所有的老股东分享,但是控制大股东在享有权益市场时机溢价的同时放弃了这部分权益价值可带来的控制权租金,而在享有债务市场时机溢价的同时却还可进一步掠夺原本应由原有中小股东分享的债务市场时机溢价部分。(4)在同时存在内外部人异质信念和控制权租金下,且假定外部股东与债权人具有同样的高估的异质信念,那么与债务融资的方式相比,权益融资方式能给控制大股东带来更多的价值,见表1列(II+III+IV)部分。

尽管以上结论是基于我们设定的基本参数模拟得出的,但改变各参数的数值也仍能得到与上述相同的模拟结论。出于篇幅的考虑,我们省略了这些模拟结果的列示。总之,我们的模拟结果意味着,在其他条件一定的情况下,外部投资者相对内部人对企业价值的高估程度越大,企业越倾向于筹措外源融资,且在外源融资中越倾向于使用权益融资;在其他条件一定的情况下,控制大股东可攫取控制权租金的程度越高,企业越倾向于筹措外源融资,且在外源融资中越倾向于使用权益融资;在其他条件一定的情况下,控制大股东攫取控制权租金的行为对内外部人异质信念下的权益市场时机溢价具有负向效应,能够抑制企业的权益择时倾向,而反过来对债务市场时机溢价则具有正向效应,可能加剧企业的债务择时倾向。

其次,我们进一步地通过数值模拟得出内外部人异质信念下控制大股东的融资方式选择的无差异曲线。在其他基本参数保持不变的情形下,我们分别求解出在不同的控制权租金系数设定下使得不等式(8)取等号时的 $q^i$ 、 $u^i$ 或 $x_0^i$ 值,并据此绘制得到异质信念下控制大股东融资方式(权益融资或债务融资)选择的无差异曲线图,如图1所示。图1的纵轴分别表示外部人关于投资项目扩张倍数、现金流增长率以及初始现金流的异质信念 $q^i$ 、 $u^i$ 与 $x_0^i$ (为了简化起见,我们仍保持内部控制大股东的信念 $(x_0^i, \mu^i, q^i)$ 恒定,且为所设定的基本参数),横轴表示控制权租金系数;无差异曲线上的每个点(内外部人异质信念与控制权租金的参数组合)意味着,控制大股东无论采用权益还是债务为投资项目融资均是无差异的,且在无差异曲线右上方区域的参数组合下,控制大股东将优先选择权益融资方式,而在左下方区域则优先选择债务融资方式。

从图1可以看出,在仅存在内外部人的异质信念而不存在控制权租金下,只要外部人相对于内部人的异质信念表现为足够高估,也即内部人对投资项目的现金流扩张倍数 $q^i$ 高估超过大于1.6339(见图1(A)中无差异曲线与纵轴的交点),或对现金流增长率 $u^i$ 高估超过0.0196(见图1(B)中无差异曲线与纵轴的交点),或对初始现金流 $x_0^i$ 高估超过26.1424(见图1(C)中无差异曲线与纵轴的交点),那么控制大股东就会优先使用权益融资;否则才会优先使用债务融资。这意味着,在其他条件一定的情况下,外部投资者相对内部人对企业价值高估程度越大,企业进行权益融资的可能性越高。这个结论与市场时机理论(Baker and Wurgler, 2002)的结论相一致。在外部人(包括权益投资者和债权人)产生了足够高估的异质信念下,因外部权益投资者相对于债权人对内外部人的异质信念更为敏感(见表1),由此导致资本市场产生了有利于权益融资的市场时机。在这种情况下,出于自身利益最大化考虑的控制大股东自然会做出抓住这种市场时机优先使用权益融资的决策。

从图1还可以看出,在仅存在控制权租金而不存在内外部人的异质信念下,只要可攫取的控制权租金也即控制权租金系数足够大,也即控制权租金系数超过0.13(具体见图1(A)、(B)与(C)中各无差异曲线与横轴的交点处),那么控制大股东就会优先使用权益融资;否则才会优先使用债务融资。这意味着,在其他条件一定的情况下,控制大股东可攫取控制权租金的程度越高,企业进行权益融资的可能性越高。这个结果与我国学者发现的“股权融资偏好论”(陆正飞和叶康涛,



2004;张祥建和徐晋,2005)的结论相一致。在我国,因外部投资者的利益经常处于得不到良好保护的状态,由此大股东控制的上市公司具有股权融资的内在偏好。我们的模拟结果进一步表明,这种股权偏好论发生作用的前提是投资者保护程度只有弱化到一定程度时才会产生。

进一步地,从图1还可以看出,在同时存在内外部人的异质信念与控制权租金下,融资选择的无差异曲线是向下倾斜的,这意味着,只要外部人产生的高估的异质信念足够高,或者可攫取的控制权租金(即控制权租金系数)足够高,那么控制大股东就会优先使用权益融资,否则才会选择债务融资。由此不难看出,企业的融资次序与内外部人的异质信念以及可攫取的控制权租金有关。这与传统的融资优序理论(Myers and Majluf, 1984)不同;在传统的融资优序理论中融资次序仅取决于内外部人之间的信息不对称,并认为企业在外部融资中优先会使用债务融资其次才会考虑权益融资。而我们的模型以及数值模拟结果表明,即使在没有将信息不对称纳入分析的情形下,只要外部人产生足够高估的异质信念或者因投资者保护不力而引起的可攫取的控制权租金足够高,那么控制大股东就会逆转融资次序,即优先采用权益融资其次才会考虑债务融资。总之,企业的融资次序可能不仅仅与内外部人的信息不对称有关,至少还与内外部人的异质信念以及控制权租金有关。

(二)研究假设

依据上述所构建的理论模型与数值模拟的结果,我们建立本文的研究假设如下。

假设 1a:在其他条件一定的情况下,外部投资者相对内部人对企业价值高估程度越大,企业越倾向于增加外源融资。

假设 1b:在其他条件一定的情况下,外部投资者相对内部人对企业价值高估程度越大,企业在外源融资中越倾向于增加权益融资。

假设 1c:在其他条件一定的情况下,外部投资者相对内部人对企业价值高估程度越大,企业进行权益融资的可能性越高。

我们所建立的假设 1 也获得了已有研究文献的支持。现有内外部人异质信念的相关研究表明,在内外部人意见分歧较大时,企业权益融资面临较高的外部人“意见分歧成本”,对企业内部人而言此时是不利的权益融资时机;反之,在意见分歧较小时,企业权益融资则面临较有利的市场时

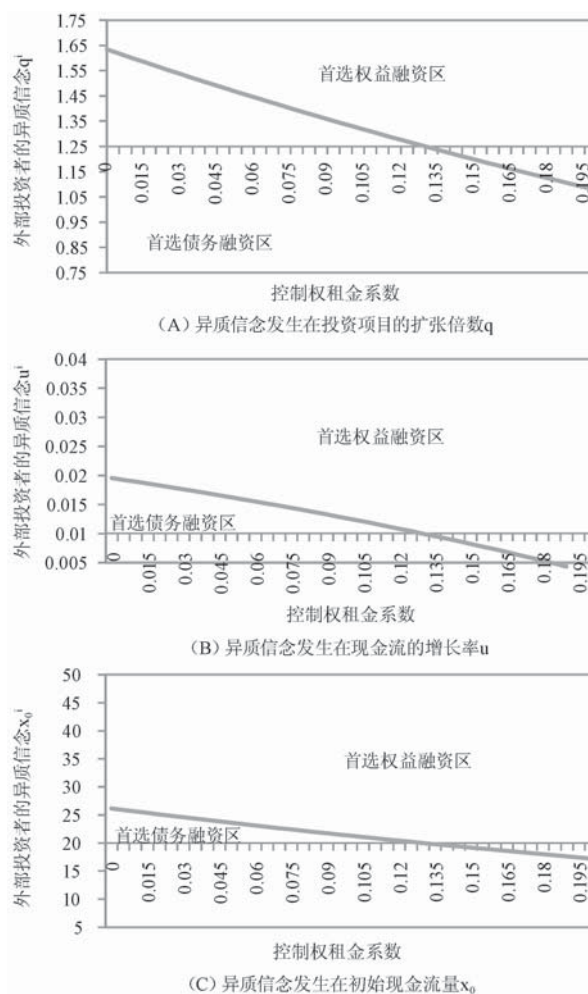


图1 内外部人异质信念下控制大股东的最优融资方式选择

注:所设定的基本参数如下:①控制大股东的初始持股比例  $\varphi=0.5$ ;②公司所得税率  $\tau=0.25$ ;③破产成本系数  $\lambda=0.4$ ;④无风险利率  $r=0.05$ ;⑤现金流增长率  $\mu=0.01$ ;⑥现金流方差  $\sigma=0.25$ ;⑦投资的初始投资资本  $I=100$ ;⑧投资后现金流增长倍数  $q=1.25$ ;⑨初始现金流  $x_0=20$ 。

机。因此，机会主义的内部人倾向于在内外部人异质信念较小时进行 IPO 或权益再融资(Dittmar and Thakor, 2007; 马健等, 2012; 2013); 反之, 内部人倾向于在内外部人异质信念较大时进行权益回购或避免权益融资(Huang and Thakor, 2013)。从融资方式选择的角度出发, Bigus(2003)和 Bayar et al.(2011)的研究也指出, 在内外部人异质信念非常大时, 企业应首选使用单一债务的融资方式; 而随着内外部人异质信念的不断减小, 企业则应首选使用部分权益部分债务的混合融资策略; 最后, 当内外部人之间的异质信念降低至非常小时, 企业则应首选使用单一权益的融资方式。此外, 在针对企业资本结构的研究中, Yang(2013)基于内外部人之间的异质信念以及市场时机建立了资本结构的动态权衡理论模型并发现, 为抓住因内外部人异质信念而导致的有利市场时机, 企业通常会过度使用权益融资且债务融资不足, 资本结构会低于一阶最优水平。

假设 2a: 在其他条件一定的情况下, 控制大股东可攫取控制权租金的程度越高, 企业越倾向于增加外源融资。

假设 2b: 在其他条件一定的情况下, 控制大股东可攫取控制权租金的程度越高, 企业在外源融资中越倾向于增加权益融资。

假设 2c: 在其他条件一定的情况下, 控制大股东可攫取控制权租金的程度越高, 企业进行权益融资的可能性越高。

也有许多已有的研究成果支持了我们建立的假设 2。例如, Morellec(2004)、Morellec and Wang(2004)以及 Wu and Wang(2005)等的理论研究表明, 实际控制人的代理侵占行为会导致企业选择较低的负债水平。又例, 陆正飞和叶康涛(2004)、张祥建和徐晋(2005)以及张光荣和曾勇(2006)等的实证研究结果则表明, 控制大股东攫取控制权租金的行为提高了其对外部融资尤其是权益融资的偏好。

假设 3a: 在其他条件一定的情况下, 控制大股东可攫取控制权租金的程度越高, 内外部人之间异质信念对企业权益融资的影响程度越低。

假设 3b: 在其他条件一定的情况下, 控制大股东可攫取控制权租金的程度越高, 内外部人之间异质信念对企业债务融资的影响程度越高。

研究假设 3 是基于本文的理论模型与数值模拟得出的新结论, 该结论可由本文所构建模型的式(3)和式(6)中第(IV)部分推论而得。在存在控制大股东的侵占行为时, 控制大股东为抓住内外部人异质信念下有利的权益市场时机而进行的“择时”融资会导致企业内在权益价值的减损, 进而降低控制大股东可攫取控制权租金的基础。因此, 控制大股东在进行融资决策时会权衡有利的权益市场时机所带来的溢价以及由此引致的可攫取的控制权租金的减少额, 其结果使得内外部人异质信念下的权益“择时”行为与控制大股东可攫取的控制权租金程度呈负相关。同样地, 由于内外部人异质信念下有利的债务市场时机所带来的溢价扩大了控制大股东可攫取控制权租金的基础, 所以内外部人异质信念下的债务“择时”行为与控制大股东可攫取的控制权租金程度呈正相关。

## 四、实证研究

### (一) 样本选择与数据来源

本文使用 2004~2013 年间 A 股上市公司的样本进行研究, 并对样本进行了如下处理: (1) 剔除内外部人异质信念指标数据缺失的样本; (2) 剔除金融业数据; (3) 剔除极端数据, 包括剔除负债比率大于 1 或小于 0 的数据等; (4) 剔除重要财务信息缺失的数据。经过上述处理, 本文最终获得 1846 家企业的总样本数为 7820 个。此外, 本文对连续的财务数据进行了前后 1% 的 Winsorize 处理。本文所有的数据来自于国泰安 CSMAR 和 WIND 数据库, 所有数据的统计使用了 STATA 12 统

计软件。

## (二) 指标选取

对于内外部人异质信念的代理变量的选取,已有的文献给出了许多衡量指标。考虑到我国数据的可获得性等原因,本文参照 Dittmar and Thakor(2007)的研究成果<sup>①</sup>拟采用实际净利润与预测年度内至盈余公告前分析师预测的净利润中值<sup>②</sup>之差即盈余惊奇来衡量内外部人的异质信念,简称为 DIS,并使用实际总股本进行标准化。在稳健性检验中,我们还采用 Thakor and Whited(2011)的测定方法,即使用企业管理层与分析师的预测差值来测定内外部人之间的异质信念。一般认为,盈余惊奇 DIS 值越高,外部投资者相对于内部人对企业的前景越看好且持相对乐观的态度,从而 DIS 也可看做外部投资者相对乐观的代理变量。

如何测定控制权租金一直是研究的难题,鉴于本文的实证研究关心的并不是控制权租金本身的大小而是控制大股东可攫取控制权租金的程度,由此我们在借鉴现有的关于控制权租金的研究文献及其成果基础上,从我国企业的公司治理特征出发,并考虑到样本和数据的局限性,建立了一个反映控制权租金可攫取程度的简化指数 *Rent*,且 *Rent* 指数越高,控制大股东对控制权租金的攫取程度就越高。简化指数 *Rent* 是基于以下四个单项指标进行综合计分而建立的:终极控制人两权分离度、第一大股东持股比例、流通股比例以及是否为国有企业<sup>③</sup>。具体地,当企业的“终极控制人两权分离度”不低于行业年度中位值时赋值 1 分,“第一大股东持股比例”和“流通股比例”不高于行业年度中位值时赋值 1 分,“是否为国有企业”显示为国有企业时赋值 1 分,加总这四个指标的分值后得到简化指数 *Rent*。

企业的外源融资包括外部权益融资和债务融资。我们对企业的新增外部融资做出如下定义:新增的外部权益融资为  $\Delta E$ ,新增的债务融资为  $\Delta D$ 。为消除公司规模的影响,以上所有变量均除以年初账面总资产进行标准化。进一步的,加总  $\Delta E$  和  $\Delta D$  即得到企业的外源融资总额 *DEF*。

在融资方式方面,我们定义权益融资的虚拟变量为 *dum\_equity*。在进行了外部融资的企业样本(即  $DEF > 0$  的样本)中,若企业新增外部权益融资  $\Delta E > 0$ ,而新增债务融资  $\Delta D \leq 0$ ,则定义这样的样本为权益融资样本,*dum\_equity* 赋值为 1;若企业新增外部权益融资  $\Delta E \leq 0$ ,而新增债务融资  $\Delta D > 0$ ,则定义这样的样本为债务融资样本,*dum\_equity* 赋值为 0。

此外,本文依据相关研究成果(如顾乃康等,2007),选取如下变量的滞后项作为控制变量:市值账面比(*mb*),即资产市场价值与账面价值之比;公司规模(*size*),即总资产的自然对数;杠杆水平(*lev*),即总负债与总资产的账面价值之比;成长性(*grow*),即销售额的年度增长率;资产特性(*tang*),即固定资产与总资产账面价值之比。

① Dittmar and Thakor(2007)采用以下四种指标作为内外部人意见分歧的代理变量:一是企业实际收益与盈余公告前 50 天内分析师一致预测(即算术平均值)的每股收益之差,这被后续研究称为盈余惊奇(earning surprise);二是分析师之间的意见分歧,即分析师预测离差(这也通常被用于衡量外部投资者之间的异质信念);三是两级股票之间的控制权溢价;四是融资前发生并购的公司其并购效应。

② 由于我国的分析师预测数据较少,所以本文直接采用了预测年度至盈余公告前的所有分析师预测数据。此外,我们还使用分析师预测净利润均值数据代替中位值进行同样的检验,统计结果仍保持一致。

③ 研究表明,尽管不全面,但这四个方面可以在一定程度反映企业的治理水平以及对控制权租金的攫取程度。具体地,在终极控制人两权分离度方面,根据 Shleifer and Wolfenzon(2002)等的研究,终极控制人的控制权比例越高其侵占中小股东的能力越强,而现金流权越低其侵占中小股东的动机越强,因而公司的两权分离度与控制大股东的控制权租金呈正相关;在第一大股东持股比例方面,根据刘峰和贺建刚(2004)、郑建明等(2007)等的研究成果,大股东持股比例与大股东的掏空行为呈显著负相关;在流通股比例方面,根据叶康涛(2003)、韩德宗和叶春华(2004)、许文彬(2009)等的研究,控制权租金与企业的流通股比例呈负相关;在是否国有企业方面,李增泉等(2004)的研究认为国企的掏空行为更显著反映了国企的控制权租金更高,叶会和李善民(2008)的研究认为国企的控制权交易价格比非国企高并表现为更高的控制权租金。此外,由于数据的局限性,我们无法将投资者保护程度等指标纳入 *Rent* 指数的测定中。

### (三)实证模型构建

首先,为了检验本文的假设 1a 和假设 1b、假设 2a 和假设 2b 以及假设 3a 和假设 3b,也即为了考察内外部人异质信念与控制权租金的攫取程度对包括权益和债务融资在内的外部融资的具体影响,我们建立如下检验模型:

$$\Delta E_{i,t}=\beta_{01}+\beta_{11}DIS_{i,t}+\beta_{21}Rent_{i,t}+\beta_{31}DIS_{i,t}\times Rent_{i,t}+\Psi_1Control_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$\Delta D_{i,t}=\beta_{02}+\beta_{12}DIS_{i,t}+\beta_{22}Rent_{i,t}+\beta_{32}DIS_{i,t}\times Rent_{i,t}+\Psi_2Control_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$DEF_{i,t}=\beta_{03}+\beta_{13}DIS_{i,t}+\beta_{23}Rent_{i,t}+\beta_{33}DIS_{i,t}\times Rent_{i,t}+\Psi_3Control_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

其中, $\Delta E_{i,t}$ 和 $\Delta D_{i,t}$ 分别代表企业*i*在第*t*期新增的外部权益融资和新增的债务融资,两者之和即为新增外部融资总额 $DEF_{i,t}$ ;  $DIS_{i,t}$ 为内外部人异质信念的代理变量,该指标的值越大,表示外部人相对内部人越乐观; $Rent_{i,t}$ 为衡量控制权租金可攫取程度的代理变量,该指标的值越大,表示控制权租金的攫取程度越高;控制变量 $Control_{i,t-1}$ 的具体定义见前文“其他控制变量”;此外, $\varepsilon_{i,t}$ 为回归的残差项。

根据本文的研究假设 1a 和假设 1b,外部人相对内部人对企业价值高估程度越大,控制大股东越倾向于采用外部融资,且在外部融资中更倾向于增加权益融资,因此我们预期式(11)与式(9)中的回归系数 $\beta_{13}$ 和 $\beta_{11}$ 显著为正;根据本文的研究假设 2a 和假设 2b,控制大股东可攫取的控制权租金程度越高,企业越倾向于采用外部融资,且在外部融资中更倾向于增加权益融资,因此我们预期在式(11)与式(9)中回归系数 $\beta_{23}$ 和 $\beta_{21}$ 也显著为正;根据本文的研究假设 3a 和假设 3b,在控制其他条件的情况下,控制大股东可攫取的控制权租金程度越高,内外部人异质信念对企业权益融资决策的影响程度会受到抑制,而对企业债务融资决策的影响程度会得以加强,由此预期式(9)与式(10)中控制权租金的可攫取程度与内外部人异质信念的交叉项系数 $\beta_{31}$ 显著为负, $\beta_{32}$ 显著为正。

其次,为了检验本文的假设 1c、假设 2c 以及假设 3a,也即为了考察内外部人异质信念与控制权租金可攫取程度对企业融资方式选择的影响,我们建立如下实证检验模型:

$$dum\_equity_{i,t}=\gamma_0+\gamma_1DIS_{i,t}+\gamma_2Rent_{i,t}+\gamma_3DIS_{i,t}\times Rent_{i,t}+\Omega Control_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

其中, $dum\_equity_{i,t}$ 为企业权益融资的虚拟变量,其他变量的定义与式(9)至式(11)相同。

根据假设 1c 和假设 2c,随着外部人相较内部人对企业价值的高估程度提高,或者随着可攫取控制权租金的程度提高,企业控制大股东选择权益融资的可能性均会增加,由此我们预期在式(12)中回归系数 $\gamma_1$ 和 $\gamma_2$ 显著为正。而根据假设 3a,控制大股东对控制权租金的攫取行为可能会抑制其利用由内外部人异质信念而产生的有利市场时机从而进行过度权益融资的倾向,因而预期式(12)中交叉项的回归系数 $\gamma_3$ 显著为负。

### (四)实证结果与分析

#### 1.描述性统计结果与分析

各变量的描述性统计结果见表 2 所示。表 2 表明,我国上市公司内外部人之间异质信念的衡量指标 DIS 的均值为-0.0824、中位值为-0.0347;衡量控制权租金程度的综合指标  $Rent$  均值为 2.3639、中位值为 2。新增外部权益融资  $\Delta E$  的均值为 0.0305、中位值为 0,新增债务融资  $\Delta D$  的均值为 0.0445、中位值为 0.0153,新增外部融资总额 DEF 的均值为 0.0749、中位值为 0.0307。从权益融资虚拟变量  $dum\_equity$  来看,该变量的均值为 0.2415,这意味着我国上市公司在外部融资中选择权益融资的概率平均约为 24.15%,而选择债务融资的概率达到 75.85%。此外,第一大股东的持股比例  $1r$  均值为 0.3853、中位值为 0.3739,由此可见我国上市公司存在着股权高度集中的现象。

#### 2.回归统计结果与分析

首先,为了检验本文的假设 1a 和假设 1b、假设 2a 和假设 2b 以及假设 3a 和假设 3b,也即为

表2 相关变量描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位值	最大值
<i>DIS</i>	7820	-0.0824	0.2496	-1.3421	-0.0347	0.51
<i>Rent</i>	7820	2.3639	0.8078	0	2	4
$\Delta E$	7820	0.0305	0.0979	0	0	0.6742
$\Delta D$	7820	0.0445	0.1043	-0.216	0.0153	0.4421
<i>DEF</i>	7820	0.0749	0.1444	-0.216	0.0307	1.1164
<i>dum_equity</i>	2816	0.2415	0.4281	0	0	1
<i>mb</i>	7820	1.8082	1.0320	0.4594	1.4701	7.059
<i>size</i>	7820	22.0196	1.2009	18.7482	21.8409	25.0592
<i>lev</i>	7820	0.4708	0.2011	0.0482	0.4831	0.9884
<i>grow</i>	7820	0.2339	0.4945	-0.7727	0.1576	4.3639
<i>tang</i>	7820	0.3175	0.2159	0.0017	0.2759	0.9752
<i>lr</i>	7820	0.3853	0.1590	0.0362	0.3739	0.8941
<i>ltg_r</i>	7820	0.6909	0.2620	0.0756	0.6823	1
<i>sep</i>	7820	1.3997	0.7741	1	1	5.8098

了考察内外部人异质信念与控制权租金的可攫取程度对企业包括权益融资和债务融资在内的外部融资的具体影响,我们对检验模型式(9)至式(11)进行回归,结果见表3的列(1)至列(12)。

表3列(1)至列(3)列示了仅纳入内外部人异质信念指标 *DIS* 的回归结果。可以看出,随着外部人相对内部人乐观程度(也即是外部人相对内部人对企业价值的高估程度)*DIS* 的提高,企业新增外部权益融资  $\Delta E$  显著增加,新增债务融资  $\Delta D$  显著减少,而对企业外部融资总额 *DEF* 的影响不显著。这意味着,虽然企业为了抓住外部人相对内部人高估企业价值时所产生的有利权益市场时机而增加了权益融资,但因权益融资对债务融资具有替代性,企业在增加外部权益融资的同时减少了债务融资,以致内外部人之间的异质信念对企业外部融资总额的影响不显著。因此,以上统计结果支持了本文的假设 1b,但没有支持假设 1a。事实上,Hertzel and Li(2010)、DeAngelo et al.(2010)以及 McLean(2011)的研究也发现,企业因权益价值高估而引致增发权益时,其经常会将筹集到的权益资金用于偿还债务或提高企业的现金持有量。

表3列(4)至列(6)列示了仅纳入控制权租金可攫取程度的简化指数 *Rent* 的回归结果。不难看出,控制权租金的攫取程度对企业的新增外部权益融资  $\Delta E$  以及外部融资总额 *DEF* 具有正向的显著影响,而对新增债务融资  $\Delta D$  则不存在显著作用。以上发现支持了本文的研究假设 2a 和假设 2b。这是因为,控制大股东对控制权租金的攫取主要针对的是中小股东,而不是相对受到更好保护的外部债权人<sup>①</sup>,通过新增权益可以扩大控制大股东的侵占基础;此外,债务融资因债权人的监督作用以及还本付息的压力反而可能对控制大股东的侵占行为造成威胁。有鉴于此,为能更多地攫取控制权租金,控制大股东倾向于增加外部融资,且在外融资中更倾向于使用权益融资而不是债务融资。

<sup>①</sup> 经过多年来对债务市场的综合治理,我国企业的债务融资已逐渐由过去的“软约束”逐渐转向“硬约束”状态,债权人的利益相对于中小股东的利益受到了更好的保护。

表 3 内外部人异质信念、控制权租金可攫取程度对企业融资决策的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
	$\Delta E$	$\Delta D$	DEF	$\Delta E$	$\Delta D$	DEF	$\Delta E$	$\Delta D$	DEF	$\Delta E$	$\Delta D$	DEF	$dum\_equity$	$dum\_equity$	$dum\_equity$
<i>DIS</i>	0.0210 <sup>***</sup> (0.0034)	-0.0120 <sup>**</sup> (0.0053)	0.00901 (0.0067)				0.0207 <sup>***</sup> (0.0034)	-0.0119 <sup>**</sup> (0.0053)	0.00874 (0.0067)	0.0396 <sup>***</sup> (0.0100)	-0.0198 (0.0175)	0.0198 (0.0205)	0.289 <sup>***</sup> (0.0843)	4.131 <sup>***</sup> (0.9720)	2.326 <sup>***</sup> (0.5420)
<i>Rent</i>				0.0110 <sup>***</sup> (0.0016)	-0.0015 (0.0016)	0.00951 <sup>***</sup> (0.0023)	0.0109 <sup>***</sup> (0.0016)	-0.00146 (0.0016)	0.00949 <sup>***</sup> (0.0023)	0.0103 <sup>***</sup> (0.0017)	-0.00119 (0.0017)	0.00911 <sup>***</sup> (0.0025)	0.0577 <sup>***</sup> (0.0118)	0.337 <sup>***</sup> (0.0798)	0.193 <sup>***</sup> (0.0456)
<i>DIS×Rent</i>							-0.00783 <sup>***</sup> (0.0039)	0.00325 (0.0067)			0.00325 (0.0039)	-0.00458 (0.0079)	-0.0567 <sup>*</sup> (0.0334)	-1.062 <sup>***</sup> (0.3570)	-0.601 <sup>***</sup> (0.2000)
<i>L_mib</i>	0.0154 <sup>***</sup> (0.0024)	0.000436 (0.0017)	0.0158 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0159 <sup>***</sup> (0.0024)	0.000435 (0.0017)	0.0163 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0160 <sup>***</sup> (0.0024)	0.000351 (0.0017)	0.0164 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0160 <sup>***</sup> (0.0024)	0.000348 (0.0017)	0.0164 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0554 <sup>***</sup> (0.0110)	0.348 <sup>***</sup> (0.0615)	0.204 <sup>***</sup> (0.0358)
<i>L_size</i>	-0.00781 <sup>***</sup> (0.0012)	0.00305 <sup>**</sup> (0.0014)	-0.00476 <sup>**</sup> (0.0020)	-0.00725 <sup>***</sup> (0.0012)	0.00286 <sup>**</sup> (0.0014)	-0.00439 <sup>**</sup> (0.0020)	-0.00751 <sup>***</sup> (0.0012)	0.00301 <sup>**</sup> (0.0014)	-0.00450 <sup>**</sup> (0.0020)	-0.00753 <sup>***</sup> (0.0012)	0.00302 <sup>**</sup> (0.0014)	-0.00451 <sup>**</sup> (0.0020)	0.0271 <sup>***</sup> (0.0103)	0.214 <sup>***</sup> (0.0660)	0.125 <sup>***</sup> (0.0378)
<i>L_lev</i>	0.0532 <sup>***</sup> (0.0070)	0.00521 (0.0089)	0.0584 <sup>***</sup> (0.0121)	0.0496 <sup>***</sup> (0.0070)	0.00664 (0.0088)	0.0563 <sup>***</sup> (0.0120)	0.0518 <sup>***</sup> (0.0070)	0.0054 (0.0089)	0.0572 <sup>***</sup> (0.0121)	0.0520 <sup>***</sup> (0.0070)	0.00531 (0.0089)	0.0573 <sup>***</sup> (0.0122)	-0.268 <sup>***</sup> (0.0537)	-2.309 <sup>***</sup> (0.3510)	-1.299 <sup>***</sup> (0.1990)
<i>L_grow</i>	0.00680 <sup>**</sup> (0.0028)	0.0116 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0184 <sup>***</sup> (0.0045)	0.00677 <sup>**</sup> (0.0028)	0.0115 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0183 <sup>***</sup> (0.0045)	0.00666 <sup>**</sup> (0.0028)	0.0116 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0183 <sup>***</sup> (0.0045)	0.00668 <sup>**</sup> (0.0028)	0.0116 <sup>***</sup> (0.0030)	0.0183 <sup>***</sup> (0.0045)	-0.00244 (0.0142)	0.0193 (0.1300)	0.0116 (0.0750)
<i>L_tang</i>	0.0317 <sup>***</sup> (0.0068)	0.0109 (0.0087)	0.0426 <sup>***</sup> (0.0116)	0.0285 <sup>***</sup> (0.0068)	0.0116 (0.0087)	0.0400 <sup>***</sup> (0.0115)	0.0290 <sup>***</sup> (0.0068)	0.0113 (0.0086)	0.0402 <sup>***</sup> (0.0115)	0.0293 <sup>***</sup> (0.0068)	0.0111 (0.0086)	0.0404 <sup>***</sup> (0.0115)	-0.0385 (0.0473)	-0.379 (0.3580)	-0.207 (0.2030)
<i>Constant</i>	0.133 <sup>***</sup> (0.0272)	-0.0141 (0.0309)	0.118 <sup>***</sup> (0.0433)	0.0931 <sup>***</sup> (0.0281)	-0.00671 (0.0312)	0.0864 <sup>**</sup> (0.0440)	0.0980 <sup>***</sup> (0.0282)	-0.00952 (0.0311)	0.0884 <sup>**</sup> (0.0441)	0.0999 <sup>***</sup> (0.0283)	-0.0103 (0.0312)	0.0896 <sup>**</sup> (0.0442)	-0.550 <sup>**</sup> (0.2230)	-7.082 <sup>***</sup> (1.5340)	-4.154 <sup>***</sup> (0.8730)
观测值	7820	7820	7820	7820	7820	7820	7820	7820	7820	7820	7820	7820	2816	2816	2816
R 平方	0.052	0.0373	0.0511	0.0563	0.0367	0.0533	0.0589	0.0375	0.0535	0.0592	0.0375	0.0535	0.0120		

注：①\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著；②括号中为标准误；③本文所有回归分析均控制时间和行业虚拟变量，且行业依据证监会公布的行业分类标准划分，其中制造业按照按二级分类标准划分，由此共划分为 22 个产业类别；④“L\_”变量名”表示变量的滞后项；⑤列⑬至列⑮列示了分别采用 OLS、面板 logit、面板 probit 方法进行估计的结果。

表3列(7)至列(9)列示了同时纳入内外部人异质信念指标  $DIS$  和控制权租金可攫取程度的简化指数  $Rent$  的回归结果。统计结果仍与前述一致。

表3列(10)至列(12)列示了同时纳入内外部人异质信念指标  $DIS$  和控制权租金可攫取程度的简化指数  $Rent$  且引入两者交叉项的回归结果。统计结果表明,内外部人异质信念  $DIS$  和控制权租金可攫取程度的简化指数  $Rent$  对企业的新增外部权益融资  $\Delta E$  均具有显著的正向影响,且这两种影响之间存在负向效应,具体表现为列(10)中  $DIS \times Rent$  交叉项的回归系数在5%的置信水平显著为负。这意味着,随着控制权租金可攫取程度的简化指数  $Rent$  的增加,内外部人之间异质信念  $DIS$  对企业新增外部权益融资  $\Delta E$  的影响会受到抑制,也即对控制权租金的攫取可抑制控制大股东在内外部人异质信念下抓住权益市场时机的机会主义行为。以上结果与前述的理论模型结论是一致的,且支持了本文的研究假设3a。此外,从表3列(11)的结果来看,无论是内外部人异质信念  $DIS$ 、控制权租金可攫取程度的简化指数  $Rent$  还是两者的交叉项  $DIS \times Rent$  对企业的新增债务融资  $\Delta D$  时均没有产生显著影响。这意味着,我们没有找到足够证据支持本文的研究假设3b。可能的原因是,内外部人之间的异质信念对企业的外部权益融资的影响较大,且企业可能使用新增的权益偿还了债务,从而使得内外部人之间的异质信念及其与控制权租金可攫取程度的交叉项对新增债务融资的影响消失了。出于类似的原因,表3列(12)针对外源融资总额  $DEF$  的统计结果也没有发现内外部人异质信念及其与控制权租金可攫取程度的交叉项对外源融资总额的显著相关性。

其次,为了检验本文的假设1c、假设2c并进一步检验假设3a,也即为了考察内外部人异质信念与控制权租金可攫取程度对企业融资方式选择的影响,我们对模型式(12)进行检验,结果见表3的列(13)至列(15)。由于因变量  $dum\_equity$  为虚拟变量,为稳健性起见我们分别采用OLS、面板Logit和面板Probit这三种估计方法对式(12)进行估计。由表3列(13)至列(15)的结果可见,无论何种估计方法,内外部人异质信念指标  $DIS$  和控制权租金可攫取程度的简化指数  $Rent$  的回归系数均稳健地在1%的置信水平上显著为正,而这两者的交叉项  $DIS \times Rent$  的回归系数也稳健地在10%的置信水平上显著为负。这意味着,随着外部人相对内部人对企业价值的高估程度越大,控制大股东倾向于在外部融资中选择权益融资方式,但控制大股东对控制权租金的攫取行为会抑制这种效应;在内外部人之间异质信念既定的情况下,企业权益融资的可能性也随着控制权租金的可攫取程度的提高而增大。以上结论支持了本文研究假设1c、假设2c以及假设3a的理论预期。

#### (五)稳健性检验

本文还依据Thakor and Whited(2011)的研究成果,采用管理层业绩预告中的企业净利润预测中位值与预测年度内分析师预测的净利润中位值之差来衡量内外部人之间的异质信念,并对本文的实证研究进行稳健性检验。尽管如此处理导致样本数有所减少,但除少数回归系数的显著性受到影响外,主要的统计结果仍与前面的统计结果相一致。

## 五、结论与讨论

在假定存在大股东控制及其侵占行为的假定下,本文使用随机过程以及实物期权等方法,构建了内外部人之间就企业价值而产生的异质信念与企业融资决策之间关系的理论模型。我们将内外部人之间关于企业价值的异质信念具体体现在企业内部决策者(即控制大股东)与外部投资者(包括外部权益投资者和债权人)对企业现有资产的初始现金流、企业未来现金流的增长率以及企业新投资项目可带来的现金流扩张倍数这三个参数的不同预期上。控制大股东通过权衡在权益融资和债务融资方式下所带来的新增投资收益、控制权租金以及相应的市场时机折溢价这三种利益而做出融资决策。我们的模型揭示了由内外部人异质信念引致的权益或债务的市场时机与控制权租金如何交互地影响企业融资决策的内在机理。通过数值模拟,我们还揭示了内外部人异质信念

以及控制权租金等关键因素对企业融资决策的量化影响,并在此基础上提出了本文的实证研究假设。进一步地,我们借鉴 Dittmar and Thakor(2007)以及 Thakor and Whited(2011)等关于测定内外部人异质信念的研究成果,以我国上市公司于 2004~2013 年的数据为样本进行了实证检验。

本文发现的主要结论如下。第一,当外部人相对内部人乐观程度较高时,我国上市公司的控制大股东存在抓住“市场时机”的机会主义倾向,并在融资中表现为倾向于增加权益融资或优先选择权益融资的方式。第二,更为重要的是,控制大股东攫取控制权租金的行为能够抑制控制大股东在存在内外部人异质信念下通过过度权益融资抓住有利“市场时机”的择时倾向。第三,权益融资相较于债务融资对内外部人异质信念下所产生的市场时机更为敏感,也即企业的融资决策主要受到内外部人异质信念下权益市场时机的影响,而受内外部人异质信念下债务市场时机的影响则不显著。

我们的研究结果也表明,我国上市公司确实存在“股权融资偏好”的现象。一方面我们发现,控制大股东攫取控制权租金的行为是导致企业偏好股权融资方式的重要原因,这与我国学者从融资成本、股权结构与公司治理等角度发现的我国上市公司“股权融资偏好”现象是一致的;但另一方面,与已有研究不同的是,我们还着重指出了引起我国上市公司“股权融资偏好”的另一重要因素,即由内外部人的异质信念(特别是当外部投资者相对企业内部决策者高估企业价值时)而产生的有利的权益市场时机,且由于权益融资相较于债务融资对内外部人异质信念下所产生的市场时机更为敏感,所以企业在融资方式中通常会选择权益融资,并体现出“股权融资偏好”的现象。不过幸运的是,我们还发现,尽管控制大股东攫取控制权租金的行为与内外部人之间的异质信念均能引起企业偏好股权融资,但两者之间具有相互抑制的交互关系。因此,本文的研究不仅丰富了与内外部人异质信念相关的公司财务研究,也为公司治理和行为公司财务的交叉研究提供了有益补充,还可为监管部门制定公司治理和资本市场治理政策提供新的依据与参考。

鉴于本文的理论、数值模拟以及实证研究的结果,我们给出如下政策性建议:一是在大股东控制的局面下,可通过进一步健全和完善公司治理机制或投资者保护机制而降低控制大股东的寻租动机,并进而缓解控制大股东出于寻租动机而过度使用权益融资的倾向;二是,在存在内外部人异质信念的情形下,可通过加强资本市场的信息披露监管而降低内外部人之间的信息不对称,并进而缓解企业出于择时动机而过度使用权益融资的倾向;三是,在内外部人之间存在较高度度的异质信念时,可通过适度提高控制大股东的激励水平来抑制企业过度偏好权益融资的问题,或者在控制大股东侵占行为较为严重(投资者得不到良好保护较为严重)的情形下,可通过保持权益市场的适度高涨来平抑企业过度权益融资进而寻租的倾向。

## 参考文献

- 顾乃康、张超、孙进军(2007):《影响资本结构决定的核心变量识别研究》,《当代财经》,第 11 期。
- 韩德宗、叶春华(2004):《控制权收益的理论及实证研究》,《统计研究》,第 2 期。
- 李增泉、孙铮、王志伟(2004):《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》,《会计研究》,第 12 期。
- 刘峰、贺建刚(2004):《股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究》,《中国会计评论》,第 1 期。
- 陆正飞、叶康涛(2004):《中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?》,《经济研究》,第 4 期。
- 马健、刘志新、张力健(2012):《双重异质信念下中国上市公司融资决策研究》,《中国管理科学》,第 2 期。
- 马健、刘志新、张力健(2013):《异质信念、融资决策与投资收益》,《管理科学学报》,第 1 期。
- 许文彬(2009):《我国上市公司控制权私利的实证研究》,《中国工业经济》,第 2 期。
- 叶会、李善民(2008):《治理环境、政府控制和控制权定价——基于中国证券市场的实证研究》,《南开管理评论》,第 5 期。
- 叶康涛(2003):《公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究》,《经济科学》,第 5 期。
- 张光荣、曾勇(2006):《大股东的支撑行为与隧道行为——基于托普软件的案例研究》,《管理世界》,第 8 期。
- 张祥建、徐晋(2005):《股权再融资与大股东控制的“隧道效应”——对上市公司股权再融资偏好的再解释》,《管理世界》,第 11 期。
- 郑建明、范黎波、朱媚(2007):《关联担保、隧道效应与公司价值》,《中国工业经济》,第 5 期。
- Baker, M. and J. Wurgler (2002): “Market Timing and Capital Structure”, *Journal of Finance*, 57, 1-32.



- Baker, M. (2009): "Market-driven Corporate Finance", *Social Science Electronic Publishing*.
- 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, 969-1005.
- Bakke, T. and T. Whited (2010): "Which Firms Follow the Market? An Analysis of Corporate Investment Decisions", *Review of Financial Studies*, 23, 1941-1980.
- Banerjee, S. (2011): "Learning From Prices and the Dispersion in Beliefs", *Review of Financial Studies*, 24, 3025-3068.
- Bayar, O., T. Chemmanur and M. Liu (2011): "A Theory of Security Issuance and Price Impact under Heterogeneous Beliefs", CCFR Working Paper.
- Betker, B. (1995): "Management's Incentives, Equity's Bargaining Power, and Deviations from Absolute Priority Bankruptcies", *Journal of Business*, 68, 161-183.
- Bhamra, H. and R. Uppal (2014): "Asset Prices with Heterogeneity in Preferences and Beliefs", *Review of Financial Studies*, 27, 519-580.
- Bigus (2003): "Heterogeneous Beliefs, Moral Hazard, and Capital Structure", *Schmalenbach Business Review*, 55, 136-160.
- Boot, A. and A. Thakor (2003): "The Economic Value of Flexibility When there is Disagreement", SSRN Working Paper.
- Deangelo, H., L. Deangelo and R. Stulz (2010): "Seasoned Equity Offerings, Market Timing, and the Corporate Lifecycle", *Journal of Financial Economics*, 95, 275-295.
- Dittmar, A. and A. Thakor (2007): "Why Do Firms Issue Equity", *Journal of Finance*, 62, 1-54.
- Giat, Y. and A. Subramanian (2013): "Dynamic Contracting Under Imperfect Public Information and Asymmetric Beliefs", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 37, 2833-2861.
- Gilchrist, S., C. Himmelberg and G. Huberman (2005): "Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment?", *Journal of Monetary Economics*, 52, 805-827.
- Gilson, S. (1997): "Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms", *Journal of Finance*, 52, 161-196.
- Gomes, A. and G. Phillips (2012): "Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities?", *Journal of Financial Intermediation*, 21, 619-658.
- Hackbarth, D. (2008): "Managerial Traits and Capital Structure Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 843-881.
- Hertzel, M. and Z. Li (2010): "Behavioral and Rational Explanations of Stock Price Performance Around SEOs: Evidence From a Decomposition of Market-to-Book Ratios", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 935-958.
- Hong, H. and J. Stein (2007): "Disagreement and the Stock Market", *Journal of Economic Perspectives*, 21, 109-128.
- Hovakimian, A. (2004): "The Role of Target Leverage in Security Issues and Repurchases", *Journal of Business*, 77, 1041-1072.
- Huang, S. and A. Thakor (2013): "Investor Heterogeneity, Investor-Management Disagreement and Share Repurchases", *Review of Financial Studies*, 26, 2453-2491.
- Landier, A. and D. Thesmar (2008): "Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs", *Review of Financial Studies*, 22, 117-150.
- Mclean, R. (2011): "Share Issuance and Cash Savings", *Journal of Financial Economics*, 99, 693-715.
- Morellec, E. and N. Schurhoff (2011): "Corporate Investment and Financing Under Asymmetric Information", *Journal of Financial Economics*, 99, 262-288.
- Morellec, E. and N. Wang (2004): "Capital Structure, Investment, and Private Benefits of Control", SSRN Working Paper.
- Morellec, E. (2004): "Can Managerial Discretion Explain Observed Leverage Ratios?", *Review of Financial Studies*, 17, 257-294.
- Morellec, E., B. Nikolov and N. Schurhoff (2012): "Corporate Governance and Capital Structure Dynamics", *Journal of Finance*, 67, 803-848.
- Myers, S. and N. Majluf (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Polk, C. and P. Sapienza (2006): "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", Kellogg Graduate School of Management Working Paper.
- Polk, C. and P. Sapienza (2009): "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", *Review of Financial Studies*, 22, 187-217.
- Shleifer, A. and D. Wolfenzon (2002): "Investor Protection and Equity Markets", *Journal of Financial Economics*, 66, 3-27.
- Stein, J. (1996): "Rational Capital Budgeting in an Irrational World", *Journal of Business*, 69, 429-455.
- Thakor, A. and T. Whited (2011): "Shareholder-Manager Disagreement and Corporate Investment", *Review of Finance*, 15, 277-300.
- Wu, X. and Z. Wang (2005): "Equity Financing in a Myers - Majluf Framework with Private Benefits of Control", *Journal of Corporate Finance*, 11, 915-945.
- Yang, B. (2013): "Dynamic Capital Structure with Heterogeneous Beliefs and Market Timing", *Journal of Corporate Finance*, 22, 254-277.

(责任编辑:马辰 赵一新)