

第10章 行为公司金融

Behavioral corporate finance





10.1 概述

10.2 市场非有效对公司投融资行为的影响

10.3 非理性经理层的投融资行为

10.4 公司股利分配的行为特征

引导案例:美国在线并购时代华纳

- 2000年的1月，互联网服务供应商美国在线宣布收购媒体集团时代华纳。
- 然而，该例却被称为并购史上最大的失败案例。



案例思考

- 公司的损失某种程度上来自管理者的错误预期。
- 管理者的哪些心理因素导致了错误预期出现？
- 它们又是如何发挥作用的呢？



概述

传统公司金融

- 公司金融
 - 研究公司的投融资及利润分配等财务活动，以实现公司价值最大化目标
 - 包括企业投资、筹集资本、股利分配、运营资金管理及财务分析等方面
 - 公司财务活动依赖金融市场

- 公司金融理论的基本假设

- 人是**理性**的
- 市场是**有效**的

➤ 传统金融理论的基本假设受到质疑和挑战

从公司金融到行为公司金融

- 行为公司金融
 - 将真实的、人的行为因素纳入公司金融理论分析框架中
- 提出问题：行为如何影响公司金融？
- 两个视角
 - 视角1：投资者行为偏差影响公司金融活动
 - 视角2：管理层行为偏差影响公司金融活动

Behavioral Corporate Finance: A Survey

Malcolm Baker, Richard S. Ruback, and Jeffrey Wurgler

NBER Working Paper No. 10863

October 2004

JEL No. G30, G31, G32, G33, G34, G35, D21, D23

ABSTRACT

Research in behavioral corporate finance takes two distinct approaches. The first emphasizes that investors are less than fully rational. It views managerial financing and investment decisions as rational responses to securities market mispricing. The second approach emphasizes that managers are less than fully rational. It studies the effect of nonstandard preferences and judgmental biases on managerial decisions. This survey reviews the theory, empirical challenges, and current evidence pertaining to each approach. Overall, the behavioral approaches help to explain a number of important financing and investment patterns. The survey closes with a list of open questions.

	投资者理性	投资者非理性
公司管理者理性	理性世界、有效市场	投资者非理性（亦非有效市场）驱动的公司金融
公司管理者非理性	管理者非理性驱动的公司金融	非理性世界

非有效市场驱动的公司金融

- 非理性的投资者行为
 - 对传统个体决策理性的系统偏离
 - 如过度自信、损失厌恶、投资者情绪等
 - 导致**市场的错误定价**
- 公司政策
 - 理性管理者利用市场的错误定价进行财务决策
 - 市场驱动的融资、投资和并购等活动

管理者非理性驱动的公司金融

- 非理性的管理者行为
 - 系统地偏离传统公司决策的理论模型
 - 管理者背景、经验以及个人特征
 - 如乐观主义、过度自信、自利等
- 非标准的公司政策
 - 投资者理性，但对管理层的监管有限
 - 管理者驱动的非理性融资、投资、并购等财务活动
 - 公司治理



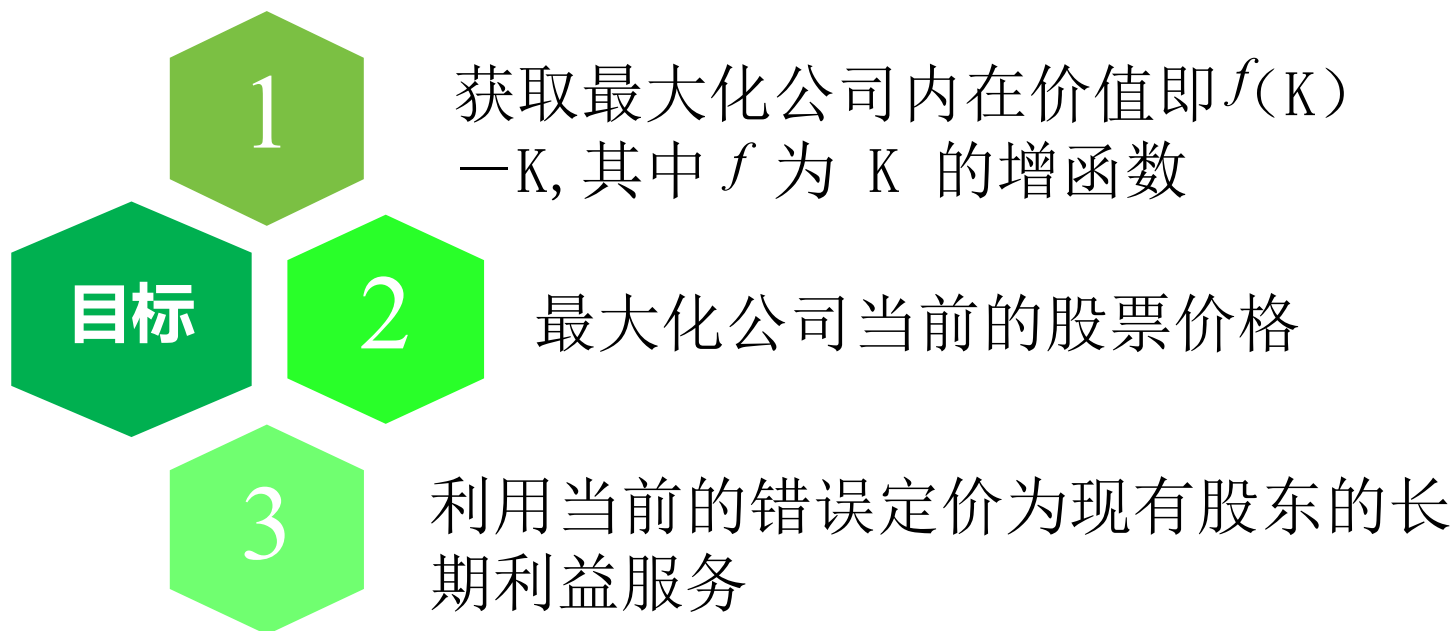
市场非有效对公司投融资 行为的影响

The irrational investors approach

The “irrational investors approach” assumes that securities market arbitrage is imperfect, and thus that prices can be too high or too low. Rational managers are assumed to perceive mispricings, and to make decisions that may encourage or respond to mispricing.

市场非有效下的经理层目标

- 当市场非有效、存在错误定价时，经理层通过衡量以下三个相互冲突的目标进行财务决策

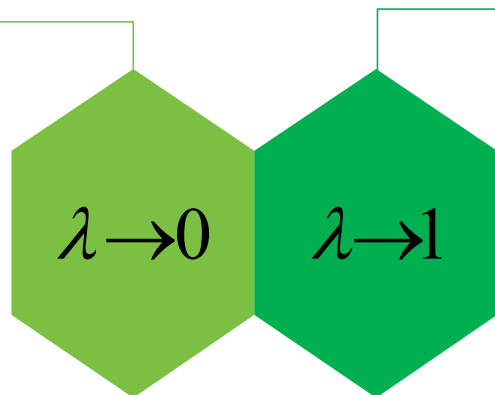


➤ 将三个目标放在一起构建如下经理层最优化目标为：

$$\max \lambda[f(K) - K + e\delta] + (1 - \lambda)\delta$$

($0 < \lambda < 1$ 代表经理层的远见)

- 经理层短视
- 只关注最大化公司的股票价格
- 可能采取迎合短期投资者需要的决策方式



- 经理层关注现有长期股东的利益
 - 一方面，通过增发或赎回来进行市场时机选择
 - 另一方面，通过迎合短期投资者需要来提高股票价格

错误定价时的融资时机选择



发行股票时机选择

当股价被高估时，
发行股票能使长期
投资的老股东获利。

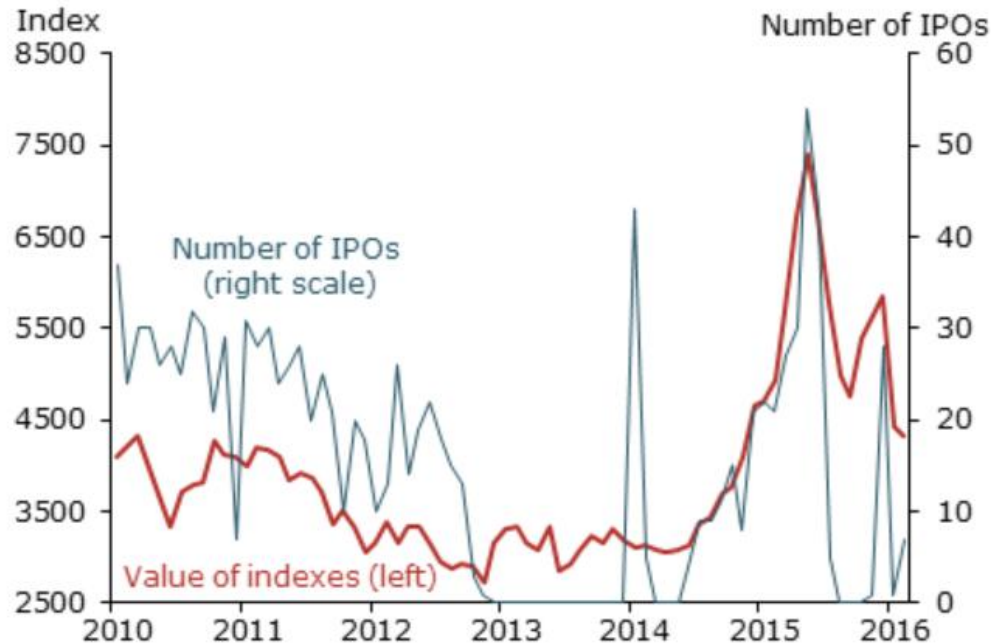


股票赎回时机选择

当股价被低估时，
赎回股票能维护股
东的利益。

市场行情与沪深两市IPO数量

Number of IPOs and index values, Shanghai and Shenzhen



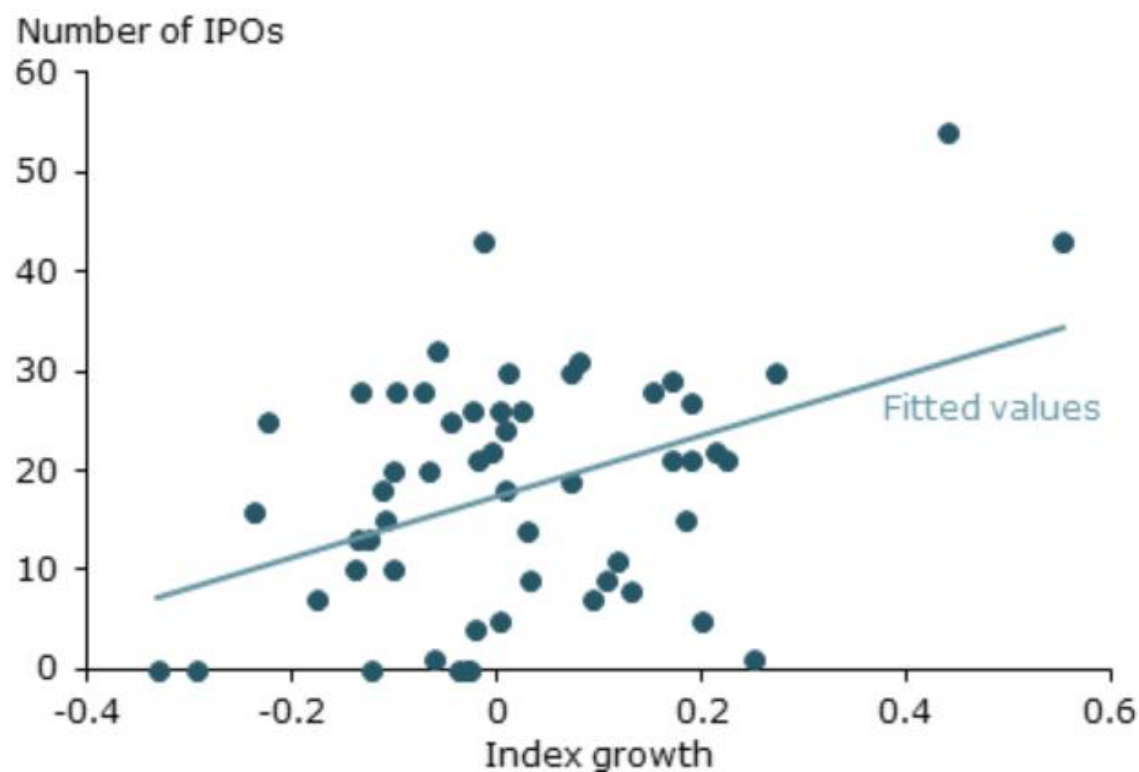
- New IPOs increase after periods of equity market appreciation and fall off after share prices decline.

Source: World Federation of Exchanges, Bloomberg.

<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/june/china-initial-public-offerings-and-market-volatility/>

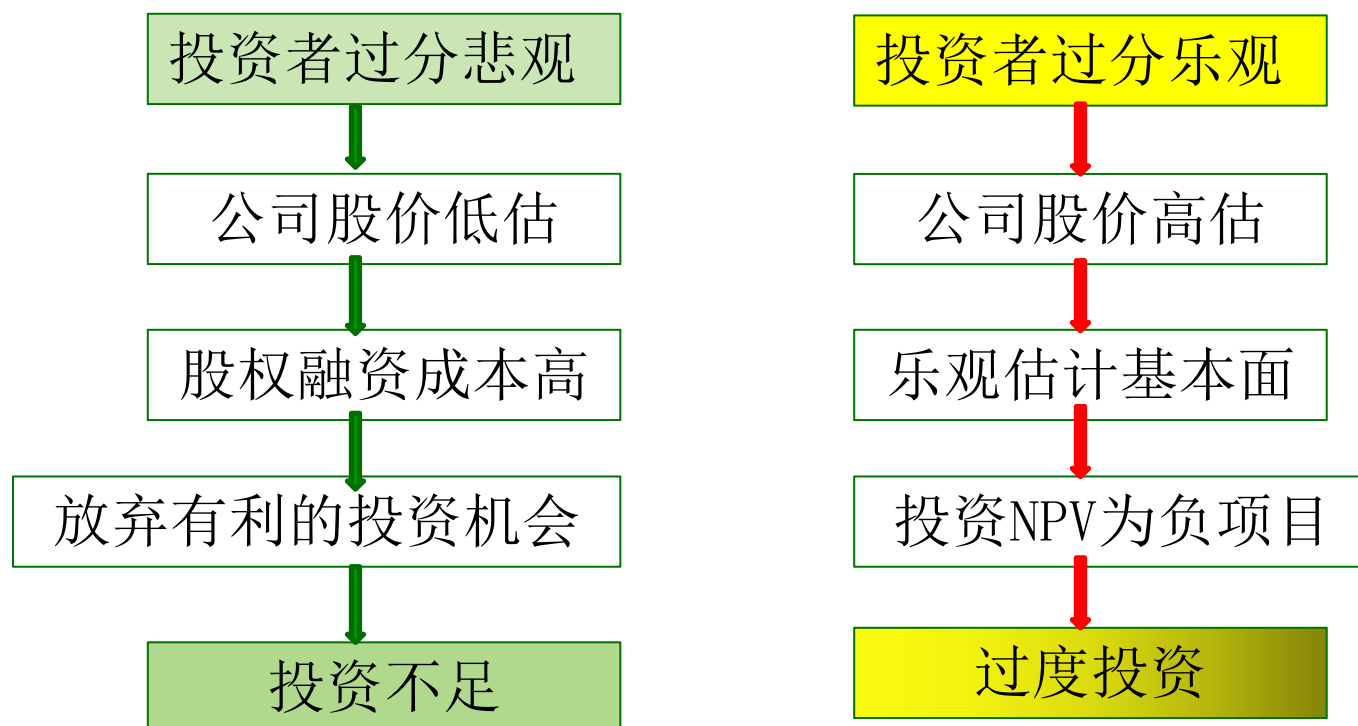
指数增长与IPO数量

Relationship between IPOs and 3-month average index growth



错误定价时的公司投资热潮

- 投资者情绪导致的错误定价影响投资决策



股价与公司投资

- 股权依赖型的公司，投资受股票价格的影响更显著
- 市场估价对高估公司的长期及短期投资支出均具有显著的正影响
 - 在市场估价高时，公司没有最优投资项目也会进行投资
 - 管理层短视迎合投资者情绪配置资本的投资决策，将会损害公司长期健康发展



非理性经理层的投融资行为

The irrational managers approach

The second approach to behavioral corporate finance, the “irrational managers approach,” is less developed at this point. It assumes that managers have behavioral biases, but retains the rationality of investors, albeit limiting the governance mechanisms they can employ to constrain managers.

(一) 非理性投资行为

01 认知偏差使经理人高估或低估未来现金流和风险，影响其对投资方案的评价。

面对不确定性和复杂性，有限理性的经理人总是采用经验法则进行判断

02

03 经理人由于过度自信或过于乐观，倾向于较早地接受并从事项目。

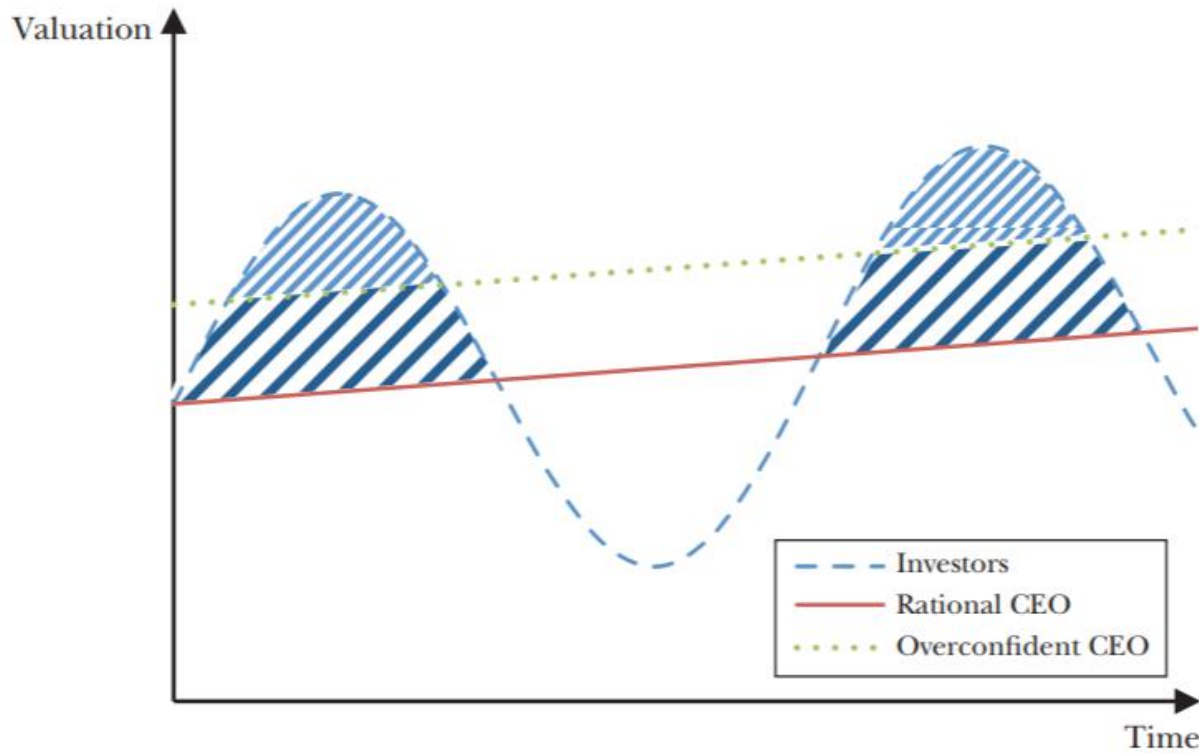
损失厌恶和证实偏差等亦影响着经理人的投资决策行为。

04

过度自信和过度乐观的管理者

- 放大管理者控制范围和能力
 - 乐观偏差(optimism bias)
 - 规划谬误(planning fallacy)
 - 乐观错觉(delusional optimism)
 - 成本超支(cost overrun)
 - 收益不足(benefit shortfall)

过度自信管理者高估企业价值



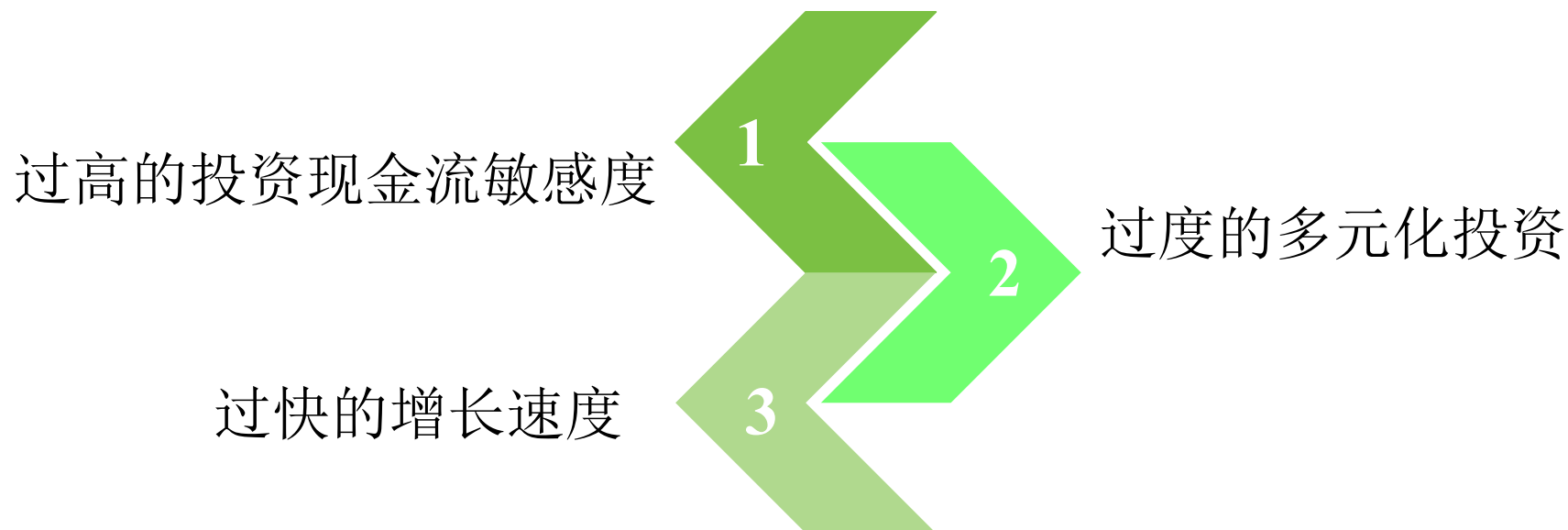
来源：Malmendier U, Tate G. Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence[J]. Journal of Economic Perspectives, 2015, 29(4): 37-60.

I-对非最优项目的过度投资

- 对公司价值而言并非最优的投资机会
- 净现值小于零
- 降低资金配置效率



过度投资的后果



II-对失败项目的恶性增资

- 因对沉没成本的眷顾导致管理者在投资决策失误时产生“承诺升级”或“恶性增资”
 - 已经投入大量资源
 - 预计完成项目获得收益的可能性小
 - 客观信息表明应该放弃
 - 但管理者继续追加投资
 - 博取成功



实验10-1：拍卖实验

- 对100元现金进行拍卖，从10元起拍，出价最高者可拍得这笔钱，要求不仅拍得者要支付其出价，所有竞拍者也都要支付其最后的叫价。
- 在实验的竞拍过程中，100元标的被拍到了220元才成交。



实验10-2：医药投资计划实验

- 第一种：项目刚启动
(90%, - 500万元; 10%, 2500万元)
- 第二种：已投600万元
(90%, - 500万元; 10%, 2500万元)
- 项目还需50万元，你是坚持开发还是放弃？



实验结果

- 第一种：多数人选择“放弃”，因为盈利的机会只有10%，而且项目尚没有投入资金，他们很轻松地放弃了项目的实施
- 第二种：多数人选择了“继续”，因为考虑到已经投入的600万元
- 对沉没成本的眷顾使管理者容易产生“恶性增资”

恶性增资原因

- 框定偏差和证实偏差会造成对失败项目的恶性增资。



框定偏差

- 后续决策被初始决策所框定
- 被负面信息框定，处于损失区域，会倾向于风险寻求
- 被正面信息框定，处于盈利区域，会倾向于风险厌恶

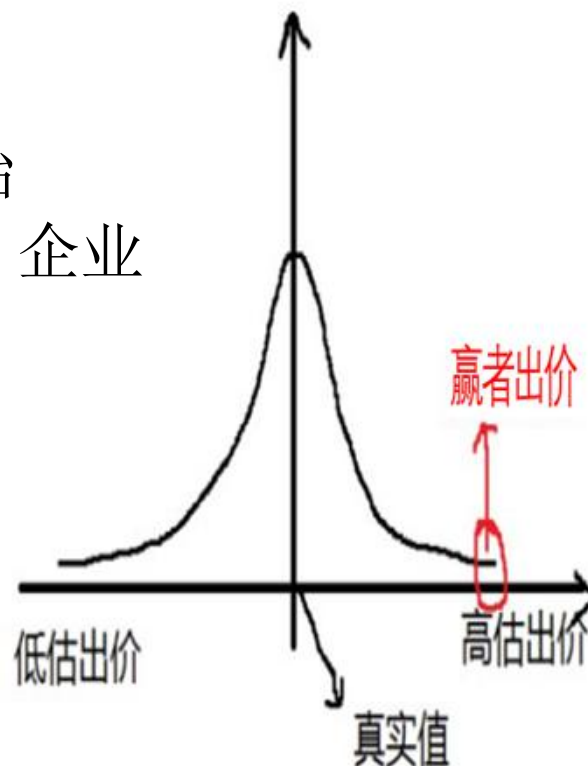


证实偏差

- 乐于接受支持自己观点的信息
- 忽略不同于自己观点的信息
- 排斥与自己意见相左的信息。

III-竞争性项目的“赢者诅咒”

- Winner's curse
- 赢得标的之时即是诅咒的开始
- 常见于地产竞标、投资拍卖、企业并购等竞争性项目



并购中的赢者诅咒

- 《商业周刊》：75%的并购都是失败的
- 洛温斯坦：53.4%的被并购公司，最终被剥离或关闭
- 大多数并购使股东遭受了财富损失

并购绩效

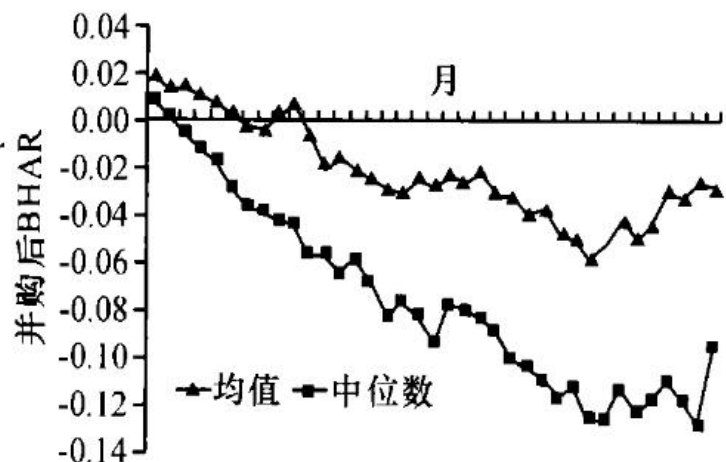


图3 混合并购公司并购后的BHAR

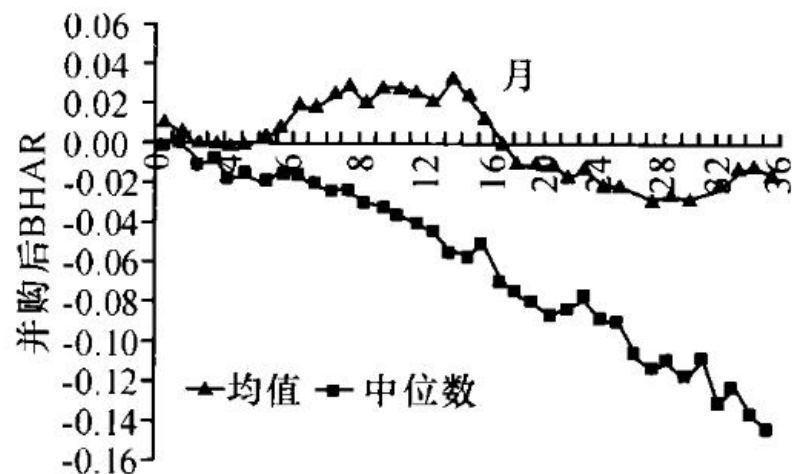


图4 同业并购公司并购后的BHAR

来源：李善民, 朱滔. 中国上市公司并购的长期绩效[J]. 中山大学学报, 2005, 5: 80-86.

注释：连续持有超常收益 (Buy and Hold Abnormal Return, BHAR) 评价并购的长期绩效

- 无论是混合并购还是同行业并购的收购公司，长期都给股东带来了显著的财富损失

并购中的过度支付

- 韦尔奇：“代价太高是并购普遍存在陷阱”
- 英美并购案例，并购的交易价格平均为被收购公司市场价格的150%左右
- “花了天鹅价，买了癞蛤蟆”



原因一过度自信


- 忽视大量公司并购失败的案例
- 低估并购以后将面临的各种困难
- 高估对目标公司的了解
- 乐观估计协同效应



“这是因为我心中有数，经商为的是利润，不是为了竞争，如果有利可取就参与竞争，不然就要退出。你们没有看到我想举右手，就用左手用劲按住；想举左手，就用右手按住。”

—李嘉诚


(二) 非理性融资行为



管理者更多是依据启发式方法，即经验法则来决定资本结构



更注重公司的财务弹性



过度自信、从众行为等心理偏差也会影响融资决策

I-扩张冲动与融资结构

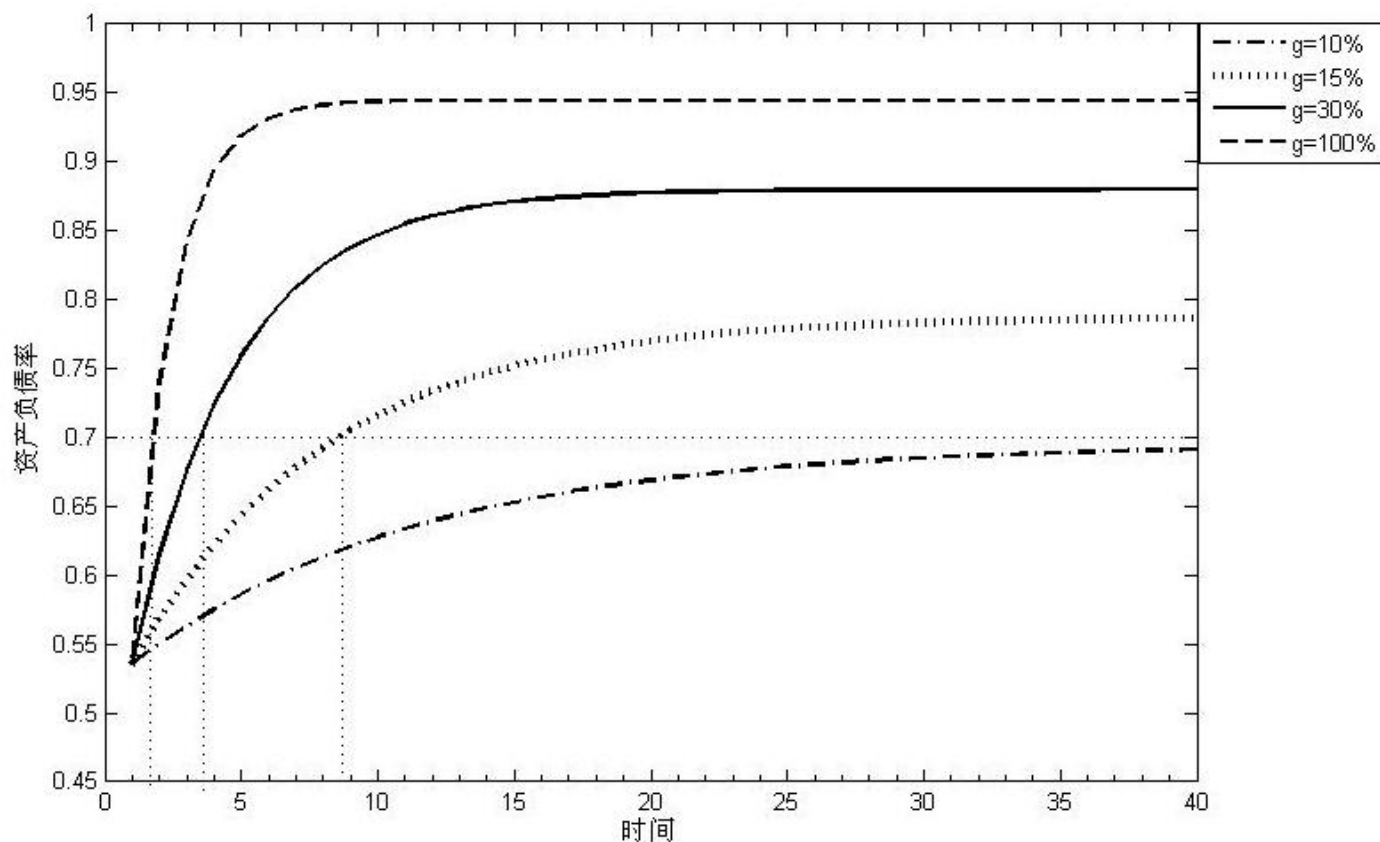
- 过度自信→扩张冲动
- 企业扩充越快资产负债率上升越快

扩张后的资产负债率 = $1 - \text{总资产净利率} \times (1 - \text{股利支付率}) - \frac{1 - \text{基期资产负债率}}{1 + g}$

$$\text{即: } \frac{D_{t+1}}{A_{t+1}} = 1 - ROA_{t+1} \bullet (1 - q) - \frac{1 - \frac{D_t}{A_t}}{1 + g}$$

- 根据以上公式，以制造业平均数据为起始值，对不同扩张速度下企业资本结构的演化过程进行模拟。
 - ROA=4%, D/A=53.6%, q=30%

不同扩张速度下资本结构的演化规律（1）



来源：饶育蕾, 李蕊. 外部融资依赖下企业的脆弱性: 超速扩张的危险[J]. 董事会, 2009 (5): 80-81.

股权融资对资本结构演化规律的影响（2）

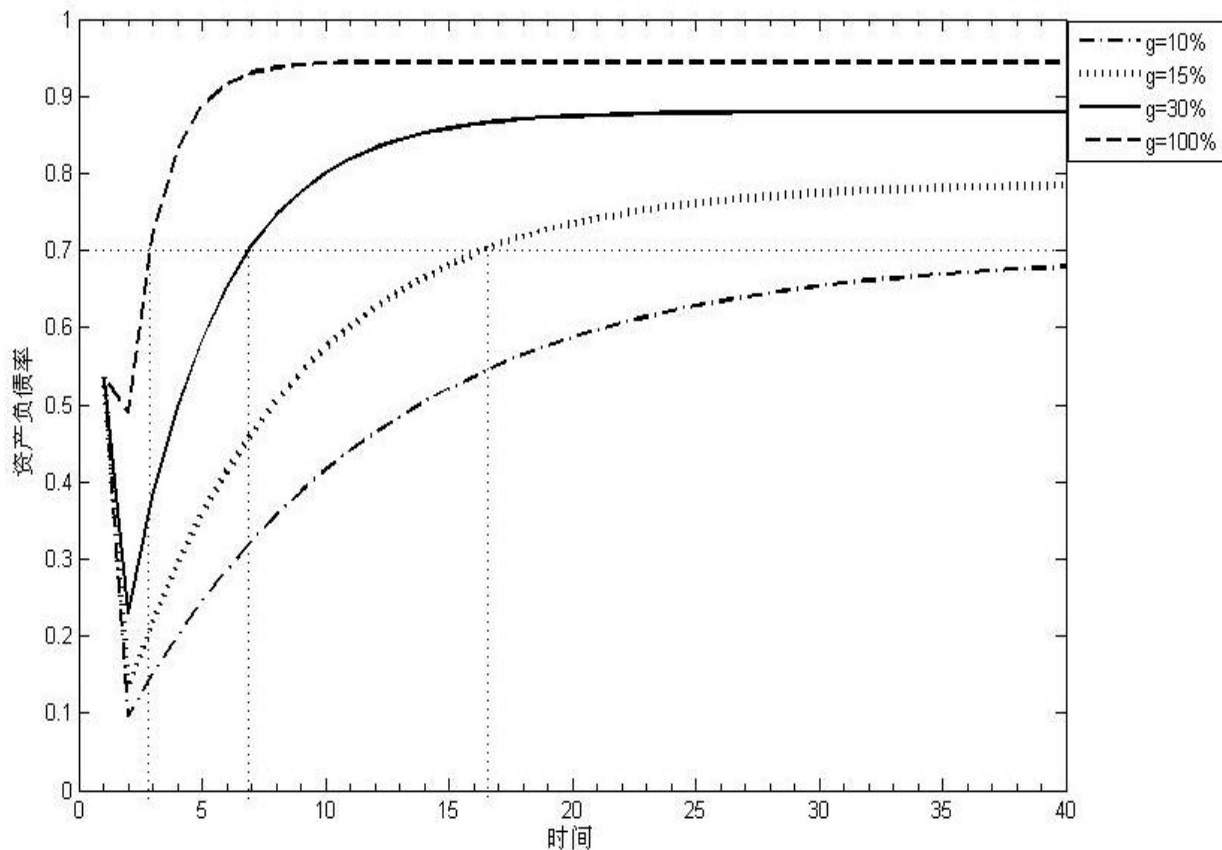
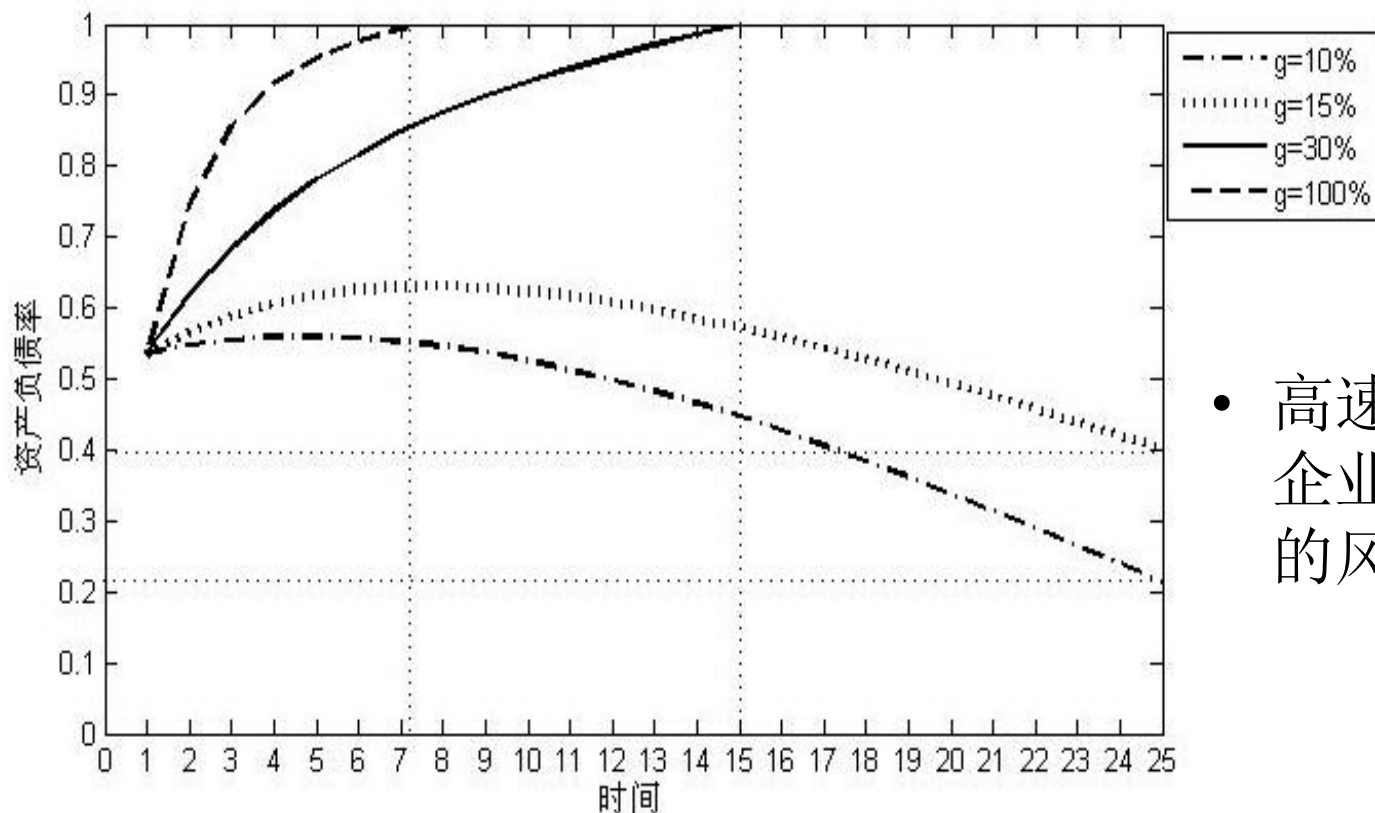


图10-2 一次性股权融资后企业资产负债率的演化规律

注：假设企业在扩张初期进行了一次股权融资，融资金额为原有资产的50%

盈利能力（ROA）对资本结构演化规律的影响（3）



- 高速扩张会给企业带来巨大的风险

注：假设企业的极限增长速度是15%。超过极限时，过快发展使公司盈利能力不升反降。（管理难度加大、融资成本增加、外部不确定性增加等）

II-扩张导致激进的融资结构

- 管理者追求外延发展，过高估计自己的财务能力
- (1) 过度负债融资
 - 行为优序融资偏好
 - 过高负债增加了公司的财务风险
 - 过度自信导致管理者激进的负债行为
- (2) 过高的短期负债比例
 - VS 恰当的债务期限结构
 - 过大的还本付息压力
 - 过度自信导致管理者选择频繁发行短期负债



公司股利分配的行为特征

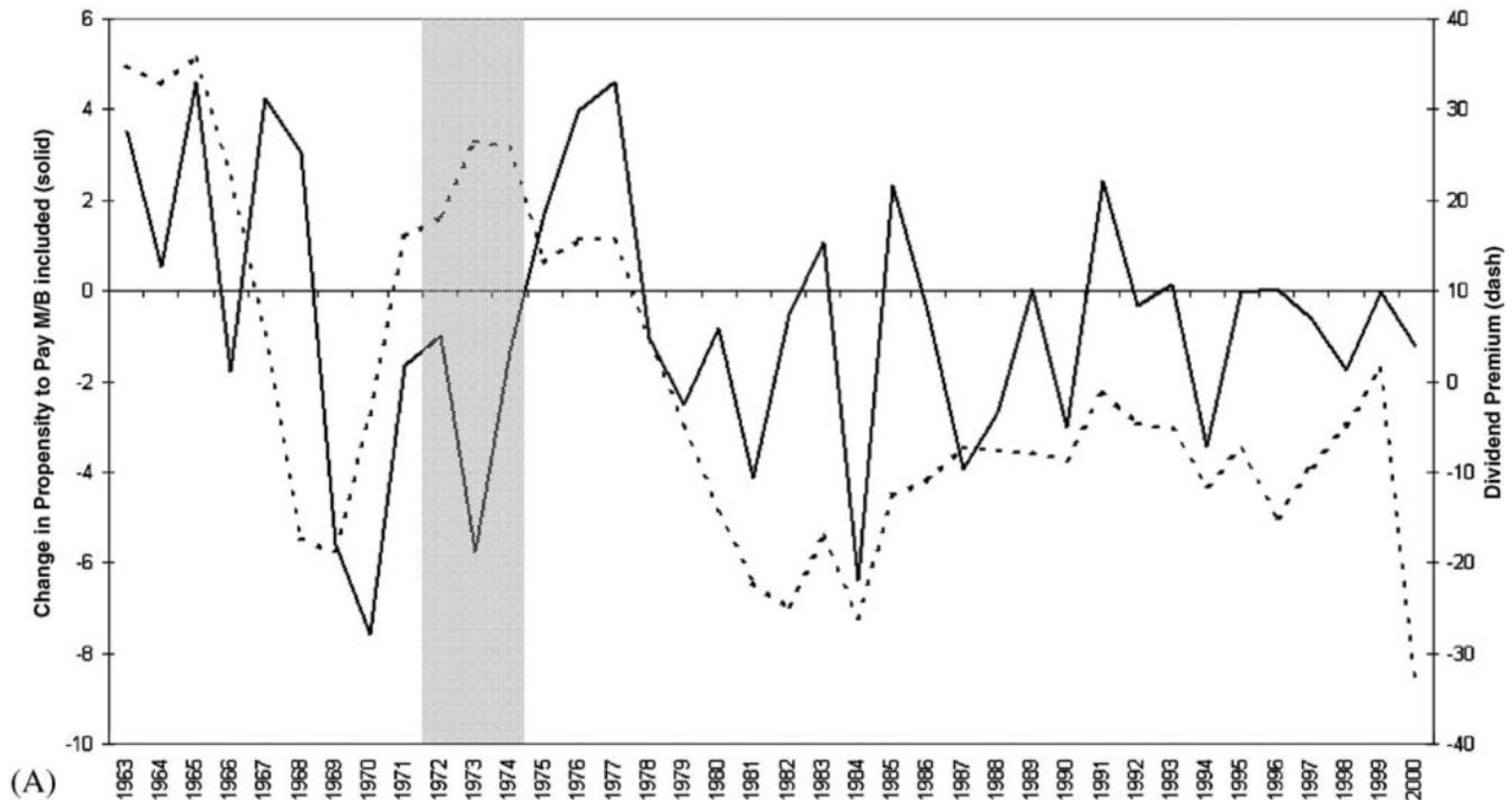
迎合市场的股利特征

- ▼ 经理层为获得股利溢价，通常迎合投资者的偏好制定股利政策。
- ▼ 当投资者偏好发放现金股利的股票，经理层就选择支付现金股利。
- ▼ 当投资者偏好股票股利，经理层就选择股票股利。

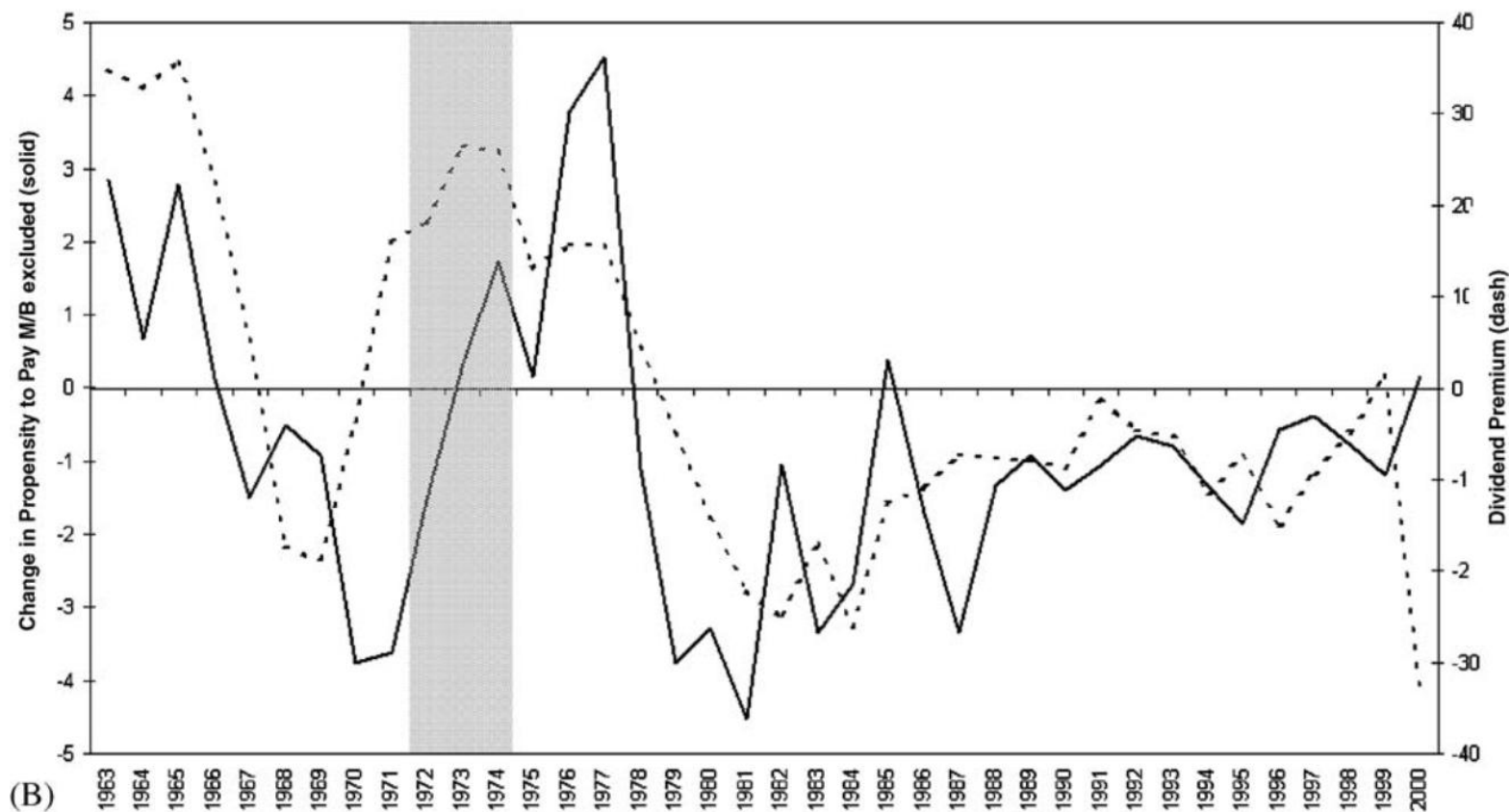
股利溢价

Figure 2. The dividend premium and changes in the propensity to pay. Panel A shows the value-weighted dividend premium from Baker and Wurgler (2002) in percentage terms (lagged once; dashed line; right axis), changes in the propensity to pay dividends (solid line; left axis), and shading to denote the 1972 through 1974 Nixon dividend controls era. Panel B shows changes in the propensity to pay estimated from a measure that excludes market-to-book as a firm characteristic.

Panel A. The dividend premium, Nixon controls, and changes in the propensity to pay



Panel B. The dividend premium, Nixon controls, and changes in the propensity to pay (no M/B)



来源 : Baker M, Wurgler J. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(2): 271-288.

平稳乐观的股利政策

- 保持股利政策的平稳性
 - 管理者制定股利政策的核心要素
 - 基于经验法则制定股利政策
 - 受历史股利政策锚定
 - 受原有习惯的影响
- 过度乐观自信管理者的股利政策
 - 乐观估计公司未来现金流和资产价值，倾向支付较高现金股利
 - 倾向过度投资，大部分盈余投资新项目，支付较低的股利

股利政策的决定因素

Exhibit 1. Major Determinants of Corporate Dividend Policy

Determinant	Level of Importance					Mean	Rank	Standard Deviation	χ^2 Probability	Industry
	None 0	Slight 1	Moderate 2	Great 3	Maximum 4					
1 Anticipated level of firm's future earnings		3.40%	6.80%	89.80%		3.20	1	.74	.4572*	Mfg
		1.75	14.04	84.21		3.12	1	.71		W/R
		1.75	7.89	90.35		3.21	1	.66		Util
9 Pattern of past dividends		6.12	29.25	64.63		2.73	2	.89	.4390*	Mfg
		1.75	29.82	68.42		2.86	2	.74		W/R
		2.63	25.44	71.93		2.94	3	.78		Util
8 Availability of cash		14.29	22.45	63.27		2.70	3	1.04	.0273†	Mfg
		22.81	21.05	56.14		2.42	4	1.15		W/R
		21.24	34.51	44.25		2.35	4	1.02		Util
7 Concern about maintaining or increasing stock price		13.61	44.22	42.18		2.30	4	.87	.0001†	Mfg
		15.79	28.07	56.14		2.47	3	.85		W/R
		3.51	22.81	73.68		2.96	2	.79		Util

- 决定因素：未来收益的期望水平、过去的股利发放模式和现金的可得性

不降反升的股利支付

- Deangelo（1996）调查145家在纽约证券交易所上市的公司股利情况
- **68.3%**的样本公司在收益下降后却提高了股利支付水平
- 绝大多数管理者对未来盈利预期非常乐观
- 然而，没有证据表明这些公司的盈利状况能达到较高的水平。

本章小结

- 管理者会采取迎合金融市场的财务决策行为。
- 管理者存在各种心理和行为偏差。
- 这些偏差会最终引致企业的非理性财务决策。