



... 管理者非理性 ...
与公司投资行为的研究

叶 玲 著



西安电子科技大学出版社
<http://www.xduph.com>

7-279.246
266

本书由南京财经大学学术著作出版基金和江苏高校品牌专业建设工程资助项目资助。本书为江苏高校现代服务业协同创新中心、江苏高校人文社会科学校外研究基地“江苏现代服务业研究院”和江苏高校工商管理优势学科建设工程项目（PADP）的研究成果，同时也是江苏省社科基金青年基金项目（14EYC003）阶段性研究成果以及南京大学博士后在站期间工作研究成果。

管理者非理性与公司投资行为的研究

叶 玲 著

西安电子科技大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

管理者非理性与公司投资行为的研究 / 叶玲著. — 西安: 西安电子科技大学出版社, 2015.9
ISBN 978-7-5606-3826-3

I. ①管… II. ①叶… III. ①上市公司—投资行为—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第225761号

策划编辑 罗建锋

责任编辑 阎彬 李迎新

出版发行 西安电子科技大学出版社(西安市太白南路2号)

电话 (029) 88242885 88201467 邮 编 710071

网 址 www.xduph.com 电子邮箱 xdupfb001@163.com

经 销 新华书店

印刷单位 陕西华沐印刷科技有限责任公司

版 次 2015年9月第1版 2015年9月第1次印刷

开 本 700毫米×1000毫米 1/32 印 张 13.25

字 数 222千字

定 价 28.00元

ISBN 978-7-5606-3826-3/F

XDUP 4118001-1

***** 如有印装问题可调换 *****

前 言

诺贝尔经济学奖获得者卡尼曼和特沃爾斯基（1979），论述了在不确定性条件下行为个体的非理性心理特征和认知偏差。个体行为决策不可能完全按照理想的数学模型进行决策，新古典经济学的理性经济人假设受到极大挑战。随后大量的心理学实验表明人们系统性认知偏差在不确定性决策环境下发生的频率更高。当公司管理者面对不确定性投资项目时，决策者的情绪、情感和偏好等心理因素和认知偏差影响其决策判断过程，使之无法按理性经济人方式做出正确判断。20 世纪 80 年代后，随着心理学、行为学、实验经济学的不断发展，理性范式的财务理论研究开始受到挑战，心理学、行为学研究成果开始向公司财务领域渗透，逐渐形成了行为范式的公司财务理论研究。行为范式下的财务理论主要关注人们非理性心理对资本市场和公司财务决策行为的影响，解释市场异常行为。

目前，行为范式下的公司财务研究分别从投资者非理性与管理者非理性两条线路展开。投资者非理性是一种发生于公司外部的、对公司财务决策产生间接作用的市场影响，这种影响最终效果还有赖于资本市场有效性及传导机制的顺畅程度。而企业的管理者直接控制着公司的经营管理权和财务决策权，对投资行为与效率产生直接影响，因此，笔者在此关注的是管理者认知偏差下的非理性心理特征导致偏离最优投资决策的行为，研究人们系统性的认知偏差，如过度自信、代表性、可得性、框定依赖、锚定和调整、损失规避对公司决策的影响。截止目前，该领域的研究主要集中在理论推演和实验室实验研究上，资本市场大样本的实证检验相对滞后。

本书借鉴国内外学者现有的研究成果，探讨我国公司管理者非理性对投资行为及效率的影响，实证检验了我国上市公司管理者过度自信、羊群效应和沉没成本效应与企业投资之间的关系及其对企业业绩或价值的影响。本书得出以下主要结论：（1）管理者过度自信公司的内部投资规模、外部并购规模、并购频率高于管理者理性公司。我国特有的产权制度差异对管理者过度自信心理及公司的投资行为都会产生影响，该部分的研究是行为公司财务理论在我国的制度延伸，开拓了研究思路和领域。管理者过度自信也会通过企业投资行为对企业绩效产生影响：在内部投资方面，管理者过度自信公司业绩并不显著差于管理者理性的公司；但在外部并购投资方面，过度自信公司

的公司业绩显著更低，过度自信管理者对企业投资决策行为产生的影响最终反映到公司绩效上。(2) 管理者从众心理下的投资羊群效应也是非理性心理在投资决策上的一个集中表现。现有的研究没有考虑宏观经济因素——产业政策的影响，本书在控制产业政策影响因素后，检验我国上市公司投资羊群效应存在性。实证结果表明管理者非理性的投资羊群效应在我国资本市场是存在的，我国的文化背景和产权制度差异同样也会影响羊群效应的程度，同时也验证了管理者投资羊群效应对企业价值存在消极影响，羊群效应的程度与企业价值呈显著负相关关系。(3) 后悔厌恶、心理账户和证实偏差是沉没成本效应存在的主观因素，沉没成本效应在企业投资行为中的一个突出表现是恶性增资，以 A 股上市公司汉王科技为例，分析了沉没成本效应下的非理性投资行为过程，以及最终导致的公司业绩大幅下降，公司价值受到严重损害。并且对沉没成本效应在投资上的集中体现——恶性增资行为进行了资本市场的实证检验。

本书是在行为范式下研究管理者多种非理性心理对公司财务决策——投资决策的影响，进行了较为深入的理论分析和实证检验。不仅验证了公司管理者由于非理性投资行为造成的“行为成本”的存在性，同时也为西方的管理者非理性心理在我国资本市场的实证检验提供数据支持。希望能为理论界和实务界深入探讨人们心理认知偏差对公司财务决策的影响传导作用，改进上市公司管理层的决策效率、效果提供一些参考信息。

本书在写作过程中，得到了南京大学商学院李心合教授、苏文兵教授和南京理工大学温素彬教授的指导。他们对本书研究内容的创造提出了具有前瞻性、建设性的意见，学生在此深表感谢。本人还要感谢南京大学国际化会计学博士生项目 (IAPHD) 和南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心的培养。本书得到南京财经大学学术著作出版基金、江苏高校品牌专业建设工程资助项目、江苏高校工商管理优势学科建设工程项目 (PADP)、江苏高校现代服务业协同创新中心、江苏高校人文社会科学校外研究基地“江苏现代服务业研究院”资助，是江苏省社会科学基金青年基金项目 (14EYC003) 阶段性研究成果。

在本书从成稿到出版过程中，得到了西安电子科技大学出版社的大力帮助，在此一并深表感谢。

作者

2015 年 8 月

目 录

第一章 引言	1
1.1 选题的意义	1
1.1.1 问题的提出	1
1.1.2 研究目的与意义	7
1.2 本书的主要内容与研究方法	9
1.2.1 研究的主要内容	9
1.2.2 研究方法	12
1.3 本书可能的创新之处	12
第二章 文献回顾	14
2.1 理性范式的企业投资理论	14
2.1.1 新古典企业投资理论	14
2.1.2 基于信息不对称理论、信号理论的企业投资理论	15
2.1.3 基于委托代理理论的企业投资理论	17
2.1.4 基于公司治理的企业投资理论	19
2.1.5 文献述评	21
2.2 行为范式的企业投资理论	22
2.2.1 投资者非理性对企业投资行为的影响	23
2.2.2 管理者非理性对企业投资行为的影响	25
2.2.3 管理者过度自信对公司投资行为的影响	28
2.2.4 羊群效应对公司投资行为的影响	32
2.2.5 沉没成本效应对公司投资行为的影响	34
2.2.6 文献述评	36
第三章 理论基础	38
3.1 理性范式与行为范式的比较	38
3.1.1 理性假设、有限理性假设与非理性假设	40
3.1.2 有效市场与市场非有效	42
3.1.3 期望效用理论与前景理论	43

3.2 心理学、认知心理学	47
3.2.1 心理学——认知过程、情绪过程与意志过程	48
3.2.2 认知心理学——信息加工过程中的偏误	53
3.3 行为经济学与行为金融学	55
3.3.1 行为经济学	55
3.3.2 行为金融学	58
第四章 管理者过度自信与企业投资	61
4.1 过度自信的心理学分析	61
4.1.1 过度自信的基本内涵	61
4.1.2 心理学对过度自信的解释	62
4.2 国内外衡量管理者过度自信的主要指标及评价	64
4.3 企业管理者过度自信的案例——TCL 集团国际化并购之殇	67
4.4 管理者过度自信与企业投资行为的实证检验	69
4.4.1 理论分析与研究假设	69
4.4.2 数据来源、模型构建与变量描述	72
4.4.3 实证检验结果	76
4.5 产权制度差异对管理者过度自信与企业投资行为影响的实证检验	82
4.5.1 理论分析与研究假设	82
4.5.2 数据来源、模型构建与变量描述	86
4.5.3 实证检验结果	88
4.6 管理者过度自信与投资行为对公司绩效的影响	94
4.6.1 理论分析与研究假设	94
4.6.2 数据来源、模型构建与变量描述	95
4.6.3 实证检验结果	96
4.7 稳健性测试	102
4.8 本章小结	106
第五章 羊群效应与企业投资	108
5.1 羊群效应的心理学分析	108
5.1.1 羊群效应的概念以及实验室研究	109
5.1.2 羊群效应产生的原因	111
5.1.3 个体主义文化、集体主义文化与羊群效应	112

5.2 羊群效应的测度	113
5.2.1 基于信息需要的信息层叠 (information cascades) 模型	113
5.2.2 基于声誉需要的声誉羊群 (Reputational herding) 行为模型 ...	115
5.3 管理者羊群效应、产业政策与企业投资的实证检验	116
5.3.1 理论分析与研究假设	117
5.3.2 数据来源、模型构建与变量描述	121
5.3.3 实证分析	125
5.3.4 稳健性检验	130
5.4 产权制度对管理者羊群效应与企业投资行为影响的实证检验 ...	135
5.4.1 理论分析与研究假设	135
5.4.2 数据来源、模型构建与变量描述	137
5.4.3 实证分析	138
5.4.4 稳健性检验	144
5.5 企业投资决策羊群效应的经济后果	147
5.5.1 理论分析与研究假设	147
5.5.2 数据来源、模型构建与变量描述	149
5.5.3 实证分析	151
5.5.4 稳健性检验	157
5.6 本章小结	158
第六章 沉没成本效应与企业投资	160
6.1 沉没成本效应的心理学分析	160
6.1.1 沉没成本、沉没成本效应的基本内涵	160
6.1.2 沉没成本效应存在的原因——信息评估阶段的认知偏差 ...	161
6.1.3 前景理论对沉没成本效应的解释	164
6.2 投资决策中管理者受沉没成本效应影响的案例——汉王科技 ...	165
6.3 沉没成本效应在企业投资中的体现 ——恶性增资行为的实证检验	171
6.3.1 恶性增资模型的构建	172
6.3.2 变量描述与样本选择	173
6.3.3 实证结果分析	175
6.4 恶性增资对企业价值影响的实证检验	179
6.4.1 理论分析与研究假设	179

6.4.2	数据来源、模型构建与变量描述	181
6.4.3	实证结果分析	182
6.4.4	稳健性检验	188
6.5	本章小结	190
第七章	结论与展望	192
7.1	研究的主要结论	192
7.1.1	管理者过度自信对企业投资与企业业绩的影响	192
7.1.2	管理者羊群效应对企业投资及企业价值的影响	192
7.1.3	沉没成本效应对企业投资及企业业绩的影响	193
7.2	研究局限及未来研究的展望	194
参考文献		195

第一章 引言

1.1 选题的意义

1.1.1 问题的提出

在公司的财务决策活动中，投资决策是企业创造价值的首要决策，它统领着企业的融资决策、股利分配决策以及其他从属性财务决策，决定着公司的发展方向和经营前景。正确的投资决策能够使企业获取利润，增加价值；错误的投资决策往往导致公司业绩急速下降，陷入经营困境，甚至破产倒闭。企业的投资理论一直受到学术界和实务界的普遍关注，也是 20 世纪 50 年代以来西方学者的研究热点。

20 世纪 50 年代，哈里·马科维茨（H.Markowitz, 1952）借助统计技术的方法将均值方差模型运用于实际的资产投资组合中，他用数理语言描述了金融市场投资者的行为，为人们进行投资决策提供技术支持。六年后，莫迪利亚尼和米勒（Modigliani and Miller, 1958）提出了著名的 MM 理论^[1]，他们为复杂的企业金融活动分析提供了一个基本框架。60 年代中期，夏普（Sharpe, 1964）、林特尔（Lintner, 1965）和特里诺（Treynor, 1966）在继承前人的研究成果基础上发展出了资本资产定价模型，布莱克（Fischer Black, 1970）等人提出期权定价模型、罗斯（Ross, 1976）提出套利定价理论等。这些理论一起构成了新古典投资学的理论大厦，为金融市场投资者和企业管理者进行投资决策提供有效支持，大大提高了决策科学化水平。70 年代后期，随着 Ross（1977）的信号理论和斯蒂格利茨、阿克洛夫、斯宾塞的信息不对称理论在金融领域的运用以及 Jensen（1986）的委托代理理论对公司投融资行为进行公司治理视角的解释，新古典投资理论开始直面现实经济现象，不断探索提高对经济活动实践的解释能力。

新古典投资理论大力倡导的有效市场假说建立在两个隐含的假设条件上：

[1] MM 理论指出：企业投资决策的选择点只能是纯粹权益流量资本化率，它完全不受为投资提供的证券类型的影响，投资决策与融资决策在企业财务决策中是相互独立的事件，即投融资无关性命题。

一是投资者是理性的。二是即使投资者是不理性的，市场套利也可以消除非理性错误定价的影响，使价格反映价值。然而 20 世纪 80 年代以来，金融产品开始多元化发展，金融系统和资本市场也日趋复杂，有效市场理论的套利均衡^[2]在现实中不能实现，资产市场异象如股票市场溢价谜团，投资者羊群行为^[3]，股票市场日历效应^[4]、规模效应^[5]、惯性效应^[6]、反转效应^[7]不断涌现，非理性的错误定价现象大量存在，而新古典投资理论无法对这些异象做出合理解释，人们开始对有效市场假说质疑。面对资本市场存在的种种异象，一些金融学家在卡尼曼和特维尔斯基（1979）提出的非线性效用理论（前景理论）基础上，从金融活动参与者人的行为本身来解释这些异象，针对有效市场假说的投资者“理性假设”进行批判。投资者“理性假设”包含两层含义：一是投资者在进行投资决策时都是用效用最大化为目标。二是投资者能够对已知信息做出正确的加工处理，从而对市场趋势做出无偏估计。但在经济金融实践中，并非每个市场投资者都能完全理性地按照理论中的模型去行动，人们由于自身认知的局限性以及在投资决策过程中经常受情感、偏好、心理因素影响；对风险和效用的态度易变；等等。非理性行为在资产价格及投资决策中发挥着不容忽视的作用。因此，不能将人们自身的主观因素作为假设排斥在外，决策者的行为分析应纳入理论分析之中，理论研究应从“应该怎么做决策”转变为“实际是怎样决策的”，揭示人的心理因素在决策行为中的作用，从而使研究更接近实际。

对人的“理性假设”质疑的诺贝尔经济学奖获得者赫伯特·西蒙（Herbert Simon, 1956），他认为作为决策者个体是“有限理性”的，因为人们面临复杂的、不确定的环境，不完全的信息，个体的计算能力和认识能力是有限的，

[2] 套利均衡是指市场上的投资者的竞争会推动偏离资产价值的资产市场价格回归其基本价值。

[3] 羊群行为是指在一个投资群体中，单个投资者总是根据其他同类投资者的行动而行动，在他人买入时买入，在他人卖出时卖出。

[4] 日历效应是指金融市场与日期相联系的非正常收益、非正常波动及其他非正常高阶矩，主要包括季节效应、月份效应、星期效应和假日效应，它们分别指金融市场与季节、月份、星期和假日有关的非正常收益、非正常二阶矩及其他非正常高阶矩。如一月效应：股价报酬在一月特别高。

[5] 规模效应也称小公司效应，是指股票市值为衡量标准的公司规模大小和该股票的市场收益率之间呈相反的关系。即小公司的报酬比大公司高。

[6] 惯性效应是由 Jegadeesh 和 Titman（1993）提出的，是指股票的收益率有延续原来的运动方向的趋势，即过去一段时间收益率较高的股票在未来获得的收益率仍会高于过去收益率较低的股票。

[7] 反转效应指过去一段时间收益率较高的股票在未来获得的收益率将会低于过去收益率较低的股票。

决策者不可能无所不知。西蒙的研究第一次证实决策与判断不仅仅是建立在数学模型和逻辑推理基础之上,同时也是建立在人的偏好、信念和情感基础上,即人们所做出的决策和判断并不是完全理性的“最佳选择”,而是人类心理感觉上的“最满意选择”^[8]。另一位诺贝尔经济学奖获得者加里·贝克尔(Becker, 1962)进一步认为经济活动中非理性行为大量存在,经济活动中的理性行为和非理性行为是相伴相随的。斯坦福大学的卡尼曼教授和普林斯顿大学的特沃爾斯基(Kahneman and Tversky, 1979)教授系统论述了在不确定条件下行为个体的非理性心理特征和认知偏差,提出了“前景理论”(Prospect Theory),他们研究了人们非理性行为背后的原因,认为个体的行为不仅受到利益驱使,而且还会受到自身启发式思维和认知偏差等心理因素的影响,人们的行为决策不可能达到完全理性程度。至此,新古典经济学人的“理性假设”受到极大挑战,决策者非理性行为开始受到普遍的关注和研究。

放松经济学、金融学、公司财务理论中决策者的“理性假设”,与行为学、认知心理学、社会心理学相结合,对应地产生了行为经济学(Behavioral economics)、行为金融学(Behavioral finance)和行为公司财务(Behavioral corporate finance)^[9]。行为经济学是将经济主体的非理性心理作为研究对象,对微观经济主体中非理性行为规律进行系统研究的一门新兴交叉学科。行为金融学则是在行为经济学理论基础之上重点研究证券投资者的非理性行为、决策规律、投资者心理与行为对证券市场资产价格决定带来重大影响,以及证券市场大量出现的异常现象(噪声交易、羊群行为等)。行为公司财务理论则是将投资者和管理者的认知偏差、情绪偏好等理论应用于公司财务决策领域中,在行为范式下研究外部资本市场的无效性和内部管理层的非理性对公司的投资、融资、资本结构、股利政策和兼并收购等财务决策的影响。

行为公司财务理论主要关注投资者非理性和管理者非理性对市场异象和公司资本配置行为的影响,对新古典投资理论无法解释的异象做出合理解释。目前,行为范式下的公司财务研究主要是从投资者非理性与管理者非理性两条线路展开。投资者非理性对公司财务决策影响中最著名的研究成果当属 Stein (1996) 的市场时机假说。该假说认为市场上投资者的非理性行为使股票价格偏离了其基本价值时,理性的管理者应该充分利用这种有利条件进

[8] 转引自斯科特·普劳斯著,施俊琦,王星译,决策与判断,人民邮电出版社,2004

[9] “Behavioral corporate finance”对应的翻译有:行为公司金融、行为公司理财、行为公司财务。为了与行为金融相区别,本研究采用“行为公司财务”,其含义与“行为公司金融”“行为公司理财”相同。

行资本配置决策。即当公司的股价被高估时,公司管理者应通过发行股票来进行股权融资;反之,当股价被低估时,则应回购股票或进行债务融资。由于投资者非理性的大量存在,市场不能完全正确地反映公司价值,公司管理者在股价偏离价值时也会受到市场的影响,从而错误地选择融资方式、错误地进行项目投资等财务决策。具体到企业投资领域,当投资者过分悲观估计公司股价时,管理者可能会因资本成本太高而放弃优良的投资项目,当投资者过度高估公司股价时,也会给管理者带来过度自信的倾向,造成对一些净现值为负的项目进行投资。由此可见,这种对企业财务决策产生外部影响的投资者非理性行为会增加管理者的压力或者干扰其心理判断,使财务决策偏离正确的道路;但这是一种发生于公司外部的、对公司财务决策产生间接作用的市场影响,该影响的最终效果还有赖于资本市场有效性及传导机制的顺畅程度。就我国而言,目前我国的资本市场有效性程度较低,尚不能完全充分发挥价格机制对公司投资行为的引导作用,市场对管理者的外部监督力度也较弱。将市场投资者非理性心理导致的高估或低估股价传导至公司管理层,进而影响公司财务决策的效度和力度尚有待检验;而企业的管理者直接控制着公司的经营管理权和财务决策权,对投资行为和公司价值的影响迅速、且具有直接效果,因此,笔者在此关注的是因管理者认知偏差下的非理性心理特征导致偏离最优投资决策的行为。这种行为产生于公司内部、源于组织决策过程,具有直接影响,特别是在企业创始人“决策一言堂”现象突出时,这种非理性心理影响投资决策的制定就会更加明显。

当前,我国正处于现代公司制度逐步建立和完善时期,企业财务决策权不论是规模不大、处于初始阶段的企业采用集权方式(个人绝对权力式)还是规模较大的公众公司采用分权方式(决策权在股东、董事会和经理班子三种机构中进行分配)都存在着决策者非理性心理作用于决策过程的事件,导致非效率投资、投资决策失败,公司利益遭受极大损害,如2004年的中航油(新加坡)股份有限公司事件。该公司的对外金融投资一直由总裁兼集团副总经理陈久霖操控,他违规进行石油衍生品期权交易,对自己的判断过度自信,石油期权出现亏损时没有及时止损,固执坚守,因资金链断裂被逼仓,造成5.5亿美元的巨亏,最后公司申请破产保护。另一个典型案例是我国太阳能多晶硅片生产企业江西赛维。江西赛维于2007年6月1日在美国纽约证交所挂牌上市,在年轻气盛的董事长彭小峰的带领下赛维迅速扩张,大力举债投资扩建新基地,目前已成为亚洲规模最大、世界排名第二的太阳能多晶硅片生产企业;但自2011年起,受欧债危机、主要光伏装机大国下调补贴水平、行业产能过剩等因素影响,江西赛维发展局势很快就掉头直下,2011年报显示

其净利润亏损 6.21 亿美元，负债总额高达 60.09 亿美元，资产负债率增加至 87.67%。由于投资过度，其资金链已经断裂，深陷产能扩张的泥潭，公司大厦将倾。这固然有政府不断鼓吹“大干快上”之风导致整个行业发展过猛，产能过剩，以及国外市场需求急剧下降等外部因素，但更深层次的原因来自于公司创立者彭小峰本人“无所顾忌、勇往直前”的莽撞个性。他过高地估计了行业发展前景，忽略了企业扩张存在的重大风险，由于过度自信、控制幻觉等非理性心理在其投资决策过程中占据主导作用，导致公司过度扩张，经营陷入困局而面临破产重组的境地。

在资本市场上也存在不少公司高管们盲目跟风投资热门行业的事件，如 20 世纪 90 年代末互联网一片龙腾虎跃，众多资本纷纷进入互联网行业，从国内的旗帜网站新浪、搜狐到雨后春笋般冒出的几百万个大小门户网站，然而戏剧性的一幕出现在 2000 年，在短短的一年时间，中国互联网行业从顶峰瞬间跌入低谷，从狂热到剧冷，从热捧到抨击，走完了两个极端之间的全部历程。互联网泡沫的破灭给我们当头一棒，互联网是一个新兴产业，在风险资本的热捧下很多公司一窝蜂涌向这个产业，而市场供给远远大于需求，即使是投资新兴行业、朝阳产业，如果非理性地盲目跟风投资，一拥而上跟进热门行业，都会招致失败，付出巨大代价。还有很多公司的管理者们在面对先前投入而前景欠佳的项目，继续运行下去风险越来越大项目失败的可能性较大时，仍然继续投资，期望能扭转局面，收回投资。这种非理性的投资行为被人们称为“恶性增资”现象，项目投资决策者的确定性损失厌恶、证实偏差等非理性心理在决策过程中发挥了重要作用，结果往往是损失越来越多，最终仍以失败告终。

上述种种非理性的投资行为不仅损害了股东利益，也浪费了社会资源，给公司股东、企业员工乃至政府国家带来巨大损失。目前的研究大多数是在新古典经济学理性范式下，从委托代理视角、制度成本视角出发研究公司财务决策，认为“代理成本”“交易成本”对投资效率产生重要影响，从而主张采用激励相容机制来解决代理问题，建立市场经济体制、完善公司治理机制来降低交易费用。然而实践证明，良好的激励机制、完善的公司治理体系也不能保证公司投资决策不出现失误，当管理者自身存在非理性的认知偏差、无法正确判断投资决策时，各种机制都无法发挥作用。这就提示我们：对于投资决策的失败应考虑人的主观因素，决策者自身出现了系统性的认知偏差。20 世纪 50 年代以来兴起的心理学实验表明系统性认知偏差在不确定的决策环境下发生的频率更高，当公司管理者面对不确定的投资项目时，他的情绪、情感和偏好等心理因素和认知偏差影响其决策判断过程，使他无法按新古典

经济学中人是“完全理性”的假设那样做出正确决策和判断。因此，我们需要突破人的“理性”假设，在行为范式下探寻由于认知偏差和心理因素的影响而表现出系统性的非理性心理对财务决策的影响。

在行为范式下探究财务决策问题并非全盘否定新古典经济学的研究方法，新古典经济学的均衡分析理论、边际分析法在分析经济现象时仍是有效的，但由于新古典经济学假设人是完全理性的，违背了人存在非理性特质这一事实，在分析市场异象和存在问题时就往往捉襟见肘，因此有必要引入行为变量，对现有理论进行修正。将行为范式引入金融领域，因研究对象不同其又有两个分支：行为金融理论和行为公司财务理论。行为金融理论的研究重点是证券投资者非理性行为及套利有限性情境下资产定价问题，行为公司财务的研究重点是管理者非理性行为下财务决策失误问题。行为范式的研究始于 20 世纪七八十年代，经历三十多年的发展，研究成果枝繁叶茂，但仍未形成一个完整系统的体系。理性范式的拥护者常批评行为范式的理论过于零碎，因为它所运用的心理学理论太多，不确定条件下人们的心理感受是不同的，由于环境的稳定性，非理性心理下的决策行为也各不相同，很难找到一个系统化方法研究问题。但我们不能因为理论基础的纷繁和研究模式的复杂就忽略人的非理性心理对行为决策的影响，放弃在行为范式下财务决策问题的研究。

进入 21 世纪以来，我国已有越来越多的学者开始在行为范式下考察资本市场资产定价效率和企业财务决策行为问题，就目前的成果来看，现阶段的研究大多数是对西方行为金融理论的引入、介绍和评价方面，虽然也有学者尝试进行了一定时间范围的大样本实证检验，但由于研究样本、变量选取和方法模型的差异，尚未形成较为统一的研究结论。在此现实背景下，本书以 Shefrin (2007) 总结的决策者由于认知偏差和心理因素做出错误决策的十种心理现象为研究基础，在行为范式下用案例研究和大样本实证检验的方法检验决策者非理性心理在投资决策过程中的存在性及其对企业绩效或是企业价值的影响。

人们的心理现象主要包括偏差类的过度自信、证实偏差、控制幻觉；直接推断类的可得性推断法、情感性推断法和框架效应类的损失厌恶、确定性损失厌恶；等等。本书将这些现象对投资决策的影响一一进行分析，并总结出这些非理性心理现象导致的三种最典型、最稳定、最具有代表性的非理性投资行为，分别是管理者过度自信、羊群效应和沉没成本效应。对它们进行实证检验或案例分析，重点研究这三种非理性行为对企业投资规模、投资频率、投资效率产生的影响，以期更好地解释企业投资过程中因人的行为心理因素导致的投资失误问题。

1.1.2 研究目的与意义

1. 研究目的

金融资本市场存在的市场异象和企业投资失败的案例表明：新古典经济学理性范式已无法合理解释投资决策存在的异象和种种问题。当企业管理者即企业的大股东或企业管理者充分履行受托责任，代理成本很低时；当公司治理机制健全运作规范，交易成本很低时，委托代理理论和公司治理理论同样也无法解释企业投资决策失败的原因。随着心理学实验研究的发展，人们开始从决策者——人的身上寻找问题的所在。突破人的“理性假设”，在行为范式下研究管理者自身因认知偏差和情感、偏好等心理因素对企业投资行为的影响。公司管理者由于非理性心理造成的“行为成本”比“代理成本”更隐蔽、更大、更不容易解决（Shefrin, 2007），因此该领域的研究存在更多的挑战与创新。

本书的研究目的在于借鉴认知心理学、行为金融学和行为公司财务理论的研究成果，探讨我国上市公司管理者非理性心理对投资决策行为及效率的影响，以期揭示认知偏差、情绪、偏好、情感等心理因素与非效率投资行为的内在联系。本研究试图回答以下问题。

（1）公司投资决策过程中，公司管理者经常会出现哪些具体的非理性行为？其原因是什么？与哪些因素有关？

（2）上述非理性行为对公司投资决策是否发生影响，会发生怎样的影响？

（3）如何提炼非理性认知偏差变量？

（4）基于行为公司财务理论如何解决以上问题？

21 世纪以后，国内学者也开始关注行为公司财务理论对企业财务决策的解释力。但他们的研究主要围绕决策者非理性心理的存在性与企业财务决策是否相关等问题展开，在研究方法上，由于心理特征难以刻画、非理性心理的代理变量很难直接获得，实证研究中最重要变量选择问题一直困扰着我们进行大样本资本市场的实证检验。因此，本书将在前人研究的基础上，探寻能够最大程度上反映管理者非理性心理的代理变量，尝试进行我国的资本市场中管理者非理性心理与投资行为的实证检验。

2. 理论意义

（1）对新古典经济学的两个主要假设理性经济人和有效市场假设的合理性进行讨论。当主流的经济金融学对金融市场异象和谜团^[10]无法解释时，人们开始对新古典经济学中人的“理性假设”进行深刻反思，从影响投资者决策的心理因素出发，以心理学、行为学实验研究成果为依据，充分考虑人的

[10] 如“阿莱斯悖论”“股权风险溢价难题”“追风（羊群）效应”“偏好颠倒”等等。

心理因素作用，为人们理解金融市场异象和不合理的决策行为提供一个更贴近事实的视角，在行为范式下研究企业财务决策特别是投资决策中存在的问题，对主流金融财务理论进行有益补充。

(2) 著名的行为经济学家卡尼曼教授于 2002 年获得诺贝尔经济学奖后，越来越多学者进行了行为金融和行为公司财务方面的研究，但西方学者普遍将研究重点放在证券市场投资者非理性对公司资产定价、投融资决策、股利分配决策的影响上，行为金融领域的成果很丰富很活跃。相对而言，管理者非理性如何影响公司财务决策的研究比较滞后，行为公司财务理论的发展较缓慢。这主要是因为管理者非理性心理较难描述刻画，非理性心理如何作用于财务决策过程等难题困扰研究的开展，本书正是在人们研究的薄弱领域寻找突破口，对影响投资决策主要的非理性心理现象进行研究，拓展和丰富现有的行为公司财务理论。

(3) 行为公司财务理论作为一门新兴的学科，它的发展动力来源于人们对各种经济现象进行不断收集、挖掘和探索。虽然本书并非探寻人们由于认知偏差、情感、偏好和情绪等心理因素影响产生了新的心理现象，而是对已为人们发现并得到最广泛认同的三种非理性投资行为进行总结分析，对它们在管理者进行投资决策中是否发挥了显著作用及其对投资效率的影响进行实证检验。这样可以进一步为行为公司财务理论在我国的运用提供经验证据，为行为公司财务理论形成系统完整的学科框架提供理论和实际支持，也为理论的可靠性、可验证性提供更多的案例和经验支持。

(4) 在行为范式下研究公司投资行为问题，关注点从“物”转变到“人”，为公司行为财务理论在我国资本市场的运用提供新的经验证据，为我国上市公司投资行为研究提供新的研究思路，也为上市公司非理性投资行为、投资方向、投资效率等相关主题研究提供经验数据。

(5) 管理者非理性方面的实证研究一直落后于投资者非理性很大一部分原因在于人们较难剔除干扰，找到合适的代理变量衡量非理性心理对决策过程的影响。本书借鉴了国内外学者的研究成果，在他们挖掘出现有代理变量基础上做适当调整，并考虑我国特有的制度背景因素（产权性质、产权结构）对企业投资行为的影响，在控制了公司自身特征因素和宏观经济因素的基础上检验管理者非理性心理对投资行为、投资效率的影响，得到更为准确的结论，为行为公司财务理论在我国的实证研究提供更多的数据支持。

3. 实践意义

(1) 揭示了管理者认知偏差、情感、偏好等心理现象与非效率投资的潜在关系，突破新古典经济学的“理性假设”，从决策者心理特征出发研究企业