



系统与决策丛书 / 杨建梅 主编

基于行为的 公司资本投资决策方法研究

邵希娟 杨建梅 著



科学出版社

www.sciencepress.com

系统与决策丛书/杨建梅主编

基于行为的公司资本 投资决策方法研究

邵希娟 杨建梅 著

广东省人文社会科学基地华南理工
大学新型工业化发展研究所资助

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书应用行为决策的理论与研究方法解决公司资本投资决策中的实际问题,提出了考虑决策者非理性行为的理性决策方法,并以案例说明其应用。

传统的公司资本投资决策方法是以“理性人”和“资本市场有效”为前提,但现实中往往存在两种非理性行为——公司管理者非理性行为和证券投资者非理性行为以及由其导致的资本市场非有效。本书首先提炼出传统的公司资本投资决策方法的逻辑步骤和具体技法;然后,归纳出这两种非理性行为在公司资本投资决策中的具体表现、发生原因及影响;其次,基于行为金融与行为公司金融的前沿理论,提出了减少管理者非理性行为影响的具体方法,以及资本市场非有效下求贴现率、计量融资效应的技术路线;最后,改进传统方法的逻辑步骤并对具体技法集成,形成了更贴近现实的方法。这不仅发展了 Shefrin 等人在行为决策方面的理论,而且有助于提高公司资本投资决策的质量和效率。

本书可供企业管理者及金融研究机构 and 高等院校的人员,尤其是工商管理、经济金融类专业的研究生和本科高年级学生使用。

图书在版编目(CIP)数据

基于行为的公司资本投资决策方法研究/邵希娟,杨建梅著. —北京:科学出版社, 2009

(系统与决策丛书)

ISBN 978-7-03-023089-8

I. 基… II. ①邵…②杨… III. 公司-投资-经营决策-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 151336 号

责任编辑:陈亮 王京芬/责任校对:陈玉凤
责任印制:张克忠/封面设计:耕者设计工作室

科学出版社出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

新蕾印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2009 年 2 月第 一 版 开本: B5(720×1000)

2009 年 2 月第一次印刷 印张: 15 1/2

印数: 1—2 000 字数: 283 000

定价: 38.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换〈新蕾〉)

作者简介



杨建梅,女,1946年生,陕西人,博士,教授,博士生导师,华南理工大学工商管理学院系统与管理决策研究中心主任。获广东省第四届丁颖科技荣誉奖,享受国务院政府特殊津贴。

从事系统科学、产业经济学、管理科学等学科交叉领域的教学与研究。主要理论成果有:提出了产业结构系统工程研究框架、利益协调软系统方法论、企业战略研究的系统方法论、企业知识管理的系统方法论以及企业竞争关系与对抗行动的双层复杂网络模型;另外,对西蒙复杂性构造理论在产业结构中的应用、沃菲尔德复杂性构造理论在软件过程改进及产业政策中的应用、切克兰德人类活动系统在企业中的应用途径等也做出了创新性工作。

先后主持与参加过国家自然科学基金、国家社会科学基金、教育部博士点基金、人文社会科学基金及广东省自然科学基金等项目的研究,主持的国家自然科学基金项目被评为优秀研究成果。

已在 IEEE Transactions on Systems, Man, and Cybernetics 等国内外著名学术刊物及国际会议论文集上发表学术论文近百篇,专著 4 部,译著 1 部。专著《区域产业结构系统工程——理论和实践》1995 年获国家教育委员会首届人文社科优秀研究成果二等奖等奖项,专著《大陆台资 IT 产业结构研究:一个系统框架》2007 年获广东省哲学社会科学优秀成果奖励著作类一等奖,此外还获得过第六届世界经济计量大会中国投稿者前五名资助等科研奖励,入选 Marquis Who's Who in the World。



邵希娟,女,1965年生,山西人,博士,副教授,硕士研究生导师,华南理工大学“兴华人才工程”校级学术骨干教师。主要从事金融与财务决策、行为决策等方面的教学与研究。

自 2000 年至今,主持并完成 9 项科研项目;作为核心成员参加 16 项科研项目;发表学术论文 40 多篇;合作出版教材和专著 3 本。近三年先后被评为华南理工大学“优秀教师”、“优秀 MBA 任课教师”、“工程硕士研究生优秀导师”。

在广州、深圳、珠海、中山、佛山、北京、上海、苏州、杭州、郑州等地为近 50 期财务总监班和企业管理高级研修班主讲“财务报表分析方法”、“企业融资决策与财务杠杆的运用”和“企业投资决策”等专题。在传播现代财务理论的过程中广泛接触到各类企业的中高层管理者,从而针对公司财务决策行为进行了深入的调研。

知识论域体系与系统方法论 (丛书序)

本丛书之所以取名“系统与决策”，意喻本丛书由方法的“横维”与应用的“纵维”所形成的 T 形结构的具体含义。其中，“系统”一词，主要指系统方法论，包括系统科学的前沿复杂性科学中的方法论；“决策”一词，既指这些方法论的应用范围为管理领域，也指具体的决策方法。我们打算近两年先出版软件过程改进的复杂性工作程序、企业知识管理的系统方法论、企业战略管理的系统方法论以及利益协调软系统方法论等方法论方面的著作，以后希望能出版有关决策方法，主要是博弈论在经济管理中的应用以及行为决策方面的专著。

沃菲尔德提出了“基础—理论—方法论—应用”的科学论域体系。这里的“基础”不是指哲学，而是指科学的普遍前提在某个门类科学具体化后所形成的基本概念等要素，其作用是指导“理论”，而“理论”又提供概念之间关系的定律等以指导“方法论”，“方法论”提供程序以指导“应用”，“应用”反过来又影响“基础”。我们认为，哲学信仰决定了知识工作者构建何种类型的理论，应该作为一层引入；而“方法论”（methodology）一词最初指一个人追踪另一个人的路径，后来演变为做事情的原则或程序与具体的方法不同，所以，应将方法从方法论中剥离，凸显为新的一层；另外，沃菲尔德的具体科学门类的“基础”可以合并进这个门类相应的“理论”层次，这样，就可以得到我们的“哲学信仰—理论—方法论—方法—应用”的知识论域体系，其所以称为知识论域体系，是因为哲学不属于科学的范畴。这个体系中各层之间的支配关系仍然与沃菲尔德科学论域体系中的相同，这样，由于本丛书的系统方法论与决策方法分别属于方法论层次与方法层次，从而系统方法论必然地决定着何种决策方法的采用。

沃菲尔德的复杂性工作程序属方法论层次，其上一层的“理论”层面，包括复杂性概念、复杂性的定律、分类及指数等内容；其下一层则包括诸如著名的解释结构模型、名义小组方法等众多的管理复杂性方法。毋庸置疑，软件产品比较复杂，应该在复杂性科学的指导下，通过过程改进来保证其质量。开始是直觉告诉我们，可以用沃菲尔德的“管理”复杂性科学去摸索软件过程改进的方向，后来在探讨中，通过逻辑分析发现，软件工程界提出的软件产品的本质特点，恰好与沃菲尔德的认知复杂性与情景复杂性的概念有着直接的对应关系，从而用沃菲尔德的复杂性工作程序来研究软件过程的改进就是“正当”的了。

直接起源于工程学科的最著名的系统方法论是系统工程，Hull 给出的逻辑

步骤是：问题定义—确定目标—系统综合—系统分析—系统评价—系统创建—系统实施，其本质是一个达到已给目标的最优方案的选择过程，所以，系统工程方法论决定了它与最优化决策方法具有必然的联系。1969年系统工程在阿波罗登月中的巨大成功，导致了一场将其应用于社会经济问题中去的系统运动，但结果却是失败的。通过深刻的反思，Checkland指出：系统工程是处理被设计系统问题的方法论，而社会经济问题是人类活动系统中的问题，应该用所谓的软系统方法论去处理。于是可以推出，系统工程方法论的“理论”是被设计的工程系统的各种理论，尤其是控制理论、信息论等，而其哲学信仰可追溯到Plato的“设计图”的理性主义。

Checkland软系统方法论的逻辑步骤是：感知问题情景—表达问题情景—相关系统的根定义—相关系统的概念模型—概念模型与对问题感知的比较—寻找期望与可行的变革—行动以改善问题情景，其本质是一个学习过程，所以，软系统方法论使用比较、讨论的学习方法。Checkland强调人类活动系统是通过感知得到的，对同一个问题情景，每个人都会有自己的不同的感知。由此可知，软系统方法论的“理论”是Weiber的社会学理论，其哲学信仰是Husserl的现象学。

利益协调软系统方法论是对Checkland软系统方法论的发展，用于处理利益冲突明显的所谓软人类活动系统中的问题。它以利益协调过程代替单纯的学习过程，其使用的方法是博弈论等群决策的方法。

Flood与Jackson将众多的、分别基于自然实证主义的系统方法论与基于人文化主义的系统方法论，根据系统隐喻加以分类式集成，形成了系统方法论的系统体系，以及使用这个体系的全面系统干预元方法论。这些系统隐喻有包括团队、联盟、监狱隐喻的政治隐喻，以及机器、有机体、大脑、文化隐喻等。全面系统干预元方法论的“理论”是评论式系统思考的多元主义、社会学意识以及人类解放的理论，其哲学信仰是Habermas的批判诠释学。

通过政治隐喻，我们将利益协调软系统方法论纳入系统方法论的系统之中。在扩充了的系统方法论体系的基础上，结合企业战略研究的九大学派，提出了企业战略管理的系统方法论；结合企业知识管理本身的方法论，提出企业知识管理的系统方法论。这些企业管理系统方法论的提出，不仅对企业管理有用，而且也为系统方法论摆脱空洞名声找到了一个“与具体学科本身的方法论相结合”的出路。

本丛书已出版的《软件过程改进的复杂性工作程序研究》以及《企业知识管理方法论研究》都属于管理系统方法论方面的专著。而《基于行为的公司资本投资决策方法研究》一书，正像前面所说，是属于决策方法方面的专著。

该书从行为决策的视角，批判地审视了传统的公司资本投资决策的程序与方法，除为传统程序补充了两个步骤外，还指出了原程序每一步骤可能的行为偏差因素，给出了修正的方法，从而提出了一个新的、考虑了公司管理者与证券投资

者双方非理性行为的、公司资本投资决策的程序与方法。

我们知道程序即方法论，所以也可以这么说，《基于行为的公司资本投资决策方法研究》一书，关注的仍然是方法论问题。进一步分析还可以看出，传统的公司资本投资决策的程序，具有系统工程方法论的属性；而基于行为的公司资本投资决策方法，与软系统方法论相似，是在对系统方法论加以修正的基础上形成的。不过它不是从现象学角度，而是从心理学角度，不是针对更广泛的问题情境而是针对一个具体的问题来修正的。所以该书遵循了前两本书的轨迹，关注的不仅是方法论问题，而且仍然是系统方法论问题。

本丛书即将出版的几本书是我们研究团队共同完成的成果。作为探索性的努力，错漏之处在所难免，诚挚地希望读者不吝赐教！

杨建梅

2004年8月于广州

2008年12月再补充

前 言

资本投资决策是公司最重要的管理决策之一，同时也是跨时期的信息不完备条件下的不确定性决策。行为决策研究表明：在不确定条件下决策时，人们往往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行为。行为公司金融研究表明，公司管理者在决策中的非理性行为往往导致严重的决策失误；行为金融研究表明，由于证券投资者非理性行为及套利有限导致股价长期严重偏离其内在价值，即资本市场并非有效。但传统的资本投资决策方法是在规范经济学的范式之下建立和发展的，是在一些极端的假设前提下推导出来的。虽然 20 世纪 80 年代后，随着代理理论、信息经济学的发展，其假设不断得到放松，但目前，公司资本投资决策方法仍然内含假设：“管理者理性”、“资本市场有效”。因此，目前教科书中介绍的公司资本投资决策方法并不完全适合现实，出现了一些亟待解决的理论问题和实践问题。自从 2002 年 Kahneman 获得诺贝尔经济学奖后，行为决策、行为金融、行为公司金融的理论得到快速发展，为解决这些问题提供了理论基础。本书正是应用这些前沿理论探索这些亟待解决的问题。

本书是基于行为的公司资本投资决策方法的研究，其中“基于行为”包含两层含意：一是研究内容基于人们真实的行为，即研究中不仅考虑人们的理性行为，还考虑人们的非理性行为；二是研究依据基于对决策行为的调研结果和行为理论，包括行为决策理论、行为金融理论和行为公司金融文献。因此，本书的研究方法既包括观察、访谈、问卷调查、统计检验、回归分析、案例分析等实证研究方法，也包括文献研究、对比分析、演绎推理等理论分析方法。全书的主要内容和结构如图 1 所示。

第 1 章：绪论。首先介绍随着行为决策理论的发展，资本投资决策方法面临的问题；然后评价非理性行为及其对公司资本投资决策影响的研究；最后说明本书研究中所遵循的公司资本投资决策的目标、路径及关键性概念的界定。

第 2 章：传统的公司资本投资决策方法与行为决策理论的发展。首先，将零散分布于财务管理、项目投资决策理论中的有关公司资本投资决策的传统方法，从方法论的高度进行集成，给出了传统的公司资本投资决策方法论的逻辑步骤；然后，对行为决策理论、行为金融理论中与本研究相关的部分进行提炼；最后梳理行为决策理论的发展阶段，为本书的研究定位提供理论依据。

第 3 章：投资决策过程中管理者非理性行为及其原因分析。在调研和文献研究的基础上归纳出 12 种具体的非理性行为并按照决策逻辑步骤分为 3 类。然后根据调研和行为决策理论，提出初步的原因解释，按照里克特 5 级标度设计问卷

进行认可检验，归纳得出导致每一个具体的非理性行为的原因。田洪红通过软件对收回的问卷进行了数据整理，完成了本章中的统计处理。

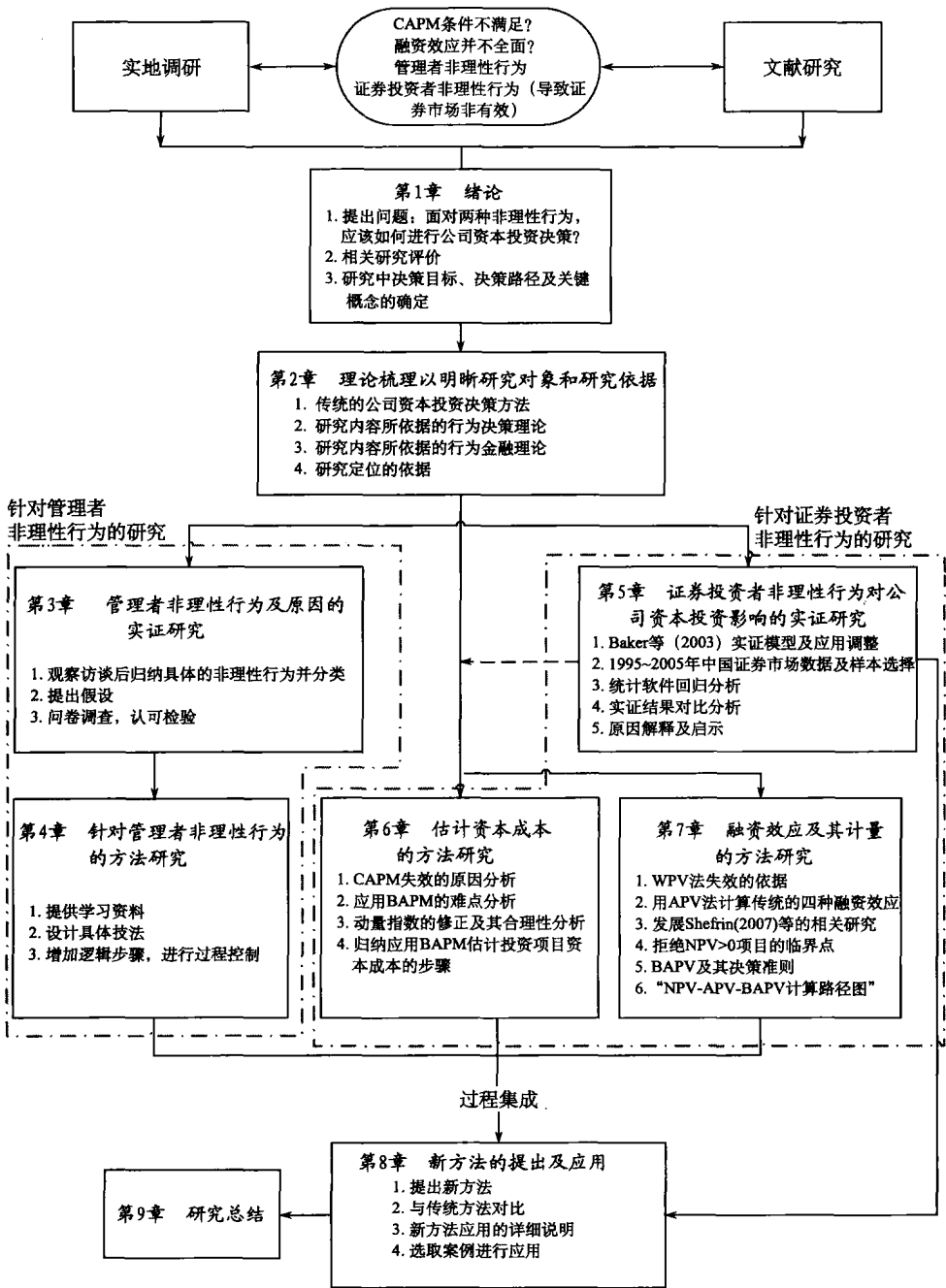


图 1 研究内容与结构

第4章：针对管理者非理性行为的投资决策方法。主要是基于第3章的研究结论与 Shefrin 等（2007）的研究思路，设计思考框架、分析图形、警示语、表格等具体的决策技法，以减少管理者非理性行为所带来的错误。

第3~4章是针对公司管理者非理性行为进行的研究；第5~7章是针对证券投资者非理性行为进行的研究。

第5章：证券投资者非理性行为对公司资本投资的影响。其中，运用 Baker 等（2003）的研究方法和中国证券市场的数据，并与国外其他研究结论进行对比，分析形成这一现象的原因，以便了解股票市场非理性行为对公司资本投资决策影响的机制与影响条件。陈晓霞、陈惠芝参加了这一章研究中资料搜集、样本选择、统计分析方面的工作。

第6章：证券投资者非理性行为与资本成本估计方法。基于行为金融理论进行分析并对现有研究进行改进；利用修正的动量指数将证券投资者的情绪引入决策模型；归纳出利用 BAPM 求资本成本的逻辑步骤。

第7章：证券投资者非理性行为对融资效应的影响。在分析不完善市场产生的融资效应计算方法的基础上，分析证券投资者非理性行为新产生的融资效应及其计量问题，提炼出行为视角下融资效应的计算路径。

第8章：基于行为的公司资本投资决策方法及应用。将研究结果集成，提出了“基于行为的公司资本投资决策方法”；并对该方法的应用过程及应用所需要的基本资料进行详细说明；最后通过一个案例说明该方法的应用。在邵希娟的指导下，吴黎明、孔蕾蕾编写了第8.3节，田洪红、吴黎明编写了第8.4节。

第9章：基于行为的公司资本投资决策方法研究总结

总之，本书基于对实际行为的调研和行为决策的前沿理论，针对管理者可能存在的非理性行为和证券市场非完全有效，对传统的公司资本投资决策方法进行重新审视和分析，提出了一种更切合实际的公司资本投资决策方法，包括决策的逻辑步骤和具体技法两方面的改进，这有利于提高公司的资本投资决策质量。同时，实证研究所得到的公司资本投资决策中具体的非理性行为及其发生原因或作用机制对行为决策的理论研究具有一定的参考作用；一些具体技法对金融服务公司有效提供上市公司信息也有帮助。

作 者

于华南理工大学工商管理学院

新型工业化发展研究所产业分析与决策研究中心

2009年1月

目 录

知识论域体系与系统方法论（丛书序）

前言

第 1 章 绪论	1
1.1 公司资本投资决策方法面临的问题	1
1.2 非理性行为及对公司资本投资决策影响的研究评价	5
1.2.1 决策者非理性行为的研究	5
1.2.2 证券投资者非理性行为对公司资本投资决策影响的研究	7
1.2.3 公司管理者非理性行为对公司资本投资决策影响的研究	11
1.3 公司资本投资决策目标、路径与关键概念.....	13
1.3.1 公司资本投资决策目标的确定	13
1.3.2 公司资本投资决策路径的选择	15
1.3.3 “非理性行为”等关键概念的界定	16
第 2 章 传统的公司资本投资决策方法与行为决策理论的发展	19
2.1 传统的公司资本投资决策方法的逻辑步骤.....	19
2.2 传统方法中的行为假设与现实中的行为偏差.....	22
2.3 资本资产定价模型的理论核心与发展.....	28
2.3.1 现代投资组合理论及其关键概念	29
2.3.2 资本资产定价模型及其假设条件	32
2.3.3 行为资本资产定价模型与动量指数	34
2.3.4 行为组合理论与现代组合理论的比较	35
2.4 行为决策及其理论发展阶段.....	37
2.4.1 行为决策与理性决策的比较	37
2.4.2 行为决策理论的发展阶段.....	39
第 3 章 投资决策过程中管理者非理性行为及其原因分析	42
3.1 公司管理者非理性行为的发现途径及分类.....	42
3.1.1 公司管理者非理性行为的发现途径	42
3.1.2 公司管理者非理性行为的分类	44
3.2 估计现金流过程中的非理性行为及原因解释.....	45
3.2.1 计算基准 NPV 时将利息作为增量现金流	46
3.2.2 没有考虑营运资本	47

3.2.3	没有考虑机会成本	48
3.2.4	忽略竞争对现金流的具体影响	50
3.2.5	高估收入低估成本	51
3.2.6	沉没成本效应	53
3.3	确定贴现率过程中的非理性行为及原因解释	56
3.3.1	根据项目的全部风险确定要求的收益率	57
3.3.2	一个贴现率通用	58
3.3.3	认为资本成本取决于融资而不是投资项目	59
3.4	决策指标选择过程中的非理性行为及原因解释	61
3.4.1	使用静态回收期	61
3.4.2	使用基于利润的指标	64
3.5	原因解释的认可检验	65
3.5.1	原因解释的假设汇总	65
3.5.2	问卷设计与样本选择	67
3.5.3	问卷的统计处理结果	68
3.5.4	检验结果分析	72
3.6	本章小结	75
第4章	针对管理者非理性行为的投资决策方法	77
4.1	管理者非理性行为导致的行为成本分析	77
4.1.1	行为成本的含义	77
4.1.2	行为成本与代理成本的比较	78
4.1.3	行为成本与机会成本的比较	80
4.1.4	减少行为成本的总体思路	81
4.2	减少估测现金流中非理性行为的方法	84
4.2.1	了解估测现金流中经常出现的非理性行为及原因	84
4.2.2	构建判断增量现金流的思考框架	85
4.2.3	分析竞争优势与现金流之间的关系	86
4.2.4	理解过度自信及其影响	88
4.3	减少风险分析和贴现率确定过程中非理性行为的方法	91
4.3.1	了解贴现率确定过程中的非理性行为及原因	91
4.3.2	明晰风险调整的概念框架	91
4.3.3	掌握资本成本概念及估计方法	93
4.4	减少决策指标选择过程中非理性行为的方法	96
4.4.1	减少“使用静态回收期”的方法	96
4.4.2	减少“使用基于利润的指标”的方法	98

4.5	估测现金流的直接法	99
4.5.1	间接法的不足之处	100
4.5.2	直接法的操作步骤和基本表格	101
4.5.3	直接法的优点	102
4.6	本章小结	103
第5章	证券投资者非理性行为对公司资本投资的影响	105
5.1	实证模型与样本选择	105
5.1.1	实证指标与回归方程	105
5.1.2	样本选择和数据来源	107
5.2	实证结果与对比分析	108
5.2.1	实证结果	108
5.2.2	实证结果的进一步研究	109
5.2.3	实证结果的对比分析	111
5.3	实证结果的原因分析及启示	113
5.3.1	证券市场非理性行为对公司资本投资决策影响的渠道	113
5.3.2	影响我国上市公司资本投资与股权融资之间关系的因素	114
5.3.3	对实证结果分析的启示	115
5.4	本章小结	116
第6章	证券投资者非理性行为与资本成本估计方法	117
6.1	证券投资者非理性行为对 CAPM 应用条件的影响	117
6.1.1	资本资产定价模型的应用及其核心假设	117
6.1.2	基于行为金融理论对应用条件现实性的分析	118
6.2	证券投资者非理性行为对 CAPM 应用结果的影响	121
6.2.1	关于噪声交易者界定的分析	122
6.2.2	噪声交易者非理性行为对证券市场的影响	124
6.2.3	噪声交易者风险对证券报酬的影响	127
6.3	应用 BAPM 的理论依据与难点分析	129
6.3.1	BAPM 与资本机会成本之间的关系	129
6.3.2	应用 BAPM 的难点分析	131
6.4	动量指数的修正与比较	132
6.5	估计资本成本的逻辑步骤	138
6.6	本章小结	142
第7章	证券投资者非理性行为对融资效应的影响	143
7.1	市场有效且完善情况下投资决策中的融资效应	143
7.1.1	融资结构对投资获利能力和风险的影响	143

7.1.2	市场有效且完善情况下融资对投资决策的影响	145
7.2	市场有效但不完善情况下投资决策中的融资效应	146
7.2.1	运用 WPV 法计算节税效应	146
7.2.2	运用 APV 法计算节税效应	148
7.2.3	两种方法的比较与选择	149
7.2.4	其他三种融资效应的计算	149
7.3	市场非有效情况下 WPV 方法不适用性分析	150
7.3.1	市场有效的情况下 WPV 法中贴现率的确定步骤	151
7.3.2	市场非有效下 WACC 公式的不适用性分析	152
7.4	市场非有效且不完善情况下的融资效应与 BAPV 决策准则	153
7.4.1	股价低估且公司没有债务融资能力和多余现金	153
7.4.2	股价低估且公司现金有限	154
7.4.3	融资效应研究结论的比较与集成	155
7.5	本章小结	159
第 8 章	基于行为的公司资本投资决策方法及应用	160
8.1	研究总结: 基于行为的公司资本投资决策方法的提出	160
8.2	基于行为的公司资本投资决策方法与传统方法的比较	162
8.3	基于行为的公司资本投资决策方法的详细说明	166
8.4	方法应用示例	178
8.4.1	案例描述	178
8.4.2	方法应用过程	180
第 9 章	基于行为的公司资本投资决策方法研究总结	188
9.1	研究成果	188
9.2	研究成果的创新点	191
9.3	成果的局限性与进一步研究的内容	194
参考文献		195
附录 1	案例中现金流估算表	202
附录 2	估计资本成本的数据	208
附录 3	关于“公司资本投资决策中某些行为的原因解释”的调查问卷	223
后记		230

第 1 章 绪 论

1.1 公司资本投资决策方法面临的问题

本书题目“基于行为的公司资本投资决策方法研究”中的“方法”对应英文中的“approach”，包括两部分内容：①技法（method），“做事的具体技术、工具或程序”或“具体的方法”（李怀祖，2004）。②方法论（methodology），即“方法（method）的有序安排”或“做事的逻辑步骤，其中就包含着约束人们按照某种方式行事的规则”（杨建梅，1999）。

公司资本投资是指在项目开始阶段支出大量资金，需要经历一段相当长的时期（至少超过一年）才能收回的投资，主要指固定资产投资或项目投资，一般是战略性投资，即公司在新市场、新产品、新工艺或者大规模地扩张方面的投资，它能改变公司的规模和结构（布雷利、迈尔斯、艾伦，2007）。失败的资本投资决策将导致公司一败涂地。因此，资本投资决策是公司管理者面临的最重要的决策之一，是统领融资决策、分配决策以及其他从属性或次生性财务决策的首位财务决策；有关资本投资决策的理论是现代财务理论体系中的核心部分（汪平，2003）。

就研究内容而言，公司资本投资决策属于公司金融^①（corporate finance）的范畴。就研究方法而言，对公司资本投资决策的研究一直被纳入金融学研究的理论框架之下，而金融学的理论框架又是建立在经济学的理论框架之下。传统的公司资本投资决策方法是在规范经济学的范式之下建立和发展的，是在一些极端的假设前提下推导出来的，目的是对各种财务现象及其相互关系进行本质的分析。正是由于其严格的假设，才使它们具有明晰的概念和理论框架，具备了深远的理论价值和拓展的研究前景；但严格的假设也使得它们不能直接应用于现实，后继研究者必须不断地放弃原有的不切实际的假设，在新的基础上进行研究，从而得出更符合现实、更具有应用价值的理论。目前财务管理教科书中的公司资本投资决策理论和方法是建立在“管理者理性”和“资本市场有效”的基础上，因此，其主要提供了如何判断被选方案优劣的方法、模型和步骤，很少考虑决策者认知偏差或心理因素，也忽略了证券投资者非理性及其导致的资本市场的非有效性。

行为决策研究表明：在不确定条件下，人们的决策往往受其认知偏差、情绪

^① 目前在我国，“corporate finance”有多种翻译：公司金融，公司财务，公司理财，财务管理。

和情感等心理因素的影响,从而违反理性决策理论的预测和逻辑,表现出系统性的非理性行为 [Kahneman and Tversky (1974, 1979); Camer (2004)]。行为公司金融^① (behavioral corporate finance) 研究表明:公司管理者由于非理性行为所造成的“行为成本”比“代理成本”更大、更隐蔽、更不容易控制 (Shefrin, 2007);行为金融研究表明:完全有效的资本市场在现实中是不存在的,其原因是证券投资者的非理性行为以及套利有限性 (Shleifer, 2000)。即在公司资本投资决策中面临着两种不可忽视的行为障碍——公司管理者的非理性行为和证券投资者的非理性行为 (Shefrin, 2001)。

传统公司资本投资决策方法的前提条件与现实的不一致性,使其很难满足公司资本投资决策者的需要。多年来从事公司财务决策的教学实践、管理咨询和实地调研活动 (详见本书 3.1.1 小节),使我们有机会从不同侧面认识到公司资本投资决策中管理者的行为、需求和困惑,也进一步了解到传统资本投资决策方法在应用过程中的难点、盲点和局限性。一方面,很多管理者会忽视理论中反复强调的内容,经常出现非理性行为;另一方面,严格的前提条件使有些方法在现实中不能直接应用,例如,当 MBA 学员强烈感受到股价被严重扭曲时,便会对资本资产定价模型的应用犹豫不决。

那么,在资本市场非有效得到普遍认可的今天,我们应该如何告诉管理者在决策过程中确定要求的回报率?能理直气壮地按照传统教科书所介绍的那样,利用资本资产定价模型来做吗?当证券投资者非理性行为导致股价严重偏离其内在价值时,通过发行股票为项目融资将会产生传统方法中没有考虑到的新的融资效应,可能使决策结果完全不同,那么,这种新的融资效应如何计量?它对决策指标和决策准则有什么样的影响?现实的情况迫切要求决策方法必须考虑公司内部的决策行为和外部的市场行为。

自从 2002 年行为决策学家 Kahneman 获得令人瞩目的诺贝尔经济学奖以来,决策者的非理性行为得到普遍关注和研究,行为决策理论、行为金融理论和行为公司金融理论也因此得到快速发展。特别是行为金融中的噪声交易理论、行为资本资产定价模型、动量指数构想,以及行为公司金融中 Shefrin (2007) 的纠偏思想和行为调整净现值思想等为本研究提供了直接的理论基础和方法借鉴,如图 1-1 所示。

正是由于传统公司资本投资决策方法的前提假设与前沿性研究所揭示出的现实不一致 (图 1-1), 所以出现了一些亟待解决的实践问题:

^① “behavioral corporate finance” 对应的翻译有:行为公司金融,行为公司财务,行为公司理财。其中,出现最多的是“行为公司金融”,因此,本书采用“行为公司金融”,其含义与“行为公司财务”、“行为公司理财”相同。

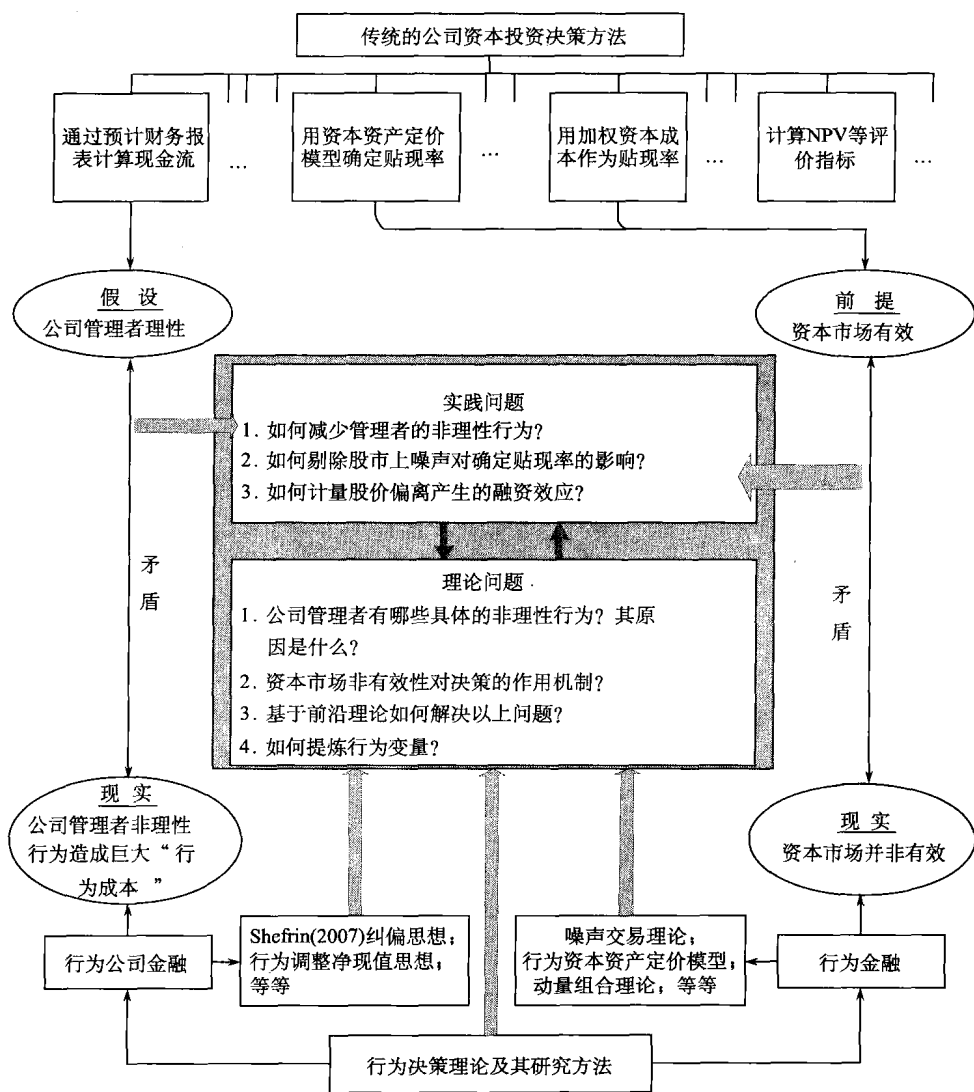


图 1-1 公司资本投资决策方法面临的问题及解决的理论基础

(1) 应该采取怎样的逻辑步骤和具体技法，才能减少公司管理者^①在资本投资决策中的非理性行为？

(2) 资本市场并非有效时，传统技法中哪些将失效？在确定贴现率过程中，

^① 本书提到的“公司管理者”对应行为公司金融文献中的“managers”[Shefrin (2007); Baker, Ruback 和 Wurgler (2004)]，特指企业重要的投资融资决策的负责者和主要参加者，包括公司决策者和决策分析者。