



—— 东南学术文库 ——
SOUTHEAST UNIVERSITY ACADEMIC LIBRARY

行为金融视角 企业集团内部资本市场效应

An Analysis of the Effect of the Internal Capital Markets
in Enterprise Groups Based on Behavioral Finance

陈菊花 ◆ 著



东南大学出版社
SOUTHEAST UNIVERSITY PRESS



—— 东南学术文库 ——
SOUTHEAST UNIVERSITY ACADEMIC LIBRARY

行为金融视角 企业集团内部资本市场效应

An Analysis of the Effect of the Internal Capital Markets
in Enterprise Groups Based on Behavioral Finance

陈菊花 · 著

东南大学出版社
· 南京 ·

图书在版编目(CIP)数据

行为金融视角：企业集团内部资本市场效应/陈菊花著. —南京：东南大学出版社，2015. 12

ISBN 978-7-5641-6233-7

I. ①行… II. ①陈… III. ①企业集团—资本市场—研究 IV. ①F276.4②F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 316165 号

行为金融视角：企业集团内部资本市场效应

出版发行：东南大学出版社

社址：南京市四牌楼 2 号 邮编：210096

出版人：江建中

责任编辑：刘庆楚

网 址：<http://www.seupress.com>

经 销：全国各地新华书店

排 版：南京星光测绘科技有限公司

印 刷：南京工大印务有限责任公司

开 本：700mm×1000mm 1/16

印 张：14.25

字 数：272 千字

版 次：2015 年 12 月第 1 版

印 次：2015 年 12 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5641-6233-7

定 价：62.00 元(精装)

本社图书若有印装质量问题，请直接与营销部联系。电话：025-83791830

编委会名单

主任委员：郭广银

副主任委员：王保平 刘 波 周佑勇

委 员：（以姓氏笔画为序）

王廷信 王 珏 王保平 田海平

仲伟俊 刘 波 刘艳红 江建中

李霄翔 陈美华 周佑勇 赵林度

袁久红 徐康宁 郭广银 凌继尧

樊和平

秘 书 长：江建中

编务人员：甘 锋 刘庆楚

摘 要

内部资本市场的构建和管理是企业集团发展中的一个重要问题,内部资本市场的配置效率一直受到业界的重视。目前人们对内部资本市场的研究大都局限在传统金融视角,并且缺乏对内部资本市场非效率问题,尤其是功能异化问题的专门研究,更鲜见从非理性角度对内部资本市场功能异化效应的研究,而新兴市场国家企业集团内部资本市场的功能异化问题往往无法从理性的传统视角得到解答。

本书试图从行为金融的视角解释企业内部资本市场的效应,尤其是功能异化效应,以扩展内部资本市场研究的视角。

本书主要采用理论与实证研究相结合的方法,从基于非理性的行为金融视角对企业集团内部资本市场效应,尤其是功能异化效应的机理进行研究,对新兴市场中导致企业集团内部资本市场功能异化效应的三种具体异化情形,即投资异化(主要是过度投资或投资不足),部门经理寻租以及利益输送(或利益侵占)进行基于心理和行为偏差方面的剖析。

本书首先回顾目前关于内部资本市场的理论研究,总结基于新制度经济学理性视角的内部资本市场研究的理论基础。其次,回顾目前关于行为金融及其主流应用领域——行为公司金融的有关理论和文献,总结目前行为金融研究的不足,指出行为金融具有广泛应用前景的领域——对新兴市场国家企业集团内部资本市场的研究。然后,先从基于理性(包括有限理性)和非理性的全视角提出了内部资本市场效应的解释框架,并从基于心理学和行为金融的视角提出对内部资本市场效应,尤其是功能异化效应的研究框架,分别用

摘

要

• 1 •

行为和心理偏差机理解释新兴市场中集团内部资本市场的三种异化功能及其结果,提出单纯基于理性视角不能解释的一些命题:企业集团内部资本市场中的过度投资和投资不足在很大程度上是由于外部投资者的非理性使得集团管理者理性应对所致,而集团管理者的过度乐观可能会缓解或加剧过度投资和投资不足;部门经理的寻租可能是其对集团总部非理性回应的结果,而集团总部及其部门经理的非理性主要是由于认知过程、情绪过程和意志过程的心理偏差所致;在新兴市场的企业集团内部资本市场存在的利益输送不一定会导致利益侵占,外部投资者和集团内部管理者的非理性也不一定会导致利益输送的非效率。这些发现在我国企业集团并不是整体上市的背景下更符合我国实际。最后,本书还以先合后分的方式对内部资本市场三种功能异化的有关基本命题进行了实证研究,分别采用基于行为和现场研究的Q方法、基于事件和问卷调查的统计计量分析方法,以及统计建模方法对有关命题进行了验证。基于有关研究结论,本书还提出了未来研究的建议方向。

本书尝试在企业集团内部资本市场的研究上做出基于内容、视角和方法的有关贡献,并在我国企业集团内部资本市场实践方面提供基于行为视角上的治理指导。有关的理论创新主要包括:提出了关于内部资本市场功能异化效应的新观点;提出了在内部资本市场中基于行为金融研究的新视角;引入了基于行为和现场面对面考察研究的新方法(Q方法);建立了关于内部资本市场效应研究,尤其是基于行为研究的分析框架;提出了加入非理性因素的测试内部资本市场效率的新模型。

Abstract

The construction and management of the ICM is an important problem in the development of Enterprise Group. Allocative efficiency of the ICM has been got attention. At present, the research on the ICM is only limited to the perspective of traditional finance, and is still lack of ICM non-efficiency problem; the specialized research on the function alienation, more rarely based on the irrational perspective. However, the functional alienation problems of enterprise group's ICM in emerging market often can not be answered from the traditional rational perspective.

It attempts to explain the effect of the Enterprise Group's ICM based on the perspective of behavioral finance to extend the perspective of the ICM research, especially the function alienation effect.

It uses a method which combines theoretical research with empirical research to study the Enterprise Group's ICM effect based on the irrational behavior financial perspective, in particular, to study the mechanism of functional alienation effect. Based on the analysis of the psychological and behavioral biases, analyzing the three specific alienation case of the Enterprise Group's ICM alienation effect in the emerging markets, as investment alienation(mainly over-investment or under-investment), department manager for rent-seeking and the transfer of benefits (or interests encroachment).

First of all, it reviews the current theoretical research on the ICM, summarizes the theoretical basis of the ICM research based on rational perspective of the New Institutional Economy. Secondly, it reviews the theory and the literature of the behavioral finance, summarizes the shortcomings of current research in behavioral finance, and points out that the field of behavioral finance has broad application prospects-the research on the Enterprise Groups' ICM in the emerging markets. And then, it proposes the framework for the interpretation of the effect of the ICM, based on the full perspective of rationality(including bounded rationality) and irrationality. Besides, it also proposes the framework for the research on the effect of the ICM based on the perspective of psychology and behavioral finance, in particular, for the research framework of the function alienation effect. Explaining the three alienation function and its results of the ICM in emerging markets using different behavioral and psychological deviation mechanism, it proposes some propositions that can not be explained based on the rational perspective: enterprise group's ICM over-investment and under-investment is largely due to the external investors' irrational response to the group managers' rational. The excessive optimism of the group managers may mitigate or exacerbate over-investment and under-investment; segment manager's rent-seeking may be the result of the response to the group's headquarters' irrationality, and the irrationality of the group headquarters and its segment manager is mainly due to the psychological deviation during the cognitive processes, emotional processes and will process; The transfer benefits of the ICM of the enterprise group in emerging markets will not necessarily lead to benefits encroachment. The irrationality of the outside investors and the group's internal managers will not necessarily lead to the inefficient transfer of benefits. These findings are more in line with the reality of our country in the context of that enterprise group in China is not listed as a whole. At last, it uses before-points analysis method to have empirical research on the basic proposition of the three functions alienation of the ICM, respectively using the Q method which is based on the behavioral and on-site research, statistical quantitative analysis method which is based

on events and questionnaires, and statistical modeling method to verify the relevant proposition. As well, the directions for future research based on the research findings is pointed out.

This book attempts to study the enterprise group's ICM to make relevant contributions based on content, perspectives and methods, and to provide guidance based on the behavior in terms of ICM practice of enterprise groups in China. Theoretical innovations include: proposing the new point of view on the function alienation effect of ICM; proposing a new perspective of ICM based on behavioral finance research; introduction of a new method-Q method which is a face-to-face study method based on the behavior and on-site visits; Establishing a framework on the effects of the ICM, particularly those based on the behavioral study; proposing a new model for testing the ICM efficiency with irrational factors.

目 录

第一章 绪论	(1)
1.1 研究背景和意义	(1)
1.1.1 研究背景	(1)
1.1.2 研究意义	(4)
1.2 相关概念界定	(5)
1.2.1 企业集团	(6)
1.2.2 内部资本市场	(7)
1.2.3 内部资本市场效应	(11)
1.2.4 行为金融学和行为公司金融	(12)
1.3 研究现状	(14)
1.3.1 关于内部资本市场效应	(14)
1.3.2 关于内部资本市场功能异化的缘由、形式和治理	(15)
1.3.3 现行研究的不足	(17)
1.3.4 本书的诠释：基于行为的视角	(17)
1.4 研究思路、内容与方法	(17)
1.4.1 研究思路和内容	(18)
1.4.2 研究方法	(23)
1.5 本书的创新之处	(27)

第二章 相关理论和文献的回顾	(29)
2.1 内部资本市场效应：新制度经济学框架内的解析	(29)
2.2 行为金融学的理论发展	(34)
2.2.1 行为金融学的理论基础	(35)
2.2.2 行为金融理论和文献的回顾与述评	(36)
2.2.3 行为公司金融理论回顾与评述	(46)
2.3 行为金融的研究不足和可扩展的领域	(50)
2.4 本章小结	(52)
第三章 内部资本市场效应：基于行为金融的理论分析	(53)
3.1 内部资本市场效应全视角解释框架	(53)
3.2 内部资本市场效应的行为金融学理论基础	(55)
3.3 内部资本市场异化功能及其效应的行为金融学解析	(57)
3.3.1 行为公司金融对内部资本市场投资异化效应的解释	(58)
3.3.2 行为公司金融对部门经理寻租效应的解释	(61)
3.3.3 行为公司金融对内部资本市场利益侵占效应的解释	(62)
3.4 本章小结	(65)
第四章 基于 Q 方法的内部资本市场功能异化效应分析	(66)
4.1 Q 方法	(66)
4.1.1 Q 方法概述	(66)
4.1.2 Q 方法的基本流程	(69)
4.1.3 对 Q 方法的评价	(71)
4.1.4 国内外 Q 方法的研究和应用现状	(72)
4.2 内部资本市场功能异化效应的 Q 方法分析	(73)
4.2.1 收集 Q 意见母本以及开发 Q 样本	(74)
4.2.2 选择受访者(P 样本)和问卷调查	(74)
4.2.3 受访者的排序以及数据分析	(75)
4.3 Q 方法研究结论和启示	(87)
4.4 本章小结	(90)

7.1.2	投资者非理性—管理者非理性	(147)
7.2	研究假设与设计	(151)
7.2.1	研究假设	(151)
7.2.2	研究设计	(155)
7.3	实证分析	(161)
7.3.1	控股股东侵占中小股东利益的实证分析	(161)
7.3.2	管理者侵占股东利益的实证分析	(168)
7.3.3	基于行为金融的实证分析	(173)
7.4	本章小结	(177)
第八章	结论、启示与展望	(179)
8.1	本书的主要成果和结论	(179)
8.2	对内部资本市场治理的启示	(181)
8.2.1	完善和优化公司治理	(182)
8.2.2	强化行为教育	(185)
8.3	研究不足与展望	(187)
附录 A:	Q 语句 Q 样本调查设计	(189)
附录 B:	基于行为金融的内部资本市场部门经理寻租问题研究调查问卷	(196)
致谢		(202)
参考文献		(204)

第一章

绪 论

1.1 研究背景和意义

企业集团是各国国民经济的主导,是内部资本市场存在的依据。目前关于内部资本市场的研究基于理性的传统金融视角,尚缺乏理性框架之外的研究,而理性假设不符合新兴市场的现实;目前研究的内容主要从效率及非效率的理性治理方面进行,尚缺乏对非效率问题本身的专门研究,而新兴市场内部资本市场功能异化导致的非效率影响了企业集团的发展,需要在揭示机理的基础上进行有针对性的治理;目前的研究方法多基于归纳和演绎的理论和实证研究,尚缺乏现场和实地的调研和观察方法,这不能深化内部资本市场的研究。本书试图在这三个方面有所突破。

1.1.1 研究背景

大力发展企业集团是我国的经济方略。一般而言大企业(集团)由于其资金和技术优势而成为一个国家经济发展和技术进步的主要“发动机”。从20世纪80年代以来,企业集团由于受到政府及各界的大力推崇和支持已经成为国民经济的主导,并成为我国在世界经济舞台竞争的核心力量。无论是国外还是国内企业集团都是全球经济竞争中不可忽视的力量。^①

^① 胡汉辉,刘怀德.不确定性与企业集团问题[M].南京:东南大学出版社,2002:57.

相较于日本和韩国在 20 世纪中期就已经造就的企业集团,以及欧美等发达国家在 20 世纪初就形成的联合大企业——这些大型企业集团已经在世界经济中发挥着重要的作用,^①并积聚了相当好的发展基础和制度根基。我国的企业集团,起步于还未形成市场经济的土壤,虽然获得大力支持,但在发展过程中遭遇到种种不适和问题,有些可能是制度上的,但更重要的还是认识上的。因为,无论是理论界还是实务界对企业集团的发展问题都还处于探索阶段。虽然关于企业集团的扩张和发展问题的文献汗牛充栋,但在理论上还未形成足以指导企业集团扩张和发展的相应理论。尤其是企业集团的扩张,随着我国经济的快速发展,呈现出盲目和冲动性^②,导致我国经济在总量增长的同时质量却受到世界各国的质疑,体现为我国 GDP 对世界的贡献不大,但基础性的原材料和能源等的消耗却占据世界首位^③。这便是经济发展的效率问题,追究到支撑其经济主体的企业集团层面就是集团的扩张和发展效率问题。

企业集团的扩张和发展总是伴随着多元化,这种多元化或许是地区性的,但更多的是产品和业务方面的。因此,探讨企业集团的扩张和发展问题往往难以回避企业集团的多元化问题,尤其是多元化的效率问题。国内外多数文献都将企业集团多元化扩张的效率问题与内部资本市场的运行效率问题置于同一个框架中进行研究,认为企业集团多元化扩张的效率本身就是企业集团内部资本市场的运行效率问题,更何况我国企业真正具有理论意义上的内部资本市场的产生与发展也是与中国企业集团的产生与发展联系在一起的。这一主流研究视角受到我国学者的热烈欢迎,例如从 20 世纪 90 年代

① 企业集团也是发展中国家经济中的常见现象,如印度的 TaTa 集团,土耳其的 Koc 集团,印尼的 Salim 集团,以及韩国的财阀(Chaebol)等。企业集团在一些发展中国家国民经济中所处的地位十分重要,如 1993 年的印度,企业集团占了私人部门资产、利润和销售的 80% 以上。企业集团也对世界经济造成很大影响,虽然 20 世纪七八十年代,发展中国家的企业集团问题并没有引起多少学者的关注,但 1997 年东亚金融危机以后,这一问题成为国际学术界关注的一个焦点(孔凡保,2005)。

② 尽管不相关多元化导致企业衰败的例子随处可见,但中国企业(集团)却还是乐此不疲。

③ 国家发展和改革委员会在 2011 年 7 月 9 日举行的全国农村能源工作会议上指出,2010 年,我国能源消费总量已经占世界总量的 20%,但是 GDP 不足世界的 10%;我国的人均能源消费与世界平均水平大体相当,但人均 GDP 仅是世界平均水平的 50%;我国的 GDP 总量和日本大体相当,但能源消费总量是日本的 4.7 倍;我国的能源消费总量已经超过美国,但经济总量仅为美国的 37%(新华网,2011 年 7 月 9 日, <http://news.sohu.com/20110709/n312927997.shtml>)。

后期起我国学界开始讨论的内部资本市场理论问题。这一研究视角虽然可以解释企业集团扩张中的一些基本问题,如企业集团资金的易得性,集团内部资金调配的灵活性、发展新项目的可行性以及大股东侵犯小股东利益的便利性等。但是这些对集团内部资本市场的研究大多是基于交易成本理论,代理理论和产权理论等新制度经济学这一传统的经济学视角,其基本假设是经济学理论中的自利和有限理性,导致最后对企业集团内部资本市场效率的讨论就必然涉及不同层级代理问题导致的内部资本市场效率的减损,所以就有一个决定内部资本市场边界的基于外部市场效率和内部代理问题严重程度的权衡的讨论。

这种讨论的局限性是显而易见的,因为人除了是代理者这个物理属性之外,他本身还具有性格、认知和知识等精神层面的东西,也许内部资本市场的效率性就像外部资本市场的效率性一样是受到人的精神行为特质的影响才表现出“异化”或千差万别的。因此,从行为金融的视角来探讨内部资本市场运行的种种现象就是一个个有趣而又具有挑战性的问题。

就世界各国而言,由于企业集团规模大,且有很强的外部融资能力,集团内部资本市场运作效率对整个金融体系的冲击往往较大,问题严重时甚至导致金融危机。例如,Johnson 等(2000)^[1]的研究就指出,与宏观经济因素相比,公司治理对企业破产、金融危机具有更大的影响。控股股东猖狂的侵占行为是导致 1997—1998 年亚洲金融危机的主要原因。但 Castaieda(2002)^[2]通过对 1995—2000 年在墨西哥证券交易所上市的 176 家公司的考察却发现,墨西哥企业集团的内部资本市场在 1994 年的金融危机中发挥了缓解危机的重要作用。新兴市场制度的不完善性,使得企业集团内部资本市场在具有缓解融资约束,提高资本配置效率的同时,还会存在由于制度不完善带来的公司治理问题,这些问题包括传统的公司代理问题(而在企业集团还包括外部投资者与集团 CEO,以及集团 CEO 与所属分支机构经理的双层代理问题),更包括新兴市场特有的所有权过度集中导致的控股股东侵占中小股东利益的问题,这些问题引致的内部资本配置的低效或无效,如果照搬成熟市场基于理性框架的经济学理论来解释就可能会有牵强附会之嫌。因为如上所述,新兴市场企业集团内部资本市场的两面性往往是人们在非完全市场环境下理性与非理性因素交合作用的结果。所以我们自然要思考,企业集团,尤其是我国企业集团内部资本市场的表现是否还可以在理性框架之外寻求解释,以便找到完善和治理的策略?

1.1.2 研究意义

本书基于行为金融的视角对企业集团的内部资本市场效应进行研究具有如下的理论和现实意义。

(1) 理论意义

第一,丰富了内部资本市场理论研究的内容——全面地研究了内部资本市场的效应尤其是功能异化效应。

以往对内部资本市场的研究,以效率作为研究的起点也是研究的终点,探讨了代理、控制权和交易成本等因素对企业集团内部资本市场最终效率的影响,但是没有形成一个关于内部资本市场效率研究的理论框架,而且在研究内容雷同的同时,尚缺乏对内部资本市场效率同质内容的归纳和整理,尤其缺乏对内部资本市场非效率问题的专门研究。本书在归纳前人研究的基础上,将内部资本市场运行效率的结果归纳为内部资本市场的基本功能效应和功能异化效应,前者对应内部资本市场的有效性,后者则对应内部资本市场的非效率性。本书称可能背离基本功能的行为和现象为异化功能,在此基础上,本书专门对异化功能进行了不区分发达市场和新兴市场的统一归纳和分类,以统一关于内部资本市场非效率的研究。与以往研究以效率为起点和终点不同,本书以基本功能效应和功能异化效应作为研究的切入点,不仅考虑了内部资本市场运作的结果,还考虑了导致结果的原因;不仅考虑了结果的正面和负面效应,还考虑了中间效应;并且对于不同市场的异化功能进行了专门的研究,在新兴市场的研究结果不仅发现了负面效率,还发现了正面的效率,这在以前的研究中是不能解释的,这为基于行为的研究留下了空间。本书的研究以“效应”为切入点,不仅合理地统一了不同市场研究的原因和结果,还对所谓的非效率原因和结果进行了专门的研究。因此,本书内容完善和丰富了关于内部资本市场效率的研究。

第二,扩展了内部资本市场理论的研究视角——从行为角度进行研究。

过去关于内部资本市场的研究都是基于理性的视角,尚未见到有从非理性视角来进行研究的。而理性假设是有效市场的基础,对于中国这样的新兴市场,这种假设先验地存在缺陷,所以用基于非理性或非完全理性假设的行为金融学来研究中国企业集团内部资本市场效应就更有适应性。这正如李心丹(2004)^[3]所言,对于中国证券市场的问题,行为金融学相比传统主流金融理论具有更好的解释能力和更强的预测能力,从市场实际参与者的本原问