

过度自信零售商的供应链金融工具选择偏好

——基于2008~2014年中小企业板的实证检验

李占雷(教授), 张静, 张宏涛

(河北工程大学经济管理学院, 河北邯郸 056038)

【摘要】作为一种新的融资模式,供应链金融能否解决供应链上中小企业融资难的问题值得深入研究。本文以上游供应商和下游零售商组成两阶段的供应链系统为研究对象,基于行为金融的研究范式,考查下游过度自信零售商的供应链金融工具选择偏好。以融资优序理论为基础,构建 Ordered-probit 模型,对2008~2014年中小企业板的数据进行实证检验。研究表明,过度自信的零售商在面对预付款融资、应收账款融资以及质押类等融资工具时,偏好选择预付款融资。

【关键词】过度自信; 零售商; 供应链金融; 选择偏好

一、引言

传统的供应链管理是建立在“新古典经济学”的研究范式,基于管理者理性经济人的假设,采用期望效用理论进行供应链管理行为的决策,Kahneman 和 Tversky 等人结合心理学和认知心理学的相关理论知识,通过大量的实验证明,管理者在经济活动中存在非理性的决策行为。对于现代企业的决策,更容易呈现出过度自信的特征,其行为特征和决策方式影响企业的融资次序,本文将单个企业的融资决策扩展到供应链金融中,假定供应商为核心企业,零售商为成员企业,由供应商和零售商两阶段供应链为研究对象,通过构建融资排序模型,分析供应链上零售商过度自信对供应链金融工具选择偏好的影响。

二、文献综述

1. 过度自信管理者的决策行为研究。Heaton(2002)假定市场有效,在综合考虑了自由现金流、投资不足与过度投资权衡的基础上,构建公司金融模型,得到两种推论,其一是乐观的管理者认为资本市场低估其公司风险证券的价值,有可能拒绝外部融资,其二是乐观的管理者由于高估投资项目的净现值,可能投资于负的项目。之后,Heaton(2002)进一步研究发现,过度自信的管理者存在先内部融资、债务融资,然后是股票融资的融资优序。Malmendier, Tate 和 Yan(2005)进行实证检验,验证了 Heaton 的融资优序行为。余明桂、夏新平和邹振松(2006)抛弃了传统债务融资理论的理性管理者假设,以国家统计局公布的企业景气指数作为管理者过度自信程度的替代变量进行研究,研究表明企业之所以采取激进的举债融资是由于管理者的过度自信,通过实证研究进一步发现,管理者过度自信与资产负债率尤其是短期负债

率显著正相关,与债务期限结构也显著正相关,从而从过度自信的新视角丰富和拓展了企业债务融资理论研究。郭彦文、郭杰(2012)利用 Ordered-probit 模型检验管理者过度自信与公司融资次序的关系,研究管理者过度自信对企业融资次序的影响,实证表明过度自信的管理者优先选择长期负债融资。

2. 过度自信管理者的供应链决策研究。赵道致、吕昕(2011)将过度自信引入到供应链系统决策中,研究在随机需求下过度自信对零售商和供应链系统产生的影响。袁胡骏等人(2012)在《过度自信报童背景下的供应链优化》一文中探讨具有过度自信行为倾向的零售商对市场需求的信念存在偏差时的决策行为,结果表明过度自信的零售商能够实现供应链系统决策的优化。周永务、刘哲睿等人(2012)以报童模型为基础,研究过度自信零售商的订货决策和协调,探讨能否采取契约机制实现有过度自信零售商的供应链利润最大化问题。石岚然、周扬和蒋凤(2014)将过度自信引入到供应链中,建立一个供应商和一个过度自信零售商的两阶段供应链模型,研究过度自信零售商与供应商的决策,结果表明零售商过度自信能够实现供应链的协调。徐玉发等人(2014)利用委托代理模型,研究在不对称信息下零售商过度自信对其努力行为和制造商利润的影响,研究表明,零售商的过度自信行为对利润有正向的影响。

3. 融资优序理论与实证的研究。Myers 和 Majluf 提出了融资优序理论,放宽 MM 理论完全信息的假定,以不对称信息为理论基础,并考虑交易成本的存在,该理论认为管理者存在逆向选择行为,权益融资会传递公司经营的负面信息,且外部融资需要支付各种成本,因此公司融资

一般遵循内源、债务融资,最后才是权益融资的优先顺序。Shyam-sunder 和 Myers 以美国的 157 家公司为研究样本,运用融资优序模型对公司融资的先后顺序进行实证检验,验证了融资优序假设。Shefrin (1999) 从行为金融的角度来解释融资优序理论,研究结果表明过度自信的管理者更多地采用债券融资,导致公司的次优资本机构。Malmendier, Tate and Yan (2005) 用美国 1980~1994 年的数据验证了 Heaton (2002) 关于融资优序理论的新解释,结果表明过度自信的管理者并没有充分利用债务融资带给企业的好处。现有的研究公司融资优序的方法主要包括描述性统计、回归分析方法以及利用融资优序模型进行实证检验。

4. 文献述评。在公司金融领域,过度自信的管理者在进行公司的决策时,容易表现“过度自信”的行为偏差,高估自己的管理能力以及公司所处的真实状况,倾向于先内源后外源融资、先债务融资后权益融资的融资优序行为。在供应链领域,大多数研究只是停留在供应链系统决策和优化方面,几乎没有涉及到供应链金融以及供应链金融工具融资优序或选择偏好的理论与实证研究,因此本文研究过度自信零售商的供应链金融工具的选择偏好具有一定的现实意义。

三、研究设计

1. 研究假设。过度自信的零售商存在一定的资金约束,无法满足自己的最优订货量,零售商采用预付类付款方式时会在采购阶段产生预付款,加大零售商的资金压力,供应商会意识到这种压力可能导致零售商改变订货量,因此愿意为其向金融机构提供良好的信用保证,零售商将预付款作为向金融机构申请融资的质押物,金融机构控制其提货权,基于过度自信行为偏差的特点,高估市场的需求以及自己的还款能力,过度自信的零售商偏好向金融机构进行预付款融资。因此文章提出如下假设进行实证检验:

H₁: 零售商的过度自信影响供应链金融工具的选择。

H₂: 过度自信的零售商偏好选择预付款融资工具。

2. 过度自信的界定及量度。基于行为金融管理者非理性的研究范式,将管理者过度自信定义为管理者对企业项目成功结果的自身能力以及对决策信息判断精度的高估。过度自信的表现形式为过度狭窄的置信区间、自我归因偏差、控制幻象和过度乐观。

已有的研究中采取的管理者个体过度自信的量度方法有四类:①基于持有任职公司股票或股票期权数量及其变动或行权期决策的替代量度;②基于商业新闻报道的替代量度,是一种外生量度;③基于收益预测置信区间评价的替代量度;④基于企业家身份的量度。

论文所选样本公司是深沪证券交易所的中小企业板公司,以企业家兼任 CEO 作为过度自信替代量度的研究

成果为基础,采用董事长兼 CEO 为过度自信的替代指标。Evans 和 Leighton (1989) 对 4 000 个管理者的面板数据进行分析,结果表明,企业家兼任 CEO 的管理者尤其相信公司的业绩主要来源于自己的经营。Baron (2000) 在对创业企业家、创业家以及非企业家的对比分析中,得出企业家是尤其乐观和过度自信的。Forbes (2005) 以美国的 719 个样本企业为研究对象,研究表明创业管理者与非创业的管理者相比,前者更容易受某些认知偏差的影响,更容易表现出过度自信。

研究表明,企业家兼任 CEO 与其他管理者相比,更容易表现出过度自信的行为偏差,因此本文选取董事长兼任 CEO 作为过度自信的替代指标,有一定的理论和实证基础。

3. 研究方法。论文采用多元选择排序模型 Ordered-probit 模型对供应链上零售商供应链金融工具的选择偏好进行分析,预测供应链上过度自信的零售商优先选择各种融资工具的概率,观察管理者过度自信与供应链金融工具选择偏好的关系。

4. 样本的选取。选取深沪证券交易所的中小企业板为研究样本,并基于深圳发展银行(平安银行)联合中国经营报、北京中物联物流规划研究院、中华商务网、现代物流报和精确市场研究集团共同发起的“2014 年中国供应链管理(金融)调查”活动中所获取的数据,对样本的选择原则如下:

(1) 剔除金融类及房地产行业上市公司,因为金融类和房地产类的中小企业在供应链融资方面存在一定的特殊性。

(2) 将原始样本中的 ST 类和 PT 类上市公司剔除。

(3) 将研究期内相关数据不全的上市公司剔除。

剔除完毕后,再从中挑选出企业家兼任 CEO 的中小企业,共得到 460 个中小企业样本,并采用 Ordered-probit 回归模型分析。

四、实证检验与数据分析

筛选出的企业有化工类企业、机械类、电子类、煤炭类、医药类及其他等多个行业,其所占比例如表 1。

将筛选出的样本企业根据类别分别设为 X₁, X₂, X₃, X₄, X₅, X₆, 供应链金融的三种融资工具预付款类、应收账款类、存货质押类分别用 A₁, A₂, A₃ 表示。

采用 Ordered-probit 模型,对上述不同行业的供应链金融工具进行分析:

$$Y_{ij} = \sum_{k=1}^k \alpha_k X_{ik} + e_i$$

Y_{ij} 表示第 i 个企业选择第 j 种供应链金融工具的概率。

其中,α_k 为第 k 个影响因素的系数, X_{ik} 表示第 i 个企业的第 k 个影响因素, e_i 为随机误差项。

表 1 在不同销售收入范围中的企业样本在各行业中的计数/比例

单位:个/%

企业的类别平均销售收入(亿元)	0.010 0 以下	0.010 0~0.049 9	0.050 0~0.099 9	0.100 0~0.499 9	0.500 0~0.999 9	合计
化工类	10/12.195 1	23/28.048 8	16/19.512 2	29/35.365 9	4/4.878 0	82/100
机械类	2/3.448 3	16/27.586 2	7/12.069 0	11/18.965 5	22/37.931 0	58/100
电子类	6/16.216 5	7/18.918 9	4/10.810 8	9/24.324 3	11/29.729 7	37/100
煤炭类	4/3.883 5	12/11.650 5	22/21.359 2	31/30.097 1	34/33.009 7	103/100
医药类	8/7.339 5	7/6.422 0	29/26.605 5	24/22.018 3	41/37.272 7	109/100
其他	16/22.535 2	15/21.126 7	9/12.676 1	9/12.676 1	22/30.989 5	71/100
合计	46/10.000 0	80/17.391 3	87/18.913 0	113/24.565 2	134/29.13	460/100

$$Y_{ij} = \begin{cases} A_1 & , Y_{ij} \leq cut_1 \\ A_2 & , cut_1 \leq Y_{ij} \leq cut_2 \\ A_3 & , Y_{ij} > cut_2 \end{cases}$$

Cut 为分类阈值,将研究样本带入到回归模型中,进一步计算企业落入不同供应链金融工具的平均概率如下:

$$P(1) = P(Y_{ij} \leq cut_1) = \Phi(cut_1 - \sum_{k=1}^k \alpha_k X_{ik})$$

$$P(2) = P(cut_1 \leq Y_{ij} \leq cut_2) = \Phi(cut_2 - \sum_{k=1}^k \alpha_k X_{ik}) -$$

$$\Phi(cut_1 - \sum_{k=1}^k \alpha_k X_{ik})$$

$$P(3) = P(Y_{ij} \geq cut_3) = 1 - \Phi(cut_3 - \sum_{k=1}^k \alpha_k X_{ik})$$

其中,Φ表示标准正态函数。

首先,以不同企业的销售收入、公司规模、资产的有形性作为影响因素,其中公司规模采用样本数据 2008~2014 年企业资产的平均值,资产的有形性采用样本企业期末固定资产净值与总资产的百分比的平均值。对样本企业进行回归分析,研究零售商过度自信是否影响供应链金融工具的选择,具体结果见表 2。

表 2 模型的估计结果

企业影响因素的回归系数	企业的销售收入	-0.002 4
	公司的规模	0.331 5
	资产的有形性	-0.317 7
分类阈值	Cut ₁	4.475 0
	Cut ₂	6.375 8
	Cut ₃	5.234 5
Prob(I.R statistic)		0.000
Pseudo R-squared		0.051 2
observations		230

对于 Ordered-probit 模型,I.R statistic 为 0 表示此模型估计是显著的,Pseudo R-squared 为 0.051 2,在 5%的水

平下显著,因此该模型估计的结果可以验证假设 H₁,零售商的过度自信影响供应链金融工具的选择。

下面对供应链金融工具的选择概率进行预测,根据 Ordered-probit 的模型,将过度自信样本企业数据带入到回归模型中,结果见表 3。

表 3 不同企业供应链金融工具的选择优序表 单位:%

企业类别供应链金融工具	A ₁	A ₂	A ₃
X ₁	61.240 6	15.164 5	23.594 9
X ₂	71.863 9	10.242 5	17.893 6
X ₃	62.355 7	18.181 7	19.462 6
X ₄	58.629 4	32.150 1	9.220 5
X ₅	48.250 5	23.673 0	28.076 5
X ₆	64.289 9	15.178 2	20.531 9

从统计结果来看,企业 X₁、X₃、X₄ 和 X₆ 选择 A₁ 的概率在 60%左右,X₂ 选择 A₁ 的概率为 72%,X₅ 选择 A₁ 为 48.25%,也就是说在所选过度自信零售商的样本企业中,选择预付款融资工具的平均概率超过 60%,而选择应收账款类和存货质押类金融工具的概率仅为 40%,从而验证文中的假设 H₂,过度自信的零售商存在资金约束的压力,无法满足自己正常的采购活动时,偏好选择预付款类的供应链金融工具。

五、结论与展望

从行为公司金融理论研究出发,通过企业家兼 CEO 对过度自信的替代量度,采用描述性统计整理分析的方法,研究了供应链上过度自信成员企业管理者供应链金融工具选择的偏好行为,得出以下结论:过度自信这一行为偏差影响着零售商的融资决策,零售商作为成员企业规模较小,为了完成采购活动,高估自己的还款能力以及市场需求,倾向于采用预付款进行融资。

然而本文的不足之处在于,研究对象只聚焦于单个供应商和单个零售商的两级简单供应链,从零售商的角度出发,探讨其对供应链金融工具的偏好行为,但是供应

股票收益区域联动实证检验：以中国市场为例

司徒健彬^{1,2}, 莫紫莹², 林文斯²

(1.珠海城市职业技术学院经济管理学院, 珠海 519000; 2.澳门科技大学商学院, 澳门 999078)

【摘要】 本文运用2003~2013年上海及深圳A股上市公司样本数据,验证了中国股票市场同省份的上市公司存在强烈的股票收益同向联动情况。这种股票收益同省份联动现象并不能由公司利润的同省份联动来解释。公司基本因素以及地区经济因素均显著影响收益同省联动的程度。规模较小、杠杆较低、市净率低、股东数量少和流通股比例低的公司有更高程度的收益同省联动倾向。省份人均GDP正向影响收益同省联动,区域内大公司数量增加可以吸引更多非本地投资者,而小规模公司则更可能吸引本地投资者。本文的研究结论在融资成本、公司治理、信息披露和投资者行为等方面均有一定的参考意义。

【关键词】 区域联动; 区域偏好; 信息不对称; 固定效应模型

一、引言

现代投资理论认为,合理的分散投资能有效降低投资风险,甚至通过分析股票的收益和风险,结合无风险投资工具,投资者能够构建出最优市场组合,所有投资者均应该通过持有最优市场组合获得收益(Markowitz, 1952)。尽管通过分析历史数据得到的最优市场组合会随着股票的价格变动而不断变化,对投资者而言,随时改变他们持有的投资组合将会产生巨大的交易成本,但投资者依然

可以买进与他们本身持有的投资组合低度相关甚至负向相关的股票来获得更大效用。通过投资不同地区,甚至不同国家的股票,也是投资者避免风险过于集中的方式。

在过去二十年中,大量文献却表明投资者仍然存在倾向于投资本地股票的趋势,这种现象被定义为区域偏好(Local Bias)。French和Poterba(1991)估计美国、日本和英国投资者分别持有93%、98%及92%的本国股票,这个比例与合理的资产配置比例并不相符。他们的研究还发现

链企业的融资还会受到金融机构风险控制的制约。因此加入金融机构风险控制的因素是本文未来研究的方向,将研究其是否对供应链金融工具的选择结果产生相应的影响。

主要参考文献

Heaton J. B.. Managerial optimism and corporate finance[J]. Financial Management, 2002(2).

余明桂,夏新平,邹振松.管理者过度自信与企业激进负债行为[J].管理世界, 2006(8).

刘彦文,郭杰.管理者过度自信对企业融资次序的影响研究[J].科研管理, 2012(11).

赵道致,吕昕.随机需求下基于供应商过度自信的VMI模型[J].系统工程, 2011(8).

袁胡骏,高冬,杜少甫.过度自信报童背景下的供应链优化[J].经营管理者, 2012(16).

周永务,刘哲睿,郭金森,李绩才.基于报童模型的过度自信零售商的订货决策与协调研究[J].运筹与管理, 2012(3).

石岩然,周扬,蒋凤.考虑零售商过度自信的供应链决

策与协调[J].工业工程, 2014(3).

徐玉发,刘哲睿,王海娟.信息不对称下具有过度自信零售商的供应链激励契约研究[J].运筹与管理, 2014(3).

李占雷.行为公司金融理论与实证[M].北京:中国经济出版社, 2010.

戚拥军,冯楚立,尹开国.管理者过度自信、公司治理与过度投资行为[J].财会通讯, 2015(3).

黄秋萍,赵先得等.供应链管理视角下的企业预付款融资采纳研究[J].商业经济与管理, 2014(8).

【基金项目】 国家社会科学基金项目“社会主义和谐企业运行机制研究”(项目编号:10BKS025);河北省社会科学基金项目“供应链金融生态系统及其资金流协调决策”(项目编号:HB11GL041);河北省教育厅人文社会科学研究重大课题攻关项目“物流金融与河北省物流产业商业模式升级路径研究”(项目编号:ZD201442);河北省科技厅计划项目“物流企业资金运营模式创新与营运资本协同管理研究”(项目编号:15457613D);邯郸市科技计划项目“邯郸市物流业与制造业关系实证研究”(项目编号:1434201079-5)