

管理者信心对企业投资影响的实证分析

段玲卉 李月娥(教授)

(中国地质大学经济管理学院 武汉 430074)

【摘要】随着投资行为的多元化和复杂化,关于人类理性的严格假设在实践中遭到质疑。社会学和心理学的研究发现,人们普遍存在过度自信的认知偏差。本文基于管理者信心的假设,研究管理者信心对企业投资的影响。通过实证研究发现,管理者信心更多地是和企业现金流交互影响企业投资支出;企业价值对企业的投资也有促进作用;投资机会越好,企业现金流越充裕,企业投资支出越多。

【关键词】管理者信心 企业投资 企业价值

一、引言

投资决策是公司在给定资本约束情况下对可能的投资项目进行有效选择,以实现投资收益最大化。就价值创造而言,投资决策作为企业成长的主要动因和未来现金流量增加的重要基础,既是企业财务决策的起点,也是企业三大财务决策中最重要的决策。企业投资是为了获得未来收益、投放以资金为主要形式的资源,进行扩大再生产的经济活动,是企业价值的直接来源。投资行为是投资决策的表现形式。按投资对象的不同,投资可以分成实物投资和金融投资。本文所研究的投资是实物投资,是指投资于具有实物形态的资产。

投资 Q 理论认为,如果资本市场是完善的,企业投资取决于新增资本市场价值与要素成本之间的比值(Q 值)。如果 Q 值大于 1,则企业应当进行投资;如果 Q 值小于 1,则企业应当出售资本。企业投资目标是企业价值最大化,最优资本存量取决于新增投资是否对企业价值发挥积极的作用。

融资约束理论从资金供求双方信息不对称出发,指出企业融资遵循内源优先的“啄食顺序原则”,即首先寻求内部融资,然后寻求债务融资,最后寻求权益融资。内部现金流影响企业投资水平,融资约束可能导致投资不足,从而妨碍企业价值最大化目标的实现。

自由现金流理论认为,当企业拥有过多的自由现金流时,企业建立的偏好使经理们将剩余资金投资到能够扩大企业规模的非盈利项目,从而导致企业投资过度。

委托代理理论进一步研究了管理者与股东、股东与债权人、大股东与小股东之间信息不对称和利益冲突前提下,管理者出于管理防御或做大做强动机、股东出于风险转嫁等动机所形成的投资过度或投资不足问题。

以上研究都遵循一个前提,即理性人假设。随着金融市场上金融工具的创新和心理学等相关学科的发展,传统的理性人假设在解释现实经济生活与行为方面日益显得乏力。企业投资行为的主流理论始终遵循理性人假设的前提,但随着投资行为的多元化和复杂化,关于人类理性投资的严格假

设在实践中遭到质疑。社会学和心理学的研究发现,人们普遍存在过度自信的认知偏差,太相信自己的判断能力,把成功归因于自己个人的能力,低估机遇等外在的因素。

大量心理学实验表明,人类的行为决策不可能达到完全理性的程度。现实中,人们往往存在过度自信的认知偏差,即过于相信自己的判断能力,高估成功概率。而过度自信是一种根深蒂固的心理现象,它与人们缺乏处理大量不确定事件的能力有关。人们往往把成功归因于自己个人的能力,而忽视其他外在因素的影响。

那么管理者信心对企业投资行为有没有影响以及怎样影响呢?本文拟对此展开研究。

二、文献回顾和假设的提出

1. 企业自由现金流与管理者信心对企业投资的影响。融资约束理论认为企业内部现金流影响企业投资水平。Jensen (1986)发现由于信息不对称和委托代理冲突,企业的投资规模与内部现金流显著相关,即表现出一定的“投资—现金流敏感度”,该敏感度过高,可能意味着企业现金流充裕或不足时,出现投资过度或不足。Heaton(2002)指出:即使是投资机会不佳、内部现金流充足的企业,也可能由于管理者过分乐观估计项目前景而发生过度投资;即使投资机会良好,但面临融资约束的企业,也可能由于管理者认为市场低估企业权益证券的价值、不愿进行权益融资而放弃投资机会,进而引发投资不足。Fazzartetal(1988)发现,“投资—现金流敏感度”为公司融资约束的存在提供了强有力的证据,并且融资约束和“投资—现金流敏感度”之间呈正相关关系。Hoshietal 和 Whited(1991)将投资对现金流的敏感度作为资本市场上融资约束所导致的投资不足的证据。然而,Kanlan 和 Zingales(1997)的实证结果表明,“投资—现金流敏感度”不是公司受到融资约束的必要条件,并发现融资约束和“投资—现金流敏感度”之间呈负相关关系。Stulz(1990)认为,现金流和投资之间的正相关关系表明控制自由现金流的经理存在滥用资源的行为。

企业管理者过度自信可能通过投资机会及自由现金流的

使用影响投资行为。Heaton(2002)提出管理者过度自信会加大企业投资对内部现金流的敏感程度。以管理者过度自信作为研究前提,即使不考虑信息不对称或委托代理冲突,管理者乐观程度也可以在特定投资机会下改变企业现金流的成本和收益,影响企业投资行为。一方面,过度自信影响管理者的融资决策进而影响投资决策。过度自信的管理者认为市场低估本企业债券价值,而宁愿对外筹资,内源性融资将成为企业筹资的主要手段。当企业面临良好投资机会时,内部现金流短缺可能造成投资不足,内部现金流充裕对企业有利。另一方面,过度自信影响管理者对项目前景的预测。当面临实际净现值为负的投资项目时,过度自信的管理者可能高估盈利前景,仍然使用自由现金流进行投资,从而引发过度投资,损害企业价值。由此看来,自由现金流的成本或收益事实上与管理者乐观程度及投资机会有关。对于拥有良好投资机会和乐观态度的管理者来说,保留现金流是有益的,能够实现投资;对于投资机会不好,管理者过度自信的企业来说,其支出现金流更符合股东利益。根据以上分析,本文提出以下假设:

假设一:内部现金流与企业投资规模正相关。

假设二:管理者信心与企业投资规模正相关。

假设三:管理者自信程度会加大企业“投资—现金流敏感度”,即管理者自信程度和现金流的交叉影响因素与投资支出正相关。

2. 管理者信心与企业价值对企业投资的影响。相关研究也肯定了市场估价对企业投资的积极影响。Hoshietal(1991)以及Kaplan和zingales(1995)的研究表明,企业投资与托宾Q值正相关;Kaplan和zingales也认为,企业价值与流动性对资本支出产生正向影响。在考虑了管理者信心后,管理者信心与企业价值对企业的投资支出也具有影响。Hackbarth(2001)认为管理者自信有利于企业价值的提升,因为乐观态度导致的高债务杠杆有利于驱使管理者更加努力地工作,同时支出自由现金流,减少管理者和股东间的利益冲突,对投资支出有正面影响。由此,本文提出如下假设:

假设四:企业价值与投资支出正相关。

三、变量的定义、计量模型与样本选择

1. 变量定义。

(1)管理者信心。在行为公司财务研究当中,如何准确测量管理者信心始终是一个难点。本文借鉴Malendier和Tate(2005)的做法,他们认为由于人力资本专用性,企业管理者较普通员工面临更大的公司特定风险,因而理性经理人会在适当时机减少自己持有的公司股权。如果管理者持续持有股票期权或购买公司股票,说明他们对公司未来持乐观态度。因此,持有期权时间很长、持有期权直至过期、习惯性购买公司股票可以作为衡量管理者是否过度自信的标志。

$O_i = (\text{××年末}i\text{公司管理层持股数量} - \text{××年初}i\text{公司管理层持股数量} - \text{当年管理层新增红股或配股}) / \text{××年末}i\text{公司管理层持股数量}$

(2)企业的现金流。

$CF_i = \text{当年经营活动产生的净现金流量} / \text{年末公司总资产}$

(3)企业价值。本文采用托宾Q值衡量公司的价值。按照托宾Q理论,托宾Q值是公司市场价值与当期企业重置成本的比率。很显然,托宾Q值深受股票价格的影响,所以托宾Q值能够比较直观地反映公司价值。

$Q_i = (\text{i公司年末债务数量} + \text{流通股市场价值} + \text{非流通股数量} \times \text{每股净资产}) / \text{年末公司总资产}$

(4)投资支出。本文所指的实物投资主要包括固定资产、在建工程和工程物资三项。

$I_i = (\text{i公司××年固定资产原值变动额} + \text{在建工程变动额} + \text{工程物资变动额}) / \text{××年末公司总资产}$

除了上述因素对上市公司投资行为产生影响,可能还有许多其他因素影响上市公司的资本支出。为了控制其他因素对企业投资的影响,本文还引入了其他变量,包括公司的特征变量,如资产规模;公司的财务结构变量,如财务杠杆、现金流量、资产利润率;公司的治理特征变量,如股权集中度、董事会结构变量。各变量符号及定义见下表:

变量	定义
O_i	管理层信心变量 $O_i = (\text{××年末}i\text{公司管理层持股数量} - \text{××年初}i\text{公司管理层持股数量} - \text{当年管理层新增红股或配股}) / \text{××年末}i\text{公司管理层持股数量}$
Q_i	企业价值变量 $Q_i = (\text{i公司年末债务数量} + \text{流通股市场价值} + \text{非流通股数量} \times \text{每股净资产}) / \text{年末公司总资产}$
I_i	投资支出变量 $I_i = (\text{i公司××年固定资产原值变动额} + \text{在建工程变动额} + \text{工程物资变动额}) / \text{××年末公司总资产}$
LNSIZE	公司特征变量:年末总资产的自然对数
LEV	财务杠杆:年末的资产负债率
CF	现金流量:当年经营活动产生的净现金流量/年末公司总资产
Z	股权集中度变量:年末第一大股东持股数量/第二大股东持股数量
BCOM	董事会结构变量:年末董事会中的独立董事比例

2. 计量模型。为了验证前面的假设,本文构造了两个模型:

$$I = a_0 + a_1 O + a_2 CF + a_3 Q + a_4 LNSIZE + a_5 LEV + a_7 Z + a_8 BCOM + e \quad (1)$$

$$I = b_0 + b_1 O + b_2 CF + b_3 Q + b_4 CF \cdot O + b_5 CF \cdot Q + b_6 LNSIZE + b_7 LEV + b_8 Z + b_9 BCOM + f \quad (2)$$

其中,e和f为随机误差项。

模型(1)反映了管理层信心和企业价值与投资的关系,托宾Q值反映了投资机会,对企业投资有积极影响,预期Q值的符号为正;内部现金流是企业投资资金的首要来源,预期现金流与投资正相关;相关文献表明管理层信心对企业投资发挥作用,因此,预期管理层信心的符号为正;企业的规模越大,开展的多元化经营就越多,那么企业的投资支出就越大,预期规模与投资支出正相关;财务杠杆体现了企业的负债融资,当企业拥有过多的剩余现金流时,经理可能会将其投资到能够扩大企业规模但未必具有良好盈利性的项目中,而负债融资

能够减少股东与经理代理冲突所导致的过度投资行为,因此预期财务杠杆与企业投资呈负相关关系;股权集中有利于减少大小股东间的代理冲突,预期对企业价值发挥积极作用;董事会中独立董事比例反映企业外部监督力度,预期对企业价值发挥积极作用。

模型(2)的构造借鉴了 Malendier 和 Tate 的投资方程。模型(2)除了考虑模型(1)中的因素,还增加了管理者信心和现金流及企业价值和现金流的交叉乘积项两个因素。管理者越有信心,其投资支出的现金流就越多,企业的投资支出就越多,预期管理者信心和现金流的交叉影响因素与企业投资支出正相关;预期投资机会和现金流的交叉影响因素与企业投资支出正相关。此时,企业的投资机会越好,管理者越有信心,其有利的投资支出也就越多。

3. 样本选择。本文研究样本为 2008 年在上交所和深交所挂牌交易达一年以上的 A 股上市公司,其中不包括金融企业、ST 企业、PT 企业以及其他资产负债率为 100%以上的非正常经营的企业,由此确定的研究样本为 276 家企业。本文样本数据来源于巨潮资讯网及 CSMAR 交易数据库。

四、实证研究结果

模型(1)和模型(2)的检验结果见下表:

变量	模型(1)	模型(2)
截距项	-3.885	0.952 1
Q	0.000 4***	0.028 1***
O	0.003 1	0.009
I		
CF	1.763 7	4.002 5**
CF·O		5.069 6*
CF·Q		1.003 2***
LEV	-0.005 8**	-0.004 7**
LNSIZE	0.787 6	0.732 2
Z	0.021 7**	0.025 3
BCOM	-0.109 5	-0.022 3***
ADJ R ²	0.825	0.913

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

在模型(1)中,变量 Q 的系数显著为正,说明证券市场投资者通常向前景较好的企业增加投资支出,即企业价值对企业投资有促进作用,这与假设四相符。变量 O 对 I 的系数为正但不显著,可能说明管理者信心不能单独影响企业投资支出,或者是和其他变量交叉影响企业投资支出;变量 CF 对 I 的系数为正但不显著,说明企业内部的现金流不能单独对企业投资支出起作用,内部现金流虽然是企业投资资金的首选来源,但其是否发挥作用还要看企业是否有良好的投资机会;变量 Z 显著为正,说明股权集中有利于减少大小股东间的代理冲突,使大小股东的利益趋向一致,更有利于投资者进行投

资决策;变量 LEV 显著为负,说明企业的负债比率使企业面临流动性的压力和财务风险,使得企业管理者支出多余的现金流,阻止了企业的过度投资行为。

与模型(1)相比,模型(2)增加了两个交叉变量,即企业现金流和管理者信心交叉变量、企业现金流和企业投资机会交叉变量。从表中可以看出,模型(2)的拟合度 0.913 比模型(1)的拟合度 0.825 有了较大的提高,说明增加了两个交叉变量更好地解释了投资因变量。

在模型(2)中,投资机会 Q 的系数显著为正,说明企业投资机会越好,企业相应会增加投资支出,这与假设四相符;管理者信心系数为正但不显著,这与假设二不相符合。管理者信心和现金流交叉变量系数为正且显著,而且管理者信心对资本支出的影响度要小于企业现金流和管理者信心交叉变量(CF·O)对资本支出的影响度,说明管理者信心不是单独对企业投资支出产生影响,而是更多地和企业现金流交互影响企业投资支出;变量 CF 系数显著为正,说明内源现金流对企业投资有促进作用,这与假设一相符。CF·O 系数显著为正,管理者越有信心,企业现金流越是充裕,企业的投资支出越大,说明管理层信心越高,企业投资对现金流的敏感度越高,这与假设三相符。CF·Q 系数显著为正,说明投资机会越好,企业现金流越充裕,企业投资支出越多。由此可以看出,现金流不只是单独对企业投资产生影响,还与投资机会、管理者信心交叉影响企业的投资支出。

五、结论

基于管理者信心的假设,本文探讨了管理者信心对上市公司投资行为的影响。文章借鉴西方学者的投资方程,在上市公司 276 个样本的基础上研究了管理者信心对投资支出的影响,通过实证研究发现,管理层信心越强,企业投资对现金流的敏感度越高。企业内部现金流应结合良好的投资机会形成良好的投资效率,以提高企业价值。由此看来,要实现企业价值最大化目标,公司治理结构应该通过激励和竞争机制,鼓励和选拔有自信心的管理人才进入决策团队,同时还应加强外部监督、增加信息反馈和自我评估,防止决策者过度自信带来的损伤。

主要参考文献

1. 冯巍. 内部现金流与企业投资——来自我国股票市场上市公司财务报告的证据. 经济科学, 1999; 1
2. 全林, 姜秀珍, 陈俊芳. 不同公司规模下现金流量对投资决策影响的实证研究. 上海交通大学学报, 2004; 3
3. 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究. 中国管理科学, 2005; 5
4. 姜宝强, 毕晓方. 超额现金持有与企业价值的关系探析——基于代理成本的视角. 经济与管理研究, 2006; 12
5. 叶蓓, 袁建国. 管理者信心企业投资与企业价值: 基于我国上市公司的经验证据. 中国软科学, 2008; 2