

公司高管过度自信问题理论研究述评

尹启华

(嘉兴学院 浙江嘉兴 314001)

【摘要】 本文试图梳理公司高管过度自信对投资决策行为影响的研究文献,以帮助公司高管更好地理解公司的投资异象,进而提高公司治理的效率。

【关键词】 过度自信 投资决策 高管 自由现金流

20世纪90年代是过度自信理论发展的黄金时期,相关理论研究和实证研究较多。美国普林斯顿大学著名的投资心理学家 Kahneman 就重点介绍了过度自信理论,这使得过度自信理论在21世纪越来越受到人们的关注。

一、国外相关文献及述评

1. 高管过度自信:“优于平均”效应。Miller 和 Ross(1975)研究发现,人们希望自己能成功,因而常倾向于把成功归因于自己的行动,而把失败归因于坏的运气。当人们在评估自己的技能时,往往估计自己的能力强于一般人。这种优越效应可能延伸到投资决策等经济决策中。March 和 Shapira(1987)的调查结果表明,管理层总是低估内在的不稳定性,相信自己能全面控制公司的经营业绩。随后,Weinstein(1980)发现下列三个因素中的任何一个都有可能引发过度自信,即控制幻觉、高度向往良好收益、难于比较个体间业绩的抽象参考点。拥有投资项目的高管们总是相信他们能控制收益,并且容易低估失败的可能性。Gilson(1989)认为经理们基于财富、职业声誉等考虑会非常关注公司业绩,并在投资过程中表现出过度自信。

F. Albert Wang(2000)在人口动态进化游戏模型中检验了非理性管理者的存在。Ulrike 和 Tate(2005)进行实证研究后发现,过度自信的管理者比理性的管理者更有可能实施影响企业价值的收购策略。Forbes(2005)认为,企业家更容易产生认知偏差,但是究竟是什么原因并不清楚。在努力寻求解释的过程中,他发现个体的年龄、公司决策的复杂性均不同程度导致了企业家的过度自信。企业家的认知偏差是个体和综合因素作用的结果。另外,创始人经理比非创始人经理更加过度自信。Moore 和 Cain(2007)认为,结果在人们的控制之中时,人们总是相信自己要比别人做得更好。然而,这样的过度自信并不是普遍的。Philip Koellinger, Maria Minniti 和 Christian Schade(2007)认为创业是为达到预期目标有目的地努力控制过程的行为。企业家的决策在很大程度上是基于自己的理解所做出的,通常企业家会高估他们控制事件的能力,从而导致其过度自信。过度自信会导致个体高估他们的技能。个体认知被各种因素影响,包括经济环境、历史文化和心理因素等。个体的认知偏差并不总是有害的,过度自信有时候会为社会带

来好的经济后果。

2. 高管过度自信:自由现金流成本收益观。关于企业投资中自由现金流的成本收益历来存在着两大观点:①Myers 和 Majluf(1984)基于信息不对称理论认为现金流是有益的,因为忠实于原有股东的管理者拥有不为市场所知晓的信息,如果发行的证券价值被市场低估,他们将拒绝正净现值的投资机会。当企业面临良好的投资机会时,充裕的现金流可以保证投资项目顺利开展,自由现金流对避免优序融资所造成的投资不足和提升企业价值具有积极作用。②Jensen(1986)提出了自由现金流假说,由此自由现金流便成为学术研究的焦点。Jensen 基于代理成本理论,认为股东和管理者之间的矛盾使得现金流成本较高,主张利用财务杠杆迫使管理者吐出自由现金流,以缓解股东和管理者之间的利益冲突。

很明显,对于自由现金流在企业投资决策中的作用,以上两种观点截然相反,矛盾的根源在于公司高管是否忠实于投资者。尽管上述两种理论都是基于管理者理性假设提出的,但自由现金流的成本收益观在为我们探索管理者非理性方面还是提供了十分有益的线索。Chevalier 和 Schaefer(1998)通过研究发现,经理们通常会保留部分自由现金流并投资在能增加管理收益(如报酬、声誉、权力等)的投资项目上。Kaplan(1997)、Zingales(2000)和 Fazzari 等(1988)认为很多文献把投资现金流敏感性与资本市场不完善联系起来,这种认识是错误的。Ulrike(2005)认为,管理者过度自信能很好地解释公司投资行为的扭曲现象,并通过研究发现,过度自信的高管对于现金流反应更灵敏,尤其是在依赖股权融资的公司。过度自信的高管会高估投资项目的回报率,即使他们没有足够的内部资金,他们也不愿意发行新股,因为他们意识到公司股票价值被市场低估,从而控制了投资的欲望。自由现金流成本收益观基于信息不对称理论和代理成本理论分析了管理者为什么偏好内部自由现金流,从而证实了高管过度自信会导致公司投资行为的扭曲。

3. 高管过度自信:度量标准。高管一般被置于公司的特定风险中,他们通常接受股票期权这种报酬形式。风险规避型的高管在股价足够高时会较早执行期权。Ulrike 等(2005)通

过采用如下方法度量高管的过度自信。首先,识别高管应该执行期权最小百分比基准点。如果高管执意执行期权比基准点晚,就可以推断他们对股票价格持续增长和通过期权获利过度自信。其次,保持期权到最终期限。如果高管对公司将来的发展过度自信,持有期权到最终,就可以据此认为他们过度自信。最后,一般认为风险规避型的高管会尽量避免获得附加股票,因而可以认为增加持有公司股票的高管过度自信。

Rayna Brown 和 Neal Sarma(2007)用媒体的报道作为度量高管过度自信的代理变量。为了区别高管是过度自信的还是理性的,文章搜集了澳大利亚主流商业媒体是如何评价同一时期每个企业的高管的资料。对于每一个高管,就有五个单独的搜索引擎在 Factiva 数据库中搜索,基于五个性格因素模型搜索特殊的性格特征。在样本中的每一个高管,文章大都记录了同时期他们的性格特征:自信(a),乐观(b),可靠、谨慎、保守、不自信、不乐观等(c)。那些提到高管相关性格特征的文章被记录下来,过度自信(OC)的计算公式为:OC=(a+b)/c。Yueh-hsiang Lin、Shing-yang Hu 和 Ming-shen Chen(2005)将管理者的盈余预测作为过度自信的代理变量。如果高管对未来收益估计乐观,他们更可能提供一种向上偏离的预测。由于这种预测在很多国家都被允许在法律框架下进行,所以比较普遍。当然,西方学者使用的过度自信代理变量在实践中是否具有可操作性,需要我们作进一步研究与检验。

4. 高管过度自信:影响投资决策。关于过度自信在投资决策中发挥作用的证据比较有限,Lys 和 Vincent(1995)采用案例研究方法分析了 NCR 的 AT&T 并购决策。研究表明:并购中的价值毁损与管理者过度自信有关。Hayward 和 Hambrick(1977)也通过实证研究验证了 Roll 的过度自信假说,并认为良好的公司业绩、媒体对高管的表扬和高管相对较高报酬的心理反应都会导致高管过度自信。还有足够的证据表明,高管过度自信会导致企业为达到目标而支付较高的成本。

Dennis Dittrich 和 Werner Guth(2001)通过实验研究测试了投资中高管的过度自信,同时进行了风险回避,并比较了实际的投资机会和可替代的投资机会。他们将 149 个高管分为两组,第一组拥有一项风险资产,第二组拥有两项不同的风险资产。在选择各自的投资额度以后,高管面临三个可供选择的投资机会。实验的结果显示:①过度自信随着最优投资决策的实际偏差变化;②过度自信随着任务的复杂性而变化。至少在一个实验中,可以发现那些相信生活被外部因素控制的高管更少被归为过度自信。然而比较奇怪的是,过度自信的男性比女性少。同时还发现,年龄和过度自信程度显著负相关。该研究的一个缺陷是在导致风险回避方面进行了二进制抽奖机制,当然也有一些证据支持在实验研究中的风险回避理念。J.B.Heaton 等(2002)通过一个简单的公司金融模型描述了高管过度自信在投资行为中表现出的两个重要特征。第一,过度自信的高管相信资本市场低估了公司的股票价值,从而可能会拒绝正净现值的投资项目。第二,即使过度自信的高管忠实于股东,他们也会因高估公司投资项目的收益而投

资于净现值为负的投资项目。Yueh-hsiang Lin(2005)以台湾的上市公司为样本,以高管利润预测为高管过度自信代理变量,检验高管过度自信与投资决策之间的关系。研究发现:在财务约束越强的公司,过度自信的高管比不自信的高管更容易执行高度敏感现金流政策。

与此同时,Ulrike 和 Tate(2005)以福布斯 500 家公司的高管面板数据为样本,研究发现高管会高估投资项目的回报并认为外部资金成本相对较高,因此当他们有大量的内部资金时就加大投资,需要外部资金时就削减投资。尤其在过于依赖股权融资的公司里,过度自信的高管对现金流异常敏感。随后,Robert A.lowe 和 Arvids A.Ziedonis(2006)研究了过度自信这样的认知偏差是否会影响高管的风险业绩,结果表明:高管过度自信似乎并不是影响公司决策的关键性因素,但过度自信的高管确实在相当长的时间里朝着成功的发展方向,后来的确又获得了风险经济回报。Rayna Brown 和 Neal Sarma(2007)使用奥地利的数据调查了高管过度自信的作用以及过度自信在公司并购决策中的主导地位,认为不仅把握过度自信的程度是重要的,而且高管将他们的战略观点运用于公司的投资决策中也是非常重要的。他们进行了 Logistic 回归分析,结果发现高管过度自信和高管统治地位在解释并购其他公司投资决策过程中具有非常重要的作用。他们与美国的研究进行比较,发现高管过度自信的证据在不同的融资约束条件和公司治理体系中是充分的。同时还发现,高管过度自信与高管的支配地位在公司的并购决策中至少是一样重要的。

5. 高管过度自信:源于激励机制或企业文化。J.B.Heaton 等(2002)谈到,公司内部激励机制是否消除了管理者非理性的投资决策行为并不清楚。然而,一些内部激励机制(比如竞赛)会选择反对理性的高管,支持非理性的高管。非理性的高管会在投资过程中冒更大的风险来降低真实的期望效用(尽管并非是他们理解的期望效用),这样就增加了非理性高管赢得竞赛的可能性。同时可以看到,高管的利益需求会通过这种激励机制的完善得到满足。Jie Cai 和 Anand M.Vijh(2007)认为并购能使目标公司的高管在持有股票或股票期权时消除流动性限制和减少非流动资金折扣,收购也会使并购公司高管提升所持有股票的长期价值。通过审视 1993~2001 年所有公司发现,持有较多股票的高管更有动力进行收购。在 250 个被并购的公司里,拥有更多流动资金折扣的目标公司高管将获得更低的保费。拥有股票期权的并购公司高管支付更高的保费,并使用股票支付进行多元化并购。一般来讲,企业文化都具有较强的延续性,表现在高管身上就可能是:在很长的一段时间内形成非理性的决策风格。特别是当企业处于鼎盛时期,高管在投资决策过程中所表现出的过度自信越发明显。目前还没有文献从企业文化视角探求高管过度自信对投资决策的影响,这将是一个研究高管过度自信与投资决策行为关系的新视角。

关于非理性行为的研究虽然起步较晚,却引起了学者们的广泛关注。过度自信理论以其独特的视角诠释了以往经典理论无法解释的问题。国外学者特别是美国学者在二十年前

就已经开始了对过度自信理论的研究,该理论在金融学中的资产定价领域已经得到广泛应用,其研究对象主要是发达国家成熟的证券市场。目前关于投资者过度自信理论的研究已经比较成熟,但针对管理者过度自信与投资决策行为关系的研究还不是很成熟。但鉴于过度自信在公司高管中具有普遍性,上述研究较以往理论更加贴近实际,所以在解释企业投资行为方面获得了普遍认可。然而,相关的实证分析还不能为理论研究提供强有力的经验支持,关键原因是很难找到合适的过度自信代理变量。作为对经典金融理论的补充,现有研究多从不同侧面进行拾遗补漏,未能在经典理论的基础上构建统一的行为公司金融框架。同时研究视角也不宽,研究内容和研究方法还有待我们在未来的研究中进一步拓展。尽管如此,国外学者关于高管过度自信的研究毕竟是往前迈了一大步,其对投资决策行为影响的直接证据也给国内学者在该领域的研究带来了启示。

二、国内相关文献及述评

我国学者在该领域的研究尚处于起步阶段,关于公司高管过度自信对公司投资决策影响的研究非常少。郝颖、刘星和林朝南(2005)对我国上市公司高管过度自信的现实表现及其与公司投资决策的关系进行了理论分析和实证检验,得出了以下结论:①在实施股权激励的上市公司中,四分之一左右的高管具有过度自信行为特征;②同适度自信相比,高管过度自信不仅与投资水平显著正相关,而且投资的现金流敏感性更强;③过度自信的高管投资的现金流敏感性随股权融资数量的减少而增强;④在我国上市公司特有的股权安排和治理结构下,过度自信的高管在公司投资决策中更有可能引发配置效率低下的过度投资行为。该研究的背景与国外学者的研究背景不同,股权融资偏好是我国上市公司的一大融资特色,以上研究将高管过度自信与股权融资偏好有机地联系起来。我国债券市场发展相对缓慢,但不能因此就不考虑债务融资约束对基于过度自信假说的投资增长水平的影响。实际上债务融资的方式是多种多样的,并不只限于发行债券这一种。同时我们通过研究发现,我国上市公司资产负债率均值并不低,达到47.08%,所以上述研究在不考虑债务融资约束条件下得出的相关结论是值得商榷的。

余明桂、夏新平和邹振松(2006)放弃了传统债务融资理论的理性经济人假设,分析认为高管过度自信是导致公司采取激进债务融资决策的重要因素。他们通过实证研究还发现,高管过度自信与资产负债率尤其是短期的资产负债率显著正相关,与债务期限结构也显著正相关,从过度自信的新视角丰富了企业债务融资理论。

王周伟(2006)利用我国上市公司经理人过度自信指标,

探讨了经理人过度自信对公司投资的影响。其研究结果表明,随着财务约束程度的不同,经理人过度自信对投资的推动作用是有变化的,具有“U”形曲线效果。该研究在选择变量时将经理人过度自信变量作为控制变量,将市净率和每股经营活动净现金流设为解释变量,这似乎与研究目标有所偏离。叶蓓、袁建国(2007)着重总结了管理者过度自信、从众心理和投资者情绪对投资决策影响的研究成果,对现有研究的主要贡献、关键问题、政策含义进行了比较系统的阐述,从而可以更好地帮助我们理解企业投资行为,提高投资效率,完善公司治理。汪德华、周晓艳(2007)在行为经济学理论的基础上,构建了一个从高管过度自信角度解释公司投资不足或投资过度现象的模型。利用这一模型,综述了对公司投资扭曲行为进行解释的相关理论和实证文献,并将这种解释与传统的信息不对称及代理理论进行了比较。

过度自信理论放弃理性经济人假设,以高管过度自信这一常见的心理特征为突破口,研究其对公司投资行为的影响。我国公司高管在实际投资过程中表现出来的过度自信尽管比比皆是,但理论研究十分滞后,这就从理论上制约了我国公司特别是上市公司的生存与发展。直到如今,过度自信理论还未形成一个完整的理论体系,仍然只是各学者的理论片段(陈红,2005),但它确实为我们提供了一个全新的视角来看待公司投资中存在的问题。正因为其正处于逐步成熟阶段,过度自信理论是否可以在我国直接应用还需要我们进一步探讨。对于高管过度自信与投资决策关系的跨国比较研究,国内学者尚未涉足,但二十多年前国外学者已经开始了这方面的研究。人的认知心理是与一定的社会制度相联系的,管理者的行为会受到一些诸如国别文化因素及历史因素的影响,由此而产生的这种行为偏差是具有“中国特色”的。在我国特定的股权安排和治理结构下,高管过度自信与投资决策行为关系的研究也应该凸显“中国特色”。由此看来,我国学者的理论探索任重而道远。

主要参考文献

1. 陈红. 行为金融学研究综述——行为金融学对传统金融学的扬弃. 经济经纬, 2005; 4
2. 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
3. 汪德华, 周晓艳. 管理者过度自信与企业投资扭曲. 山西财经大学学报, 2007; 4
4. 王周伟. 经理人自信和公司投资——基于我国上市公司财务信息的实证研究. 现代会计与审计, 2006; 3
5. 叶蓓, 袁建国. 企业投资的行为公司财务研究综述. 会计研究, 2007; 12