

经理人声誉顾虑与企业投资 羊群效应实证检验

叶蓓 祝建军(博士)

(武汉科技大学文法与经济学院 武汉 430065 武汉科技学院 武汉 430074)

【摘要】 本文通过选取127家上市公司2001~2005年的数据对经理人声誉顾虑与企业投资羊群效应的潜在联系进行了实证检验,研究结果表明在业绩评价压力和利己动机驱使下,职业声誉顾虑已成为企业投资羊群效应的重要导因。

【关键词】 声誉顾虑 羊群效应 固定资产投资

羊群效应,又称“从众行为”,是指投资者受到其他投资者影响,模仿他人决策,或者过度依赖舆论而不考虑自身信息或自身判断的一种非理性行为。近年来,我国企业固定资产投资聚合度不断加大,在钢铁、房地产、家电、汽车等相关行业,企业往往根据短期投资热点和同行动向盲目跟风开展项目,造成这类行业局部投资过热;而在基础设施、原材料等行业领域,却表现出较为一致的冷淡倾向,显示出企业投资决策中的羊群效应。这种基于从众心理的决策行为由于并非是建立在理性判断基础上,可能违背企业价值最大化目标,造成投资行为的非效率。

近年来迅速发展的行为金融学理论认为,从众行为虽然从企业和社会角度看具有非理性特征,对经理人自身而言则可能具有一定的合理性,其中经理人的职业声誉顾虑是重要诱因。现代企业中,经理人职业声誉是其人力资本的重要组成部分,在劳动力市场无法充分了解其真实能力的情况下,经理人倾向于通过操纵决策过程影响市场评价。在委托代理制下,为排除外界随机干扰,委托人常依据相对绩效评价经理人业绩,这时同行竞争者成为评价的标杆。于是,能力欠缺的经理人效仿他人行动以避免暴露自己的真实能力;德高望重的经理人为了继续维持良好声誉,也宁愿附和他人而不愿冒离经叛道、决策失败之险。相对绩效评价使得经理人认为追随群体行动更利于维持或获取声誉,这一观点已得到较多的理论阐释。然而,由于企业投资行为不易观测,截至目前,相关实证研究大多针对证券市场中的金融投资者展开。有关经理人声誉顾虑与企业投资从众行为的实证研究并不多见。

本文旨在从实证角度研究我国上市公司经理人声誉顾虑与投资从众行为的关系,以期更好地理解企业投资扭曲形成机制、探寻相关治理举措。鉴于企业投资以实物投资为主,其中固定资产投资对企业经营能力有着显著影响,下文所说的企业投资均指固定资产投资。

一、文献回顾与研究假设

1. 文献回顾。现有文献试图从不同层面解释从众行为产生的原因。Devenow和Welch将投资者从众行为归纳为基于

信息或激励外部性的理性从众行为、基于投资者心理的非理性从众行为(即盲目从众)和基于声誉顾虑的近理性从众行为。其中,与公司金融关系最为密切的是基于委托代理框架的声誉从众行为。这种从众行为产生于代理人对树立和维护声誉的顾虑,他们认为追随群体行动对于维持或获得声誉来说更为安全,树立和维护良好声誉对经理人具有重要的隐性激励作用。因此,管理者对职业声誉的顾虑在企业决策中必然发挥重要的作用。在劳动力市场无法完全了解其真实能力的情况下,经理人倾向于通过操纵决策过程影响市场对其的评价。

Scharfstein和Stein系统阐述了企业投资决策中的从众行为。在其提出的连续决策过程中,精明的管理者接收到有关项目盈利性的高质量信息;愚笨的管理者则只能接收到信息含量少的信号。前者接收的信号通常正向相关,因而通常做出相似的投资决策。为掩饰自身能力的低下,后者则只好跟从前者行动。Zwiebel将企业保守主义与经理人声誉顾虑联系起来,认为由于经理人的决策后果存在不确定性,市场通常凭借相对业绩评价经理人管理能力。这样,经理人出于声誉方面的考虑宁愿采取次优行动也不愿偏离群体行为,以便市场为其提供更好的评价。Graham强调相对绩效评价是声誉从众的特有前提,在此前提下,从众行为与声誉间的联系取决于绩效如何评估,模仿他人行为有利于声誉维护。在另一项研究中,Prendergast和Stole探讨了进行连续投资决策的管理者从众动机。他们发现,“冲动的年轻人”急于展示自己的观点,容易过高地评价自己的信息而忽视公共信息,容易在投资决策中表现得过度自信;相反,那些“老家伙”则倾向于附和行业标准或历史经验,不愿意离经叛道从而会影响累积起来的声誉和声望。

上述理论文献均肯定了从众行为的驱动力来自管理者对职业声誉以及对离经叛道行为的惩罚的顾虑,而且这种动机随着决策任务难度加大而不断强化。

基于相似的委托代理框架,西方学者关于投资分析师、基金管理人从众行为的实证研究给上述理论提供了一些初步的证据。Graham对1980~1992年间237位投资分析师的5 293条推荐进行分析,发现投资分析师具有明显的从众倾向,名声越

大或能力越差的投资分析师越容易附和别人的看法,说明投资分析师选择从众具有维护声誉和伪装能力的动机;Hong、Kubik和Solomon关于卖方证券分析师的研究表明,由于业绩评估的压力,缺乏经验的经理人和分析师为减少冒险,在进行业绩评估时往往选择跟从更有经验的同行;Chevalier和Ellison发现从众行为与基金经理年龄呈正向关系;Clement和Tse则发现盈利预测分析师从众倾向与其以往预测的准确性、经纪规模、从业经验呈反向关系,与其跟踪的行业数目呈正向变动关系等。

由于企业投资大多表现为实物资产投资,特别是固定资产投资,其投资决策难以观测,目前有关企业投资中声誉从众的研究仍十分鲜见。Bo首次将企业经理人声誉纳入经典投资模型,建立了一个企业声誉从众的分析模型。她采用英国非金融企业数据检验了企业投资偏离度(即单一企业投资偏离行业平均水平的程度)与其经理人现有声誉的关系,发现既有声誉越高,其投资决策越是接近行业平均水平,即越是表现出投资从众倾向,从而初步得出了与Graham等人一致的结论。但是,她的模型没有考察“掩饰低能”的从众动机。而且,由于文化和公司治理差异,以发达国家企业为对象的研究结论是否适用于我国企业也存在不确定性,这正是本文研究的目的和意义所在。

2. 研究假设。随着我国市场化改革的推进,职业经理人的重要性和地位开始得到广泛认同。在理顺产权关系、完善公司治理的同时,企业管理者在特定的授权范围内被赋予更大的经营决策权,包括决定重要投资项目、向董事会和股东大会发出投资动议、委派下级人员开展项目评估并提出指导意见等。在权力范围扩大的同时,管理者也面临着更加严格的绩效评估压力。目前,我国大多数企业尤其是竞争性行业都已经建立起了以竞争者为参照的相对业绩评估体系,业绩长期落后可能会导致管理人员离职、降职,丧失职业发展机会。由此看来,企业经理人有可能产生基于声誉顾虑的投资从众行为。

前述关于声誉顾虑的研究表明,经理人对声誉的焦虑与其自身的真实能力和既有声誉有关。能力低下的经理人认为真理掌握在大多数人手中,因而模仿他们以避免暴露自己的真实能力;声名卓著的经理人则惟恐一招失算葬送前程,宁愿平庸也不愿背离主流。因此,我们试图从管理能力与现有声誉两个方面刻画职业经理人的声誉顾虑,并在前述研究基础上提出以下假设:假设1:企业投资从众倾向与经理人能力负相关;假设2:企业投资从众倾向与经理人现有声誉正相关。

二、变量设计、样本数据与模型的构建

1. 变量设计。

(1)投资从众变量。鉴于企业经理人投资决策的不可观测性,我们使用企业事后投资支出模拟其投资决策,用企业投资水平与其行业同期平均投资水平的偏离度指标 $DEVI_{it}$ 反映其投资从众倾向。投资偏离度越小,表明企业愈发倾向于从众投资。该偏离度指标 $DEVI_{it}$ 定义如下:

$$DEVI_{it} = (I_{it} - I_{-it}) / ASS_{i,t-1}$$

其中: I_{it} 代表i企业第t年固定资产投资增量,即年度内固

定资产净值变化加上年度内折旧额; I_{-it} 代表排除i企业后本行业第t年固定资产投资增量平均值; $ASS_{i,t-1}$ 代表i企业第t-1年末总资产额。

(2)经理人能力与经理人声誉替代变量。在公司金融中,经理人能力主要表现为正确决策从而为股东创造超额财富的能力。为排除外部随机干扰,我们选用观测年度前三年的平均权益报酬率AOROE(以营业利润度量)加以近似反映,即:

$AOROE_{i,t} = i$ 企业第t-3年到第t-1年的平均营业利润/股东权益比率

至于经理人现有声誉,我们沿用Bo的做法,将之界定为经理人劳动市场感知的能力,并用经资产规模标准化后的收入水平加以替代描述。由于目前我国大多数企业对重大投资事项推行群体决策,这里设计的替代变量高管收入HPD中收入水平数据采用企业收入最高的前三名高管人员年度收入总和而非CEO个人收入。此外,由于我国上市公司高管股权激励开展时间较短,占总收入的比例不高,其年度收入未包含获授股权或期权价值,即:

$HPD_{it} = i$ 企业第t年收入最高的前三名高管人员年度收入总和/企业年初资产总额

(3)其他变量。根据企业投资的新古典综合理论和融资约束理论,企业成长机会和现金流状况是固定资产投资的重要影响因素。由于样本观测期上市公司股本非完全流通,为避免Q比例计算中的争议,本文采用营业利润年度增长率GRO反映企业成长能力和未来盈利机会;现金流量指标则采用年度内企业营业利润与折旧之和与期初资产规模的比例加以反映,即: GRO_{it} 表示i企业第t年的营业利润年度增长率; $CF_{it}/ASS_{i,t-1}$ 表示i企业第t年营业利润与折旧之和除以期初总资产。

2. 样本数据。本文数据来源为SINOFIN数据库提供的上市公司财务数据及相关年报。为排除行业差异影响,本文选取了我国制造业中的机械设备及仪表类上市公司作为研究样本。选取这一行业主要基于以下考虑:①根据现有研究,声誉从众行为主要源于竞争性行业中的相对绩效评价压力;这一行业企业数目众多,经理人接受相对业绩评价的可能性更大。②Devenow和Welch认为,除声誉顾虑外,信息不对称也是投资者从众行为产生的重要动机,这在研究开发投资较多的行业(如信息行业、制药生化行业等)表现尤为突出。相比之下,我们选取的样本类型可能面临较少这类问题,从而有利于滤除从众行为的信息驱动因素。③这类企业固定资产比例较高,经理人会面对更多固定资产投资决策,从而为研究企业投资行为提供了较好的平台。有关样本公司系作者根据证监会制定的CSRC行业代码筛选出来的,在剔除ST公司和缺少数据的公司后,实际样本涵盖127家机械设备及仪表行业上市公司。由于个别变量需要前三年的数据,数据起止年限为1998~2005年,观测年度为2001~2005年。

需要指出的是,作为经理人能力和声誉替代变量的权益报酬率AOROE和高管收入HPD在现实中可能受到公司治理因素的影响,从而妨碍了其替代的准确性。在我国,国有控股

上市公司和非国有控股上市公司具有显著的治理结构差异,作为稳健性测试手段,我们进一步将总样本区分为这两类子样本开展研究,以排除治理差异影响;其中,国有控股公司样本包含102家企业,非国有控股公司样本包含25家企业。表1列示了有关变量的描述性统计结果。

表1 变量的描述性统计结果

样本类型	变量	观测量	均值	中位值	标准差
总样本	DEVI	635	-0.042 652	-0.042 226	0.113 677
	GRO	635	-1.018 146	-0.004 15	22.888 53
	CF/ASS	635	0.049 83	0.051 432	0.067 344
	AOROE	635	0.273 446	0.232 75	0.253 129
	HPD	635	0.000 329	0.000 221	0.000 349
国有控股样本	DEVI	510	-0.045 514	-0.043 049	0.111 23
	GRO	510	-1.395 118	-0.013 6	25.104 9
	CF/ASS	510	0.052 179	0.052 476	0.064 81
	AOROE	510	0.252 073	0.220 1	0.182 374
	HPD	510	0.000 318	0.000 203	0.000 336
非国有控股样本	DEVI	125	-0.030 829	-0.030 987	0.123 164
	GRO	125	0.539 24	0.033 2	9.128 902
	CF/ASS	125	0.040 128	0.048 993	0.076 534
	AOROE	125	0.361 744	0.289 2	0.428 057
	HPD	125	0.000 378	0.000 272	0.000 395

从表1可见,总样本中国有控股公司占据绝大比例。在观测期间,总样本、国有控股样本、非国有控股样本的平均投资偏离度DEVI分别为-4.27%、-4.55%、-3.08%。此外,国有控股公司观测期成长能力指标为负,非国有控股公司平均成长能力则达到53.92%;国有控股公司以营业利润衡量的平均权益报酬率为25.2%,也低于非国有控股公司36.17%的水平,说明非国有控股公司具有更高的增长潜力和经营效率。从两类子样本的高管收入占资产比例HPD看,国有控股公司经理人物质激励力度明显低于非国有控股公司。

3. 模型的构建。我们以投资偏离度指标DEVI为被解释变量,以成长性指标GRO、现金流指标CF/ASS、管理能力指标AOROE和声誉指标HPD为解释变量,构建如下回归模型:

$$DEVI_{it} = \alpha_1 + \beta_1 GRO_{i,t-1} + \beta_2 CF_{it}/ASS_{i,t-1} + \beta_3 AOROE_{it} + \beta_4 HPD_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中: β 表示待估系数,由于被解释变量从含义上看与从众倾向相反,根据前述假设,AOROE的系数预期符号为正,HPD的系数预期符号则为负; ε_{it} 为误差项。

三、检验结果

我们利用EVIEW5.0统计软件,采用广义最小二乘法(GLS)估计以减少截面数据的异方差现象。表2列示了针对总样本和两个子样本的回归结果。

从表2第一列可以看出,对于全部样本,经理人能力变量AOROE、声誉变量HPD回归系数显著不为零(显著性水平均为1%),其中能力变量与企业投资偏离度表现为正向相关,声誉变量与企业投资偏离度表现为负相关,与我们的理论假设

表2 GLS 回归结果

	总样本	国有控股样本	非国有控股样本
GRO	0.000 198 (1.059 011)	0.000 091 (0.507 080)	0.003 036** (2.446 629)
CF/ASS	0.737 451*** (10.936 92)	0.846 684*** (11.330 77)	0.463 398*** (2.862 753)
AOROE	0.053 695*** (2.981 837)	0.062 501** (2.332 198)	0.049 371* (1.783 559)
HPD	-83.74 400*** (-6.795 597)	-110.875 4*** (-8.086 616)	-37.277 34 (-1.318 750)
调整后R ²	0.282 686	0.331 879	0.233 386 0
DW.	1.357 260	2.063 594	1.859 367
F统计量	50.950 80	51.666 99	8.478 489
P值	0.000 000	0.000 000	0.000 007

注:①括号内为各估计参数的t值;*表示在10%的水平上显著;**表示在5%的水平上显著;***表示在1%的水平上显著。②DW值是检验序列自相关的统计值,该值越接近0,正序列相关迹象越明显;越接近4,则负序列相关迹象越明显;如等于2,则可认为无一阶自相关。

一致,说明企业经理人能力越强,则投资从众倾向越弱;经理人现有声誉越高,则投资从众倾向越强。同时,企业投资偏离度还与企业成长性(显著性水平为10%)、现金流状况(显著性水平为1%)表现出正相关,符合新古典投资理论和融资约束理论的预测。从总样本回归F统计量的P值看,模型总体拟合度较好;同时,总样本回归的DW值为1.87,说明不存在显著的序列自相关。

表2的第二、第三列分别给出了国有控股样本和非国有控股样本的回归结果。我们发现,投资偏离度与经理人管理能力正相关,与经理人声誉负相关的关系对于这两类子样本均成立,但统计显著性存在明显差异。对于国有控股公司,AOROE、HPD回归系数的统计显著性分别为5%和1%;而对于非国有控股公司,AOROE系数在10%的水平显著不为零,HPD回归系数则完全不显著。但两个子样本F统计量的P值表明模型总体拟合程度较好。将国有控股样本与非国有控股样本中AOROE、HPD回归系数进行对比,我们发现前一样本的系数均大于后一样本,说明国有控股公司经理人与声誉对投资偏离度的影响大于非国有控股公司,国有控股公司经理人在投资决策中表现出更多的职业声誉顾虑,这很可能是由于:①国有控股上市公司普遍规模较大,由于其特殊产权性质受到更多来自政府和社会的监督干预,因此它们的管理者较多地暴露于公众视野,更为在意自身的社会声誉。②Massa和Patgiri认为,作为一种隐性激励,职业声誉与薪酬等显性激励存在一定的替代关系;较强的显性激励能驱使经理人追求卓越业绩,减少决策中的从众倾向。从表1可以看到,目前,我国非国有控股公司在管理者货币化激励方面的力度明显大于国有控股公司。在此情形下,非国有控股公司经理人可能由于强显性激励更加关注自身业绩的改善,较少出于声誉顾虑而盲目从众。

上述总样本和两类子样本的回归结果均支持我们提出的

商誉会计处理的被投资者确认观

刘万丽

(厦门大学管理学院 厦门 361005)

【摘要】 本文站在商誉拥有者的角度,改变以往为解决投资差额问题而规范商誉会计处理的被动思考方式,改进了商誉的会计处理方式,并详细举例说明,以为相关研究和实务提供参考。

【关键词】 商誉 直接投资 购买投资 公允对价

商誉作为企业的一项经济资源,是企业在长期的生产经营过程中形成的。随着知识经济的发展,商誉在企业的总体价值中所占的比例越来越高,对企业产权交易的影响也越来越大。在日趋激烈的市场竞争中,商誉对企业的生存、发展和盈利起着越来越重要的作用。

现行会计目标要求企业向信息使用者提供对决策有用的财务信息,但是对于商誉而言,由于没有确切的成本费用支出与收入相比,在会计确认及计量方面一直存在很大分歧。被投资者确认观认为,商誉与企业的整体价值相关,它是属于特定的企业所有,应当计入特定企业所有者权益部分,而不是在投资时由投资的单个股东作为价差计入自己的成本,但是由于没有确切的成本费用支出相比,使用预期未来超额利润的贴现值计量主观性太强,不符合财务会计的历史成本计量

理论假设,即投资从众倾向与经理人能力呈负向关系,与经理人现有声誉呈正向关系。这说明声誉顾虑确实会影响企业投资从众倾向——能力较低的经理人往往更多地附和其他人以隐藏自身的真实能力;德高望重的管理者则害怕决策失误会影响其名声,因而宁愿和多数人保持一致。对于国有控股公司和非国有控股公司两个子样本的对比分析还表明,现阶段前一类公司经理人在投资决策中表现出更多的声誉顾虑。

四、结论

西方学者在相对业绩评价前提下提出,经理人声誉顾虑是其投资从众行为的重要导因,这一观点得到了基于金融投资者、分析师的实证研究支持。但是,关于企业投资中是否存在声誉从众行为的实证研究还十分罕见。

本文在现有文献基础上,从经理人能力和现有声誉两个角度刻画其声誉顾虑,检验我国上市公司投资从众倾向与声誉顾虑的潜在联系。我们采用企业事后投资水平相对行业平均的偏离程度描述从众倾向,用多期平均营业利润/权益比率模拟管理能力,用管理人收入变量模拟其既有声望,同时选择以竞争性较强、信息透明度相对较高的机械设备和仪表行业作为研究对象以排除行业差异影响。通过对127家上市公司2001~2005年间数据的统计分析发现:不论对于总体样本还

属性,因此在企业的产权发生重要变动时,如果商誉得到外部主体的认可,可根据双方认可的公允的交易价格,由商誉的所有者确认为一项资产。

按照现行规范和思考方式可以看出,无论是吸收合并还是控股合并,规范商誉都是穿插在长期股权投资和企业合并中,规范商誉就是为了解决投资差额,对于商誉没有单独明确的规定。这样一来就产生了需要确认一项经济资源为资产又没有直接规范其确认、计量和披露的问题。因此,本文打破通常为解决投资差额而规范商誉的被动思考方法,以积极的态度研究商誉作为所有者的资源怎样确认为资产以及相关的会计处理。

一、现行规范下商誉的会计处理及其存在的问题

现行企业会计准则规定同一控制下的企业合并没有商

是国有控股和非国有控股两个子样本,企业投资偏离度均与经理人管理能力呈正向联系,而与其既有声望呈负向联系。两个子样本的对比研究显示,国有控股公司中经理人声誉顾虑对企业从众行为的影响更为显著,这一方面可能是由于国有控股企业的特殊产权背景使其管理者受到更为严格的公众监督,因而加重了声誉顾虑;另一方面是由于非国有控股企业中显性激励的强化推动其管理者追求卓越业绩、削弱了声誉从众的动机。

本研究结论从企业投资角度支持有关学者提出的声誉从众模型。它表明,在相对业绩评价压力和利己动机驱使下,职业声誉顾虑已成为企业投资羊群效应的重要导因。与传统观念不同,声誉顾虑不仅可以促使经理人加倍努力工作,也可能在特定情况下导致经理人产生投资从众行为。因此,相关治理措施应着眼于努力协调经理人与企业长远利益、改进经理人业绩评价方法,以尽可能避免这一负面效应出现。

主要参考文献

1. Devenow A. Welch I. Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review*, 1996
2. Graham J.R. Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 1999