

财会文库
财会文库

管理者过度自信与 企业投资研究

张敏 著

中国人民大学出版社

财会文库

管理者过度自信与企业投资研究

张 敏 著

中国人民大学出版社

• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

管理者过度自信与企业投资研究/张敏著. —北京: 中国人民大学出版社, 2011. 6
财会文库
ISBN 978-7-300-13862-6

I. ①管… II. ①张… III. ①企业-投资分析 IV. ①F275.1②F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 105011 号

财会文库
管理者过度自信与企业投资研究
张 敏 著
Guanlizhe Guodu Zixin yu Qiye Touzi Yanjiu

出版发行	中国人民大学出版社				
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080		
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)		
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)		
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)		
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com(人大教研网)				
经 销	新华书店				
刷 印	北京东君印刷有限公司				
规 格	155 mm×230 mm 16 开本	版 次	2011 年 6 月第 1 版		
印 张	11 插页 2	印 次	2011 年 6 月第 1 次印刷		
字 数	145 000	定 价	30.00 元		



序

呈现在读者面前的这部专著，是我的学生张敏在其博士论文的基础上修改而成的。这篇博士论文曾经获得全国优秀博士论文提名奖和中国人民大学优秀博士论文奖。应该说，这是对张敏学术水平的肯定，而作为老师，我更加感到高兴和自豪。

张敏是我的第一位博士生，也是我最优秀的博士生之一。在攻读博士学位的三年时间里，他几乎将全部的时间和精力都花在学习和研究上。在入校之前，他没有一点实证研究的基础；而在三年后，他已经熟练地掌握了计量和统计方法，在高水平的期刊上发表了数篇规范的实证研究论文。而后经过在北大光华管理学院两年博士后阶段的训练，他的研究水平又有了质的飞跃，从而获得了回中国人民大学执教的机会。看着我的学生正在茁壮成长成为学术界的新星，我感到由衷的



欣慰。

我认为这部专著具有如下几方面的鲜明特征：

首先，研究主题新颖、独到。这部专著系统地研究了管理者过度自信对企业投资行为的影响问题，主题新颖、视角独特。从学科属性来划分，本专著属于行为财务学范畴。时至今日，行为财务学的研究已经吸引了众多顶尖学者的注意，取得了丰硕的研究成果。但从现有研究来看，大量的研究都侧重于研究证券投资者的非理性行为，而关于公司管理者的非理性行为的研究尤其是实证研究，则相对要少得多。管理者过度自信相关问题是近年来国际上刚兴起的一个有趣的研究主题，目前尚处于起步阶段。本专著抓住了国际上最新的研究热点，结合中国的特定环境进行了深入研究，具有重大的研究价值。

其次，研究内容丰富、合理。本专著沿着“管理者过度自信→企业投资→经济后果”的研究路径，系统研究了管理者过度自信影响企业投资行为的表现形式、作用机理以及经济后果等几个方面的问题。研究内容紧密围绕研究目标展开，研究内容之间具有极强的逻辑性，而且每个研究内容都有创新点和亮点，很多内容在国际上都尚无文献涉及。

再次，研究过程规范、细致。整部专著围绕着一根主线，从各个角度、采用各种实证方法进行了研究，研究过程符合国际上主流研究的范式。从研究方法上来看，对于每个研究内容，都采用描述统计、参数检验、回归分析、稳健性检验等一系列方法进行了研究。尤其是对于管理者过度自信、投资等重要变量，作者都选用不同的衡量方法，以确保研究结论的可靠性。

最后，研究结论富有启发性。作者通过细致的实证研究，得到了一些重要的研究结论。例如，作者发现，管理者的过度自信心理会造成企业出现过度投资；过度自信的管理者偏好于进行内部投资和多元化投资；管理者的过度自信心理会对企业的业绩造成负面影响、带来风险的上升等。这些结论极大地增进了我们对于管理者过度自信心理特征的表现及危害等方面的了解，而且对于企业来说，

也具有重要的借鉴意义。

总之，我认为，这部专著是行为公司财务领域一部不可多得的优秀之作，因此，我郑重向学术界同仁推荐这部著作。最后，作为老师，我衷心希望张敏博士能够在未来的学术研究道路上踏踏实实地前进，在学术研究领域取得更大的成绩。

是为序。

于富生



前言

现实中的企业都具有强烈的扩张动机，由此带来企业投资的高速增长。作为企业利润的主要来源，投资的质量直接决定着企业的成败。合理有效的投资将使企业在激烈的竞争中立于不败之地；相反，异化的投资则可能给企业带来灾难性的损失。遗憾的是，现实中企业的投资往往呈现出异化特征，表现为过度投资、投资不足、盲目并购、盲目多元化等。那么，是什么原因造成了企业投资异化？不同的理论给出了不同的解释，比较经典的有委托—代理理论与信息不对称理论等，这些理论均隐含地假定管理者与投资者都是追求效用最大化的理性决策者。

但是由于现实中人们的实际决策行为与理性经济人假设有着较大差异，近二三十年来，这一隐含假定受到以心理学对人们实际决策行为的研究成果为基础的行为金融学的挑战。心理学的相



关研究指出：人们在将自己的技能同所在群体的其他个体比较时，习惯性地认为自己的才能高于整体的平均水平。这种“优于平均效应”的过度自信的心理特征在高管层中尤其严重。现代企业的一个显著特征是所有权与经营权的两权分离，由此导致管理者往往对企业行为有着决定性的影响。管理者掌握着企业的资源，而所有者对他们行为的约束可能是有限的，在我国，对于那些国有上市公司而言可能更是如此。这样，从管理者行为角度出发研究企业投资问题就显得尤为重要。正因为如此，本书选择从管理者过度自信角度研究企业的投资问题。

具体而言，本书试图回答如下问题：

(1) 在我国，企业管理者的过度自信特征会对企业投资产生什么影响？和西方相比，这种影响具有哪些异同？

(2) 这种过度自信特征对企业投资方式的选择会有哪些影响？过度自信的管理者是偏好内部投资还是外部投资？是偏好多元化还是专业化？

(3) 这种过度自信特征会对企业投资的经济后果产生哪些影响？

为了回答上述问题，本书遵循了如下研究思路：首先，本书考察了管理者过度自信对企业投资的总体影响，也即在管理者过度自信的条件下企业投资的表现形式。其次，本书考察了这种影响的作用机理，也即管理者过度自信特征是通过哪些途径影响企业投资的。本书主要从企业投资方式这一角度进行研究，具体又包括两个视角：其一是内部投资与外部投资视角；其二是多元化视角，看过度自信的管理者更偏好哪些投资方式。最后，本书考察了管理者过度自信对企业投资的经济后果的影响，主要从企业绩效和企业风险角度进行了研究。

本书主要包括三大部分：

第1章和第2章是本书的研究基础部分。其中第1章是导论，包括本书的研究背景、研究目标、研究意义、研究思路、内容安排、主要概念界定、研究方法、研究创新等方面。第2章是文献回顾，回顾和评价了关于企业投资异化原因的各种理论解释，分别从基于



完全理性假设的理论和基于有限理性假设的理论进行了回顾和评价，指出了它们相应的缺陷，提出了本书的研究角度。

第3~7章是本书的主体部分，用实证方法研究了管理者过度自信对企业投资及其经济后果的影响。根据本书的研究思路，这一部分又被分成三个部分：其一是第3章，研究了我国管理者的过度自信心理特征对企业投资影响的表现形式，主要从过度投资角度进行考察。其二是第4章和第5章，主要探讨管理者过度自信对企业投资产生影响的作用机理。这两章分别从两个不同的角度研究了过度自信管理者所偏好的投资方式，其中第4章从内部投资与外部投资视角研究了管理者过度自信对企业投资方式选择的影响；第5章则从多元化视角研究了管理者过度自信对企业投资方式选择的影响。最后是第6章和第7章，这部分是经济后果部分，考察了管理者过度自信对企业投资的经济后果的影响，这里所谓的经济后果包括企业绩效和企业风险两个方面。其中第6章从企业总投资角度研究了管理者过度自信对企业绩效和企业风险的影响；第7章从多元化角度研究了管理者过度自信对企业绩效和企业风险的影响。从上述内容可以看出，本部分的研究路径是“管理者过度自信→企业投资→经济后果”，从表现形式到作用机理，最后落脚到经济后果，由表及里、由因及果，具有一定的逻辑性。

第8章是本书的结论部分，对前面的研究结论进行了系统总结，并提出了一些政策建议，指出了未来的一些研究方向。

本书的主要研究结论如下：

(1) 和西方相比，我国企业管理者的过度自信程度可能更严重。从中国传统文化来看，对领导者的绝对权威强调有余，而对民主决策的重视不足。中国传统文化所赋予的这种地位使得企业高层管理者高高在上，极易产生自信心理。从中国转型经济背景来看，从根本上来说，我国的市场经济还是不成熟的市场经济，企业内外部的约束机制还没有真正形成，难以有效约束管理者的过度自信心理所引致的投资异化等行为。上述两方面的共同作用可能会导致我国企业管理者的过度自信。



(2) 管理者过度自信与融资现金流—过度投资的敏感性显著正相关,说明在融资现金流充足的情况下,管理者越过度自信,过度投资程度越大。这一结果和现有其他研究的结论不太一致。这一结论更符合已被大量实证研究结果证实的中国上市公司的股权融资偏好特性与募集资金运用绩效低下的问题。

(3) 过度自信的管理者更偏好内部投资,而不偏好并购。研究发现,在控制了其他一些因素后,管理者过度自信变量与企业内部投资显著正相关,说明管理者越过度自信,企业内部投资越大;另外,管理者过度自信变量与企业并购变量的回归系数为负,而且不显著,在采用其他替代变量进行回归后,发现结论一致,说明过度自信的管理者不太喜欢采用并购的投资方式。这一结论和相关研究不太相符。针对上述研究发现,本书结合我国的特殊情况进行了逻辑分析。

(4) 过度自信的管理者更偏好多元化经营。在控制了其他一些因素后,发现管理者过度自信变量和多元化程度变量之间存在显著的正相关关系,说明管理者越过度自信,企业越喜欢多元化经营。由此也印证了我们的推论:过度自信的管理者的最显著特征是高估收益,而低估风险,在这一心理作用的驱使下,会认为自己在在一个行业取得成功后,在其他的行业也能成功,而不考虑跨行业经营可能面临的风险。这一结论也符合我国的实际情况。

(5) 管理者过度自信心理特征会给企业带来严重的经济后果。本书首先以总投资额作为投资变量,研究了管理者过度自信变量和投资变量的交叉项与绩效变量之间的关系,研究发现二者之间存在显著的负相关关系,说明过度自信管理者所进行的投资会给企业带来损失。然后,以风险变量替代上述模型中的绩效变量,形成了一个新的联立方程组,重新进行了回归分析,发现管理者过度自信变量和投资变量的交叉项与风险变量之间也存在显著的负相关关系。上述结论说明过度自信的管理者所进行的投资增加了企业风险。

随后,本书研究了管理者过度自信变量和多元化变量的交叉项与企业绩效变量和风险变量之间的关系,研究发现过度自信管理者

所实施的多元化的对企业业绩产生了显著负面的影响，同时也造成了企业风险的上升。

本书的研究意义在于：

从理论意义上来说，首先，本书将管理者过度自信与企业投资结合起来进行研究，丰富了行为公司金融学领域的研究文献。行为金融学的研究大多研究证券投资者是有限理性的情况，而关于企业管理者是有限理性的情况研究较少，具体到管理者过度自信与企业投资领域，研究文献更是寥寥无几。其次，通过本书的研究，应该能够使国内更多的学者了解这一研究领域从而继续这一领域的研究。

从实践意义上来说，如果忽略了管理者的过度自信心理特征，而简单地将其假设为完全理性的经济人，可能会给企业带来灾难性的后果。本书比较系统地揭示了管理者在过度自信心理的影响下，如何对企业的投资产生影响，从而为企业提供一定的参考依据。



目 录

第 1 章	导论	(1)
	1.1 研究背景	(1)
	1.2 研究目标与研究意义	(3)
	1.3 研究思路与内容安排	(6)
	1.4 主要概念界定	(9)
	1.5 研究方法与研究样本	(14)
	1.6 研究创新	(15)
第 2 章	文献回顾	(16)
	2.1 基于完全理性假设的企业投资 异化	(16)
	2.2 投资者非理性假设下的企业投资 异化	(20)
	2.3 管理者非理性假设下的企业投资 异化	(22)
	2.4 过度自信的成因	(30)



	2.5 对现有研究的简要评价	(31)
第3章	管理者过度自信与企业投资异化总体特征	(33)
	3.1 引言	(33)
	3.2 研究假设	(36)
	3.3 管理者过度自信的界定	(39)
	3.4 过度投资、自由现金流、融资现金流的界定 ...	(42)
	3.5 样本选择与回归模型	(44)
	3.6 实证结果	(48)
	3.7 本章小结	(57)
第4章	管理者过度自信与企业投资方式的选择： 内部投资与外部投资视角	(59)
	4.1 引言	(59)
	4.2 理论分析与研究假设	(61)
	4.3 样本与变量界定	(64)
	4.4 企业投资情况的描述性统计	(66)
	4.5 实证结果	(69)
	4.6 稳健性检验	(73)
	4.7 对实证结果的进一步思考	(78)
	4.8 本章小结	(80)
第5章	管理者过度自信与企业投资方式的选择： 多元化视角	(81)
	5.1 引言	(81)
	5.2 文献回顾与假设提出	(83)
	5.3 数据与变量	(87)
	5.4 实证结果	(89)
	5.5 稳健性检验	(95)
	5.6 本章小结	(95)

第 6 章	管理者过度自信与企业投资的经济后果： 总投资视角	(97)
6.1	引言	(97)
6.2	理论分析与研究假设	(98)
6.3	样本与变量界定	(99)
6.4	描述性统计	(102)
6.5	模型设定	(103)
6.6	回归结果	(105)
6.7	本章小结	(111)
第 7 章	管理者过度自信与企业投资的经济后果： 多元化视角	(113)
7.1	引言	(113)
7.2	文献回顾	(114)
7.3	研究假设	(116)
7.4	数据与变量	(117)
7.5	模型设定	(119)
7.6	实证结果	(122)
7.7	本章小结	(130)
第 8 章	结 论	(132)
8.1	研究结论	(132)
8.2	政策建议	(136)
8.3	研究局限	(138)
8.4	研究展望	(139)
	参考文献	(141)
	后 记	(157)



第 1 章 导 论

1.1 研究背景

如何将资源分配给正确的投资项目是公司财务的一个基本问题 (Stein, 2003)。根据 MM (1958) 定理, 在一个完美的市场上, 企业的投资只和投资机会的盈利性有关, 因此企业的资源将流向高盈利性的投资项目, 直到所有投资项目的边际产出相等而达到均衡为止。但现实中却不存在这样的完美市场, 相反, 我们面临的往往是有摩擦的市场, 在这样的市场上, 存在各种力量将企业的投资推离正常轨道, 而使之呈现出所谓的异化现象, 例如过度投资、投资不足、盲目并购、盲目多元化等, 而现实中企业强烈的扩张冲动犹如催化剂, 使这种异化的投资得以实施。

譬如, 我们在现实中可以看到的情况是, 无



论是国内还是国外，企业都有很强的扩张冲动。对处于转型经济中的我国企业而言，这一点可能更甚。这突出表现在：“做大做强”成为近些年来我国企业的流行语，这种提法在各种报刊、企业管理者的谈话甚至是企业章程中都高频率地出现；我国企业的海外并购案频频发生，并购金额逐年攀升，等等。从我国上市公司的情况看，企业扩张的速度一直处于较高水平。例如，从本书的样本来看，在2002—2005年间，企业总投资占总资产的比重分别为6.05%，6%，5.71%，5.17%。那么，企业扩张的经济后果如何？哪些因素影响了企业投资的速度以及投资方式的选择？控制着公司资源的管理者的相关特征对企业投资有什么影响？从现有的文献看，以上问题并没有引起学术界和实务界应有的关注，而对这些问题的回答无疑具有重要的理论意义和实践价值。

现代企业的一个显著特征是所有权与经营权的两权分离，由此导致管理者往往对企业行为有着决定性的影响。管理者掌握着企业的资源，而所有者对他们行为的约束可能是有限的，在我国，对于那些国有上市公司而言可能更是如此。因此，从管理者行为角度出发研究企业投资问题就显得尤为重要。但传统理论往往将管理者视为完全理性的“经济人”，认为管理者行为遵守期望效用最大化原则和贝叶斯学习法则，而现实情况是，人们在经济活动中总是或多或少地表现出有限理性的特征，这导致传统理论无法解释现实中企业的很多行为，例如，在解释企业过度投资的原因时，委托—代理理论认为，主要原因在于管理者和股东之间的委托—代理问题；而信息不对称理论则认为，管理者和股东之间的信息不对称是其主要原因，但我们看到的现象是，很多所有者和管理者合一的公司仍然存在过度投资问题，由此导致上述理论陷入了困境，于是人们开始寻求新的理论解释，而行为金融学的蓬勃发展让我们得以从新的视角来诠释这些现象。

过度自信是心理学的一个专业术语，所谓过度自信是指人们倾向于高估自己成功的概率，而低估失败的概率的心理偏差（Wolosin et al., 1973; Langer, 1975）。大量的心理学研究结果表明，人们普



遍存在着过度自信的心理特征 (Weinstein, 1980; Alicke, 1985)。这一现象也存在于管理学领域。许多研究发现, 企业管理者的过度自信程度普遍要高于一般大众 (Cooper et al., 1988; Landier et al., 2004)。与委托—代理理论等理论不同的是, 过度自信管理者的目标往往是和股东一致的, 他们致力于增加企业价值和股东财富, 但过度自信产生的偏差, 却往往会给企业和股东造成损失。

从管理者过度自信角度研究企业财务问题是行为金融学领域近年来刚刚兴起的一个研究主题, 虽然这方面的文献尚不多, 但还是出现了一些有价值的研究, 得到了一些有意义的结论。从西方的有关文献来看, 有几篇论文研究了管理者过度自信与企业投资的问题, 但它们或者是研究管理者过度自信与总体投资问题, 或者是研究管理者过度自信与企业并购问题。在国内, 虽然郝颖等 (2005) 研究了管理者过度自信与企业总体投资问题, 但主要是模仿国外相关文献的做法。总之, 从国内外文献来看, 我们尚未发现系统地从管理者过度自信角度研究企业投资特征 (譬如过度投资问题) 以及投资方式选择的文献, 而这正是本书研究的出发点。

1.2 研究目标与研究意义

1.2.1 研究目标

在现有相关文献的基础上, 本书试图进一步回答如下问题:

(1) 在我国, 企业管理者的过度自信特征会对企业投资产生什么影响? 和西方相比, 这种影响具有哪些异同?

(2) 更进一步, 这种过度自信特征对企业投资方式的选择会有哪些影响? 过度自信的管理者是偏好内部投资还是外部投资? 是偏好多元化还是专业化?

(3) 这种过度自信特征会对企业投资的经济后果产生哪些影响?

对上述问题的回答则构成了本书的研究目标, 也即, 本书将以心理学所发现的人们普遍存在的过度自信特征为基础, 研究我国企