

企业生命周期视角下

管理者行为

对非效率投资影响研究



侯巧铭 — 著

QIYE SHENGMING ZHOUQI SHIJIAXIA

GUANLIZHE XINGWEI

DUI FEIXIAOLU TOUZI YINGXIANG YANJIU

辽宁人民出版社

企业生命周期视角下

管理者行为 对非效率投资影响研究



侯巧铭 —— 著

辽宁人民出版社

© 侯巧铭 2019

图书在版编目 (CIP) 数据

企业生命周期视角下管理者行为对非效率投资影响
研究 / 侯巧铭著 . — 沈阳 : 辽宁人民出版社 , 2019.7

ISBN 978-7-205-09680-9

I . ①企… II . ①侯… III . ①企业管理—影响—
投资行为—研究—中国 IV . ① F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 153216 号

出版发行: 辽宁人民出版社

地址: 沈阳市和平区十一纬路 25 号 邮编: 110003

<http://www.lnpph.com.cn>

印 刷: 辽宁星海彩色印刷有限公司

幅面尺寸: 170mm × 240mm

印 张: 9.25

字 数: 150 千字

出版时间: 2019 年 7 月第 1 版

印刷时间: 2019 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 阎伟萍 孙 雯

装帧设计: 留白文化

责任校对: 王 斌

书 号: ISBN 978-7-205-09680-9

定 价: 38.00 元

前言

投资是企业资源配置的重要方式，也是提升企业价值的基础。投资效率对宏观经济增长和微观企业发展都具有重要的贡献作用，但是“投资效率悖论”问题却给企业带来了现实的烦恼，如何解释并解决企业非效率投资问题也成为学术界重要的研究命题。管理者掌握着企业最重要的投资决策权，受管理者行为影响的投资决策质量必然成为决定投资效率的关键因素之一，关乎企业发展战略的实施，决定企业的未来。在生命周期不同阶段，管理者行为会发生不同变化，企业战略决策也体现出明显的差别。从企业生命周期动态视角，研究管理者行为对企业非效率投资的影响更具有必要性和重要意义。

针对我国企业普遍存在非效率投资的客观事实以及企业投资决策中管理者的权利地位和作用，本书立论于企业生命周期视角下管理者行为对非效率投资影响的研究。本书在掌握国内外研究现状的基础上，对管理者行为、非效率投资等关键概念的含义进行界定，并对资本投资理论、委托代理理论、管家理论和行为金融理论进行介绍；分析管理者代理行为和管理者过度自信对企业非效率投资的影响机理，特别在企业生命周期的动态视角下，研究管理者代理行为和管理者过度自信的动态变化情况，进而对企业非效率投资的形成机理给予综合动态的解释；通过理论分析提出研究假设，运用单因素方差分析、多元线性回归和工具变量法，选取上市公司数据进行实证检验；根据实证分析结果，即生命周期不同阶段企业非效率投资的管理者行为诱因，提出约束管理者行为、治理非效率投资的对策建议。

本书的研究内容主要包括以下五部分：

第一，对关键概念进行界定，寻求本书研究的基础理论依据。按照企业所有者与管理者的利益关系，将管理者行为分为管理者代理行为和管理者过度自信，依据委托代理理论对管理者代理行为展开研究，依据管家理论和行为金融理论对管理者过度自信展开研究；介绍资本投资理论，包括凯恩斯投资理论、加速投资理论、最优资本函数理论以及托宾 Q 理论等。

第二，从理论上深入研究管理者代理行为和管理者过度自信对企业非效率投资的综合动态影响机理。代理行为下管理者出于自由现金流假说、私有收益假说和管理者防御假说的动机，做出有损股东利益的投资行为，过度自信的管理者因高估项目收益或因高估企业价值而放弃成本较高的外部融资导致非效率投资。对企业非效率投资的综合分析，突破了仅在管理者理性或非理性单一假设下进行传统研究的局限，将管理者理性假设和非理性假设两种范式相结合，研究管理者代理行为和管理者过度自信对企业非效率投资的综合影响；对企业非效率投资的动态分析，是在企业生命周期的不同阶段，依据企业组织结构、内部层级和股权融资的不同特点，研究管理者代理行为的波动变化，依据过去经历、目前学习和未来预期三个影响因素，探讨管理者过度自信的动态变化，进而对生命周期不同阶段企业非效率投资的形成机理给予理论上的演绎推理，并据此提出本书的研究假设。

第三，选取变量构建实证研究的计量模型。借鉴 Richardson 模型的残差度量非效率投资，用管理费用率和资产周转率两个变量度量管理者代理行为。在比较现有管理者过度自信度量方法的基础上，依据心理学自利归因理论创新性地提出了自利归因度量法，对上市公司业绩预告中业绩变动的原因说明进行归因判断，通过自利归因倾向对管理者过度自信水平进行度量，借鉴 Dickinson 现金流组合分类法划分企业生命周期，构建多元线性回归模型，以检验管理者代理行为和管理者过度自信对非效率投资的动态综合影响。模型构建中为控制其他因素对非效率投资的影响，选取了自由现金流、股权集中度、独立董事比例、资产负债率、董事会规模、公司规模和股权性质等控制变量，同时为了解决模型中存在的内生性问题，选择可持续增长率作为工具变量，应用两阶段最

小二乘法进行回归分析。

第四，运用实证分析方法检验管理者行为对企业非效率投资的动态影响。具体采用描述性统计、多元线性回归、单因素方差分析、工具变量法等实证方法对理论假设进行检验，得出如下结论：管理者代理行为和管理者过度自信都可导致企业非效率投资。上市公司管理者代理行为随企业生命周期阶段的发展逐渐加强，但管理者过度自信程度却随之减弱，成长期管理者过度自信水平与成熟期管理者过度自信水平差异不显著，但都显著高于衰退期管理者过度自信水平。管理者代理行为和管理者过度自信综合导致了企业非效率投资，在企业生命周期不同阶段非效率投资的管理者行为诱因却存在一定差异：成长期阶段的企业非效率投资主要受管理者过度自信的显著影响，成熟期阶段的企业非效率投资受管理者代理行为和管理者过度自信的综合影响，衰退期阶段的企业非效率投资主要受管理者代理行为的显著影响，成熟期管理者代理行为较管理者过度自信对企业非效率投资的影响作用略强。在稳健性检验中，分别做了控制内生性、管理者代理行为指标和管理者过度自信指标的替换检验，研究结论稳定一致。

第五，根据实证分析结果，即生命周期不同阶段企业非效率投资的管理者行为诱因，提出约束管理者行为、治理非效率投资的对策建议。建立动态治理机制以应对管理者行为变化，建立条件约束机制以控制管理者决策资源，建立学习行为机制以修正管理者认知偏差，进而形成管理者“不敢非效率投资、不能非效率投资、不想非效率投资”的有效机制以治理非效率投资。

通过分析管理者行为在企业生命周期发展阶段的动态变化，解释并验证了管理者行为对非效率投资的综合动态影响机理，为提出诱发非效率投资的管理者行为约束策略提供了崭新的方向和科学的依据。研究可以强化市场监管机构对企业投资行为的监督，帮助政府主管部门有的放矢地加强国企管理者的任用与管理，为公司股东实施管理者动态约束和治理提供重要的参考依据。

本书是作者博士学位论文（2018）的核心内容，也是辽宁省社会科学规划基金项目“辽宁企业非效率投资影响机理与治理策略研究”（项目编号：L14BGL027）的核心研究成果。在此，首先感谢作者导师宋力教授的悉心指

导，感谢宋老师洞察专业学术前沿的敏锐，感谢宋老师对研究问题的高屋建瓴，感谢宋老师对研究方法的深入细腻。同时也感谢沈阳工业大学管理学院的博导、教授对作者博士论文及课题项目给予中肯的修改意见，感谢六年来多次学术交流中点评人的客观点评，感谢《会计研究》杂志匿名审稿人对本书核心内容的高度提升，感谢家人的理解和支持，感恩身体健康的父母，感谢背后默默支持和付出的爱人，感谢上小学的女儿在学习上的“攀比”和鼓励。最后诚挚地感谢辽宁人民出版社的支持与帮助，使得本书能够尽快呈现在读者面前。由于作者水平和时间所限，书中难免有不当之处，恳请读者批评指正。

目录

前言	001
第 1 章 绪论	
1.1 选题背景	001
1.1.1 投资效率对宏观经济增长和微观企业发展 具有重要的贡献作用	001
1.1.2 管理者行为对企业非效率投资产生重要的 影响	003
1.1.3 考虑企业生命周期的非效率投资动态成因的 必要性	004
1.2 研究意义	005
1.2.1 理论意义	005
1.2.2 现实意义	006
1.3 研究内容与研究方法	007
1.3.1 研究内容	007
1.3.2 研究方法	008
1.4 创新之处	011

第2章 文献综述

2.1 非效率投资相关研究	013
2.1.1 非效率投资界定	013
2.1.2 非效率投资计量	014
2.1.3 非效率投资成因	017
2.2 管理者代理行为对非效率投资影响的相关研究	021
2.2.1 管理者代理行为与非效率投资	021
2.2.2 管理者代理行为治理	023
2.3 管理者过度自信对非效率投资影响的相关研究	024
2.3.1 过度自信心理学证据	024
2.3.2 管理者过度自信的度量方法	025
2.3.3 管理者过度自信与非效率投资	027
2.3.4 管理者过度自信行为的约束	030
2.4 企业生命周期相关研究	032
2.4.1 企业生命周期的划分	032
2.4.2 企业生命周期与非效率投资	034
2.5 文献评述	036

第3章 相关概念和基础理论

3.1 概念界定	037
3.1.1 管理者	037
3.1.2 管理者行为	037
3.1.3 企业生命周期	039
3.1.4 非效率投资	039
3.2 基础理论	040
3.2.1 资本投资理论	040
3.2.2 委托代理理论	044

3.2.3	管家理论	046
3.2.4	行为金融理论	048
3.3	本章小结	049
第 4 章	管理者行为对企业非效率投资的动态影响机理分析	
4.1	管理者行为对企业非效率投资的影响	050
4.1.1	管理者代理行为对企业非效率投资的影响	050
4.1.2	管理者过度自信对企业非效率投资的影响	051
4.2	企业生命周期各阶段管理者行为的动态变化	052
4.2.1	企业生命周期各阶段管理者代理行为的 动态变化	052
4.2.2	企业生命周期各阶段管理者过度自信的 动态变化	053
4.3	企业生命周期各阶段管理者行为对企业非效率投资的 影响	057
4.4	本章小结	059
第 5 章	实证研究设计	
5.1	研究假设	060
5.2	变量选取	061
5.2.1	非效率投资的度量	062
5.2.2	管理者代理行为的度量	064
5.2.3	管理者过度自信的度量	065
5.2.4	企业生命周期的划分	074
5.2.5	控制变量的选取	074
5.2.6	工具变量的选取	075
5.3	模型构建	078
5.4	样本选取与数据来源	078

5.5 本章小结	079
----------------	-----

第6章 实证分析结果

6.1 描述性统计	080
6.1.1 变量的描述性统计	080
6.1.2 企业生命周期的划分	081
6.2 对管理者行为与企业非效率投资静态关系的检验	082
6.2.1 管理者代理行为对企业非效率投资影响的检验	082
6.2.2 管理者过度自信对企业非效率投资影响的检验	084
6.3 对企业生命周期不同阶段管理者行为动态变化的检验	085
6.3.1 管理者代理行为动态变化检验结果	085
6.3.2 管理者过度自信动态变化检验结果	086
6.4 对管理者行为与企业非效率投资动态关系的检验	088
6.4.1 总样本的动态检验	088
6.4.2 成长期样本动态检验	090
6.4.3 成熟期样本动态检验	091
6.4.4 衰退期样本动态检验	093
6.5 实证检验结论	095
6.6 本章小结	096

第7章 稳健性检验

7.1 内生性检验	097
7.1.1 工具变量选择的有效性	097
7.1.2 Hausman 内生性检验	098
7.1.3 两阶段最小二乘法回归	099
7.2 变换变量	101
7.2.1 管理者代理行为	101
7.2.2 管理者过度自信	104

7.3	本章小结	106
第 8 章	诱发非效率投资的管理者行为约束策略研究	
8.1	建立动态治理机制以应对管理者行为变化	107
8.2	建立条件约束机制以控制管理者决策资源	111
8.3	建立学习行为机制以修正管理者认知偏差	112
8.4	本章小结	114
第 9 章	结论	
9.1	研究结论	115
9.2	研究局限	118
	参考文献	119

第 1 章 | 绪论

1.1 选题背景

1.1.1 投资效率对宏观经济增长和微观企业发展具有重要的贡献作用

投资是企业资源配置的重要方式，是企业为了获得收益或资金增值而向某一领域投放资金或实物的经济行为。对于宏观经济而言，在萨伊提出“供给自动创造需求”定律和凯恩斯出版《就业、利息与货币通论》以后，经济学家们分别从供给和需求的角度研究了投资对经济增长的拉动作用，我国改革开放 40 多年的经济持续高速增长同样依托于投资带来现金流增加的推动力量。对于微观企业而言，投资是提升企业价值的基础，投资决策是企业三大财务决策的核心，在企业战略层面占有重要的地位，投资效率直接关系企业战略目标的实现，只有高效率的投资才能使企业在激烈的竞争中立于不败之地。

然而，在现实中，我国经济高速发展并不完全符合可持续发展的科学发展规律，大量的资金和资源的投入带动了经济增长，但同时也在一定程度上耗费了丰富的资源，破坏了良好的生态环境。诸多行业扎堆投资、重复投资引发产能过剩，过度投资问题广泛存在。中国钢铁工业协会 2013 年 7 月 31 日公布的统计数据显示，2013 年上半年一吨钢利润仅为 0.43 元，这意味着两吨钢的获利买不来一支冰棍。企业盲目追求规模所进行的投资行为，最终超出了企业管理能力和财务支持能力而迫使企业陷入危机。可见，企业投资并非都能按照决策者的预期为企业和股东带来更多的收益，使投资者获得更多的回报。

我国学者刘元春（2001）最早提出“效率悖论”的概念^[1]。近年来，“效率悖论”问题也逐渐引起国家有关部门的高度关注。2006年6月，国资委发布《中央企业投资监督管理暂行办法》，旨在抑制投资对经济的不利影响；2007年12月，财政部与国资委联合发布《中央企业国有资本收益收取管理办法》，对国企投资行为进行规范管理；2008年，国资委要求存在过度投资行为的央企反思以往的生产经营方式；2010年，财政部明确提出将运用合理的手段遏制央企的盲目投资行为；2017年10月18日，习近平总书记在党的十九大报告中指出深化供给侧结构性改革，在“三去一降一补”的重要任务中，首要任务就是“去产能”，即化解过剩产能，报告还提出要深化投融资体制改革，发挥投资对优化供给结构的关键性作用。

与过度投资相背，企业中也存在投资不足这一极其普遍的现象。张功富和宋献中（2009）对我国沪深301家工业上市公司的非效率投资进行度量，发现其中有39.26%的上市公司非效率投资表现为投资过度，而60.74%的上市公司非效率投资表现为投资不足^[2]。周伟贤（2010）研究发现中国非金融类上市公司非效率投资情况普遍，投资不足比例高达62%，较过度投资更为严重^[3]。池国华等（2016）对2010—2013年深沪国有上市公司企业非效率投资进行度量，发现其中有38.87%的公司投资过度，其余61.13%的公司投资不足^[4]。上市公司将资本市场视为圈钱的工具，在股权融资后却选择放弃净现值大于零的投资项目，以委托理财、购买国债等方式闲置募集的资金，资金未达到预期的投资目的和效率（肖钢，2008^[5]；蒋海燕，2011^[6]；吴金娇，2012^[7]）；而中小企业却普遍面临着融资困难的现实难题，资金不足导致企业不得不放弃净现值大于零的投资项目。投资不足必然使企业错失良好的投资机会，严重影响投资效率的提高，最终限制了企业的价值提升和发展。

宏观方面，国家和企业基于经济增长的投资扩张热情高涨；微观方面，无论是过度投资还是投资不足均会造成企业资源的浪费或闲置，非效率投资使企业偏离其发展战略目标，更无法实现企业价值的最大化，最终将影响企业的可持续发展乃至生存。可见，只有不断提升微观企业的投资效率，减少非效率投资，才能在满足企业可持续发展的同时保障宏观经济增长，投资才

能真正成为宏观经济增长的重要力量。那么，企业非效率投资是如何产生的？如何才能有效治理企业非效率投资？这些问题成为目前学术界和实务界广泛关注的热点^[8]。

1.1.2 管理者行为对企业非效率投资产生重要的影响

长久以来，国内外众多学者致力于解释并解决企业非效率投资问题，主要在委托代理问题和信息不对称引起的融资约束问题的框架下研究企业非效率投资的成因。

然而，Coase（1937）指出管理者掌握着企业最重要的投资决策权^[9]，投资决策是企业重要的战略决策之一（黄莲琴，2013^[10]），企业战略决策受决策者行为模式的影响（徐梅鑫和叶广宇，2012^[11]）。因此，作为企业的舵手，管理者投资决策是最重要的常项工作，而管理者行为引导并控制着其投资决策。一项正确的决策可以使一个企业起死回生，创造辉煌的业绩，而一项错误的决策则会将一个企业引向崩溃的边缘。据世界著名的决策咨询机构——美国兰德公司估计，世界上破产倒闭的大企业，85%都是因管理者决策失误而造成的。可见，管理者决策如同企业发展的指南针，对企业的投资效率乃至投资成败、企业价值的创造都具有决定性的作用。受管理者行为影响的投资决策质量已经成为决定企业投资效率的关键因素之一，决定企业的发展和未来。

经典MM理论的提出（Modigliani和Miller，1958^[12]）依赖于完全套利、理性投资和有效市场等诸多假设，其与现实条件存在明显的差异，因此，现代投资理论得以不断的完善和发展。之后有学者开始逐一突破这些假设，研究信息不对称（Jensen和Meckling，1976^[13]）、融资约束（Myers和Majluf，1984^[14]）和代理行为（Jensen，1986^[15]）对企业非效率投资的影响，证实了公司资本错误配置引发投资不足或过度投资等非效率投资的存在。与之密切相关的非效率投资问题成为近半个世纪以来西方投资决策理论研究中的热点之一。

然而，经典投资理论的重要前提之一就是理性人假设，即假定投资决策的主体是完全理性的，企业管理者会遵循预期效用理论和贝叶斯决策理论进行决

策。随着研究的深入，这种关于理性的严格假设在现实中遭到重重质疑。理论研究中出现一些传统理论无法解释的投资异象，如：即使项目最终失败，企业决策者也因其对项目负有责任而会投入比成功项目更多的资金。基于委托代理和信息不对称的理论框架已不能很好地解释这些投资现象。为此，自 20 世纪 80 年代一些学者开始尝试从管理者自身行为特征出发构筑新的理论^[16]。行为金融理论的兴起和发展为学者们拓展了新的研究思路，也让学者们逐渐认识到投资者和管理者的非理性行为会对企业投资决策产生影响。企业扎堆投资往往就是由于企业管理者对行业未来的市场需求、投资收益预期过高，而对风险预期过低，因此常出现盲目扩张规模、蜂拥式的圈地运动^[17]。Roll（1986）开始认识到管理者非理性行为特别是管理者过度自信同样会对企业非效率投资产生影响^[18]。

管理者也是普通人，在其面对市场不确定性特征和企业现实情况时，管理者只能根据有限的信息和资源进行有限理性的决策，管理者决策受到所处环境、心理认知等多因素的相互影响。管理者过度自信本质上是管理者对自身能力的心理认知偏差，管理者认为自己做出的决策是科学的，是利于企业价值最大化原则的，事实上却由于管理者心理上或认知上的偏差干扰了其决策判断，使得管理者做出自身无法察觉或不愿承认的错误决策，这种决策反而会对企业价值和股东利益产生不利的影响。可见，这种损害股东利益和企业价值的投资决策并非源于传统理论中所有者与经营者间的利益冲突，而是管理者自身存在认知偏差的结果。在中国传统儒家文化思想的影响下，在改革开放后市场经济迅速发展的背景下，我国的企业管理者易产生过度自信的认知偏差。

因此，在管理者行为对企业非效率投资影响的研究中，应将委托代理理论下的管理者代理行为和行为金融理论下的管理者过度自信相结合，综合研究管理者有限理性行为对企业非效率投资的影响。

1.1.3 考虑企业生命周期的非效率投资动态成因的必要性

生命周期是表述企业成长周期的战略管理理论，是企业战略、竞争环境和企业经营的综合结果。有关企业生命周期的研究最早见于 1959 年，Haire

(1959)认为企业发展符合生物学的成长曲线^[19]。1989年Adizes率先系统阐述了企业生命周期理论,将其划分为两阶段十个时期^[20]。Miller(1984)提出,随着生命周期不同阶段的发展,企业的组织结构、内部层级及所有者与管理者之间关系也会发生变化^[21]。19世纪美国心理学教授威廉·詹姆斯在著作《心理学原理》中提出“表现原理”,认为随着时间和外界环境的改变,在不同的阶段,面对不同的事物,人的思想和心理状态会因为不断被添加进新的东西而不会完全相同^[22]。

在生命周期不同阶段管理者行为会发生不同的变化,企业的战略决策也会在不同阶段有明显的差别。因此,仅从静态角度研究企业非效率投资的产生机理并不深入,也不能系统地找出非效率投资的客观成因。从企业生命周期的动态视角,研究管理者行为对企业非效率投资的影响更具有科学性和必要性。

1.2 研究意义

本书从企业生命周期动态视角研究管理者行为对企业非效率投资的影响,以管理者与所有者利益关系是否一致为标准,将管理者行为划分为管理者代理行为和管理者过度自信,通过企业生命周期不同阶段管理者代理行为和管理者过度自信的波动变化,对企业非效率投资的形成机理给予综合动态的理论分析和解释。在此基础上,从约束管理者行为入手,根据生命周期不同阶段企业非效率投资的具体形成机理,探寻约束管理者行为的有效途径和方法,提出治理非效率投资的可行策略,最终实现企业投资效率的优化。该研究具有重要的理论意义和现实意义。

1.2.1 理论意义

第一,研究揭示了管理者代理行为和管理者过度自信对企业非效率投资的综合影响机理。研究不仅分析了两种管理者行为对企业非效率投资的独立影响,还将管理者理性假设和非理性假设相结合,深入研究管理者代理行为和管理者过度自信对企业非效率投资的综合影响,突破了仅在管理者理性或非理性