

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2017.02.006

上市公司管理者风险偏好与公司非效率投资 ——基于国有企业与非国有企业的比较分析

金 豪 夏清泉

(上海对外经贸大学, 上海 201620)

摘 要: 本文基于我国沪深A股上市公司2010年至2012年的数据, 引入管理者风险偏好因素的非效率投资实证模型, 试图探求我国上市公司管理者风险偏好水平与企业投资效率之间的关系。结果发现: 管理者风险偏好水平对企业的非效率投资水平存在显著影响。投资不足的企业中, 管理者风险偏好水平越高, 企业投资不足水平越低; 投资过度企业中, 管理者风险偏好水平越高, 企业投资过度水平越高。在此基础上, 根据股权性质对上市公司样本进行分组, 进一步研究发现: 民营企业的管理者风险偏好水平显著高于国有企业; 国有企业和民营企业管理者的风险偏好水平对企业投资的影响确实存在差异。

关键词: 管理者风险偏好; 投资水平; 非效率投资

中图分类号: F832

文献标识码: A

文章编号: 2095-8072(2017)02-0061-11

一、引言

近20多年来, 随着Kahneman和Tversky (1979) 提出著名的前景理论, 带有心理行为特征的行为金融学 (Behavioral Finance) 逐渐发展起来。该理论认为, 由于认知过程的偏差和情绪、情感、偏好等心理因素的影响, 决策者无法以理性人的方式做出无偏差估计, 这种有限理性行为导致了市场的非有效性, 从而解释了大量传统金融学不能解决的一些异常现象。

目前, 行为金融学的大部分研究成果都集中在对资本市场上的投资者决策行为的特征上, 而对于资本市场中的公司管理者的决策行为的研究还处于一个起步阶段。Shefrin (2001) 提出了行为公司金融理论 (Behavioral Corporate Finance), 认为在企业内部, 除了存在因信息不对称造成的代理成本外, 还可能存在由于经理人非理性和市场非有效性造成的行为成本, 而这些成本都会对企业造成不良影响。如何把行为金融学从对市场和研究扩展到对企业及经理人的研究, 这为行为金融学提供了一个新的研究方向。

作为企业的最终决策人, 管理者无论做出何种决策都将直接关系到公司的投资收益、经营业绩和公司的整体治理情况。西方学者在研究公司管理者非理性行为的表现, 以及对公司投融资决策的影响方面取得了丰富的实证结论。而国内在这方面的研

究还没有形成完整的理论体系。将行为金融学与企业决策主体的行为研究相结合,对行为金融学的进一步发展、完善行为金融学理论体系具有重要意义。

企业的非效率投资行为不但损害了企业的价值,也对我国资本市场的健康有效运行产生影响,进而影响我国宏观经济的整体发展。因此,探求引起非效率投资行为的原因并为遏制甚而消除非效率投资行为提出具有针对性的建议具有重要的现实意义。

在国内现有的研究成果中,主要关注管理者过度自信对企业投资决策的影响,本文基于2010年至2012年我国非金融保险上市公司的数据,从管理者非理性特征的角度,检验管理者风险偏好是否会对企业的非效率投资行为产生影响,拓展了现有的研究视角。另外,本文立足于我国的实际国情,考察不同的治理环境下管理者的风险偏好对企业投资效率的影响是否存在差异。总体结果表明:管理者风险偏好水平对企业的非效率投资水平存在显著影响。不同股权性质的企业中,管理者的风险偏好对非效率投资行为的影响存在差异。

二、文献回顾与研究假设

(一) 管理者风险偏好理论

“风险偏好”(risk preference)的概念最早出现在著名学者Markowitz(1952)的投资组合理论之中。是指投资者在进行投资选择的过程中,面对投资收益和风险,所表现出来的对待风险的态度趋势。风险偏好作为人的一种非理性的主观意识,它无疑会影响到人的行为动机和决策。根据投资主体对风险的偏好程度不同,可以将其分为风险追求者、风险规避者和风险中立者。相应的,这三种风险偏好现象分别称之为风险喜好、风险厌恶和风险中性。本文将管理者的风险偏好定义为管理者在面对风险时所持有的决策态度。

对于企业管理层风险偏好的系统研究在近30年迅速开展。随着理论研究的深入,大量的实证研究也证明了不同的管理者在风险偏好上存在差异,并对企业管理产生影响。MarCrimmon和Wehrung(1986)发现,管理者的层级越高,越倾向于冒险。March和Shapira(1987)的研究发现,相比于个人事务决策,管理者在决策公司事务时表现得更加追求风险。研究还发现企业管理者的风险偏好特征和管理者个人的特征密切相关,与组织激励等因素相关性较弱。此外,管理者的管理经验同样会影响管理者的风险偏好类型。Helliar和Lonie等(2002)的研究认为,管理者十分清楚有哪些因素会对自己的风险偏好产生影响。因此,他们在决策时,会同时考虑客户、竞争对手和股东等各方面的因素。Perrino等人(2005)则发现风险厌恶程度较高的管理者,往往会选择放弃风险系数比较高的项目,投资风险系数比较低的项目。而国内学者谢科范(1993)、张应语和李志祥(2009)、李延喜和付洁等(2009)、韩婷婷(2011)等研究发现风险偏好的特征在我国的企业决策者中确实存在,并试图揭示风险偏好的影响因素,丰富国内的研究成果。

（二）非效率投资理论

传统的MM理论认为，公司投资行为是基于完全理性和充分信息的，因此不存在资本配置的非效率问题。然而，在实际生活中，由于委托代理关系和信息不对称情况的存在，非效率投资行为在现代企业中普遍存在。

非效率投资是指使企业实际资本存量偏离最优资本存量的投资行为，主要表现为投资过度和投资不足。其中，当企业投资于净现值为负的项目时，为投资过度；当企业放弃投资净现值为正的项目时，则为投资不足。

Jensen和Meckling（1976）的委托代理理论认为，由于委托人和代理人在责任和激励上存在不一致，代理人就有可能为了将自身利益最大化而背离委托人的利益或意图，从而影响公司的投资行为，降低投资效率，产生道德风险，其外部表现就是非效率投资行为。Myers和Majluf（1984）的信息不对称理论认为，当企业想从外部投资者处获取资金时，外部投资者往往会意识到自己处于信息劣势，从而要求较高的投资回报率，或是增加限制条款来防止道德风险，由此导致外部融资成本比内部融资成本高。这种融资约束的存在使得企业不得不放弃有价值的投资项目，造成投资不足。而Shefrin（2001）的行为金融理论认为，企业内部可能存在由于经理人非理性和市场的非有效性造成的行为成本。管理者和市场中的投资者一样，也会由于情绪、情感、偏好等心理因素，造成认知偏差，做出非理性的行为。行为公司金融把公司金融和行为金融结合起来，为研究公司管理者的非理性行为对公司的融资、投资、股利政策和兼并收购等方面的影响提供了理论依据。

（三）管理者风险偏好与企业非效率投资行为

基于行为金融学的角度，一些学者开始关注研究管理者个人特质对企业各种决策的影响，而关于管理者风险偏好与企业非效率投资行为方面的研究还存在空白点。

从管理者背景特征来看，Hambrick和Mason（1984）的“高层梯队理论”（TMT）认为高层管理团队人员的个人背景特征（年龄、任期、学历、职业背景等）影响着管理者的行为，这会对公司的投资活动产生很大影响。Finkelstein和Hambrick（1996）、Barker和Mueller（2002）、Simsek（2007）、Adams等（2009）、贺小刚和李新春（2005）、姜付秀等（2009）也得出了相似的结论。从管理者的非理性特征来看，目前的研究成果主要集中在管理者过度自信与企业投资行为这方面，验证了管理者的非理性特征的确会对企业的投资行为产生影响。Roll（1986）开创性地提出假设：企业管理者在投资过程中存在“自以为是”的现象。Cooper（1988）在调研中发现，作为管理者，企业家过度自信的心理特点普遍存在。Heaton（2002）的研究发现，过度自信的管理者会高估一些投资项目的价值，甚至可能对净现值为负的项目进行投资，给企业造成损失。Malmendier和Tate（2005）以及郝颖、刘星（2005）和姜付秀等（2009）都通过实证研究表明，管理层过度自信水平越高，企业投资水平就越高。

白云涛、郭菊娥等（2007）认为：管理层的风险偏好特征要比年龄、性别等背景因素与企业投资决策的关系更为密切。如今，管理者在企业中的决策权越来越大。在不确定条件下，企业管理者普遍存在的不同程度的非理性行为就会使其选择非效率或低效率的投融资决策，从而对企业的长期价值造成更大的伤害（Shefrin, 2001）。管理者的非理性行为是影响企业投资效率的一个重要因素。较为保守厌恶风险的管理者，往往会由于规避一些有风险的投资决策，或是高估一些投资项目的风险，因而放弃一些具有投资价值的项目，由此产生投资不足的现象。然而，偏好风险的管理者可能对投资项目的风险评估不足，或是对自身能力及其能够掌握的信息的准确性产生高估，从而导致企业的过度投资行为，并可能使企业在财务上陷入困境。因此，本文根据目前我国上市公司的实际运营情况提出假设1——管理者风险偏好水平与非效率投资水平显著相关；以及假设2——投资不足的企业中，管理者风险偏好水平越高，企业投资不足水平越低；投资过度企业中，管理者风险偏好水平越高，企业投资过度水平越高。

不同股权性质的企业行为具有异质性。目前阶段，国有企业和民营企业并存是我国市场经济的一大特征。企业的治理机制、经营目标等各个方面都会有产权性质不同的影响，企业管理者的财务决策行为也必然受其影响。在我国，国有企业管理者大部分是由政府直接委派的。从理论上来说，国有企业的现金流归属全体国民所有。因此，在很大程度上，国有企业管理者的管理目标具有一定的政治性，而不是仅仅考虑企业本身的利益。此外，管理者会由于行政任命的不确定性，不能完全专心于提高经营绩效，而不得不更多地考虑自己的政治前途。相比之下，民营企业的管理者的目标则相对单纯，提高企业业绩无疑是其主要的经营目标。基于此，本文认为，与民营企业的管理者相比，国有企业的管理者可能更缺乏承担风险的勇气。因此，提出假设3——民营企业管理者比国有企业管理者具有更高的风险偏好水平；以及假设4——国有企业和民营企业管理者的风险偏好水平对企业非效率投资水平的影响存在差异。

三、研究设计

（一）样本选取

本文选取2010~2012年沪深两市所有A股上市公司的年报数据作为初始样本，并根据以下规则对样本进行筛选处理：（1）由于模型中部分变量的计算需用到前一年的数据，故剔除当年新上市样本；（2）剔除属于金融保险业的上市公司；（3）剔除在样本时间区间内的ST/PT上市公司；（4）剔除数据缺失或数据不全的样本，最后获得有效的样本观测值共3504个。本文所有数据均来源于国泰安CSMAR数据库，行业分类遵照中国证监会的行业分类标准。

（二）模型建立和变量计算

本文试图构建引入管理者风险偏好因素的非效率投资实证模型，探求我国上市公

司管理者风险偏好水平与企业投资效率之间的关系。主要研究步骤如下：

第一，计算非效率投资水平。本文将借鉴Richardson（2006）预期投资模型，衡量上市公司非效率投资的水平。我国学者辛清泉、林斌和王彦超（2007），张功富和宋献中（2009）等也在相关研究中采用该模型，检验企业的非效率投资水平。具体模型如下：

$$I_{new,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 StockReturn_{t-1} + \alpha_7 I_{new,t-1} + \sum Year\ Indicator + \sum Industry\ Indicator + \varepsilon \quad (1)$$

其中， $I_{new,t}$ 为t期的资本投资量，等于t期构建固定资产、无形资产的现金支出除以期初总资产； $Growth_{t-1}$ 为t期期初的Tobin' Q值； Lev_{t-1} 表示t期期初的资产负债率； $Cash_{t-1}$ 表示公司第t期期初的货币资金持有量，等于经营活动现金流量净额除以期初总资产； Age_{t-1} 表示截止t-1期期末的公司上市年限； $Size_{t-1}$ 代表公司规模，为t期期末公司总资产的自然对数； $StockReturn_{t-1}$ 为t-1期的股票投资回报率； $I_{new,t-1}$ 为t-1期的资本投资量；Year Indicator和Industry Indicator分别为年份和行业的哑变量。

表 1 预期投资模型回归结果

变量	(cons)	$Growth_{t-1}$	Lev_{t-1}	$Cash_{t-1}$	Age_{t-1}	$Size_{t-1}$	$StockReturn_{t-1}$	$I_{new,t-1}$	Adj-R ²	N
非标准化系数	-0.064**	0.076***	0.040**	0.014	-0.089***	0.054**	0.038**	0.056***	0.036	3504
T值	-1.936	3.518	1.961	0.796	-4.817	2.282	1.957	3.213		

注：表中***、**、*分别表示在0.001、0.01和0.05的水平下显著。

表1为模型（1）的估计结果。回归方程的残差项即被界定为非效率投资支出（InefficientINV_t），其值为正代表投资过度，反之，代表投资不足。InefficientINV_t的绝对值越大，企业的非效率投资程度越严重。

第二，计算管理者风险偏好水平。对于风险偏好的计量，早期采用的预期效用模型（Expected Utility Model）、绝对风险厌恶系数（DARA）（Arrow，1961），以及相对风险厌恶系数（DRRA）（Pratt，1964）都要预先假设个体效用函数，在实际测量时往往会出现偏差；Hsee和Weber（1997）开发的风险偏好量表的方法虽然能够规避效用函数的先验假说，但因过分依赖调查问卷，并不适合大样本分析；以个体资产中风险资产所占的比例来衡量管理者的风险偏好水平既具有较高科学性，又适合进行大样本分析，是一种成熟的研究方法。但由于中国的资本市场的特殊性，高管持有风险资产的数量较少，且往往不能自由支配自己的风险资产，使用该方法并不符合我国的实际情况。

已有的研究表明，管理者的性别、年龄、教育背景、财富水平等个体特征均会影响管理者的风险偏好水平，而企业高层管理者的有限理性行为会造成企业投融资决策行为的扭曲（Roll，1986；Malmendier、Tate，2005；Heaton等，2002）。所以，与管理者行为决策相关的公司特征也能够反映管理者风险偏好水平。因此，本文将从个人和公司两个层面选取指标，对影响管理者风险偏好的主成分进行提取，采用综合指标对我国上市公司管理者的风险偏好水平进行评价。具体指标选取如下：

表2 管理者风险偏好综合评价指标体系

指标层次	代理变量	指标名称	解释说明
个人层面	X1	性别	虚拟变量, 男性=1, 女性=0
	X2	年龄	年龄的自然对数值
	X3	教育背景	中专及以下=1, 大专=2, 本科=3, 硕士=4, 硕士以上=5
	X4	任职期限	在该企业高管职位上任职期限的自然对数值
	X5	个人财富	年末持股市值与年薪之和的自然对数值
	X6	持股比例	(管理者年末持股数/公司总股本) × 100
公司层面	X7	产权比率	负债总额/所有者权益总额
	X8	短期风险资产比例	(交易性金融资产+应收款项)/流动资产
	X9	长期风险资产比例	(可供出售金融资产+持有至到期金融资产+投资性房地产)/非流动资产
	X10	流动负债比例	流动性负债/负债总额
	X11	长期资产适合率	(所有者权益总额+长期负债总额)/(固定资产总额+长期投资总额) × 100%
	X12	核心盈利比率	营业收入/(营业收入+公允价值变动损益+投资收益+营业外收入)

本文认为本年的投资决策是在上一年制定的, 决策行为受制定时管理者风险偏好的影响。因此, 本文通过主成分分析, 建立如下模型对2009~2011年管理者风险偏好水平进行综合评价:

$$MRPI = \sum \lambda_i \times F_i \quad (2)$$

其中, λ_i 为各主成分相对应的方差贡献率, F_i 为计算所得的各主成分得分, MRPI代表管理者风险偏好的综合评价的分, MRPI的值越高, 说明该样本企业管理者具有的风险偏好水平也越高。最终选取了性别、教育程度、任职期限、个人财富、持股比例、长期风险资产比例、长期资产适合率, 以及核心盈利比率共8个指标对管理者风险偏好水平进行评价, 共提取6个主成分, 获得2009~2011年评价管理者风险偏好水平的表达式:

$$MRPI_{2009} = 0.261 \times F_1 + 0.188 \times F_2 + 0.147 \times F_3 + 0.14 \times F_4 + 0.133 \times F_5 + 0.132 \times F_6$$

$$MRPI_{2010} = 0.287 \times F_1 + 0.172 \times F_2 + 0.146 \times F_3 + 0.138 \times F_4 + 0.134 \times F_5 + 0.122 \times F_6$$

$$MRPI_{2011} = 0.287 \times F_1 + 0.169 \times F_2 + 0.144 \times F_3 + 0.14 \times F_4 + 0.135 \times F_5 + 0.125 \times F_6$$

第三, 管理者风险偏好水平影响非效率投资的计量模型。根据前述逻辑思路, 本文拟使用如下模型研究上市公司管理者风险偏好与非效率投资行为之间的关系。从而检验管理者风险偏好水平对企业投资效率影响的相关假设。

$$\text{InefficientINV}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{MRPI}_{t-1} + \beta_2 \text{Lev}_t + \beta_3 \text{Cash}_t + \beta_4 \text{Size}_t + \beta_5 \text{Growth}_{t-1} + \beta_6 \text{Cent}_t + \beta_7 \text{BoardStruc}_t + \beta_8 \text{ROA}_t + \beta_9 \text{Sales}_t + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (3)$$

其中, 被解释变量为InefficientINV_t, 即非效率投资的水平, 其取值为模型(1)的回归残差。回归方程的残差大于0, 为投资过度; 回归方程的残差小于0, 则为投资不足。解释变量为MRPI_{t-1}, 即管理者风险偏好水平, 由模型(2)计算而得。另外, 根据已有的研究结果并结合本文的具体情况, 本文选取现金流量敏感性

(Casht)、资产负债结构(Levt)、公司规模(Sizet)、投资机会(Growtht)、股权集中度(Centt)、董事会结构(BoardStruct)、企业的盈利能力(ROAt)、主营业务收入(Salest),以及行业(Industry)和年度(Year)作为模型(3)控制变量。

各变量的具体定义如表3所示。

表3 模型(3)变量的定义

	变量名称	变量说明
被解释变量	InefficientINVt	模型(1)的回归残差项
解释变量	MRPI t-1	t-1期管理者风险偏好评价指数,由模型(2)计算所得
控制变量	Casht	t期经营活动现金流量净额/总资产
	Levt	t期期末资产负债率
	Sizet	t期期末总资产账面价值的自然对数
	Growtht	t期托宾Q值
	Centt	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
	BoardStruct	独立董事人数/董事会总人数
	ROAt	t期总资产收益率
	Salest	t期主营业务收入/总资产
	Year	年份哑变量
	Industry	行业哑变量

四、实证结果及分析

(一) 变量描述性统计分析

从表4的数据可以看出,2010~2012年间,我国上市公司存在非效率投资现象,且投资不足的企业多于投资过度的企业。管理者风险偏好水平的均值为-0.085,总体表现为风险厌恶。经营活动产生的现金

表4 全样本描述性统计

变量	均值	中值	标准差	极小值	极大值
InefficientINVt	0.000	-0.181	0.997	-5.993	9.545
MRPI _{t-1}	-0.085	-0.105	0.375	-2.190	3.170
Casht	0.043	0.040	0.081	-0.590	0.550
Levt	0.498	0.510	0.194	0.010	0.954
Sizet	22.050	21.890	1.326	18.160	28.405
Growtht	2.125	1.720	1.458	0.474	21.896
Centt	14.826	4.090	32.133	1.000	689.360
BoardStruct	0.363	0.330	0.059	0.000	0.710
ROAt	0.041	0.034	0.052	-0.326	0.381
Salest	0.739	0.620	0.601	0.010	8.920

流量净额占总资产比重的均值为4.3%。托宾Q值的为2.125,中位数为1.72,都远大于1,说明上市公司总体存在投资机会,同时也表现出我国资本市场中股价存在不合理的现象。

据企业的股权性质,本文进一步地将样本企业分为国有企业样本和民营企业样本,分别对两组样本进行描述性分析,结果如表5所示。通过对比可以看出,国有企业样本和民营企业样本总体均表现为投资不足。国有企业管理者风险偏好水平明显低于民营企业管理者的风险偏好水平,这也验证了假设3的内容。相比之下,民营企业的管理者更注重企业的绩效和长期发展,从而在进行投资决策时表现的更为理性。但总体上都表现为风险厌恶型。另外,国有企业比民营企业表现出更充裕的现金流和更

高的营业收入,而民营企业的投资机会则更大一些。在股权集中度方面可以看出,我国国有企业第一大股东和第二大股东持股比例之比的均值高达19.187,说明国有企业的股权较为集中,且一股独大现象较为严重。而相比之下,民营企业的股权较为分散。

表5 国有上市公司样本和民营上市公司样本的描述性分析

		均值	中值	标准差	极小值	极大值
国有上市公司	InefficientINV _t	0.018	-0.183	1.010	-5.711	9.545
	MRPI _{t-1}	-0.139	-0.130	0.325	-2.190	2.330
	Casht	0.047	0.050	0.077	-0.310	0.430
	Levt	0.524	0.542	0.191	0.040	0.954
	Sizet	22.393	22.170	1.368	19.030	28.405
	Growtht	1.928	1.579	1.193	0.474	14.915
	Centt	19.187	6.070	38.654	1.000	689.360
	BoardStruct	0.359	0.330	0.061	0.000	0.710
	ROAt	0.040	0.033	0.049	-0.283	0.381
	Salest	0.776	0.650	0.620	0.020	8.920
民营上市公司	InefficientINV _t	-0.026	-0.176	0.978	-5.993	8.936
	MRPI _{t-1}	-0.005	-0.050	0.428	-1.370	3.170
	Casht	0.038	0.040	0.086	-0.590	0.550
	Levt	0.460	0.470	0.193	0.010	0.910
	Sizet	21.542	21.480	1.077	18.160	25.400
	Growtht	2.417	1.899	1.740	0.661	21.896
	Centt	8.349	2.650	16.655	1.000	186.050
	BoardStruct	0.368	0.330	0.061	0.000	0.670
	ROAt	0.043	0.038	0.056	-0.326	0.302
	Salest	0.685	0.570	0.566	0.010	7.520

(二) 管理者风险偏好对企业非效率投资的影响分析

为了检验管理者风险偏好是否影响企业的非效率投资,本文分两步进行研究:首先考察管理者风险偏好是否会对企业的非效率投资水平产生影响;在此基础上,对样本进行分组,考察不同股权性质的企业中,管理者风险偏好水平对企业的投资效率影响的差异性。

本文首先根据模型(3)对全体样本进行了回归分析,回归结果如表6所示。结果表明,管理者风险偏好(MRPI)与企业的非效率投资水平(InefficientINV)在0.001的

表6 管理者风险偏好与企业非效率投资行为:全样本回归结果

变量	非标准化系数	T值	Sig.
(cons)	-0.828	-2.700	0.007
MRPI _{t-1}	0.231	5.138	0.000
Casht	0.348	1.601	0.109
Levt	0.239	2.230	0.026
Sizet	0.045	3.112	0.002
Growtht	0.039	8.181	0.000
Centt	-0.001	-0.959	0.338
BoardStruct	-0.505	-1.838	0.066
ROAt	-0.087	-0.241	0.809
Salest	-0.124	-4.428	0.000
Year	已控制		
Industry	已控制		
R ²	0.101		
Adj-R ²	0.095		
F	15.480***		
Durbin-Watson	2.005		
N	3504		

水平下显著相关，且系数为正。因此，假设1的内容得到验证。而从现金流量敏感性变量（Cash）来看，总体样本中，企业的非效率投资对现金流不敏感。经营活动产生的现金流对企业的约束作用并不大。控制变量中，我们可以看出，企业的成长性对企业的非效率投资水平影响最为显著，而股权集中度和董事会结构虽然对企业的非效率投资水平有所抑制，但效果并不明显。

将样本分为投资不足和投资过度样本再次进行回归，由表7可知，两组样本中，管理者风险偏好与非效率水平均正相关，也就是说，投资不足企业中，管理者风险偏好水平越高，企业的投资不足水平越低，说明风险喜好型的管理者

有助于改善投资不足企业的投资效率；投资过度样本中，管理者风险偏好水平越高，企业的投资过度水平越高，投资效率也就越低。因此，假设2同样得到验证。

为了揭示不同股权性质的企业中管理者风险偏好水平对企业非效率投资的影响，进一步将全体样本划分为国有企业样本和民营企业样本，并对分组样本进行进一步的实证分析。

从表8的回归结果来看，在两组样本中，管理者风险偏好水平（MRPI）与企业的非效率投资水平均显著相关，其中民营企业管理者的风险偏好比国有企业管理者的风险偏好对企业的非效率投资影响更为显著。国有企业样本中，现金流敏感性变量（Cash）不显著，且系数为负。而民营企业样本中，现金流敏感性变量（Cash）在0.01的水平下显著，且系数为0.722，说明现金流对民营企业的投资有很强的约束作用。由此可以证明假设4的内容，在不同股权性质的企业中，管理者风险偏好对非效率投资的影响存在差异。

另外，由于国有企业存在较为严重的一股独大现象，因此，股权制衡能力较弱，国有企业股权集中度对企业的非效率投资水平无作用。而民营企业的股权集中度变量会显著影响企业的非效率投资水平，但股权制衡作用仍然非常微弱。

表7 管理者风险偏好与企业非效率投资行为：
投资不足和投资过度企业回归结果

变量	投资不足企业		投资过度企业	
	非标准化系数	T值	非标准化系数	T值
(cons)	-1.178***	-6.064	1.145*	1.763
MRPI _{t-1}	0.091***	3.447	0.076**	4.330
Cash	-0.251**	-2.031	1.147**	2.602
Lev	-0.030	-0.495	0.309	1.351
Size	0.033***	3.811	-0.012	-0.401
Growth _{it}	0.011	0.829	0.029***	5.387
Cent _{it}	0.000	0.857	0.001	0.530
BoardStruct	-0.102	-0.635	-0.347	-0.699
ROA _{it}	0.663***	3.306	-2.080**	-2.798
Sale _{it}	0.000	-0.016	-0.265***	-4.111
Year	已控制		已控制	
Industry	已控制		已控制	
R ²	0.095		0.126	
Adj-R ²	0.086		0.110	
F	10.541***		7.648***	
Durbin-Watson	1.981		2.081	
N	2232		1272	

注：表中***、**、*分别表示在0.001、0.01和0.05的水平下显著。

表 8 管理者风险偏好与企业非效率投资行为：国企样本和民企样本分组回归结果

变量	国有企业上市公司样本		民营企业上市公司样本	
	非标准化系数	T值	非标准化系数	T值
(cons)	-0.321	-0.728	-2.088***	-3.587
MRPI _{t-1}	0.122*	2.583	0.422***	4.330
Cash	-0.104	-0.323	0.722**	3.652
Lev	0.390**	2.607	0.043	0.257
Size	0.024	1.203	0.103***	3.735
Growth _{it}	0.041***	4.381	0.038***	7.041
Cent _{it}	0.000	-0.621	-0.002*	-1.411
BoardStruct	-0.530	-1.430	-0.314	-0.754
ROA _{it}	0.293	0.566	-0.489	-0.936
Sale _{it}	-0.188***	-4.657	-0.107**	-2.338
Year	已控制		已控制	
Industry	已控制		已控制	
R ²	0.033		0.454	
Adj-R ²	0.022		0.159	
F	6.346***		29.771***	
Durbin-Watson	1.981		1.969	
N	2094		1410	

注：表中***、**、* 分别表示在 0.001、0.01 和 0.05 的水平下显著。

五、结论与启示

本文以2010~2012年间我国1168家上市公司为样本，对管理者风险偏好与企业非效率投资行为的关系进行了实证检验。所得的结论如下：

（1）管理者风险偏好水平对企业的非效率投资水平存在显著影响。投资不足的企业中，管理者风险偏好水平越高，企业投资不足水平越低，风险喜好型的管理者有助于减少投资不足企业的非效率投资行为，提高投资效率；投资过度企业中，管理者风险偏好水平越高，企业投资过度的水平也越高，风险喜好型的管理者会加重投资过度企业的非效率投资。

（2）在不同股权性质的企业中，民营企业管理者的风险偏好水平高于国有企业管理者的风险偏好水平。国有企业和民营企业管理者的风险偏好水平对企业非效率投资水平的影响存在差异。其中，民营企业管理者风险偏好水平对企业非效率投资的影响更显著，且受到现金流的约束更大。

本文的研究结论具有重要的理论意义和现实意义。首先，目前国内的研究很少探讨管理者风险偏好对企业非效率投资水平的影响，本文对此做了初步的探究，后续的研究还可以进一步拓展，同时也对现有的行为公司金融的研究成果进行了补充。其次，本文的结论对于如何改善企业投资效率具有重要启示。宏观政策层面上，需要进一步深化经济体制改革、健全法律制度、优化市场环境；企业层面上，有助于管理者认识到了在企业投资活动中的非理性行为，认清企业的投资现状，完善内部治理，建

立科学的决策机制，从而提高企业的投资效率。

参考文献

- [1] 郝颖, 刘星. 我国上市公司管理人员过度自信与投资决策的实证研究[J]. 中国管理科学, 2005(5).
- [2] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 黄磊. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009(1).
- [3] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009(1).
- [4] 李焰, 秦义虎, 张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率[J]. 管理世界, 2011(1).
- [5] 李延喜, 付洁, 李鹏锋, 冯宝军. 风险偏好实验研究综述[J]. 科技与管理, 2009(5).
- [6] 谢范科. 财务分析的识别与规避分析[J]. 经济论坛, 1993(2).
- [7] 辛清泉, 林斌. 债务杠杆与企业投资: 双重预算软约束视角[J]. 财经研究, 2006(7).
- [8] 张应语, 李志祥. 基于管理风险偏好量表的管理风险偏好实证研究[J]. 中国软科学, 2009(4).
- [9] Arrow, K. J., "Essays in the Theory of Risk-bearing", North-Holland, 1974.
- [10] Cooper, R.H., "The Relationship Between Firm Investment and Financial Status", *Journal of Finance*, 1999, 54(2): 673-692.
- [11] Heaton, J.B., M.A. Carpenter & L.Tihanyi, "Consequences of Top Management Team Composition", *Journal of Management*, 2002, 30(6): 749-778.
- [12] Hsee, C. K., & E. U. Weber, "A Fundamental Prediction Error, Self-others Discrepancies in Risk Preference", *Journal of Experimental Psychology*, 1997, 126(1): 45-53.
- [13] Kahnemann, D., & A. Tversky, "Prospect Theory, An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*", *Journal of the Econometric Society*, 1979, 47(2): 263-291.
- [14] Bantel, K. A, "Top Team Environment and Performance Effects on Strategic Planning Formality", *Group and Organization Management*, 1993, 18(4): 436-458.
- [15] Pratt, J. W, "Risk Aversion in the Small and in the Large", *Econometrica*, 1964, 32(1/2): 122-136.
- [16] Shefrin Hersh, "Behavioral Corporate Finance", *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, 14(3): 113-124.

【作者简介】金 豪：上海对外经贸大学金融管理学院硕士研究生。研究方向：公司金融。

夏清泉：上海对外经贸大学金融管理学院教授。研究方向：财务管理。

Managerial Risk Preference and Inefficient Investment of Listed Companies ——Based on Comparative Analysis of State-owned Enterprises and Non-state-owned Enterprises

JIN Hao & XIA Qing-quan

(Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: Based on the data of Shanghai and Shenzhen A shares of listed companies from 2010 to 2012, we build an empirical model to reveal the relationship between non-efficiency of investment and managerial risk preference. The results show that: the level of managers' risk preference has a significant impact on inefficient investment. In the enterprises with insufficient investment, the higher the level of managers' risk preference, the lower the level of corporate investment; the higher the level of managers' risk appetite, the higher the level of corporate investment. On this basis, we group into two subsamples by equity propensity, further research shows that risk preference level of enterprise managers is significantly higher than that of state-owned enterprises; investment risk preference level managers in the state-owned enterprises and private enterprises to the enterprise is in difference.

Keywords: manager risk preference; investment level; inefficient investment

(责任编辑：王伟民)