

# 企业非理性投资研究评述

刘孟晖(博士) 郭家驹

(郑州大学商学院 郑州 450001)

**【摘要】**随着 Markowitz 提出现代资产组合理论,且 Modigliani 和 Miller 的经典 MM 理论的出现,关于企业的投资理论的研究不断发展。学者们针对企业的过度投资及投资不足的这种非理性投资行为进行了深入的研究。本文主要从代理成本、信息不对称、公司治理、行为金融学四个角度梳理了非理性投资理论的脉络,为以后的研究做进一步的铺垫。

**【关键词】**非理性投资 过度投资 投资不足

## 一、引言

投资活动直接关系到企业的盈利能力和风险水平,对于企业至关重要。然而,企业所进行的投资项目并非都是有利的,投资的优劣也直接影响资本市场对其企业价值的评价。正常的投资是公司进行扩张、不断发展壮大的前提,但非理性投资却给公司的发展带来诸多不利影响。非理性投资主要有过度投资和投资不足两种表现形式,均反映了控制人的私有收益,不利于公司的长期发展。本文之所以命名为非理性投资,主要原因在于该种投资体现了控制人的意愿和利益,对公司而言未必理性。一些研究者将该种投资称之为非效率投资(朱磊和潘爱玲,2009;李涛等,2010;郭胜和张道宏,2011),但本文认为非效率投资没有准确把握该类投资的实质,因为非效率体现了一种投入产出关系,难以体现投资活动中“控制人”的因素。在实际企业投资中,投资项目的决策者往往是企业的控制人,控制人投资决策时会受到各种主观因素的影响:包括利益、情感、意志等个人因素。非理性投资不仅包含有效率的因素,更加上了控制人个人因素,有利于准确把握该类投资特点。

本文分析的对象是企业,考虑到控制人的诸多非理性因素,可以认为只要是人为做出的投资决策,就存在对于整个企业的理性与非理性之分。企业的非理性投资区别于理性投资,从定性的角度来看,指的是放弃投资于对企业最有利的项;从定量的角度来看,是指投资额度超过或者低于企业发展的最优额度。基于这样的认识,本文首先对非理性投资测度模型进行了回顾,接着从代理成本、信息不对称、公司治理和行为金融学四个视角入手,系统回顾了企业的非理性投资行为。

## 二、非理性投资的测度模型

目前对于非理性投资的测度的研究,还主要集中于对过度投资的识别上。具有代表性的研究主要有以下三种模型:一是 Fazzar (1988)等的投资现金流敏感模型;二是 Vogt (1994)的现金流与投资机会交乘项模型;三是 Richardson (2006)的残差度量模型。

**1. 投资现金流敏感模型。**投资现金流敏感模型建立了融资约束和公司投资之间的关系,模型形式如下:

$$(I/K)_{it}=f(X/K)_{it}+g(CF/K)_{it}+\mu_{it}$$

其中: $I$ 代表固定资产投资, $X$ 代表投资机会变量, $CF$ 是公司内部自由现金流量, $K$ 为期初公司资产存量, $f$ 为投资额依赖投资机会的函数, $g$ 为投资额依赖公司内部自由现金流量的函数。

投资现金流敏感模型建立了自由现金流与公司投资行为之间的联系,但运用该模型难以直接计算过度投资,在应用中具有很大的限制。

**2. 现金流与投资机会交乘项模型。**现金流与投资机会交乘项模型建立了现金流与投资之间的关系,模型形式如下:

$$(I/K)_{it}=\beta_1(CF/K)_{it}+\beta_2(DCASH/K)_{it}+\beta_3(SALES/K)_{it}+\beta_4(Q_{i,t-1})_{it}+\beta_5(CF/K)_{i,t}(Q_{i,t-1})+\mu_i+\tau_t+\varepsilon_{it}$$

其中: $I$ 是固定资产投资, $K$ 为期初固定资产, $CF$ 为现金流(Cash Flow), $DCASH$ 是公司现金股利的变动额, $SALES$ 代表销售收入, $Q$ 即为托宾的 $Q$ 值表示投资机会, $\mu$ 和 $\tau$ 为公司及年度控制变量。

现金流与投资机会交乘项模型根据交乘项的系数符号来判断样本企业整体是否表现为过度投资或投资不足,在一定程度上弥补了投资现金流敏感模型的不足,但无法度量样本企业的非理性投资程度,在实际运用中也存在一定的局限性。

**3. 残差度量模型。**Richardson (2006)在研究自由现金流量与过度投资的关系时,考虑了企业最优投资规模的因素的基础,将公司的总投资支出分解为保持公司现有资产所必需的支出 $I_{MAINTENANCE,t}$ 及新增投资 $I_{NEW,t}$ ,即:

$$I_{TOTAL,t}=I_{MAINTENANCE,t}+I_{NEW,t}$$

其中: $I_{MAINTENANCE,t}$ 包括公司资产的折旧额及固定的摊销额,这部分企业为维持机器设备等经营资产的正常运行所必需的投资支出; $I_{NEW,t}$ 则是预期投资中 NPV 大于零的投资项目于非理性投资(或非预期投资),即:

$$I_{NEW,t}=I^*_{NEW,t}+I^e_{NEW,t}$$

$$I_{NEW,t}=\alpha+\beta_1V/P_{t-1}+\beta_2Leverage_{t-1}+\beta_3Cash_{t-1}+\beta_4Age_{t-1}+\beta_5Size_{t-1}+\beta_6Stock\ Returns_{t-1}+\beta_7I_{NEW,t-1}+\sum Year\ Indicator+\sum Industry\ Indicator$$

该回归模型估计出了预期的新增投资水平，其中未解释的部分(或者是残差)就是估计的过度投资  $I^e_{NEW,t}$ 。它等于实际投资额与此估计值的差值。也就是说如果回归中的残差为正，则代表公司存在过度投资，并且残差值就是过度投资额；相反，如果残差为负，则可认为公司存在投资不足，残差的绝对值即为投资部足的额度。残差度量模型不仅可以判断过度投资或投资不足，还可以测量过度投资或投资不足的程度，在实际运用中较为广泛。不过，在估计  $I^e_{NEW,t}$  方面，该模型还存较大争议。

由此可见，三种模型各具特点，成为测度非理性投资的基础模型，特别是残差度量模型应用最为广泛。然而，由于模型存在一定的限制，在实际应用中，还需要不断对其进行修正。

三、不同视角的非理性投资行为

(一)委托代理角度

对于企业投资理性的分析，最早可追溯到 Berle 和 Means (1932)，他们共同提出的委托代理理论 (Principal-agent Theory) 成为了现代公司治理的重要组成部分。他们将公司的所有权和经营权分离，由此便产生了委托代理问题。这里的委托代理问题包含两类：第一类是股东与债权人之间的代理问题，第二类是经营者与股东之间的代理问题。

1. 第一类代理问题。Jensen 和 Meckling (1976) 提出：股东会因为自己的有限责任而热衷于一些高风险项目，如果投资成功，收益会被股东占有；一旦投资失败，债权人的利益会受损。股东的这种倾向会引发过度投资问题。然而，理性的债权人会预料到这一点，他们会对此要求较高的收益率，这样便产生了负债带来的代理成本。Myers (1977) 提出：负债融资会引起企业的投资不足。他认为当企业存在债务违约风险时，管理者可能削减股权融资的资本投资，收缩公司业务，向股东支付现金，并将这种行为称之为“投资不足”或“债务负担”。通常情况下，公司投资停留在期望收益刚好等于资本成本这一点上，在这一点上，投资产生的增加现值等于投资所需现值，但增加现值部分归属于公司现有债权人。债务违约风险愈大，现有债务从增加投资中所获得的收益越大，债务市场价值的收益如同在新投资上加税，如果“税收”足够高，管理者可能会收缩公司业务，向股东支付现金。由此便产生了负债带来的另一种代理成本。

2. 第二类代理问题。由于所有权和经营权分离，管理者与股东的利益并不完全一致。管理者会基于自身利益最大化来管理公司，经理人的这种行为会使企业无法达到对股东而言的最优水平 (Holmstrom, 1979)。Jensen (1986) 指出：在具有较多现金流的企业，管理者与股东之间的代理冲突特别严重，管理者可能把这些现金投资于 (收益水平) 低于资本成本的项目或在低下的组织管理中浪费。如果不对管理者所控制的资源进行约束，就会产生“过度投资”。Stulz (1990) 指出：当企业的现金流很低时，管理者会选择投资不足；当企业的现金流较高时，管理者会选择过度投资。无论是过度投资还是投资不足，均表现出管理者为谋取自身利益的自主投资行为，体现了管理者个人利益，从而引发第二类代理问题。

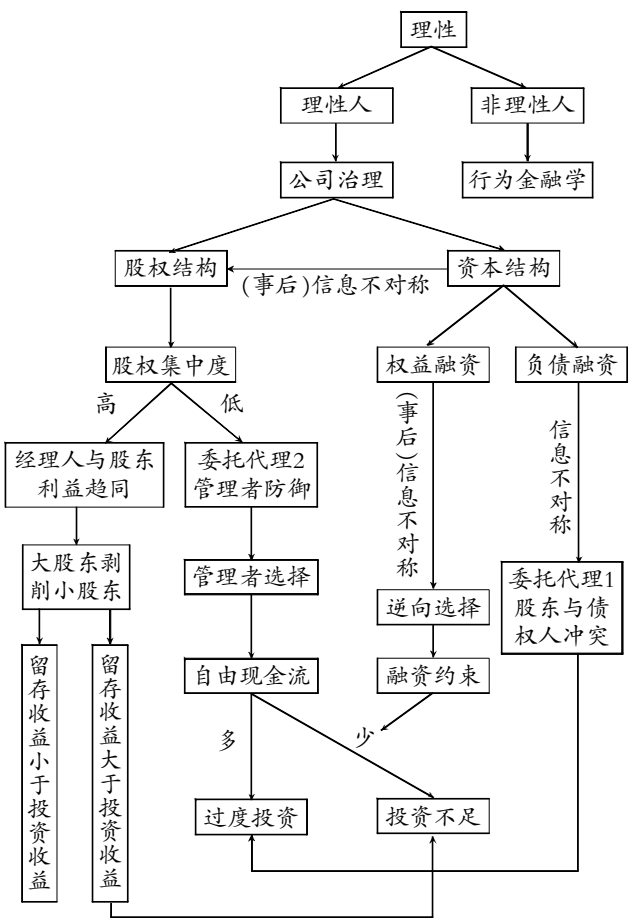
(二)信息不对称角度

传统的经济学理论通常假设市场交易双方都具有完全的信息，然而现实的市场存在信息壁垒，市场主体在大多数情况下不具备完全信息，从而使其决策行为面临许多的不确定性。这一现象早在 20 世纪 70 年代就被提出，随后便被应用到了微观经济学的各个领域。

Myers 和 Majluf (1984) 认为由于信息的不对称，存在着诸多阻碍信息自由流通的因素使得投资人无法获取企业投资项目的收益情况，这些会导致投资者的判断会存在偏差。当企业在资本市场上进行的融资活动时，投资者无法区分这些企业的优劣，只能给出一个该行业债券的平均价格，当证券的价值被高估时，由于企业会因轻易获取了资金而引发过度投资；而当债券的价值被低估时，企业需要承担较高的融资成本，进而转向依靠其内源融资，导致资金缺乏足够的保障而引发投资不足。Narayanan (1988) 进一步指出：在信息不对称的情况下，部分企业会从被高估的股票估值中获益来弥补那些 NPV 的项小于零的项目所带来的损失，从而引发过度投资。

(三)公司治理角度

关于公司治理引起非理性投资的问题，国内外学者主要从股权结构和资本结构安排两方面进行了研究，见下图：



非理性投资脉络关系图

1. 股权结构。John 和 Nacmen (1995) 提出：大股东与小股东利益的不完全一致会导致企业投资不足的行为。他们认

为, 经理人只对控制股东负责, 只代表他们的利益, 因而经理人做出的投资决策有利于控制股东而非全体股东, 这就会导致大股东侵占小股东的情况发生, 即当企业采用发行新股为某些项目融资时, 控股股东会将本应属于全体股东的留存收益用于为自己谋取利益而非用于投资, 由此便出现了投资不足的倾向。

终极控制理论中控制权与现金流权的分离也引发了终极控制人即大股东与小股东之间的委托代理冲突。现金流权就是股东按照持股比例对该公司拥有的财产分红权利, 控制权则是对公司的支配权。La Porta (1999) 等基于控制权与现金流权的分离提出了“激励效应”与“堑壕效应”。他们认为, 大股东从公司谋取私利时会考虑由此带来的现金流权的损失, 因为公司受到损害时, 其自身的收益也会减少。因此, 大股东的现金流权越大, 其为自己谋取收益时的成本越大, 其损害公司的行为就会愈加收敛, 与中小股东的利益就愈加一致。这种效应就被称为“激励效应”。相反, 如果控制权与现金流权的差别很大, 即由控制权所带来的私利大于其现金流权带来的收益时, 股东就有足够的动机去损害公司而为自己谋取私利。这就是所谓的“堑壕效应”。

Richardson (2006) 从会计的角度分析了公司治理结构与企业自由现金流的关系, 并进行了实证研究, 发现过度投资在企业中是十分普遍的现象。在他统计的非金融公司之中, 过度投资在其自由现金流中的比重平均为 20%。并且, 具有独立董事的公司会减少经理人的过度投资行为, 经理人持股能够使得经理人与股东的代理成本减少, 就减少了过度投资的发生。

唐雪松 (2007) 等以 2000~2002 年的数据进行的实证研究表明现金股利和债务融资能够有效制约上市公司的过度投资行为。但是, 朱磊和潘爱玲 (2009) 的实证结果显示, 我国制造业上市公司的负债融资不能抑制企业的过度投资。

**2. 资本结构。**公司的资本来源由内源融资与外源融资构成。当一个企业为其某一项目融资时, 他们的首选都是内源融资, 即从自身的项目盈余及折旧等方面筹措资金。只有当这些资金不能满足其项目需要时才会考虑从外部获取资金。进而形成了企业融资的一般顺序: 先寻求内源融资, 然后是负债融资, 最后是权益融资。对于负债融资而言, 前已提及会由于代理成本的存在使得债权人的利益受损, 然而理性的债权人会提高收益率, 最终导致投资不足。对于权益融资而言, 会因事前信息不对称导致逆向选择, 进而引发融资约束, 最后会因缺少自由现金流量而导致投资不足 (Jensen, 1976)。

#### (四) 行为金融角度

20 世纪 80 年代, 行为金融学产生, 它从投资者的心理因素来解释这种非理性的投资活动, 认为企业的非理性投资活动源于管理者及股东等利益相关者在决策时的认知偏差, 主要包括投资者的乐观情绪和过度自信导致的非理性, 及从众心理导致的非理性及投资时特定心理因素导致的非理性。Roll (1986) 提出了“自以为是假说”, 认为正是因为企业管理层的这种心理导致了过度投资。Heaton (2002) 发展了他的观点, 认为即使市场是完善的, 管理者的过度自信会改变企业现

金流的成本及收益, 进而影响企业的投资行为, 导致过度投资的发生。Bantel 和 Jackson (1989)、Ordaz (2005) 等和 Dwyer (2003) 等分别从管理者的教育背景、年龄及任期、性别等相关背景特征来研究与过度投资的关系。Heaton (2002) 认为在信息不对称及委托代理问题不存在时, 经理人的乐观程度可以在特定投资机会下改变企业现金流的成本与收益, 影响企业投资行为。叶蓓 (2009) 的实证分析结果表明管理者的自信程度与企业的投资效率或者说企业价值存在非单调的作用, 适度水平下的管理者自信有助于提高企业价值, 但超过一定限度后对其有不利影响。

#### 四、结论与启示

关于非理性投资的研究, 无论是从委托代理、信息不对称角度, 还是公司治理角度, 都是源于亚当·斯密的“经济人”假设。随着研究的不断深入, 特别是随着心理学的发展、行为金融学的产生, 对非理性投资行为的研究逐渐转向对决策利益相关方行为的研究。我国学者在非理性投资方面的研究还不充分, 缺少丰富的研究文献。从我国上市公司的实际来看, 非理性投资普遍存在。要想减少甚至避免这种非理性投资行为, 有必要进行深入研究, 找出其深层次原因, 这样才能不断提高企业投资的理性行为, 促进我国企业的健康发展。

**【注】** 本文系教育部人文社会科学研究规划基金项目“基于终极控制权的大股东治理及其现金股利行为研究” (批准号: 12YJA630074) 和河南省教育厅人文社科研究项目 (项目编号: 2011-QN-060) 的阶段性研究成果。

#### 主要参考文献

1. 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. 管理世界, 2009; 1
2. 李涛, 周宁宁, 郭小晶. 现金利润、自由现金流量与企业非效率投资关系检验——来自制造业上市公司的经验数据. 财会月刊, 2010; 8
3. 唐雪松, 周晓芬, 马如镜. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究. 会计研究, 2007; 1
4. 叶蓓. 管理者非理性与上市公司投资研究——基于过度自信假说. 北京: 知识产权出版社, 2010
5. 朱磊, 潘爱玲. 负债对企业非效率投资行为影响的实证研究——来自中国制造业上市公司的面板数据. 经济与管理研究, 2009; 2
6. Bantel, K.A. Jackson, S.E.. Top team, Environment and Performance Effect on Strategic Planning Formality. Strategic Management Journal, 1993; 10
7. Camelo-Ordaz, C. Hernandez-Lara, A.B., Valle-Cabrera, R.. The Relationship Between Top Management Teams and Innovative Capacity in Companies. Journal of Management Development, 2005; 24
8. Dwyer, S., Richard, O.C. Chadwick, K.. Gender Diversity in Management and Firm Performance: The Influence of Growth Orientation and Organizational Culture. Journal of Business Research, 2003; 56