

# Research on the Influence of Managers' Risk Appetite on the Investment Level of Enterprises

*Shuping Ye*

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330013, China

Email: 727024991@qq.com

## **Abstract**

In recent years, the degree of market in China has been increasing. In view of the increasing trend of market, the government has been pushing forward economic reform measures and people have begun to focus on the investment activities of enterprises. The level of investment efficiency not only determines the development and effectiveness of enterprises, but also is closely related to China's economic development. Based on the experience data of Chinese capital market annual listed companies, this paper studies the influence of managers' risk preference on enterprise investment level, and adopts the method of combining theory with practice to show that managers' risk preference is negative correlation to investment. That is, the more managers prefer risk, the more negative correlation investment level.

**Keywords:** Marketization; Risk Preference of Managers; Investment Level

## 管理者风险偏好对企业投资水平的影响研究

叶舒平

华东交通大学, 江西南昌 330013

**摘要:** 近几年来中国市场化程度不断提高, 政府针对不断加强的市场化趋势不断推进经济改革措施, 人们开始把专注点投放到企业投资活动中。企业投资效率的高低水平既决定着企业的发展与成效, 同时与中国经济发展息息相关。基于中国资本市场年上市公司经验数据, 本文研究了管理者风险偏好对企业投资效率的影响, 并采用理论与实践相结合的办法表明管理者风险偏好与企业投资水平负相关, 即管理者越偏好风险, 企业投资水平越低。

**关键词:** 市场化; 管理者风险偏好; 企业投资水平

## 引言

近几年, 随着中国市场化程度的提高, 以及政府不断实施推进经济改革措施, 公司投资已形成中国投资的主体。企业投资水平不仅关乎着自身的生存与发展, 同时对国家的整体经济起着至关重要的作用。企业的投资水平低下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, 对企业投资水平进行深入探究, 并找出其低下投资水平形成的原因, 并针对其原因, 解决企业投资水平低下问题具有重要的现实意义。

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, 影响企业投资效率的关键因素是信息不对称和代理问题。其中, Fazzari 和 Alti 认为由信息不对称导致的融资约束会抑制企业的投资行为而代理问题又会促使管理层滥用自由现金流导致过度投资<sup>[1]</sup>。

近年来, 随着行为心理学的不断发展, “人”的心理认知对企业决策的影响引发了越来越多的研究者兴趣, 他们开始关注研究管理者的认知及风险偏好对决策行为的影响, 带有心理行为特征的行为金融学逐渐

发展起来。著名的前景理论认为，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，人们在面对不同预期时往往会表现出不同的风险偏好，管理者的风险偏好会影响管理者在企业管理活动中的行为，这种有限理性行为解释了大量传统金融学不能解决的一些异常现象。在 2010 年，Shefrin 提出处于信息不完备和内外环境的复杂性情况时，管理者需要在不确定条件下进行决策，人们的决策和判断会受其心理偏好的影响而出现认知偏差，导致决策失误<sup>[2]</sup>。

管理者作为企业的最终决策人，他所作出的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。大量的实证研究证明，管理者的风险偏好存在差异导致其决策行为的不同<sup>[3]</sup>。作为企业最终决策的制定者和执行者，管理者无论做出何种决策都将直接关系到企业的投资效率，不管他们的风险偏好有何特征，都会对公司的投融资等行为产生不同的影响<sup>[4]</sup>。然而国内针对将行为金融学与企业决策主体的行为研究相结合这方面的研究还没有形成完整的理论体系。在国内现有的研究成果中，对于管理者偏好对企业投资水平研究较少，大多数都是关注管理者自身特征等对企业投资决策的影响，他们大多数认为管理者自信通过促进过度投资与投资不足而降低投资效率；进一步检验发现自信不足管理者通过降低过度投资与投资不足而提升投资效率，但过度自信管理者通过促进过度投资和投资不足而降低投资效率。本文基于 2015 年至 2018 年我国非金融上市公司的数据，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投资水平产生影响，拓展了现有的研究视角。

本文可能存在的研究贡献体现在：第一，本文为了对管理者风险偏好特质加以全面刻画，从连续变量的视角，根据投资主体对风险的偏好程度不同，探讨不同的偏好程度对投资水平的影响，国内鲜有文献对此进行研究，而本文对此做了初步实证研究以一个全新的视角丰富了类似的研究文献。第二，本文的结论对于改善企业投资水平的问题具有重要的启示，探讨了从微观层面来解决企业的投资水平低下问题，并得出启示：企业需要提高对管理团队的关注度，充分发挥管理层的投资决策水平。

## 1 文献回顾及研究假设

### 1.1 管理者风险偏好理论与企业投资水平理论

管理层拥有重要的投资决策权，对企业的经营与发展会产生关键作用，通常情况下公司管理层会为了自身利益而进行投资，由于公司扩张能够增强他们所控制的资源和信心，导致过度投资。而有关过度投资或投资效率的研究，基本上是在投资者和管理者是理性人的假设基础上。事实上，在实际经营管理活动中，管理者并非完全理性，一些内在因素会影响其的投资决策如管理者风险偏好。风险偏好是指管理者心理上对待风险的态度。投资组合理论中最早提出“风险偏好”这个概念，认为管理者风险偏好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。风险偏好的不一致导致不同管理者采取不同的投资决策，对于风险的不同态度可能导致企业不同的经营结果。Heaton 发现相对于外部投资者，企业管理者的风险偏好程度更高，对投资项目持有更高的乐观态度，从而更容易高估企业价值<sup>[5]</sup>。白云涛也提出管理者风险偏好所导致的个人行为模式与战略决策有着密切的直接关系，影响企业决策的整个互动过程<sup>[6]</sup>。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。

投资水平低下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。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。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，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。

## 1.2 管理者风险偏好与企业投资决策

从管理者背景特征来看，Hambrick 在 1984 年提出的“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<sup>[7]</sup>。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。

管理者的风险偏好会影响企业的投资决策和融资决策。不同的企业管理者其风险偏好程度不同，对投资项目的选择也有不同的倾向，风险厌恶型的管理者更倾向于低风险项目，风险爱好型的管理者更喜欢高风险项目。唐清泉认为在高风险的创新研发投入上，管理层的风险倾向和风险认识均与企业的研发投入显著正相关<sup>[8]</sup>。汤颖梅提出偏好风险的管理者更倾向于进行创新方面的投入，以期开发出新产品占领市场，提高企业的核心竞争力，获得长远的发展<sup>[9]</sup>。对于厌恶风险的管理层来说，张铁铸认为他们做出的投资决策相对比较保守，风险规避型的管理者会尽可能地减少投资，以避免公司资产的大幅度波动，降低公司风险<sup>[10]</sup>。对于高风险偏好的管理者，龚光明认为他们在投资决策时倾向于追加投资，从而呈现出过度投资的趋势，而风险规避型的管理者则由于追求稳健与保守的投资策略，从而导致企业的投资不足<sup>[11]</sup>。

依据上述分析，本文提出第一个假设。

H1：管理者风险偏好水平与企业投资水平显著负相关。

## 2 样本数据与模型构建

### 2.1 样本选取与变量定义

本文选取 2015-2018 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) 剔除属于金融业的上市公司；
- (2) 剔除在样本时间区间内的 ST 上市公司；
- (3) 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 3841 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。

### 2.2 模型建立和变量计算

本文试图构建引入回归模型实证探求我国上市公司管理者风险偏好水平与企业投资水平之间的关系。主要研究步骤如下：

第一，借鉴 Richardson 的实际投资水平模型，构建企业投资效率度量模型如公式

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \beta_3 Age_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

第二，计算管理者风险偏好测度

Von Neumann 和 Morgenstern 在 1947 年提出的预期效用模型构建了对理性人的行为在不确定条件下的分析框架。Friend 和 Blume 在构建风险偏好的衡量指标时，最先引入了个人风险资产与安全资产的配置比，该比例能够体现个人在面对风险时的态度。本文基于数据的可获得性，在对已有文献研究进行梳理的基础上，提出了管理者风险特质的衡量指 character，其表达式为：(交易性金融资产净额+应收账款净额+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+投资性房地产净额)/资产总计

第三，管理者风险偏好水平与企业投资的回归模型

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企业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。

其中，被解释变量为 investment<sub>t</sub> 即表示企业 t 年末的投资的效率，解释变量 character，即管理者风险偏好水平，另外，根据已有的研究结果并结合本文的具体情况，本文选取第 t-1 年末的资产负债结构 (Lev<sub>t-1</sub>)、公司规模 (Size<sub>t-1</sub>) 控制变量。

$$Inv_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Character_{i,t-1} + \delta_2 Size_{i,t-1} + \delta_3 lev_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表 1 变量定义解释

变量	定义
Investment	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金—处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额—长期待摊费用)/期初总资产
Character	(交易性金融资产净额+应收账款净额+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+投资性房地产净额)/资产总计
Size	公司总资产的自然对数
Lev	公司期初总负债/期初总资产

### 3 实证检验与分析

#### 3.1 描述性统计

表 2 中反映了主要变量的描述性统计结果。由表 2 可知企业投资水平(investment)的均值为 0.037，极小值为- 0.404，极大值为 0.642，标准差为 0.048 表明企业投资水平整体来看仍有待提高，且各企业投资水平比较均衡。解释变量中管理者风险特质衡量(Character)的均值为 0.165，极小值为 0，极大值为 0.964，标准差为 0.122，表明管理者表明企业间管理者风险偏好存在差异。控制变量中，企业规模(Size)的均值为 22.205，极大值为 28.52，极小值为 15.979，标准差为 1.333，最大值和最小值间差异较大，体现了不同企业间存在较大的个体差异；资产负债率 (Lev)的均值为 0.488，极小值为 0.028，极大值为 3.262，标准差为 0.224，同样可以看出不同企业间资产负债率差异较大，为本文的研究奠定了更为有利的基础。

表 2 各变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
investment	11802	.037	.048	-.404	.642
character	11802	.165	.122	0	.964
size	11802	22.205	1.333	15.979	28.52
lev	11802	.488	.224	.028	3.262

#### 3.2 变量间相关性检验

表 3 为变量间的相关性分析。在表 3 中可以看出，企业投资水平(investment)和管理者风险特质衡量指标 (Character)的相关系数为-0.128，且在百分之 1 水平下显著为负，即管理者越偏好风险，企业投资水平会下降；企业规模(Size)、总资产负债率(Lev)与企业投资水平(Investment)之间的相关系数为负，说明这些控制变量会降低企业投资水平；此外，根据表 4，我们构建的模型不存在明显的多重共线性问题。

表 3 变量间相关性分析

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
(1) investment	1.000			
(2) character	-0.128*	1.000		

(3) size	-0.033*	-0.160*	1.000	
(4) lev	-0.040	0.044	0.370*	1.000

表 4 多重共线性问题检验

	VIF	1/VIF
Size	1.170	0.853
Lev	1.170	0.857
Character	1.010	0.986

### 3.3 回归结果

如下面板估计结果表示的是模型（2）的回归结果。管理者风险特质衡量(Character)显著为负，表明管理者风险特质衡量指标(Character)越大，企业投资水平越小，从而支持了假设 H1。控制变量中企业规模(Size)、总资产负债率(Lev)与企业投资水 (Investment)之间均显著相关。

investment	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig	
character	-.033	.008	-4.23	0	-.048	-.018	***	
size	.005	.001	5.76	0	.003	.006	***	
lev	-.017	.005	-3.54	0	-.026	-.008	***	
Constant	-.066	.018	-3.71	0	-.101	-.031	***	
Mean dependent var		0.027					SD dependent var	0.043
R-squared		0.032					Number of obs	1802.000
F-test		19.951					Prob > F	0.000
Akaike crit. (AIC)		-6296.558					Bayesian crit. (BIC)	-6274.572

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

## 4 结语

本文以 2015-2018 年间我国 3841 家上市公司为样本，从管理者风险偏好对企业投资水平的影响出发，选取合理指标来衡量管理者风险偏好和企业投资水平，并研究管理者偏好对企业投资水平的影响。结合实证分析，本文得到的主要结论为：企业投资水平会受到管理者风险偏好程度的影响，并且二者显著负相关。

根据实证研究结果，本文提出如下建议：

第一 管理者风险偏好水平对企业的投资水平存在显著影响。管理者风险偏好水平越高，企业投资水平越低，风险喜好型的管理者会减少企业的投资水平

第二，从微观企业角度出发，进一步加强公司治理，完善企业内部控制，重视管理者的作用，根据公司的情况选择合适的管理偏好者。充分调动和发挥管理者的投资决策能力，以此使得企业投资水平得到提高。

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水平具有重要启示。在企业层面

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水平

## 参考文献

- [1] Fazzari S M, Hubbard R G, Petersen B C, et al. Financing Constraints and Corporate Investment, Brookings Papers on Economic Activity, 1988 (1)
- [2] Shefrin H. Behavioralizing Finance, Now Publishers Inc, 2010.
- [3] 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).
- [4] 朱旭强. 风险偏好对不同类型科技企业融资渠道有效性的研究 [J]. 商业时代, 2010(06):58-60.
- [5] Heaton, J.B., M.A. Carpenter & L.Tihanyi, "Consequences of Top Management Team Composition", Journal of Management, 2002, 30(6): 749-778.
- [6] 白云涛等:《高层管理团队风险偏好异质性对战略投资决策影响效应的实验研究》,《南开管理评论》2007年第2期。
- [7] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(02):193-206.
- [8] 唐清泉、甄丽明:《管理层风险偏爱, 薪酬激励与企业 R&D 投入——基于我国上市公司的经验研究》,《经济管理》2009年第5期。
- [9] 汤颖梅, 王怀明, 白云峰. CEO 特征、风险偏好与企业研发支出——以技术密集型产业为例 [J]. 中国科技论坛, 2011(10):89-95.113-124.
- [10] 张铁铸. 管理者风险特质, 会计选择与盈余质量研究 [J]. 山西财经大学学报, 2010(09):108-116.
- [11] 龚光明、曾照存:《公司特有风险、管理者风险特质与企业投资效率——来自中国上市公司的经验数据》,《经济与管理研究》2013年第11期。
- [12] Cooper, R.H., "The Relationship Between Firm Investment and Financial Status", Journal of Finance, 1999, 54(2): 673-692.
- [13] Shefrin Hersh, "Behavioral Corporate Finance", Journal of Applied Corporate Finance, 2001, 14(3):
- [14] Martin A, & Ventura J. Economic Growth with Bubbles [J]. National Bureau of Economic Research, 2010, 102(06):3033-58.
- [15] Heaton, J.B., M.A. Carpenter & L.Tihanyi, "Consequences of Top Management Team Composition", Journal of Management, 2002, 30(6): 749-778.
- [16] Friend I, Blume M E. The demand for risky assets[J]. The American Economic Review, 1975, 65(05):900-922.
- [17] Kahnemann, D., & A. Tversky, "Prospect Theory, An Analysis of Decision under Risk. Econometrica", Journal of the Econometric Society, 1979, 47(2): 263-291.

### 【作者简介】



叶舒平 (1996-), 男, 汉族, 华东交通大学在读研究生, 研究方向: 财务管理。

Email: 727024991@qq.com