

经理人行为偏差对投资绩效的影响 ——基于 A 股上市公司的实证研究

The Influence of Manager Behavior Deviation on Investment Performance — Based on the Empirical Research of A-share Listed Companies

汤巍 施宙 梁心雨

Wei Tang Zhou Shi Xinyu Liang

山东科技大学 中国·山东 济南 250031

Shandong University of Science and Technology, Jinan, Shandong, 250031, China

摘要: A 股上市公司 2018—2022 年数据研究经理人行为偏差对投资绩效影响。投资过度时经理人行为偏差对投资绩效有显著促进作用, 在投资不足时存在抑制, 同时国有企业经理人行为偏差对投资绩效的影响效果要大于非国有企业。论文基于研究结论提出了相关对策建议。

Abstract: The impact of a-share listed companies from 2018 to 2022 on investment performance. During excessive investment, the behavior deviation of managers has a significant promotion effect on investment performance, and there is an inhibition when the investment is insufficient. Meanwhile, the effect of the behavior deviation of state-owned enterprises on investment performance is greater than that of non-state-owned enterprises. The paper based on the research conclusions.

关键词: 经理人行为偏差; 投资绩效; 资本回报率

Keywords: manager behavior deviation; investment performance; return on capital

DOI: 10.12346/emr.v5i1.8262

1 研究背景及意义

经理人决定公司投资绩效, 委托代理理论公司投资有过度投资和投资不足, 论文寻找公司资本回报率提升新思路, 持续推动企业长远发展。

2 文献综述

代昀昊 (2017) 手动整理上市公司高管样本, 有海外留学经历高管其投资效率更高^[1]。沈维涛 (2014) 基于高管早期经历角度, 发现有困难经历高管投资效率上会降低^[2]。赵欣 (2021) 以 2008—2018 年 A 股制造业上市公司为样本发现高管学术经历能够显著降低企业成本粘性提升投资效率^[3]。陈习定 (2020) 2003—2018 年中国沪深 A 股上市公司得出管理者过度自信提高上市公司的投资效率。吴定玉 (2020) 研究 2010—2018 年 A 股上市公司发现过度自信管

理者在投资决策时会高估未来产生经济效益并低估风险。

3 研究设计与方法

3.1 数据源和样本选择

剔除 ST、ST* 公司研究 2018—2022 年 A 股上市公司, 国泰安数据库, 共获得 17820 个观测值。面板数据用 stata 分析。

3.2 变量测量

经理人行为偏差定义和测量: $Character_r = \text{风险资产总计} / \text{资产总计} = (\text{短期风险资产} + \text{长期风险资产}) / \text{资产总计} = (\text{交易性金融资产} + \text{应收账款} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{投资性房地产}) / \text{资产总计}$ 。

投资绩效的定义和测量: 论文采用 Richardson (2016) 预期投资模型为基础来度量投资绩效变量。运用残差为正的

【作者简介】汤巍 (1970-), 女, 中国江苏南京人, 副教授, 从事公司金融研究。

样本，将其归类为过度投资的企业，该模型如下。

4 经理人行为偏差与投资绩效的关系分析

4.1 描述性统计分析

描述性统计分析见表 1。

风险偏好水平均值 19.504，高风险偏好经理人倾向于高风险投资活动。Tobin' Q 均值为 2.0731，仍有投资机会经理人愿意承担风险寻求高回报。自由现金流均值 0.047，存在过度投资现象企业其自由现金流比较接近且波动较小。投资不足标准差为 1.6312，远大于 1.2372，不同公司投资不足非效率行为差异较小。

4.2 相关性分析

相关性分析见表 2。

企业过度投资与成长性、自由现金流以及独立董事比例之间显著正相关，公司成长性对过度投资有显著影响，公司规模、资产负债率以及上市时间与投资绩效之间显著负相关。IUnderInv 负值，绝对值探究。对经理人风险偏好、投资不足建立多元回归模型，两者存在非线性特征。两者与公司规模显著正相关。其系数为 -0.111，经理人风险偏好与企业投资不足负相关。与投资不足显著正相关是企业成长性和

独董比例，公司成长性对投资不足显著影响；投资不足与公司规模、资产负债率、上市年限以及盈利能力明显负相关。各变量不存在多重共线性，不同变量具有一定显著性。

4.3 回归分析

$$\text{OverInv(IunderInv)}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Character}_{i,t} + \beta_2 \text{control}_{i,t} + f_t + u_i + \varepsilon_{i,t}$$

i 表示企业， t 表示时间（年份）， $\text{OverInv(IunderInv)}_{i,t}$ 代表 i 企业在 t 时期过度投资（投资不足）水平， $\text{Character}_{i,t}$ 表示 i 企业 t 时期经理人行为偏差， $\text{control}_{i,t}$ 一系列控制变量包括企业成长性（Growth）、企业规模（Size）、自由现金流（CF）、偿债能力（Lev）、独董比例（Board）、企业盈利能力（Eps）等控制变量， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

4.3.1 过度投资实证分析

过度投资多元回归分析见表 3。

经理人行为偏差对 A 股上市公司过度投资显著促进。在 1% 水平上显著为正，系数 1.1018，不断加入控制变量，经理人行为偏差回归系数始终显著为正。

4.3.2 投资不足实证分析

投资不足多元回归分析见表 4。

经理人行为偏差对 A 股上市公司投资不足具有显著抑制作用。在 1% 水平上显著为负，系数 -0.8479，随着不断加入控制变量，经理人行为偏差回归系数始终显著为负。

表 1 描述性统计分析

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
OverInv	17820	19.504	1.2372	0.0000	25.8613
IUnderInv	17820	18.552	1.6312	10.5389	26.0017
Character	17820	0.424	0.2029	0.0000	0.9833
Growth	17820	2.0731	2.4304	0.6735	106.1318
Size	17820	22.339	1.5116	16.4123	31.1379
CF	17820	0.047	0.0821	-1.6863	2.2216
Lev	17820	0.444	1.3770	0.0084	178.3455
Board	17820	2.115	0.2066	1.0986	2.9957
Eps	17820	0.0331	1.5070	-174.8947	8.7150

表 2 相关性分析

	OverInv	IUnderInv	Character	Growth	Size	CF	Lev	Board	EPS
OverInv	1.000								
IUnderInv	0.689**	1.000							
Character	0.181**	-0.111**	1.000						
Growth	0.211**	-0.194**	-0.072**	1.000					
Size	0.822**	0.814**	0.209**	-0.311**	1.000				
CF	0.094**	0.185**	0.122**	0.000**	0.029**	1.000			
Lev	0.053**	0.304**	0.003**	0.311**	0.046***	-0.024***	1.000		
Board	0.235**	0.272**	0.117***	-0.093**	0.340	0.023***	0.025**	1.000	
Eps	0.006**	0.248**	0.005*	-0.024**	0.028**	0.067**	-0.055**	0.010***	1.000

表 3 过度投资多元回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	OverInv	OverInv	OverInv	OverInv	OverInv	OverInv	OverInv
Character	1.1018*** (24.2705)	1.0331*** (23.1614)	0.0696*** (2.6459)	0.0445*** (1.6853)	0.0444*** (1.6829)	0.0383*** (1.4491)	0.0269*** (1.0143)
Growth		-0.0995*** (-26.9642)	0.0311*** (13.8505)	0.0308*** (13.7251)	0.0292*** (12.2174)	0.0292*** (12.2151)	0.0284*** (11.5781)
Size			0.7664*** (184.9196)	0.7648*** (184.7338)	0.7635*** (182.4677)	0.7603*** (176.8179)	0.7610*** (156.2426)
CF				0.5753*** (8.7492)	0.5793*** (8.8058)	0.5751*** (8.7435)	0.7063*** (10.0977)
Lev					0.0078** (1.9721)	0.0077* (1.9466)	0.0180 (0.6073)
Board						0.0903*** (3.3288)	0.0883*** (3.2515)
EPS							0.0163*** (4.5589)
Constant	19.0369*** (891.7460)	19.2776*** (845.6414)	2.3586*** (25.5152)	2.3788*** (25.7826)	2.4055*** (25.7978)	2.2904*** (23.0622)	2.2723*** (21.3454)
N	17,457	17,184	17,184	17,184	17,184	17,184	17,184
R ²	0.0326	0.0734	0.6901	0.6915	0.6916	0.6918	0.6932

注：***、**和*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表 4 投资不足多元回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	IUnderInv	IUnderInv	IUnderInv	IUnderInv	IUnderInv	IUnderInv	IUnderInv
Character	-0.8479*** (-13.9263)	-0.7406*** (-12.2295)	-0.5309*** (-13.9037)	-0.7629*** (-21.2233)	-0.7908*** (-23.2916)	-0.7911*** (-23.2322)	-0.6575*** (-21.5992)
Growth		-0.1367*** (-22.0159)	0.0532*** (13.2648)	0.0388*** (10.3368)	0.0413*** (11.6613)	0.0413*** (11.6627)	0.0213*** (6.7144)
Size			0.9393*** (157.8885)	0.9321*** (167.9249)	1.0699*** (174.2065)	1.0697*** (170.9422)	1.0844*** (192.1904)
CF				4.4454*** (47.8027)	3.7068*** (41.4269)	3.7061*** (41.4071)	2.9354*** (34.9312)
Lev					-1.7066*** (-43.0580)	-1.7067*** (-43.0561)	-2.0337*** (-55.3721)
Board						0.0058 (0.1667)	0.0178 (0.5751)
EPS							2.5421*** (58.8253)
Constant	18.1240*** (639.1680)	18.4538*** (580.7813)	-2.3435*** (-17.5976)	-2.2962*** (-18.4863)	-4.6334*** (-35.8496)	-4.6412*** (-33.8681)	-5.0972*** (-41.4512)
N	15,256	15,256	15,256	15,256	15,256	15,256	15,256
R ²	0.0124	0.0431	0.6365	0.6838	0.7180	0.7180	0.7769

注：***、**和*分别表示在1%、5%及10%的水平上显著。

5 敏感性分析

其他存在外在因素可能影响本文检验假设和估计结果，对所设计实证模型进行稳健性检验。

5.1. 缩尾处理

对被解释变量和解释变量以及相关控制变量进行 1%、99% 缩尾处理，再实证研究，经理人行为偏差对过度投资、投资不足影响依旧显著，核心解释变量 Character 回归系数分别为 0.0466、-0.0281。稳健性检验—缩尾处理见表 5。

表 5 稳健性检验—缩尾处理

变量	(1)	(2)
	OverInv	IUnderInv
Character	0.0466*** (2.8082)	-0.0281*** (-1.3805)
控制变量	YES	YES
Constant	1.9176*** (16.6616)	-4.1496*** (-47.8437)
N	14,729	13,333
R2	0.7154	0.9090

注：***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 及 10% 的水平上显著。

5.2 替换核心解释变量

为避免变量选取偶然性，加强实证结果可靠性，论文替换核心解释变量再稳健性检验，将经理人行为偏差替换为 Ln（董事长、总经理兼任情况 +1）衡量经理人行为偏差，并用 Character1 来表示。

结果（1）、（2）列经理人行为偏差回归系数显著为正，

经理人行为偏差对过度投资投资绩效显著促进。（3）、（4）列经理人行为偏差回归系数显著为负，经理人行为偏差对投资不足投资绩效显著抑制。

6 异质性分析

股东持股比例差异，将全样本分为国有企业、非国有企业，面板回归模型对国有企业、非国有企业经理人行为偏差和过度投资、投资不足分析。在国有企业中，经理人行为偏差对企业过度投资促进作用及投资不足抑制作用均比非国有企业高。

7 结论和政策建议

经理人行为偏差过度投资时对投资绩效显著促进，在投资不足显著抑制。国有企业经理人行为偏差对企业过度投资促进作用及投资不足抑制作用比非国有企业高。

建议加强对聘用管理者评估。完善风险培训、岗位责任，增加长期激励制度，完善投资决定制定流程。

参考文献

- [1] 代昀昊,孔东民.高管海外经历是否能提升企业投资效率[J].世界经济,2017(1):168-192.
- [2] 沈维涛,幸晓雨.CEO早期生活经历与企业投资行为——基于CEO早期经历三年困难时期的研究[J].经济管理,2014(12):72-82.
- [3] 赵欣,杨世忠.高管学术经历与企业成本粘性[J].软科学,2021(3):35-41.