

企业投资羊群效应的成因及其应对策略

张敦力 江新峰

摘要：投资决策作为一项重要的企业财务决策，对企业长期发展和国家宏观经济健康运行都将产生深远的影响。本文从四个方面剖析企业投资羊群行为的成因，研究应对企业投资羊群效应和防控投资过度的措施。

关键词：企业投资；羊群效应；投资过度

近年来，行业投资聚合度不断加大的现实表明企业投资总体来说并未达到最优状态。国内有学者研究指出，投资过度现象在企业中广泛存在（池国华，2013；李胜楠等，2015）。2009年，国务院印发《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设 引导产业健康发展的若干意见》（国发[2009]38号），2010年，国务院制定发布《国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知》（国发[2010]7号），以应对行业产能过剩问题，2013年10月出台的《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发[2013]41号）更是明确提出“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”的化解办法。然而来自中国能源网的数据显示，到2015年年底，我国火电装机规模将达到9.6亿千瓦以上，若按火电正常利用时间5 000~5 500小时测算，火电已存在9 600万千瓦~1.7亿千瓦的装机闲置。2015年3月，来自普华永道的汽车行业分析报告也指出，2015年我国汽车产能过剩的比重将高达30%。以上事实表明，企业盲目

投资导致的产能过剩现象在一些行业中已经十分严重，企业投资中的羊群行为初露端倪。

一、企业投资羊群行为的成因

企业投资中的羊群行为是企业投资决策者在一种从众心理作用下，忽视私有信息，以市场或行业中大多数人的投资决策指导自身投资的现象。羊群投资后产生的连锁反应将造成资源浪费，导致企业投资风险增加。这不仅不利于企业健康发展，甚至会造成宏观经济的动荡。证据表明，不同企业的投资决策之间存在模仿迹象，即当某个企业采取一定的投资决策时，其他企业会跟进，也对这一项目进行投资（王侃，2014）。投资者经常相互学习、相互模仿，最终形成投资中的羊群效应。笔者认为，企业投资存在羊群效应的原因主要有以下几点：

（一）企业管理者无法获得确定投资项目必要的私有信息

企业确定投资项目的过程是其利用自身获取的、关于该项目的私有信息进行决策的过程。当企业依据私有

信息的测算表明某一项目能够带来净现值为正的预期收益时，则会对项目进行投资。未来收益的不确定性是企业投资活动的重要特征，这将导致投资决策存在较大风险，进而决定了信息在决策过程中的重要作用（knyazeva等，2008）。而获取有关项目私有信息这一过程的实现，需要管理者具有较高的相关专业水平并付出巨大的搜集成本。现实决策中，管理者由于不具备相关专业或急于花费个人成本搜集信息，将导致管理者掌握的私有信息不足以支撑企业做出投资决策。这时，利用行业中的公共投资信息并对其他企业投资行为进行模仿、跟随，便成了企业成本最小的“最优决策”。

（二）管理者对投资失败带来的个人职业声誉损害的顾虑

企业管理者在进行决策时，一般会考虑决策后果。随着我国市场经济体制的不断完善，职业经理人市场正逐步形成，而声誉机制是调节经理人市场供给与需求的一个重要机制。拥有较高声誉的经理人往往能够获得未来雇主的青睐以及更高的薪酬（黎文

靖等, 2014)。因此管理者有动机通过各种途径积累、保护自己的声誉以增加自己在经理人市场中的竞争力。若企业投资失败, 管理者必然蒙受声誉损失。而跟从行业中其他企业的投资项目失败时, 管理者可以将失败的理由归结于宏观经济运行、产业政策调控等能够引起行业投资失败的外在原因, 从而保护自己的声誉。

(三) 管理者获取投资合法性的需求
合法性是制度理论的核心概念, 是在一些社会建构起来的规范、价值、信仰和释义中, 判断一个实体的行为是合意的、恰当的或者适当的一般感性认知和假定 (Suchman, 1995)。显然, 合法性为企业行为带来了可信度。合法性分为存在强制要求的合法性和应对组织不确定的合法性两种, 强制要求的合法性又可以分为正式强制和非正式强制两个层面。各种法律法规的硬性要求即为正式的强制要求; 而来自于利益相关者的期望则被归结为非正式的强制要求。组织不确定性是组织面临的外部环境不确定性、组织对某一创新项目能否获得预期收益的不确定性以及组织目标实现的不确定性。委托代理理论指出, 现代公司制企业中所有权与经营权分离的现状导致企业管理者拥有企业的控制权而无法获得企业的所有权。作为理性经济人, 企业管理者有动机通过过度投资建立“企业帝国”以获得更高水平的在职消费等福利 (梁红玉等, 2012)。为了应对利益相关者的监督, 在这一过程中, 管理者必须通过某种方式使得其投资行为满足强制要求的合法性。支晓强等 (2014) 指出, 与行业行动保持一致恰恰能够获得强制要求的组织合法性。因此, 追求自身效用最大化的管理者有动机通过跟风投资的方式扩大企业规模, 享受更多的在职消费。这就导致了企业投资的羊群行为。

(四) 现行的管理者薪酬考核制度加剧了羊群投资行为

代理问题普遍存在于现代公司制企业中, 为了缓解代理问题, 促使管理者切实担负起提升企业价值的责任, 许多企业制定了业绩考核制度, 相对业绩评价制度就是其中一种。相对业绩评价制度打破了传统代理理论中管理者薪酬合约完全由董事会基于企业自身业绩制定的论断, 将薪酬评判标准扩展到行业可比企业中 (曲进, 2015)。在这一考核机制之下, 企业管理者的业绩除了取决于自身努力, 还在一定程度上依赖于同行的表现。如不少公司在授予管理层股票期权时在行权条件中明确, 只有企业当年业绩超过同行业对标企业才可行权, 即只要超越同行就意味着有好的业绩, 也就意味着有好的报酬。更重要的是, 在企业业绩不佳时, 只要没有明显低于行业平均水平, 依然意味着有较好的绩效。与行业中其他企业保持一致的投资行为恰好能够起到降低异质性风险、获取平均收益的作用。因此在相对绩效考核制度的压力下, 投资的跟风、趋同自然会成为追求个人利益最大化的管理者的最优选择 (方军雄, 2012)。

二、防范企业投资羊群效应的主要措施

羊群行为驱动下的投资决策非但无益于企业竞争优势的形成, 还可能导致企业投资效率低下和竞争力的损害。从宏观层面看, 企业投资的羊群行为加剧了行业衰老速度, 短期内可能导致相关资产泡沫的产生, 长期将会导致产能过剩, 造成资源的极大浪费, 而这对我国这样资本稀缺的发展中国家危害更大 (方军雄, 2012)。通过上文相关探讨, 对企业投资羊群行为的产生原因大体可以从两个方面进

行总结: 管理者自身和企业激励制度。因此笔者认为, 应对企业投资的羊群行为需要从这两个方面入手, 譬如管理者应加强自身能力培养, 积极搜集私有信息进行投资; 企业应积极构建更为合理的多层次多指标薪酬激励体系, 在减少管理者对同行企业业绩顾虑的同时, 切实激励管理者减少自利行为, 为企业价值最大化努力。另外, 作为政府而言, 应适当放松对经济的干预, 由要素供给转变为制度供给, 合理引导资金流向。

(一) 企业层面的应对措施

委托代理理论框架下对企业管理者投资行为的讨论认为, 管理者具有盲目扩大企业规模构建“企业帝国”以获取高额报酬和谋求在职消费的动机 (Jensen 和 Meckling, 1976), 并且在企业投资项目的选择过程中, 管理者具有偷懒动机 (Lambert, 1986)。这说明作为理性经济人的管理者具有自利本性, 主要表现在利用企业资源获取自身效用和偷懒行为两个方面。为了解决这一问题, 监督与激励是两个常用的手段。就企业监督而言, 现行制度通过公司治理机制进行监督, 譬如设立董事会、监事会, 然而这其中的一个有趣现象就是进行企业决策的管理者一般会任职于董事会或监事会, 这就造成了一种企业管理者既是运动员又是裁判员的局面。这样的监督效果显然不利于公司价值的提升。因此, 应当进一步提高我国企业的公司治理水平, 切实对管理者行为做好监督, 促使其勤恳工作, 积极搜集私有信息制定能够带来企业价值提升的投资决策。就企业激励而言, 前期研究表明, 我国企业激励制度仍然不够完善。上文提及, 相对绩效评价制度在一定程度上促使管理者采用与同行业投资保持一致的保守投资策略。这不仅不利于企业价值的提升, 还会导致行业投

资过热。因此应当制定一个多层次、多指标的薪酬激励制度,在减少股东管理者代理冲突的基础上缓解管理者对同行企业业绩的顾虑。另外,企业应该定期对管理者进行知识技能培训,不断提升其专业知识储备,从而达到降低信息搜集成本,减少投资羊群行为的目的。

(二) 政府层面的应对措施

西方发达国家推崇“小政府、大市场”的经济制度理念,认为政府应当尽可能少地干预经济体制的运行。当前,我国正处于“三期叠加”的经济发展转型时期,政府主要通过制定产业政策来引导市场的发展方向。产业政策在弥补市场固有缺陷、配置资源、带动投资、引导社会资金流向以及保持产业平衡等方面发挥了重要作用,然而有些行业因产业政策的不当刺激而产生的投资过热、投资趋同现象也时有发生。这一现象存在的根本原因在于,产业政策是否有效取决于政府对于市场预测的准确性。但是,面临复杂多变的市场环境,政府受到有限理性与认知局限的约束,在判断产业发展方向和风险评估等方面并不具备信息优势,阶段性的产业振兴与刺激政策只能带来短期内的市场繁荣。长期来看,产业政策刺激下的企业投资羊群行为并不利于经济健康发展。因此,政府在制定和实施产业政策的过程中应全方位评估该政策的效果及其长远影响,处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中发挥决定性作用,政府应将工作重心放在营造公平的竞争环境等方面,实现从生产要素供给到制度要素供给的转变,更好地发挥政府的作用。□

(本文系财政部全国会计领军人才培养工程特殊支持计划、武汉市黄鹤英才计划、中南财经政法大学博士生物科研创新项目<2015B1105>的阶段性成果,本文第一

作者系全国会计领军人才<学术类一期>、2014年全国会计领军人才培养工程特殊支持计划学员)

(作者单位:中南财经政法大学会计学院)

责任编辑 张璐怡

主要参考文献

[1] 池国华. 强化经济增加值考核 规避过度投资[J]. 财务与会计(理财版), 2013, (7):1.

[2] 方军雄. 企业投资决策趋同:羊群效应抑或“潮涌现象”? [J]. 财经研究, 2012, (11):92-102.

[3] 李胜楠, 吴泥锦, 曾格凯茜, 解延宏. 环境不确定性、高管权力与过度投资[J]. 财贸研究, 2015, (4):111-121.

[4] 黎文靖, 岑永嗣, 胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. 南开管理评论, 2014, (4):24-35.

[5] 梁红玉, 姚益龙, 宁吉安. 媒体监督、公司治理与代理成本[J]. 财经研究, 2012, (7):90-100.

[6] 曲进. 基于委托—代理理论的管理者激励机制——相对业绩评价的研究进展[J]. 经济学动态, 2015, (3):148-156.

[7] 王侃. 模仿、资源异质性与新创企业投资决策[J]. 南方经济, 2014, (11):67-77.

[8] 支晓强, 孙健, 王永妍, 王柏平. 高管权力、行业竞争对股权激励方案模仿行为的影响[J]. 中国软科学, 2014, (4):111-125.

法规资讯

国家税务总局《关于延长2016年出口退(免)税相关业务申报期限的公告》(国家税务总局公告2016年第22号) 2016年4月7日

国家税务总局《关于<中华人民共和国政府和印度尼西亚共和国政府关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定>议定书生效执行的公告》(国家税务总局公告2016年第21号) 2016年4月5日

国家税务总局《关于融资融券业务营业税问题的公告》(国家税务总局公告2016年第20号) 2016年3月31日

国家税务总局《关于发布<房地产开发企业销售自行开发的房地产项目增值税征收管理暂行办法>的公告》(国家税务总局公告2016年第18号) 2016年3月31日

国家税务总局《关于发布<纳税人跨县(市、区)提供建筑服务增值税征收管理暂行办法>的公告》(国家税务总局公告2016年第17号) 2016年3月31日

国家税务总局《关于发布<纳税人提供不动产经营租赁服务增值税征收管理暂行办法>的公告》(国家税务总局公告2016年第16号) 2016年3月31日

国家税务总局《关于全面推开营业税改征增值税试点后增值税纳税申报有关事项的公告》(国家税务总局公告2016年第13号) 2016年3月31日