

学校编码: 10384  
学号: 17520110153579

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

博 士 学 位 论 文

公司投资决策的管理者风险偏好效应  
——基于货币政策环境影响视角

**The Effect of Managerial Risk Appetite on the  
Investment Decision-Making:  
Perspective on Monetary Policy Environment**

陈 菡

指导教师姓名: 陈 少 华 教授  
专业名称: 会 计 学  
论文提交日期: 2 0 1 4 年 4 月  
论文答辩时间: 2 0 1 4 年 5 月  
学位授予日期: 2 0 1 4 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2014 年 4 月



## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日



## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日



## 摘要

影响公司投资决策的因素有很多，其中最重要的因素之一是企业“决策者”本身。因此，在研究公司投资决策时，不能忽视“决策者”本身的认知偏差对决策结果的影响。由于信息的不完备性和内外部环境的复杂性，管理者需要在不确定条件下进行投资决策，此时，人的决策和判断会受其风险偏好的影响而出现认知偏差，从而做出非理性的决策行为，导致决策失误。当前，中国正处在金融市场化改革阶段，企业所处的宏观环境不确定性增加，在这样的大背景下，货币政策对公司投资的影响将更为凸显。货币政策是调节宏观经济运行的重要手段，是宏观政策传导的风向标。货币政策通过货币渠道和信贷渠道影响资本市场的投资与信贷行为和消费者的预期，从而直接影响着企业的投资决策。因此，有必要将管理者风险偏好因素和货币政策环境因素同时纳入公司投资决策研究中，分析在不同货币政策环境下管理者风险偏好对公司投资决策的影响及所导致的经济后果。

本文首先构建管理者风险偏好评价指标，在此基础上对公司投资决策的管理者风险偏好效应进行多元回归分析，探讨管理者风险偏好在不同货币政策环境下对企业投资规模、过度投资和企业价值的影响。本文主要创新之处包括：（1）结合管理者个人背景和企业特征，分别采用主成分分析法和多元回归分析法构建管理者风险偏好评价指标；（2）在分析公司投资决策的管理者风险偏好效应的基础上，结合宏观货币政策对企业行为的传导机理，构建公司投资规模、过度投资与管理者风险偏好的多元回归模型，实证检验管理者风险偏好在不同货币政策环境下对公司投资决策的影响；（3）分析在不同货币政策环境下，管理者风险偏好对投资决策影响的经济后果，构建管理者风险偏好与企业价值的多元回归模型，实证检验管理者风险偏好在不同货币政策环境下影响投资决策的经济后果。

本文在理论分析和文献述评的基础上，运用 2003-2012 年中国 A 股上市公司经验数据进行实证研究，研究结果发现：（1）管理者风险偏好水平与企业投资规模正相关，风险偏好水平高的管理者倾向于不断扩大企业的投资规模。但是，由于企业投资需要得到资金的有效支持才能实现投资支出，企业的内部现金流和现

金持有量都会制约管理者风险偏好对投资规模的影响。货币政策松紧度与投资规模正相关，在宽松的货币政策环境下，企业的外部融资约束程度降低，企业的投资规模更大。研究发现，货币政策松紧度会制约管理者风险偏好对企业投资规模的影响。在宽松的货币政策环境下，企业投资规模受管理者风险偏好的影响程度更大。在融资约束程度较低的企业中，管理者风险偏好水平对企业投资规模的影响更大，这一表现在紧缩的货币政策下更为显著。(2) 管理者风险偏好对过度投资有正向影响，管理者的风险偏好增加了企业过度投资的概率，管理者的风险偏好水平越高，企业发生过度投资的可能性越大。不同的货币政策环境会影响管理者风险偏好水平与过度投资的关系。在货币政策相对紧缩期，管理者风险偏好水平对企业过度投资的正向影响作用受到弱化，而管理者风险偏好水平对过度投资的影响在宽松的货币政策下更为显著。在宽松的货币政策环境下，国有企业过度投资程度受管理者风险偏好水平的影响更大。(3) 过度投资与企业价值存在显著负相关，企业的过度投资行为会损害企业价值。管理者风险偏好水平与企业价值存在显著负相关，过高的风险偏好水平会增加企业过度投资的概率，从而损害企业价值。货币政策的松紧度与企业价值有正向相关关系，从而缓解管理者风险偏好水平对企业价值的影响。在货币政策宽松期，管理者风险偏好水平对企业价值的影响更大。

**关键词：**风险偏好；投资决策；投资效率；企业价值；货币政策



## Abstract

There are many factors that affect corporate investment decision making, the most important one is "the decision-makers" themselves. Therefore, we can not ignore the influence of "decision-makers" cognitive bias on the results of their decision-making when we make research on corporate investment decision. Because of incomplete information and complexity of internal and external environment, managers need to make investment decisions under conditions of uncertainty, at this time, people's decisions and judgments are affected by their risk appetite and the emergence of cognitive biases, thereby making non-rational decision-making behavior, leading to decisions failure. At present, China is in the stage of financial marketization reform which increases the uncertainty of the macroeconomic environment, in this context, the impact of monetary policy on business investment will be more prominent. Monetary policy is an important means of macroeconomic regulation and the benchmark of macroeconomic policy conducting. The investment and credit behavior of capital markets and the expectations of consumers are affected by the monetary policy through the monetary channels and credit channels, thereby directly affecting the corporate investment decisions. Therefore, it is necessary to take the impact of managerial risk appetite and the monetary policy into account in the research of corporate investment decisions and analyze the effects and economic consequences of managerial risk preferences on corporate investment decisions under different monetary policy environments.

On the basis of constructing the evaluation indicator of managerial risk appetite, this article make the multiple regression analysis of the effect of managerial risk appetite on corporate investment decisions to explore the influence of managers risk appetite on business investment scale, over-investment and enterprise value in different monetary policy environment.

This article has the following innovations: (1)This article uses the principal component analysis and multiple regression method to build the evaluation index of managerial risk appetite, the index takes both personal background and business characteristics into account. (2) On the basis of analysis of the effect of managerial risk appetite on corporate investment decisions, this article combines the monetary

policy transmission mechanism of corporate behavior, constructing a multiple regression model for the corporate investment scale, over-investment in the managerial risk appetite, empirical testing the impact of managerial risk preferences on the corporate investment decisions under different monetary policy environment. (3) This article has analyzes the economic consequences of the impact of the managerial risk appetite on investment decisions under different monetary policy environment, building the multiple regression model of managerial risk appetite and enterprise value to empirical testing the economic consequences caused by the impact of managerial risk appetite on investment decisions under different monetary policy environment.

Based on the theoretical analysis and literature review, this article employs the empirical data of Chinese A-share listed companies from 2003 to 2012 to make empirical testing. The results show that: (1) There is a positive correlation between the level of managerial risk appetite and corporate investment scale; the managers with high-level risk appetite tend to expand the scale of investment companies continuously. However, the realization of business investment expenditures needs the effective capital support as a result the company's internal cash flow and cash holdings will restrict the effect of the managers risk appetite on the scale of investment. The article also finds that there is a positive correlation between the tightness of monetary policy and the scale of investment. Under the loose monetary policy, the external financing constraints of enterprises reduced which may increase the scale of corporate investment. The tightness of monetary policy would restrict the impact of manager risk preferences on corporate investment scale. The influence of manager risk preferences on the scale of business investment is greater when under the loose monetary policy environment. The influence of manager risk preferences on the scale of business investment is greater on the lower financing constraints enterprise; this performance is more prominent under tight monetary policy. (2) The result shows that the managerial risk appetite has a positive impact on corporate over-investment. The probability of over-investment increased by managers' risk appetite, the higher level the manager's risk preference, the greater the likelihood of the occurrence of excessive investment. The relationship between the managerial risk appetite and the corporate over-investment will be affected by different monetary policy environments. The positive impact of managerial risk appetite on the over-investment is weakening on the period of relative tighten monetary policy, which

is more significant in the loose monetary policy environment. The result also finds that the affect of managerial risk appetite on the corporate over-investment is greater in state-owned enterprises under the loose monetary policy environment. (3) There is a significant negative correlation between over-investment and enterprise value. The behavior of corporate over-investment will harm the value of corporate. There is a significant negative correlation between over-investment and managerial risk appetite. The high level risk appetite of the managers will increase the probability of excessive investment, which will harm the enterprise value. The tightness of monetary policy and the enterprise value are positively correlated, thus mitigating the impact of the level of managerial risk appetite to enterprise value. The impact of the managerial risk appetite on corporate value is greater during the period of loosen monetary policy.

**Keywords:** Risk Appetite; Investment Decisions; Investment Efficiency; Value of Enterprise; Monetary Policy



## 目 录

<b>1 绪言</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 研究背景与问题提出</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 研究意义</b> .....	<b>3</b>
1.2.1 理论意义.....	3
1.2.2 实践意义.....	4
<b>1.3 研究思路与研究方法</b> .....	<b>5</b>
1.3.1 研究思路.....	5
1.3.2 研究方法.....	7
<b>1.4 相关概念的界定</b> .....	<b>7</b>
1.4.1 管理者.....	7
1.4.2 风险偏好.....	7
1.4.3 投资决策与过度投资.....	8
<b>1.5 主要创新之处</b> .....	<b>9</b>
<b>2 理论基础与文献述评</b> .....	<b>11</b>
<b>2.1 公司投资决策：决策的理性与非理性</b> .....	<b>11</b>
2.1.1 期望效用理论.....	11
2.1.2 前景理论与风险决策行为.....	13
2.1.3 决策的认知心理偏差.....	15
<b>2.2 公司投资决策：管理者风险偏好效应</b> .....	<b>18</b>
2.2.1 管理者风险偏好对公司投资决策的影响.....	18
2.2.2 管理者风险偏好度量方法述评.....	21
<b>2.3 公司投资决策：货币政策环境效应</b> .....	<b>25</b>
2.3.1 货币政策环境与企业投资决策.....	25
2.3.2 不同货币政策环境下管理者风险偏好与投资决策.....	27
<b>2.4 本章小结</b> .....	<b>28</b>
<b>3 管理者风险偏好评价指标及统计分析</b> .....	<b>31</b>

<b>3.1 管理者风险偏好评价方法与因素选择 .....</b>	<b>31</b>
3.1.1 管理者个人特征因素选择.....	32
3.1.2 公司特征因素选择.....	36
<b>3.2 管理者风险偏好水平评价结果 .....</b>	<b>39</b>
3.2.1 样本选择与数据来源.....	39
3.2.2 描述性统计与相关性分析.....	39
3.2.3 主成分分析过程.....	42
3.2.4 管理者风险偏好水平评价指标综合分析.....	45
<b>3.3 管理者风险偏好水平替代指标 .....</b>	<b>47</b>
3.3.1 模型设计与变量定义.....	47
3.3.2 管理者风险偏好替代指标回归分析.....	48
3.3.3 多元回归结果分析.....	51
3.3.4 管理者风险偏好替代指标统计分析.....	52
<b>3.4 本章小结 .....</b>	<b>53</b>
<b>4 企业投资规模的管理者风险偏好效应：货币政策环境影响.....</b>	<b>55</b>
<b>4.1 理论分析与研究假设 .....</b>	<b>57</b>
4.1.1 管理者风险偏好与企业投资规模.....	57
4.1.2 货币政策环境与企业投资规模.....	59
4.1.3 不同货币政策环境下管理者风险偏好对企业投资规模的影响.....	61
<b>4.2 研究设计 .....</b>	<b>62</b>
4.2.1 样本选择与数据来源.....	62
4.2.2 模型设计与变量定义.....	62
<b>4.3 实证结果与分析 .....</b>	<b>64</b>
4.3.1 描述性统计.....	64
4.3.2 管理者风险偏好与企业投资规模.....	65
4.3.3 货币政策松紧度与企业投资规模.....	68
4.3.4 不同货币政策环境下管理者风险偏好对企业投资规模的影响.....	69
<b>4.4 稳健性检验 .....</b>	<b>71</b>
<b>4.5 本章小结 .....</b>	<b>74</b>

<b>5 公司过度投资的管理者风险偏好效应：货币政策环境影响.....</b>	<b>77</b>
<b>5.1 理论分析与研究假设 .....</b>	<b>78</b>
5.1.1 管理者风险偏好与投资效率.....	78
5.1.2 基于不同货币政策环境下的管理者风险偏好与企业过度投资.....	79
5.1.3 不同货币政策环境下的管理者风险偏好与企业过度投资：企业异质性.....	81
<b>5.2 研究设计 .....</b>	<b>81</b>
5.2.1 样本选择与数据来源.....	81
5.2.2 模型设计与变量定义.....	82
<b>5.3 实证结果与分析 .....</b>	<b>83</b>
5.3.1 预期投资水平估计结果.....	83
5.3.2 描述性统计.....	84
5.3.3 管理者风险偏好与企业过度投资.....	85
5.3.4 不同货币政策环境下管理者风险偏好与企业过度投资.....	86
5.3.5 货币政策、管理者风险偏好与企业过度投资：企业异质性.....	87
<b>5.4 稳健性检验 .....</b>	<b>88</b>
<b>5.5 本章小结 .....</b>	<b>89</b>
<b>6 公司投资决策的经济后果：管理者风险偏好与货币政策双重效应 .....</b>	<b>91</b>
<b>6.1 理论分析与研究假设 .....</b>	<b>92</b>
6.1.1 公司投资决策的经济后果：管理者风险偏好影响.....	92
6.1.2 公司投资决策的经济后果：货币政策环境影响.....	93
6.1.3 公司投资决策的经济后果：管理者风险偏好与货币政策双重影响 .....	94
<b>6.2 研究设计 .....</b>	<b>95</b>
6.2.1 样本选择与数据来源.....	95
6.2.2 模型设计与变量定义.....	95
<b>6.3 实证结果与分析 .....</b>	<b>96</b>
6.3.1 描述性统计.....	96

6.3.2 管理者风险偏好与企业价值.....	98
6.3.3 货币政策环境、管理者风险偏好与企业价值.....	99
<b>6.4 稳健性检验 .....</b>	<b>100</b>
<b>6.5 本章小结 .....</b>	<b>101</b>
<b>7 研究结论与展望 .....</b>	<b>103</b>
7.1 研究结论 .....	103
7.2 研究启示 .....	104
7.3 需要进一步研究的问题 .....	106
<b>参考文献.....</b>	<b>107</b>
<b>致谢.....</b>	<b>121</b>



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库