

企业投资管理的创新研究

周润书,蔡传里

(东莞理工学院 工商管理学院,广东 东莞 523808)

摘要:通过分析研究企业投资决策人存在的认知偏差和非理性行为,提出了企业投资决策中的行为财务创新策略:企业投资决策人必须熟悉在企业投资决策中各种认知偏差和非理性行为的特征,善于学习、了解和接受行为财务相关新投资理念,保持谦虚冷静、自省自律心态,实行集体决策和科学决策,建立投资项目终止机制等。

关键词:企业投资管理;认知偏差;非理性行为;行为财务创新策略

中图分类号:F271

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2009)15-0088-03

1 企业投资的概念

从传统企业投资理论来看,企业投资就是企业为获取收益而向一定对象投放资金的经济行为。企业投资活动也被定义为企业的资本配置行为,包括与所有者相关的投资、多元化经营、兼并收购等。企业投资按照投资的方向不同,分为对内投资和对外投资。从企业的角度来看,对内投资就是项目投资,是指企业将资金投放于为取得供本企业生产经营使用的固定资产、无形资产、其它资产和垫支流动资金而形成的一种投资。对外投资,是指企业为购买国家及其它企业发行的有价证券或其它金融产品(包括期货与期权、信托、保险等),或以货币资金、实物资产、无形资产向其它企业(如联营企业、子公司等)注入资金而发生的投资。本文主要研究的就是企业的项目投资或对内投资。

从行为财务理论来看,企业投资是一种有意识的经济行为,投资行为受到投资者心理意识的调节、控制,这就赋予了投资行为具有人类心理的特征。事实上,诸如投资决策动机、投资收益预期、投资风险偏好等问题,其实质就是人们心理活动在投资中的具体表现。企业投资行为是投资者出于趋利避害的动机,在受信息和当前事件的刺激下,经过系列的心理活动和行为过程所作出的投资决策。

2 企业投资决策人(经理人或管理者)存在的认知偏差和非理性行为

(1)过度自信。心理学的实验和研究表明:人们往往过于相信自己的判断能力,高估自己成功的概率,把成功归

功于自己的能力,而低估运气、机遇和外部力量在其中的作用,这种认知偏差称为“过度自信”^[1]。过度自信是典型而普遍存在的一种心理偏差,并在投资决策过程中发挥重要的作用。过度自信的决策者总是对自己的决定具有独断性,坚持己见,以自己的意愿代替实际客观事物发展的规律,当客观环境发生变化,也不肯更改自己的目的和计划,盲目行动,一概拒绝他人的意见或建议,是缺乏自觉性的表现。大量的研究表明:投资者对自己投资能力过度自信。主要表现在两个方面:①预测的过度自信,即在进行投资预测时,投资者的置信区间过于狭窄;②确定性的过度自信,即人们常常对自己的判断能力过度自信。实验表明,当人们认为自己的选择100%正确时,事实上,真正正确的概率只有70%~80%,而认为不可能发生事件却有20%~30%发生了。

我国民营企业部分决策者在初始创业成功之后,产生了过度自信的心理,他们已没有了初始创业时的谦虚和冷静,而是投资于金额巨大的投资项目和不熟悉的投资领域。对企业和个人能力的高估远远超过现实,当企业的资源不足以支撑这些宏伟的投资目标时,最终使企业陷入失败境地。国内从事房地产业务的“顺驰集团”,在追求过快的发展速度目标时倒下,其负责人孙宏斌过度自信是其倒下的主要原因^[3]。巨人集团在珠海市建造巨人大厦过程中,巨人大厦设计的层数由最初规划设计的38层,升到54层,再升到64层,最终定在70层,目标是“要盖全国第一高楼”。其投资决策人实际是史玉柱一人,其投资决策过程充满了随意性和偶然性,却缺少重大投资项目决策时应有冷静和对其科学性进行严格论证。其投资决策典型地反映了史玉柱

收稿日期:2008-04-08

基金项目:广东省2007年度会计科研课题(07152)

作者简介:周润书(1963-),男,安徽舒城人,东莞理工学院工商管理学院副教授,研究方向为财务管理与会计学;蔡传里(1975-),男,湖北蕲春人,会计学博士,东莞理工学院工商管理学院讲师,研究方向为信息透明度与社会责任会计。

的过度自信心理。而当时的实际情况是:盖一座38层的大厦,大概需要资金2亿元,工期是2年,这对巨人集团来说,并非不能承受之重,可是,盖70层的大厦,预算就陡增到了12亿元,工期要延长到6年。这不但在资金上缺口巨大,而且工期一长,使企业发展和投资项目的实施便充满了各种变数。史玉柱的一个重大错误在于:把预期的利润当成了实际的收益,并以此为基数,来设定自己的投资项目规划。正是巨人大厦这个投资项目导致了巨人集团的突然窒息^[4]。

(2)证实偏差。证实偏差(Confirmation Bias)是指一旦人们形成一个信念较强的假设或作出投资决策,他们就会有意识地寻找有利于证实自身信念或投资决策的各种证据,不再关注那些否定该设想或投资决策的证据,并人为地扭曲新的信息,这种证实而不是证伪的倾向叫“证实偏差”,也被称为确认偏差^[5]。企业经理人证实偏差更多的表现在:对于具有信念而论证又不可行的项目,倾向于寻求正面信息而不肯放弃项目的实施,导致决策错误,甚至一错再错。例如,索尼公司于1964年在Chromatron技术基础上设计了一种彩色电视机。但他们并没有开发商业上可行的生产过程。既是管理者也是公司的创始人和大股东Ibuka是一个乐观和非常自信的人,他宣称Chromatron将是索尼公司的重点,他调配了150人到集装线上。然而,生产过程中生产出来的彩管中只有2%~3%的合格率,一台Chromatron彩色电视机的成本是零售价的2倍多。但在Ibuka的坚持下,索尼公司继续生产和销售Chromatron彩色电视机,最终还是卖掉了13 000台,每一台电视机产生的利润都是负的,直到1966年11月,索尼公司的财务经理宣称索尼公司将临近倒闭,Ibuka才同意终止Chromatron项目^[6]。

(3)损失厌恶(Loss Aversion)。放弃某一物品让人们感觉到自己遭受的效益上的损失量大于获得等值的物品,这种现象称为损失厌恶。Tversky^[7]和Kahneman^[8]的前景理论最重要的发现之一是人们在面对收益和损失的决策时表现出的不对称性;一项损失对人带来的影响大约是同等收益给人带来影响的2.5倍。与损失厌恶相关的行为偏差有以下几种:①禀赋效应:由于人们放弃他拥有一个物品而感受的痛苦,要大于得到一个原本不属于他的物品所带来的喜悦,因而在定价方面,同一物品在这种情况下卖价远远高于买价。Knetsch^[9]把这种现象称为禀赋效应(Endowment Effect),也叫拥有效应。即同样一个东西,如果我们本来就拥有,那么卖价会高;如果我们本来就没有,那我们愿意支付的价钱会相对卖价来说远为低。②维持现状偏差(Status Quo Bias):如果可能带来损失,人们则不愿意与别人交换其已经持有的物品,而更乐于安于现状,哪怕伴随损失的还有可能的收益。这是因为损失比赢利显得更让人难以忍受,所以人们更偏爱维持现状。

(4)框定偏差。由于人们对事物的认知和判断存在对背景的依赖,那么,事物的表面形式会影响人们对事物本质的看法。事物形式当被用来描述决策问题时常被称之为“框定”(frame)。当一个人通过不是透明的框定来看问题时,他的判断与决定将在很大程度上取决于问题所表现出

来的特殊框定,这就是所谓的“框定依赖”(Framing Dependence)。由框定依赖导致的认知与判断的偏差即为“框定偏差”(Framing Bias),它是指人们的判断与决策依赖于所面临的决策问题的形式,即尽管问题的本质相同但因表达形式的不同也会导致人们作出不同的决策^[8]。

3 企业投资中的行为财务创新策略

(1)企业投资决策人必须熟悉在企业投资决策中各种认知偏差和非理性行为的特征,减少和防止其给企业投资所带来的损失。本文前文中对企业在投资决策过程中的各种认知偏差和非理性行为的特征已有论述,例如企业投资决策人在投资中,一方面要尽量减少和控制认知偏差和非理性理财行为的发生;另一方面,在认知偏差和非理性理财行为出现时,能即时意识到并采取一定的措施,控制和减少其对企业投资所带来的损失。

(2)企业投资决策人必须善于学习、了解和接受行为财务相关新理念。行为财务学提出了新的财务理念(或称为假设和范式),这些财务理念对日益发展的财务管理实践具有较好的解释力和指导性,它也有助于纠正企业投资决策人认知偏差和非理性财务行为。企业投资决策人应该学习和接受这些新的财务理念。这些新的理财理念包括:①财务人是有限理性的;②财务人是按照经验法则进行决策,而不是根据贝叶斯统计定律进行决策;③财务人是按照满意原则进行决策,而不是按照效用最大化及最优原则进行决策;④财务人的偏好不是稳定的,其决策目标是包括有心理因素的价值量,理论模型更符合展望理论而不是效用最大化的期望理论;⑤财务人是行为人,财务人的情绪对财务人财务活动进而对资本市场的资产价格产生严重影响;⑥套利是有限的,市场是非有效的。上述的财务人既包括来自企业内部投资决策者(经理人或管理者),也包括来自企业外部广大投资者和市场分析师。

(3)企业投资决策人应保持谦虚冷静、自省自律心态,在不同形式的企业里努力实现集体决策和科学决策。

投资决策要解决的问题,不仅要考虑企业的目标以及相关的战略方面的问题,也要考虑一系列战术问题,处理各种关系、矛盾。所以,为了避免企业投资的失误,尤其是在重大投资项目或在不熟悉的投资领域,就必须真正实行集体决策和民主科学决策,广纳群言,防止一个人决策所带来的启发性偏差、损失厌恶等认知偏差。

如何在不同组织形式的企业做到集体决策和科学决策呢?在公司制企业里(包括有限责任公司和股份有限公司),在2006年我国颁布实施的《公司法》中明确规定:要由股东会或股东大会决定公司的投资计划、由董事会决定公司的投资方案、由经理组织实施公司的投资方案。所以,在公司制企业里,要保证实现投资计划和方案上的集体决策和科学决策,就必须完善公司的治理机制,保证股东会或股东大会和董事会切实行使权力。实现投资计划和方案真正是由股东会或股东大会和董事会讨论通过的,而不是由

一、二个人决定的。因此,一个有效的公司治理机制,可以很大限度地减少企业投资决策者认知偏差和非理性行为等对企业投资决策的失误。在合伙制企业里,要保证企业的投资决策应该是由合伙人一起民主协商后集体作出的。在独资制企业(民营企业)里,需要企业主善于倾听职业经理人或专业机构或人员甚至企业基层员工的意见,在此基础上,才能实现集体决策和科学决策。从人数和形式上来看,合伙制企业和独资制企业(民营企业)在投资的集体决策和民主科学决策时会更困难一些。在民营企业里,实际情况也常常如此。但在这两类企业里,一个非常有利的因素是:这两类企业里一般都是企业主即所有者在作投资决策,投资的钱毕竟都是自己的,不会出现“所有者缺位”的问题。如果投资损失了钱,即使是少量的钱,企业主即所有者也会心疼的。从这个角度来看,这两类企业一般不会出现随意投资情况。从我国的实际情况来看,这两类企业的投资决策人即企业主或老板都是成功人士,都经历了初始创业的成功。这类人虽然大都学历不高,但自信心创新意识都很强,在企业里的威信很高。这类投资决策人常常出现的问题是:在初始创业成功后,没有保持一种冷静态度,过度自信,作出超过企业发展能力的投资决策,而这种投资决策给企业带来的损失往往致命。

如何防止这类人过度自信?可能要从中国传统文化中去寻找答案。这些企业投资决策人应该是一个谦虚谨慎的人,是一个自省自律的人、一个善于学习人、一个真正善于倾听不同意见甚至反对意见的人,并且要建设相关企业文化,在企业里创造一个民主创新宽松和谐的氛围。

(4)从具体技术环节上看,应建立投资项目终止机制;在重大的投资项目投资决策评价时请企业外部专业的项目评估决策咨询机构进行论证咨询;在企业内部设立投资评价项目小组和项目团队等,以有效纠正认知偏差。

应建立投资项目的终止机制。当一个投资项目出现亏损并且在可以预测的时期内无法扭亏为盈时,应制定规则,帮助投资决策者克服自我控制能力差的问题。例如,企业可制定硬规则,当一个投资项目的原始投资需要占用企

业正常经营业务所需要的资金时,并可能对企业的现金流产生冲击进而引发企业财务危机时,就要立即终止该项目。也可以规定一个投资项目在经营期的亏损额达到已累计原始投资额的20%或者达到企业规定的最高限额时,就要终止该项目的投资并停止该项目的经营业务,这样可以帮把投资损失锁定,防止进一步扩大投资损失,这种机制可以帮助企业纠正投资决策者的“证实偏差”。

随着我国投资中介机构的增加和完善,在企业重大投资项目上,请企业外部专业的项目评估决策咨询机构进行论证咨询,出具论证咨询报告,企业投资决策人在此基础上进行决策。在企业内部成立投资项目小组或者项目团队,认真听取各方面、各环节、各层次人员的意见,使投资决策方案更加科学合理,更加完善;这种方法有助于纠正投资决策人的“损失厌恶和框定偏差”等认知偏差。

参考文献:

- [1] 崔巍.行为金融学[M].北京:中国发展出版社,2008.
- [2] RUSSO E P J M.SCHOEMAKER.Managing Overconfidence [R].sloan Management Review,1992:7-17.
- [3] 吴晓波.大败局: 、 [M].杭州:浙江人民出版社,2007.
- [4] 吴晓波.大败局:修订版[M].杭州:浙江人民出版社,2007.
- [5] SHEFRIN,H.Behavioral Corporate Finance[J].Journal of Applied Corporate Finance,2001,14(3):113-124.
- [6] 饶育蕾,张轮.行为金融学:第2版[M].上海:复旦大学出版社,2005.
- [7] TVERSKY A,KAHNEMAN D.Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty [R].Journal of Risk and Uncertainty,1992.
- [8] KAHNEMAN D,SLOVIC P,TVERSKY A.Choices Values, and Frames Cambridge [R].England:Cambridge University Press,2000.
- [9] KNETSCH.The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves [J].The American Economic Review(AER), 1989,79(5):1277-1284.

(责任编辑:赵贤瑶)

The Innovative Research of Enterprise Investment Management

Zhou Runshu, Cai Chuanli

(School of Business Management, Dongguan University of Technology, Dongguan 523808, China)

Abstract: In this paper, based on the analysis of the existence of cognitive bias and irrational behavior of enterprise investment decision-makers, we put forward some behavioral finance innovation strategies in enterprise investment decision-making, such as decision-makers must be familiar with those characteristics of various of cognitive bias and non-rational behavior in investment decision-making, understanding and acceptance of behavioral finance concepts related to new investment, and maintain the mind of modest and calm, self-reflection, self-discipline, implement the system of collective decision-making, democratic and scientific decision-making, set up the termination mechanism of investment projects, etc.

Key Words: Enterprise Investment Management; Cognitive Bias; Irrational Acts; Innovation Strategy of Behavioral Finance