



海南大学经济管理系列丛书

高管过度自信与公司现金股利政策研究

GaoGuan GuoDu ZiXin Yu GongSi XianJin
GuLi ZhengCe YanJiu

胡秀群 著



经济科学出版社
Economic Science Press



海南大学经济管理系列丛书

教育部人文社会科学研究青年基金项目(批准号:11YJC630067)

中西部综合实力提升计划(海南大学)资助

高管过度自信与公司现金股利政策研究

GaoGuan GuoDu ZiXin Yu GongSi XianJin

GuLi ZhengCe YanJiu

胡秀群 著

定价

34.00元

高管

定价

34.00元



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

高管过度自信与公司现金股利政策研究 / 胡秀群著.

—北京: 经济科学出版社, 2014. 5

(海南大学经济管理系列丛书)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4471 - 0

I. ①高… II. ①胡… III. ①上市公司 - 股东 - 投资
行为 - 研究 - 中国②上市公司 - 利润 - 分配 (经济) - 研
究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 056457 号

责任编辑: 刘明峰
责任校对: 王苗苗
版式设计: 齐
责任印制: 王世伟



高管过度自信与公司现金股利政策研究

胡秀群 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxbs. tmall. com](http://jjkxbs.tmall.com)

北京盛源印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12.5 印张 180000 字

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4471 - 0 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

序

本书是教育部人文社会科学研究青年基金项目（批准号：11YJC630067）和中央财政支持中西部高校提升综合实力专项资金资助成果。近三年来，作者几乎将全部的时间和精力都花在了本项目的研究上，并在此期间发表了数篇较高水平的学术研究论文，使其研究水平有了质的飞跃。我作为她的博士生导师，应邀欣然作序，以示祝贺。

股利政策是现代财务理论中最经典的研究课题，也是财务学始终未能最终解答的三大“谜题”之一。近年来，随着人的心理和行为因素被引入财务学领域的研究中，新兴的行为公司财务思想逐渐影响股利政策的研究，为“股利之谜”的研究提供了新的研究视角。纵观传统的股利政策理论，无论是“无关论”，还是而后逐渐放宽MM定理假设而产生的“追随者效应”、“信号传递”和“委托代理”理论等，都是建立在理性人假设基础之上的，忽略了人的行为偏差对股利政策可能产生的影响。然而，在现实中，人类的认知却存在着这样或那样的瑕疵，表现为形形色色的非理性特征。行为公司财务抓住这一人性的现实“弱点”，以一种更加接近现实的姿态对公司财务决策展开研究，取得了令人瞩目的进展。然而，目前的相关研究成果主要集中在投资、融

资等财务决策方面，非理性决策者如何影响公司的股利决策方面，却鲜有涉及，有待进一步深入研究。

在诸多非理性特征中，过度自信是其最重要的表现之一，在人群中具有普遍性，在企业管理者中尤为明显。同时，由于在企业管理者中，最终对公司财务决策具有重要话语权和实际影响力的是位于管理层上层的公司高管。因此，本书选择高管过度自信这一视角来研究公司股利政策，对于我们认识和了解现实条件下的公司现金股利决策、谋求相关治理举措，更加具有现实意义。

具体来说，我认为这部专著具有如下几个方面的鲜明特征：

首先，研究视角新颖、独到。从学科属性来看，本书属于行为财务学范畴。近年来，随着行为公司财务研究的逐渐兴起，从管理者非理性心理行为的视角研究公司股利政策成为当前股利政策研究的前沿课题。管理者过度自信是管理者非理性心理行为的重要表现之一。管理者过度自信相关问题是近年来国际上兴起的一个有趣的研究主题。本专著抓住了国际上最新的研究热点，结合中国的特定市场环境进行深入研究，具有重大的研究价值。

其次，研究内容丰富、合理，富有创造性。本书以管理者群体为考察对象，对我国上市公司高管过度自信相关影响因素、其与公司现金股利政策的关系以及公司治理和融资约束等在其中的作用等进行了系统性检验，并在此基础上进一步对高管过度自信与公司股利波动性、公司异常派现、公司股利羊群行为等不同异常股利现象之间的关系进行系统性验证，揭示出高管过度自信是导致上市公司出现异常股利现象的一个重要原因。其研究内容之间具有极强的逻辑性，而且

几乎每个研究内容都有创新点和亮点。研究有助于从认知特征方面揭示导致上市公司异常股利现象的潜在原因,引导治理工作更多地关注决策者及其群体的非理性心理。

再次,研究结论富有启发性。作者通过细致的实证研究,得到了一些重要的研究结论。例如,研究发现,存在过度自信高管的上市公司现金股利支付的连续性较差;存在过度自信高管的上市公司倾向于异常低派现,异常高派现或正常派现则是上市公司高管的理性选择;存在过度自信高管的上市公司发生股利羊群行为的可能性较小,股利羊群行为是大多数上市公司,尤其是非国有控股上市公司高管的理性选择等等。这些结论极大地增进了我们对于高管过度自信心理特征的表现及其对公司财务决策的危害性的了解,这对企业来说具有重要的借鉴意义。

最后,本书在所得出的结论的基础上,结合相关理论分析,为上市公司异常股利现象的治理提供了一系列新的政策意见和建议,例如:公司的治理机制既要激励自信人才加入到公司管理团队,也要注重及时调整和干预高管心理,约束过度自信所导致的错误决策行为;公司应根据其股权类型情况对高管采取不同程度的股权激励措施;政府应拓宽融资渠道,尽量缓解企业,尤其是中小企业融资难的问题,从而创造一个良好的外部融资环境,弱化高管过度自信对公司股利分配决策的负面影响;应进一步完善上市公司信息披露制度,减少投资者与公司内部之间的信息不对称,增加市场透明度和有效性,降低股利羊群行为发生的可能性;公司还应构建管理者的学习机制,使得高管在实践过程中可以通过持续的理性学习过程来逐步消除过度自信的心理等。

总之,本书从高管非理性的视角入手,探讨上市公司高

管过度自信特征对公司现金股利政策及其异象的影响,进而谋求相关的治理措施,研究具有一定的深度和开拓性。不过,由于条件及时间的限制,仍然存在一些不足之处,如高管过度自信心理的度量手段仍然有待进一步商榷,研究中未考虑参考点偏好、后悔厌恶等其他非理性心理和行为因素可能对高管过度自信心理行为产生的交互影响等。这些还需要作者在今后的研究工作中进一步完善。希望本书的出版,成为她下一个阶段研究的起点。

胡国柳

2013年12月

前言

传统股利政策理论和经验研究已经发展了半个多世纪，新的谜题和异象不断出现，却始终没有一个理论能够完整解释股利政策中的这些谜题和异象。尤其在我国，由于特殊的经济制度和文化背景，使得“中国式股利之谜”更是成为学者们追逐的热点和难点问题。近年来，随着行为学、心理学的发展，学术界开始从决策者心理、行为的视角阐释股利分配中的一些异象，形成了基于行为范式的股利理论，大大推进了股利理论对现实的解释。然而，这些行为股利理论大多是仅从股利需求方——非理性的投资者通过影响理性的企业管理者进而间接影响公司股利政策制定的角度进行探讨，却忽视了管理者自身心理和行为偏差对其自身财务决策的直接影响，而高管过度自信则是这种心理和行为偏差中最稳定的表现之一。因此，有必要从高管过度自信的心理和行为偏差视角探究我国上市公司现金股利政策及其异象问题。

具体而言，本书试图回答如下几个问题：

- (1) 高管过度自信如何影响公司现金股利政策？
- (2) 不同的公司内部治理机制如何影响高管过度自信进而影响我国上市公司现金股利政策的制定？
- (3) 不同的外源融资约束对高管过度自信与现金股利

支付之间的关系有无显著影响?

(4) 高管过度自信是否对公司现金股利的稳定性和连续性产生影响?

(5) 高管过度自信是否对公司现金股利的异常派现行为产生影响?

(6) 我国上市公司现金股利所表现出的羊群行为与高管的过度自信心理行为有怎样的关系? 它们是如何相互作用的?

为了回答上述问题, 本书遵循了如下研究思路: 第一, 在对股利理论进行文献回顾和梳理总结的基础上, 对我国股利政策现状进行考察分析, 为从高管过度自信的视角来解释股利政策及其异象问题提供理论依据; 第二, 对高管过度自信度量指标进行科学选择, 为后续的研究奠定量化基础; 第三, 实证分析高管过度自信对现金股利政策的影响机理, 并分别从公司治理及融资约束的视角考察公司治理机制的完善和融资环境的改善对高管过度自信与公司现金股利政策关系的调节作用; 第四, 分别对高管过度自信与现金股利波动性、高管过度自信与异常派现、高管过度自信与股利羊群行为之间的关系展开研究; 第五, 在以上研究的基础上, 结合理论和中国实际, 提出缓解我国现金股利政策异象的对策和建议, 并指出未来的一些研究方向。

本书主要包括三大部分:

第一章至第四章是本书的基础部分。其中第一章是导论, 包括本书研究问题的提出、研究目标、研究意义、研究思路、内容安排、研究方法、研究贡献与创新等方面。第二章是理论与文献基础, 重点对传统股利政策理论和行为股利政策理论进行回顾和评价, 指出它们相应的缺陷, 提出本书

的研究角度。第三章主要通过描述性统计方法对我国上市公司现金股利政策异象问题进行分析,为后续的实证研究提供现实依据。第四章为高管及高管过度自信相关内涵的界定、高管过度自信度量指标及替代指标的确定,这为后续的实证研究奠定了量化基础。

第五章至第九章是本书主体部分,用实证方法研究了高管过度自信与现金股利政策的关系。根据本书的思路,这一部分又被分成两个部分:其一是第五章至第六章,这两章分别从公司治理和融资约束的视角研究了公司治理机制和融资环境对高管过度自信与公司现金股利政策关系的调节作用。其二是第七章至第九章,这三章分别探讨了高管过度自信与我国上市公司现金股利的波动性、异常派现和股利羊群行为三种异常股利现象之间的关系。

第十章是本书的结论部分,对前面的研究结论进行了系统总结,并分别从企业、政府及高管自身三个方面提出了一些政策建议,指出了未来的一些研究方向。

本书的主要研究结论认为:

我国上市公司高管的过度自信心理行为成为影响我国上市公司现金股利政策异象的重要因素。这一影响主要表现为:存在过度自信高管的上市公司更倾向于不发放现金股利或尽可能少发放现金股利,而且在是否发放股利的决策上有较大的随意性;存在过度自信高管的上市公司更倾向于异常低派现,而异常高派现和正常派现则主要发生在存在适度理性高管的上市公司;我国上市公司在每股现金股利的支付上存在显著的羊群行为,但存在过度自信高管的上市公司发生羊群行为的可能性则较小,股利羊群行为,尤其是非国有上市公司的股利羊群行为是上市公司高管的理性选择。上市公

司股权结构、董事会规模等内部治理机制的完善和公司外部融资环境的改善能够有效调节高管过度自信心理行为偏差与公司现金股利政策异象的关系。

本书的研究意义在于：

从理论意义上讲，首先，本书从高管过度自信的视角探讨公司股利政策及其异象问题，有助于丰富和拓展行为股利理论。其次，本书在充分调研的基础上，借鉴心理学、行为学、管理学的研究方法所设计的高管过度自信度量指标，可以为行为财务学更为科学合理地研究设计管理者非理性度量指标提供思路。

从实践意义上来说，首先，本书的研究结论有助于解释西方传统股利理论所无法解释的我国上市公司现金股利政策异象问题。其次，本书的研究结论还有助于促进政府部门在制定经济政策时考虑上市公司高管过度自信的心理和行为因素，通过创造一个公平、公正、公开的市场环境和政策环境来对这些因素进行因势利导，进而引导上市公司合理配置资源，促进整个资本市场的持续健康发展。

胡秀群

2013年12月

目

录

第一章 导 论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究目标与研究意义	3
一、研究目标	3
二、研究意义	4
第三节 研究思路与内容安排	6
一、研究思路	6
二、研究内容	6
第四节 研究方法	9
第五节 研究贡献与创新	11
第二章 理论与文献基础	13
第一节 高管过度自信研究	13
一、高管过度自信的心理学区证据	13
二、高管更容易产生过度自信心理偏好的原因	14
第二节 传统股利政策理论	16
一、国外学者关于现金股利的代理理论解释	17
二、国内学者关于现金股利的代理理论解释	18
三、文献述评	20
第三节 行为股利政策理论	21
一、关于公司为何支付股利的解释	22

二、关于投资者为何偏好股利的解释	27
三、文献述评	28
第四节 基于高管过度自信的行为股利政策	29
第三章 我国上市公司现金股利政策异象分析	31
第一节 普遍不分配现象得到缓解,但派现水平偏低	32
第二节 异常派现现象普遍存在,且较为严重	33
第三节 存在普遍“群聚”现象	35
第四节 现金股利支付率有所降低	36
第五节 现金股利的连续性不强	37
第六节 现金股利的行业特征渐趋明显	38
第四章 高管过度自信度量及其影响因素分析	41
第一节 高管及高管过度自信	41
一、高管的界定	41
二、高管过度自信的内涵	42
第二节 目前度量管理者过度自信的指标及其评述	42
一、度量管理者过度自信的替代指标	42
二、对管理者过度自信替代指标的研究评述	45
第三节 高管过度自信替代指标的选择及研究样本的确定	46
一、高管过度自信替代指标的选择	46
二、基于盈余预告的高管过度自信替代指标的衡量	47
三、研究样本的确定	48
第四节 高管过度自信影响因素分析	49
一、个体特征与自信心理	49
二、公司治理与自信心理	51
三、公司特征与自信心理	52
第五节 高管过度自信影响因素的实证检验	52
一、变量定义与描述性统计	52
二、高管过度自信影响因素的实证检验	55

第六节 本章小结	60
第五章 高管过度自信与现金股利政策:	
基于公司治理的视角	61
第一节 问题的提出	61
第二节 理论分析与研究假说	62
一、高管过度自信与现金股利	62
二、公司治理对过度自信管理当局现金股利	
政策的调节	63
第三节 实证研究设计	66
一、样本和数据	66
二、变量选取	66
三、模型构建和研究方法的选择	68
四、描述性统计	69
五、相关性分析	71
第四节 实证结果及其分析	73
一、比较分析	73
二、回归结果与分析	74
三、稳健性检验	80
第五节 本章小结	86
第六章 高管过度自信与现金股利政策:	
基于融资约束的视角	88
第一节 问题提出	88
第二节 文献回顾及研究假设	89
第三节 研究设计	90
一、样本选择	90
二、变量界定	90
三、回归模型与方法	92
第四节 实证结果及分析	93

一、描述性统计	93
二、回归结果分析	95
三、稳健性检验	98
第五节 本章小结	102
第七章 高管过度自信与现金股利波动性	103
第一节 问题的提出	103
第二节 理论分析与研究假设	104
第三节 研究设计	105
一、样本选择	105
二、变量界定	105
三、回归模型与方法	107
第四节 股利波动性的描述性统计及比较分析	107
一、变量的描述性统计	107
二、比较分析	108
第五节 实证结果	109
一、相关性分析	109
二、回归分析	111
三、稳健性检验	114
第六节 本章小结	116
第八章 高管过度自信与异常派现	117
第一节 问题的提出	117
第二节 理论分析与研究假设	118
第三节 样本选择与变量界定	120
一、样本选择	120
二、变量界定	120
三、回归模型与方法	122
第四节 描述性统计及比较分析	122
一、主要变量的描述性统计	122

二、多重比较分析·····	123
第五节 实证结果及其分析·····	126
一、高管过度自信与公司异常派现·····	126
二、公司治理对过度自信高管异常派现行为的调节·····	129
三、稳健性检验·····	133
第六节 本章小结·····	137
第九章 高管过度自信与股利羊群行为 ·····	138
第一节 问题的提出·····	138
第二节 理论分析和研究假设·····	140
一、管理者羊群行为与现金股利·····	140
二、高管过度自信、过度悲观与股利羊群行为·····	141
三、上市公司不同产权性质下的高管过度自信与 股利羊群行为·····	144
第三节 研究设计·····	145
一、变量选择与测量·····	145
二、回归模型与方法·····	148
三、数据来源·····	149
第四节 描述性统计和比较分析·····	149
一、股利羊群行为存在性的描述性统计·····	149
二、高管过度自信与股利羊群行为主要变量的 描述性统计·····	150
三、高管不同心理行为下的股利羊群行为比较分析·····	151
第五节 回归结果及其分析·····	152
一、股利羊群行为的存在性检验·····	152
二、高管过度自信与股利羊群行为的检验·····	154
三、不同产权性质下高管过度自信对股利 羊群行为的影响·····	155
四、稳健性检验·····	157
第六节 本章小结·····	160

第十章 研究结论与启示	162
第一节 研究结论	162
第二节 几点启示	166
第三节 本研究的局限性与未来研究方向	168
参考文献	170
后 记	183