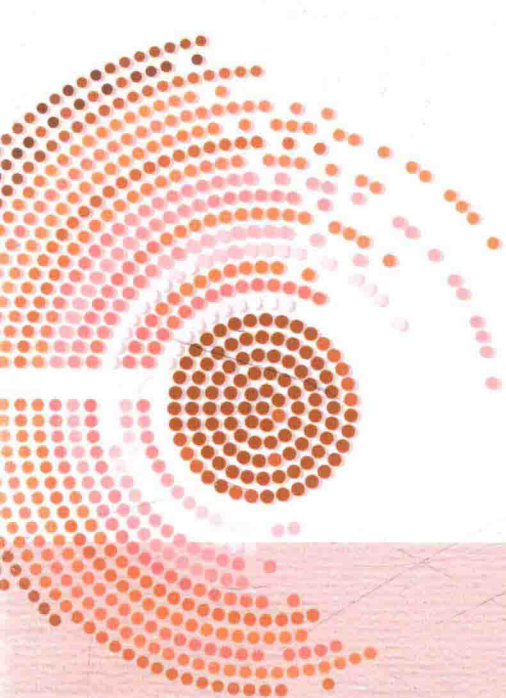




Managerial Overconfidence
and Corporate Capital Structure Dynamic Adjustment

管理者过度自信 与企业资本结构动态调整

林慧婷 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

管理者过度自信与企业 资本结构动态调整

林慧婷 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

管理者过度自信与企业资本结构动态调整/林慧婷著.

—北京: 经济科学出版社, 2018. 3

ISBN 978-7-5141-9058-8

I. ①管… II. ①林… III. ①企业管理-资本结构-企业结构调整-研究 IV. ①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 035742 号

责任编辑: 谭志军

责任校对: 隗立娜

责任印制: 王世伟

管理者过度自信与企业资本结构动态调整

林慧婷 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: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

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)

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 6 印张 180000 字

2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-9058-8 定价: 25.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

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

前 言

资本结构一直是公司财务研究领域中的一大难题。近些年来，由于静态权衡理论的发展受到了众多理论的挑战，权衡理论的支持者们进一步发展了动态权衡理论，为企业时间序列上的资本结构特征提供了新的解释。该理论认为，企业存在最优的资本结构，在最优水平下企业可以实现价值最大化。企业向目标水平进行调整的速度和方式取决于对资本结构调整成本与调整收益的权衡。现有研究从宏观经济环境、制度背景、行业特征、企业特征等多种视角研究了影响企业资本结构调整成本与调整收益的重要因素，极大地丰富了该领域的研究。但已有研究都建立在管理者理性的研究假设之上，而对于管理者非理性认知对企业资本结构动态调整影响的研究十分匮乏。在行为金融学的相关研究中，管理者的非理性特征受到了广泛关注。其中，管理者由于多年身居高位和成功经历导致的过度自信在企业决策中的影响十分突出。管理者是企业决策的制定者和引导者，他们自身的个人特征会体现在企业的决策中，而管理者过度自信的心理特征也不例外。那么，管理者过度自信的非理性特征是否会对企业的资本结构动态调整产生影响？如果存在，二者的内在作用机理如何？最后，针对管理者非理性特征在企业决策中的不良影响，又如何寻求缓解之策？

带着对上述问题的思考，笔者展开了本课题的研究。本书的前

半部分主要是在资本结构动态调整理论的框架下，分析过度自信的心理特征如何影响管理者对资本结构调整收益和成本的权衡，并分别从调整速度和调整方式两个方面检验影响后果和影响过程。通过对资本结构和行为金融学等领域相关文献的梳理和回顾，笔者发现过度自信的管理者往往会高估企业未来收益和价值，认为外部融资成本过高，同时还低估了企业可能会面临的破产风险。这就造成了他们对企业资本结构调整成本与调整收益的错误估计，容易做出次优的资本结构动态决策，导致企业价值损失。因此，管理者过度自信不仅能够影响企业的资本结构动态调整，而且产生了负向的经济后果。书中对此进行了实证检验，从而解答了管理者过度自信怎么影响以及如何影响资本结构动态调整的问题。

本书的后半部分则主要寻求缓解管理者过度自信对企业决策不良影响的解决机制，并为此提供经验证据。从企业自身出发，既然过度自信的管理者可能会造成资本结构决策的失误，那么在公司内部则应加强董事会对管理者的监督和约束，限制管理者权力的大小，从而削减他们对资本结构决策的不良影响。一方面，限制管理者权力可以降低过度自信管理者对企业决策的绝对影响力，另一方面也能避免管理者因位居高位而滋生控制幻觉，这为缓解过度自信管理者对资本结构动态决策的不良影响提供了可行的内部解决机制。此外，外部环境也是影响个人决策的重要因素。如果市场环境能够对管理者的决策有及时的反馈，过度自信的管理者就可以在此过程中有所学习，进而修正个人的错误认知。产品市场竞争为企业提供了这样的环境，管理者的决策会及时反馈到企业的市场份额和业绩中，为管理者提供信息反馈。同时，产品市场竞争还为企业间提供了业绩可比的平台，减少了信息中的噪音，提高了反馈信息的准确性。再者，产品市场竞争有利于企业建立基于相对业绩评价的管理者薪酬体系，让反馈信息直接与管理者个人利益挂钩，保证了

信号传递的强度,使管理者修正个人认知偏差成为可能。因此,本书进一步从产品市场竞争的视角提供了缓解管理者过度自信的外部解决方案。

本书涉及的三个问题之间存在紧密的内在联系。在资本结构动态权衡理论的分析框架之下,本书研究了过度自信管理者对企业资本结构动态决策的作用效果和影响机理。在此基础上,又分别从企业自身和外部经营环境两个方面寻求了降低过度自信管理者对资本结构动态决策负向影响的解决机制。前者是从限制管理者权力、加强对过度自信管理者监督和管束的角度出发,降低个人偏好对企业决策的不良影响;后者则侧重于从完善市场竞争机制,及时提供市场信息反馈的视角,寻求修正管理者认知偏差,进而改善资本结构决策的方法。由此可以看出,它们之间并不是相互割裂、互不相关的独立个体,而是具有层层递进的统一逻辑。

本书的主要研究结论有如下几点:首先,管理者过度自信显著降低了企业的资本结构调整速度,这种影响在低于目标资本结构组和高于目标资本结构组时均成立。进一步对管理者过度自信在选择调整方式上的偏好进行检验发现,过度自信的管理者更倾向于采用内部资金实现调整的方式,而不愿意采用外部融资方式。具体表现为,在低于目标资本结构组时更愿意采用负权益融资的方式调整,而在高于目标资本结构组时则更愿意采用偿还有息负债的方式实现调整。其次,对管理者权力的限制可以缓解管理者过度自信对资本结构调整速度的负向影响,但只在高于目标资本结构时发挥作用,而在低于目标资本结构时不显著。具体而言,在管理者权力型企业,过度自信管理者所在企业的资本结构向下调整速度更慢,并且管理者权力越大,作用越强;相反,在非管理者权力型企业,过度自信管理者所在企业的资本结构向下调整速度更快,并且管理者权力越小,速度越快。在资本结构调整方式上,对管理者权力的限制

则增加了过度自信管理者所在企业通过偿还有息负债实现向下调整的概率,从而揭示了管理者权力越小,过度自信管理者所在企业调整速度越快的作用路径。最后,产品市场竞争的增强有利于缓解管理者过度自信对调整速度的负向影响,但仅在高于目标资本结构时发挥作用,而在低于目标资本结构时的作用不明显。这可能是因为只有在高于目标资本结构下,产品市场竞争对管理者传递的信号压力较大时,才足以修正管理者过度自信的认知偏差。此外,在调整方式上则发现,产品市场竞争对过度自信管理者所在企业调整速度的提高,主要依赖于通过负权益融资和偿还有息负债两种方式增加管理者过度自信。

本书的创新点主要包含以下几点:

第一,突破管理者理性的假设前提,结合行为金融理论,首次从管理者过度自信的视角研究了管理者非理性心理对企业资本结构动态决策的影响,从而拓宽了资本结构动态调整的研究视角。同时,也从资本结构动态调整方面丰富了管理者过度自信对企业财务决策的影响研究。

第二,将管理层权力理论引入对管理者过度自信与资本结构动态决策的研究中,强调了限制管理者权力有利于减少过度自信管理者对企业决策产生不良影响的关键作用,为企业从公司内部寻求克服管理者过度自信提供了可行的解决机制。

第三,将产业组织理论的内容纳入管理者过度自信与资本结构动态调整的统一分析框架中,强调产品市场竞争在管理者过度自信纠偏中的重要作用,为管理者个人及时纠正主观认知偏差,完善公司资本结构动态决策提供了有利的外部引导条件。

由于笔者才疏学浅,难免有不当之处,诚盼读者批评指正。

目

录

第 1 章	导论	1
1.1	研究背景与研究意义	1
1.2	研究思路	6
1.3	结构安排	9
1.4	主要创新	10
第 2 章	文献综述	12
2.1	管理者过度自信与企业财务决策	12
2.1.1	管理者过度自信与企业融资	14
2.1.2	管理者过度自信与企业投资	19
2.1.3	管理者过度自信与股利分配	21
2.2	资本结构动态调整	22
2.2.1	动态调整理论的发展	22
2.2.2	资本结构动态调整速度	26
2.2.3	资本结构动态调整的影响因素	29
2.3	文献评述	32

第 3 章	管理者过度自信与资本结构动态调整	35
3.1	问题的提出	35
3.2	理论分析与研究假设	38
3.3	研究设计	41
3.3.1	实证模型与变量	41
3.3.2	数据、样本和描述性统计	44
3.4	实证结果分析	48
3.4.1	管理者过度自信与资本结构调整速度	49
3.4.2	管理者过度自信与资本结构调整方式	54
3.5	稳健性检验	59
3.5.1	管理者过度自信与资本结构调整速度	59
3.5.2	管理者过度自信与资本结构调整方式	64
3.6	本章结论	75
第 4 章	管理者权力、管理者过度自信与资本结构 动态调整	76
4.1	问题的提出	76
4.2	研究设计与描述性统计	81
4.2.1	研究设计	81
4.2.2	描述性统计	85
4.3	实证结果分析	88
4.3.1	管理者权力、管理者过度自信与资本结构 动态调整	88
4.3.2	管理者权力、管理者过度自信与调整方式	91
4.4	稳健性检验	96
4.4.1	内生性问题	96
4.4.2	其他稳健性检验	100

4.5 本章结论	113
----------------	-----

第 5 章 产品市场竞争、管理者过度自信与资本结构

动态调整	115
5.1 问题的提出	115
5.2 研究设计与描述性统计	119
5.2.1 研究设计	119
5.2.2 描述性统计	124
5.3 实证结果分析	130
5.3.1 产品市场竞争、管理者过度自信与资本结构 调整速度	130
5.3.2 产品市场竞争、管理者过度自信与调整 方式	133
5.4 稳健性检验	140
5.4.1 重新定义产品市场竞争, 对价格成本边际指标 进行行业调整	140
5.4.2 寻求其他衡量市场竞争差异的指标	143
5.4.3 重新设定模型	146
5.5 本章结论	148

第 6 章 研究结论与启示

6.1 主要研究结论	150
6.2 研究启示	153
6.3 研究的局限性	157

参考文献	159
------------	-----

致谢	175
----------	-----

图 表 目 录

图 1-1	研究思路	8
图 1-2	研究结构	10
表 3-1	描述性统计	47
表 3-2	目标资本结构统计	49
表 3-3	基准调整速度	51
表 3-4	主动调整速度	52
表 3-5	管理者过度自信与主动调整速度	53
表 3-6	管理者过度自信与资本结构调整方式	55
表 3-7	管理者过度自信 (SUMOVER) 与调整速度	60
表 3-8	管理者过度自信 (HSALARY) 与调整速度	61
表 3-9	控制管理者的其他特征——调整速度	62
表 3-10	管理者过度自信 (SUMOVER) 与调整方式	65
表 3-11	管理者过度自信 (HSALARY) 与调整方式	68
表 3-12	控制管理者其他特征——调整方式	69
表 3-13	管理者过度自信与调整方式的 Logit 回归	73
表 4-1	描述性统计	86
表 4-2	管理者权力、管理者过度自信与调整速度	88
表 4-3	管理者权力、管理者过度自信与调整方式	92
表 4-4	CEO 变更前后管理者过度自信与调整速度	97

表 4-5	CEO 变更前后管理者权力、管理者过度自信与调整速度·····	100
表 4-6	重新定义的管理者权力、管理者过度自信与调整速度·····	101
表 4-7	重新定义的管理者权力、管理者过度自信与调整方式·····	102
表 4-8	管理者权力综合指标、管理者过度自信与调整速度·····	104
表 4-9	管理者权力综合指标、管理者过度自信与调整方式·····	105
表 4-10	控制企业性质——调整速度 ·····	108
表 4-11	控制企业性质——调整方式 ·····	109
表 4-12	管理者权力、管理者过度自信与调整方式的 Logit 回归 ·····	111
表 5-1	描述性统计·····	125
表 5-2	高竞争组与低竞争组均值检验·····	129
表 5-3	产品市场竞争、管理者过度自信与调整速度·····	131
表 5-4	产品市场竞争、管理者过度自信与调整方式·····	133
表 5-5	EPCM、管理者过度自信与调整速度 ·····	140
表 5-6	EPCM、管理者过度自信与调整方式 ·····	141
表 5-7	HHI、管理者过度自信与调整速度 ·····	143
表 5-8	HHI、管理者过度自信与调整方式 ·····	145
表 5-9	产品市场竞争、管理者过度自信与调整方式的 Logit 回归 ·····	147

第 1 章

导 论

1.1 研究背景与研究意义

资本结构一直是现代公司金融研究中备受争论的话题。自从 MM 理论问世以来，大量研究围绕现实中最优资本结构是否存在等问题展开了激烈的争论。近年来“动态权衡理论 (the dynamic trade-off theory)”为资本结构横截面和时间序列的特征提供了新的解释视角。该理论认为企业会趋向目标资本结构，而调整速度的快慢取决于调整成本 (Leary and Roberts, 2005)。已有的实证文献也检验到企业确实存在长期的最优资本结构，并且每年以高于 20% 的速度向最优资本结构调整 (Fama and French, 2002; Flannery and Rangan, 2006; Lemmon, Roberts and Zender, 2008)。此外，动态权衡理论对已有的融资优序理论和市场择时理论进行了反驳，认为它们只是企业根据当前调整成本的大小做出的选择，对资本结构产生的影响只是暂时的 (Flannery and Rangan, 2006)。企业资本结构动态调整得到了越来越多学者们的关注。

然而，以往对资本结构决策的研究都建立在经理人理性的前提

假设上，他们对企业未来的情况具有理性的预期，所有决策都是为了实现个人利益方程最大化。大量心理学实验对这一假设提出了质疑，现实中人们并不总是按照理性人的行为方式决策。其中，心理学实验发现人们普遍倾向于过度自信，大部分人相信自己优于平均水平，尤其是在管理者身上的表现更为突出（Debondt and Thaler, 1996）。管理者是企业行为的重要决策人，他们的行为特征和心理偏差会体现到企业的决策中（Bertrand and Schoar, 2003）。已有文献关注到管理者过度自信对企业投资、负债水平、股利支付以及企业价值等方面的影响，但对资本结构动态调整的问题尚未涉及。管理者过度自信主要体现为过于相信个人能力和私有信息的准确性，高估企业未来收益，低估未来风险。因此，过度自信的管理者在对资本结构的调整收益和成本的认识上存在偏差，从而影响了资本结构调整速度。此外，过度自信的管理者更偏向于内源融资，认为外部市场对企业价值的低估抬高了融资成本。这种融资偏好会进而影响对调整方式的选择。

既然过度自信的管理者可能会造成资本结构决策的失误，那么就企业自身而言，一定要在内部治理中加强对过度自信管理者的监督和约束，减少他们对资本结构决策的不良影响。管理者权力代表的是管理者在企业决策中执行个人意愿的能力。管理者拥有的权力越高，个人偏好在决策中的体现越多，对企业的影响越大。因此，如果能在权力上制衡过度自信的管理者，限制他们在资本结构决策上所拥有的话语权，就能削弱过度自信管理者个人主观认知偏差带来的负向影响，从而优化企业的资本结构决策。再者，对管理者权力的限制还有利于防止管理者产生控制幻觉，降低产生过度自信心理倾向的可能。这为企业从自身出发降低过度自信管理者负向影响提供了可行的解决机制。

此外，外部环境也是影响个人决策的重要因素。如果市场环境

能够对管理者决策有及时的反馈,过度自信的管理者可以在此过程中有所学习,从而修正个人的错误认知。产品市场竞争就是提供了这样的环境,管理者的决策会及时地反馈到企业的市场份额和业绩中,为管理者提供信息反馈。同时,产品市场竞争还为企业间提供了业绩可比的平台,减少了信息中的噪音,保证反馈信息清晰、准确。再者,产品市场竞争有利于企业建立起随相对业绩评价变动的管理者薪酬体系,让反馈信息直接与管理者个人利益挂钩,保证了信号传递的强度,使管理者修正个人认知偏差成为可能。可见,产品市场竞争为本书寻求缓解管理者过度自信提供了外部治理方案。

现有研究中虽有管理者过度自信影响企业投融资的相关研究,但管理者过度自信对资本结构动态决策的影响却尚未被关注,此外如何缓解管理者过度自信对企业决策的不良影响在已有研究中也鲜有涉及。基于以上的分析,本书将尝试研究以下三个问题:

首先,既然过度自信的管理者无法正确认识资本结构的调整成本与调整收益,那么他会如何作用于企业的资本结构动态决策,作用机理是什么?

其次,为了缓解过度自信的管理者对资本结构动态决策的不良影响,是否可以从管理者权力的视角寻求解决机制,对管理者权力的制衡是否可以优化过度自信的管理者所做的资本结构动态决策?

最后,产品市场竞争是否可以向管理者传递市场信号,改善管理者过度自信的认知偏差,从而及时完善资本结构动态决策,降低过度自信管理者的不良影响?

本书考察过度自信的管理者对资本结构动态决策的影响,主要分别从调整速度和调整方式两个角度出发进行检验。调整速度主要关注的是企业进行资本结构动态调整的效果,而调整方式则主要揭露了调整过程中的作用路径,因此可以全面地反映企业进行资本结构调整的动态全过程。此外,在进一步寻求缓解管理者过度自信的

解决机制时，本书不仅关注了管理者权力和产品市场竞争对过度自信管理者所在公司调整速度的改变，而且也再次检验了它们对过度自信管理者在选择调整方式过程中的影响，进而揭示了它们对过度自信管理者所做资本结构决策的内在影响机理。

本书研究的三个问题不仅存在着紧密的内在联系，而且存在着递进关系。在资本结构动态权衡理论的分析框架之下，本书研究了过度自信管理者对企业资本结构动态决策的作用效果和影响机理，在此基础上又分别从企业的内部治理和外部经营环境两个方面寻求了降低过度自信管理者对资本结构动态决策负向影响的解决机制。前者是从加强对过度自信管理者的监督和管束，从而降低个人偏好对企业决策不良影响的角度出发，后者则侧重于及时修正管理者认知偏差的视角，通过完善市场竞争机制，加快信息反馈的途径改善资本结构决策。由此可以看出，本书的三个问题之间并不是相互割裂、互不相关的独立个体，而是具有层层递进的统一逻辑关系。

本书的理论意义和现实意义在于：

（1）理论意义。

首先，从管理者心理特征的角度拓宽了资本结构动态调整的研究视角，丰富和发展了资本结构理论。以往对资本结构动态调整的研究都暗含了管理者理性的假设，而现实中管理者的非理性是普遍存在且不容忽略的。本书从心理学实验中人类最稳定的心理发现——过度自信入手，结合资本结构动态调整理论的经典分析框架，为管理者的非理性认知对资本结构动态调整的影响提供实证依据，从而弥补了已有文献对经理人非理性认知偏差的忽视，为动态权衡理论的发展提供了有益的补充。同时，将管理者过度自信引入资本结构动态调整行为的研究中来，无疑也扩展了心理学在公司财务研究中的应用，有利于行为金融理论的发展。

其次，从管理者权力的角度，对如何缓解管理者过度自信不良

影响的问题进行了初步探索。这为降低管理者过度自信的负面作用提供了有效的内部解决机制,进而丰富了管理层权力与行为金融学方面的研究。同时,以往文献主要关注限制管理层权力对于缓解代理问题的作用,而本书则提供了对管理层权力的约束在弱化管理者过度自信对资本结构决策负向影响方面的经验证据,因而本研究为全面认识管理层权力的影响提供了有益的补充。

最后,从产品市场竞争的视角寻求了如何克服管理者过度自信的外部诱导机制。本书的研究探讨了在不同外部市场竞争环境下,管理者过度自信对资本结构动态调整的作用效果,从而丰富了行为金融领域的相关文献。同时,产品市场竞争作为一种外部治理机制能够有效降低代理成本的作用已经得到了一致认可,而本书的研究则发现产品市场竞争机制还有利于降低管理者的行为成本,对管理者过度自信的心理偏差存在一定的修正作用。因此,本书的研究同样也丰富了产品市场竞争领域的相关文献。

(2) 现实意义。

首先,有利于投资者关注管理者的非理性行为,对他们更好地理解企业的资本结构决策具有较强的启示意义。心理认知偏差会使企业趋向目标资本结构的决策偏离最优,投资者如何正确理解企业的再融资、股利分配等行为,需要考虑管理者的心理特征。本书对管理者过度自信与资本结构动态调整作用机理的分析可以为投资者理解管理者非理性心理对企业决策的影响提供一定的启示和参考,从而减少噪音交易,提高资本市场效率。

其次,有助于企业降低管理者过度自信带来的消极影响,进一步优化资本结构决策,实现企业价值的提升。过度自信的管理者对调整收益和调整成本的认知偏差会对资本结构决策产生不良影响,进而影响企业价值。这种影响在实践中往往被忽略,而书中的研究将会提高企业对管理者非理性特征的关注。同时,结合管理者权力