



东北财经大学
Dongbei University of Finance & Economics

金融学文库

管理者过度自信 与公司金融决策

Managerial Overconfidence and
Corporate Financial Decision-making



曲春青 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press





东北财经大学
Dongbei University of Finance & Economics

金融学文库

管理者过度自信 与公司金融决策

Managerial Overconfidence and
Corporate Financial Decision-making



曲春青 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 曲春青 2011

图书在版编目 (CIP) 数据

管理者过度自信与公司金融决策 / 曲春青著. —大连: 东北财经大学出版社, 2011. 11

(东北财经大学金融学文库)

ISBN 978-7-5654-0575-4

I. 管… II. 曲… III. 上市公司-金融决策-研究-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 205053 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连美跃彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm 字数: 138 千字 印张: 5 3/4

印数: 1—1 000 册

2011 年 11 月第 1 版

2011 年 11 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 彬 车 锐 周 慧

责任校对: 刘 洋

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0575-4

定价: 20.00 元

前 言

现代公司金融理论起始于 1958 年 Modigliani 和 Miller 提出的著名的 MM 定理, 该理论已经成为现代公司金融研究的出发点。MM 定理的成立完全依赖于有效市场、投资者理性与完全套利等假设前提, 但是现实情况并非如此完美。因此, 半个多世纪以来, 大量学者围绕着放松 MM 定理的种种严格假定对公司金融理论的各个方面进行相关研究, 发展形成了考虑公司税的 MM 理论、权衡理论、融资偏好理论、代理理论、非对称信息理论等著名的理论流派。20 世纪 80 年代后, 随着行为金融理论的兴起, 学者们认识到管理者和投资者的非理性可能对公司决策和资产定价产生影响。心理学研究成果被应用到公司金融研究领域中, 逐步形成了行为公司金融理论。行为公司金融理论放松了理性经济人的假定, 使之更贴近资本市场和企业的现实情况, 以一种全新的角度和方法来研究有关公司融资、投资、股利分配和兼并收购等金融决策问题, 并较为成功地解释了一些经典公司金融研究中的所谓“异象”。行为公司金融理论的产生和发展, 引起了学者们的广泛关注, 逐渐成为西方金融学术界的一个研究热点。然而, 在中国特殊的制度背景下, 行为公司金融理论是否能够成功解释中国上市公司的金融决策问题, 还有待于进一步的深入研究, 尤其是以过度自信为代表的管理者心理行为偏差对公司金融决策影响的相关研究目前还较为缺乏。因此, 本书试图研究以下问题: 中国上市公司管理者是否存在过度自信的心理行为偏差, 管理者过度自信是否以及如何影响中国上市公司的金融决策。

本书在行为公司金融理论的基本框架下, 在理论分析的基础

上,利用2001—2006年中国上市公司的数据,实证检验了管理者过度自信对我国上市公司的投资行为、融资行为和股利政策等公司金融决策问题的影响,得出了一些重要相关结论,并给出了具体的对策建议。全书共分7章,具体内容如下:

第1章是绪论。本章对全书进行了概括性介绍,首先阐述了本书的研究背景、研究选题与研究意义,然后介绍了本书的研究内容、技术路线与研究方法,最后简要评述了本书研究的创新、不足及对下一步研究的展望。

第2章是对管理者过度自信与公司金融决策问题之间关系的理论分析和相关文献述评。首先,本章介绍了管理者过度自信的定义及表现,并探讨了管理者过度自信的形成原因。其次,本章结合Baker、Ruback和Wurgler(2004)提出的管理者过度自信理论模型,对管理者过度自信影响公司金融决策的原理进行了简要分析,为本书的实证研究提供了一个基本的理论框架。接下来,本章对已有的管理者过度自信对公司金融决策影响的相关文献进行了简单述评。本章根据研究内容将相关文献归纳为四个方面,即管理者过度自信对公司并购行为的影响、管理者过度自信对公司投资行为的影响、管理者过度自信对公司融资行为的影响和管理者过度自信对公司股利政策的影响,并对相关文献的研究成果和不足进行了简单评析。本章为本书后面研究假设的提出以及实证检验的进行奠定了坚实的理论基础。

第3章是基于并购频数的管理者过度自信衡量指标设计。本章首先评析了目前国内外学者主要采用的管理者过度自信衡量指标。然后论证了以并购频数衡量管理者过度自信的合理性。最后借鉴Doukas和Petmezas(2007)的研究思路,结合中国上市公司并购的实际情况设计了基于并购频数的管理者过度自信衡量指标,提出使用3年内进行3次及3次以上并购作为衡量管理者过度自信的指

标, 并对该指标的合理性进行了进一步检验, 进而为接下来几章的实证研究确定管理者过度自信的替代变量。同时为从管理者过度自信视角对上市公司金融决策行为的相关研究提供了可资借鉴的分析工具。

第4章实证检验了管理者过度自信对公司投资行为的影响。本章在第3章研究的基础上, 利用第3章提出的管理者过度自信衡量指标, 运用回归分析检验了管理者过度自信对公司投资支出规模和过度投资水平的影响, 以及过度自信管理者投资对现金流的敏感性。结果表明, 管理者过度自信与公司的投资规模和公司的过度投资水平都呈显著的正相关关系。这说明过度自信管理者在投资决策过程中过分高估自己的决策能力和判断能力, 常常高估投资项目的收益或低估风险, 而更愿意从事投资活动, 从而盲目地扩大了相对投资规模, 导致过度投资行为的发生。本章还发现, 过度自信管理者投资的现金流敏感性体现在对筹资活动产生的现金流的敏感, 而不是对自由现金流敏感。这从另一个角度解释了中国上市公司遭到“资金使用效率低下、重筹资轻使用”诟病的原因。

第5章实证检验了管理者过度自信对公司融资行为的影响。本章继续采用第3章提出的管理者过度自信衡量指标, 运用回归分析检验了管理者过度自信对公司资本结构、债务期限结构选择的影响。结果表明, 管理者过度自信与公司的资产负债率和短期负债比率呈显著的正相关关系。这说明过度自信管理者对公司未来收益的高估和对未来风险的低估, 导致他们倾向于低估公司陷入财务困境的可能性, 而选择激进的负债策略, 即进行较多的债务融资, 而且债务期限结构比理性管理者的债务期限结构更短。

第6章实证检验了管理者过度自信对公司股利政策的影响。本章仍旧采用第3章提出的管理者过度自信衡量指标, 运用回归分析检验了管理者过度自信对公司现金股利分配水平的影响。结果显

示,管理者过度自信与公司现金股利分配水平呈显著的负相关关系,也就是说管理者过度自信程度的增加会显著降低公司的现金股利分配水平。过度自信管理者由于高估投资项目的收益和低估风险,而更愿意从事投资活动,具有过度投资倾向,同时偏好于内部融资而非外部融资,因此往往会降低股利支付从而增强内部融资来满足其过度投资的需要。这也从另外一个角度验证了本书第4章和第5章结论的正确性。本章还发现,过度自信的管理者掌控的公司规模较小,降低公司现金股利分配水平的倾向越明显;而掌控派现能力较强公司的过度自信管理者,则倾向于支付更高的股利;但是盈利能力强弱对过度自信管理者的现金股利分配水平并不产生影响。

第7章是研究结论及政策建议。本章在前面几章理论分析和实证检验的基础上,对本书的研究结论进行了归纳总结,并基于研究结论提出了相应的政策建议。

本书力图在以下几个方面做出创新性的探索。第一,本书力图找到一个既符合心理学、行为金融学原理,又符合中国上市公司现实情况的管理者过度自信衡量指标。本书在梳理、评价前人所提出的管理者过度自信衡量指标的基础上,借鉴 Doukas 和 Petmezas (2007) 的研究思路,结合心理学、行为金融学理论以及中国现实情况,提出把3年内进行3次及3次以上并购作为管理者过度自信的衡量指标,并对该指标的合理性进行了论证。这个在行为公司金融研究领域的大胆尝试,为今后这一领域的相关研究提供了有益的参考。第二,本书力图验证行为公司金融理论,尤其是管理者过度自信假说在中国特殊制度背景下的适用性。本书通过大量的实证研究,验证了管理者过度自信假说能够解释中国上市公司的金融决策行为。第三,本书力图全面系统地考察管理者过度自信对公司金融决策行为的影响。本书从投资行为、融资行为、股利政策三个方

前 言

面，系统地验证了管理者过度自信对公司金融决策行为的确存在显著影响。第四，本书在管理者过度自信对公司股利政策影响方面做出了创新性的研究。以往在行为股利理论研究方面，学者们大多集中在股利迎合理论以及大股东侵占小股东利益等方面进行研究，本书的研究扩展了行为股利理论研究的内容和方法。

作 者

2011 年 10 月

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景、研究选题与研究意义	1
1.2 研究内容、技术路线与研究方法	11
1.3 创新及不足	15
2 管理者过度自信对公司金融决策的影响： 理论分析与文献述评	18
2.1 管理者过度自信的定义、表现及成因	18
2.2 管理者过度自信理论模型	22
2.3 管理者过度自信对公司金融决策影响的文献述评	26
2.4 本章小结	31
3 基于并购频数的管理者过度自信 衡量指标设计	33
3.1 引言	33
3.2 目前国内外学者主要采用的管理者过度自信衡量 指标评析	34
3.3 以并购频数衡量管理者过度自信的合理性	37
3.4 根据中国上市公司并购情况确定管理者过度自信 衡量指标的并购频数标准	46
3.5 本章小结	58

4 管理者过度自信与公司投资行为	62
4.1 引言	62
4.2 文献述评	63
4.3 研究设计	67
4.4 实证检验结果分析	75
4.5 本章小结	82
5 管理者过度自信与公司融资行为	85
5.1 引言	85
5.2 文献述评	87
5.3 研究设计	91
5.4 实证检验结果分析	101
5.5 本章小结	105
6 管理者过度自信与公司股利政策	108
6.1 引言	108
6.2 文献述评	110
6.3 研究设计	113
6.4 实证检验结果分析	120
6.5 本章小结	123
7 研究结论及政策建议	126
7.1 研究结论	126
7.2 政策建议	133
7.3 本书的不足及未来研究方向	143
参考文献	145

1 绪论

1.1 研究背景、研究选题与研究意义

1.1.1 研究背景

1) 行为公司金融理论兴起

现代公司金融理论起始于 1958 年 Franco Modigliani 和 Merton Miller 所发表的著名的 MM 理论^①，其主要内容是：在有效市场和完全套利的假设下，公司的融资结构和股利政策不会影响公司的市场价值。这就意味着企业无法通过改变其资本结构来改变其流通在外的证券的总价值，对公司的股东而言，不存在资本结构的优势问题，公司的融资行为本质上不创造价值。该理论已经成为现代公司金融研究的出发点。然而，MM 定理的成立完全依赖于有效市场、投资者理性与完全套利等假设前提，但是现实情况并非如此完美。因此，半个多世纪以来，大量的相关理论研究都是围绕着放松 MM 理论的种种严格的假定上来进行的，学者们逐步考虑了税收、破产成本、信息的非对称等因素，发展形成了考虑公司税的 MM 理论、权衡理论、融资偏好理论、代理理论、非对称信息理论等著名的理

^① Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review 48 (1958), pp. 655-669.

论流派^①。这些研究基本沿用了新古典经济学的分析框架，都是建立在决策人即投资者和管理者^②是理性的基础上的，我们将之称为经典公司金融理论。无论是 MM 定理、信息不对称理论、代理理论还是对投资与现金流敏感性的研究，均隐含地假定管理者 and 投资者都是追求效用最大化的理性决策者，尽管在市场选择时放松了投资者理性的假设，但仍然隐含地假设管理者是理性的。

然而，随着公司金融研究的深入，大量的实证结果表明，资本市场中存在许多经典公司金融理论无法解释的“异象”或“未解之谜”。例如，公司的管理决策者往往在其负有责任的失败项目中投入的资金比成功项目更多（L. May, 1988）；过度自信的财务决策者可能会选择一个负债比率过高而导致公司陷入财务困境的资本结构；过度悲观的财务决策者，则会选择一个过于保守的资本结构而使公司丧失可能的发展机会；利润操纵，包括粉饰报表、选择披露和盈利的短期偏好等（杨纪元，2007）。这些现象无法用有效市场假说和现有的定价模型来解释，经典公司金融理论陷入窘境。

20 世纪 80 年代后，随着行为金融理论的兴起，公司金融研究已经开始认识到管理者和投资者的非理性可能对公司决策和资产定价产生影响。心理学研究成果被应用到公司金融研究中，逐步形成了行为公司金融理论。按照 Shefrin（2001）的分类，行为公司金融理论关注两种非理性对公司金融决策的影响：一是假设投资者非理性，即资本市场套利并不完全，价格可能有或高或低的偏差（错误定价），理性的管理者认识到价格偏差从而做出金融决策。理性的管理者的决策可能是为了最大化公司的短期价值，也可能是

^① 蒋殿春：《现代金融理论》，上海，上海人民出版社，2001。

^② 由于公司决策大量是以管理层共同决策形式出现的，因此国内外大量针对管理者的研究是以 CEO 为首的公司高级管理层为研究对象的。本书的研究也是从高级管理层角度出发，为了论述方便，本书不再对管理者和高级管理层这两个概念进行区分。

为了使公司的长期价值得到回归。二是关注管理者非理性，主要研究投资者理性前提下，管理者存在心理和行为偏差时，对公司金融决策的影响。

行为公司金融理论放松了理性经济人的假定，使之更贴近资本市场和企业的现实，以一种全新的角度和方法来研究有关公司融资、投资、股利分配和兼并收购等公司金融决策问题，并较为成功地解释了一些经典公司金融研究中的所谓“异象”。行为公司金融理论的产生和发展，引起了学者的广泛关注，逐渐成为西方金融学术界的一个研究热点。

2) 行为公司金融理论中的管理者非理性^①

传统的公司金融理论认为，理性的管理者应该按照最大化公司价值的目标进行金融决策，从而达到资源的有效配置。而代理理论指出，公司所有权和经营权的分离以及外部股权分散，使对管理者的有效监控十分困难，导致公司管理者以自身价值最大化为目标，做出一些不利于公司价值最大化的金融决策。与代理理论不同，行为公司金融理论从管理者非理性的角度探讨管理者的金融决策行为。行为公司金融理论认为，非理性管理者做出金融决策的出发点还是最大化公司价值，但由于心理上或认知上的偏差影响了他们的判断，使得他们不能做出正确的金融决策。这些错误的决策会有损公司的价值和股东的利益，但这并不是管理者和投资者之间利益差异的结果，而是管理者自身行为偏差导致的错误，也就是说这种决策成本是无法通过设计激励机制而化解的。

行为公司金融涉及的行为缺陷并不是仅仅存在于管理者中，而是普遍存在于大众群体中。2002 年诺贝尔经济学奖得主经济学家

^① 本小节大量概念引自赫什·舍夫林（Hersh Shefrin）：《行为公司金融——创造价值的决策》，郑晓蕾译，北京，中国人民大学出版社，2007。

丹尼尔·卡尼曼 (Daniel Kahneman) 和继他之后的阿莫斯·特韦尔斯基 (Amos Tversky) 对人们的这些心理和行为缺陷进行了分析和说明。Shefrin (2007) 将这些心理现象分为三大类, 即偏差 (Bias)、直接推断 (Heuristics) 与框架效应 (Framing Effect)。

①偏差

偏差是指产生谬误的一种诱因。其中对管理者影响最大的有四种特殊偏差: 过分乐观 (Excessive Optimism)、过度自信 (Overconfidence)、证实偏差 (Confirmation Bias) 和控制幻觉 (Illusion of Control)。

过分乐观, 主要指管理者往往高估了他们获得有利结果的频繁度, 却低估了将会面临不利结果的次数。过度自信, 是一种因人们对自身能力和知识面的了解程度不足而产生的偏差。对自身能力过度自信的人对自己的判断总是高于实际, 对知识面过度自信的人总是觉得自己明白很多东西, 而实际上并非如此。突出的表现是过度自信的管理者极度相信自己的观点是正确的。证实偏差是指有些管理者忽视那些不能支持他们看法的信息, 而偏好那些支持他们观点的信息。控制幻觉, 是指管理者会在潜意识上夸大他们对决策结果的掌控能力。

②直接推断

直接推断是指管理者单凭经验做出决策。这类心理现象主要有典型推断法 (Representativeness)、可得性推断法 (Availability)、锚定与调整性推断法 (Anchoring and Adjustment) 和情感性推断法 (Affect Heuristic)。

典型推断法, 是指管理者经常依赖于使用类比和模式化特征的直接推断法进行判断和预测。可得性推断法, 是指管理者更依赖于那些容易获得的信息, 而忽视那些相对不易获得的信息。锚定与调整性推断法, 是指管理者通常会对某个他们所熟悉的事情快速地做

出一个初始判断，然后在新的环境下对初始判断进行调整。情感性推断法，是指很多管理者会依照自己情感上觉得正确的事情来做决策。

③框架效应

框架（Framing），是“说明、描述”的同义词。决策框架，表示的是对决策任务的描述和说明，因此框架效应，就是指管理者容易受决策任务目标框架化方式的影响。两个显著的框架现象是损失厌恶（Loss Aversion）和确定性损失厌恶。

损失厌恶，是指人们在面对同时具有收益和损失可能性的选择时，会采取风险规避行为。确定性损失厌恶，是指当人们面临一个确定性损失和一个风险性选择时，尽管事实上形势对他们不利，但他们依然乐于选择风险，希望打破不利的状况，实现得失平衡的目标。

公司的管理者和市场中的投资者一样，也受到情绪、情感、偏好等心理方面的影响，造成认知偏差，做出非理性的行为。这种非理性行为对资本市场的影响更广泛。近年来部分西方学者对公司管理者的非理性行为给予了关注，并进行了初步的研究。随着新的实证检验结论的不断提出，这一理论得到了越来越多的经验支持。但目前来看，这方面的研究还没有形成完整的理论体系。所以通过对行为公司金融的研究能够进一步完善公司金融理论体系，具有重要的理论意义。

3) 我国企业的现实情况

经典的公司金融理论前提假设是行为人的经济理性，而我国的现实情况是否满足这一假设有待商榷。一方面，作为一个新兴市场，我国的资本市场还处在不断成熟发展的阶段，市场有效性不高，投资者的行为还存在很多非理性成分，比如大量投资者热衷于短期的投机获利，而不是根据公司的价值进行长期投资。另一方

面，我国上市公司管理者的选择机制存在扭曲，尤其是国有企业这种扭曲更加严重，这导致除了严重的代理问题以外，公司管理人员的管理能力和经济理性也有很大不足。我国三十年的改革开放实践，造就了大批的企业家、创业者，但也为管理者的非理性（以过度自信为代表）滋生创造了土壤。

首先，我国的传统文化的影响容易使企业管理者过度自信。几千年来一直影响中国的儒家文化思想，在我国现代企业管理文化中仍然占有重要地位。儒家文化所崇尚的“君君臣臣”思想在我国企业中根深蒂固，在绝大部分的组织里，“一把手”基本上具有绝对的权威。民主决策观念的缺乏，领导者绝对权威的过分强调，使得企业高层管理者通常具有很高的地位和决策权力，这样极易滋生管理者过度自信的心理。

其次，改革成功企业的管理者容易变得过度自信。三十年的改革开放使得中国出现了大批改革成功的老国企、新国企和民营企业。这些成功企业的管理者在带领老国企摆脱困境、帮助新国企站稳脚跟、促进民营企业迅猛发展方面起到了不可估量的重要作用，被赋予“时代骄子”、“改革的弄潮儿”等称谓。多年的成功经营管理为他们积累了大量的成功经验，但同时更会强化他们过度自信的心理。

再有，中国经济转型期间的特定背景为中国企业管理者产生过度自信心理提供了外部环境。我国的经济环境经过三十年的改革开放发生了根本性的变化，但是总体上来说还是不够成熟、不够完善。从企业外部来看，各种法律法规和规章制度还没有健全，有效的外部监督机制还没有形成。从企业内部来看，企业内部治理结构还不尽科学合理，尤其对管理者的约束机制还不够完善。同时，大量国企的领导仍具有浓厚的官员色彩，民营企业的管理仍以家族式管理为主。

总之，在法律制度不健全、缺乏约束机制的情况下，多年的成功经历会使得企业管理者们过高地估计他们的经验管理能力^①，容易使他们形成过度自信的心理偏差。

行为公司金融理论放松了理性经济人的假定，把公司金融理论与行为金融理论结合起来，它的假设更加贴近资本市场的现实情况，也非常符合我国现阶段特殊背景下企业的现实情况。因此，行为公司金融理论尤其是管理者过度自信理论为我们研究我国上市公司的金融决策问题提供了一个可供参考的新思路。

1.1.2 研究选题

通过对我国现实情况的分析，我们可以看到，如果忽视中国企业管理者的非理性行为的影响，简单机械地使用经典公司金融理论框架来研究我国公司的金融决策问题，将很难克服前提假设不满足的问题，很难得到一个满意的结论。而行为公司金融理论，尤其是其中的管理者非理性分支，充分考虑了管理者的非理性行为对公司的金融决策问题的影响，非常适合我国的实际情况。同时，国内外的大量理论和实证研究也表明，管理者的非理性行为确实对公司的金融决策有很大影响。因此，本书选取“管理者过度自信对公司金融决策的影响”作为研究选题，希望在已有研究的基础上，通过理论分析和实证检验来分析我国公司管理者过度自信的心理偏差及其对公司金融决策的影响。

如前所述，行为公司金融理论有投资者非理性和管理者非理性两个分支，而且管理者的非理性行为有很多种，本书选取管理者非理性中的过度自信作为研究重点，主要是基于以下几个原因：

^① 姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东：《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》，载《经济研究》，2009（1），131～143页。