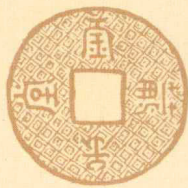


A Study on Managers' Overconfidence and  
Corporate Financing Behavior



# 管理者过度自信与公司 融资行为研究

黄莲琴 著



中国财政经济出版社

财经博士论丛

# 管理者过度自信与 公司融资行为研究

黄莲琴 著

中国财政经济出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

管理者过度自信与公司融资行为研究/黄莲琴著. —北京: 中国财政经济出版社, 2010. 10

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2507 - 4

I. ①管… II. ①黄… III. ①上市公司 - 融资 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 189178 号

责任编辑: 付克华

责任校对: 黄亚青

封面设计: 贾 林

版式设计: 王 荣

**中国财政经济出版社出版**

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88190406 北京财经书店电话: 010 - 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 17.5 印张 320 000 字

2010 年 10 月第 1 版 2010 年 10 月北京第 1 次印刷

定价: 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2507 - 4/F · 2133

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744



自 2002 年 Kahneman 教授因其在行为财务学方面的贡献而获得诺贝尔经济学奖以来，在经济学和财务学界兴起了对公司行为财务学的研究热潮。关于管理者非理性，尤其是过度自信的认知偏差与公司财务决策关系，在近几年（从 2007 年开始）成为中国学者研究的热点。黄莲琴的博士论文《管理者过度自信与公司融资行为研究》，针对中国的制度背景，研究了公司管理者过度自信与公司融资行为的关系。其目的想回答如下几个问题：中国上市公司管理者是否存在过度自信的认知偏差？管理者的过度自信是否以及如何影响公司的融资行为？管理者过度自信是否对公司价值产生影响？

本书是作者博士论文的拓展。第一，她在这一领域积累了大量的研究文献，并追溯了管理者过度自信的心理根源，从理论上阐明了管理者过度自信与公司融资的内在联系；第二，深入剖析了中国上市公司的制度背景和融资环境，充分利用上市公司的财务数据库揭示其融资行为特征；第三，在实证研究方面，构建了管理者过度自信的度量指标，遵循“由面到点、层层递进”的构想，研究过度自信的管理者如何选择公司融资策略，进而考察管理者过度自信对公司现金股利政策、债务融资策略和信用融资的影响。本书主要有以下几点贡献：

1. 过度自信的度量指标的构建具有新颖性。本书结合中国的制度背景，利用上市公司盈余预告构建了度量管理者过度自信的指标。

2. 管理者过度自信假说对丰富融资优序理论具有一定的贡献。关于管理者过度自信对公司融资策略选择的影响的实证研究，在本研究之前还未发现。本书研究发现过度自信管理者选择的融资策略不仅遵循融资优序理

论，而且更倾向于内源融资。该研究结论也证实了管理者过度自信假说可以用来解释融资优序理论。

3. 本研究发现管理者的过度自信对公司现金股利政策产生的影响。本书从大股东治理视角，考察了管理者过度自信对公司现金股利政策的影响。研究发现过度自信的管理者具有不愿意支付现金股利的动机，而大股东控股比例的增加能够有效地监督过度自信管理者的股利支付政策，促使管理者增加公司的股利支付意向和支付水平。

4. 本研究发现过度自信管理者实施的债务政策呈现激进倾向。本书更关注公司绩效，其研究结果表明过度自信管理者奉行的债务激进政策加大了公司绩效的下降趋势，这是一种新发现。

5. 本研究也发现了过度自信管理者运用信用融资效应取决于对信用融资的偏好度。过度自信管理者偏好信用融资并不显著，但证实了随着管理者过度自信程度的增强，信用融资比例呈现上升趋势；与一般管理者相比，过度自信的管理者运用信用融资发挥经营负债杠杆的创值效应和成长效应明显降低。

本书主要涉及公司财务管理理论和行为学应用两大领域，将公司财务理论拓展到基于经理人的财务行为和心理层面而形成公司行为财务学的理论，其研究成果具有一定的创新性，而且对丰富财务管理的基础理论体系具有重要的意义。随着心理学和行为学理论在财务管理中应用的不断深入，本书对融资决策和投资决策的指导作用也将与日俱增。

傅元略

于厦门大学嘉庚2号楼

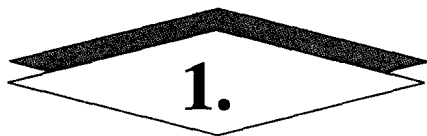
2010年9月

# 目 录

|                                  |         |
|----------------------------------|---------|
| <b>1. 导论</b>                     | ( 1 )   |
| 1.1 研究背景与研究意义                    | ( 1 )   |
| 1.2 研究的主要问题                      | ( 7 )   |
| 1.3 研究框架、主要内容和研究方法               | ( 8 )   |
| 1.4 研究贡献与创新                      | ( 10 )  |
| <b>2. 管理者过度自信与公司融资：理论分析与文献评述</b> | ( 13 )  |
| 2.1 资本结构理论的演进                    | ( 13 )  |
| 2.2 债务期限选择理论简述                   | ( 50 )  |
| 2.3 心理学关于过度自信的证据                 | ( 54 )  |
| 2.4 管理者过度自信的定义与原因                | ( 67 )  |
| 2.5 管理者过度自信与公司融资的文献评述            | ( 70 )  |
| 2.6 管理者过度自信对公司融资决策、公司价值的作用机理     | ( 78 )  |
| 2.7 本章小结                         | ( 81 )  |
| <b>3. 中国上市公司融资环境与融资行为特征分析</b>    | ( 83 )  |
| 3.1 中国上市公司融资环境简述                 | ( 83 )  |
| 3.2 中国上市公司融资行为特征分析               | ( 101 ) |
| 3.3 本章小结                         | ( 113 ) |
| <b>4. 管理者过度自信指标的构建</b>           | ( 116 ) |
| 4.1 目前度量管理者过度自信的指标及其评价           | ( 116 ) |
| 4.2 构建基于管理者盈余预告的过度自信度量指标         | ( 120 ) |
| 4.3 本章小结                         | ( 122 ) |
| <b>5. 管理者过度自信与公司融资策略的选择</b>      | ( 124 ) |
| 5.1 问题的提出                        | ( 124 ) |

---

|     |                             |       |
|-----|-----------------------------|-------|
| 5.2 | 过度自信者的融资政策研究假说 .....        | (126) |
| 5.3 | 融资策略选择模型 .....              | (127) |
| 5.4 | 过度自信者的融资策略选择研究结果分析 .....    | (130) |
| 5.5 | 本章小结 .....                  | (144) |
| 6.  | 管理者过度自信与公司现金股利政策 .....      | (145) |
| 6.1 | 问题的提出 .....                 | (145) |
| 6.2 | 文献回顾与评析 .....               | (146) |
| 6.3 | 过度自信者的现金股利政策研究假说 .....      | (171) |
| 6.4 | 公司现金股利支付模型 .....            | (173) |
| 6.5 | 过度自信者的现金股利政策检验结果分析 .....    | (175) |
| 6.6 | 本章小结 .....                  | (189) |
| 7.  | 管理者过度自信与公司债务融资策略 .....      | (190) |
| 7.1 | 问题的提出 .....                 | (190) |
| 7.2 | 过度自信者的债务融资政策研究假说 .....      | (192) |
| 7.3 | 债务政策和公司绩效模型 .....           | (193) |
| 7.4 | 过度自信者的债务政策与公司绩效回归结果分析 ..... | (198) |
| 7.5 | 本章小结 .....                  | (218) |
| 8.  | 管理者过度自信与信用融资效应 .....        | (220) |
| 8.1 | 研究背景 .....                  | (220) |
| 8.2 | 上市公司信用融资的创值效应与成长效应的检验 ..... | (224) |
| 8.3 | 管理者过度自信与信用融资效应的检验 .....     | (243) |
| 8.4 | 本章小结 .....                  | (258) |
| 9.  | 结论 .....                    | (260) |
| 9.1 | 研究结论 .....                  | (260) |
| 9.2 | 研究启示 .....                  | (263) |
| 9.3 | 本书局限性与未来研究方向 .....          | (264) |
|     | 主要参考文献 .....                | (266) |
|     | 后记 .....                    | (273) |



# 导 论

---

传统公司财务决策以公司价值最大化为目标，但由于管理者与投资者之间的委托代理冲突可能妨碍管理者的决策，影响了公司价值最大化的实现；而基于代理成本理论，委托人可以通过激励相容的设计，使得公司管理者按照股东利益最大化原则行事，但是这些都是建立在理性决策者假设基础上。心理学和行为经济学的研究表明，在不确定性的情况下，人们的判断和决策往往受到心理、情绪、信念与偏好的影响而出现系统性的认知偏差。公司管理者进行财务决策时面临的环境更为复杂以及未来项目高度的未知性，这种行为模式的非理性偏差可能更为明显。因此，与委托代理冲突类似，管理者自身的非理性也可能损害投资者的利益。本书拟遵循公司行为财务学范式，选取心理学上已发现的最稳定的非理性行为——过度自信行为，研究当中国上市公司的管理者存在过度自信的认知偏差时，对公司融资行为和公司价值的潜在影响。本章为本书的导论，主要分析本书研究的背景与研究意义，介绍研究的主要问题、框架与方法，并指出本书的研究贡献与创新之处。

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 非理性决策理论

从 Modigliani 和 Miller (1958) 提出开创性的 MM 理论，到 Robichek 和 Myers (1966)、DeAngelo 和 Masulis (1980) 等的权衡理论、Jensen 和 Meckling (1976) 的代理理论、Grossman 和 Hart (1982) 的财务契约论、Ross

(1977)、Leland 和 Pyle (1977) 等的信号模型、Myers (1984)、Myers 和 Majluf (1984) 的融资优序理论、Jensen (1986) 的自由现金流假说、Harris 和 Raviv (1988) 的控制权理论、Brander 和 Lewis (1986) 等的产品市场竞争理论以及融资约束理论等相继出现,无疑推动了公司财务理论与实践的发展。但是,这些理论均以理性人假设和有效市场假说为前提。

亚当·斯密(1976)在《国富论》中提出了“理性经济人”的假设,认为人是理性的,利己是人的本性。理性人假设隐含管理者和投资者是理性的决策者,遵循理性行为的原则,即人们的信念更新遵循贝叶斯法则(Bayes' law),在给定信念下的选择偏好可以用主观期望效用来表示,例如,按冯·纽曼和摩根斯坦(Von Neumann 和 Morgenstern)的期望效用理论,即个体决策的依据是对效用值进行精确计算的基础上追求效用最大化和自我利益。随着经济学家的研究深入,发现现实中人的决策行为、尤其资本市场中的决策行为无法有效地用期望效用函数来解释,例如,出现了阿莱悖论(Allais Paradox)、偏好颠倒、埃尔斯伯格悖论(Ellsberg Paradox)、羊群效应等,因此,学者们对理性决策者的假设提出质疑。经济组织内决策形成过程的前驱者赫伯特·西蒙(Herbert Simon)1956年提出了个体的“有限理性”的假设,以强调在经济研究中考虑心理因素的重要性;西蒙的研究第一次证实决策与判断是人的思维活动,它不是建立在数学和逻辑基础之上,而是建立在人的感情、理念和经验基础上,即人们所作出的决策和判断的标准并不是建立在理性基础上的“最佳选择”,而是建立在人类心理上的“第一满意选择”<sup>①</sup>;西蒙的有限理性和满意准则纠正了传统的理性选择理论的偏激,缩小了理性选择的预设条件与现实生活的距离,而获得了1978年的诺贝尔经济学奖。加里·贝克尔(Gary S. Becker)1962年提出,经济生活中不仅有理性行为,而且还有非理性行为,即经济行为的理性和非理性具有相容性,而获得了1992年的诺贝尔经济学奖。丹尼尔·卡里曼(Daniel Kahneman)和阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)1979年成功地将人类决策和判断的心理学研究成果带到了经济科学的研究当中,提出了著名的“前景理论”(Prospect Theory),证明了不确定条件下的判断和决策,很多都系统地偏离了传统的经济学理论,特别是偏离期望效用理论;他们发现了一系列影响人们进行非理性选择的因素,如个体的行为不仅受到利益的驱使,而且还会受到自己的“灵活偏好”及个性心理特征、价值观、

<sup>①</sup> 转引自斯科特·普劳斯著:《决策与判断》,施俊琦和王星译,人民邮电出版社2004年版,序一。

信念等多种心理因素的影响；丹尼尔·卡里曼因此获得了2002年的诺贝尔经济学奖，被誉为行为经济学的开创者。从此，经济学世界中的理性神话被破除，非理性决策理论应运而生。

### 1.1.2 管理者非理性

大量的实证研究和观察结果表明金融市场存在大量的“异象”或“未解之谜”，这些现象无法用有效市场假说和现有的定价模型来解释，标准金融学陷入困窘。行为金融学（Behavioral Finance）作为行为经济学的一个重要分支，修正了理性人假设的观点，认为现实投资者在认知过程中存在各种偏差，并受各自的情绪、情感和偏好等心理因素的影响，使之无法以理性人方式做出无偏估计，行为金融学以其逼近真实市场行为的研究使金融市场上的“异象”得到重新解释。但行为金融学的基本假设是资本市场并非理性，着眼于投资者非理性的研究。

行为金融及管理决策行为的研究推动了公司行为财务学（Behavioral Corporate Finance）的兴起和发展。公司行为财务学是行为金融学与公司财务理论相互融合的产物，其从两个视角研究了代理人的非理性对公司财务决策的影响，一是假设投资者非理性，将公司管理者的财务行为看作是对证券市场定价偏差现象的理性反应，例如，市场择机理论（Stein, 1996；Baker 和 Wurgler, 2002）和迎合理论（Baker 和 Wurgler, 2004a）等，仍隐含假设管理者是理性的；二是假设投资者是理性的，研究管理者的心理与行为偏差导致的非理性行为对公司财务决策的影响。如表1-1中区域A表示的是传统公司财务的研究范畴，区域B、C、D则属于公司行为财务学的研究范畴。

表 1-1 投资者和公司管理者的理性与非理性的组合

|        | 投资者理性      |              | 投资者非理性 |
|--------|------------|--------------|--------|
| 管理者理性  | 区域 A（理想状态） | 代理问题、信息不对称问题 | 区域 C   |
| 管理者非理性 | 区域 B       |              | 区域 D   |

资料来源：李心丹著：《行为金融学——理论及中国的证据》，上海三联书店2004年版，第201页。

传统公司财务决策的选择是以企业价值最大化为目标，但由于管理者与投资者的利益不一致，即委托代理冲突可能妨碍企业管理者的决策，影响了企业价值最大化的实现；但是基于代理成本理论，委托人可以通过激励相容的设计，使得公司管理者按照股东利益最大化原则行事。与委托代理冲突类似，管

理者自身的非理性也会损害投资者的利益。Shefrin (2007) 指出, 偏差 (Bias)、直接推断 (Heuristics) 与框架效应 (Framing effect) 等三类心理现象妨碍管理者对公司财务传统方法的最优运用, 导致管理者作出损害企业价值的决策, 产生昂贵的决策成本。因为当管理者面对风险进行抉择时, 导致他们作出不当财务决策的主要是心理偏差因素, 例如, 过度自信、过度乐观、证实偏差和控制幻觉等; 而管理者对直接推断的信赖性和对框架效应的敏感性会使管理者容易作出降低企业价值的错误决策。但是管理者的非理性行为导致非价值最大化, 是无法通过激励机制的设计而消除。

至于管理者非理性的原因, Heaton (2002) 认为有 3 个理由: 一是套利限制。现代金融理论认为, 理性的投资者能够通过套利, 纠正由非理性投资者的行为所导致的价格对基本价值的偏离。其假设是套利交易无风险、无成本, 套利交易是由众多投资者分别持有少量的头寸来进行, 所以套利行为能够充分发挥作用。但事实上, 套利中存在风险和成本, 阻碍了套利行为作用的发挥, 致使资产定价错误不能消失, 甚至有可能使得定价错误更为严重。相对于证券市场的错误定价, 更多的套利限制保护了管理者的非理性。例如, 公司在并购活动中会招致高的交易成本和特有风险, 由于管理者关注资产在市场中的交易, 但市场没有卖空机制, 或也没有其他的衍生资产使套利成为可能, 因此公司并购的套利行为就难以实现。二是学习法则的有限性。学习法则是指非理性的代理人会通过经验学习达到理性。但是, 相对于股票市场的交易行为而言, 公司的投融资等重大财务决策较少发生, 同时决策结果的滞后性和反馈机制的噪音, 使得从经验中获得理性的可能性较低。三是企业内部的激励机制或企业文化可能并不会消除管理者的非理性。例如, 一些内部激励机制可能更有利于非理性管理者的晋升, 非理性的管理者可能会面临更大的风险, 尽管这会降低他们自身的预期效用, 但是提高了晋升的概率。陈其安、陈亮和肖映红 (2007) 的研究表明, 在实际能力水平相同且不为人所知的条件下, 过度自信管理者比理性管理者更有可能获得职务晋升机会; 而且随着过度自信管理者过度自信程度的增强, 随着参与职务晋升竞争的理性管理者人数的增多, 过度自信管理者获得的职务晋升机会也将增大。

管理者非理性行为和心理偏差主要包括: 过度自信和乐观、直觉驱动偏差、参考点偏好、从众行为、损失厌恶、后悔厌恶与证实偏差等等, 本书无法对这些非理性行为进行逐个研究和分析, 仅仅对管理者过度自信的认知偏差进行探究, 主要原因是: 第一, 过度自信 (Overconfidence) 是指由于受到诸如

信念、情绪、偏见和感觉等主观心理因素的影响,人们往往过于相信自己的判断能力,高估自己成功的概率和私人信息的准确性。这种心理倾向可以说是人类最为显著的心理特征之一;况且 De bondt 和 Thaler (1996) 也认为,心理学上最稳定的发现就是人们在判断过程中的过度自信行为。第二,过度自信代表着一种冒险倾向,具有这种特征的人更可能取得成功,也更可能失败,从而更可能成为企业家或高层管理者。Camerer 和 Lovo (1999) 和 Moore 和 Kim (2003) 等研究也表明,人们在决策时存在着过度自信倾向,而这种倾向在高层管理者中表现得更为突出。当然,管理者刚开始的时候可能没有过度自信的心理倾向,但多年的运筹帷幄和事业的成功,再加上自我强化的归因偏差存在,过度自信的认知偏差可能自然会产生。同时,高层管理者既拥有管理专家的条件,也具有自身特有的社会身份,使其具备更加自信的社会基础。第三, Baker、Ruback 和 Wurgler (2007) 指出,管理者非理性影响公司财务决策的研究相对滞后,其原因之一就是缺乏有效衡量管理者非理性的指标。但对于如何衡量管理者的过度自信,近年来,国内外学者经过不断探索和创新,提出了一些替代指标,从而为管理者过度自信与公司财务决策关系的研究和检验奠定了基础。因此,本书选择过度自信<sup>①</sup>的心理和行为偏差作为研究视角,着眼于管理者过度自信如何影响公司融资行为进而影响公司的价值,以期阐释中国上市公司存在的一些融资行为。

### 1.1.3 研究的理论意义和应用价值

本书研究的理论意义在于:

1. 本书将心理学、行为学的研究成果引入经典财务理论,遵循公司行为财务学的研究范式,对管理者过度自信与公司融资行为的关系进行理论与

---

<sup>①</sup> 学者们在文献中对过度自信有不同的表述,如 Roll (1986) 使用“Hubris”, Heaton (2002) 使用“Optimism”, Malmendier 和 Tate (2005a, 2005b) 使用“Overconfidence”。根据心理学文献,过度自信与过度乐观之间存在区别,过度自信者对于自己判断的结果往往过于肯定,低估未来现金流的波动性,低估风险;而乐观主义者则认为未来出现的结果会好于预期,高估未来现金流的均值。如果用数学的语言来描述,过度自信是行为人对方差的低估,而过度乐观是行为人对均值的高估。例如, Hackbarth (2008) 认为乐观管理者是高估收益的成长性,即成长预期偏差,而过度自信管理是低估收益的风险,即收益预期偏差。但 Heaton (2002) 模型取决于管理者是否对公司未来业绩持有向上偏差的信念,而这种偏差是管理者乐观或过度自信的结果; Barros 和 Silverira (2007) 研究认为,在很多情况下,过度自信与过度乐观实际上具有很多共同特征; Malmendier 和 Tate (2005b) 则认为,过度乐观的信念源于过度自信的认识偏差。因此,本文对过度自信和乐观不作区分,在后文的描述中仅仅将过度乐观视为过度自信的一种表现形式。

实证检验。管理者过度自信非理性行为的存在动摇了经典财务理论的基石——理性决策者的假设，从管理者并非完全理性视角进行研究，更接近现实，是对传统财务理论的有益补充；同时从一个新的视野阐释了传统融资理论难以解释的现象，丰富和拓展了公司财务理论与行为金融学的研究内容；对于拓展心理学、行为学的研究范围也具有较大的创新意义。

2. 通过对管理者过度自信与公司融资行为的研究，关注点从“物”转变到“人”，不仅符合公司财务学的发展需要，而且能够为新兴的公司行为财务理论提供新的经验证据，也能够为中国上市公司融资行为研究提供新的研究思路；同时为进一步研究管理者其他方面的非理性行为奠定基础；也为上市公司非理性投资行为、公司价值、治理效率等相关主题研究提供理论依据。

3. 目前我国上市公司大部分都是由国有企业改制而来，存在公司治理结构不完善，国有产权所有者的虚置，“一股独大”与“内部人控制”等问题；而管理者直接控制着公司的经营管理权和财务决策权，对公司融资行为、公司价值的影响更具有实际效果，可能引发诸多非理性的融资行为，例如，过度融资、偏好股权融资、变更募集资金投向、资本使用效率低下、股利分配不足等，影响了上市公司的绩效和创值能力。学者们利用经典理论对这些非理性的融资行为进行探究，仍存在许多未解之谜。从管理者理性行为转向非理性行为尤其是过度自信这一常见的认知偏差进行研究，可能有助于揭示这些谜底。

4. 在理论研究方面，本书以公司财务理论与方法为基础，结合心理学、行为学、行为金融学、信息经济学等理论与方法，对管理者过度自信与公司融资行为的关系进行研究；在实证研究方面，运用计量经济学和统计分析等方法，对两者的关系进行实证检验。这些方法的综合使用，有利于揭示问题的实质，增强结论的可靠性。

本书研究的应用价值在于：

1. 根据我国的相关制度背景与上市公司的实际情况，本书采用上市公司盈余预测设计管理者过度自信的度量指标，该指标的构建可以为上市公司的相关利益者识别管理者是否过度自信以及过度自信的程度提供依据，因势利导，督促管理者克服过度自信的认知偏差。

2. 对管理者过度自信与公司融资行为的研究，有利于上市公司融资策略、债务期限结构、现金股利政策的选择与优化，降低资本成本，充分发挥经营负债杠杆的正面效应，促进公司价值的创造和成长能力的提升。

3. 在决策领域中，“过度自信”会影响决策质量。一个过度自信的人可能

将决策建立在失真的设想之上，即过度自信会导致人们的判断概率偏离校准，而无法做出理想的决策。因此，研究管理者过度自信有利于探索人们的自信水平与过度自信的原因，以帮助管理者进行决策时做出正确的判断，有效地避免错误，改善决策质量。

4. 从实践上，促使人们重新思考代理理论下的管理者激励与监督机制，认清公司非效率投融资的原因，缓解管理者、股东与债权人之间的利益冲突，降低代理成本；逐步修正管理者的行为偏差，促进代理人更加努力地工作，降低道德风险，可以说具有较大的现实应用价值。

## 1.2 研究的主要问题

本书遵循公司行为财务学范式，从管理者非理性（过度自信的认知偏差）视角来研究公司融资行为，与基于管理者理性与市场有效性的传统公司财务研究具有显著不同，因此，深入探讨管理者过度自信与公司融资行为之间的联系显得至关重要。本书首先阐述了公司融资决策的理论基础——资本结构理论与债务期限选择理论，梳理了管理者过度自信的心理根源及原因，回顾和评析了管理者过度自信与公司融资的相关研究文献，在此基础上论述了管理者过度自信对公司融资、公司价值的作用机理，为后文实证研究假说的提出奠定了理论基础。其次，鉴于上市公司的融资选择与融资环境息息相关，本书简述了中国上市公司权益融资和债券融资的发展状况，通过比较中国上市公司与 G-7 国家的平均资产负债表和债务期限结构，剖析上市公司的融资结构，归纳出了中国上市公司融资行为特征。再次，对实证研究中最关键因素——管理者过度自信的度量指标进行系统梳理与评价，基于中国的制度背景和上市公司的实际情况，以上市公司盈余预告数据构建了管理者过度自信的度量指标。最后，在实证检验部分，以披露盈余预告的上市公司为研究样本，遵循“由面到点、层层递进”的思路，研究了当管理者存在过度自信的认知偏差时，如何选择公司的融资策略。在此基础上，结合大股东治理，考察了管理者过度自信如何影响公司的现金股利政策，检验了过度自信的管理者奉行怎样的债务融资策略及其对公司绩效产生的影响，进而考察了过度自信管理者是否偏好短期债务融资中的信用融资及如何影响信用融资效应。

## 1.3 研究框架、主要内容和研究方法

### 1.3.1 研究框架

根据上述的研究问题，本书的整体研究框架如图 1-1 所示。

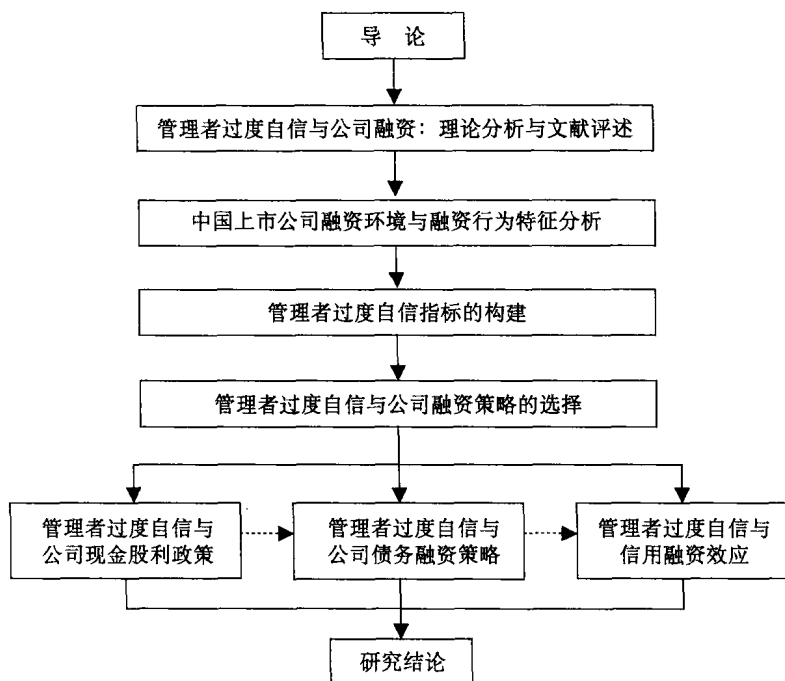


图 1-1 本书框架

### 1.3.2 主要内容

具体而言，本书共分 9 章，各章主要内容如下：

第一章为导论。主要介绍了本书的研究背景与研究意义、研究问题、本书框架与内容、研究方法以及本书的贡献与创新。

第二章为理论分析与文献回顾。首先对资本结构理论与债务期限结构理论进行回顾；其次，结合心理学的相关成果，梳理了心理学中关于管理者过度自信的证据，为剖析管理者更倾向于过度自信提供了理论原由；再次，回顾并评

述了管理者过度自信与公司融资关系的相关研究成果；最后，根据资本结构理论、债务期限结构理论以及认知心理学，从理论上论述了管理者过度自信对公司融资决策、公司价值的作用机理。

第三章分析了中国上市公司融资环境与融资行为特征。首先，简述了中国上市公司权益融资和债券融资市场发展状况，为上市公司融资决策的形成提供现实背景。其次，通过对中国上市公司与 G-7 国家的平均资产负债表和债务期限结构进行比较，剖析了中国上市公司的融资结构，归纳发现了上市公司自身的融资行为特征。

通过第三章的比较分析，我们对中国上市公司融资行为有了一个比较清晰的认识，那么管理者过度自信假说能否解释现有中国上市公司融资行为特征？本书从第四章到第八章，在构建管理者过度自信度量指标的基础上，遵循从由面到点不断深入的构想，从管理者过度自信视角，分别考察了公司融资策略的选择、公司现金股利政策、债务融资策略及信用融资效应。

第四章为管理者过度自信指标的构建。对相关文献中关于度量管理者过度自信的替代指标进行梳理与评价；并根据我国的相关制度背景与上市公司实际情况，以上市公司盈余预告来设计管理者过度自信的度量指标。

第五章是管理者过度自信与公司融资策略选择的实证检验。以披露盈余预告的上市公司为研究样本，从管理者过度自信视角考察了公司融资策略选择的偏好及融资优序理论的检验。

第六章公司股利支付与内源融资是同一事物的两个方面，基于上一章实证检验的结果，进一步从内源融资的视角，结合大股东治理，考察管理者过度自信如何影响公司的现金股利支付意向和股利支付力度。

第七章是根据前两章的研究结果，考察了公司的债务融资策略。首先，检验了当管理者存在过度自信的认知偏差时，所奉行的债务融资政策是激进还是保守的？其次，检验了其奉行的债务融资政策如何影响公司的绩效。

第八章是基于前面对公司融资策略、债务融资政策的检验结论，进一步从短期债务融资中的信用融资角度来考察。首先，比较检验了经营负债杠杆与金融负债杠杆对公司创值能力和成长能力影响的差异性。其次，研究管理者过度自信与信用融资效应的关系；检验了过度自信管理者是否偏好信用融资，以及实施信用融资后经营负债杠杆对公司创值能力与成长性的影响。

第九章得出研究结论和研究启示，并指出本书研究的不足及未来的研究方向。

### 1.3.3 研究方法

理论研究方法一般分为规范研究与实证研究。规范研究以实证研究为基础,而实证研究以规范研究为指导,在实际运用中将两者结合使用是最理想的方法。鉴此,本书运用规范研究与实证检验相结合的方法,对管理者过度自信与公司融资行为进行研究。具体采用的方法简述如下:

1. 归纳分析法。第三章利用证券市场的相关数据,在对中国上市公司的融资环境进行定量描述的基础上,分析了中国上市公司的平均资产负债表、债务期限结构和融资结构,并对上市公司的融资行为特征进行归纳。

2. 回归分析法。根据理论分析和研究假说,构建回归模型,分别对管理者过度自信与公司融资策略的选择、公司现金股利政策、债务融资策略及信用融资之间的关系进行实证检验。例如,第五章采用了 OLS 模型检验了公司的融资策略是否遵循融资优序理论;在第六章利用 Logistic 和 Tobit 回归模型,检验了大股东治理、管理者过度自信与公司现金股利支付政策之间的关系;第七章构建了 Tobit 和 Logistic 回归模型,考察了过度自信管理者奉行的债务融资策略及其对公司绩效的影响;第八章使用 OLS 模型对管理者过度自信与信用融资效应的关系进行了实证分析,并在稳健性检验中,利用主成分分析方法,构建了度量公司成长性的合成指标。

3. 参数与非参数检验法。第六章和第七章为了更直观地了解管理者过度自信程度的不同对公司股利支付政策、债务融资策略、公司绩效的影响,在单变量检验中对分组样本进行了均值 T 检验与曼—惠特尼 U (Mann - Whitney U) 检验,以考察分组样本是否存在显著差异。

## 1.4 研究贡献与创新

目前关于管理者过度自信的研究刚刚起步,还有许多理论与实证问题期待研究。本书在全面梳理管理者过度自信与公司融资研究文献的基础上,遵循公司行为财务学的范式,对管理者过度自信与公司融资行为之间的关系进行了理论与实证研究,验证了新兴的公司行为财务理论在中国资本市场和上市公司的适用性。本书的研究贡献和创新之处主要体现在以下几个方面:

1. 鉴于我国的制度背景与上市公司的实际情况,本书利用上市公司盈余