

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：15620091151716

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

管理者过度自信与 A 股公司融资行为研究

A Study on Managers' Overconfidence and A-Share Listed

Companies' Financing Behavior

杨良燕

指导教师姓名：李 子 白 教 授

专 业 名 称：国 际 金 融 学

论文提交日期：2012 年 4 月

论文答辩日期：2012 年 月

学位授予日期：2012 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2012 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

基于行为公司金融视角，本文在理论分析的基础上，以 2007-2010 年期间在第 3 季报中披露业绩预告的深圳证券交易所 A 股公司为原始样本，对管理者过度自信与 A 股公司融资行为的关系进行了实证检验。研究表明：第一，中国上市公司管理者确实存在过度自信的认知偏差。第二，管理者过度自信与上市公司的负债水平正相关；且当公司的现金流不足时，表现更明显。这与现有的大多数实证研究结果一致。第三，管理者过度自信与上市公司的长期负债比例不显著正相关。这与现有的大多数实证研究结果不一致。本文认为这可能是由于当前我国上市公司大多存在股权融资偏好现象；企业债券市场不发达，债券发行面临严格的审批和管制制度；银行长期贷款条件严格，手续繁琐，且越来越偏向短期化；法律体系不完善等因素的影响，导致过度自信的管理者即使有长期负债的偏好，却无法获得。

本文从管理者过度自信这一新的视角，来阐释传统融资理论难以解释的现象，更接近现实，是对公司金融理论发展的有益探索，有助于行为公司金融理论中管理者非理性分支理论的发展，也能够为中国上市公司融资行为研究提供新的研究思路。此外，鉴于中国的制度背景和 A 股公司的实际情况，本文利用上市公司业绩预告构建了管理者过度自信的度量指标。相比较而言，该指标的构建比较全面、客观，且对过度自信的定义标准更为严格，丰富了我国管理者过度自信的度量指标，并为相关研究提供了可借鉴的分析工具。

根据研究的结论，本文还提出了相关的政策建议：第一，建立约束管理者过度自信的有效机制；第二，加强公司现金流量管理工作；第三，完善公司内部治理结构，加强内部监督和制衡；第四，发展长期债务融资市场。

关键词：管理者过度自信；公司融资；负债水平；债务期限

ABSTRACT

From the perspectives of behavioral corporate finance, this paper makes an empirical study on the relationship between managers' overconfidence and corporate financing behavior, on the basis of theoretical analysis. The original sample is from the 2007-2010 annual data of the A share listed companies on Shenzhen Stock Exchange. And the study has shown that: First, managers' cognitive bias of overconfidence does exist in Chinese listed companies. Second, there is a positive correlation between managers' overconfidence and the level of corporate liabilities lever, especially when the cash flow is insufficient. Third, the results also show that there is a no significant positive correlation between managers' overconfidence and the long-term liabilities. This phenomenon may be caused by equity financing preference, underdeveloped enterprise bond market, the trend of short term bank loans and imperfect legal system.

This paper uses managers' overconfidence to explain the phenomenon that traditional finance theory can not explain, it's useful to the development of corporate finance theory, and it also provides a new approach to the study of corporate financing behavior. In addition, based on the background of Chinese institution and the listed companies' actual situation, this paper design an indicator to measure managers' overconfidence based on the listed company earnings forecast system. In comparison, the indicator is more comprehensive, objective and stringent. It can rich the indicators of managers' overconfidence, and provide a reference tool for the related researches.

According to the conclusions, this paper also puts forward some policy suggestions: First, establish an effective mechanism to constraint managers' overconfidence. Second, strengthen the companies' cash flow management. Third, perfect the companies' governance structure, strengthen the internal supervision and balance. Fourth, develop the market of long term debt.

Keywords: Managers' Overconfidence; Corporate Finance; Debt Level; Debt Maturity.

目 录

导论	1
一、研究背景	1
二、研究意义	2
三、研究思路和研究方法	3
四、内容安排	4
第一章 文献综述及研究假设的提出	6
第一节 有关资本结构理论的文献综述	6
一、早期资本结构理论模型	6
二、现代资本结构理论模型	6
第二节 有关债务期限选择理论的文献综述	8
一、基于代理成本的理论	8
二、基于信号传递的理论	9
三、基于税收的理论	10
第三节 有关管理者过度自信与公司融资行为的文献综述	10
一、管理者过度自信与资本结构	10
二、管理者过度自信与债务期限结构	13
第四节 研究假设的提出	14
一、管理者过度自信与资本结构	14
二、管理者过度自信与债务期限结构	15
第二章 构建管理者过度自信的度量指标	17
第一节 现有管理者过度自信度量指标的介绍和评价	17
一、管理者的股票期权或股票持有量	17
二、消费者情绪指数或企业景气指数	18
三、管理者的身份	18
四、主流媒体对于 CEO 的评价	18
五、CEO 实施并购的频率	19
六、管理者盈余预测	19

七、CEO 的相对薪酬比例	20
第二节 构建基于管理者业绩预告的过度自信度量指标	21
第三章 实证研究设计	22
第一节 样本选择与数据来源	22
一、样本选择	22
二、数据来源	24
第二节 变量设计及模型设定	24
一、管理者过度自信与资本结构	24
二、管理者过度自信与债务期限结构	28
第四章 实证分析	32
第一节 变量的描述性统计	32
第二节 变量的相关性分析	33
第三节 模型回归结果及分析	35
一、管理者过度自信与公司资本结构	35
二、管理者过度自信与公司债务期限结构	40
第四节 稳健性检验	43
一、管理者过度自信与资本结构的稳健性检验	43
二、管理者过度自信与债务期限结构的稳健性检验	45
第五章 结论和建议	47
第一节 研究结论与研究启示	47
一、研究结论	47
二、研究启示	48
第二节 政策建议	48
一、建立约束管理者过度自信的有效机制	48
二、加强公司现金流量管理工作	50
三、完善公司内部治理结构，加强内部监督和制衡	50
四、发展长期债务融资市场	51
第三节 研究局限性及未来研究方向	51

[参考文献].....53
致谢.....58

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Introduction	1
Part 1 Research Background.....	1
Part 2 Research Significance	2
Part 3 Research Thought and Methods	3
Part 4 Content Arrangement	4
Chapter one : Literature Review and Research Assumptions	6
First quarter : Review of Capital Structure Theory	6
Part 1 Early Capital Structure Model.....	6
Part 2 Modern Capital Structure Model.....	6
Second quarter : Review of Debt Maturity Structure Theory	8
Part 1 The Theory Based on the Agency Cost	8
Part 2 The Theory Based on the Signal Transmission	9
Part 3 The Theory Based on the Tax.....	10
Third quarter : Review of Managers' Overconfidence and Corporates' Financing	10
Part 1 Managers' Overconfidence and Capital Structure.....	10
Part 2 Managers' Overconfidence and Debt Maturity Structure	13
Fourth quarter : Research Assumptions.....	14
Part 1 Managers' Overconfidence and Capital Structure.....	14
Part 2 Managers' Overconfidence and Debt Maturity Structure	15
Chapter two : Design the Indicator of Managers' Overconfidence...17	
First quarter : Evaluation of Present Indicator of Managers' Overconfidence	17
Part 1 Managers' Stock Option or Stock Holdings	17
Part 2 Consumer Sentiment Index or Business Climate Index	18
Part 3 Managers' Identity	18

Part 4	The Main Medias' Evaluation of CEO	18
Part 5	The Frequency of Merger and Acquisition by CEO.....	19
Part 6	Managers' Earning Forecast.....	19
Part 7	The Compensation Ratio of CEO.....	20
Second quarter : Design the Indicator of Managers' Overconfidence Based on Managers' Earning Forecast System.....		21
Chapter three : Design of Empirical Research.....		22
First quarter : Sample Selection and Data Source.....		22
Part 1	Sample Selection	22
Part 2	Data Source	24
Second quarter : Variables Definition and Model Set.....		24
Part 1	Managers' Overconfidence and Capital Structure	24
Part 2	Managers' Overconfidence and Debt Maturity Structure	28
Chapter four : Empirical Analysis.....		32
First quarter : Descriptive Statistics of Variables		32
Second quarter : Relevance Analysis of Variables		33
Third quarter : Regression Results and Analysis of Models.....		35
Part 1	Managers' Overconfidence and Capital Structure	35
Part 2	Managers' Overconfidence and Debt Maturity Structure	40
Fourth quarter : Stability Test		43
Part 1	Stability Test of Managers' Overconfidence and Capital Structure . .	43
Part 2	Stability Test of Managers' Overconfidence and Debt Maturity Structure	45
Chapter five : Conclusion and Recommendations		47
First quarter : Research Conclusion and Research Implication		47
Part 1	Research Conclusions.	47
Part 2	Research Implications	48
Second quarter : Policy Recommendations.....		48
Part 1	Establish a Mechanism to Constraint Managers' Overconfidence. . .	48

Part 2	Strengthen the Companies' Cash Flow Management.	50
Part 3	Perfect the Companies' Governance Structure, Strengthen the Internal Supervision and Balance	50
Part 4	Develop the Market of Long Term Debt	51
Third quarter : Study Limitations and Future Prospects		51
Reference		53
Postscript		58

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

导论

一、研究背景

传统企业融资理论是在“资本市场是有效的”前提下探讨企业的融资行为，研究理性的管理者在面对成熟的资本市场时如何做出最优的融资决策。经过多年的发展，产生了 MM 定理、代理理论、信息不对称理论等经典的理论，从不同的角度解释了企业的融资行为。这些理论均隐含地假定管理者和投资者都是追求效用最大化的理性决策者。然而大量的实证研究表明，这些理论并不能完美地对企业的实际融资行为加以解释。随着资产定价领域对资本市场有效性假说的重新质疑和论证以及行为金融学的兴起，一些西方学者开始从行为金融学的视角分析企业的融资行为，对“理性人”假设进行了修正，提出了“非完全理性人”假设，即现实中决策行为人并不都是完全意义上的理性人，他们的决策行为不仅容易受到经济利益的驱动，而且容易受到主观心理因素的影响，同时还可能受到来自外部环境的不确定性干扰。最突出的非理性特征就是过度自信^①，即由于受到诸如情绪、偏见和感觉等主观心理因素的影响，过度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（Shefrin, 2001）。^[1]

大量的心理学研究表明，人群中相当部分的个体总是对自己的知识和能力、判断和决策以及掌握的信息过度自信，高估自己成功的概率和私人信息的准确性。心理学家们的研究还发现有一些职业领域往往与过度自信相联系，如外科医生和护士、心理学家、投资银行家、投资者、工程师、律师和经理们在判断和决策中会存在过度自信的特征。^[2]

在心理学家发现人们普遍存在过度自信的心理特征之后，经济学家们研究了这一特征在管理者中的表现，发现对于管理者来说，过度自信尤其严重。Kidd and Morgan（1969）研究发现，电力企业的管理者一向低估生产设备停工的可能性，在生产管理方面表现出了一定的过度自信。^[3]March and Shapira（1987）的研究发现，选择了投资项目的 CEO，可能存在控制幻觉，并严重低估投资项目失败的可能性，一味地看好项目的预期收益，这个可以看成是过度投资的一个因素。^[4]

^① 学者们对过度自信有不同的表述，Roll（1986）使用“Hubris”、Heaton（2002）使用“Optimism”、Malmendier and Tate（2005）使用“Overconfidence”。

Cooper, Woo and Dunkelberg (1988) 对美国企业家的调查显示, 创业企业家们认为别人的企业成功的概率只有 59%, 而自己成功的概率则高达 81%。其中, 只有 11% 的人认为别人的成功概率为 100%, 而相信自己成功的概率为 100% 的则高达 33%。但后续的研究却发现, 这些被调查企业中有 66% 的企业以失败告终。这说明创业企业家们普遍存在着过度自信心理。^[5]Landier and Thesmar (2005) 对法国企业家的调查也得出了同样的结论。在它们的调查中, 56% 的创业企业家认为自己的企业能够发展下去, 而只有 6% 的企业家对自己企业的前途感到担忧。但是在跟踪调查三年以后, 前者的比例下降为 38%, 后者的比例上升为 17%。^[6]不仅在创业企业, 在成熟企业里, 这种过度自信特征也很普遍。Morrow, Phillips and Myers (1981) 考察了美国能源行业设备投资情况, 研究发现, 企业管理者们往往非常乐观地低估设备投资成本, 而实际成本往往是他们所预计成本的两倍以上。^[7]Camerer and Lovo (1999) 的实验研究也表明, 企业家普遍相信自己的能力高于其竞争对手, 这种对自己能力的过度自信导致企业家过多地进入商业竞争, 可能会导致过多的并购等等。^[8]

因此, 随着研究的深入和发展, 从公司财务管理的角度来看, 管理者过度自信的心理和行为特征, 必然会在其融资决策中有所体现。管理者非理性尤其是过度自信的认知偏差与公司融资决策关系的研究逐渐进入学者的视野而成为一个新的研究热点。而当前, 针对中国制度背景下的管理者过度自信与公司融资行为的研究成果则仍较为缺乏。因此, 本文基于对管理者过度自信相关研究领域的国内外重要研究成果进行系统的梳理, 通过理论分析与问题假设, 探讨管理者过度自信与企业融资行为之间的关系, 并且利用中国上市公司的经验数据进行实证研究, 来进一步验证: 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? 以期来丰富公司融资决策的相关研究内容, 并且用实证研究结论丰富国内在该领域的研究成果。

二、研究意义

尽管行为金融理论已经兴起, 但是过度自信理论作为行为金融理论的重要组成部分, 相关的研究还有待成熟。国外学者从本世纪初才开始将管理者过度自信理论与公司的财务行为结合起来进行深入研究, 而国内学者对于此领域的研究仍处于探索阶段。相对于投资者的非理性行为, 管理者的非理性行为对公司财务决策

影响的研究落后很多，理论研究十分滞后，过度自信理论还未形成一个完整的体系。在相关的研究中，实证研究又远远滞后于理论研究。因此，本文试图从管理者过度自信这个新的视角出发，通过理论推导和实证研究，来探讨管理者过度自信与公司融资行为之间的关系，具有较强的理论意义和实践意义。

本文研究的理论意义主要有以下两个方面。

第一，有助于公司金融理论研究的丰富和拓展。从管理者过度自信这一新的视角来阐释传统融资理论难以解释的现象，更接近现实，而且将管理者过度自信为代表的非理性因素纳入到公司金融研究领域，是对公司金融理论发展的有益探索，有助于行为公司金融理论中管理者非理性分支理论的发展。

第二，通过对管理者过度自信与公司融资行为的研究，将关注点从“物”转变到“人”，既能够为中国上市公司融资行为研究提供新的研究思路，也能够为进一步研究管理者其他方面的非理性行为奠定基础。

同时，基于深圳证券交易所 A 股上市公司的经验数据，对管理者过度自信与公司融资行为关系的实证研究，也具备了较强的实践意义。

第一，我们可以基于实证研究的结果，用一个新的视角去看待和分析公司的融资决策行为，对实践中的管理具有一定的指导意义。通过对管理者过度自信与公司融资行为关系的研究，有利于上市公司负债水平、债务期限结构的选择和优化，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。

第二，由于管理者过度自信这种非理性因素的存在会给企业带来负面的影响，因此，我们可以基于实证的研究，在管理者薪酬激励奖惩机制、现金流量管理、公司治理结构、股权安排、融资约束等方面，进行客观、理性的安排，以期通过一种科学、高效的方式，来促进企业的高效运营，提升企业的价值。

三、研究思路和研究方法

本文从管理者过度自信的视角来研究 A 股公司融资行为，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就显得至关重要。本文首先阐述了公司融资决策的理论基础——资本结构理论和债务期限选择理论，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行为

的作用机理，提出了实证研究的假设。其次，对实证研究中最关键的因素——管理者过度自信的度量指标进行系统地介绍和评价，鉴于中国的制度背景和上市公司的实际情况，以上市公司业绩预告数据构建了管理者过度自信的度量指标。最后，在实证分析部分，以 2007-2010 年在第三季报中披露业绩预告的深圳证券交易所 A 股公司为原始样本，来检验管理者过度自信与 A 股公司融资行为的关系。

本文采用的研究方法主要有：第一，文献研究法。本文基于管理者过度自信这一视角，通过查看大量的文献来获得资料，以期全面了解管理者过度自信对公司融资行为的影响。第二，规范研究法。在大量收集、查看已有的文献、资料的基础上，运用归纳与演绎、分析与综合等方法，对所获得的各种资料进行思维加工，从而得出自己的结论。第三，实证分析法。本文以 2007-2010 年在第三季报中披露业绩预告的深圳证券交易所 A 股公司为原始样本，通过对这些公司有关数据的收集、整理和分析，从而得到所需要的研究样本，力求通过数据来论证所要阐述的观点。

四、内容安排

根据学术规范与研究问题的需要，本文共分为五章，主要内容如下：

第一章：文献综述及研究假设的提出。本文首先从资本结构理论、债务期限选择理论和管理者过度自信与公司融资关系这三个方面，分别对国内外的相关文献进行梳理与评述。然后，在文献综述的理论基础上，进行简要的理论分析和推导，提出了管理者过度自信与公司资本结构、债务期限结构之间关系的假设。

第二章：构建管理者过度自信的度量指标。如何构建一个合理的管理者过度自信度量指标，是本文研究的前提和关键。通过对现有相关研究文献中管理者过度自信度量指标的简单介绍和评价，并结合我国特殊的制度背景与上市公司的实际情况，本文尝试将上市公司业绩预告中预测净利润增长率与实际净利润增长率的差额定义为预测误差 FE，如果 $FE \geq 100\%$ ，则视为过度自信的管理者。与现有研究稍有不同的是，本文从相对数的角度来定义预测误差，且对判定管理者是否过度自信的标准设置的更为严格，需 $FE \geq 100\%$ ，才将其视为过度自信，更能保证研究结果的可靠性。

第三章：实证研究设计。首先，确定样本选择与数据来源。其次，根据第一章的研究假设，分别对研究管理者过度自信与公司资本结构、债务期限结构之间关

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库