

管理者过度自信对企业债务期限结构的影响研究

严 静

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430060)

【摘要】 本文从行为金融学的视角出发,打破传统融资理论中管理者理性的假设,实证分析了管理者过度自信对企业债务期限结构的影响。结果表明,过度自信的管理者更倾向于选择短期债务而不是长期债务。

【关键词】 管理者过度自信 债务期限结构 行为金融学

传统的企业融资理论都是在“资本市场是有效的”这一前提下探讨企业的融资结构,研究理性的管理者在面对成熟的资本市场时是如何做出最优融资决策的。然而大量的实证研究表明,这一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,他们对管理者理性的假设做出了重要修正。

我国学者在该领域的研究尚处于起步阶段,现有文献主要集中在行为金融理论以及管理者过度自信对投融资决策的影响的评述上,缺少相关的经验研究。本文试图以我国非金融类 A 股上市公司作为考察对象,实证分析管理者过度自信对企业债务期限结构的影响,以补充相关经验证据、拓展现有研究空间。

一、研究假设

Landier 和 Thesmar(2004)提出了一种可参考的理论框架来分析管理者过度自信对公司融资决策可能造成的影响。他们建立了一个关于最优债务契约的简单的委托代理模型,模型中不同阶段控制权的分布成为具有不同目标函数的利益主体相互博弈的重点。当仅存在债务契约时,过度自信的管理者会选择短期债务契约,而理性的管理者会选择长期债务契约,从而达到分离均衡。

从现实的角度考虑,过度自信的管理者显然更倾向于选择短期债务,这是因为:①过度自信的管理者往往会高估投资项目的收益,这使得他们对未来现金流存在良好的预期,从而他们会选择短期债务;②过度自信的管理者往往会高估自己的经营能力以及资金筹措能力,尽管长期债务可以有效降低续贷风险,但过度自信的管理者更愿意选择成本较低的短期债务,因为他们相信自己有足够的不断筹集新的成本较低的资金。基于以上讨论,我们提出以下假设:管理者的自信程度与企业的债务期限结构负相关。在这里,我们将债务期限结构定义为长期负债占总负债的比例。

二、研究设计

1. 样本选取和数据来源。本文以 2004~2006 年编制合并

资产负债表的非金融类 A 股上市公司作为考察对象,剔除 CEO 在此期间有过异动以及 2005~2007 年有增发行为的公司,剔除同时拥有 B 股或 H 股、在考察期间被 ST 或 PT 以及财务数据异常或缺失的公司,最后得到了 244 家样本公司的 732 个观察样本。本文数据来源于 Wind 数据库。

2. 管理者过度自信的衡量方法。要做到对管理者过度自信的准确衡量实际上是非常困难的,这也是造成相关实证研究相对滞后的主要原因。常用的衡量方法包括管理者持股情况判别法、宏观指数度量法、并购频次判别法等。考虑到各类衡量方法的适用性以及数据的可得性,本文借鉴 Lin、Hu 和 Chen(2005)提出的盈余预期判别法的思路,并针对我国市场的业绩预告制度做了一定的调整,以此来衡量管理者是否过度自信。目前我国上市公司的业绩预期有如下几种类型,即大幅上升、预盈、业绩持平、扭亏为盈、减亏、预亏、大幅下跌、不确定。我们取前五种类型的样本与实际情况相比较,如果预期值大于实际值,则认为管理者存在向上的预期偏误。为了排除“噪声”因素,我们对样本进行三年连续观察,当连续任职的管理者在考察期内进行业绩预测出现向上的偏误次数多于出现向下的偏误次数时,则将管理者定义为过度自信。

同时我们也借鉴了我国台湾学者李琮健的衡量思路,以管理者是否具备财经知识这一替代变量来进行稳健性检验。我们认为,具备财经知识的管理者对资本市场及资金风险的认识更深,因而他们会更理性而非过度自信,从而会选择长期债务。

3. 研究变量及模型设计。结合传统融资理论中关于债务期限结构影响因素的经验证据,我们在控制部分公司特征变量的条件下,检验管理者过度自信是否会对企业的债务期限结构造成影响。研究变量如表 1 所示。

我们希望根据样本结果对总体进行分析,因而把反映个体差异的特定常数项看做是跨个体的成员的随机分布,因而选择变截距随机效应模型如下:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{itk} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

其中:Y 为被解释变量(债务期限结构);X 为解释变量;

表 1 研究变量

变量名称	变量符号	变量定义	预期符号
债务期限结构	MAT	长期负债/总负债×100%	
管理者过度自信	CONF	1为是,0为否	-
资产期限	AT	(流动资产/主营业务成本)×[流动资产/(固定资产净值+流动资产)]+[固定资产净值/(折旧+待摊费用)]×[固定资产净值/(固定资产净值+流动资产)]	+
自由现金流量	FCF	经营活动现金净流量/(M/B×资产账面价值总额)	-
公司规模	SIZE	总资产的自然对数	+
主营业务收入增长率	GR	(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/本年主营业务收入	+
信息不对称程度	AI	当M/B大于样本均值时为1,否则为0	-
Altman-Z指标	RISK	1.2×(营运资本/总资产)+1.4×(留存收益/总资产)+3.3×(息税前利润/总资产)+0.6×(总市值/负债)+0.99×(销售收入/总资产)	-
财务杠杆	LEV	总负债/总资产	+

下标 i 代表不同公司的截面单元;下标 t 代表不同的年份; μ_i 为截面随机误差分量,代表公司的异质性,可以认为这些特征在一定时期内是稳定的; γ_t 为时间随机误差分量,代表各截面单元共有的随时间变化的特定影响因素(如宏观制度环境等); ε_{it} 表示混合随机误差项。

三、实证分析

本文中主要变量的描述性统计分析结果见表 2:

表 2 描述性统计分析结果

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
MAT(%)	14.942 27	8.446 332	78.689 4	0	17.402 83
CONF	0.024 59	0	1	0	0.154 978
AT	7.785 66	5.440 94	481.307	-16.204 04	18.896 66
FCF	960 704.9	8 455 825	4.07E+09	-3.86E+09	4.74E+08
SIZE	21.642 66	21.559 89	25.182 5	19.680 5	0.843 315
GR	14.548 51	15.605 27	83.855 25	-111.568 3	19.935 81
AI	0.163 934	0	1	0	0.370 469
RISK	2.826 642	2.097 619	27.552 8	-0.071 426	2.989 612
LEV	50.938 45	52.6	85.36	3.928 223	16.246 89

从表 2 可以看到,样本公司债务期限结构的均值仅约为 14.94%,最小值甚至为 0,远低于西方发达国家公司的债务期限结构水平;CONF 的均值较小,说明大部分上市公司的管理人员较为理性,在进行盈利预测时相对谨慎。

表 3 为回归结果,回归 1 中采用盈余预期判别法来衡量管理者是否过度自信,回归 2 中对管理者过度自信采用替代指标进行了稳健性检验。

表 3 管理者过度自信与企业债务期限结构的回归结果

解释变量	预期符号	回归 1	回归 2
(Constant)		18.626 39*** (-3.572 141)	-81.359 98*** (-3.637 032)
CONF	-	-8.314 877* (-1.837 538)	-1.678 561* (-1.710 993)
AT	+	0.010 838 (0.580 036)	0.011 175 (0.598 078)
FCF	-	-4.35E-09*** (-4.831 393)	-4.38E-09*** (-4.862 597)
SIZE	+	4.230 782*** (3.930 275)	4.373 840*** (4.088 204)
GR	+	-0.003 748 (-0.202 559)	-0.003 578 (-0.193 381)
AI	-	-0.561 102 (-1.472 044)	-0.627 247 (-1.528 197)
RISK	-	-0.484 865** (-2.033 522)	-0.490 727** (-2.058 504)
LEV	+	0.096 652* (1.811 666)	0.086 921* (-1.732 613)
Adj.R ²		0.181 004	0.179 421

注:*表示 10%的显著性水平,**表示 5%的显著性水平,***表示 1%的显著性水平。

从回归结果我们可以看到,管理者过度自信确实能对企业的债务期限结构造成一定影响,过度自信的管理者更倾向于选择短期债务而不是长期债务。本文回归结果与 Barclay 和 Smith(1995)以及 Guedes 和 Opler(1996)等的研究结论一致,即资产期限、公司规模以及财务杠杆与企业债务期限结构正相关,自由现金流量与企业债务期限结构显著负相关。回归 2 的结果与回归 1 的结果基本类似,这进一步支持了本文的理论假设。

四、研究结论

本文以我国非金融类 A 股上市公司作为研究样本,考察了管理者过度自信对企业债务期限结构的影响。回归结果表明,在控制了债务期限等传统融资理论下的公司特征影响因素后,管理者自信程度与企业的债务期限结构负相关。本文的研究结论证实了 Landier 和 Thesmar(2004)的理论,为拓展国内的企业债务期限结构理论研究提供了有益的经验证据。

主要参考文献

1. U. Malmendier, G. Tate. CEO Overconfidence and Corporate Investment. Journal of Finance, 2004; 60
2. 余明桂,夏新平,邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为. 管理世界, 2006; 8