大股东控制、管理者过度自信与企业债务期限结构

章细贞(博士)　张　琳

(中南大学商学院　长沙　410083)

【摘要】本文就大股东控制、管理者过度自信对企业债务期限结构的影响进行了实证检验。研究发现:管理者过度自信程度与债务期限结构显著正相关;第一大股东持股比例和管理者过度自信的交互项与债务期限结构显著正相关,表明在第一大股东持股比例较高的公司中,管理者过度自信与债务期限结构的正相关关系有所增强;在实际控制人为国有性质和非国有性质的企业中,管理者过度自信对债务期限结构的影响并无明显差异。

【关键词】行为金融　大股东控制　管理者过度自信　债务期限结构

一、引言

传统的企业融资理论都是建立在人尤其是管理者是理性的这一假设之上。然而,心理学研究表明,人并非完全理性,人在进行决策时信念和偏好会导致结果出现系统性偏差,其中最有名的结论就是人们在决策判断过程中会表现出过度自信行为。Debond 和 Thaler(1995)认为过度自信是决策心理学中最稳健的发现之一。

在公司财务决策中,人们认为相对于一般人来说,企业管理者更倾向于过度自信。管理者过度自信行为的存在动摇了传统企业融资理论的重要基石之一——理性人假设,由此学者们开始从行为金融学视角来研究管理者的非理性行为特别是过度自信行为对公司融资决策的影响。

由于公司治理的最终目的是保证公司决策的科学化,所以,有效的公司治理机制能够对管理者的决策行为进行制衡与监督,从而在一定程度上抑制管理者的非理性行为。而在我国,股权高度集中的现象非常普遍,因此,大股东控制及其引致的相关问题引起了学者的广泛关注,也成为了公司治理研究的重要内容。本文基于国内外已有研究成果,通过加入大股东控制公司治理因素来考察管理者过度自信对企业债务期限结构的影响。

二、文献综述与研究假设

1. 管理者过度自信与债务期限结构。一般认为,所谓管理者过度自信,是指管理者在进行决策时由于高估自身的能力和知识而产生偏差,从而导致其高估决策成功的可能性并低估与决策相关的风险。

值得注意的是,不同学者在文献中对管理者过度自信的表述存在差异。如 Svenson(1981)将人们在形成自己判断时经常对自己的判断过于自信、高估自己成功机会的现象视为过度自信;Heaton(2002)使用了"乐观";Roll(1986)使用了"狂妄自大";Campbell(2007)将管理者高估未来收益视为过度自信;Malmendier 和 Tate(2005)使用了"过度自信"。而我国学者江晓东(2005)认为过度自信通常有两种表现形式:①人们在对可能性做出估计时缺乏准确性;②人们对数量估计的置信区间设置得太过狭窄等。然而,不同的表述方式并不改变管理者过度自信这一心理现象的本质特征。

行为金融学理论研究表明,过度自信的管理者在选择债务期限结构时存在一定的偏好。一方面,过度自信的管理者往往高估自己的经营能力和投资项目的盈利能力,他们相信其投资收益比投资项目的实际收益要高,所以过度自信的管理者往往会进行过度投资,这已经为大量研究所证明。

为了避开短期负债融资对过度投资决策的约束作用,再加上长期负债可以平滑各期的还贷压力,过度自信的管理者会更倾向于长期负债。Itzhak Ben-David、John R.Graham 和 Campbell R.Harvey(2007)采用调查资料进行实证检验,证明过度自信会导致管理者倾向于较高的负债比例,特别是长期负债。徐向艺和李鑫(2005)的研究支持了这一结论。鉴于此,本文提出假设 1:管理者的过度自信程度与企业债务期限结构正相关。

2. 大股东控制对管理者过度自信与债务期限关系的调节作用。公司治理的最终目标是保证公司决策的科学化,那么公司治理机制的设置势必会对管理者决策产生影响。良好的公司治理机制能够监督与制约管理者的非理性行为。可见,公司治理因素、管理者过度自信与债务期限结构三者之间存在着一定的内在联系。

在我国,上市公司第一大股东持股比例大多都比较高,而 Morck(2007)的研究结果表明,在股权集中度相对较高、监督机制不完善的情况下,会导致管理者的过度自信心理很难及时矫正。鉴于此,本文加入大股东控制公司治理因素,考察管理者过度自信与债务期限结构的关系。本文提出假设 2:在第一大股东持股比例高的公司中,管理者过度自信与债务期限结构的正相关关系表现得更加显著。

此外,在我国,实际控制人为国有性质的上市公司占了很

大一部分比重。由于我国市场经济逐步完善的过程中,政府仍然在资源配置方面具有重要地位，且倾向于对与其有密切联系的企业提供援助，这实际上是为国有企业提供了一种强大的“隐性担保”。因此,国有企业往往具有实力雄厚、信誉较高的特征,其管理者更容易过度自信,也更容易获得较高风险的长期贷款。

刘志远、毛淑珍等(2008)研究认为,当上市公司的终极控制人为国有性质时,其长期负债比率较高。黄莲琴等(2010)认为，不同所有制上市公司中过度自信的管理者都倾向于长期债务,但在国有上市公司中表现得更为显著。据此,本文提出假设3:在实际控制人为国有性质的企业中,管理者过度自信与债务期限结构的正相关关系更显著。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文的研究数据来源于国泰安数据库和东方财富网,研究样本选取2008~2010年在上海证券交易所和深圳证券交易所挂牌交易，并在期间发布了年度业绩预告的A股上市公司。

在此基础上,本文还对样本进行了如下筛选:①由于金融行业上市公司的财务特征与其他行业的公司相比有较大差异,故剔除金融类上市公司数据;②为了消除IPO的影响,本文选取在2007年之前上市的A股公司；③本文剔除了数据不完整、异常值的样本。

根据以上筛选,本文共得到了1 026个样本观察值,其中2008年334个样本观察值,2009年355个样本观察值,2010年337个样本观察值。

2. 变量定义。

(1)被解释变量——“债务期限结构”的界定。本文结合相关文献及我国实际情况，使用长期债务与总债务之比来衡量债务期限结构。

(2)本文设定的解释变量有三个:管理者过度自信(Overconfidence,简称OVER)、第一大股东持股比例(TOP1)和实际控制人性质(Nature)。

管理者过度自信变量的衡量:纵观国内外的相关研究,管理者过度自信的度量方式主要有四种——管理者的股票期权或股票持有状况;企业的盈利预测偏差;企业景气指数;CEO的相对薪酬比例。考虑到各种衡量方法的适用性及数据的可获得性，本文采用第二种方法即盈利预测判别法来衡量管理者过度自信。目前,我国上市公司的盈利预测即业绩预告主要类型有大幅上升预警、预盈、业绩持平、扭亏为盈、预亏、大幅下跌预警等。如果乐观预期(大幅上升预警、预盈、业绩持平)在事后发生变化,也就是预告的业绩比实际的好,本文就将该公司的管理者定义为过度自信（OVER），取值为1，否则OVER取值为0。

另外，本文选取第一大股东持股比例作为大股东控制的衡量变量,同时采用“实际控制人性质”作为其相关变量进行分析。通过参考相关文献,本文用第一大股东所持股份占总股份的比例来度量第一大股东持股比例；用一个虚拟变量Nature来作为实际控制人性质的代理变量，当第一大股东为国有股时,值为1,否则为0。

(3)控制变量。基于传统的债务期限结构影响因素,结合我国上市公司的实际情况,本文选取公司成长机会、自由现金流量、公司规模、国有持股、信息不对称程度、实际税率、资产期限、财务杠杆、行业、年度作为控制变量。本文对控制变量的定义方法参考了相关的经验研究。

本文变量及其定义如表1所示：

表1　　变量及其定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	预期符号
被解释变量	债务期限结构	MAT	长期债务/总债务	
解释变量	管理者过度自信	OVER	当预告业绩比实际业绩好时为1,否则为0	+
	第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东所持股份/总股份	+
	实际控制人性质	Nature	第一大股东为国有股时为1,否则为0	+
控制变量	公司成长机会	TobinQ	(股权市值+净债务市值)/期末总资产	−
	自由现金流量	FCF	经营活动现金流/[(M/B)×总资产]	−
	公司规模	SIZE	总资产的自然对数	+
	国有持股	SOS	(国家股+国有法人股)/总股本	+
	信息不对称程度	AI	当M/B大于样本均值时为1,否则为0	−
	实际税率	ERT	所得税/税前利润总额	+
	资产期限	AM	非流动资产/总资产	+
	财务杠杆	LEV	总负债/总资产	+
	行业虚拟变量	IND_i	当公司属于某一行业时,IND_i为1,否则为0	
	年度虚拟变量	$YEAR_j$	当数据属于某一年度时,$YEAR_j$取1,否则取0	

3. 模型构建。现有文献在研究债务期限结构的影响因素时,主要是基于理性经济人假设,考虑公司本身的特征对债务期限结构的影响，而很少考虑管理者个人特征对公司债务期限结构的影响。本文在相关研究的基础上,引入第一大股东持股比例公司治理因素，考察管理者过度自信对公司债务期限结构的影响。

为了对提出的三个研究假设进行实证检验，本文设定以下回归模型：

$$MAT=\beta_0+\beta_1OVER+\beta_2TOP1+\beta_3OVER\cdot TOP1+\beta_4TobinQ+\beta_5FCF+\beta_6SIZE+\beta_7SOS+\beta_8AI+\beta_9ERT+\beta_{10}AM+\beta_{11}LEV+\sum_{i=12}^{22}\beta_iIND_i+\sum_{i=13}^{24}\beta_jYEAR_j+\varepsilon$$

其中:β_i为待估参数,ε为随机误差项。

四、实证分析

考虑到可能存在的多重共线性影响，本文在回归过程中采用逐步回归法排除引起多重共线性的变量，剔除了不显著的公司成长机会、国有持股、信息不对称程度、实际税率四个控制变量,回归结果见表2。

表2　　多元回归结果

变　量	模型1	模型2	模型3(国有)	模型4(非国有)
Constant	−0.922 ** (−9.992)	−0.907 ** (−9.773)	−0.837 ** (−5.733)	−0.889 ** (−6.756)
管理者过度自信(OVER)	0.053 ** (3.620)	0.040 (0.715)	0.054 ** (2.564)	0.056 ** (2.796)
第一大股东持股比例(TOP1)		0.021 (0.770)		
OVER * TOP1		0.133 ** (3.697)		
自由现金流量(FCF)	−0.248 ** (−2.828)	−0.244 ** (−2.786)	−0.039 (−1.109)	−0.387 ** (−3.135)
公司规模(SIZE)	0.042 ** (9.578)	0.041 ** (9.403)	0.034 ** (5.002)	0.045 ** (7.316)
资产期限(AM)	0.313 ** (12.152)	0.310 ** (12.042)	0.453 ** (10.516)	0.206 ** (6.379)
财务杠杆(LEV)	0.096 ** (3.694)	0.098 ** (3.738)	0.153 ** (3.652)	0.064 (1.713)
行业虚拟变量(IND)	控制	控制	控制	控制
年度虚拟变量(YEAR)	控制	控制	控制	控制
Adjusted R Square	0.392	0.393	0.484	0.262
F	37.756 **	37.807 **	24.213 **	13.604 **
Durbin−Watson	1.942	1.944	2.014	1.826
样本数(N)	1 026	1 026	422	604

注：**、*分别表示在1%和5%水平上显著，括号内的为t检验值。

1. 假设1的检验。表2中，模型1的回归结果表明，管理者过度自信与债务期限结构在1%的水平上显著正相关，验证了本文假设1。这说明过度自信的管理者更倾向于长期债务，这样做不仅可以避开短期负债的约束，将风险滞后，还可以平滑各期还贷压力，提高资产流动性。该结果与Itzhak Ben−David、John R.Graham和Campbell R.Harvey(2007)、周洪亮(2009)等的研究结论一致。

2. 假设2的检验。表2中，模型2在模型1的基础上加入了第一大股东持股比例、管理者过度自信与第一大股东持股比例的交互项进行回归，管理者过度自信的系数变小了且变得不显著，但是交互项的系数在1%的显著性水平上显著为正。这表明，第一大股东持股比例的提高能促进管理者过度自信和债务期限结构之间的正相关关系，与本文预期一致。

随着大股东持股比例的提高，其他股东的约束力减弱，很容易造成最大股东的“挖隧道”效应，进而导致大股东与中小股东的矛盾。这是公司治理机制的负效应，无法对过度自信的管理者形成有效的监督和约束，从而使得管理者过度自信与债务期限结构之间的正相关关系有所增强。

3. 假设3的检验。表2中，模型3的回归样本为实际控制人为国有性质的上市公司，模型4的回归样本为实际控制人为非国有性质的上市公司。从模型3和模型4的回归结果可以看出，管理者过度自信对债务期限结构的影响都是在1%的水平上显著正相关，并且相关系数也相差无几。这说明实际控制人的性质对管理者过度自信和债务期限结构之间的正相关关系并无显著影响，否定了本文假设3。

对此，本文认为，实际控制人为国有性质的企业主要是因为“政治联系”而具有独特性，但如今越来越多的民营企业意识到了社会资本的重要性，特别是政企关系这种社会资本，它们会通过各种方式来获得“政治联系”，从而获得融资便利。而且近年来，“国退民进”和市场、制度的进一步公开合理化，也使得国企和民企的竞争不断朝着公平的方向发展。所以，实际控制人的性质对管理者过度自信和债务期限结构的相关关系并不会产生显著影响。

此外，从表2中可以看出，四个模型的Durbin−Watson系数都在2左右，说明两个模型的随机误差项都是相互独立的，不存在序列相关的问题。模型调整后的判定系数值都高于0.25，说明回归模型的解释能力较强。关于控制变量，自由现金流量与债务期限结构负相关，公司规模、资产期限、财务杠杆与债务期限结构正相关，且相关系数都通过了显著性检验，这与已有的研究结果和本文的理论预期一致。

五、结论

本文基于行为金融学理论，放松了管理者理性的假设，在分析管理者过度自信对上市公司债务期限结构影响的同时，考虑了大股东控制公司治理因素。本文首先对相关文献进行了综述；然后提出研究假设；在进一步控制了债务期限结构的影响因素后，建立实证模型；并通过回归分析来考察大股东控制、管理者过度自信、债务期限结构三者之间的关系。

研究结果表明：过度自信的管理者更倾向于长期债务；在第一大股东持股比例较高的公司中，管理者过度自信与债务期限结构的正相关关系有所增强；上市公司实际控制人性质对管理者过度自信和债务期限结构之间的正相关关系并无显著影响。本文的研究不仅是对行为金融学、资本结构研究的有利补充，而且为从公司治理角度研究行为金融学、企业资本结构选择提供了经验证据。

【注】 本文受湖南省社科基金项目(编号：09YBB425)的资助。

主要参考文献

1. Cooper A C，Woo C Y，Dunkelberg W C.Entrepreneurs' perceived chances for success.Journal of Business Venturing，1988；3

2. Heaton J B.Managerial optimism and corporate ?nance. Financial Management，2002；31

3. Malmendier U，Tate G. CEO overconfidence and corporate investment.The Journal of Finance，2005；60

4. Oliver B R.The impact of management confidence on capital structure.Working Paper Series in Finance，Australian National University，2005；7

5. 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

6. 姜付秀，张敏，陆正飞.管理者过度自信、企业扩张与财务困境.经济研究，2009；1