

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17620061151368

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

管理者过度自信与企业财务行为的  
实证研究

An Empirical Study on the Relationship between Managerial  
Overconfidence and Corporate Financial Behavior

周 洪 亮

指导教师姓名: 沈 维 涛 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 6 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘 要

管理者过度自信理论作为行为公司财务理论的重要组成部分,国内外学者已经开始在该领域进行了开创性的研究与尝试,但仍处于起步阶段,研究成果相对较少,且实证研究又远远滞后于理论研究。本文基于行为公司财务理论,松绑了对理性管理者的假设,力图探讨管理者过度自信与企业财务行为之间的关系,以期丰富管理者过度自信相关领域的研究成果,并为管理实践提供有益的借鉴。

本文从投资与债务融资两个视角出发,利用国家统计局公布的企业家信心指数对管理者过度自信程度进行定义与衡量,以2001-2006年度中国上市公司为原始数据样本,严格控制了影响企业投资与负债融资的因素后,建立回归模型,通过相关性检验与多元回归分析,并利用CEO的相对薪酬比例进行稳健性检验,实证研究了管理者过度自信对公司财务行为的影响。最终得出以下结论:第一,管理者的过度自信程度与企业过度投资水平正相关。第二,当企业的现金流充裕时,管理者的过度自信程度与企业过度投资水平的正相关程度更大;当企业的现金流不足时,管理者的过度自信程度与企业过度投资水平的正相关程度较小。第三,管理者的过度自信程度与企业的负债水平显著正相关;且当企业的现金流不足时,表现更明显。说明管理者越过度自信,越会引起较高的负债水平,尤其当内部现金流不足时,具有激进的负债融资行为。第四,管理者的过度自信程度与企业长期负债期限成正相关,相比短期负债,具有长期负债偏好。

本文丰富了管理者过度自信相关领域的研究成果,具有一定的理论意义。此外,根据研究的结论与启示,针对上市公司的财务管理实践,本文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,以平衡管理者的过度自信水平。第二,建立科学、合理的投资项目评估体系,并结合公司的现金流情况,加强盈余管理。第三,完善公司的治理结构,并合理安排公司的股权分配。第四,建立与完善管理者的薪酬激励机制。第五,进一步完善资本市场机制,发挥融资约束功能。通过上述建议,本文希望企业能够在管理实践中建立有效的机制,有效约束管理者因过度自信而采取的对公司不利的财务行为,促进企业高效运营,提高企业的价值。

**关键词:** 过度自信; 过度投资; 负债水平

## ABSTRACT

Managerial overconfidence theory, as one of the most important theories about corporate finance, has been made ground-breaking researches and tries by domestic and foreign scholars. But it is still on the initial stage and the results are relatively limited. At the same time, the empirical studies are far behind the theoretical research. This paper, based on the behavior financial theory, tries to study the relationship between managerial overconfidence and corporate financial behavior, by relaxing the assumption of rational managers. Through the study, we expect to enrich the results in managerial overconfidence field, and provide useful lessons to management practices.

From the perspectives of investment and debt financing, this paper makes an empirical study of the impact that managerial overconfidence on their financial behavior. The original sample is from the 2001-2006 annual data of the listed companies in China, and the degree of managerial overconfidence is measured by the entrepreneurs confidence index from National Statistics Bureau. Finally it comes to the following conclusions: On one hand, there is a positive correlation between managerial overconfidence and the level of corporate over-investment, especially when the cash flow is sufficient. On the other hand, there is a significant positive correlation between managerial overconfidence and the level of corporate liabilities lever, especially when the cash flow is insufficient. And the results also show that the overconfident managers preferred long-term liabilities.

It has great theoretical significance that this paper enriches the research results in managerial overconfidence and related fields. In addition, the paper also puts forward specific policy recommendations. First, establish an effective mechanism to balance the level of managerial overconfidence. Second, establish a scientific and rational system to assess the investment projects and strengthen the corporate earnings management. Third, improve the company governance structure and the shares allocation. Fourth, establish and improve the salary incentives. Fifth, further improve the capital market mechanism. Sixth, strengthen the government regulatory. With the above recommendations, it is hoped that companies can promote efficient business operations and improve enterprise value, by establishing effective mechanisms to avoid the overconfidence managers to take negative financial behavior.

**Key Words:** Managerial overconfidence; Over-investment; Liabilities level

## 目 录

1 绪论	1
1.1 选题背景及问题提出	1
1.2 研究意义与研究方法	3
1.2.1 研究意义	3
1.2.2 研究方法	4
1.3 论文贡献点	4
1.4 内容安排与研究框架	5
1.4.1 内容安排	5
1.4.2 研究框架	6
2 文献综述	7
2.1 国外相关文献及述评	7
2.2 国内相关文献及述评	10
3 理论分析及研究假设提出	14
3.1 管理者过度自信与过度投资	14
3.2 管理者过度自信与负债融资	16
4 实证分析	20
4.1 研究设计	20
4.1.1 样本选择	20
4.1.2 变量定义及衡量	21
4.1.3 模型设定	28
4.2 管理者过度自信与过度投资的实证检验	32
4.2.1 变量的描述性统计	32
4.2.2 变量的相关性分析	33
4.2.3 模型回归结果及分析	34
4.2.4 稳健性检验	37
4.3 管理者过度自信与负债融资的实证检验	39
4.3.1 变量的描述性统计	39

4.3.2 变量的相关性分析.....	40
4.3.3 模型回归结果及分析.....	41
4.3.4 稳健性检验.....	48
<b>5 结论与展望.....</b>	<b>52</b>
5.1 结论及启示.....	52
5.2 政策建议.....	53
5.3 研究的局限及未来展望.....	54
<b>参考文献.....</b>	<b>56</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>59</b>



---

**CONTENTS**

<b>Chapter1 Preface</b> .....	1
<b>1.1 Topics Background and Issues</b> .....	1
<b>1.2 Research Significance and Methods</b> .....	3
1.2.1 Research Significance .....	3
1.2.2 Research Methods .....	4
<b>1.3 Contributions</b> .....	4
<b>1.4 Arrangement and Framework</b> .....	5
1.4.1 Content Arrangement .....	5
1.4.2 Research Framework .....	6
<b>Chapter2 Literature Review</b> .....	7
<b>2.1 Review of Foreign literature</b> .....	7
<b>2.2 Review of Domestic literature</b> .....	10
<b>Chapter3 Theoretical Analysis and Research Assumptions</b> .....	14
<b>3.1 Managerial Overconfidence and Over-investment</b> .....	14
<b>3.2 Managerial Overconfidence and Liabilities level</b> .....	16
<b>Chapter4 Empirical Analysis</b> .....	20
<b>4.1 Study Design</b> .....	20
4.1.1 Sample Selection .....	20
4.1.2 Variables Definition and Measurement .....	21
4.1.3 Model Set .....	28
<b>4.2 Managerial Overconfidence and Over-investment Empirical Test</b> .....	32
4.2.1 Descriptive Statistics of Variables .....	32
4.2.2 Relevance Analysis of variables .....	33
4.2.3 Regression Results and Analysis of Models .....	34
4.2.4 Stability Test .....	37
<b>4.3 Managerial Overconfidence and Liabilities level Empirical Test</b> .....	39
4.3.1 Descriptive Statistics of Variables .....	39
4.3.2 Relevance Analysis of Variables .....	40
4.3.3 Regression Results and Analysis of Models .....	41
4.3.4 Stability Test .....	48

<b>Chapter5 Conclusion and Outlook</b> .....	52
<b>5.1 Conclusions and Inspiration</b> .....	52
<b>5.2 Policy Recommendations</b> .....	53
<b>5.3 Study Limitations and Future Prospects</b> .....	54
<b>Reference</b> .....	56
<b>Acknowledgements</b> .....	59

厦门大学博硕士论文摘要库

# 1 绪论

## 1.1 选题背景及问题提出

20世纪50年代以来，对企业财务决策行为的研究大多是建立在以“理性经济人”假设为核心的传统公司财务理论基础之上，但是很多研究都不能完全解释财务决策中的过度投资、融资偏好等异常行为。随着现代决策心理学研究在20世纪70年代以来不断取得重大进展，一些学者对“理性经济人”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不都是完全意义上的理性人，他们的决策行为不仅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。

行为公司财务理论对市场有效性中的“理性经济人”提出了挑战，引入了投资者非理性的假设，认为有时投资者的信念不完全正确，有时投资者有正确的信念，但没有做出正确的选择。该理论是将“非完全理性人”假设应用于公司财务研究所产生的重要成果，认为企业管理者和资本市场的参与者都是非完全理性的，能够对企业的异常决策行为做出较为合理的解释。

大量的心理学研究认为，人群中相当部分的个体是自我中心型的，总是对自己的知识和能力、判断和决策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。人是过度自信的，尤其对其自身知识的准确性过度自信。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、工程师、律师、投资者和经理们在判断和决策中会存在过度自信特征。Griffin 和 Tversky (1992) 发现人们在回答中等到极度困难的问题时，倾向于过度自信。Kunda (1987) 认为人们期望好事情发生在自己身上的概率高于发生在别人身上的概率，甚至对于纯粹的随机事件有不切实际的乐观主义。人们会有不切实际地进行积极的自我评价，往往认为自己的能力、前途等会比他人更好。过度自信的人往往有事后聪明的特点，夸大自己的预测的准确性，尤其在他们期望一种结果，而这种结果确实发生时，往往会过度估计自己在产生这种预期结果中的作用。Daniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam (1998) 认为成功者会将成功归因于自己知识的准确性和个人能力，这种自我归因偏差会使成功者过度自信。过度自信的人在做决策时，会过度估计并突出能引人注目

的信息，尤其会过度估计与其已经存在的信念一致的信息，并倾向于搜集那些支持其信念的信息，而忽略那些不支持其信念的信息。过度自信几乎是人类最根深蒂固的心理特征之一。

此外，心理学和经济学研究除了表明人们普遍存在过度自信外，对于管理者来说，过度自信尤其严重。例如，Kidd和Morgan（1969）研究发现，电力企业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。Larwood和Whittaker（1977）对公司高管的一个样本进行研究，结果发现他们对公司经营成功的预期不切实际，存在很大程度的主观倾向。Langer（1975）、Weinstein（1980）以及March和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，只是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。Cooper，Woo和Dunkelberg（1988）研究发现，企业家常常高估其投资项目成功的可能性，看淡投资项目的风险。他们对美国企业的调查显示，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%的人认为别人的企业成功的概率为100%，而相信自己成功的概率为100%的高达33%，但是后续研究却发现，这些被调查企业中有66%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。Russo和Schoemaker（1992）也发现，99%以上的管理人员都高估了自己的经营能力和企业的盈利能力，他们也更倾向于忽视企业客观的经营情况。Camerer和Lovallo（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。

企业管理者的过度自信程度要强于其他人。具体地可将这些解释概括为如下几个方面：企业的经营过程是非常复杂的，要求管理者在非常不确定的情况下对企业现金流进行预测和规划，而通常人们在面对较难解决的问题时会更容易产生过度自信；人们普遍存在控制幻觉，即人们相信事情在他们可以控制时会更加过度自信，而企业经营活动大多数都在管理者的控制之中；人们在面对与自身利益高度相关的事件时也容易过度自信，企业管理者的个人利益与企业利益紧密相连，这使得他们对自己经营企业所做的决策更容易过度自信。

随着研究的发展与深入，行为公司财务重点关注管理过度自信对企业财务决策的影响，但是基于这种“非完全理性人”假设，管理者过度自信跟企业财务行

为的关系到底如何？管理者过度自信是否影响企业的投资决策？管理者过度自信是否影响企业的资本结构？

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财务行为之间的关系，并且利用中国上市公司的经验数据进行实证研究，以期丰富行为公司财务的研究内容，并且用实证研究结论丰富国内在该领域的研究成果。同时，本文为研究与分析公司财务管理实践问题提供了一个新的视角，为更好地理解公司财务行为，完善公司的财务决策及治理机制提供了有力的借鉴。

## 1.2 研究意义与研究方法

### 1.2.1 研究意义

尽管行为财务理论已经兴起，但是过度自信理论作为行为公司财务理论的重要组成部分，相关的研究还有待成熟，国外的学者也是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只是刚刚开始，成果较少，仍处于探索阶段。此外，相对于投资者的非理性行为，管理者的非理性行为对于公司财务决策影响的研究落后很多，理论研究还十分滞后，过度自信理论还未形成一个完整的体系，仍只是各学者的理论片段（陈红，2005），而在相关的研究中，实证研究又远远滞后于理论研究。究其原因，一方面关于管理者过度自信的理论研究体系还不是非常完善；另一方面，对于管理者过度自信的定义与度量也存在一定的困难。本文试图基于国内外已有的研究成果，通过对研究文献的梳理，探求管理者过度自信与企业财务行为之间关系，力图在这方面做大胆有益的尝试，通过理论推导与实证研究，以期发展行为财务理论，丰富管理者非理性方面的理论研究。同时，基于中国上市公司的经验数据进行研究，以期丰富国内在管理者过度自信方面的研究。因此，本文通过管理者非理性这个全新的视角去分析公司的投资与融资决策，具有一定的理论意义。

同时，基于中国上市公司的经验数据，对管理者过度自信与公司财务行为的实证研究，这本身就具有很强的实践意义。一方面，我们可以基于实证研究的结果，透过一个更新的视角去看待与分析公司的财务决策行为，对于实践中的管理，

具有有益的帮助；另一方面，通过研究，我们可以利用行为财务理论中管理者过度自信特征，采取合理、有效的方式改善公司的管理，提高公司的价值。由于管理者过度自信会影响公司的财务决策行为，这种非理性因素的存在，不可能不为企业带来负面影响，因此，我们可以基于实证的研究，在公司投资项目评估、公司治理结构、公司股权安排、公司融资约束以及管理者薪酬激励等方面，进行客观、理性的思考与安排，以期以一种科学、高效的方式，促进企业高效运营，提高企业的价值。从这一点上说，本文基于中国上市公司的经验数据，在控制了与公司特征有关的诸多变量条件下，对管理者过度自信与企业财务行为的关系进行实证检验，具有一定的实践意义。

### 1.2.2 研究方法

本文采用理论推导的规范研究和经验数据检验的实证研究相结合的方法。本文首先对国内外相关的重要研究成果进行梳理与评述，从而明确了本文研究的出发点与思路。继而，放松对“理性经济人”的假设，从管理者过度自信的角度出发，一方面，结合企业投资决策尤其过度投资方面的相关研究，理论推导出管理者过度自信与企业过度投资之间的关系；另一方面，结合企业负债融资领域的相关研究，理论推导出管理者过度自信与企业负债融资之间的关系。通过规范研究的逻辑推理提出了本文的研究假设，进而基于中国上市公司的经验数据，严格控制相关影响变量，建立回归模型，检验之前的研究假设，从而得出实证结果，并进行相关的稳健性检验与分析。通过实证研究，验证本文的研究假设。

## 1.3 论文贡献点

本文的贡献点主要有以下几个方面：

首先，本文采用企业家信心指数对管理者过度自信这一研究变量进行定义，并且用CEO的相对薪酬比例与企业景气指数对管理者过度自信程度分别进行替代性定义与衡量，并进行相关的稳健性检验。因此，本文在相关的研究领域，丰富了对管理者过度自信这一指标的衡量方法。

其次，在研究管理者过度自信与企业过度投资之间的关系时，从管理者过度自信的理论出发，基于特定的研究假设，利用国外学者开创的方法对企业的过度投资行为进行分行业的衡量，并用于中国上市公司的实证研究。因此，本文对企

业过度投资衡量的方法进行了有效的拓展。

最后, 本文利用中国上市公司经验数据, 通过对相关变量的严格控制, 首次实证检验了管理者过度自信与企业过度投资之间的关系。关于管理者过度自信与企业融资决策的关系研究, 本文在相关学者的研究基础上, 充分考虑了影响负债融资的因素, 通过实证检验时间跨度更长的样本数据, 得出了不完全相同的结论, 并进行了有效分析。同时, 本文结合企业现金流的情况, 对管理者过度自信与企业财务行为的关系进一步研究, 并得到了预期的结论。因此, 本研究丰富了国内在该领域的研究成果, 并以期为相关的研究, 提供一个新的视角。

## 1.4 内容安排与研究框架

### 1.4.1 内容安排

本文根据学术规范与研究问题的需要, 将研究内容作如下安排:

第一部分: 绪论。介绍本文的选题背景与研究问题、研究意义与研究方法、本文的贡献点、内容安排与研究框架。

第二部分: 文献综述。梳理国内外相关文献并进行评述。对于国外的文献, 本文根据研究需要, 主要从管理者过度自信与企业投资决策的关系和管理者过度自信与企业融资决策的关系这两个方面分别梳理与评述。对于国内的文献, 主要对国内为数不多的几篇文献进行回顾与评述。

第三部分: 理论分析与研究假设的提出。基于文章第二部分对于管理者过度自信的文献梳理, 一方面, 结合企业投资决策的既有研究成果, 尤其是过度投资的研究成果, 进行理论分析与推导, 提出了管理者过度自信与企业过度投资之间的关系假设; 另一方面, 结合企业负债融资的既有研究成果, 进行理论分析与推导, 提出了管理者过度自信与企业负债融资之间的关系假设。

第四部分: 实证分析。根据第三部分研究假设, 进行研究设计, 包括样本选择、研究变量的定义与衡量、回归模型的建立及相关控制变量的说明。进而基于研究样本, 根据研究需要, 采用 SAS 财务软件提炼观察值, 进行回归检验, 并分析回归结果。最后通过对研究变量的重新定义, 对回归结果进行稳健性检验。

第五部分: 结论与展望。该部分包含论文的研究结论、研究启示、政策建议、研究局限性以及对后续该领域的研究展望。主要根据第四部分的实证结果, 并结

合我国上市公司的治理环境进行探索性的思考，提出相关的建议。同时，根据本文研究的过程，结合自己的研究思路与方法，对本研究的局限进行自我剖析，并对本文的后续研究提出展望。

### 1.4.2 研究框架

根据研究的规范步骤与文章的内容安排，将本文的研究框架作如下安排，如图 1 所示。

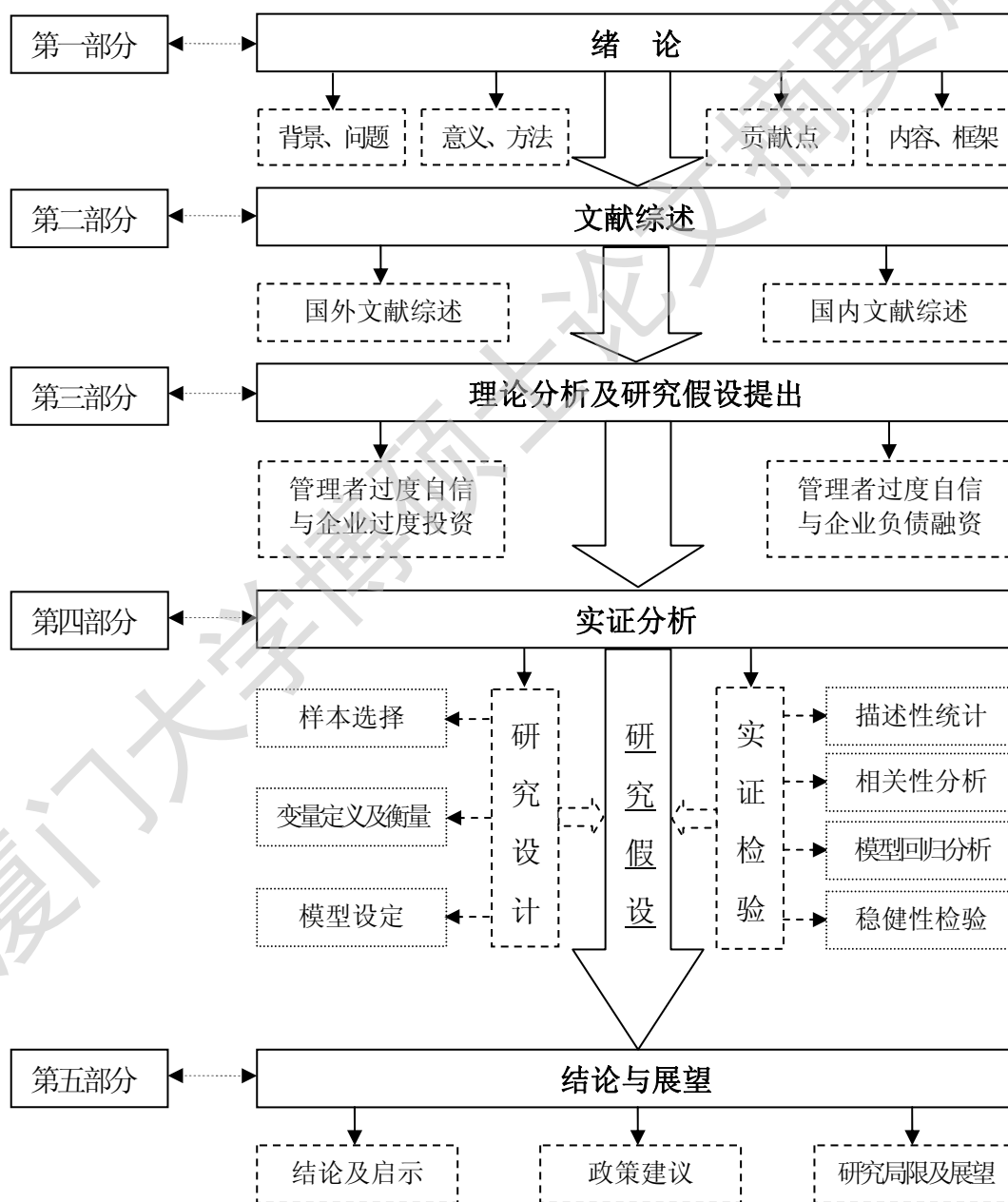


图 1：论文研究框架



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库