

经理人异质性假设下公司金融前沿理论评述^{*}

潘敏 朱迪星

[摘 要]大量公司金融领域的实证研究结论表明,即使是市场环境、企业特征以及治理结构非常相似的企业,在其进行投资并购以及资本结构选择时也会出现较大的行为差异,基于此,不少学者开始关注经理人异质性在公司金融研究中的意义。本文从经理人非理性和特征差异两个方面对近年来公司金融的相关理论和实证研究的特点和结论进行了回顾和评述,并在此基础上指出了这一领域未来发展的方向。

关键词:行为金融 经理人异质性 过度自信

JEL 分类号:G14 G31 G32

一、引言

传统的公司金融理论主要关注市场环境、企业的特征和治理结构对投融资决策的影响,但大量实证研究和现实证据都表明,即使是这些因素完全相似的企业,在进行投资、并购以及融资决策时也会做出差异很大的选择。基于此,部分学者开始关注经理人的异质性对公司金融决策的影响^①,而前期的不少研究都是基于管理学的视角,利用案例分析或小样本的框架分析企业管理者的特征对经营决策和绩效的影响。但随着心理学实验、个人财务数据库和经理人特征指标设计^②领域成果的逐步发展,在经理人异质性假设下的基于大样本实证研究的公司金融研究也得到了长足的进步。

有关经理人异质性特征对公司财务决策影响的研究主要围绕经理人的非理性以及特征差异两个方面来展开。其中经理人非理性的研究则主要关注信念偏差以及偏好的不稳定。信念偏差是指经理人在拥有真实信息的情况下,依然会对它们进行了系统性的错误解读,从而造成其预期的偏离进而影响其决策。而偏好问题是指他们的效用函数可能并不稳定,其决策可能依赖于前期的绩效或者声誉积累等时变因素。具体来看,这些研究包括理论分析和实证两个部分,除了少量关于锚定和有限理性的分析外(Kruger, Landier, and Thesmar, 2011 以及 Dougal, Engelberg, Parsons, and Van Wesp, 2011 等),绝大多数对经理人非理性影响的研究都是基于经理人乐观主义和过度自信的。

而对于经理人的特征差异的研究主要包括其经历和背景(Malmendier, Tate and Yan, 2011)、出生环境、政治倾向(Hutton, Jiang, and Kumar, 2011)、家庭财务结构(Cronqvist, Makhija, and Yonker, 2012)、婚姻状况(Roussanov and Savor, 2012)、学历背景(Frank and Goyal, 2009)以及职业路径选择 Schoar and Zuo(2011)等方面,还有少量的研究关注了经理人的能力特点,如 Kaplan, Klebanov and

^{*} 潘敏,武汉大学经济与管理学院金融系教授,博士生导师;朱迪星,中国人民银行武汉分行,经济学博士。本研究得到国家自然科学基金重点项目(10AZD019)以及中央高校基本科研业务费(20101050101000231)的资助。

① 企业的治理限制(limited governance)是这一领域理论能得到发展的基础,Gompers, Ishii, and Metrick(2003)发现股东权利的差异会显著影响公司的价值、利润以及成长性,但是与普通基于经理人和股东代理问题研究的侧重点不同,他们指出在很多情况下虽然经理人认为自己的确是在最大化股东价值的,但可能存在自身并未意识到的行为偏好,而较弱的治理机制无法约束这些管理者做出传统意义上的理性决策。而从根本上说,如果是完美的公司治理机制,经理人异质性的影响应该会降到最小。

② 心理学实验的发展提供了个体心理偏差可能存在的系统性效应,这对经理人的非理性行为的研究提供了理论基础。数据库和各种新的指标构建方式则为大样本的经理人特征实证分析提供了数据基础。

Sorensen(2012)研究了经理人的人际交往和业务知识方面的偏向对企业经营绩效的影响。整体来看,这个方面的文献由于理论假设都比较直观,所以以实证研究为主,而难点往往是数据的可得性和手工收集样本的准确性。

在下面的阐述中,我们对该领域的前沿理论从以下四个方面进行评述。第二部分是经理人的异质性对企业融资决策和资本结构的影响;第三部分是经理人的异质性对企业投资和并购决策的影响;第四部分是对经理人异质性研究中比较核心的管理者过度自信的基本内容进行阐述;第五部分是对研究的展望。

二、经理人异质性假设下的融资决策

和经典的融资决策理论相比,当前的研究表明非理性的经理人可能对股权融资的时机与成本、IPO 的特征以及企业的资本结构等因素都有影响,其中经理人的乐观和过度自信,以及锚定信念是学者们研究的重点。

(一) 经理人非理性与企业融资决策

信念偏差会造成实际融资成本和经理人预期之间的差异,Heaton(2002)通过理论模型指出,乐观的经理人会认为市场低估了企业的价值从而会倾向于利用企业内部资金。因为内部资金的成本往往不受经理人信念的影响,另外,股权融资的成本比债务方式可能更容易被经理人错误的估计。事实上,在经理人高估企业预期收益(良性状态概率)的假定下,企业融资决策的结果与优序融资的思想是比较类似的,只是两种理论认为不同融资方式可能的隐含成本来自经理人的信念还是投资者的信息缺失。

另一方面,过度自信的经理人会低估企业的经营风险和盈余不确定性,Malmendier, Tate and Yan(2011)认为,由于债券投资者会低估企业违约时他们能得到的支付,因此债券融资成本会比较低。但股权融资作为一种实物期权,高估企业经营风险的市场会对企业价值进行过高的定价。他们的模型结论显示,企业的融资决策会偏好于进行外部股权融资,而最不倾向于债权融资。

当然,由于很难将经理人的过度自信和乐观主义两种信念偏差分离开来,企业的融资决策也会受到两种因素的共同影响。而行为公司金融的研究者也通过这种差异化的理论对优序融资理论在不同类型企业中存在的较大实证差异给出了解释。

Ishikawa and Takahashi(2010)对日本上市公司经理人的过度自信和公司融资决策进行了研究,他们采用经理人盈余预期的偏离程度作为事前过度自信的替代变量。其研究表明,经理人对公司盈余增长会持续过度乐观,导致其利用股权融资的倾向降低,每一个标准差向上的预测偏差会带来其股权融资水平 4.7% 的下降。他们指出,这种经理人的非理性成为日本上市公司进性融资决策的重要影响因素。而 Marciukaityte and Szewczyk(2011)则通过观察管理者过度自信与企业操控性应急项目之间的显著关系指出,过度自信的经理人会有更强的动机对盈余进行操纵并更充分的利用债务融资。

少量基于红利政策的研究也对这种经理人非理性假设下存在内部融资偏好的观点给出了支持,Deshmukh, Goel, and Howe(2012)构建了一个关于经理人过度自信时企业红利政策的模型,同时利用实证对其进行了检验。他们指出,这类企业较少派发红利的重要原因之一就是其内源融资偏好。同时,这种影响在成长性较小以及现金流较低的企业中会更加明显。他们还关注了市场对公司红利政策公告的反应,过度自信经理人的企业股票会在公告日后出现显著的负向超额收益。

大量实证研究结论证实了企业的融资决策与其近期的市场表现相关,传统的公司金融理论认为这可能是由投资机会的增长带来的资金需求,或者是由信息不对称造成的,而基于投资者非理

性视角的研究则认为可能是企业利用市场时机造成的后果。但 Baker and Xuan(2009)从管理者非理性视角对这一现象给出了解释。他们指出,锚定信念偏差会导致 CEO 过度的关注他们接任公司时股票的市场价格。实际的经营活动中,这一参照点会显著影响 CEO 的决策,特别是进行股权融资的时机。研究表明,当市场价格相对于参照点较低时,由于担心传递给市场公司价值被高估之类错误的信息,CEO 们会非常谨慎地实施股权融资的计划。

而 Dougal, Engelberg, Parsons, and Van Wesep(2011)研究了管理者的锚定信念对其债务融资的影响,他们观察到绝大多数信用评级没有发生变化的企业在金融危机发生后向银行贷款的成本和方式并没有发生很大变化。在控制了其他因素之后,他们发现企业向银行进行贷款的成本和数量都受到之前贷款合约的显著影响,而更换了 CEO 和合作银行的企业并没有显示出这种现象。这一结果显示企业的管理者和银行的经营者过高地估计了过去合约的参照作用,也就是说,在经济下行周期,企业可能会选择吸收过多的银行贷款。

(二)经理人非理性与资本结构

企业的资本结构选择一直是公司金融理论研究的核心问题,前期的研究成果指出市场、行业以及企业特征都可能对资本结构有着很大影响,但实证结果也显示即使是这些基本面相似的企业资本结构也有很大的差异。不少学者认为在公司治理受到限制的情况下,CEO 的个人行为可能在部分程度上影响企业的资本结构选择(如 Parsons and Titman, 2008)。

近期的不少研究都从理论和实证层面研究 CEO 和其他高管的个性特征和企业资本结构的选择之间的关系。Cadenillas, Cvitanic, and Zapatero(2004)构建了 CEO 的风险厌恶程度和资本结构相关的模型。而更多的理论分析则关注了经理人对企业未来现金流预期的判断错误(过度自信和乐观主义)对企业资本结构的影响。Graham, Harvey, and Puri(2012)试图对这一现象进行解释,他们认为,内生性可能是这种相关性的一个影响因素,即有特定经营特征的企业可能会倾向于雇佣或者吸引有着相似偏好的经理人。但他们的实证分析也指出这种效应不可能完全解释两者之间的强相关性。

传统的权衡理论认为,债务融资会获得税盾收益但增大破产成本,经理人需要在两者之间进行权衡和动态调整。Malmendier et al.(2007)构建了考虑经理人信念偏差的权衡理论模型,他们分析了乐观经理人对于债券和股权融资成本的判断,结论表明在自由现金流被消耗之后,乐观主义会让经理人高估企业的股权融资成本和税盾的收益,导致选择过高的负债率。

另外,权衡理论中破产成本是企业短期和长期内资本结构选择的重要影响因素。破产也可以理解为当企业发生违约时,控制权由股东向债权人的转移。传统意义上的企业违约决策研究往往关注一些财务指标,例如资不抵债或资本比率低到某个特定水平之下。当假设经理人存在信念偏差的情况下,违约水平界定不再仅仅是客观的外生因素,而是会随着经理人的乐观程度发生变化。Hackbarth(2008)将动态的违约水平因素加入 Malmendier et al.(2007)的模型,结论显示,由于过度自信和乐观的经理人会认为自己的企业会相对比较小概率面临金融困境,同时会有较高的现金流和成长性,他们往往在相对较晚的时间(例如盈余水平极低时)才宣布发生违约,低估潜在的破产成本,因此会选择较高的负债水平冒险经营。他们的实证结果也证明了这一结论。而 Hackbarth(2009)指出,过度自信的经理人会减轻因负债融资导致的投资不足,降低股东和债权人之间的代理冲突并提高公司的负债水平。在实证研究方面,Oliver(2005), Ben-David et al. (2007)以及 Barros and Silveira(2007)利用多种方式对经理人信念偏差进行度量,利用不同市场的实证分析也得到了类似的结论,过度自信的经理人会有更高的杠杆率选择和偏好回购公司股票。

(三)经理人特征差异与资本结构

近年来,CEO 的个体特征对资本结构的影响也受到了实证研究的支持。Bertrand and Schoar

(2003)指出,年龄更大的 CEO 可能会更加保守,选择较低的资本结构。而 Frank and Goyal (2009)指出,拥有 MBA 学历的经理人可能选择更高的资本结构。Malmendier, Tate and Yan(2011)的实证分析表明,出生于衰退时期的 CEO 们可能更加保守,他们的负债行为非常谨慎,从整体上看,这类 CEO 都过度利用了内部的融资方式;同时,他们也指出有军队服役经历,尤其是参加战争的 CEO 相对更加激进,在控制了其他市场和企业因素后,这类 CEO 还是选择了明显更高的负债率。

Schoar and Zuo(2011)指出,过去的管理经历对 CEO 的资本结构选择有较大的影响,例如当经理人刚从事其管理生涯时的经济周期状况。他们认为,就业初期的经济环境会一直影响其职业路径的选择,如果管理者刚就业时处于经济衰退周期,那么他在整个职业生涯中都有较少的跳槽和转行的动机,职业发展速度也比较慢。同时,即使他们最终成为了某个公司的 CEO,他们的管理风格也倾向于保守,对资本扩张、研发投入都非常谨慎,一般选择杠杆率水平也比较低。另外,这类 CEO 有很强的倾向将业务分散化,而且对成本的控制非常重视^①。

另一方面,部分学者也从行为一致性理论(Behavioral consistency theory)的角度对这一问题进行了实证分析,通过经理人的个体行为来对企业的行为进行分析。Hutton, Jiang, and Kumar(2011)的实证结果则指出相对于民主党成员,共和党成员的资本结构选择可能更加保守。Chyz(2010)则指出那些个人税务规划更激进(tax aggressive)的经理人会有更强的避税倾向。

类似地,不少学者开始关注 CEO 的个人财富组合特征与企业金融决策之间的关系。虽然目前无法得到完整的个人财产和资产组合数据,但美国的个人房产购置和按揭计划数据在一定范围内是可得,这也为本领域实证研究的发展提供了基础。Liu and Yermack(2007)发现,CEO 购置豪宅的行为与企业的经营恶化程度之间有很强的相关性。进一步的,Cronqvist, Makhija and Yonker(2012)指出,个人按揭计划可以在很大程度上衡量其家庭负债偏好,他们发现,控制了别的因素之后,上市公司的经理人在个人购房按揭比例选择上有巨大的差异。同时,他们的实证结果显示经理人的个人按揭偏好直接影响企业资本结构的长期选择。

三、经理人异质性假设下的投资决策

(一)经理人非理性与投资决策

一旦放松市场完全竞争、经济主体理性的假设,仅仅关注项目净现值的传统投资理论便不再适用。在经理人异质性的研究框架下,企业的实际投资选择会受到包括融资决策在内的与项目本身无关因素的影响。

Heaton(2002)的研究表明,乐观的经理人会选择类似优序融资的资本结构形式。如果企业的自由现金流不存在约束,企业会完全利用内部资金来进行投资活动,但企业如果需要依赖外部资金时,由于高估了外部融资的成本,可能会放弃一些净现值为正的项目,导致投资不足,这种偏离于最优投资水平的程度与企业的自由现金流水平直接相关。另一方面,乐观的投资者也可能会高估投资项目本身的现金流,甚至可能将部分净现值为负的项目误认为其净现值为正。很显然,按照这一理论,企业实际投资水平异化的程度取决于经理人对融资成本和项目价值两个方面误判程度的比较。

Malmendier and Tate(2005)对这一理论进行了实证分析,他们利用 CEO 持股比例和行使期权的倾向来衡量其过度自信的程度,结果显示管理者的过度自信对企业的投资——现金流敏感性有很大的影响,说明在现金流充分的情况下,过度自信的管理者会过度投资;而当现金流缺乏时,又会造成投资不足。另外,他们还关注到权益依赖型企业的管理者过度自信对投资现金流敏感性影

^① 但他们也指出这种研究的视角可能存在一定的内生性问题,职业生涯早期良好的市场环境可能给这些经理人更好的职业平台和人际关系网络,他们有更多的机会成为那些融资约束程度低,市场口碑好的大企业的管理者。

响更大。Lin, Hu and Chen(2005)以及 Sen and Tumarkin(2010)等利用其它方式度量过度自信的程度,也得到了类似的实证结果。

Adam, Fernando and Golubeva(2012)从不同的视角研究了过度自信影响企业投资决策。他们观察到过度自信的经理人在企业前期的损益后,呈现出了对风险管理相当大的差异。结合自我归因偏差的相关理论,他们指出,过度自信会严重影响企业的风险管理策略,造成经理人对风险溢价的错误估计,从而导致过度投资和盲目多元化。他们利用北美 92 家金矿企业的数据进行的实证分析也支持了这一结论。

Ben-David, Graham and Harvey(2010)对财务管理者预测企业未来股票收益的均值和方差两个方面的准确性都进行了统计,以此区分乐观主义和过度自信两个方面的影响。统计结果显示,这些管理者对企业的收益波动性系统性低估更为严重,他们分别就两种信念偏差的程度与实际投资水平进行的实证检验都得到了显著的正向关系。

而 Huang et al.(2011) 关注到代理成本在经理人过度自信对投资决策的影响中起到的作用,他们将中国市场中国有控股和非国有控股企业分组进行实证研究,结果表明,在代理问题更为严重的国有企业中,经理人过度自信对于投资异化的影响程度更高。

另外,过度自信的经理人可能会更加重视企业的研发投入,Hirshleifer, Teoh and Low (2012)对美国 1993-2003 年上市公司数据的实证研究表明,过度自信的经理人会有更强的创新动力。他们利用 Malmendier and Tate(2005, 2008)的基于期权的替代指标来衡量经理人过度自信程度,实证结果表明过度自信程度高的经理人会将更多的精力放在企业创新制度、专利申请以及研发投入上,这一点在高科技行业尤为明显。更重要的是,较高的过度自信水平并没有伴随着企业经营业绩的下降,无论是和主营业务收入、盈利水平还是市场估值之间都没有相关性。Galasso and Simcoe (2010)做了类似的工作,他们也指出过度自信的经理人会带来企业创新投入的提高,而竞争性强的行业,这种效应可能会更加显著。

除了管理者过度自信和乐观主义可能会对企业的投资决策造成影响外,部分学者关注了其他的信念偏差可能对投资带来的影响。例如,虽然理论上认为当一家企业的项目风险有所差异时,采用相同的平均资本成本的方法对预期现金流贴现并不合适,但 Graham and Harvey (2001)对美国上市公司的调查显示,绝大多数管理者在进行实际投资决策时都没有关注这一问题。Krüger, Landier, and Thesmar(2011)分析了这种有限理性行为可能造成的后果,他们利用项目层面的 beta 系数来度量其风险程度。实证研究结果表明,对于分散化经营程度很高的企业,实际投资水平与项目的 beta 系数与企业基准值之间的差值有着很强的正相关关系,也就是说,他们倾向于在风险程度很高的项目上投资过度,而在风险较小的项目上投资不足。

(二) 经理人非理性与并购决策

Malmendier and Tate(2008)用相似的替代指标研究了经理人非理性对企业并购决策的影响。实证结果表明,过度乐观的经理人会完成更多的并购交易,并且在有融资约束的企业中更为频繁。同时他们还关注了市场上投资者的反应,并购公告日前后的市场表现来看,外部投资者会对乐观经理人的决策持怀疑态度。Schneider and Spalt(2010)也得到了相似的实证结果,他们指出过度自信的经理人会提出相对于回报来说过高的收购价格。

类似地,Aktas, De Bodt, Bollaert and Roll (2011)研究了 CEO 的自恋行为。他们结合经理人公开言论和报刊网站中的自我评价构建了经理人的自恋指数,虽然这一信念偏差与过度自信的定义有所差异,但研究结果也表明自恋的经理人倾向于去进行并购交易,同时会倾向于进行包含着新方向的投资决策。

另外,有部分学者如 Kolasinski and Li(2011)关注到有效公司治理可能对 CEO 的过度自信造

成的影响有抑制效果。他们利用 CEO 对于公司股票的内部交易数据来度量过度自信的程度。实证结果表明,独立董事的比例对抑制过度自信的 CEO 盲目并购和扩张有显著的影响。

Croci, Petmezas and Vagenas-Nanos(2010)则关注考虑市场估值周期的波动后,经理人的过度自信对企业并购决策和结果的影响。他们对英国 1990-2005 年的并购事件按照并购方经理人的过度自信程度进行了分类研究。结果表明,无论是市场反应还是公司事后的价值变化,过度自信经理人的并购绩效在高涨的市场周期中都有很好的表现,而在市场低迷阶段这些并购者却有很大的失败概率。

锚定效应是经理人非理性研究中的一个重点,Hart(2008)指出经理人会倾向于某个特定的基准来展开自己的预期。这是一种在并购决策时可能产生的信念偏差,理论上一般认为并购的定价除了考虑并购企业原本的价值外,还应该综合多个因素,例如对被并购企业在新公司框架下增值的估计,并购后造成劳动力以及一些设备的损失、供应链的变动、税盾效应、管理水平提高以及市场占有率变动等等经济因素(Jovanovic and Rousseau, 2002),这种客观的价值变化差额会根据并购双方的谈判能力进行划分。但在实际的并购行为中,Baker, Pan, and Wurgler(2012)认为并购双方对于价格的判断是非常主观的,管理者的预期往往被并购公司近期的市场价格锚定,一般都会围绕着目标公司近一年的价格高位来展开谈判。他们指出,这种市场价格波动往往与企业并购后实际的价格增值之间关系并不显著。而实证分析的结果显示,如果并购价格收到目标近期价格走势的影响,并购公司的股东的反应是非常消极的。同时,他们也利用这一假说对并购行为和市场周期之间的显著关系进行了解释。

(三)经理人特征差异与投资决策

不少学者也关注了经理人的声誉和企业投资决策之间的关系,之前的研究指出经理人追求声誉的动机可能会给企业带来成本和收益。根据有效契约假说(efficient contracting hypothesis),经理人的声誉会对企业的投资效率带来正向的影响(Fama,1980),因为经理人声誉的建立需要持续的建立企业股东和利益相关者之间良好的关系,一旦从事了对企业价值不利的行为,例如投资了 NPV 为负的项目,声誉较好的经理人要担负的机会成本会更大。另一方面,抽租假说(rent extraction hypothesis)认为,经理人的声誉机制可能对企业带来消极的影响,他们可能利用企业的投资机会来提高自己的声誉,经理人可能过分关注企业的短期利益。另外,经理人群体的经营决策可能会有羊群行为。Jian and Lee(2011)借鉴了 Milbourn(2003)以及 Falato et al.(2011)的方法,对 CEO 声誉与其投资决策之间的关系进行了实证分析。结果显示,市场对于声誉良好经理人的投资决策有更为积极的响应,这一点在那些高自由现金流和低投资机会的企业样本中更加明显,而对于企业长期投资效率的实证结果也得到了类似的结论。因此,他们指出,有效契约假说在经理人的声誉机制中起到了主导的作用,良好的声誉有助于企业降低投资决策可能带来的信息以及外部治理成本。

另外,还有研究还关注到经理人的个人生活与其风险态度的关系,进而对企业投资决策选择造成的影响。Roussanov and Savor(2012)从婚姻市场竞争的角度研究了 CEO 的年龄和婚姻状况可能对其经营风格的影响。他们指出,现代社会中婚姻市场往往以财富和社会地位作为主要的竞争要素,基于这一假设构建的理论模型显示 CEO 的婚姻状况与其经营的风险态度关系密切,已婚的 CEO 们往往在实际经营中会相对保守。基于美国资本市场的实证研究也支持了这一假设,在控制了包括经理人和企业其他特征的影响后,单身的 CEO 经营的公司股票收益的波动性会高出 3%,投资水平会高出 10%,而且这种投资扩张往往选择在研发投入以及并购等更为激进的方面。另一方面,对于年龄较大的 CEO,他们并没有很强的在婚姻市场上的竞争倾向,这种效应会相对较小。

除此之外,Hong and Kostovetsky (2012)指出政治价值观念可能影响经理人的投资决策,他们的实证检验表明民主党的经理人更倾向于投资于社会效应有关的项目。

四、经理人过度自信的原因及度量

从上述的文献评述中,可以看到,绝大多数对经理人异质性影响的系统性研究都是基于经理人乐观主义和过度自信的。这一部分,本文将对经理人过度自信的一些基础性的研究文献进行阐述。

(一)过度自信研究的原因

经理人的异质性体现在很多方面,但学者们最热衷于对他们过度自信这种信念偏差进行分析,可能主要体现在三个方面的原因:

第一,这个方面的实验和实证证据更加充分(Ben-David, Graham, and Harvey, 2010),具体来看对于确定对象心理特征的描述,心理学实验和事前问卷调查是最常采用的研究方法。Landier and Thesmar(2009)对法国市场上创业者的问卷调查显示,60%的创业者认为他们的企业会在短期内良性得发展,而仅仅 6%的受访者认为存在较大的困难。但三年后他们的统计结论表明,不到 40%的受访企业在有序地经营,而接近 20%的企业已经面临巨大的经营困境。他们认为问卷调查的结果能在很大程度上说明经理人属于典型的过度自信群体。

第二,Gervais(2010)认为,经理人的决策受到的影响因素非常复杂,过度自信和乐观这种特质是其中最不容易因为经验的丰富和学习在长期内逐步减弱的心理偏差,甚至对于一个不存在信念偏差的经理人,也可能随着经营的成功而形成自我归因和过度自信的反馈变化。

第三,在理论模型中更加容易处理。根据 Hackbarth(2008)的定义,乐观主义是指经理人会高估企业的预期盈余,而经理人过度自信是指他们低估了企业盈余或者长期价值的波动性。

(二)过度自信的影响因素

在实际的实证研究中,经理人过度自信一般都被看作横截面上的外生变量,作为对企业经营决策影响的外部冲击来对待。但近年来,也有不少学者开始关注这种信念偏差的原因以及其时变性,这种对过度自信程度内生性的假设可能在很大程度上对前期计量分析结果的稳健性产生影响。

自我归因偏差理论认为,个体倾向于将过去的成功归结于其自身的能力而非外在的因素,不少研究都围绕着这一理论对过度自信的原因进行研究。Kraemer, Noeth and Weber(2006)利用心理学实验指出个体对于自身预测能力的自信往往就来自这种自我归因偏差,他们往往会过高的估计个人经验和信息在实际预测中的作用,而忽视可能发挥了重要作用的外部信号。Hirst, Koonce and Venkataraman(2008)指出经理人对公司发展的短期预测的准确性有重要的市场意义,能够显著影响市场的预期,同时也对他们的声誉有很大的影响。由于自我归因偏差,在事后被证明可靠的盈余预测会使得经理人对其管理和预测能力有显著高估。

在这些研究的基础上,Billett and Qian(2008)利用美国资本市场上的并购事件研究了经理人过度自信的内生性原因。对个体 CEO 的并购行为进行了详细的统计分析的结果表明,前期的并购绩效对经理人之后的行为有很大的影响。他们利用自我归因偏差理论对这一现象进行了解释,他们认为并购决策的成功会显著提高管理者的过度自信程度,从整体上来看也会让他们之后的并购行为更加激进同时带来绩效的下降。

类似的,Hilary and Hsu(2012)的结果显示,那些能够精确预测过去四个季度盈余水平的管理者往往在随后的盈余预测中会有显著的高估。而且,过去的预测精度越高,下一期经理人的预期会正向越偏离于市场上证券分析师的平均预测数值。Hilary and Hsu 认为这是由于管理者会将其准确预测的结果归结于他们自身处理信息的能力和对外部经济环境的预测能力,基于此,他们指出经理人的过度自信应该是随着前期的经营和预测效率而时变的。

(三) 经理人过度自信的度量

对于企业经理人的过度自信水平非常依赖于对他们个人的资料数据进行分析。Moore and Healy(2008)指出,对经理人过度自信的度量可从经理人预期和结果的差异、造成经理人过度的原因和经理人过度自信的表现等几个方面来总结。

Malmendier and Tate(2005,2008)观察到经理人主动持有本公司的价内期权比率和公司未来股票收益之间没有明显的相关性,也就是说这种主动持有看涨期权的行为并不能反映内部信息的获得优势,而是一种事后看来非理性的行为。他们利用对本公司看涨期权的主动持有比例来衡量经理人的乐观主义程度,这一方法由于数据来自于公司公告,从可得性和稳健性的角度来看被最为广泛地采用。

Ben-David, Graham and Harvey(2007)利用财务决策者在预测公司未来股票收益时的偏差来衡量其过度自信的程度。在此基础上,Li and Tang(2010)指出可以使用经理人对企业收益表现的预测和事后的企业实际表现之间的差异来衡量经理人的过度自信。

Doukas and Petmezas(2007)指出过度自信的 CEO 自以为在并购这种复杂交易中拥有超过其他人的能力,低估并购的风险和成本,他们在实证中将样本期内超过 5 次并购定义为过度自信的 CEO 的标志。类似地,Glaser, M., P. Schäfers and M. Weber (2008)利用经理人在证券市场中的交易频率来衡量过度自信程度。更为直接地,Puri and Robinson(2007)认为 CEO 日常行为中的过度自信习惯可能和他对企业实际经营中的判断相关,他们通过对经理人日常生活中的各种行为进行问卷调查,并基于此构建了 CEO 过度自信的指数。

Chatterjee and Hambrick(2007)研究了经理人过度自信后的表现。他们指出,企业年度报告中醒目的个人照片,以及在企业网站和介绍类出版物中该经理人出现的频率和篇幅都是过度自信的表现。类似地,Brown and Sarma(2007)和 Malmendier and Tate(2008)采用了在搜索引擎中和顶级商业媒体中经理人言论出现的次数来衡量经理人的过度自信。

(四) 过度自信的经济效应

经理人的过度自信会显著的影响企业的投融资决策,但长期以来这种信念偏差可能对企业造成的经济后果并没有受到理论界的重视。因为从直观上看,过度自信和乐观的经理人很可能造成投资异化、过度并购以及盲目多元化等不利于企业长期价值的行为。但近年来,不少学者开始关注这些非理性特征对企业可能带来的积极影响。

由于财富水平的分散化程度不同,经理人和股东的风险偏好可能存在很大差异,Goel and Thakor(2008)考虑到这一因素构建了模型显示经理人的适度乐观可以在一定程度上中和其风险厌恶造成的止损偏好,在事后的整体判断上可能会提高风险厌恶程度较低股东的福利。Compbell et al.(2011)对这一理论进行了实证研究,他们巧妙地选择了经理人是否被强制解雇作为股东价值是否得到体现的标志^①。结果表明,与适度乐观的经理人相比,完全理性或者过度自信程度过高的经理人都有更大的概率被解雇。他们认为这种情况表明,一定程度的过度自信会降低经理人行为与股东的目标之间的差异。

Palmon and Venezia(2009)也分析了管理者过度自信可能对股东财富造成的长期影响。他们认为,过度自信的经理人在错误地估计企业实际价值的同时,可能会改变自身的努力程度。在这一假定下他们构建了考虑经理人薪酬、投入以及企业价值相互关系的动态模型,模拟结果显示,管理者一定程度的过度自信有可能会带来股东长期价值的上升。相似地,考虑到这种股东和经理人本身的利益冲突,Gervais, Heaton and Odean(2011)从企业薪酬设计的角度理论分析了经理人的过度

^① 事实上,经理人被解雇会受到相当多因素的影响,并且存在内生性,原文在这个方面做了大量的技术处理和变量控制,有效的实证结果主要来自于治理机制相对完善的企业集合。

自信可能对股东利益带来的积极影响。他们指出, 风险中性的公司股东可以利用成本更低的薪酬结构来激励那些过度自信的经理人。

五、研究展望

基于经理人异质性假设下的公司金融理论从不同的角度对企业投融资行为中存在的各种经典公司金融理论所无法解释的市场异象给予了合理的解释, 其理论和实证研究成果丰富和发展了现代公司金融理论和行为金融理论的内涵和外延。然而, 如同行为金融发展所面临的困境一样, 这一领域的研究仍处于初期的发展阶段, 尚有许多问题和领域有待进一步的拓展和完善。

第一, 学者们偏好的研究范式是选择经理人的某一种非理性行为或者某一种个性特征的差异, 并检验这种差异可能带来的企业某种特定金融行为的影响。但很显然, 经理人的异质性包含的范围很广泛, 同时各种特征之间可能有很强的关联性, 例如经理人的经历和过度自信的程度之间、学历背景和职业路径的选择之间等等, 一旦考虑到经理人多种复杂特征可能的相互影响和可能的内生性问题, 很多研究结论的可靠性可能值得怀疑; 第二, 经理人异质性研究存在数据可得性的瓶颈, 与传统公司金融的实证研究不同, 仅仅依靠公开的财务数据很难满足行为金融学家的要求。他们通过大量的问卷调查、数据替代以及复杂的指标构建方式来获得经理人的特征差异程度, 对于这些近似指标准确性和稳健型的分析也是本领域研究的发展依据, 一个最好的例子就是, 当美国国家户资产结构数据部分公开后, 对于经理人按揭方式和其经营风险偏好之间的研究迅速的发展起来; 第三, 本领域存在理论发展的滞后性。当前的研究主要是对经理人异质性进行度量后与企业的实际金融决策之间进行实证分析, 只有少量文献对于经理人过度自信和乐观主义这方面的信念偏差存在模型化的尝试。主要原因是大多数经理人异质性特征难以在均衡框架下给予相对精确的设定, 这也是行为公司金融领域未来需要逐步解决的问题。

参考文献

- Adam, T., C. Fernando and E. Golubeva (2012): "Managerial Overconfidence and Corporate Risk Management", SFB 649 Discussion Paper, SFB649DP, 2012-018.
- Aktas, N., E. De Bodt, H. Bollaert and R. Roll (2011): "CEO Narcissism and the Takeover Process: From Private Initiation to Deal Completion", AFA 2012 Chicago Meetings Paper.
- Baker, M. and Y. Xuan (2009): "Under New Management: Equity Issues and the Attribution of Past Returns", Harvard Business School Working Paper.
- Baker, M., X. Pan and J. Wurgler (2012): "The Effect of Reference Point Prices on Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 106, 49-71.
- Barros, L. and A. Silveira (2007): "Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure", *Brazilian Review of Finance*, 6, 293-334.
- Ben-David, I., J. Graham and C. Harvey (2007): "Managerial Overconfidence and Corporate Policies", NBER Working Paper, No. 13711.
- Ben-David, I., J. Graham and C. Harvey (2010): "Managerial Miscalibration", NBER Working Paper, No. 16215.
- Bertrand, M. and A. Schoar (2003): "Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 1169-1208.
- Billett, M. and Y. Qian (2008): "Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers", *Management Science*, 54, 1037-1051.
- Brown, R. and N. Sarma (2007): "CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, 59, 358-379.
- Cadenillas, A., J. Cvitanic and F. Zapatero (2004): "Leverage Decision and Manager Compensation with Choice of Effort and Volatility", *Journal of Financial Economics*, 73, 71-92.
- Chatterjee, A. and D. Hambrick (2007): "It's All about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company

Strategy and Performance”, *Administrative Science Quarterly*, 52, 351–386.

Chyz, J. (2010): “Personally Tax Aggressive Managers and Firm Level Tax Avoidance”, University of Arizona Working Paper.

Compbell, T., S. Johnson, J. Rutherford and B. Stanley (2011): “CEO Confidence and Forced Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 101, 695–712.

Croci, E., D. Petmezas and E. Vagenas–Nanos (2010): “Managerial Overconfidence in High and Low Valuation Markets and Gains to Acquisitions”, *International Review of Financial Analysis*, 19, 368 – 378.

Cronqvist, H., A. Makhija and S. Yonker (2012): “Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage”, *Journal of Financial Economics*, 103, 20–40.

Deshmukh, S., A. Goel and K. Howe (2012): “CEO Overconfidence and Dividend Policy: Theory and Evidence”, DePaul University Working Paper.

Dougal C., J. Engelberg, C. Parsons and E. Van Wesepe (2011): “Anchoring and the Cost of Capital”, University of North Carolina Working Paper.

Doukas, J. and D. Petmezas (2007): “Acquisitions, Overconfident Managers and Self–Attribution Bias”, *European Financial Management*, 13, 531–577.

Falato, A., D. Li and T. Milbourn (2011): “To Each According to His Ability? CEO Pay and the Market for CEOs”, Federal Reserve Working Paper.

Fama, E. (1980): “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.

Frank, M. and V. Goyal (2009): “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?” *Financial Management*, 38, 1–37.

Galasso, A. and T. Simcoe (2010): “CEO Overconfidence and Innovation”, NBER Working Paper, No. 16041.

Gervais, S. (2010): “Capital Budgeting and other Investment Decisions”, Ph.D. Dissertation, Duke University.

Gervais, S., J. Heaton and T. Odean (2011): “Overconfidence, Compensation Contracts and Capital Budgeting”, *Journal of Finance*, 66, 1735 – 1777.

Glaser, M., P. Schäfers and M. Weber (2008): “Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the Relation?” AFA 2008 Meeting Paper.

Goel, A. and A. Thakor (2008): “Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 63, 2737 – 2784.

Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003): “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107–156.

Graham, J. and C. Harvey (2001): “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.

Graham, J., C. Harvey and M. Puri (2012): “Managerial Attitudes and Corporate Action”, *Journal of Financial Economics*, Forthcoming..

Hackbarth, D.(2008): “Managerial Traits and Capital Structure Decisions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 843–882.

Hackbarth, D.(2009): “Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective”, *Journal of Corporate Finance*, 15, 389–411.

Hart, O. (2008): “Economica Coase Lecture: Reference Points and the Theory of the Firm”, *Economica*, 75, 404–411.

Heaton, J. (2002): “Managerial Optimism and Corporate Finance”, *Financial Management*, 31, 33–45.

Hilary, G. and C. Hsu (2012): “Analyst Forecast Consistency”, *Journal of Finance*, Forthcoming.

Hirshleifer, D., S. Teoh and A. Low (2012): “Are Overconfident CEOs Better Innovators?” , *Journal of Finance*, 63, 1457–1498.

Hirst, D., L. Koonce and S. Venkataraman (2008): “Management Earnings Forecasts: A Review and Framework”, *Accounting Horizons*, 22, 315–338.

Hong, H. and L. Kostovetsky (2012): “Red and Blue Investing: Values and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 103, 11 – 19.

Huang, H., F. Jiang, Z. Liu and M. Zhang (2011): “Agency Cost, Top Executives Overconfidence and Investment–Cash Flow Sensitivity: Evidence from Listed Companies in China”, *Pacific Basin Finance Journal*, 19, 216–277.

Hutton I., D. Jiang and A. Kumar (2011): “Corporate Policies of Republican Managers”, Denver Meetings Paper.

Ishikawa, M. and H. Takahashi (2010): “Overconfident Managers and External Financing Choice”, *Review of Behavioral Finance*, 2, 37–58.

Jian, M. and K. Lee (2011): “Does CEO Reputation Matter for Capital Investments?” *Journal of Corporate Finance*, 17, 929–946.

Jovanovic, B. and P. Rousseau (2002): “The Q–theory of Mergers”, *American Economic Review*, 92, 198–204.

Kaplan, S., M. Klebanov and M. Sorensen (2012): “Which CEO Characteristics and Abilities Matter?” *Journal of Finance*, 67, 973–1007.

Kolasinski, A. and X. Li (2011): “Can Strong Boards and Trading Cxperience Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from

Acquisitions by Overconfident CEOs”, University of Washington Working Paper.

Kraemer, C., M. Noeth and M. Weber (2006): “Information Aggregation with Costly Information and Random Ordering: Experimental Evidence”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 59, 423–432.

Krüger, P., A. Landier and D. Thesmar (2011): “The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate”, Toulouse School of Economics Working Paper.

Landier, A. and D. Thesmar (2009): “Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs”, *Review of Financial Studies*, 22, 117–150.

Li, J. and Y. Tang (2010): “CEO Hubris and Firm Risk Taking in China: The Moderating Role of Managerial Discretion”, *Academy of Management Journal*, 53, 45–68.

Lin, Y., S. Hu and M. Chen (2005): “Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 523–546.

Liu, C. and D. Yermack (2007): “Where are the Shareholders Mansions? CEOs Home Purchases, Stock Sales and Subsequent Company Performance”, New York University Working Paper, No. FIN-07-042.

Malmendier, U., G. Tate and J. Yan (2007): “Corporate Financial Policies with Overconfident Managers”, NBER Working Paper, No. 13570.

Malmendier, U. and G. Tate (2005): “CEO Overconfidence and Corporate Investment”, *Journal of Finance*, 60, 2661–2700.

Malmendier, U. and G. Tate (2008): “Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction”, *Journal of Financial Economics*, 89, 20–43.

Malmendier, U., G. Tate and J. Yan (2011): “Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies”, *Journal of Finance*, 66, 1687–1733.

Marciukaityte, D. and S. Szewczyk (2011): “Financing Decisions and Discretionary Accruals: Managerial Manipulation or Managerial Overoptimism”, *Review of Behavioral Finance*, 3, 91–114.

Milbourn, T. (2003): “CEO Reputation and Stock-based Compensation”, *Journal of Financial Economics*, 68, 233–262.

Moore, D. and P. Healy (2008): “The Trouble with Overconfidence”, *Psychological Review*, 115, 502–517.

Oliver, B. (2005): “The Impact of Management Confidence on Capital Structure”, Australian National University Working Paper.

Palmon, O. and I. Venezia (2009): “Stakeholders Welfare and Executive Compensation Under Managerial Overconfidence”, Rutgers Business School Working Paper.

Parsons, C. and S. Titman (2008): “Empirical Capital Structure: A Review”, *Foundations and Trends in Finance*, 3, 1–93.

Puri, M. and D. Robinson (2007): “Optimism and Economic Choice”, *Journal of Financial Economics*, 86, 71–99.

Roussanov, N. and P. Savor (2012): “Status, Marriage, and Managers’ Attitudes to Risk”, University of Pennsylvania Working Paper.

Schneider, C. and O. Spalt (2010): “Acquisitions as Lotteries: Do Managerial Gambling Attitudes Influence Takeover Decisions?” University of Mannheim Working Paper.

Schoar, A. and L. Zuo (2011): “Shaped by Booms and Busts: How the Economy Impacts CEO Careers and Management Style”, NBER Working Paper, No. 17590.

Sen, R. and R. Tumarkin (2010): “Stocking up: Executive Optimism and Share Retention”, Hong Kong University of Science and Technology Working Paper.

(责任编辑: 罗滢)