

管理者过度自信与权益资本成本

——来自我国证券市场的经验证据

于富生¹, 张 胜¹, 李 岩²

(1. 中国人民大学 商学院, 北京 100872; 2. 普华永道会计师事务所, 北京 100020)

[摘要]以深圳证券市场A股上市公司为样本,研究了管理者过度自信与权益资本成本之间的关系。研究发现,高管层过度自信的心理特征是通过影响企业的投资行为造成过度投资,进而影响到投资与融资现金流之间的敏感性,导致激进融资,使企业权益资本成本增加。

[关键词]管理者过度自信;过度投资;激进融资;权益资本成本

[中图分类号]F234.3 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)01-0072-09

一、引言

许多研究发现,人们普遍有过度自信心理,而企业管理者的过度自信程度普遍高于一般大众。Cooper 等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% 的人认为别人成功的概率为 100%,而相信自己成功的概率为 100% 的则高达 33%^[1]。这说明创业企业家普遍存在过度自信心理。但后续研究却发现,这些被调查企业中有 66% 以失败告终。同样,在成熟企业中,这种过度自信的心理特征也很普遍。Morrow 等考查了美国能源行业设备投资情况。他们发现企业管理者们对于设备投资成本十分乐观,而实际成本往往是他们所预计成本的两倍以上^[2]。Statman 等调查了其他一些行业,发现管理者们在成本和销售预测方面普遍存在过度乐观^[3]。

目前,学术界关于管理者过度自信对公司投资行为的影响的研究结论几乎一致,管理者的过度自信往往使管理者高估投资收益而忽视投资风险,从而导致投资决策失误,例如过度投资、投资不足、投资短视行为、盲目并购、盲目多元化等。本文认为过度自信的管理者容易误以为股票市场低估了公司的内在价值,并将导致非理性的投融资行为。管理者选择风险高而实际收益率低的项目,同时采取激进的财务政策,利用债权融资来支持投资,从而极大地增加了公司的财务风险。在这种情况下,投资者会要求更高的风险回报,从而使权益资本成本增加。

基于上述背景分析,本文试图研究企业管理者过度自信所引起的企业非理性投融资行为对权益资本成本的影响。目前,国内外对该领域的研究还相当有限,而此研究对管理者采取相应措施纠正自身行为偏差、改善非理性投融资决策、降低企业的资本成本以提高企业价值具有一定的意义,这也正

[收稿日期]2010-05-10

[基金项目]教育部基金项目(09yja790195);中国人民大学研究生科研基金项目(10XNG032)

[作者简介]于富生(1954—),男,河北井陉人,中国人民大学商学院会计系教授,博士生导师,从事成本会计管理研究;张胜(1982—),男,湖北天门人,中国人民大学商学院会计系博士研究生,从事会计理论与成本理论研究;李岩(1983—),女,山东烟台人,普华永道会计师事务所员工,从事会计理论研究。

是本文研究的出发点。

本文的研究贡献主要体现在如下几个方面:首先,首次系统地从管理者过度自信的角度来研究其对企业的权益资本成本的影响。其次,检验了管理者过度自信是否会造成企业融资中权益资本成本的增加。最后,为进一步分析管理者过度自信对权益资本成本产生影响的深层次原因,检验了管理者过度自信是否会造成企业的过度投资,并试图从此角度解释管理者过度自信导致权益资本成本增加的原因。

文章余下部分安排如下:第二部分是文献回顾,综述了管理者过度自信对企业非理性投融资影响的研究,第三部分是研究假设,第四部分是研究设计,第五部分是实证结果,第六部分是结论。

二、文献回顾

从国内外现有的文献来看,基于管理者过度自信的企业非理性投融资方面的研究主要集中在两个方面:在投资方面的研究集中于管理者过度自信所引起的企业并购行为和企业过度投资或投资不足行为;在融资方面的研究集中于管理者过度自信所引起的激进负债行为。

(一) 管理者过度自信所引起企业并购行为的研究

Malmendler 和 Tate 采用 CEO 持股状况和相关的主流媒体对 CEO 的评价两类变量来衡量管理者过度自信。他们研究发现:第一,过度自信的管理者更易发起并购,而且绝大多数是多元化并购。第二,对于权益依赖程度较低的企业,过度自信的程度与并购发生的可能性之间的相关性显著,即过度自信的管理者偏好通过现金或债务融资的方式发起并购,而很少用股票的方式,除非他们企业的价值被市场高估。第三,相对于理性的管理者而言,过度自信的管理者所发起的并购会引起市场更强烈的负反应^[4]。这些结论表明,管理者的过度自信确实会影响企业的并购行为,造成大量损毁价值现象的发生,为企业带来损失。Doukas 和 Petmezas 采用 CEO 实施并购的频率来衡量管理者过度自信。他们研究发现:第一,过度自信的管理者实施的并购会给股东带来正的市场回报,但程度要低于非过度自信管理者实施的并购。从长期业绩来看,过度自信的管理者实施的并购表现得很糟糕,这一结论不同于其他类似的研究。第二,高频率的并购比低频率的并购业绩要差,说明管理者倾向于将以前的成功归功于自身的能力,造成过度自信,从而发起更高频率的并购^[5]。

(二) 管理者过度自信所引起企业过度投资或投资不足行为的研究

Malmendler 和 Tate 对 Heaton 的理论^①进行了实证检验。他们首先开创性地用 CEO 持股状况来衡量管理者过度自信并进行了实证检验。他们发现管理者的过度自信程度越大,投资与现金流之间的敏感性越高,说明在现金流充足的情况下,管理者的过度自信心理会造成过度投资,而在现金流缺乏的情况下会造成投资不足。此外,他们还发现,对于权益依赖型企业来说,管理者过度自信对投资现金流之间敏感性的影响程度更大^[6]。

Lin 和 Hu 以及 Chen 采用类似的方法用台湾地区的数据进行了检验。他们用 CEO 盈利预测偏差来衡量管理者的过度自信。他们研究发现:第一,在内部资金充足的情况下,过度自信的管理者比非过度自信的管理者投资更多。第二,当融资约束程度更大的时候,上述两者的投资差距更大^[7]。

我国也有学者对这一问题进行了研究。郝颖等用 CEO 持股状况来衡量管理者过度自信,并以深、沪两市 2001 年—2003 年的 916 家上市公司为研究样本进行了研究。他们根据高管持股情况,将样本分为过度自信(3 年内持股量增加)、适度自信(持股量在 3 年末减少)和全样本,然后分别考察了投资与经营现金流量的敏感性,发现随着过度自信程度的增加,这一敏感性逐步增加。在加入融资约束变量后,他们发现内部人控制因素对投资与经营现金流量的敏感性的影响程度超过了过度自信

^①Heaton 于 2002 年提出了一个基于管理者过度乐观的非理性投资模型。该模型将管理者过度自信、自由现金流量结合起来,推导出在不同的自由现金流量下,管理者过度自信会分别导致过度投资或投资不足。

因素^[8]。王霞等则采用 CEO 持股状况和 CEO 盈利预测偏差来衡量管理者过度自信,以深、沪两市 2002 年—2004 年的 895 家上市公司为研究样本进行了研究。他们发现管理者越过度自信,过度投资程度就越大,但管理者过度自信并不影响投资和自由现金流之间的敏感性,而是影响投资和融资现金流之间的敏感性,过度自信程度越大,敏感程度也越大^[9]。

(三) 管理者过度自信所引起企业非理性融资行为的研究

尽管已有一些研究就管理者过度自信对投资行为的影响进行了分析,但是直到最近几年,学者们才开始注意到管理者过度自信对融资决策的影响。Hackbarth 认为过度自信或乐观的管理者对未来投资收益的估计过高。当管理者对未来投资收益预期过高时,他们更加倾向于债务融资而非权益融资^[10]。我国学者余明桂等采用实证研究的方法发现管理者过度自信与资产负债率尤其是短期负债率显著正相关,与债务期限结构也显著正相关,由此证明管理者的过度自信是影响企业债务融资决策的一个重要因素,管理者过度自信导致企业激进负债行为的发生^[11]。

基于上述研究成果,管理者过度自信会产生如过度投资、投资不足、企业并购等若干投资异化行为以及激进负债融资行为。那么这些非理性投融资行为是否会对企业的权益资本成本产生影响呢?从理论上分析,过度投资会影响企业的投融资现金流的敏感性。当管理者由于过度自信而导致过度投资行为时,他必然面临现金流的约束,从而导致过度融资。根据前面的分析,我们知道过度自信的管理者更愿意采用债务融资而非权益融资,于是财务风险便会增加,企业的投资者会要求更高的资本回报,那么我们有理由推得——管理者的过度自信将导致权益资本成本增加。

三、研究假设

由上面的分析可以推断,从企业融资方面考虑,过度自信或乐观的管理者会高估未来的投资收益,并由此导致其在选择融资方式时更偏向选择债务融资而非权益融资。债务融资较权益融资虽然在资本成本率上有所降低,但是它会增加企业的财务风险,从而导致股东要求的资本回报增加,这表现在权益资本成本的提高上。Modigliani 和 Miller 也提出“随着公司资本结构中债务资本比例的增加,公司的财务风险将增大。理论上,在控制了市场因素以后,公司的预期权益资本成本将随着财务杠杆率的增加而增大”^[12]。由此,我们提出如下假设。

假设 1:管理者的过度自信程度与企业的权益资本成本正相关。

从企业投资的方面考虑,过度自信的管理者通常会对投资的项目高估收益而低估风险,使净现值为负的项目获得了投资机会,从而给企业带来损失。如果管理者过度自信导致企业产生过度投资行为,那么我们就有理由相信这种过度投资会增加投资与融资现金流之间的敏感性,导致企业采取更加激进的融资行为,提升了企业财务风险,而使得权益资本成本增加。由此,我们提出以下假设。

假设 2:过度投资将增加投资和融资现金流之间的敏感性并导致激进融资,使企业的权益资本成本增加。

四、研究设计

(一) 回归模型与变量

根据前文的分析,我们分别构建如下模型来检验本文的研究假设。

$$Re = \beta_0 + \beta_1 CON_1 (CON_2) + \beta_2 Beta + \beta_3 Size + \beta_4 Leverage + \beta_5 M/B + \beta_6 Aturnover + \xi \quad (1)$$

$$Re = \alpha + \beta_1 CON_1 (CON_2) + \beta_2 CON_1 (CON_2) * Overinvestment + \beta_3 Beta + \beta_4 Size + \beta_5 Leverage + \beta_6 M/B + \beta_7 Aturnover + \xi \quad (2)$$

其中 Re(权益资本成本)为因变量,CON₁(相对薪酬)、CON₂(盈利预测偏差)和 Overinvestment(过度投资)为自变量,Beta(β系数)、Size(公司规模)、Leverage(债务资产比率)、M/B(市值账面比)、

Aturnover(资产周转率)为控制变量。

1. 因变量界定

目前,权益资本成本的估计有很多方法。以往的研究在计算权益资本成本时,一般以当年每股股利或当年每股收益除以股票市价作为权益资本成本。他们的不足是没有考虑企业股利和收益在未来年度的变化。为了克服上述缺陷,Gebhardt 和 Lee 以及 Swaminathan 引入了剩余收益折现模型来计算权益资本成本。他们的研究结果显示,该模型在对权益资本成本的预测能力方面要优于传统的股权成本模型^[13]。汪炜、蒋高峰认为 GLS 方法更能说明中国特殊的市场结果^[14]。陆正飞、叶康涛认为 GLS 方法可以应用于中国上市公司权益资本成本的估计^[15]。为此,本文也采用该模型来计算我国上市公司的权益资本成本。

2. 自变量界定

本文选取两类替代变量来对管理者过度自信进行衡量。第一类是根据上市公司的业绩预告是否变化来判断上市公司的管理者是否过度自信(CON_1)。Hribar 和 Yang 用美国的数据发现过度自信的管理者在进行盈利预测时更容易出现高估偏差^[16]。Lin 等用台湾地区的数据也发现了同样的结果^[7]。第二类变量是用高管薪酬的相对比例来衡量(CON_2)。已有研究表明 CEO 相对于公司内其他管理者的薪酬越高,说明 CEO 的地位越重要,也越易过度自信^[17]。Brown 和 Sarma 发现管理者的薪酬比例越高,他的控制力越强^[18]。从数据的可获得性考虑,我们选择用“薪酬最高的前三名高管薪酬之和/所有高管的薪酬之和”来表示管理者过度自信。该值越高,说明管理者越过度自信。

3. 控制变量选取

以往的研究中积累了大量关于权益资本成本影响因素的成果,本文在分析管理者过度自信与权益资本成本关系时需要控制这些因素的影响。

(1) 市场风险(Beta)。CAPM 模型认为贝塔系数反映了股票的系统性风险,权益资本成本与之正相关,两者的关系得到了很多文献的认同。虽然 20 世纪 90 年代以来学术界对 CAPM 模型及贝塔系数进行了广泛的质疑,如 Fama 和 French 认为平均收益与贝塔系数的关系十分微弱^[19]。但是这并不是最终的定论,把贝塔系数排除在模型外,很可能造成结果的偏差。本文以上市公司当年的贝塔系数作为衡量市场风险的指标,并预计其与权益资本成本正相关。

(2) 公司规模(Size)。一般认为规模大的企业相对规模小的企业来说业务更成熟,市场更稳定,从而抗风险能力更强,因此有理由认为规模大的企业权益资本成本比较低,而且规模较大的企业更容易为公众所了解,与外部投资者之间的信息不对称程度较低,也比较容易吸引分析师的跟从。然而,我国学者的实证结果却得出了与上述理论相反的结果——公司规模与权益资本成本正相关。他们的解释是这可能由我国资本市场上特殊的小盘股效应造成的。本文以总资产的自然对数度量公司规模的大小,预计其方向为正。

(3) 债务资产比率(Leverage)。根据 Modigliani 和 Miller 的理论,权益资本成本应当与债务资产比率成正比,因为企业面临的破产风险会随债务资产比率的提高而上升^[12]。Fama 和 French 的研究也得出债务资产比率和股票投资收益成正比的结果^[19]。因此,本文也将债务资产比率作为控制变量,预计其方向为正。

(4) 市值账面比(M/B)。Fama 和 French 发现账面市值比较高的公司面临较高的系统风险,或者说股价容易被低估,因此权益资本成本较

表 1 变量定义

| 变量符号 | 变量名称 |
|----------------|---------------------|
| Re | 权益资本成本 |
| CON_1 | 管理者过度自信 1(相对薪酬) |
| CON_2 | 管理者过度自信 2(盈利预测偏差) |
| Overinvestment | 过度投资 |
| Beta | 企业风险,用 β 系数衡量 |
| Size | 公司规模 |
| Leverage | 债务资产比率 |
| M/B | 市值账面比 |
| Aturnover | 资产周转率 |

高^[19]。但是,根据市场时机理论,高市值账面比的公司的股票具有较低的实际收益率,对于公司的管理者而言,这个时候的股票融资对应的是较低的权益资本成本。根据上述分析并结合我国资本市场情况,我们预计市值账面比与权益资本成本负相关。

(5)资产周转率(Aturnover)。Ang等认为,企业资产周转率的高低反映了管理层在多大程度上能够有效使用公司的资产,因此资产周转率可以作为企业经营效率的代表。企业的经营效率越高,投资者进行投资的风险越小,因而要求的投资回报率越低,企业的权益资本成本越低^[20]。陆正飞、叶康涛认为,企业的资产周转率越低,表示企业的代理问题越严重,从而权益资本成本越高^[15]。本文将资产周转率作为控制变量,并预计资产周转率与权益资本成本负相关。所有变量的定义见表1。

(二) 研究样本与数据来源

本文的样本来自深市2002年—2005年间的上市公司,为了消除IPO的影响,我们选择在2001年12月31日以前上市的公司,并且剔除了金融类、ST、PT类公司。由于计算权益资本成本的剩余收益模型对公司的盈利水平敏感,盈利水平较低可能造成方程无法求解,部分公司的权益资本成本无法通过计算得出,本文在样本选取过程中剔除了数据不完备的公司以及净资产为负值的公司。在利用行业平均ROE估计公司未来的回归终点时,剔除了ROE畸高(如100%以上)的数据和显著为负(小于-50%)的数据。对所有计算出来的企业权益资本成本,本文剔除了最高和最低各1.5%的样本,保留其余的公司样本进入加权资本成本计算并进行回归分析。最后,本文得到2002年—2005年总有效样本共715个。

本文的资本市场数据以及相关的财务数据来自天相数据库、CCER、CSMAR数据库以及手工整理取得,并采用EXCEL和SPSS等统计软件进行计算和统计分析。

表2对各变量进行了描述性统计。可以看出,样本公司的权益资本成本的平均值为8.5%,中位数为4.8%,标准差为0.095,样本公司中权益资本成本的最小值为0.2%,最大值为51.7%,相差比较悬殊。

表3对各变量进行了相关分析。本文中相关系数采用Pearson相关系数,并进行双侧检验。

我们发现权益资本成本与高管人员相对薪酬的相关系数为0.112,在10%的显著性水平上存在正向相关关系。在控制了其他变量以前,正如本文假设1所假设的,这样的结果表明公司的权益资本成本随着用来衡量管理者过度自信程度的高管人员薪酬比例的提高而增加。

权益资本成本与高管人员的盈利预测偏差的相关系数为0.072,在10%的显著性水平上正相关。也正如本文假设1所假设的公司的权益资本成本与用来衡量管理者过度自信程度的高管人员的盈利预测偏差

表2 描述性统计

| 变量名 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|------------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Re | 0.085 | 0.048 | 0.095 | 0.002 | 0.517 |
| CON ₁ | 0.386 | 0.372 | 0.129 | 0.115 | 1.000 |
| CON ₂ | 0.133 | 0.000 | 0.340 | 0.000 | 1.000 |
| Overinvestment | 0.000 | -0.014 | 0.085 | -0.330 | 1.050 |
| Beta | 1.045 | 1.070 | 0.294 | 0.051 | 1.720 |
| Size | 21.435 | 21.484 | 0.987 | 18.651 | 24.231 |
| Leverage | 0.475 | 0.500 | 0.177 | 0.008 | 0.936 |
| M/B | 2.820 | 2.184 | 2.602 | 0.644 | 30.316 |
| Aturnover | 0.160 | 0.124 | 0.143 | 0.006 | 1.387 |

表3 相关系数分析

| | CON ₁ | CON ₂ | Beta | Size | Leverage | M/B | Aturnover |
|------------------|------------------|------------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| Re | 0.112* | 0.072* | 0.132*** | 0.133*** | 0.037 | -0.196*** | 0.038 |
| CON ₁ | | -0.005 | -0.001 | -0.067 | 0.054 | 0.076* | 0.032 |
| CON ₂ | | | -0.018 | 0.129*** | 0.002 | -0.076* | 0.016 |
| Beta | | | | 0.27 | -0.035 | -0.13*** | 0.051 |
| Size | | | | | 0.178 | -0.323*** | 0.253*** |
| Leverage | | | | | | 0.107** | 0.173*** |
| M/B | | | | | | | 0.07 |

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平显著。

成正比,即盈利预测偏差(高估)次数越多,企业的权益资本成本越高。同时,我们注意到 β 系数、公司规模与企业的权益资本成本存在显著的正向相关关系,与预期方向相符。市值账面比与权益资本成本的相关系数为-0.196,并在1%的显著性水平上负向相关,与预期方向相符。债务资产比率与权益资本成本的相关系数为0.037,与预期方向相符。但是,总资产周转率与权益资本成本虽存在显著的相关关系,但与预期方向不一致。这可能是由于资产周转率越高,表明企业具有良好的营运能力而更偏向于外部债权融资,因为债权资本成本率要低于内部的权益融资,从而使企业整体的加权资本成本降低。但是,这也提高了普通股股东预期的资本回报,导致企业的权益资本成本增加。

通过上面的分析结果,我们可以看出,在管理者过度自信的情况下,企业的权益资本成本会有所增加。其原因有可能是由于管理者的过度自信导致了企业的过度投资行为,提升了投融资现金流之间的敏感性,并由此导致权益资本成本增加。

五、实证结果

(一) 分组检验

表4把2002年—2005年的权益资本成本按 CON_1 进行了归类,1表示过度自信组,0表示非过度自信组,然后统计了其均值、标准差和均值误差。从表4可以看出,管理者过度自信企业的权益资本成本大于管理者非过度自信的企业。这表明管理者过度自信是对企业的权益资本成本产生影响的一个信号。为此,我们进一步进行了t检验,其结果表明在显著性水平为5%的情况下,拒绝方差相等假设,两类变量存在显著差异。这也说明管理者过度自信企业的权益资本成本显著大于管理者非过度自信的企业。

此外,本文把公司的权益资本成本按照 CON_2 的中位数进行分组,统计了其均值,标准差、均值误差,并进行了均值检验。由表5可以看出,随着高管人员相对薪酬的提高,权益资本成本也随之增加。t检验结果表明在5%的显著性水平下,不能接受方差相等假设,两组变量表示的权益资本成本存在显著差异。这进一步表明管理者过度自信企业的权益资本成本显著大于管理者非过度自信的企业。

(二) 回归结果

为使分析结果有意义,我们采用分步多元回归分析,首先不考虑过度投资因素,使解释变量高管人员的薪酬比例和高管人员的盈利预测偏差分别进入回归方程,进行单变量分析。然后,再依据回归结果,考虑过度投资的因素再做进一步的联合回归分析。

1. CON_1 对权益资本成本的影响

回归结果显示(见表6),当将 CON_1 比例作为解释变量时,其系数为正,并在10%的显著性水平下通过检验。

从控制变量来看,Beta的回归系数为正值。我们知道, β 系数代表公司的盈余相对市场盈余的波

表4 CON_1 与权益资本成本的均值比较和t检验

| CON_1 | N | 均值 | 标准差 | 均值误差 | t检验 |
|---------|-----|-------|-------|-------|----------|
| 0 | 620 | 0.082 | 0.092 | 0.004 | |
| 1 | 95 | 0.100 | 0.108 | 0.011 | -1.729** |

注:取值0为未出现预测偏差,取值1为出现盈利预测高估;**表示在5%水平显著。

表5 CON_2 与权益资本成本的均值比较和t检验

| CON_2 | N | 均值 | 标准差 | 均值误差 | t检验 |
|--------------|-----|-------|-------|-------|----------|
| <0.372 | 322 | 0.064 | 0.070 | 0.011 | |
| \geq 0.372 | 323 | 0.088 | 0.098 | 0.004 | -2.111** |

注:**表示在5%水平显著。

表6 多元线性回归结果(CON_1)

| | 回归系数 | t值 |
|-----------|--------|-----------|
| 截距 | | 0.228 |
| CON_1 | 0.03 | 1.757* |
| Beta | 0.077 | 1.926* |
| Size | 0.023 | 0.5 |
| Leverage | 0.045 | 1.06 |
| M/B | -0.187 | -4.259*** |
| Aturnover | 0.065 | 1.535 |
| 调整的 R^2 | | 0.27 |

注:***和*分别表示在1%和10%水平显著。

动程度,对上市公司而言则代表了股票的风险程度。 β 系数越高,代表公司盈余的稳定性越差,这也势必影响投资者对公司盈利能力的信心,其承受的风险相对较大,因此其要求的投资回报也相对较高,所以权益资本成本也有所提高。市值账面比与权益资本成本负相关,回归结果在 1% 的水平上显著,即市盈率越高,权益资本成本越低。这可能是由于盈利状况好的企业发放的股利相对多一些,而很多经营状况一般的公司很少或根本不发放红利所致。公司规模与权益资本成本正向相关,说明公司规模越大,权益资本成本越高。这可能是由于企业的规模越大,其应对环境变化而适时调整的战略柔性越弱,因此投资者要求的投资回报也有所提高。债务资产比率与权益资本成本正相关,验证了假设,债务资产比率越高,企业经营失败与破产的风险越高,投资者会要求更高的风险回报,导致企业的权益资本成本的提高。值得注意的是,企业的资产周转率与权益资本成本的回归系数为正值,这与本文的假设不一致,原因已在前文的分析中进行了阐述。

2. CON_2 对权益资本成本的影响

在分析了 CON_1 对企业的权益资本成本产生的影响后,我们对衡量管理者过度自信程度的另一变量——高管人员的盈利预测偏差对企业的权益资本成本产生的影响做进一步的回归分析。

上述回归结果显示(见表 7),当高管人员的盈利预测偏差作为解释变量时,其系数为正,并在 10% 的显著性水平下通过检验。一方面,高管人员的盈利预测偏高,往往表示他们存在着显著的过度自信或过度乐观,会导致增加了投资与现金流的敏感性,企业的经营现金流会随投资项目的增加而减少,致使经营风险和破产风险增加,从而提高投资者的期望报酬率,使权益资本成本提高。另一方面,这种过度自信或者过度乐观往往从另一角度增加了投资者对公司未来前景的乐观估计。他们期望的资本回报也会相应提高,从而使企业的权益资本成本提高。上面的两组实证分析验证了假设 1,即管理者的过度自信程度与企业的权益资本成本正向相关。

3. 过度投资对权益资本成本影响的回归分析

在分别分析了单独两个解释变量对权益资本成本产生的影响后,我们引入过度投资变量,进一步分析过度投资导致权益资本成本增加的深层次原因。

由于中外学者对管理者过度自信导致企业过度投资的实证研究已经很多,本文以此作为接下来分析的基础。将用来衡量管理者过度自信程度的高管人员相对薪酬和盈利预测偏差引入过度投资变量,考察其对企业的权益资本成本产生的影响。我们可以从表 8 的实证结果看出,过度投资与权益资本成本分别在 10% 和 5% 的显著性水平上正向相关,从而验证了假设 2。

表 7 多元线性回归结果(CON_2)

| | 回归系数 | t 值 |
|-----------|--------|------------|
| 截距 | | 0.12 |
| CON_2 | 0.037 | 1.949 * |
| Beta | 0.054 | 1.325 |
| Size | -0.179 | -4.247 *** |
| Leverage | 0.042 | 1.04 |
| M/B | 0.023 | 0.527 |
| Aturnover | 0.08 | 2.089 ** |
| 调整的 R^2 | 0.263 | 2.089 |

注:***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 水平显著。

表 8 引入“过度投资”后的多元回归结果

| Model | | 回归系数 | t 值 | 回归系数 | t 值 |
|-------|----------------------|--------|------------|--------|------------|
| | 截距 | | 0.439 | | -0.666 |
| 1 | $CON_1 \times OverI$ | 0.041 | 0.585 * | | |
| 2 | $CON_2 \times OverI$ | | | 0.1 | 2.169 ** |
| | Overinvestment | 0.113 | 1.238 | 0.137 | 1.416 |
| | Beta | 0.102 | 2.293 ** | 0.104 | 2.37 ** |
| | Size | -0.002 | -0.028 | 0.067 | 1.286 |
| | Leverage | 0.045 | 0.984 | 0.036 | 0.806 |
| | M/B | -0.211 | -4.335 *** | -0.195 | -4.112 *** |
| | Aturnover | 0.04 | 0.856 | 0.044 | 0.945 |
| | 调整的 R^2 | | 0.56 | | 0.62 |

注:***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 水平显著。

那么管理者的过度自信究竟是怎样影响企业的权益资本成本的呢?我们试图从投资的角度加以阐述。一方面,由于管理者的过度自信,管理者对企业的盈利能力的估计过于乐观,高估收益低估风险,从而使一些净现值为负的项目获得了投资的机会。另一方面,这种由过于乐观导致的过度投资必然会影响企业的自由现金流,从而使企业面临融资方面的约束。对预期收益的过分乐观使管理者趋于采用激进的融资行为,增加了企业的财务风险。在这种情况下,对投资者来说,他便会要求更高的资本回报以抵消投资风险,从而导致企业的权益资本成本增加,并在一定程度上抵消了由于负债融资的较低资本成本的好处,使企业价值降低。

六、结论

本文以我国2002年—2005年间深市上市公司为样本,通过实证分析检验了管理者过度自信与企业权益资本成本间的关系,得出如下研究结论:第一,通过多元回归模型,检验了高管人员的相对薪酬对企业的权益资本成本产生的影响,结果发现高管人员的相对薪酬与企业的权益资本成本存在显著的正相关关系。第二,通过多元回归模型,检验了盈利预测偏差对企业的权益资本成本产生的影响,结果发现高管人员高估盈利预测的上市公司的权益资本成本要高于未出现盈利预测偏差的公司样本,即高管人员的盈利预测偏差与权益资本成本呈显著的正相关关系,说明高管人员的盈利预测偏差会造成企业权益资本成本的上升。第三,通过多元回归模型,检验了过度投资和相对薪酬、盈利预测偏差对企业的权益资本成本产生的联合影响,结果发现企业的过度投资确实使企业的权益资本成本增加了。

参考文献:

- [1] Cooper A C, Woo C Y, Dunkelberg W C. Entrepreneurs perceived chances for success[J]. *Journal of Business Venturing*, 1988(3): 97-108.
- [2] Merrow E D, Phillips K E, Myers C W. Understanding cost growth and performance shortfalls in pioneer plants[M]. Santa Monica, 1981.
- [3] Statman M, Tyebjee T T. Optimistic capital budgeting forecasts: an experiment[J]. *Financial Management*, 1985(14): 27-33.
- [4] Malmendler U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008(1): 20-23.
- [5] Doukas J A, Petmezas D. Acquisition, overconfident managers and self-attribution bias[D]. Working paper, 2006.
- [6] Malmendler U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment[J]. *The Journal of Finance*, 2005(6): 2661-2700.
- [7] Lin Y S, Hu M, Chen. Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005(13): 187-221.
- [8] 郝颖,刘星,林朝南.我国上市公司管理人员过度自信与投资决策的实证研究[J]. *中国管理科学*, 2005(5): 142-148.
- [9] 王霞,于富生,张敏.管理者过度自信与企业投资行为异化[J]. *南开管理评论*, 2008(2): 77-83.
- [10] Hackbarth D. Managerial traits and capital structure decisions[R]. Working Paper, 2004.
- [11] 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[J]. *管理世界*, 2006(8): 104-112.
- [12] Modigliani F, Miller M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. *The American Economic Review*, 1958(3): 261-297.
- [13] Gebhardt W R, Lee C M, Swaminathan B. Toward an implied cost of capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2001(1): 135-176.
- [14] 汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本[J]. *经济研究*, 2004(7): 107-114.
- [15] 陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资成本影响因素分析[J]. *管理世界*, 2004(5): 127-131.

- [16] Hribar P, Yang H. CEO overconfidence, management earnings forecasts, and earnings management[R]. Working paper, 2006.
- [17] Hayward L A, Donald C H. Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris[J]. Administrative Science Quarterly, 1997(1): 103 - 127.
- [18] Brown R, Sarma N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[R]. Working paper, 2006.
- [19] Fama E F, French K R. The cross-section of expected stock returns[J]. The Journal of Finance, 1992(2): 427 - 465.
- [20] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency cost and ownership structure[J]. The Journal of Finance, 2000(1): 81 - 106.

[责任编辑:高婷]

Managerial Overconfidence and Cost of Equity Capital: Evidence from Shenzhen A-share Market

YU Fusheng¹, ZHANG Sheng¹, LI Yan²

(1. School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China;

2. Price Waterhouse Coopers, Beijing 100020, China)

Abstract: This paper studies the relationship between managerial overconfidence and cost of equity capital of Chinese listed companies with A-share companies listed in Shengzhen Stock Exchange. From the results of positive test, we can make a conclusion that managers' overconfidence has been caused by means of impacting on the business investment behavior, excessive investment, thereby affecting the sensitivity between investing and financing cash flow, which led to radical financing and higher cost of equity capital of enterprises.

Key Words: managerial overconfidence; excessive investment; radical financing; cost of equity capital



投 稿 须 知

1. 来稿字数一般要求在 10000 字左右,本刊不受理 7000 字以下的稿件。
2. 请投稿者通过本刊新版“网上投稿系统”投稿。该网址为:<http://xbbjb.nau.edu.cn/sjyjjy/ch/author/login.aspx>;或通过南京审计学院校园网进入,具体路径是:“校园网首页(<http://www.nau.edu.cn/>)—科学研究—学术刊物—审计与经济研究—作者登录”。
3. 由于本刊采用专家双向匿名审稿,投稿者请将个人简介、联系方式等信息写在另一文档中或另页附在稿件之后。
4. 投稿格式请参照本刊近期发表的文章样式。
5. 搞稿者可以随时进入本刊“网上投稿系统”查询您稿件的处理情况。
6. 切勿一稿多投。对于一稿多投者,本刊将其列入黑名单。

《审计与经济研究》编辑部