



# 管理者过度自信、流动性风险与 企业债务期限结构研究

——基于中国上市公司的微观视角

刘 柏 王一博

**摘要:** 2016年中国债券市场违约事件频发,需要寻求行为财务的新微观视角来解读。笔者以2011—2015年中国A股非金融类上市公司为样本,利用GMM估计实证检验过度自信决策对企业债务期限结构的影响,并分析流动性风险对其关系的调节作用以及非理性行为偏差的动机。研究发现:过度自信对管理决策的干扰构成了企业融资行为偏差的重要来源,财务流动性风险并不能抑制管理者过度自信带来的融资决策偏误,但是过度自信却能够降低企业的债务成本。因此,只有提高公司内部治理机制和发挥外部市场在流动性风险方面的调控作用,才能解决中国上市企业流动性结构长期失衡的局面。

**关键词:** 行为财务; 过度自信; 流动性风险; 债务期限结构; 债务融资成本

**中图分类号:** F27      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1672-7320(2017)04-0091-12

作为金融体系中不可或缺的一部分,2016上半年债市的跌宕起伏无疑给中国经济转型的进程蒙上了一层阴影。其中,债务期限结构是企业债务融资决策的重要内容,不仅会直接影响企业的融资成本、债务偿还计划和财务风险等,还关系到债权人的经济效益和借贷风险。因此,在“扩张冲动”、“投资狂热”、债务违约事件频发的中国市场背景下,研究企业债务期限结构的影响因素,确定合理的债务期限结构,对于提升企业价值、促进债券市场发展以及维护中国金融体系稳定都具有重大意义。

根据传统财务理论,国内外大部分学者选择从行业或公司层面诠释债务期限结构的确定,如资产期限匹配理论、代理成本理论、信息不对称理论、税收理论和权衡理论等。然而上述理论均是建立在“理性经济人”的前提假设下,忽略了企业管理者在不确定环境下的决策或判断会受到心理偏差的影响。事实证明,人们常常会表现出过度自信、损失厌恶和心理账户等九种心理和行为偏差(Kahneman et al., 1982:201-208),而过度自信被认为是其中最稳健的一种(Baker et al., 2004:145-183)。与一般人相比,企业的管理者更倾向于表现出过度自信(Cooper et al., 1988:97-108)。

已有文献表明,管理者过度自信会影响企业债务期限结构,但现有研究结论并不一致。Shefrin(2001)首次提出过度自信的管理者对未来收益的估计过高,导致他们更愿意发行债券而不是股票,并且表现为以更高的频率发行新债,从而债务期限结构更短。Landier & Thesmar(2009)、Huang et al. (2016)分别利用法国初创公司和美国大型上市公司数据对此进行验证,我国部分学者也得出类似结论(余明桂等, 2006:104-172; 严静等, 2009:92-93; 陈收、陈丽丽, 2009:135-137),认为过度自信的管理者更偏好短期负债,会导致更激进的债务融资决策。但是,黄莲琴、陈文静(2010)等学者则从规避短期债务的约束作用和平滑各期还贷压力入手,认为过度自信的管理者在债务期限结构选择方面更偏好长期

负债,得出完全相反的结论。正是这种矛盾结论的存在,为进一步探索两者关系的影响因素和缘由提供了前期佐证。

## 一、理论分析与研究假设

Gervais et al. (2003)将过度自信定义为:过高估计自身知识的准确精度,即对自己信息赋予的权重大于真实的权重。对于个体的过度自信,主要体现在以下三方面:(1)校准偏差。Alpert & Raiff(1982)指出人们倾向于高估自身知识水平以及能力的准确精度。(2)好于平均。Taylor et al. (1988)指出大多数人都认为自己是好于平均的人并且认为自己比别人眼中的自己要好。(3)控制错觉。Miller & Ross (1975)发现当人们期待某一特定的事情发生并当这件事情真的发生的时候,他们往往高估了自己在其中所起到的决定性作用。对于成功竞争公司领导地位、拥有大量内部信息以及身处复杂经营决策环境的管理者,在面对自身能力评估或富有挑战的任务时往往会表现出过度自信。他们高估项目投资收益,却常常低估与之相关的风险,将成功归因于自己的能力,而在失败时却归咎于外部环境等因素。

### (一)管理者过度自信与企业债务期限结构

过度自信的管理者是存在认知偏差的一类典型群体,他们倾向于高估未来项目的投资收益或低估风险,从而对未来的经营绩效有着不切实际的幻想,并认为企业价值被低估,证券被错误定价(Bhandari & Deaves, 2006:5-11)。基于此,当企业在进行外源融资时,他们会更偏好债务融资,从而导致更高的财务杠杆(余明桂等, 2006:104-172; Hackbarth, 2008:843-881; Malmendier et al., 2011:1687-1733)。笔者对上述文献进一步分析发现,尽管长期负债可以平滑各期还贷压力并降低约束作用,但是认知偏差依然会让过度自信的管理者选择短期负债为投资项目筹措资金。原因如下:第一,针对需要债务融资的企业,与短期负债相比,长期负债的错误定价现象更为严重。第二,他们相信好的状态更可能发生,当未来的利好消息接连出现时,企业可以更低的融资成本进行短期债务的再融资。第三,高估项目收益会使预期投资回收期较实际缩短,所以过度自信的管理者会通过借入更短的债务以与预期投资回收期相匹配(余明桂等, 2006:104-172; 严静等, 2009:92-93)。此外,如果将股票视作永久性债券的另一形式,那么过度自信管理者在进行外源融资时的偏好顺序自然是:短期债务优于长期债务,长期债务优于永久性债券(即股票)。他们认为当未来的利好消息接连出现时,企业可以更低的融资成本进行短期债务的再融资。基于以上分析,笔者提出假设1。假设1:管理者过度自信与企业债务期限结构负相关。

### (二)管理者过度自信、流动性风险与企业债务期限结构

流动性风险是指企业的变现能力、支付能力或偿债能力发生问题的风险,会直接促使企业破产。虽然过度自信的管理者相信通过借入短期负债可以提高企业价值,但这种对短期债务的依赖会提高企业的流动性风险水平,从而加大破产危机。

在进行债务融资时,面对由借入短期负债引发的流动性风险,不同的企业管理者可能会有不同回应。首先,理性的管理者会对由流动性风险提高导致的相关破产成本产生重视,即短期债务的使用将集中在流动性风险较低的企业,也就是说,流动性风险会对管理者与债务期限结构的关系起到负向调节作用。第二,非理性的管理者会低估或忽视与流动性风险相关的破产成本,仍旧选择高水平的短期债务,即流动性风险对非理性管理者与债务期限结构的关系不起到调节作用。在管理者非理性的基础上,笔者认为流动性风险对我国上市公司过度自信的管理者与债务期限结构的关系起到正向调节作用。原因如下:首先, Odean(1998)认为一个过度自信的交易者或许会因其更高的风险承担而获得更高的收益,余明桂等(2013)实证发现过度自信管理者对应着更高的风险承担水平。也就是说过度自信的管理者对高风险状态存在非理性偏爱。其次,管理者非理性行为的发挥要受到治理机制的约束。与西方完善、高效的资本市场制度和公司内部治理环境相比,我国上市公司无论是国有还是非国有公司,营造的公司治理环境都较为宽松。国有企业由于“所有者虚位”、内部人控制等问题的存在,其公司治理往往流于形式,对管理者的监督效果十分有限;政府最后的“保护之手”更是放大了过度自信管理者对高风险的追求

欲望。与国有企业的管理者来源形式不同,非国有企业的管理者更多是创业者或职业经理人,且股权结构较为分散,公司的内部治理机制难以对公司创立者或具备丰富领域知识和经验的职业经理人形成有效的监督环境。当公司治理机制无法对过度自信的管理者造成约束,非理性认知就会驱使管理者流露出对高风险状态的追求。基于以上分析,笔者提出假设 2。**假设 2:流动性风险对管理者过度自信与企业债务期限结构的关系起到正向调节作用。**

### (三) 管理者过度自信与债务融资成本

Diamond(1991)指出短期负债的增加会直接将企业曝光在高流动性风险之下,尽管这样,过度自信的管理者仍偏好更高比例的短期负债。那么究竟是什么利益感知驱使过度自信的管理者偏好更短的债务期限结构呢?准确地讲,笔者试图从债务融资成本的角度来解释过度自信管理者非理性行为偏差的动机。

过度自信的管理者对短期负债的偏好会对股东利益产生两种影响:一方面,更高的短期负债比例会增加企业的流动性风险水平,从而加大破产危机;另一方面,考虑到债权人与股东之间的利益冲突,更高的短期负债比例会降低两者的代理成本。Barnea et al. (1980)指出,债权人能够理性识别企业为减少代理成本而对管理层实施的激励程度,若没有相关机制或制度致力于缓解两者的利益冲突,那么债务价值将会大打折扣。进一步地,短期债务被认为是缓解代理问题的有效手段,它有助于债权人灵活地监控管理,减少或杜绝资产替代问题(Leland & Toft,1996:987-1019;Stulz,2000:2-4;Brockman,2010:1123-1161)。因此对于债权人来讲,过度自信的管理者对短期债务的偏好被认为是减少债务代理成本的有利信号,从而降低企业融资成本。

债务融资决策的制定虽不会直接影响收益,但会决定融资成本。理性的管理者会在融资成本降低与流动性风险提高之间做出平衡,确定合适的债务期限结构;而过度自信的管理者则以企业价值最大化为目标,即使在高流动性风险情况下也选择缩短债务期限结构,激进短期负债以最小化融资成本。因为融资成本降低带来的利益是可感知的,而由流动性提高带来的破产危机则可在复杂的经营环境中逐步化解,这正是过度自信的管理者坚信其自身能力所在。因此,与非过度自信的管理者相比,管理者过度自信所在企业尽管流动性风险过高,但债务融资成本更低。基于上述分析,笔者提出假设 3。**假设 3:与非过度自信的管理者相比,过度自信的管理者所在企业的债务融资成本更低。**

## 二、研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

研究数据来源为国泰安数据库(CSMAR),以中国 A 股非金融类上市公司作为研究样本,研究区间为 2011—2015 年。根据研究需要,对数据做出如下筛选:(1)剔除 ST、ST \* 公司股票;(2)剔除相关变量数值缺失的数据。经过上述筛选后,债务期限结构样本(以验证假设 1 和假设 2)观测值为 10824,涉及 2470 家公司;债务融资成本样本(以验证假设 3)观测值为 10574,涉及 2430 家公司。同时,为消除极端值对研究结果的影响,对所有连续变量按 1%和 99%水平进行 Winsorize 处理。

### (二) 方程设定与变量定义

#### 1. 企业债务期限结构方程设定与变量定义

##### (1) 方程设定

为了验证假设 1 和假设 2,即管理者过度自信与企业债务期限结构的关系,并在此基础上考察流动性风险对二者关系的调节作用,设定如下回归方程:

$$\begin{aligned} \text{MAT} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{OVER} + \alpha_2 \text{OVER} * \text{LiquidRisk} + \alpha_3 \text{Ln}(\text{Size}) + \alpha_4 \text{AE} + \alpha_5 \text{MB} + \alpha_6 \text{Restrained} \\ & + \alpha_7 \text{AR} + \alpha_8 \text{State} + \alpha_9 \text{Lev} + \sum_{i=1}^4 \alpha_{9+i} \text{YEAR}_i + \epsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

已有研究认为,企业债务期限结构(MAT)与财务杠杆(Lev)是内生且同时决定的(Barclay et al., 2003:149-167;Johnson,2003:209-236),使用 OLS 会导致有偏的回归结果。所以参照 Huang et al. (2016)的

做法,使用 GMM 估计技术以控制内生性问题。同时参考 Barclay et al. (2003)、Brockman et al. (2010) 和 Datta et al. (2005) 的方法,选取固定资本率(FAR)和资产收益率(ROA)作为工具变量。

## (2) 变量定义

被解释变量是债务期限结构(Mat),参照李健、陈传明(2013)做法,将其定义为长期负债与总负债的比值。

**解释变量是管理者过度自信(Over)**。管理者是将个人财富风险过度集中于所在公司的一类典型群体,因为他们经常被给予大量股票或期权作为薪酬激励,同时,管理者个人的人力资本价值也与企业业绩紧密联系在一起。基于这种由低多元化带来的财富风险,一个理性的管理者应在行权期以尽量高的价格将公司股票卖出,而不是继续买进,故表现出自愿增持股票这一行为的管理者被认为是过度自信的管理者。此外,我国《证券法》《公司法》以及证券交易所的相关规则规定,高管人员不得在“窗口期”进行交易,也不得进行短线交易,同时对减持本公司股票比例及时间有明确限制,故排除了管理者基于内部交易或传递信号而进行的股票增持行为。故在借鉴郝颖等(2005)方法的基础上,以管理者自愿增持股票来衡量过度自信,即若管理者增持股票的原因非“分红送转”、“增发配股”或“股权激励措施”,则认为管理者是过度自信的。

**调节变量是流动性风险(Liquid Risk)**。为了验证流动性风险对管理者过度自信与企业债务期限结构关系的调节作用,参照 Huang et al. (2016) 的做法,在原有债务期限结构方程的基础上,加入管理者过度自信与流动性风险的交互项。将流动性风险定义为流动比率,即流动资产与流动负债的比值。

根据 Huang et al. (2016)、肖作平(2005)等的研究,笔者将以下变量设置为控制变量:公司规模、异常盈余、市账率、行业管制、实际税率、股权性质、财务杠杆。公司规模(Ln(Size))定义为总资产的自然对数;异常盈余(AE)定义为当期与上期每股收益之差与上期股价的比值;市帐率(MB)定义为市值与账面价值的比值;行业管制(Restrain)是一个虚拟变量,当公司所在行业属于采掘、电力煤气及水的生产和供应、交通运输、仓储、信息技术等行业,该变量值为 1,其它为 0;实际税率(AR)定义为所得税与税前利润的比值;股权性质(State)是一个虚拟变量,若公司股权性质为国有企业,该变量值为 1,其它为 0;财务杠杆(Lev)定义为总负债与总资产的比值。除了上述公司特征和行业特征变量外,还加入年度虚拟变量(YEAR)来考虑时间差异对债务期限结构的影响。以 2011 年为基准年,共得到 4 个年度虚拟变量。

## 2. 企业债务融资成本方程设定与变量定义

### (1) 方程设定

为了验证假设 3,即与非过度自信的管理者相比,过度自信的管理者所在企业的债务融资成本是否更低,设定如下回归方程:

$$\text{LOAN} = \beta_0 + \beta_1 \text{OVER} + \beta_2 \text{Ln}(\text{Size}) + \beta_3 \text{State} + \beta_4 \text{PPE} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{IPM} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{CFO} \\ + \sum_{a=1}^4 \beta_{8+a} \text{YEAR}_a + \sum_{b=1}^{11} \beta_{12+b} \text{Industry}_b + \varepsilon_2 \quad (2)$$

### (2) 变量定义

被解释变量是债务融资成本(LOAN),参照郑军等(2013)的做法,将其定义为财务费用与总负债的比值。解释变量是管理者过度自信(OVER)。该回归方程中管理者过度自信定义与回归方程(1)定义相同。

根据陈汉文和周中胜(2014)、郑军等(2013)、魏志华等(2012)的研究,将以下变量设置为控制变量:公司规模、股权性质、资产有形性、公司成长性、利息保障倍数、财务杠杆、现金流动状况。公司规模、股权性质与财务杠杆变量定义与回归方程(1)定义相同。资产有形性(PPE)定义为存货与固定资产之和与总资产的比值;公司成长性(Growth)用营业收入增长率来衡量;利息保障倍数(IPM)定义为息税前利润与利息费用的比值;现金流动状况(CFO)用经营活动现金净流量与总资产的比值来衡量;除了上述公司特征变量外,还加入年度虚拟变量(YEAR)和行业虚拟变量(Industry)来考虑时间差异和行业差

异对债务融资成本的影响。以 2011 年为基准年,共得到 4 个年度虚拟变量。以制造业为基准行业,共得到 11 个行业虚拟变量。

### 3. 研究中涉及变量的汇总

为了进一步明确变量的关系和具体定义,如下进行了汇总,见表 1。

表 1 变量定义

分类	方程	名称	符号	定义
被解释变量	(1)	债务期限结构	MAT	长期负债/总负债
	(2)	债务融资成本	LOAN	财务费用/总负债
解释变量	(1)、(2)	管理者过度自信	OVER	若当年管理者自愿增持股票,该值为 1,否则为 0
调节变量	(1)	流动性风险	Liquid Risk	流动资产/流动负债
控制变量	(1)、(2)	公司规模	Ln(Size)	总资产的自然对数
	(1)	异常盈余	AE	当期与上期每股收益之差与上期股价的比值
	(1)	市账率	MB	市值/账面价值
	(1)	行业管制	Restrain	若公司所在行业为正文所述管制行业时,该值取 1,否则为 0
	(1)	实际税率	AR	所得税/税前利润
	(1)、(2)	产权性质	State	产权性质为国有时,该变量值为 1,否则为 0
	(1)、(2)	财务杠杆	Lev	总负债/总资产
	(2)	资产有形性	PPE	(存货+固定资产)/总资产
	(2)	公司成长性	Growth	营业收入增长率
	(2)	利息保障倍数	IPM	息税前利润/利息费用
工具变量	(1)	现金流动状况	CFO	经营活动现金净流量/总资产
	(1)	固定资产率	FAR	固定资产/总资产
	(1)	资产收益率	ROA	净利润/总资产

## 三、实证检验及分析

### (一) 债务期限结构实证结果及分析

#### 1. 描述性统计分析

表 2 列出了管理者过度自信这一解释变量按照产权性质和板块进行划分的描述性统计结果。在全样本的 10824 个观测值中,过度自信的观测值为 2989,占比 27.61%。对全样本按照主板、中小板和创业板进行区分后,管理者过度自信占比依次上升,主板中过度自信的管理者比例最低,创业板中过度自信的管理者比例最高,这一趋势在对全样本按照产权性质划分后依然存在。值得注意的是,在国有样本的 4428 个观测值中,过度自信的观测值为 647,占比 14.61%;在非国有样本的 6396 个观测值中,过度自信的观测值为 2342,占比 36.62%,即非国有公司过度自信管理者的比例要远远高于国有企业过度自信管理者的比例。导致这一结果的可能原因是个体过度自信的三种表现:校准偏差、好于平均和控制错觉。成功竞争公司领导地位的过程会让非国有上市公司管理者拥有更多的好于平均和控制错觉感知,从而产生过度自信的认知偏差倾向更高。

表 2 管理者过度自信的描述性统计

	全样本			国有上市公司			非国有上市公司		
	总	过度自信	比率	总	过度自信	比率	总	过度自信	比率
总:	10824	2989	27.61%	4428	647	14.61%	6396	2342	36.62%
主板	6227	968	15.55%	3894	505	12.97%	2333	463	19.85%
中小板	3120	1222	39.17%	478	123	25.73%	2642	1099	41.60%
创业板	1477	799	54.10%	56	19	33.93%	1421	780	54.89%

为验证假设 1 和假设 2,笔者提出回归方程(1),即债务期限结构方程。表 3 给出总样本除管理者过度自信和年度虚拟变量外其他变量的描述性统计结果。统计结果显示,债务期限结构这一被解释变量的均值是 0.133,说明我国非金融类上市公司从整体上讲偏好流动性风险较高的短期负债,短期债务占总债务比例近 90%。这一结果也与我国近年来以短期债务为市场主导,信用违约事件频发不谋而

合。与此形成对比的是,Huang et al. (2016)发现在美国非金融类上市公司中,偿还期限在一年以上的债务占总负债比例的均值为 0.83。由此可见,中国上市公司的长期债务比重过低,隐含的债务违约风险偏高。财务杠杆变量的均值为 0.44,相比之下,美国非金融上市公司的财务杠杆均值为 0.16(Huang et al.,2016:93-110)。与上述债务期限结构指标相结合可以看出,我国上市公司整体债务水平偏高,其中短期债务占比也过高,从而加剧了企业的流动性风险和破产危机。

表 3 债务期限结构方程的描述性统计

观测值	变量	MAT	Liquid Risk	Ln(Size)	AE	MB	Lev	AR	State	Restrain
10824	均值	0.133	2.528	22.014	-0.003	2.621	0.440	0.115	0.410	0.360
	标准差	0.176	2.946	1.276	0.037	2.048	0.219	0.142	0.492	0.481
	最小值	0.000	0.272	19.373	-0.161	0.904	0.046	-0.298	0	0
	最大值	0.720	19.463	25.876	0.156	13.444	0.932	0.679	1	1

表 4 给出了各变量之间的相关系数。检验结果显示,在不考虑其他因素的情况下,管理者过度自信与企业债务期限结构呈现显著的负相关关系,相关系数是-0.10。这表明过度自信的管理者所在企业的债务期限结构更短,即更偏好短期负债。同时,除异常盈余外,其它所有控制变量都与债务期限结构表现出较强的相关关系。此外,各控制变量间的相关性不高或不相关,且各变量方差膨胀因子(VIF 值)均小于 2,表明变量间不存在严重的多重共线性。

表 4 债务期限结构方程主要变量相关系数

	MAT	OVER	Ln(Size)	AE	MB	Restrain	AR	State	Lev
MAT	1.00								
OVER	-0.10***	1.00							
Ln(Size)	0.43***	-0.07***	1.00						
AE	-0.01	-0.04***	-0.00	1.00					
MB	-0.25***	0.14***	-0.46***	0.04**	1.00				
Restrain	0.18***	-0.03***	0.08***	-0.02*	-0.04***	1.00			
AR	-0.03***	0.07***	-0.05***	0.07**	-0.03***	-0.02**	1.00		
State	0.27***	-0.24***	0.38***	0.01	-0.24***	0.12***	-0.11***	1.00	
Lev	0.34***	-0.17***	0.49***	-0.02**	-0.28***	0.01***	-0.06***	0.32***	1.00

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 显著性水平通过检验,下同。

## 2. 回归结果分析

为克服内生性问题,笔者采用 GMM 估计技术对管理者过度自信、流动性风险与企业债务期限结构的关系进行检验,方程(1)的回归结果如表 5 所示。其中,模型 1 用来验证管理者过度自信与企业债务期限结构的关系。由回归结果可知,管理者过度自信变量的系数为-0.018,且在 1% 的水平上显著,意味着过度自信的管理者所在企业的债务期限结构更短,即对短期债务更偏好,从而验证了假设 1。模型 2 在模型 1 的基础上加入了管理者过度自信与流动性风险的交互项,以验证流动性风险对管理者过度自信与企业债务期限结构关系的调节作用。管理者过度自信变量系数仍显著为负,其他控制变量系数大小和显著性也并未发生明显改变。管理者过度自信与流动性风险的交互项系数为 0.004,且在 1% 的水平上显著。值得说明的是,笔者用流动资产与流动负债的比值来定义流动性风险,故该比值越大,流动性风险越低。故交叉项系数显著为正表明,在流动性风险越高(即比值越低)的企业,管理者过度自信与债务期限结构的负向关系越强,即流动性风险加强了管理者过度自信与债务期限结构之间的负向关系,从而起到正向调节作用,验证本文假设 2。就模型 2 的控制变量而言,公司规模、行业管制和财务杠杆与债务期限结构呈显著正相关,市账率对债务期限结构产生显著的负向影响。异常盈余系数为负且不显著,表明中国上市公司尚不具备通过债务期限结构的选择传递公司质量信号的能力。实际税率系数为正且不显著,表明我国上市公司债务融资的税收屏蔽效果较不明显。股权性质变量为正且不显著,表明国有与非国有企业在对公司债务期限结构的影响上不存在显著差异。

表 5 债务期限结构方程回归结果

变量	模型 1		模型 2	
	系数	Z 值	系数	Z 值
截距项	-0.945***	-24.07	-0.774***	-19.75
OVER	-0.018***	-5.36	-0.020***	-5.21
OVER * Liquid Risk			0.004***	4.99
Ln(Size)	0.048***	26.21	0.037***	19.80
AE	-0.103**	-2.28	-0.072	-1.56
MB	-0.004***	-5.29	-0.004***	-5.03
Restrain	0.041***	12.88	0.044***	14.03
AR	0.006	0.56	0.011	1.03
State	0.012***	3.30	0.004	1.09
Lev	0.034***	2.76	0.193***	11.34
YEAR	控制		控制	
R <sup>2</sup>	0.218		0.226	

## (二) 债务融资成本实证结果及分析

### 1. 描述性统计分析

为验证假设 3, 笔者提出回归方程(2), 即债务融资成本方程。表 6 给出总样本除管理者过度自信、年度和行业虚拟变量外其它变量的描述性统计结果。统计结果显示, 债务融资成本(LOAN)这一被解释变量的最大值为 0.065, 最小值为 -0.328, 均值为 0.001, 可见不同企业的债务融资成本差异较大。资产有形性变量(PPE)最大值为 0.828, 最小值为 0.026, 不同行业的企业有着不同的营运模式和盈利模式, 故在资产有形性方面差距稍大。公司成长机会变量(Growth)与利息保障倍数变量(IPM)的标准差较大, 这也体现不同公司成长机会以及债权保障程度有较大差异。经营净现金流量变量(CFO)均值为 0.039, 最大值为 0.236, 最小值为 -0.184, 表明整体上讲我国上市公司经营产生的净现金流量偏低, 给企业带来流动性风险。

表 6 债务融资成本方程的描述性统计

观测值	变量	LOAN	LN(SIZE)	STATE	PPE	GROWTH	IPM	LEV	CFO
10574	均值	0.001	21.976	0.390	0.387	0.175	-0.860	0.427	0.039
	标准差	0.057	1.242	0.487	0.184	0.454	52.293	0.214	0.072
	最小值	-0.328	19.581	0	0.026	-0.529	-293.397	0.046	-0.184
	最大值	0.065	25.765	1	0.828	3.045	242.434	0.875	0.236

表 7 给出了债务融资成本方程各变量之间的相关系数。结果显示, 在不考虑其它因素的情况下, 管理者过度自信与企业债务成本呈现显著的负相关关系, 相关系数是 -0.14。这表明过度自信的管理者所在企业的债务融资成本更短。同时, 除公司成长性变量外, 其他所有控制变量都与债务融资成本表现出较强的相关关系。此外, 各控制变量间的相关性较低或不相关, 且各变量方差膨胀因子(VIF 值)均小于 2, 表明变量间不存在严重的多重共线性问题。

表 7 债务融资成本方程主要变量相关系数

	LOAN	OVER	Ln(Size)	State	PPE	Growth	IPM	Lev	CFO
LOAN	1.00								
OVER	-0.14***	1.00							
Ln(Size)	0.26***	-0.07***	1.00						
State	0.18***	-0.24***	0.38***	1.00					
PPE	0.39***	-0.16***	0.24***	0.22***	1.00				
Growth	0.01	0.09***	0.02***	-0.08***	-0.08***	1.00			
IPM	0.08***	-0.02***	0.05***	0.04***	0.07***	-0.01	1.00		
Lev	0.54***	-0.16***	0.54***	0.33***	0.39***	0.03***	0.09***	1.00	
CFO	-0.03***	-0.00	0.06***	0.03***	0.01	-0.00	-0.04***	-0.13***	1.00

## 2. 回归结果分析

为检验管理者过度自信与企业债务融资成本的关系,笔者对方程(2)进行多元线性回归分析,回归结果如表8模型3所示。管理者过度自信(OVER)变量的系数为-0.004,且在1%的水平上显著,意味着与非过度自信相比,过度自信的管理者所在企业的债务融资成本更低,从而对假设3进行验证。就控制变量而言,公司规模(Ln(Size))变量系数显著为负,表明规模越大的公司,其融资成本更低。资产有形性(PPE)、利息保障倍数(IPM)和财务杠杆(Lev)变量系数显著为正,表明有形资产比率越高、债务安全程度越高以及财务杠杆越高的公司,其融资成本越高。此外,股权性质变量(State)和经营净现金流量(CFO)系数为负,但不显著,表明公司股权性质和经营现金流量对融资成本不构成显著影响。

表8 债务融资成本方程回归结果

变量	模型3		变量	模型3	
	系数	T值		系数	T值
截距项	-0.004	-0.45	Lev	0.136***	49.31
OVER	-0.004***	-3.99	CFO	0.004	0.59
Ln(Size)	-0.003***	-6.71	YEAR	控制	
State	-0.001	-1.42	Industry	控制	
PPE	0.066***	23.14	F值	270.31	
Growth	0.003***	3.23	Adj-R <sup>2</sup>	0.359	
IPM	0.000***	3.08			

### (三) 稳健性检验

为检验上述实证结果是否稳健可靠,对解释变量,即管理者过度自信的衡量指标进行替换。管理者过度自信的现有衡量指标可以分成两类:(1)基于影响因素的评价方法,如“管理者薪酬”、“个人特征”等;(2)基于结果表现的评价方法,如“管理者持股变化”、“盈利预测偏差”、“相关主流媒体评价”等。两类评价方法对过度自信的衡量出于不同维度,正文部分过度自信的衡量方法属于结果表现型中的一种,故在此部分,使用影响因素型的评价方法来衡量过度自信,以验证实证结果的可靠性。

考虑到数据的完整性和被应用程度,选取管理者薪酬作为影响因素型过度自信的替代变量。参考何威风等(2011)的做法,基于Firth et al. (2006)提出的管理者薪酬估算模型,以管理者实际薪酬水平与该模型估算出的标准薪酬水平的差值,即模型残差来衡量管理者的信心状态。由于这种对其自身能力的高估被认为将会对管理者在下一会计期间制定的财务决策产生过度自信的影响,故若残差小于0,认为管理者在下一会计期间是非过度自信的,若残差大于0,则认为管理者在下一会计期间是过度自信的。管理者薪酬估算模型如下:

$$PAY = \theta_0 + \theta_1 SIZE + \theta_2 ROA + \theta_3 LEV + \sum_{k=1}^4 \theta_{3+k} YEAR_k + \sum_{j=1}^{11} \theta_{7+j} Industry_j + \epsilon_3 \quad (3)$$

其中,PAY代表管理者薪酬水平,定义为企业高管前三名薪酬总额的自然对数;SIZE代表公司规模,定义为公司年末总资产的自然对数;ROA代表企业价值,定义为净利润与资产总额的比值;LEV为资产负债率,即总负债与总资产之比;YEAR和Industry分别表示年度和行业虚拟变量,设置方法同上文。回归结果如下:

即管理者的估算标准薪酬水平可以表示为:  $PAY_0 = 8.016 + 0.269SIZE + 2.401ROA - 0.209LEV + \sum_{k=1}^4 \gamma_{3+k} YEAR_k + \sum_{j=1}^{11} \gamma_{7+j} Industry_j$  (这里忽略了年度和行业虚拟变量的回归系数)。若残差大于0,则认为该管理者在下一会计期间是过度自信的。故本文将以此指标衡量的管理者过度自信作为解释变量,对模型1-3进行回归,回归结果如表9。

由表10模型1的回归结果可知,在解释变量用另一衡量指标替换后,各控制变量的显著性不变或提高,管理者过度自信与企业债务期限结构的关系仍显著为负,即过度自信的管理者更偏好短期负债,从而再次验证假设1。由模型3的回归结果可知,解释变量与各控制变量的显著性不变或提高,并且管

理者过度自信与流动性风险的交互项仍显著为正,即流动性风险加强了管理者过度自信与债务期限结构之间的负向关系,从而再次验证假设 2。

表 9 管理者薪酬估算模型回归结果

截距项	SIZE	ROA	LEV	YEAR	Industry	F	Adj-R <sup>2</sup>
8.016***	0.269***	2.401***	-0.209***	控制	控制	275.04	0.306
(76.04)	(53.27)	(23.83)	(-7.55)				

表 10 债务期限结构方程的稳健性检验结果

变量	模型 1		模型 2	
	系数	Z 值	系数	Z 值
截距项	-0.671***	13.35	-0.704***	-17.08
OVER	-0.011***	-3.44	-0.024***	-6.14
OVER * Liquid Risk			0.005***	5.68
Ln(Size)	0.032***	15.57	0.034***	16.83
AE	-0.130**	-2.47	-0.126**	-2.40
MB	-0.005***	-4.19	-0.006***	-5.33
Restrain	0.080***	16.49	0.078***	16.15
AR	0.004	0.36	0.002	0.859
State	-0.002	-0.45	0.001	0.21
Lev	0.239***	13.35	0.224***	11.42
YEAR	控制		控制	
R <sup>2</sup>	0.239		0.244	

由表 11 模型 3 的回归结果可知,在解释变量用另一衡量指标替换后,各控制变量显著性基本维持不变,管理者过度自信项系数为-0.002,且在 1%的水平上显著。说明与非过度自信的管理者相比,管理者过度自信所在企业的债务融资成本更低,从而再次验证假设 3。对债务期限结构方程和债务融资成本方程的稳健性检验结果均与前文一致,说明上述研究结论稳健可靠。

表 11 债务融资成本方程的稳健性检验回归结果

变量	模型 3		变量	模型 3	
	系数	T 值		系数	T 值
截距项	0.004	0.38	Lev	0.133***	49.90
OVER	-0.002***	-2.64	CFO	0.006	0.88
Ln(Size)	-0.003***	-7.53	YEAR	控制	
State	-0.001	-1.05	Industry	控制	
PPE	0.064***	23.16	F 值	270.52	
Growth	0.003***	2.57	Adj-R <sup>2</sup>	0.365	
IPM	0.000***	3.36			

#### 四、结论及建议

以中国 2011—2015 年 A 股非金融类上市公司为样本,基于行为财务理论,在分析管理者过度自信对企业债务期限结构影响的同时,考虑了流动性风险因素,并在此基础上,试图从债务融资成本的角度来解释管理者非理性行为偏差的动机。实证结果表明,过度自信的管理者偏向短期债务,而流动性风险加强了过度自信管理者对短期债务的偏好,其根本原因是降低了企业的债务融资成本。由此,进一步得出如下研究结论和建议:

(1)管理者的非理性行为制约了企业的发展,过度自信的干扰构成了融资行为偏差的重要来源。根据实证结果,过度自信的管理者更偏好短期负债,从而加剧了企业陷入财务困境的可能性。因而,企业应充分发挥股权结构、董事会和监事会的内部控制和治理作用,在债务融资方面对管理者过于偏好短期债务这一行为保持警惕,对管理者由于自身认知偏差而表现出的非理性行为及时监督和纠正。此外,企业应根据行业特征与自身财务状况将现金流控制在合理水平,并完善资金监测与风险预警机制,防止局部现金流断裂引发破产危机。

(2)流动性风险并不能抑制管理者过度自信带来的融资决策偏误。相反,在短期债务主导债券市场、公司内部治理机制约束薄弱以及外部监督效果十分有限的中国情境下,流动性风险放大了过度自信的管理者对短期债务的融资偏好欲望。只有通过优化相关制度环境、抑制市场“投资饥渴”现象、减少企业对政府依赖等方式,才能解决中国上市企业流动性结构长期失衡的局面。此外,债权人应具备识别“过度自信”管理者的能力,加强对融资企业财务状况的了解与评估,对一味偏好短期债务融资的企业保持警惕,并相应提高过度自信管理者所在企业的融资硬约束水平,即从“需求侧”向“供给侧”转变,更好地发挥市场配置在企业流动性风险方面的治理作用。

(3)管理者过度自信的益处是降低了企业债务融资成本。虽然已经证实偏好短期债务的过度自信管理者会带来流动性风险,从而加剧企业的破产危机,但是董事会和债权人还要选择其决策必有其道理。Hirshleifer et al. (2012)和余明桂等(2013)分别从研发创新和资本配置效率的角度试图回答这一问题。笔者实证发现债务融资成本的降低是一个全新的解释视角。过度自信管理者对短期负债的偏好在增加企业流动性风险的同时,由于被债权人视为减少股东与债权人之间代理问题的有利信号,从而债务融资成本更低。因此,在债务期限结构决策方面,管理者过度自信对企业价值的影响并非完全是消极的。

### 参考文献:

- [1] 陈汉文、周中胜(2014). 内部控制质量与企业债务融资成本. 南开管理评论, 3.
- [2] 陈 收、陈丽丽(2009). 管理者过度自信对上市公司债务水平及结构的影响. 统计与决策, 22.
- [3] 郝 颖、刘 星、林朝南(2005). 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究. 中国管理科学, 5.
- [4] 何威风、刘启亮、刘永丽(2011). 管理者过度自信与企业盈余管理行为研究. 投资研究, 11.
- [5] 黄莲琴、陈文静(2010). 不同所有制下管理者过度自信与公司债务融资的关系. 技术经济, 11.
- [6] 李 健、陈传明(2013). 企业家政治关联、所有制与企业债务期限结构——基于转型经济制度背景的实证研究. 金融研究, 3.
- [7] 魏志华、王贞洁、吴育辉、李常青(2012). 金融生态环境、审计意见与债务融资成本. 审计研究, 3.
- [8] 肖作平(2005). 对我国上市公司债务期限结构影响因素的分析. 经济科学, 3.
- [9] 严 静(2009). 管理者过度自信对企业债务期限结构的影响研究. 财会月刊, 30.
- [10] 余明桂、李文贵、潘红波(2013). 管理者过度自信与企业风险承担. 金融研究, 1.
- [11] 余明桂、夏新平、邹振松(2006). 管理者过度自信与企业激进负债行为. 管理世界, 8.
- [12] 郑 军、林钟高、彭 琳(2013). 货币政策、内部控制质量与债务融资成本. 当代财经, 9.
- [13] M. Alpert & H. Raiffa(1982). Judgment under Uncertainty: A Progress Report on the Training of Probability. Cambridge: Cambridge University Press.
- [14] M. Baker et al. (2004). Corporate Finance: A Survey. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 1(4).
- [15] A. Barnea et al. (1980). A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework. *Journal of Finance*, 5(35).
- [16] M. J. Barclay et al. (2003). The Joint Determination of Leverage and Maturity. *Journal of Corporate Finance*, 9(2).
- [17] G. Bhandari & R. Deaves(2006). The Demographics of Overconfidence. *Journal of Behavioral Finance*, 7(1).
- [18] P. Brockman et al. (2010). Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 6(5).
- [19] A. C. Cooper et al. (1988). Entrepreneurs' Perceived Chances for Success. *Journal of Business Venturing*, 3(2).
- [20] D. W. Diamond(1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106(3).
- [21] S. Datta et al. (2005). Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 60(5).
- [22] M. Firth et al. (2006). Corporate Performance and CEO Compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4).
- [23] S. Gervais et al. (2003). *Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Option*. University of Pennsylvania.
- [24] D. Hackbarth(2008). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of Financial and Quantitative*

*Analysis*, 43.

- [25] D. Hirshleifer et al. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Journal of Finance*, 67(4).
- [26] R. Huang et al. (2016). Ceo Overconfidence and Corporate Debt Maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36.
- [27] S. A. Johnson(2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage. *Review of Financial Studies*, 16(1).
- [28] D. Kahneman et al. (1982). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press.
- [29] A. Landier & D. Thesmar(2009). Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs. *Review of Financial Studies*, 22(1).
- [30] H. E. Leland & K. B. Toft(1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Finance*, 51(3).
- [31] U. Malmendier et al. (2011). Overconfidence and Early-Life Experience: The Effect of Managerial Traits and Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, 66(5).
- [32] D. T. Miller & M. Ross(1975). Self-serving Biases in Attribution of Causality: Fact or Fiction?. *Psychological Bulletin*, 82.
- [33] H. Shefrin(2001). Behavioral Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).
- [34] T. Odean(1998). Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders Are Above Average. *Journal of Finance*, 53(6).
- [35] R. Stulz(2000). Does Financial Structure matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective. *Working Paper, Ohio State University*.
- [36] S. E. Taylor & J. D. Brown(1988). Illusion and Well-being: A Social Psychological Perspective on Mental Health. *Psychological Bulletin*, 103.

## Influence and Motivation of Overconfidence and Liquidity Risk on Corporate Debt Maturity

Liu Bai & Wang Yibo (Jilin University)

**Abstract:** As the main content of the decisions on corporate debt finance, debt maturity not only matters for the costs of financing, debt repayment plans and financial risk in firms, but also means a lot to creditors about the economic benefits and the risk of indebtedness. Most of the existing literature (e. g. , immunization hypothesis, the agency theory and trade off theory) focus on industry or firm-level characteristics to explore the affecting factors of corporate debt maturity. However, the fact that the events of breach happened frequently in China's bond market in 2016 calls for an alternative explanation in a new micro perspective beyond traditional financial theories.

More specifically, grounded in behavioral finance theory, we attempt to build a relationship between managerial overconfidence and corporate debt maturity. We suggest that the firms with overconfidence managers correspond to a shorter of debt maturity based on the following reasons: First, overconfident managers are the typical groups that are prone to cognitive biases. They tend to overestimate the profits of the projects while underestimate the corresponding risk, therefore, they have an unrealistic illusion towards future. More accurately, overconfident managers believe that firm value is underestimated and the securities suffer from mispricing. In line with this notion, compared with short-debt, the phenomena of mispricing are more severe for long-debt when firms require external financing. Second, overconfident managers are optimistic that good things are more likely to occur and hence, they claim they can exert a refinancing of short-debt in lower costs when the good news show up one by one. Third, the higher NPV for the projects in the perspective of overconfident managers means a shorter expected payback period of the projects than the actual time. As a result, these managers will prefer a higher level of short-debt to match the shorter payback period.

To verify our predictions, we use the acts of increasing holds in equities of the management to capture managers' overconfidence on the basis of data availability. Using a sample of China's A-share non-financial listed companies covering the period from 2011 to 2015, we examine the effect of managerial overconfidence on corporate debt maturity. The prior

literature focusing on corporate debt maturity hold the view that debt maturity and corporate leverage are endogenous and simultaneously determined, the estimator of OLS regression may be biased and not convincing. Therefore, the results in this paper are provided by the GMM regression for addressing the concerns about endogeneity. Further, we explore that whether liquid risk has significant implications for the relation between overconfidence and corporate debt maturity. Last, we attempt to uncloak the motivations of this kind of irrational behavior. Our results show that managerial overconfidence is negatively associated with corporate debt maturity. Moreover, we find that the liquid risk do not have an inhibitory effect on this relation and hence, have limited power in the roles of influencing the financing decision-making of overconfident managers. Besides, we also reveal that firms with overconfident managers mean lower costs of debt finance, which could be attributed to that creditors consider the preference of overconfident managers to short-debt a positive sign for reducing the agency cost.

The above findings have some practical implications. First, the monitoring and governance roles of internal formal mechanisms need to be given full play in firms. Our results highlight the need of keeping vigilant over the preference of overconfident managers to short-debt and correcting the irrational behavior caused by the managerial cognitive biases immediately. Second, firms need to control the liquid risk in a reasonable level on the basis of industry features and the financial status. A more effective monitoring mechanism on the funds and a better system of early-warning could help to prevent bankruptcy because of the local fracture in cash flow. Third, the structures of bond-market need to transform from demand-side to supply-side, which could contribute to make the market allocation work better in the governance of liquid risk. On the other hand, creditors need to know more about the financial status of the financing firms and have the ability to identify overconfident managers. It is necessary for creditors to remain alert to the firms that constantly have preferences for short-debt. Finally, our findings suggest that the effect of managerial overconfidence on corporate values isn't purely negative at least for the costs of debt finance.

**Key words:** behavioral corporate finance; CEO overconfidence; liquidity risk; debt maturity structure; costs of debt financing

---

■收稿日期:2016-10-08

■作者地址:刘 柏,吉林大学商学院;吉林 长春 130012。

王一博,吉林大学商学院。

■基金项目:国家社会科学基金一般项目(15BJY156);教育部人文社会科学基金项目(16YJA790023);吉林大学哲学社会科学青年学术领袖培育计划项目(2015FRLX16)

■责任编辑:刘金波