

# 管理者过度自信与企业并购行为的实证研究 \*

史永东 朱广印

[摘 要]基于企业理论和财务理论,本文从行为公司金融视角对我国上市公司管理者过度自信和企业并购行为之间的关系进行了实证检验。通过 2006~2008 年间沪、深两市上市公司并购行为的实证研究,发现管理者过度自信是企业并购行为的重要动力和原因,企业并购政策和管理者过度自信之间存在显著的正相关关系,过度自信企业实施的并购行为比非过度自信企业高 20%左右;而内部治理结构和企业的并购决策之间不存在显著的相关关系。过度自信管理者相信自己是忠于股东的,但是却可能做出损害公司利益的决策;标准的激励合约无法解决这一问题。独立董事可能需要在项目评估和选择管理层方面发挥更为积极和有效的作用。

关键词:行为公司金融 管理者过度自信 并购行为

JEL 分类号:G31 G34 G38

## 一、问题的提出

并购是兼并与收购(Mergers and Acquisitions)的简称。第一次企业并购浪潮兴起于 19 世纪 90 年代末的美国,此后国际上发生了多次并购浪潮。从 20 世纪 90 年代我国资本市场正式设立以来,上市公司的并购活动就一直持续不断。随着有关上市公司资产重组和股权收购法律法规的健全和完善,资本市场上的并购活动日渐活跃。上市公司国内并购频繁,海外并购也非常活跃,并购金额也逐年攀升<sup>①</sup>。然而,我国上市公司的并购行为在总体上是损害企业价值的(张新,2003)。国内其他学者,如谢海东(2006)、朱滔(2006)等人的研究得到的结论也都如此。

那么,是什么原因促使企业进行并购呢?国内外学者从不同的角度对企业并购行为进行了大量的研究。从现有的文献来看,相关研究大都建立在管理者理性的基础之上。近年来,随着行为公司金融研究的发展与深入,西方学者将行为金融的基本假设和研究方法同企业决策主体的行为研究结合起来,从高管人员心理和行为特质角度寻求对企业并购研究的补充与完善。心理学研究表明,人往往并非完全理性,过度自信行为是一种常见的现象,而且相对于一般人来说,公司管理者更加倾向于过度自信。那么,管理者过度自信能否解释企业的并购行为?企业并购和管理者过度自信之间是否存在显著的正相关关系?公司治理结构能否对企业的并购决策产生显著影响?

企业管理者的决策通常要建立在大量对将来的估计之上,而心理学家研究发现,人们在预测未来时通常表现出过度自信。过度自信是一种校准偏差(Miscalibration),即指人们关于一般知识问题的概率判断通常以某种方式偏离校准,并且这种偏离都是正向的,通俗地讲,它是指人们过高

\* 史永东,东北财经大学和浙江财经学院,教授,博士生导师,经济学博士;朱广印,东北财经大学应用金融研究中心和金融学院,博士研究生。本文得到下列基金与项目资助:国家自然科学基金(70671019;70871019);教育部人文社会科学重点研究基地中国人民大学应用统计科学研究中心重大项目(06JJD910002);辽宁省教育厅创新团队项目(2006T042);教育部新世纪优秀人才项目(NCET-06-0294);辽宁省优秀人才项目(2006R19);北京大学汇丰金融研究院对外公开招标项目。

① 2002 年中国企业海外并购额为 2 亿美元,2004 年为 70 亿美元,2008 年达到 205 亿美元,2009 年上半年已宣布海外并购交易从去年同期的 59 宗增加到 65 宗,并购交易额达到 147 亿美元,并购交易额超出去年同期交易额的三倍多。资料来源:新浪财经。

地估计一系列事件发生概率的心理现象(Barberis and Thaler, 2003)。大量的心理学研究表明,人们普遍存在着过度自信的心理特征(Weinstein, 1980; Alicke, 1985)。实验研究发现,高管人员通常比普通员工表现出更显著的过度自信(Langer, 1975; Weinstein, 1980; Alicke and Klotz, 1995)。许多研究发现,企业管理者的过度自信普遍要高于一般大众(Cooper et al., 1988; Alicke and Klotz, 1995; Odean, 2002; Landier et al., 2004)。但是,从现有的文献资料来看,在企业管理者的决策模型中,行为假定(Behavioral assumptions)却往往被忽视(Barberis and Thaler, 2003)。管理者非理性的表现有过度自信、有限理性、参考点偏好等,而其中对企业决策的影响最为主要、也最为重要的便是管理者的过度自信。本文以财务理论和企业理论为基础,运用行为金融理论,研究了管理者过度自信对企业并购行为的影响。

我们以 2006~2008 年中国沪、深两市上市公司为研究对象,实证检验管理者过度自信对企业并购行为的影响。研究结果表明:管理者过度自信显著地影响了企业的并购决策,具体表现在管理者过度自信和企业并购之间存在显著的正相关关系。目前公司治理结构对企业并购决策没有显著的影响。

本文的主要贡献在于:从行为金融角度研究了企业并购问题,探讨了管理者过度自信对企业并购行为的影响。同时,讨论了公司治理结构对企业并购决策的作用,并提出了相应的政策建议。余文的结构安排如下:第二部分对相关文献进行了简要的回顾;在第三部分,我们结合相关理论和中国的实际提出了本文的假设;第四部分为研究方法说明,包括样本的选择、变量的界定以及计量模型的设计;第五部分为经济计量模型实证检验结果及分析;最后是本文的结论与政策建议。

## 二、文献回顾

过度自信是决策心理学中最稳健的发现之一(Debondt and Thaler, 1995)。过度自信和专业知识密切相关,许多研究表明,专业人士们在作出判断时表现出很大程度的过度自信。Cooper、Dunkelberg 和 Woo(1988)提供证据表明过度自信心理在创业企业家中普遍存在,他们的调查结果显示,美国创业企业家们认为别人的企业成功的概率只有 59%,而自己企业成功的概率则高达 81%。其中,只有 11%的人认为别人的成功概率为 100%,而相信自己成功的概率为 100%的高达 33%。事实上,后续的结果表明,这些被调查的企业中大多数(达到 66%)以失败告终。Landier 等(2004)对法国创业企业家的调查也得出了同样的结论,调查结果中,有 56%的企业家认为自己的企业发展前景很好,而只有 6%的企业家担心生存和发展问题。而在跟踪调查三年以后,前者的比例下降为 38%,而后者的比例上升为 17%。过度自信现象不仅存在于创业企业,也普遍存在于成熟企业里。Morrow 等人(1981)对美国能源行业设备投资情况的考察发现,企业管理者们经常对设备投资的成本进行非常乐观的低估,而实际成本往往是他们所估计的两倍以上。Malmendier 和 Tate(2005)等研究进一步提供了管理者过度自信的证据。

许多研究表明,企业管理者是一个容易表现出过度乐观和过度自信的群体。企业管理者的过度自信程度要高于一般人。其原因主要包括:(1)企业经营管理是非常复杂的,通常需要在很多不确定因素下做出判断和预测,而过度自信是人们在面对复杂的困难时的一种典型表现。(2)管理者过度自信很难通过学习效应得以修正。学习效应通常发生于“当非常相似的问题反复出现,尤其是当决策的结果很快就可以知道而且能够提供明确的反馈信息时”(Kahneman and Tversky, 1979)。而企业决策的结果往往需要很长时间之后才能得到,而且反馈的信息又多是充满噪声的。而且,对于企业管理者来说,他们经常会认为每一次发生的决策行为都与以往的事例不同,因此很容易忽略相关的反馈信息。所以,从经验中学习也就非常不适合于企业决策。(3)职位竞争选择的结果。过度自信的管理者在市场竞争中更可能被提升为 CEO,而不成功的企业管理者甚至很难保持自己

的工作职位。而且,成功的企业管理者会由于自我归因偏差<sup>①</sup>(Self-attribution bias)而变得更加过度自信(Gervais and Odean, 2001)。

管理者过度自信与企业并购的理论研究中,最具代表性的是 Roll(1986)所提出的管理者“自以为是”(Hubris)假说。他认为,由于企业管理者对自身能力的过度自信,他们往往会高估并购收益和并购的协同效应,从而进行过多的并购,而并购方的出价也因管理者的过度自信而偏高,并购的结果却是给并购方带来损失。

对管理者过度自信与企业并购理论的实证检验出现的很晚, Malmendier 和 Tate(2005; 2008)的研究最为典型。在 2005 年的研究中,他们选择管理者经理股票期权投资组合的集中程度为过度自信的代理变量,所使用的是福布斯 500 家企业的面板数据。研究证明,过度自信使得企业 CEO 们高估其成功的概率,从而实施过多的并购,对公司价值造成损害。在 2008 年的研究中,他们增加了主流媒体对 CEO 们的评价变量,采用这两个变量分别作为替代变量,进一步考察了管理者过度自信和企业并购之间的关系,结果表明在不考虑其它市场摩擦的情况下,当公司有足够的内部资源时,过度自信的管理者一定会进行更多低效率的并购。过度自信的管理者实施并购决策的发生比<sup>②</sup>(Odds ratio)比非过度自信的管理者的相应值高出 65%。在当并购不需要外部融资时,该比率会更高。而市场对过度自信管理者并购公告的反应(Reaction)要比对非过度自信管理者的并购公告低 78 个基点。Lin, Hu 和 Chen(2005)将公司预测年度赢利水平超过公司实际赢利水平的管理者看作过度自信的管理者,用我国台湾的数据检验了管理者过度自信与企业投资之间的关系,发现了同样的结论。此外, Doukas 和 Petmezas(2006)以及 Brown 和 Sarma(2006)也研究了管理者过度自信与企业并购之间的关系,都发现管理者越过度自信,越容易实施并购,特别是多元化并购;同时,在并购收益上,过度自信的管理者要低于非过度自信的管理者。

在国内,傅强和方文俊(2008)以 2003~2006 年间在上海证券交易所上市的公司为样本,实证检验了公司高管过度自信与并购决策之间的关系,结果是管理者过度自信与并购显著正相关。他们是用国家统计局公布的行业的企业景气指数来度量管理者过度自信,这种企业景气指数是针对某个行业做出的,并不太适合用于衡量个别企业的状况。姜付秀等(2009)运用 2002~2005 年间的上市公司为研究对象,对管理者过度自信与企业扩张之间的关系及其对企业财务困境的影响进行了实证分析,发现管理者过度自信对我国企业扩张产生了显著影响。但管理者过度自信与企业外部扩张(并购)之间的关系并不显著。这和其他研究得出的结论并不一致。从上述文献可以看出,虽然近年来有些文献研究了管理者过度自信与企业并购的关系,但可能是由于指标界定的困难,这一领域的文献仍旧是有限的。在我国,由于相关数据难以获取,管理者过度自信指标的界定更加困难,因此,已有的有限文献中,要么是定性分析,要么是管理者过度自信指标的界定难以令人信服,从而在一定程度上影响了结论的有效性和说服力。本文将进一步对上述问题进行研究尝试。

### 三、假设的提出

国外对于企业并购动因的理论,概括起来,一般涉及以下四种:新古典综合派理论、协同效应假说、委托代理理论以及新制度经济学中关于并购的理论。这些理论都是以“理性经济人”假设为基础的。即认为企业管理者都能够客观地评价并购的正面及负面效应,从而合理地进行并购决策。例如, Mueller(1969)提出的并购假说认为代理人的报酬决定于公司的规模,因此代理人有动机通过并购扩大公司规模,而忽视公司的实际并购效果。委托代理理论也认为,企业并购最主要的根源

① 自我归因偏差是指,人们过多地将证实其行动正确性的事件归因于自己的能力,而将证实其行动错误的事件归因于运气不好或者外部环境的不利(Bem, 1965)。

② 发生比是某一事件发生概率与不发生概率的比值。

来自管理者的自利心理(Jensen,1986,1990;Narayanan,1985)。同时,在企业理论中,Marris(1963)认为,经理控制型企业的目标是增长最大化,而非利润最大化,因为增长最大化更符合管理者的利益。但是在现实中,并不是所有的管理者都是“自利的理性人”,越来越多传统理论无法解释的现象促使了行为金融理论的产生。

行为公司金融理论放弃了“经济人”的假设,引入了管理者过度自信理论。过度自信的管理者的最显著特征是高估收益而低估风险(Merrow et al.,1981;Malmendier and Tate,2005,2008)。在这一心理作用的驱使下,他们在制定并购政策时,会乐观地认为自己总能成功,而不考虑可能的风险和客观条件的约束。与传统“经济人”假设不同的是,“管理者过度自信”假设管理者是忠于现有股东的(Heaton,2002),他们进行过度并购的动机不是谋求自身利益,而过度自信的心理偏差是重要的原因。

过度自信和文化传统是密切相关的。西方人过度自信特质是否也适用于亚洲和中国的情况呢?事实上,早在20世纪70年代末80年代初,就已经有研究探讨不同文化背景下过度自信的不同表现,如Wright等(1978)比较了英国与东南亚国家和地区过度自信程度的不同表现,Wright和Phillips(1980)做了进一步的研究,结果表明,亚洲人要比英国人更为过度自信。随后的研究也进一步证实大多数亚洲人比西方人更易于过度自信。Yates等(1989)发现,过度自信的不同文化差异不仅体现在常识问题上,而且体现在一些实际决策中,进一步地,他们还发现中国文化中,过度自信倾向更为突出。得到类似结果的其它研究还有Yates等(1998);Yates, Lee和Shniotzuka(1996);Yates, Lee和Bush(1997)等<sup>①</sup>。

我国特有的传统文化以及新兴加转轨的资本市场,给我国企业管理者过度自信提供了丰富的土壤。而不完善的法律法规以及企业治理结构和外部监管的不完善,会使得我国企业管理者更加过度自信。在并购决策中会更加高估自身的能力,从而实施更多的并购行为。因此,我们提出如下待检验的假设:

管理者过度自信是企业并购的重要动力和原因,企业的并购行为与管理者过度自信之间存在着正相关关系。

## 四、研究方法

### (一)样本和数据

本文的样本来自沪、深A股市场2006~2008年间发生了并购行为的上市公司<sup>②</sup>。我们剔除了ST、PT和金融保险类公司。原因是ST、PT公司经营状况异常,其并购行为和一般公司有较大的区别,而金融保险行业的并购行为通常受到较强的管制且该类公司的相关数据和其他类公司不具有较高的可比性。以上述样本为基础,我们收集了样本公司在2006~2008年间的并购数据,剔除不成功的并购以及涉及关联交易并购事件,最后得到的并购数据共涉及948家公司。数据来源为国泰安公司提供的公司研究系列数据库以及各上市公司的年报。其中并购事件样本来自于《中国上市公司兼并收购、资产重组数据库》,公司治理方面的数据、股本结构方面的数据和公司财务指标方面的数据分别来自《中国上市公司治理结构研究数据库》、《中国上市公司股东研究数据库》和《中国上市公司财务报表数据库》。部分缺失数据经过查询相应年报进行了补充修正。

<sup>①</sup> 造成上述不同文化背景下过度自信表现不同的原因可能在于教育体制的不同。根据Yates et. al(1989)的研究,中国的教育体制鼓励人们遵循传统和先例而不是去批判它。而美国教育体制却鼓励学生去挑战他人和自己的观点。

<sup>②</sup> 我国早期的企业并购基本上是政府对国有资产进行战略性重组而主导和推动下进行的。2001年,政府一系列重大的并购重组决策纷纷出台,在当年由中国全球并购研究中心提供的中国十大并购事件中由中央政府推进的多达6家。随着我国市场经济的不断完善,企业的并购行为更加市场化。所以本文选取最近三年的样本进行分析。



(二)变量界定

1. 管理者过度自信变量的界定

如何衡量管理者过度自信是一个非常困难的事情。从上个世纪末开始,一些研究者就此进行了大胆的研究探索,提出了一些代理变量,主要有以下八种:(1)主流媒体对 CEO 的评价(Hyward and Hambrick,1997;Jin and Kothari,2005;Brown and Sarma,2006);(2)CEO 持股状况(Malmendier and Tate,2005,2008;郝颖等,2005);(3)消费者情绪指数(Oliver,2005);(4)企业盈利预测偏差(Lin et al.,2005;姜付秀等,2009);(5)CEO 及高管相对薪酬(Hayward and Hambrick,1997;姜付秀等,2009);(6)企业的历史业绩(Hayward and Hambrick,1997)。

从数据的可获得性及我国证券市场和企业的特殊情况出发,我们选择相对薪酬来衡量管理者过度自信的状况。由于我国上市公司的财务报告中只披露薪酬最高的前三位高管的薪酬总数以及全部高管薪酬总数,因此,我们用薪酬最高的前三位高管的薪酬占全部高管的薪酬的比例来衡量。高管相对薪酬越高,其重要性和控制力越高,越容易产生过度自信(Hayward and Hambrick,1997)。

管理者自信-CONF。上市公司前三位高管相对薪酬比例,即前三位高管薪酬占全部高管薪酬的比例。将样本公司特定年份的前三位高管相对薪酬比例按照从高到低的顺序进行排序,如果某公司数值大于中位数,则取值为 1,否则取为 0。

2. 其他变量的界定

被解释变量-MA。被解释变量 MA 被定义为一个二分变量,衡量公司年度内是否发生并购,即如果上市公司在 2006~2008 年间的特定年份发生了至少一次成功的非关联交易的并购,则取值为 1,否则取为 0。

控制变量,包括以下 9 个方面。

①公司现金流-CF。定义为公司上年净现金流除以年初总资产。叶蓓(2008)、姜付秀等(2009)等认为公司的投资行为与公司的现金流之间存在相关性。

表 1 变量一览表

变量	变量名称	计算方法
MA	并购	某年度内发生并购,则取值为 1,否则取为 0
CONF	管理者过度自信	高管薪酬比例大于中位数,则取值为 1,否则取为 0
CF	公司现金流	上期净现金流/期初总资产
SIZE	公司规模	期初总资产的自然对数
DDR	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
TBQ	投资机会	公司市场价值/期末总资产
HOLD	高管持股比例	高管持股数/公司总股数
ALR	资产负债率	总负债/总资产
ROE	净资产收益率	净利润/平均净资产
CTRL	控制人类别	国有或者国家控股,取值为 1,否则取值为 0
HIST	公司并购历史	过去三年内发生过并购,取值为 1,否则取值为 0
YEAR	年度控制	虚拟变量
INDU	行业控制	虚拟变量

②公司规模-SIZE。Malmendier 和 Tate(2005)认为公司并购行为与公司规模有关。我们以并购年度期初总资产的自然对数来衡量。

③独立董事比例-DDR。公司治理结构会影响到公司业绩,进而影响到公司的现金流,从而对

并购行为产生影响;而且公司治理结构还会直接影响到公司重大决策,这包括并购决策。我们用独立董事在董事会中的比例来衡量公司治理结构。

④投资机会-TBQ。本文用托宾 Q 来表示投资机会,即用公司市场价值和期末总资产的比值来衡量。投资机会对并购决策产生影响,在模型中,Q 值是为了控制潜在投资机会对于并购行为的影响。

⑤高管持股比例-HOLD。委托代理理论认为高管持股会影响到公司决策,本文以高管持股比例来衡量这一因素对并购行为的影响。

⑥公司财务指标,包括资产负债率 ALR 和净资产收益率 ROE。Jesen(1986)认为当公司存在大量的自由现金流时高管会采取更加冒险的投资行为,本文用资产负债率来衡量公司资本结构指标。Malmendier 和 Tate(2008)认为过度自信的管理者倾向于用公司内部资源来进行并购。净资产收益率是测量企业财务绩效的指标,本来用来衡量公司实施并购的内部资源能力。

⑦控制人类别-CTRL。由于我国特殊的企业组织形式,国有或国家控制企业占有很大的份额,其财务决策往往带有其自身的特点。我们用控制人类别来考虑不同性质企业对并购行为的影响。如果公司为国有或者国家控股,取值为 1,否则取值为 0。

⑧公司并购历史-HIST。以往的研究认为,公司的并购行为具有高度的惯性。我们用一个二分变量来衡量并购历史,如果公司在过去三年内发生过并购,取值为 1,否则取值为 0。

⑨年度变量-YEAR 和行业变量-INDU。本文中采用的是 2006~2008 共三年的样本,属于独立混合横截面数据,具有跨时期和跨行业的特征,我们分别用年度虚拟变量和行业虚拟变量来考虑。样本为三个年度,故年度虚拟变量共两个;而样本所涉及的公司按照证监会行业分类标准共划分为 12 个行业,所以行业虚拟变量为 11 个。所有变量含义及计算方法列于表 1 中。

### 3. 回归方程的设定

现有的企业并购的文献基本都是从理性人假设出发进行研究,很少考虑企业管理者过度自信的作用。为了衡量管理者过度自信对企业并购决策的影响,考虑管理者过度自信能否解释企业的并购行为,以及公司治理结构能否对企业的并购决策产生显著影响。我们试图在控制公司特征的前提下,实证检验管理者过度自信与并购行为之间的关系。为此,我们建立以下一组模型:

模型 1:  $MA = \beta_0 + \beta_1 CONF + \varepsilon$

模型 2:  $MA = \beta_0 + \beta_1 CONF + \beta_2 CF + \beta_3 SIZE + \beta_4 TBQ + \beta_5 HOLD + \beta_6 ALR + \beta_7 ROE + \beta_8 CTRL + \beta_9 HIST + \varepsilon$

模型 3:  $MA = \beta_0 + \beta_1 CONF + \beta_2 CF + \beta_3 SIZE + \beta_4 TBQ + \beta_5 HOLD + \beta_6 ALR + \beta_7 ROE + \beta_8 CTRL + \beta_9 HIST + \beta_{10} YEAR + \varepsilon$

模型 4:  $MA = \beta_0 + \beta_1 CONF + \beta_2 CF + \beta_3 SIZE + \beta_4 TBQ + \beta_5 HOLD + \beta_6 ALR + \beta_7 ROE + \beta_8 CTRL + \beta_9 HIST + \beta_{10} YEAR + \beta_{11} INDU + \varepsilon$

其中  $\beta_i$  为回归参数,  $\varepsilon$  为随机误差项。

## 五、实证分析

### (一)变量的描述性统计

表 2 报告了非二分变量的描述性统计结果。从表 2 可见,除现金流量存在较大变化外,其他各项变量在三年中都相对稳定。三年中,样本公司的独立董事在董事会中所占的比例的均值为 36%;托宾 Q 的均值为 1.576;高管持股比例的均值为 0.2%;资产负债率的均值为 53%;净资产收益率的均值为 4.7%。

### (二)相关分析

表 2 非二分变量的统计性描述

变量	2006		2007		2008		2006~2008	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
CF	3.444	41.145	3.478	25.810	5.792	205.777	4.245	122.523
SIZE	21.292	1.039	21.383	1.107	21.571	1.160	21.417	1.109
DDR	0.359	0.048	0.359	0.048	0.362	0.050	0.360	0.049
TBQ	1.249	0.403	2.211	1.140	1.273	0.558	1.576	0.889
HOLD	0.001	0.010	0.002	0.021	0.003	0.022	0.002	0.019
ALR	0.548	0.548	0.527	0.428	0.514	0.184	0.530	0.360
ROE	0.036	0.072	0.068	0.171	0.037	0.076	0.047	0.117

本文中的数据分析是使用 Stata 软件进行的。我们首先将本文所涉及的变量进行了相关性分析。表 3 报告了研究中所使用变量间的相关系数,左下部分为 Pearson 相关系数,右上部分为 Spearman 相关系数。由表 3 可见,在不考虑其它因素的情况下,无论是 Pearson 检验还是 Spearman 检验,管理者过度自信和企业并购之间均呈现为显著的相关关系,并且都是正的,这表明越是管理者过度自信的企业越倾向于发生并购行为;企业现金流和并购之间没有明显的相关关系,说明企业是否发生并购可能并不取决于其现金流的多少;企业的规模与并购之间呈现出一定的负相关;企业股权结构和治理结构与企业并购决策之间没有显著的相关关系;企业投资机会和并购之间有一定的正相关关系;资本结构和财务绩效与并购之间关系不显著;企业控制人性性质和并购之间存在一定的关系,这可能与并购主要发生在国有企业之间有关;并购历史和并购行为之间存在显著的正相关关系,说明企业的并购行为有较强的惯性。另外,各个变量之间的相关系数较低,这意味着它们各自的影响作用的重叠性较低,不存在共线性问题。

表 3 变量相关矩阵

变量	MA	CONF	CF	SIZE	DDR	TBQ	HOLD	ALR	ROE	CTRL	HIST
MA	1	0.048*	-0.002	-0.004*	0.005	0.074**	0.097**	0.017	0.021	-0.058**	0.069**
CONF	0.041*	1	0.079**	-0.165**	0.079**	0.086**	-0.031	-0.082**	0.010	0.012	0.005
CF	-0.018	0.021	1	-0.237	0.035	0.100**	-0.004	-0.048	0.034	-0.007	0.039
SIZE	-0.049**	-0.176**	-0.036	1	-0.028	-0.300**	-0.024	0.252**	-0.017	0.057**	-0.051**
DDR	0.013	0.083**	-0.012	-0.024	1	0.021	-0.030	-0.035	-0.017	-0.018	0.029
TBQ	0.059**	0.086**	0.001	-0.264**	0.028	1	0.006	-0.247**	0.324**	-0.010	0.030
HOLD	0.012	0.0085	-0.003	0.005	0.046*	0.047**	1	0.001	-0.009	-0.004	0.007
ALR	0.038*	-0.007	0.008	-0.017	-0.011	-0.135**	-0.034	1	-0.274**	0.019	0.058**
ROE	0.012	0.045*	-0.008	-0.099*	0.007	0.295**	0.051**	0.143**	1	-0.028	-0.030
CTRL	-0.053**	-0.000	0.038	0.057*	-0.025	-0.027	-0.048**	-0.002	-0.023	1	-0.065**
HIST	0.075**	0.005	0.023	-0.047*	0.017	0.049**	0.009	0.051**	-0.041**	-0.055**	1

注:\*,\*\* 分别表示在 5%、1%水平显著。

(三)回归分析

由于被解释变量为二分变量,而解释变量中既有二分变量也有数值变量,我们采用 Logit 模型进行了相应的分析,所有模型的回归结果列在了表 4 中。模型 1 中,为了考虑管理者过度自信对并购行为的影响,我们只把管理者过度自信作为解释变量,回归的结果显示管理者过度自信和企业并购之间存在显著的正相关关系。其结果如果以发生并购的发生比(Odds ratio)的形式表示,相应的数值是 1.18, 管理者过度自信公司和非管理者过度自信公司在是否发生并购上存在显著的差

异,管理者过度自信公司发生并购行为的可能性比非过度自信公司高出 18%。

在模型 2 中,我们加入了现金流、公司规模、独立董事比例、投资机会、高管持股比例、资产负债率、净资产收益率、控制人类别、并购历史等其他控制变量,仍然得到了显著的正的系数,发生比也基本相同(为 1.19,见表 4)。由于采用的是独立混合横截面数据,具有跨时期和跨行业的特征,模型 3 在模型 2 的基础考虑了不同年度的影响,模型 4 进一步考虑了行业的影响。模型 3 和模型 4 也都得到了正的相关系数和基本相同的发生比(分别为 1.21 和 1.19,见表 4),并且也都在 5%的水平上显著。这些有力地支持了管理者过度自信与并购行为之间存在正相关的假设。

表 4 Logit 模型回归结果

MA	发生并购的年份取 1,其它取 0			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
CONF[Odds ratio]	1.18*(0.030)	1.19*(0.032)	1.21*(0.020)	1.19*(0.038)
CONF	0.165*(0.030)	0.176*(0.032)	0.193*(0.020)	0.175*(0.038)
CF		-0.001(0.334)	-0.001(0.308)	-0.001(0.296)
SIZE		-0.041(0.302)	-0.027(0.504)	-0.468(0.264)
HOLD		9.632*(0.012)	11.163**(0.004)	11.568**(0.004)
DDR		0.564(0.495)	0.805(0.337)	0.760(0.370)
ALR		0.358(0.112)	0.223(0.284)	0.115(0.536)
TBQ		0.123*(0.015)	0.014(0.812)	0.024(0.681)
ROE		-0.410(0.458)	-0.391(0.487)	-0.297(0.601)
CTRL		-0.247*(0.013)	-0.259**(0.010)	-0.216*(0.034)
HIST		0.241**(0.004)	0.352**(0.000)	0.286**(0.001)
YEAR	No	No	Yes	Yes
INDU	No	No	No	Yes

注: \*、\*\* 分别表示在 5%、1%水平显著;括号内为对应的 p 值。

由模型回归结果可知,公司规模与并购之间不存在显著的相关关系,这与张龙、刘洪、胡恩华(2006)的研究结论相一致,说明公司发生并购的频率和公司的大小之间没有显著的相关性。公司并购历史和当期并购行为之间存在着显著的正相关关系,这说明企业并购存在着明显的惯性。这和很多学者的研究结论是一致的。

公司的投资机会和并购之间在模型 2 中存在显著的正相关关系,但是当考虑了年度影响和行业影响后(模型 3 和模型 4),这种正相关关系变得不显著了,这说明公司并购行为和投资机会之间并不存在稳定的显著为正的的相关关系。高管持股比例和公司并购之间存在显著的正相关关系,但是由于我国上市公司实行股权激励的公司数量不多,而且多数公司高管持股的数量在公司总股数中的比例也非常小(平均只占到 0.2%),所以高管持股比例和并购之间的关系有待于以后进一步研究。公司资产负债率和净资产收益率两个财务指标和并购之间的关系都不显著。

控制人性质与公司并购之间存在显著的负相关关系。这可能与我国目前企业之间的并购主要发生在国有企业之间有关。我国的控制权市场还不成熟,并购还没有成为一种有效配置资源的方式。国有企业改制所实施的并购带有强烈的非市场化动机。

企业理论告诉我们,公司治理结构会影响公司决策。国外学者认为公司治理结构可以缓解公司管理者的非理性行为,如 Richardson(2003)使用美国 1988~2002 年上市公司的数据进行实证,发现治理结构有效地减少了过度投资,其中具有独立董事的大公司的经理进行过度投资的可能性



更小。我们的研究结果却表明,我国企业并购行为和独立董事比例之间并不存在显著的相关关系。中国正处于市场经济体制逐步完善过程中,市场经济还不成熟和完善,各种法规制度还不健全,企业真正有效的外部监督机制还没有形成,企业内部治理结构还没有真正建立。我国上市公司处于经济转型和新兴市场的特定阶段,公司治理结构还不够完善和有效,独立董事在上市公司决策中还没有发挥显著的作用。

#### (四)稳健性分析

我们采用成功并购的次数代替企业是否发生成功并购作为被解释变量,对上述模型进行回归分析,得到了类似的结论。此外,我们还以企业是否发布并购公告为被解释变量进行了分析,而不管这种并购最后有没有成功,得到的结论也是类似的。管理者过度自信对于企业并购具有显著的影响,过度自信的企业发生了更多的并购行为。

### 六、结论与政策建议

本文以财务理论和企业理论为基础,运用行为公司金融理论,以相对薪酬作为管理者过度自信的衡量变量,采用我国沪、深两市 2006~2008 年间的上市公司数据,研究了管理者过度自信和企业并购行为之间的关系。我们的研究表明:管理者过度自信显著地影响了企业并购,二者之间存在显著的正相关关系,过度自信企业的并购行为比非过度自信企业高 20% 左右。

过度自信作为一类人群固有的心理特征和行为规律,客观地存在于部分上市公司高管人员中。我国上市公司发生频繁地并购行为,而并购往往不能给公司带来价值,甚至是有损于公司价值的。高管过度自信是企业发生过多并购行为的重要原因。

我们的研究结果对企业契约设计和组织设计也有一定的借鉴意义。过度自信提供了委托代理问题中管理者损害企业现象的另外一种解释。和委托代理理论中管理者不顾股东的利益而热衷于建立自己的企业帝国不同,过度自信的管理者们相信他们是忠于股东的,并且相信他们能够最大化股东利益和企业价值。因此,标准的激励合约不可能纠正他们的次优决策,董事会可能需要采用其他约束措施来限制企业管理者的过度自信行为。

另外,研究结果表明,我国企业并购行为和公司治理结构之间并不存在显著的相关关系。在当前经济转型和新兴市场的特定阶段,我国上市公司的治理结构还不够完善和有效,独立董事在上市公司决策中还没有发挥明显的作用。独立董事可能需要在项目评估和选择管理层方面发挥更为积极和有效的作用,以抗衡管理者过度自信对企业决策的影响。我国仍应逐步完善市场经济体制,不断健全各种法规制度,促使企业形成真正有效的内部治理结构和外部监督机制,不断提高企业的竞争力。

#### 参考文献

- 傅强、方文俊(2008):《管理者过度自信与并购决策的实证分析》,《商业经济与管理》,第 4 期。
- 郝颖、刘星、林朝南(2005):《我国上市公司管理人员过度自信与投资决策的实证研究》,《中国管理科学》,第 5 期。
- 姜付秀、张敏、路正飞、陈才东(2009):《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》,《经济研究》,第 1 期。
- 谢海东(2006):《基于过度自信理论的公司购并行为分析》,《现代财经》,第 10 期。
- 张龙、刘洪、胡恩华(2006):《高管薪酬水平对企业并购行为影响的实证分析》,《软科学》,第 5 期。
- 张新(2003):《并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究》,《经济研究》,第 6 期。
- 朱滔(2006):《上市公司并购的短期和长期股价表现》,《当代经济科学》,第 5 期。
- Alicke M. (1985): "Global Self-evaluation as Determined by the Desirability of Trait Adjectives", *Journal of Personality and Social Psychology*, 49, 1621-1630.
- Barberis, N. and Thaler, R. (2003): "A Survey of Behavioral Finance", *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.

- Brown, R. and Sarma, N. (2006): "CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions", working paper.
- Cooper, A., Woo, C. and Dunkelberg, W. (1988): "Entrepreneurs Perceived Chances for Success", *Journal of Business Venturing*, 3, 97-108.
- De Bondt, W. and Thaler, R. (1995): "Financial Decision-making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective". In: A. Robert Jarrow, V. Maksimovic and W.T. Ziemba, eds., *Handbook of Operations Research and Management Science*, 9, 385-410.
- Doukas, J. and Petmezas, D. (2006): "Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias", working paper.
- Gervais, O. (2001): "Learning To Be Overconfident", *Review of Financial Studies*, 14, 1-27.
- Hall, B. and Kevin, J. (2002): "Murphy. Stock Options for Undiversified Executives", *Journal of Accounting and Economics*, 33, 3-42.
- Hayward, M. and Hambrick, D. (1997): "Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris", *Administrative Science Quarterly*, 42, 103-127.
- Heaton, J. (2002): "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, 31, 33-45.
- Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jin, L. and Kothari, S. (2005): "Determinants of Management Ownership of Unrestricted Equity: Overconfidence Versus Tax Explanations", working paper.
- Kahneman, D. and Lovallo, D. (1993): "Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking", *Management Science*, 39, 17-31.
- Kaplan, S. and Zingales, L. (1997): "Do Investment-Cashflow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- Landier, A. and Thesmar, D. (2004): "Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence", working paper.
- Langer, E. (1975): "The Illusion of Control", *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, 311-328.
- Lin, Y., Hu, S., and Chen, M. (2005): "Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 523-546.
- Malmendier U. and Tate, G. (2005): "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, 6, 2661-2700.
- Malmendier U. and Tate, G. (2008): "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, 89, 20-43.
- Marris, R. (1963): "A Model of the Managerial Enterprises", *Quarterly Journal of Economics*, 77, 185-209.
- Marrow, E., Phillips, K. and Myers, C. (1981): *Understanding Cost Growth and Performance Shortfalls in Pioneer Process Plants*, Santa Monica: Rand.
- Mueller, D. (1997): "The Effect of Conglomerate Mergers: A Survey of the Empirical Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 1, 315-347.
- Narayanan, M. (1985): "Managerial Incentives for Short-term Results", *Journal of Finance*, 40, 1469-1484.
- Odean, T. (1998): "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.
- Richardson, S. (2003): "Corporate Governance and the Over-investment of Surplus Cash", Ph.D. Dissertation, Michigan University.
- Richardson, S. (2006): "Over-investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189.
- Roll, R. (1986): "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, 59, 197-216.
- Weinstein, N. (1980): "Unrealistic Optimism about Future Life Events", *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806-820.
- Wolosin, R., Sherman, S. and Till, A. (1973): "Effects of Cooperation and Competition on Responsibility Attribution after Success and Failure", *Journal of Experimental Social Psychology*, 9, 220-235.
- Wright, G. and Phillips, L. (1980): "Culture Variation in Probabilistic Thinking: Alternative Ways of Dealing with Uncertainty", *International Journal of Psychology*, 15, 239-257.
- Wright, G., Phillips, L. and Whalley, P. et al. (1978): "Culture Differences in Probabilistic Thinking", *Journal of Cross-cultural Psychology*, 9, 285-299.
- Yates, J., Lee, J. and Shinotisuka, H. et al. (1998): "Cross-culture Variations in Probability Judgment Accuracy: Beyond General Knowledge Overconfidence?", *Organizational Behavior and human decision Processes*, 74, 89-117.
- Yates, J., Lee, J. and Shinotisuka, H. (1996), "Beliefs about Overconfidence, Including Its Cross-national Variation", *Organizational Behavior and human decision Processes*, 65, 138-147.

(下转第 38 页)

参考文献

Blanchard, Oliver and Francesco Giavazzi (2006):《重新平衡中国的增长:一种三管齐下的解决方案》,《世界经济》,第 3 期。

卜永祥、秦宛顺(2002):《关税、货币政策与中国实际均衡汇率》,《经济研究》,第 5 期。

范金、郑庆武、王艳、袁小慧(2004):《完善人民币汇率形成机制对中国宏观经济影响的情景分析——一般均衡分析》,《管理世界》,第 7 期。

郭继强(2005):《中国城市次级劳动力市场中民工劳动供给分析——兼论向右下方倾斜的劳动供给曲线》,《中国社会科学》,第 5 期。

贺菊煌、沈可挺、徐嵩龄(2002):《碳税与二氧化碳减排的 CGE 模型》,《数量经济技术经济研究》,第 10 期。

李钢、沈可挺、郭朝先(2009):《中国劳动密集型产业竞争力提升出路何在——新《劳动合同法》实施后的调研报告》,《中国工业经济》,第 10 期。

李扬、余维彬(2005):《人民币汇率制度改革:回归有管理的浮动》,《经济研究》,第 8 期。

林伯强(2002):《人民币均衡实际汇率的估计与实际汇率错位的测算》,《经济研究》,第 12 期。

刘树成(2004):《新一轮经济周期的背景特点》,《经济研究》,第 3 期。

卢向前、戴国强(2005):《人民币实际汇率波动对我国进出口的影响:1994~2003》,《经济研究》,第 5 期。

麦金农(2005):《汇率、工资与国际竞争力调整》,《上海证券报》,3 月 2 日。

施建淮(2007):《人民币升值是紧缩性的吗?》,《经济研究》,第 1 期。

施建淮、余海丰(2005):《人民币均衡汇率与汇率失调:1991~2004》,《经济研究》,第 4 期。

孙茂辉(2006):《人民币自然均衡实际汇率:1978~2004》,《经济研究》,第 11 期。

万解秋、徐涛(2004):《汇率调整对中国就业的影响——基于理论与经验的研究》,《经济研究》,第 2 期。

王曦、才国伟(2007):《人民币合意升值幅度的一种算法》,《经济研究》,第 5 期。

魏巍贤(2006):《人民币升值的宏观经济影响评价》,《经济研究》,第 4 期。

吴丽华、王锋(2006):《人民币实际汇率错位的经济效应实证研究》,《经济研究》,第 7 期。

夏斌、陈道富(2006):《国际货币体系失衡下的中国汇率政策》,《经济研究》,第 2 期。

张斌(2003):《人民币均衡汇率:简约一般均衡下的单方程模型研究》,《世界经济》,第 11 期。

张斌、何帆(2005):《如何调整人民币汇率政策:目标、方案和时机》,《国际经济评论》,第 3~4 期。

张斌、何帆(2006):《货币升值的后果——基于中国经济特征事实的理论框架》,《经济研究》,第 5 期。

张曙光(2005):《人民币汇率问题:升值及其成本—收益分析》,《经济研究》,第 5 期。

周茂荣、郭建泉(2004):《放弃成本、政府偏好与资本控制:一个审慎的机会主义汇率制度选择模型》,《经济研究》,第 5 期。

Armington, P. S.(1969):“A Theory of Demand for Products Distinguished by Place of Production”, IMF Staff Papers, 16, 159-178.

Devarajan, S., D. Go, J. Lewis, S. Robinson, P. Sinko (1994):“Policy Lessons from a Simple Open-Economy Model”, The World Bank Policy Research Working Paper, No. 1375.

(责任编辑:罗 滢)

(上接第 82 页)

Yates, J., Lee, J. and Shinotisuka, H. (1997): “General Knowledge Overconfidence: Cross-national Variations, Response Style, and Reality”, *Organizational Behavior and human decision Processes*, 70, 87-94.

Yates, J., Zhu, Y. and Ronis, D. et al. (1989): “Probability, judgment accuracy: China, Japan, and the United States”, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 43, 147-171.

(责任编辑:程 炼)

## On Improving Endogenous Supply of Financing for SMEs in China

DONG Yuping

(Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732)

**Abstract:** The financing for SMEs is a long-standing problem in the world. In this paper, the author analyses it carefully and points out that the local banks which offer relationship lending play a major role. At the same time, based on case studies from China, the author shows that the main factors which some theories argued seriously affect the financing for SMEs, and as a result, gives some suggestions clearly that would improve endogenous supply of financing for SMEs, such as greatly accelerating the development of local banks, strongly promoting big banks to offer more and more lending to SMEs, gradually establishing guarantee system to share loan risks, etc. All of above would make SMEs get financing more easily.

**Key Words:** Small and Medium-sized Enterprises; Financing Gap; Endogenous Supply

**JEL Classification:** G21; L20; N20

## Informed Trading and the Lottery Premium in China's Stock Markets

KONG Dongming DAI Yunhao LI Jieyu

(School of Economics, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan, 430074;

Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou, 510275)

**Abstract:** We show significant lottery premium (speculation premium) in China's stock markets. The premium cannot be explained by the Fama-French model. In portfolio formatting period, lottery type stocks outperform non-lottery type stocks. However, the difference of different portfolios' return is disappearing soon and the investor cannot gain from the lottery type stocks. Based on the informed trading measure (PIN), we further find that the informed drives (causes) the lottery premium. In the post-formatting period, there is no informed trader in lottery type stocks and this means that, after the informed making profit by their private information, the followers (positive feedback investors) cannot gain from lottery type stocks.

**Key Words:** Lottery Premium; Gambling (Speculation); Informed Trading; Three Factors Model

**JEL Classification:** G10; G12; G14

## An Empirical Study on the Relationship between Managerial Overconfidence and Corporate Mergers and Acquisitions

SHI Yongdong ZHU Guangyin

(School of Finance, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian, 116025)



**Abstract:** Based on the theory of the firm and financial theory, the paper acts an empirical test of the relationship between the managerial overconfidence and the mergers and acquisitions activity from the perspective of behavioral corporate finance. Through the empirical studies on mergers and acquisitions of Shanghai and Shenzhen listed companies in 2006~2008 years, we find that managerial overconfidence is an important driving force for merger and acquisition activity. There is a significant positive correlation between the managerial overconfidence and M&A activity. The M&A activities in corporate with overconfident managers are about 20% higher than in corporate without overconfident managers. There is no significant correlation between the internal governance structure and corporate mergers and acquisitions decision-making. Overconfident managers believe they are faithful to shareholders, but they maybe make some decisions harmful. Thus, the standard incentive contract cannot correct their sub-optimal decisions. The independent directors maybe should play a more active and effective role in project evaluating and managers selecting.

**Keywords:** Behavior Corporate Finance; Managerial Overconfidence; M&A

**JEL Classification:** G31; G34; G38

## Evaluating Policy with the Optimal Monetary Conditions Indices

LI Zilian

(School of Economics, Nanjing University, Nanjing, 210093)

**Abstract:** The Optimal Monetary Conditions Indices (OMCI) is Monetary Conditions Indices (MCI) which is modeled with the ratios of optimal monetary instruments' degree as weights. With the definition, we build a theory model of OMCI and analyze its application in policy evaluating. Some conclusions are drawn: firstly, OMCI is influenced not only by combined parameters in original MCI, but also by disparity between actual data and target one of objective policy parameter, which is different from actual MCI; secondly, OMCI can be criteria to evaluate the monetary policy; lastly, the relation between policy instruments of exchange rate and credit and policy target of inflation determines policy performance with rules of nominal MCI or real one, so does the relative degree of policy instrument.

**Key Words:** Optimal Monetary Conditions Indices; Policy Evaluating; Optimal Monetary Policy

**JEL Classification:** E42; E52

## Macroeconomic Regulation and Corporate Valuation

ZENG Haijian

(College of Economics, Jinan University, Guangzhou, 510632)

**Abstract:** This paper studies whether macroeconomic policies have essential effect on corporate valuation. Following the "natural experiment" approach, this paper studies the significant changes in macroeconomic policies at 2004 due to macro-regulation, and uses difference-in-differences empirical strategy to estimate the macro-regulation effect on corporate valuation. This paper finds that firm value of small or private corporate significantly decrease relative to firms those are big or state-owned corporate since 2004 macro-regulation, the effects are not only statistically significant, but also economically significant. The results suggest that macroeconomic policies have important influences on corporate valuation, tightening policies will significantly decrease firm value in short term. Furthermore, this paper finds that private firms suffer more negative effects than small firms through robust test about abnormal return, this result implies