

经理特质与资本结构关系研究述评^{*}

陈芝萍 张信东

内容提要:传统公司资本结构研究更多考虑公司、行业和宏观等客观经济因素对资本结构决策的影响。随着行为公司金融学研究的诞生和发展,越来越多的研究开始关注经理(投资者)认知、信念等主观因素对公司金融决策的影响。文章综述国外过度自信、风险偏好等经理特质与公司资本结构关系的相关研究,分析经理非理性行为对传统公司资本结构决策理论和公司治理理论的挑战,探讨当前研究的不足和未来可能的研究方向。

关键词:资本结构 过度自信 风险偏好 公司治理

自从 Modigliani & Miller(1958)开创性地运用套利方法证明了在完全有效资本市场中,公司总价值与公司资本结构无关以来,越来越多的学者关注公司资本结构的研究。Robichek & Myers(1966)最早提出权衡理论,认为“债务结构的最优水平是指当公司负债的税收抵减等于负债成本时的负债率。”在此基础上,经济学家和金融学家分别从不同的角度研究公司资本结构,形成了资本结构理论丛林,如 Ross(1977)的信号理论,Myers(1984)、Myers & Majluf(1984)的“优序融资理论”,Jensen & Meckling(1976)、Jensen(1986)代理成本理论,Baker & Wurgler(2002)的市场时机理论、Titman(1984)、Brander & Lewis(1986)的产业组织理论等。

以上理论研究的假设是在“有效市场”中,公司存在最优资本结构,理性经理采取不同的融资策略使公司杠杆处于最佳水平。事实上,目前各国的资本市场都没达到完全有效,市场的不完美使得公司融资决策面临纷繁复杂的多种因素影响,经理的非理性使公司融资决策行为偏离股东价值最大化的目标,许多公司的杠杆偏离最优资本结构,甚至为零。行为公司金融的发展为解释这些现象提供了理论依据。行为公司金融将心理学、行为学引入金融,研究不确定条件下,人的判断和认知偏差对公司决策的影响。行为公司金融认为,人的认知偏差、情绪、经

历等特质影响他的决策行为,经理的非理性对公司资本配置行为产生影响,导致公司融资决策偏离最优状态。因此,要完全解释公司资本结构的“异象”需要在注重客观影响因素的基础上考虑信念、偏好等经理特质的作用。

一、经理乐观、过度自信与资本结构

过度自信和乐观的人高估自己的能力和知识、获得信息的质量和准确性,低估执行任务的内在风险,认为自己的决策是最优的,成功的概率高于平均值,能控制不确定性的结果。

Shefrin(2001)指出,过度自信使得经理接受过高的次优债务的资本结构。但是,Heaton(2002)援引心理学研究结论(Weinstein, 1980), March & Shapira(1987)),在不考虑信息不对称和道德风险的前提下通过理论模型证明乐观的经理相信公司现有项目比实际好,高估项目的预期收益,因此公司不论是发行债券还是股票,都会因外部投资者的系统性低估而使公司受损。这样当公司需要为投资项目融资时,由于存在 Myers—Majluf 的市场对股票错误定价问题,公司会首选内部资金,即使必须使用外部融资也更倾向于债务融资,最后才会选择股票,这一结论与 Myers & Majluf(1984)、Myers(1984)的资本结构“优序融资理论”一致。但是,与 Myers & Majluf(1984)、Myers(1984)分析角度不同,他是从

^{*} 陈芝萍,山西大学经济与工商管理学院,邮政编码:030006,电子邮箱:chenyp710@sxu.edu.cn;张信东,山西大学管理学院,邮政编码:030006,电子邮箱:zhangxd@sxu.edu.cn。本文是山西省高等学校人文社会科学重点研究基地项目(项目编号:2011305)的阶段性成果。

乐观这一描述经理特征的视角获得的。Malmendier & Tate(2005, 2008)采用与Heaton(2002)类似的乐观模型,得到了经理过度自信对公司金融决策影响的类似预测。

然而,当将反映未来公司利润波动的偏见知觉(低估收入的风险)——过度自信加入资本结构分析时,公司融资的优序行为将会消失。Hackbarth(2008)将经理乐观、过度自信等心理特质放入资本结构权衡模型研究,发现相比理性经理,过度自信的经理由于低估投资项目未来收益的风险,高估公司股票价格,在确定环境中将股票发行作为优先的融资工具。换句话说,过度自信经理管理的公司不依照标准的优序融资理论进行融资,其融资顺序与优序融资顺序相反。因此,考虑到一系列有效的理论,经理的认知偏差并不导致融资来源的偏好排序。

另一方面,以下结论与资本结构决策有关理论中的有效模型的结论一致,并出现在该理论框架下的主要预测中:与理性经理人相比,经理存在乐观和过度自信的认知偏差将发行更多债券。直观上Hackbarth(2008)模型说明这种情况,因为存在认知偏差的经理(过度自信、乐观)高估投资项目收益,低估公司破产成本,对公司陷入财务困境可能性的判断低于真实情况,为了获得更多的债务税盾和其他高杠杆带来的收益,过度自信经理在采取债务融资时选择较高的负债水平,发行更多新债务。同样考虑过度自信偏见,Fairchild(2005)用包含信息不对称和道德风险的模型说明在信息不对称的情况下,过度自信经理过多利用债务融资,这与以上结论一致;在存在道德风险时,经理过度自信带来的债务高悬会导致过高的破产预期成本,而Fairchild(2007)包含经理自信和代理问题联合影响的融资模型进一步证明经理过度自信与债务正相关的结论。同时,Hackbarth(2009)将基于收益的资本结构模型并入一个简单的实物期权模型,发现适度自信的经理能减少公司无效投资,降低债权人和股东的冲突,提高公司负债水平。

尽管在理论研究中,出于分析的目的在模型中分别考虑乐观和过度自信,但是心理学和行为学的研究认为这些偏见是紧密相关的,可能是共同出现的(Taylor & Brown, 1988)。或者说,乐观的人必然过度自信,反之亦然。所以一般情况下,由于过度自信和乐观行为预测检验结果无差别,对其并不分别阐述。并且,由于个人的认知偏差是不能直接观察的,在实证研究中研究者需要用与之相关的替代

变量进行识别。

相比其他人,企业家经理(他们管理自己的企业)和职业经理信念坚定,他们显得更乐观自信。Cooper et al(1988)、Pinfold(2001)通过调查发现,企业家经理通常过度自信,高估自己投资项目的成功几率。Zacharakis & Shepherd(2001)对风险投资家的调查则表明风险投资者对于他们评价项目成功或失败的判断过度自信;Busenitz & Barney(1997)对美国企业家经理和职业经理的心理特征调查结果表明是否企业家是影响个人自信和乐观信念的因素,而Barros & Silveira(2007)得到同样结论,相比职业经理,他们控制的公司杠杆更高;Arabshuibani et al(2000)对英国家庭的调查表明,在控制引起异质性的年龄、社会地位和教育等可能因素后,相比普通雇员,企业家经理对来年收入(财务状况)的预测误差大。

Graham & Harvey(2010)通过对CEO进行风险厌恶、时间偏好和乐观等与公司融资决策有关的心理测验,发现经理态度与公司融资决策有关,CEO比普通人群更乐观,乐观经理管理的公司杠杆高,并且短期债的比例更高,这与Landier & Thesmar(2009)的理论分析一致,而Jung & Subramanian(2010)通过动态结构模型证明如果经理通过契约获得动态激励,公司长期债将因经理乐观程度的增加而下降,但是经理持有的公司股票数量和公司短期债上升。

Oliver(2005)用密歇根大学1978—2004年间过去12个月的消费者情绪指数平均作为过度自信的度量,发现经理过度自信程度与公司债务规模正相关,并且这一结论具有非常高的稳健性。Ben-David et al(2007)认为CFO过度自信,公司财务杠杆更高,并且更偏好长期负债;Barros & Silveira(2008)使用经理持有公司股票数量作为过度自信替代变量,发现它与杠杆正相关性很强,表明认知偏差是公司资本结构的重要决定因素;Malmendier et al(2011)将经理获得的股票期权持有期的长短和主要媒体对经理的评价作为过度自信替代变量,发现在需要融资时,过度自信经理更愿意选择内部融资和债务融资,而不是股权融资和外部融资,同时他们对杠杆的使用更具侵略性。

二、经理风险偏好与资本结构

风险偏好是指人们面临风险所采取的行为方式,是对重要的不确定性认知所选择的回应方式。

风险偏好是内生于个人的心理表现,不同的人对待风险的态度存在显著的个体差异。根据个人风险偏好程度的不同通常将他们分为风险喜好、风险厌恶和风险中性三种类型。

表 1 过度自信计量指标汇总

过度自信替代变量	定义	参考文献
经理股票期权的行权状况	经理获得期权后到期权到期日时未执行期权数量比例的多少	Malmendier & Tate (2005) Malmendier & Tate (2008) Malmendier et al(2011)
主要媒体对经理表现的评价	权威媒体对经理“自信”“乐观”、“悲观”等评价词汇不同、词频差距衡量	Malmendier & Tate (2005) Malmendier & Tate (2008) Malmendier et al(2011)
收入、盈利预测偏差	公司或个人实际收入(盈利)与预期收入(盈利)之间的差值	Arabsheibani et al (2000) Ben-David et al(2007)
企业实施并购的频率	经理一定时间内的实施并购的次数	Doukas & Petmezas (2006)
1. 经理相对薪酬比例 2. 经理持股数量	经理薪酬占管理层薪酬比例 经理持股比例	Hayward & Donald (1997) Barros & Silveira(2007)
消费者情绪指数	密歇根大学 1978—2004 年过去 12 个月的消费者情绪指数平均值	Oliver(2005)
是否企业家	虚拟变量表示	Barros & Silveira (2007) Busenitz & Barney (1997) Pinfold (2001) Cooper et al (1988)

经理作为公司的管理者,在管理公司的过程中受到各方面的监督,如董事会和债权人,为了避免公司业绩不佳或破产带来的控制权转移、解雇或失业、财富损失,保护他的专用人力资本,他们会减少或避免使用杠杆融资,防止因公司业绩不佳时的债务压力(Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Farma, 1980; Berger et al, 1997)。也就是说,在公司资本结构决策时存在着“CEO 效应”,经理的态度和风险承担能力影响公司的杠杆选择。风险偏好型的经理选择更多负债,充分利用债务杠杆效应;风险厌恶型的经理可能持有更多现金,在需要融资时更多选择内部资金,用内部投资获得公司成长。

Blazenko(1987)从理论上说明当公司业绩对经理财富和声誉有影响时,经理的偏好将决定公司的融资政策。信息对称时,经理选择股票作为唯一融资工具;信息不对称时,风险厌恶经理只有在投资项目成功率较高时才会将债务作为项目质量高的信

号,选择债务融资。因为债务增加使得公司陷入财务困境或破产的概率增加,如果经理的薪酬与公司业绩有关,风险厌恶的经理为了规避公司破产带来的声誉损失,财富的减少,更愿意选择股权融资。Liu & Miao(2006)在连续时间或有要求权框架下证明经理作为追求效用最大化的个体,他的风险偏好影响公司资本结构选择。风险厌恶的经理更愿意发行股票,持有较少债务。直观上,公司负债越少就可以避免出现现金流危机和破产风险,而风险厌恶经理人奢侈和转移消费的减少使得公司股票价值较高,因此他们更乐于发行股票。Bertrand & Schoar (2003)、Coles et al(2006)的实证检验结果与以上结论一致,如果债务增加使得经理不可分散的特定公司财富面临更高的风险,风险厌恶程度越高的经理越不愿意使用债务融资,他们通常发行股票来融资。

一直以来,为了减少经理的代理成本,股票期权作为一种激励方式被越来越多的公司采纳,经理的个人财富与公司业绩的联系更加紧密。这样,经理报酬风险程度的大小直接影响着经理的风险偏好,进而影响公司资本结构决策。与 Bertrand & Schoar(2003)、Coles et al(2006)的结论相反,Cadenillas et al(2004)发现如果经理薪酬中包含更多的激励薪酬,高杠杆适合高风险厌恶的经理,而低风险厌恶的经理不愿意接受债务带来的风险,认为公司不负债对他们来说收入最好,因此选择低杠杆公司,这一结论与 Lewellen(2006)的研究结果一致,风险厌恶的经理与公司资本结构之间相互作用,对于非分散化财富的风险厌恶经理人,如果持有公司较多股票,在选择公司资本结构时会减少债务融资。同样,Chava & Purnanandam(2010)用 delta 值(公司股票价格变化 1%时管理者财富的变化额)和 vega 值(公司股票收益波动 1%时管理者财富变化额)作为公司经理财富风险的替代变量,检验了经理风险态度对公司融资决策的影响,发现 CEO 和 CFO 风险收入激励显著影响公司融资决策。当 CEO 具有风险增加的激励时(delta 大),风险厌恶的经理会选择保守的债务策略,即公司的杠杆低、现金持有量高。

三、经理其他特质与资本结构

事实上,经理的决策行为不仅受到认知偏差、风险偏好程度的影响,而且与他的性别、年龄、经历等因素有关。经理年龄、受教育程度的不同会产生不同的心理认知,进而影响其行为方式:年龄的不同使

得经理的风险偏好不同, MBA 教育通过人力资本和社会资本的积累影响经理的决策行为等。Bertrand & Schoar(2003)、Frank & Goyal(2009)的研究表明 MBA 教育经历与公司负债率正相关,但是对公司资本结构影响并不显著。同时, Graham & Harvey(2001)、Bertrand & Schoar(2003)发现相比年轻的、受过 MBA 教育的经理, 年龄大的经理或没有受过 MBA 的经理投融资决策更保守, 他们选择相对较低的负债率, 持有更多的现金。但是, Malmendier et al(2010)的结论却与此相反, 他们发现经理年龄大时公司借债更多, 杠杆更高。

Malmendier et al(2011)认为经理过去经历对公司融资决策有显著影响。通过研究美国公司数据, 他们发现经理如果当过兵、有过战争的经历, 其经营的公司采取相对激进的融资策略, 公司负债率较高; 而经历过美国大衰退的经理采取的财务政策则相对保守, 选择较低的公司杠杆。

经理能力不同也会导致公司资本结构的不同。能力高的经理对项目的驾驭能力强, 能发现更多的投资项目, 公司发生财务困境的可能性低, 因此公司负债率高(Chan & Victor, 1998), 而 Bhagat et al(2011)通过结构模型得到同样结论, 当基于最优资本结构的金融证券影响经理报酬时, 为了维护个人利益, 公司经理的能力越强, 公司的短期负债越高。

另外, 经理在公司的融资决策受到个人金融决策的影响。个人金融决策的复杂性随年龄变化, 年龄与金融复杂性之间存在稳定的关系, 个人受教育程度、群效应和内生人力资本的积累能够部分解释这一现象, 而年龄效能为个人金融决策的驼峰型图形提供解释, 中年人支付的利息和费用低于年轻人和老年人。如果假设个人投融资决策依赖自身的能力和知识经验的结合, 认知年龄的研究表明年龄在 20 岁以后个人收益呈现缓慢下降的凹轨迹, 而经验知识由于收益递减呈现出增加的凹轨迹, 两者相加表明个人投融资决策的复杂性随着年龄先升后降(Agarwal et al, 2009)。Cronqvist et al(2011)、Chyz(2010)研究发现公司经理的资本结构决策行为与其个人的杠杆选择一致, 经理个人偏好会体现在他们对公司管理中, 尤其是当公司治理较弱时, 经理的个人行为能部分解释公司的融资决策: 个人税收较多的经理在公司资本结构决策中增加债务融资, 采用更多的避税行为。

同样, 经理的政治观点对公司资本结构决策也有影响。Hong & Kostovetsky(2010)发现参与民

主党竞选的投资组合的经理其管理的公司很少投资于社会责任不足的投资组合。Hutton et al(2010)发现共和党 CEO 比民主党 CEO 采取更多的保守公司策略。

四、结论与未来研究方向

作为一个新兴的研究领域, 经理特质与公司金融决策关系的研究方兴未艾, 仍然存在许多未知的领域需要我们去探求、研究:

首先, 基于经理心理特质的公司资本结构决策研究仍然建立在市场有效、投资者理性的假设基础上。事实上, 目前各国的资本市场并不是完全有效市场, 而且投资者与经理非理性行为同时存在(Sherfrin, 2006)。如何在市场非有效的情况下, 研究经理、投资者双重非理性时公司的融资决策将是未来研究的方向之一。

其次, 现有研究主要考虑公司 CEO 或 CFO 的个人特质对公司资本结构决策的影响, 现实中公司的重大决策可能更多是由高管团队集体决策确定的。Chemmanur et al(2009)发现好的高管团队质量有利于公司进入资本市场, 公司的杠杆更低。因此, 高层管理团队成员的特质集合对公司资本结构决策是否会产生不同的影响呢? 他们的心理异质信念在决策中是具有协调效应, 还是彼此相互排斥? 如何对团队心理特质进行计量?

第三, 传统公司治理中董事会致力于寻找最优激励契约, 通过激励契约的设计减少经理代理成本。那么在行为公司金融重新将人性引入公司金融后, 经理特质对公司决策的影响为公司治理研究和经理激励提供了新的研究视角, 如何设计激励契约使得经理的决策行为符合董事会要求? 选择怎样的经理对公司经营更为有利?

第四, 经理性别、年龄、经历等对公司资本结构决策影响的研究正在兴起, 不同的民族、文化背景、成长经历等都会影响经理的决策行为, 基于此研究将获得公司资本结构决策的全新解释。

参考文献:

- Barros, A. L. & A. M. Silveira(2008), "Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure", *Brazilian Review of Finance* 6(3):293-334.
- Ben-David, I., J. R. Graham & C. R. Harvey(2007), "Managerial overconfidence and corporate policies", Working Paper.
- Bertrand, M. & A. Schoar(2003), "Managing with style: The effect of managers on firm policies", *The Quarterly*

- Journal of Economics 118(4):1169—1208.
- Bhagat, S. , B. Bolton & A. Subramanian(2011), “Manager characteristics and capital structure: Theory and evidence”, Journal of Financial and Quantitative Analysis. Forthcoming Paper.
- Blazenko, W. G. (1987), “Managerial preference, asymmetric information, and finance structure”, Journal of Finance 42(4):839—862.
- Busenitz, L. W. & J. B. Barney(1997), “Differences between entrepreneurs and managers in large organizations”, Journal of Business Venturing 12(1):9—30.
- Cadenillas, A. , J. Cvitanc & F. Zapatero(2004), “Leverage decision and manager compensation with choice of effort and volatility”, Journal of Financial Economics 73(1):71—92.
- Chava, S. & A. Purnanandam(2010), “CEOs versus CFOs: Incentive and corporate policies”, Journal of Financial Economics 97(2): 263—278.
- Chemmanur, T. J. , I. Paeglis & K. Simonyan (2009), “Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information”, Journal of Financial and Quantitative Analysis 44(5):1045—1079.
- Chyz, J. A. (2010), “Personally tax aggressive managers and firm level tax avoidance”, Working Paper.
- Cole, J. L. , D. D. Naveen & L. Naveen(2006), “Managerial incentives and risk—taking”, Journal of Finance Economics 79(2):431—468.
- Cronqvist, H. , A. K. Makhija & S. E. Yonker(2012), “Behavioral consistency in corporate finance”, Journal of Financial Economics”, 103(1):20—40.
- Doukas, J. A. & D. Petmezas(2007), “Acquisitions, overconfident managers and self— attribution bias”, European Economic Management 13(3):531—577.
- Fairchild, R. (2005), “The effect of managerial overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital structure decisions”, Journal of Behavioural Finance 2 (4).
- Fairchild, R. (2007), “Managerial overconfidence, agency problems, financing decisions and firm performance”, Working Paper.
- Frank, M. Z. & V. K. Goyal (2009), “Corporate leverage: How much do managers really matter ?” Working Paper.
- Graham, J. R. , H. R. Campbell & M. Puri(2010), “Managerial attitudes and corporate actions”, Working Paper.
- Graham, J. R. & H. R. Campbell(2001), “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, Journal of Financial Economics 60(2—3):187—243
- Hackbarth, D. (2008), “Managerial traits and capital structure decisions”, Journal of Financial and Quantitative Analysis 43(4): 843—881.
- Hackbarth, D. (2009), “Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective”, Journal of Corporate Finance 15(4):389—411.
- Heaton, J. B. (2002), “Managerial optimism and corporate finance”, Financial Management 31(2):33—45.
- Hutton, I. , D. Jiang & A. Kumar(2010), “Corporate policies of Republican managers”, Working Paper.
- Jung, H—W. & A. Subramanian(2011), “Manager blockholder beliefs, conflicts and capital structure”, Working Paper.
- Landier, A. & D. Thesmar (2009), “Financial contracting with optimistic entrepreneurs”, Review of Financial Studies 22(1):117—150.
- Lewellen, K. (2006), “Financing decisions when managers are risk averse”, Journal of Financial Economics 82(3):551—589.
- Liu, H. & J. J. Miao(2006), “Managerial preferences, corporate governance, and financial structure”, Working Paper.
- Malmendier, U. & G. A. Tate (2008), “Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market’s reaction”, Journal of Financial Economics 89(1):20—43.
- Malmendier, U. & G. A. Tate(2005), “CEO overconfidence and corporate investment”, Journal of Finance 60(6):2661—2700.
- Malmendier, U. , G. Tate & J. Yan(2010), “Managerial beliefs and corporate financial policies”, Working Paper.
- Malmendier, U. , G. Tate & J. Yan (2011), “Overconfidence and early—life experiences”, Journal of Finance 66 (5):1687—1733.
- Oliver, B. (2005), “The impact of management confidence on capital structure”, Working Paper.
- Shefrin, H. (2001), “Behavioral corporate finance”, Journal of Applied Corporate Finance 14(3):113—126.

(责任编辑:钟培华)