

管理者过度自信与企业过度负债

蒋先玲, 黄鑫, 陈乾

(对外经济贸易大学 国际经济贸易学院, 北京 100029)

摘要: 本文从权衡理论和非理性管理者出发, 以企业过度负债而非企业实际负债率的角度, 重新衡量企业资本结构与管理者过度自信之间的关系。研究发现: 管理者过度自信会导致企业过度负债, 加重企业债务负担。进一步研究发现, 在融资约束较低和资本市场环境较好的情况下, 过度自信的管理者会加重企业负债的程度; 同时在多个大股东的股权结构下, 大股东容易与过度自信的管理者形成共谋, 恶化企业过度负债程度, 而外资大股东则能起到监督和制衡的作用, 约束管理者的激进行为。本文一定程度上丰富了资本结构和管理者过度自信的研究, 对于推进“去杠杆”和实现经济软着陆有较强的政策意义。

关键词: 管理者过度自信; 资本结构; 过度负债; 股权制衡

中图分类号: F275 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—980X(2021)04—0122—11

一、引言

自2015年中央经济工作会议提出“去杠杆”工作任务以来, 政府不断推进企业去产能, 以实现产业结构升级。2016年, 国务院发布“去杠杆”纲领性文件:《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》提出去杠杆的七大主要途径; 2018年, 发改委、财政部、国资委等11个部委联合发布《关于进一步做好“僵尸企业”及产能企业债务处置工作的通知》, 规范了市场债转股的业务模式; 2019年, 国家发展和改革委员会发布了《2019年降低企业杠杆率工作要点》, 进一步对企业减负降债划出了工作要点。政府不断出台的各项规定从侧面反映了, 如何“去杠杆”是我国经济实现结构性转变和“软着陆”的一大关键。而管理者作为企业决策的制定者, 对企业债务承担高低至关重要。其行为是理性还是激进, 势必影响企业“去杠杆”的计划和成效。

国内已有学者对管理者过度自信与企业资本结构进行了研究(江伟和黎文靖, 2009; 江伟, 2010; 姚计华和王海芳, 2013; 魏哲海, 2018), 其结论基本都印证了优序融资理论的观点: 管理者过度自信与企业短期负债有关, 并倾向于使用债务融资, 从而提高了企业杠杆水平。但同时也有研究发现, 由于我国资本市场和发展阶段的特殊性, 我国上市公司普遍存在着股权融资偏好(袁国良等, 1999; 陆正飞和高强, 2003; 刘星等, 2004), 这种现象不能完全由优序融资理论进行解释, 仅仅借鉴该理论并不能完全得到适合中国情景的结论。而根据权衡理论, 企业在其决策中具有目标最优资本结构(Graham和Harvey, 2001; 姜付秀等, 2008; Frank和Vidhan, 2009); 且目标负债率受到企业自身因素和外部环境的影响, 不同的企业应该具有不同的目标负债率水平。管理者行为对企业资本结构的影响, 应该由企业实际负债率偏离目标负债率的部分, 即过度负债来解释更有意义。

基于此, 本文以2008—2017年A股上市公司数据作为样本, 以企业实际负债率与目标负债率的差值来衡量企业过度负债水平, 来分析过度自信的管理者与企业过度负债之间的关系。研究发现, 在控制了其他可能影响企业负债率水平的因素以后, 过度自信的管理者加重了企业过度负债的程度, 恶化了企业面临的违约风险和破产风险。本文结果在更换替代变量等稳健性检验中未有明显变化, 说明结果具有一定的稳健性。

进一步地, 外部环境和公司股权制衡在很大程度上制约着管理者的投融资决策(Fazzari et al, 1988; Korajczyk和Amnon, 2003; Chang et al, 2014)。本文着重从融资约束和多个大股东及外资股东的股权制衡两个方面, 来考察其对过度自信的管理者行为决策的作用。研究发现: 当公司面临较低的融资约束时, 过度自信的管理者更容易推动企业进入更高的债务困境; 如果管理者面临多个大股东的制衡时, 管理者更多地会回

收稿日期: 2020—05—31

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“增强民营经济韧性的精准金融支持机理于路径研究”(19BJL059)

作者简介: 蒋先玲, 对外经济贸易大学国际经济学院教授, 博士研究生导师, 研究方向: 货币政策和国际金融; (通讯作者)黄鑫, 对外经济贸易大学国际经济贸易学院博士研究生, 研究方向: 公司金融研究; 陈乾, 对外经济贸易大学国际经济贸易学院博士研究生, 研究方向: 融资租赁和公司金融。

其他大股东进行共谋,企业债务负担随之恶化,而外资股东的监督作用则有利于遏制管理者的冒失行为,缓解企业的过度负债程度。

本文的研究可能有以下意义:第一,本文从经典权衡理论出发,进一步丰富了资本结构的研究内容。国内研究管理者过度自信与资本结构之间关系的文章,多从优序理论出发,但前文分析中可以发现,优序理论并未能完全适应国情;而本文从经典的权衡理论角度出发,研究结论更具有普遍性;第二,本文采用过度负债水平来衡量企业负债率的高低,而并非以企业的实际负债率水平作为定夺优劣的依据,排除了因企业资金调动产生临时负债情况对研究结论产生的影响,对相关研究做出了一定的补充;第三,本文从融资约束、多个大股东和外资股东持股两方面研究了其对管理者行为决策的影响,对保护中小股东利益,完善企业内部治理机制具有一定的启示意义。

二、理论分析和研究假设

(一)管理者过度自信与过度负债

经济学经典理论往往以“理性人”假设作为前提。但实际上,大量的调查研究发现,在不确定条件下,不同性格的人对未来的收益和损失不仅具有不同的价值判断,同时还具有贪婪和恐惧等冲动与保守的心理,这些往往使人表现出过度自信和过度乐观等心理特征(Weinstein和Klein,1996;Alicke,1985)。过度自信是指人们总是过于相信自己的判断能力,认为自己具有高于常人的素质和能力,高估自己的成功机会并低估自己失败的可能性和风险,把成功更多地归功于自己的能力,而低估外部因素的作用(Larwood和William,1977)。相对于一般人,过度自信的心理特征在管理者身上有着更为明显的表现(Landier et al,2008)。

那么管理者过度自信带来的激进行为会怎样影响企业负债水平呢?

一方面,过度自信的管理者基于以下原因有可能增加企业的过度负债。首先,过度自信的管理者会高估自身的实力,从而表现更激进的负债行为。过度自信的管理者容易高估公司价值,认为外部融资较内部融资成本过高,会优先选择内源融资(Heaton,2002);当公司必须寻求外部融资时,由于股票价格对市场的预期比债券价格更加敏感。因此管理者会认为股权融资成本较债务融资成本较高,更加偏好债务融资,从而加重企业债务风险,并且,过度自信的管理者会高估自身的能力和企业的实际价值,认为自身能带领企业更好的发展,表现出更高的成长性,忽略了潜在的企业风险,导致企业陷入更高的债务负担。其次,过度自信的管理者更多地表现为过度投资,从而引致管理者进一步增加负债(余明桂等,2013)。已有学者研究表明,管理者过度自信和企业过度投资呈现出显著的正相关关系,且企业现金流越充裕,过度投资行为越明显(李建英等,2017),刺激管理者不断提升负债水平。最后,过度自信的管理者弱化了负面效应,提高了薪酬中的业绩敏感度,弱化了业绩与风险之间的负相关关系(黄少安和张岗,2001)。在较高的薪酬激励下,管理者也有充足的动机积极负债以追逐短期业绩,致使负债水平不断恶化。

另一方面,过度自信的管理者也可能降低企业的过度负债水平。国内较多学者认为中国上市公司普遍存在着股权融资偏好(杨之帆,2001)。由于企业内部债务积压过高,加上上市公司的业绩水平和经营能力不一,企业内源融资的条件捉襟见肘;而我国管理层持股比例远远低于同时期的其他发达国家,缺乏完善合理的激励机制,管理者的货币性收入很少,其绝大部分收益来自于控制权收益,增加股权融资程度不仅帮助企业融入资金,也为管理者的个人利益服务;相对于债务融资成本来说,股权融资在资金成本、代理成本和信息成本上具有优势(杨之帆,2001)⁵⁵;加之我国股票市场存在高溢价资本收益(巫绪芬等,2007),对于急需为新项目开源节流的企业管理者来说,股权融资似乎成为上佳之选。因此,过度自信的管理者可能更偏好股权融资,而非大幅提升负债以满足投资需求。综上所述,提出以下假设:

管理者的过度自信程度越高,企业将呈现更高的过度负债水平(H1a);

管理者的过度自信程度越高,企业将呈现更低的过度负债水平(H1b)。

(二)管理者过度自信、企业融资约束和过度负债

融资约束是影响企业财务政策的重要因素。我国经济虽然高速发展,但目前正值经济转型时期,制度不够完善,资本市场不够成熟,很多企业尤其是中小企业获得资本市场和银行体系的资金支持仍然比较困难,融资约束仍然是限制企业快速发展的一大困难。管理者作为企业决策的制定者,其行为也必定受到外部环境影响。

对于过度自信的管理者来说,其有更强的投资欲望和追逐利益的动机,从而对企业现金流表现出更高的敏感性,且在不同的现金流水平下,管理者过度自信会表现出不同的非效率投资水平(Malmendier 和 Tate, 2005)。在现金流较为匮乏时,债务人会对管理者的个人能力和企业经营状况有更高的质疑,从而收紧其借款的数量,并提高借款的门槛和要求,管理者较难获得其投资所需的各项资源,在高额的破产成本下不得不放弃计划的投资项目,减少企业负债(栾天虹和吴晓勇,2014);而在现金流比较充裕时,过度自信的管理者更能以此为自身能力的证明,从债务人处得到更多的债务融资,进而更激进地上线大型投资项目,导致企业负债水平节节攀升。基于以上讨论,本文提出以下假设:

过度自信的管理者在融资约束较小时,更容易导致企业表现更高的过度负债水平(H2)。

(三)管理者过度自信、股权制衡和过度负债

在我国,公司股权结构相对集中,相当部分的公司存在着超过20%的控股股东,事实上掌握着公司的实际控制权。大股东在公司的话语权对管理层的行为决策有着重要的影响,多个大股东之间的相互牵制和监督有利于降低代理成本,但现有文献对其治理作用却褒贬不一。一方面,当分享控制权的多个大股东存在时,多个大股东持股有利于相互监督和相互制衡,大股东为了获得控制权,会承诺减少其侵占公司资源的行为(Bloch 和 Hege, 2003);大股东的多元化会对管理层形成有效的监督和退出威胁(“voice & exit”),降低公司债务融资成本和股票崩盘风险,并且在获知企业的负面信息时竞相采取推出策略而非掩盖稀有信息,更有利于减少管理层的机会主义行为(Alex 和 Gustavo, 2010;王运通和姜付秀, 2017;Jiang et al, 2018)。当企业过度负债程度增加,企业风险程度提高,对企业长久有效发展不利。大股东为了企业长久发展会通过手中的控制权左右管理层的决策,降低过度负债程度,从而制约过度自信的管理者提高企业过度负债的行为。

另一方面,多个大股东分享控制权会产生共谋,进一步对企业进行掏空,从而增强了企业过度负债程度。多个大股东有可能为了掏空企业,获取最大利益,产生共谋行为,侵害其他中小股东利益,进一步加强企业过度投资,迅速降低企业现金持有水平(窦炜和刘星, 2011;朱红军和汪辉, 2004)。同时通过提高企业负债水平,甚至超过企业理想化的负债水平,从而最大化拓宽融资渠道,为投资服务,过度负债程度增加。此时,如果管理层具有过度自信的心理特征,在管理者与大股东之间利益的趋同会进一步加强大股东与管理者合作的可能性,从而企业过度投资程度更加严重,过度负债的程度进一步恶化。即使大股东之间会积极监督管理者,但多个大股东之间高额的协调成本,不利于形成统一的意见对过度自信管理者的激进行为形成有效的制约和监督(Gomes 和 Walter, 2006)。

基于以上讨论,本文提出以下假设:

面对过度自信的管理者,多个大股东的股权结构有利于牵制其激进行为,降低企业过度负债水平(H3a);

面对过度自信的管理者,多个大股东的股权结构更容易形成共谋和股东联盟,提高企业的过度负债水平(H3b)。

三、研究设计

(一)样本选择

本文样本来自于沪、深两市2008—2017年间全部的A股上市公司的年度数据,其中公司层面的数据来自于CSMAR数据库,盈利预测数据来自于RESSET数据库和CSMAR数据库。为了减少异常值对回归结果的影响,本文对其做了以下处理:①剔除了金融行业公司年度样本;②剔除ST公司年度样本;③剔除样本缺失值;④由于OLS回归容易受到异常值的影响,本文对所有连续性变量进行1%的winsorize处理。最终得到公司年度样本10335个。

(二)变量选择

1. 过度负债的衡量

已有研究主要用以下3种方式衡量过度负债:①首先用资产负债率对其他公司影响因素回归得到企业目标负债率,再用实际负债率减去目标负债率(Denis 和 McKeon, 2012;陆正飞等, 2015);②实际负债率减去当年行业负债率的中位数或均值(张会丽和陆正飞, 2013);③利息覆盖率(Denis 和 McKeon, 2012)。这3种方式的侧重点有所不同。第一种方式主要认为企业目标负债率高低的影响因素来自于企业、行业和市场环境等;第二种认为行业异质性因素决定了企业目标负债率;第三种认为企业负债的高低在于企业盈利是否能

按时支付利息和偿还债务,如果不能及时支付,企业也将面临债务违约风险和破产危机。

本文主要采用第一种方式来衡量企业过度负债水平。依照已有文献的研究方法,第一步采用Tobit模型对样本进行分年度回归,估计企业的目标负债率(\widehat{LEV}),回归模型如式(1)所示:

$$LEV_t = \alpha_0 + \alpha_1 SOE_{t-1} + \alpha_2 ROA_{t-1} + \alpha_3 IND_LEV + \alpha_4 GROWTH_{t-1} + \alpha_5 FATA_{t-1} + \alpha_6 SIZE_{t-1} + \alpha_7 SHRCR1_{t-1} + \varepsilon \quad (1)$$

其中: LEV 表示企业实际负债率; SOE 表示国有性质的虚拟变量; ROA 表示企业盈利能力; IND_LEV 表示行业杠杆中位数; $GROWTH$ 表示总资产增长率; $FATA$ 表示固定资产占比; $SIZE$ 表示对数企业规模; $SHRCR1$ 表示第一大股东持股比例; α 表示各变量回归系数; t 表示年份。第二步用实际负债率(LEV)减去估计的目标负债率(\widehat{LEV})后得到过度负债水平 $EXCLEV$,同时设定虚拟变量 $Exclev_dum$ 作为是否存在过度负债的替代变量,当 $EXCLEV$ 大于0时, $EXCLEV_dum$ 为1,否则为0。为了一定程度上减少内生性问题,本文对所有控制变量进行了滞后处理。

2. 管理者过度自信的衡量

已有文献并未对管理者过度自信的衡量达成一致意见。自从Malmendier和Tate(2005)提出以管理者在行权期内管理者持有本公司股票或股票期权数量作为替代变量以来,又有学者提出以消费者情绪指数、盈利预测偏差、企业景气指数、CEO相对薪酬、管理者的个人特征(年龄、任职时间等)等不同方法衡量管理者过度自信。本文主要采用盈利预测偏差的方法,证监会于2002年正式要求我国所有上市公司披露盈余预测指标,并在每个季度披露对下一期企业业绩的预告。以RESSET数据库统计的数据为例,盈利预测的类型分为“扭亏”“略增”“续盈”“预增”“略减”“续亏”“预减”“首亏”及“不确定”9种。本文将前4种,即“扭亏”“略增”“续盈”“预增”视为过度自信的盈利预测类型,并且将当年至少有一次实际盈利增加少于预测幅度下限的情形(包括实际盈利减少的情形)定义为管理者过度自信,此时, OC 取1,否则取0。同时,为了剔除样本中的噪声项,本文剔除了:①在盈利预测一年以后进行再融资的公司样本;②剔除年内存在高管变更的公司样本;③剔除了在会计期间结束后发布盈利预测预告的公司样本。最后得到该变量的描述性统计见表1。

表1 管理者过度自信的描述性统计

Panel A 盈利预测											
参数	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	合计
总样本量	822	955	981	1077	1469	1662	1725	1900	2081	2168	14838
当年高管变更的样本	239	253	248	289	310	397	386	482	536	603	3743
预测后一年内进行再融资的样本	14	29	43	24	42	67	105	156	135	2	617
会计期间结束后会计报告前进行盈利预测的公司	9	12	11	8	14	16	21	9	18	25	143
合计	558	661	679	756	1103	1182	1213	1253	1392	1538	10335
Panel B 相关性检验(spearman)	0.0493***										

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

本文用国家统计局公布的企业景气指数($OC2$)作为衡量管理者过度自信的第二种方法。企业景气指数是通过部分企业负责人定期进行问卷调查,并根据他们对企业经营状况及宏观经济环境的判断和预期来编制景气指数,从而准确及时地反映宏观经济运行和企业经营状况。该指数取值范围在0~200之间,100为临界值。如果景气指数高于100,说明经济形势向好;反之,如果景气指数低于100,则表明经济形势向不利的方向发展。本文用如下的办法定义管理者过度自信:企业对应的景气指数大于样本内企业景气指数均值时,则认为该企业管理者过度自信,即 $OC2$ 取1,其他情况下 $OC2$ 取0。

本文对两种衡量过度自信的方法进行了spearman相关系数检验,结果表明两者的相关系数为0.0439,并且在1%水平下显著,说明两者之间有很高的正相关关系。

(三)模型设计

1. 管理者过度自信与企业过度负债

借鉴陆正飞(2015)的研究,本文分别建立多元回归方程和Logit方程来研究管理者过度自信对企业过度负债的影响:

$$EXCLEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 IND_LEV_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \beta_6 FATA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 SHRCR1_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} EXP_{i,t} + \beta_{11} NDTS_{i,t} + \beta_{12} VEB_{i,t} + \beta_{13} MANAOWN_{i,t} + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Logit}(EXCLEV_dum_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 IND_LEV_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \beta_6 FATA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 SHRCR1_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} NDTS_{i,t} + \beta_{11} VEB_{i,t} + \beta_{12} MANAOWN_{i,t} + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中： β 表示各变量对应的系数； i 和 t 分别表示企业 i 和年份 t ； ε 表示残差项。

模型 2 中的被解释变量为 $EXCLEV$ ，模型 3 中被解释变量为 $EXCLEV_dum$ ，主要解释变量为过度自信程度 OC ，其他控制变量有国有性质 (SOE)、企业盈利能力 (ROA)、行业杠杆中位数 (IND_LEV)、总资产增长率 ($GROWTH$) 等及行业和年度虚拟变量，模型中涉及各变量名称及其含义见表 2。如果假设过度自信的管理者会导致企业进一步过度负债，那么本文预期得到正的 β_1 ；反之，如果假设过度自信的管理者减轻了企业的过度负债水平，那么本文预期得到负的 β_1 。

表 2 变量说明

变量	变量说明
LEV	账面资产负债率=总负债/总资产
EXCLEV	过度负债率
EXCLEV_dum	当 EXCLEV 大于 0 时, EXCLEV_dum 为 1, 否则为 0
OC	当年内至少有一次实际盈利增加少于预测幅度下限时, OC 为 1, 否则为 0
OC2	当年企业家信心指数大于样本均值时为 1, 否则为 0
SOE	国有企业为 1, 否则为 0
ROA	ROA=营业利润/总资产
IND_LEV	行业杠杆中位数
GROWTH	总资产增长率
FATA	固定资产占总资产比重
SIZE	资产总额的自然对数
SHRCR1	第一大股东持股比例
MB	账面市值比
EXP	管理费用率=管理费用/总资产
NDTS	非债务税盾=折旧费用/总资产
VEB	息税前利润/总资产 (EBIT/TA) 三年波动率
MANAOWN	管理层持股比例

2. 管理者过度自信、融资约束与企业过度负债

为了检验融资约束是否会影响过度自信的管理者的行为决策，从而进一步影响企业过度负债的水平。本文用如下两个方程来检验融资约束的调节作用：

$$EXCLEV = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} \times FC_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 FC_{i,t} + CONTROLS + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{Logit}(EXCLEV_dum) = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} \times FC_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 FC_{i,t} + CONTROLS + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中： FC 表示融资约束的衡量指标，本文分别用 SA 指数及王小鲁和樊纲 (2017) 编制的金融市场化指数 (FMD) 来衡量企业融资约束。其中 FMD 指数区分了我国各省在金融机构和金融政策的不同，衡量了各省市场化发展的程度，本文根据企业注册地址来匹配 FMD 值， FMD 指数越高，该省的金融环境和条件越优越，其公司的融资约束越小。如果融资约束会限制管理者的自信程度，从而减少企业过度负债的程度，那么本文预期交互项显著为正。

3. 管理者过度自信、股权制衡与企业过度负债

本文用以下两个模型来检验股权制衡的调节作用：

$$EXCLEV = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} \times POWER_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 POWER_{i,t} + CONTROLS + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$\text{Logit}(EXCLEV_dum) = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} \times POWER_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 POWER_{i,t} + CONTROLS + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

本文用多个大股东 ($MULTIPLE$) 和外资大股东 ($FOREIGN$) 两个方面来考察股权制衡的效果。其中 $MULTIPLE$ 代表当企业有两个或两个以上持股 10% 以上大股东时， $MULTIPLE$ 为 1，否则为 0； $FOREIGN$ 表示当企业有外资持股者持股在 10% 以上时， $FOREIGN$ 为 1，否则为 0^①。

(四) 变量的描述性统计

为了对文中所研究问题做初步观察，本文对文中主要变量的描述性统计见表 3。从表 3 可以看出，样本中 29.7% 的公司管理者相对具有过度自信的表现，企业过度负债水平 $EXCLEV$ 的均值非常接近于零，在一定

① 《上市公司股东大会意见》赋予大股东提议和自行召开临时股东大会的权力，明确了临时会议可由持股超过 10% 的大股东提议召开，即使其提议被董事会否决，持股 10% 以上的大股东也可以自行召开临时股东大会，所以本文认为持股 10% 以上的股东有较好的能力对管理层发挥监督和制衡作用。

表3 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	5%分位数	25%分位数	50%分位数	75%分位数	95%分位数	观测值
OC	0.297	0.457	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	10335
OC2	0.300	0.458	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	10335
EXCLEV	0.033	0.182	-0.251	-0.095	0.027	0.150	0.326	10335
EXCLEV_dum	0.560	0.496	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	10335
SOE	0.361	0.480	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	10335
ROA	0.041	0.059	-0.051	0.012	0.037	0.069	0.136	10335
IND_LEV	0.425	0.074	0.300	0.405	0.405	0.405	0.620	10335
GROWTH	0.205	0.425	-0.114	0.014	0.100	0.248	0.810	10335
FATA	0.180	0.160	0.002	0.050	0.140	0.269	0.512	10335
SIZE	21.756	1.169	20.109	20.960	21.634	22.413	23.925	10335
SHRCR1	33.777	14.564	13.348	22.416	31.731	43.172	61.048	10335
MB	0.825	0.808	0.157	0.334	0.563	0.982	2.512	10335
EXP	0.044	0.036	0.005	0.019	0.036	0.057	0.112	10335
NDTS	0.021	0.019	0.001	0.007	0.016	0.029	0.057	10335
VEB	0.043	0.063	0.004	0.013	0.025	0.048	0.137	10335
MANAOWN	0.132	0.196	0.000	0.000	0.003	0.249	0.556	10335

程度上说明企业可能会设定最优目标负债率,并以此作为企业经营活动和衡量经营风险的重要标杆。行业杠杆中位数的均值为0.425,有来自36.1%的企业来自于国有企业,其余控制变量均与已有研究结论相一致。

四、实证结果与分析

(一)过度自信与企业过度负债

管理者过度自信对企业过度负债的实证结果见表4。其中第(1)~(3)列采用OLS回归,被解释变量为EXCLEV;第(4)~(6)列采用Logit回归,被解释变量为虚拟变量EXCLEV_dum。所有回归均控制了个体层面聚类稳健标准误。回归结果表明,以第(1)列为例,表现出过度自信的管理者会让企业倾向于有更高的过度负债水平,管理者过度自信的程度每增加1%,企业过度负债的水平会上升1.6%。第(2)列控制了行业和年

表4 管理者过度自信与企业过度负债

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	EXCLEV	EXCLEV	EXCLEV	EXCLEV_dum	EXCLEV_dum	EXCLEV_dum
OC	0.016*** (3.30)	0.009* (1.90)		0.287*** (4.60)	0.194*** (3.01)	
OC2			0.009*** (3.00)			0.091** (2.23)
SOE	-0.001 (-0.09)	-0.006 (-0.96)	0.004 (0.62)	0.002 (0.03)	-0.074 (-0.90)	0.063 (0.80)
ROA	-0.470*** (-9.64)	-0.496*** (-10.03)	-0.448*** (-9.34)	-3.903*** (-7.42)	-4.281*** (-7.72)	-3.498*** (-6.90)
IND_LEV	-0.077*** (-2.03)	0.000	0.000	-0.542 (-1.13)	-0.688 (-0.32)	0.846 (0.40)
GROWTH	0.059*** (10.08)	0.056*** (9.90)	0.059*** (10.24)	0.758*** (7.92)	0.704*** (7.72)	0.744*** (8.01)
FATA	0.056*** (3.47)	0.039** (2.29)	0.066*** (3.98)	0.458** (2.31)	0.220 (1.04)	0.536*** (2.64)
SIZE	-0.025*** (-8.23)	-0.016*** (-4.71)	-0.023*** (-7.63)	-0.120*** (-3.28)	-0.028 (-0.64)	-0.106*** (-2.84)
SHRCR1	-0.000 (-0.02)	-0.000 (-0.40)	0.000 (0.09)	-0.001 (-0.51)	-0.002 (-0.73)	-0.001 (-0.40)
MB	0.069*** (18.07)	0.066*** (15.67)	0.068*** (18.00)	1.042*** (12.74)	1.048*** (10.92)	1.046*** (12.64)
EXP	0.465*** (6.06)	0.431*** (5.54)	0.426*** (5.49)	5.138*** (5.80)	4.887*** (5.36)	4.707*** (5.26)
NDTS	0.040 (0.29)	0.220 (1.53)	0.154 (1.09)	1.825 (1.04)	4.175** (2.19)	3.484* (1.91)
VEB	0.351*** (6.45)	0.348*** (6.32)	0.374*** (6.93)	1.000** (2.37)	0.975** (2.19)	1.316*** (3.08)
MANAOWN	-0.100*** (-6.16)	-0.089*** (-5.49)	-0.111*** (-6.91)	-0.858*** (-4.33)	-0.749*** (-3.73)	-1.056*** (-5.37)
CLUSTER	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	否	是	是	否	是	是
行业固定效应	否	是	是	否	是	是
样本量	10335	10335	10335	10335	10335	10335
Adj_R ²	0.171	0.199	0.181			
Pseudo R ²				0.099	0.120	0.104

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著;括号内为t统计值。

度层面的固定效应后,结果仍然一致。第(3)列和第(6)列采用替代变量 *OC2* 进行回归,结果仍然显著为正。由此印证了前文假设,即管理者的过度自信程度越高,会导致企业呈现更高的过度负债水平。在控制变量的结果中,*ROA* 和 *SIZE* 系数显著为负,表明随着企业利润率和规模的提升,企业的过度负债水平将下降;而 *FATA* 的系数显著为正,表明固定资产占比越高,企业更倾向于过度负债。

(二)管理者过度自信、融资约束和企业过度负债

从表4的结果可以看出,过度自信的管理者倾向于激进地进行企业扩张,加重企业的过度负债程度。但管理者能够多大程度上“激进”,受制于企业内部资金和外部资金可得性,如果企业拥有充足的资金储备和资金来源,管理者的扩张和投资决策势必如鱼得水;反之,如果企业面临较高的融资约束时,这种“激进”将寸步难行。

实证回归结果见表5。从表5可以看出,无论是用 *SA* 指数还是 *FMD* 指数,在管理者具有过度自信的企业中,企业面临的融资约束越低,企业过度负债的程度就越严重。说明企业现金流和融资问题仍然钳制管理者的行为决策。

表5 管理者过度自信、融资约束和企业过度负债

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>EXCLEV</i>	<i>EXCLEV_dum</i>	<i>EXCLEV</i>	<i>EXCLEV_dum</i>
<i>OC</i> × <i>SA</i>	0.108*** (5.36)	1.061*** (4.22)		
<i>OC</i> × <i>FMD</i>			0.015*** (3.22)	0.099 (1.51)
<i>SA</i>	-0.108*** (-6.66)	-1.261*** (-6.26)		
<i>FMD</i>			-0.006*** (-2.93)	-0.050* (-1.80)
<i>OC</i>	0.382*** (5.23)	3.806*** (4.18)	0.002 (0.21)	0.146 (1.50)
<i>SOE</i>	-0.014** (-2.07)	-0.169** (-1.96)	-0.007 (-1.27)	-0.076 (-1.53)
<i>ROA</i>	-0.468*** (-9.33)	-3.946*** (-7.15)	-0.497*** (-10.40)	-4.280*** (-8.89)
<i>IND_LEV</i>	0.007 (0.04)	-1.677 (-0.78)	0.082** (2.68)	-0.696 (-1.37)
<i>GROWTH</i>	0.058*** (10.05)	0.729*** (7.77)	0.057*** (10.45)	0.704*** (11.52)
<i>FATA</i>	0.044*** (2.59)	0.285 (1.32)	0.039*** (2.95)	0.216 (1.62)
<i>SIZE</i>	-0.019*** (-5.63)	-0.074 (-1.62)	-0.016*** (-4.22)	-0.028 (-0.46)
<i>SHRCR1</i>	0.000 (0.48)	0.000 (0.13)	-0.000 (-0.56)	-0.002 (-0.80)
<i>MB</i>	0.067*** (16.09)	1.060*** (11.34)	0.066*** (11.90)	1.049*** (6.23)
<i>EXP</i>	0.462*** (5.88)	5.300*** (5.72)	0.430*** (4.44)	4.883*** (3.82)
<i>NDTS</i>	0.170 (1.18)	3.670* (1.89)	0.226** (2.62)	4.230*** (3.68)
<i>VEB</i>	0.337*** (6.11)	0.807* (1.82)	0.348*** (5.76)	0.971 (1.64)
<i>MANAOWN</i>	-0.057*** (-3.33)	-0.395* (-1.86)	-0.088*** (-6.04)	-0.747*** (-3.92)
<i>CLUSTER</i>	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	10335	10335	10335	10335
Adj_ <i>R</i> ²	0.209		0.200	
Pseudo <i>R</i> ²		0.126		0.120

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著;括号内为 *t* 统计值。

(三)管理者过度自信、股权制衡和企业过度负债

表6列示了多个大股东与外资股东是否有效制衡管理者激进行为的回归结果。本文发现,对于存在多个大股东的公司,过度自信的管理者会进一步加重企业过度负债程度,多个大股东的存在似乎并没有起到其监督和制衡作用,反而表现出“共谋”侵占小股东利益的行为。而外资大股东的存在,很好地抑制了高管的过度自信和控制幻觉,有效地约束了管理层的隧道效应。

表6 管理者过度自信、股权制衡和企业过度负债

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>EXCLEV</i>	<i>EXCLEV</i>	<i>EXCLEV_dum</i>	<i>EXCLEV_dum</i>
<i>OC</i> × <i>MULTIPLE</i>	0.010**(2.68)	0.196**(2.22)		
<i>OC</i> × <i>FOREIGN</i>			-0.042***(-3.79)	-0.742***(-4.83)
<i>OC</i>	0.005(0.64)	0.127(1.60)	0.010(1.25)	0.201**(2.38)
<i>FOREIGN</i>			0.022**(2.66)	0.251*** (3.17)
<i>MULTIPLE</i>	-0.015***(-3.18)	-0.133**(-2.42)		
<i>SOE</i>	-0.006(-1.23)	-0.074(-1.47)	-0.005(-1.04)	-0.062(-1.16)
<i>ROA</i>	-0.487***(-9.85)	-4.216***(-8.58)	-0.505***(-11.65)	-4.260***(-8.85)
<i>IND_LEV</i>	0.068**(2.24)	-0.780*(-1.66)	0.090*(2.87)	-0.703(-1.47)
<i>GROWTH</i>	0.056*** (10.59)	0.706*** (11.57)	0.057*** (10.32)	0.698*** (11.60)
<i>FATA</i>	0.039*** (2.98)	0.224*(1.73)	0.037** (2.86)	0.192 (1.39)
<i>SIZE</i>	-0.016***(-4.14)	-0.027(-0.43)	-0.014***(-3.88)	-0.009(-0.14)
<i>SHRCR1</i>	-0.000(-1.29)	-0.003(-1.15)	-0.000(-0.20)	-0.001(-0.63)
<i>MB</i>	0.066*** (12.07)	1.047*** (6.25)	0.066*** (12.78)	1.097*** (6.95)
<i>EXP</i>	0.428*** (4.46)	4.881*** (3.86)	0.440*** (4.89)	4.930*** (4.27)
<i>NDTS</i>	0.218** (2.47)	4.139*** (3.60)	0.216** (2.24)	4.102*** (3.20)
<i>VEB</i>	0.347*** (5.81)	0.960 (1.62)	0.351*** (5.88)	1.059* (1.71)
<i>MANAOWN</i>	-0.083***(-5.57)	-0.709***(-3.76)	-0.085***(-6.62)	-0.714***(-3.81)
CLUSTER	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	10335	10335	10189	10189
Adj_ R ²	0.200		0.202	
Pseudo R ²		0.120		0.125

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著;括号内为*t*统计值。

(四) 稳健性检验

1. 样本筛选

2008年美国次贷危机引发全球经济动荡和萎缩,同时我国证监会在2008—2009年之间数次暂停首次公开发行,这对企业的投融资决策和资本结构造成了影响。为了减少这部分因素带来的结果偏误,本文剔除了2008年和2009年两年的企业样本,结果见表7,并未发生较大变化。

表7 剔除样本后的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>EXCLEV</i>	<i>EXCLEV</i>	<i>EXCLEV_dum</i>	<i>EXCLEV_dum</i>
<i>OC</i>	0.009**(2.11)	0.010(1.02)	0.187*** (3.17)	0.180** (1.96)
CONTROLS	是	是	是	是
CLUSTER	否	是	否	是
年度固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	9116	9116	9116	9116
Adj_ R ²	0.148	0.175		
Pseudo R ²			0.093	0.112

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著;括号内为*t*统计值。

2. 得分倾向匹配(PSM)

为了进一步消除其他因素影响和反向因果等内生性问题,本文对样本进行了得分倾向匹配。匹配前后样本情况见表8和图1,图表中的结果表明样本在匹配后,来自于控制变量间的差异得到了大幅缩小,采用匹配后的样本能一定程度上减少可能存在的内生性问题。

表9展示了匹配后的回归结果。结果显示,匹配后管理者的过度自信程度和企业过度负债之间仍然保持显著正相关,说明回归结果较少受到内生性问题的影响。

表 8 协变量平衡性检验和得分倾向匹配结果

变量	样本	均值		差异 (%)	差异降低率 (%)	t 检验		方差比
		处理组	控制组			t	p > t	
SOE	匹配前	0.564	0.275	61.3	93.4	29.09	0.000	—
	匹配后	0.564	0.583	-4.0		-1.50	0.134	—
ROA	匹配前	0.051	0.036	26.2	94.4	11.80	0.000	0.74*
	匹配后	0.051	0.050	1.5		0.57	0.570	0.71*
IND_LEV	匹配前	0.444	0.416	36.0	88.1	17.37	0.000	1.43*
	匹配后	0.444	0.447	-4.3		-1.52	0.129	0.93*
GROWTH	匹配前	1.144	0.543	2.2	68.0	1.08	0.278	1.78*
	匹配后	1.147	0.955	0.7		0.22	0.822	0.75*
FATA	匹配前	0.183	0.179	2.3	-73.7	1.09	0.274	1.36*
	匹配后	0.183	0.176	4.0		1.48	0.139	1.10*
SIZE	匹配前	21.969	21.665	25.2	91.2	12.15	0.000	1.43*
	匹配后	21.972	21.999	-2.2		-0.81	0.418	1.03
SHRCR1	匹配前	33.715	33.806	-0.6	-382.4	-0.29	0.773	1.10*
	匹配后	33.744	33.307	3.0		1.15	0.252	1.04
MB	匹配前	1.007	0.748	31.1	79.7	15.02	0.000	1.44*
	匹配后	1.007	1.060	-6.3		-2.09	0.037	0.73*
EXP	匹配前	0.042	0.044	-5.6	95.5	-2.71	0.007	1.42*
	匹配后	0.042	0.042	-0.3		-0.10	0.924	1.13*
NDTS	匹配前	0.022	0.020	10.8	59.2	5.24	0.000	1.52*
	匹配后	0.022	0.021	4.4		1.61	0.108	1.10*
VEB	匹配前	0.054	0.038	24.0	94.3	11.94	0.000	1.93*
	匹配后	0.054	0.055	-1.4		-0.44	0.658	0.74*
MANAOWN	匹配前	0.025	0.177	-94.5	96.9	-38.46	0.000	0.15*
	匹配后	0.025	0.030	-3.0		-2.29	0.022	0.99

注：***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著。

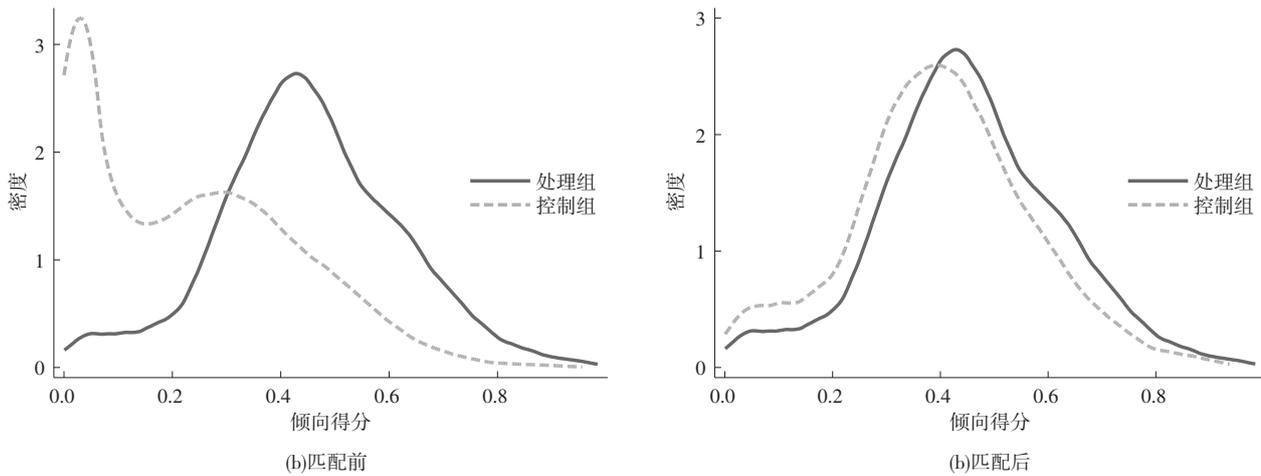


图 1 倾向匹配前后倾向指数分布图

表 9 得分倾向匹配后的回归结果

变量	样本	处理组	控制组	差异	标准差	T 检验
EXCLEV_dum	匹配前	0.648	0.523	0.125	0.011	11.75
	处理组平均处理效应	0.648	0.586	0.062	0.017	3.71
	控制组平均处理效应	0.524	0.630	0.105		
	整体平均处理效应			0.092		

3. 双重差分模型

本文进一步采用双重差分模型(DID)的办法来估计管理者在过度自信程度变化前后,企业过度负债的差异。具体模型如式(8)所示:

$$EXCLEV = \beta_0 + \beta_1 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \\ CONTROLS + INDUSTRY + \\ YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中: $Treat$ 是管理者过度自信水平是否发生变化的虚拟变量(管理者由过度自信变更为非过度自信,或由非过度自信变更为过度自信)。 $Post$ 表示管理者过度自信水平发生变化前后的年份的虚拟变量。因此, $Treat$ 和 $Post$ 的交互项刻画了管理者过度自信(非过度自信)变化为非过度自信(过度自信)时,对企业过度负债水平的净效应。需要说明的是,在处理变更的样本时,要求变更前后至少有两年的数据。模型中的其他控制变量与模型2中相同。

双重差分模型的结果见表9。第2列探讨了企业管理者由非过度自信转变为过度自信时,企业过度负债水平的变化情况。结果表明, $Treat$ 和 $Post$ 的交互项在1%水平下正向显著,说明企业过度负债水平显著提高;第3列探讨了企业管理者由过度自信变为非过度自信时,对企业过度负债水平的影响。结果也说明管理者变得不那么自信后,企业过度负债水平将显著降低。

表9 双重差分模型

变量	非过度自信变更为过度自信	过度自信变更为非过度自信
	(1)	(2)
	$EXCLEV$	$EXCLEV$
$Treat \times Post$	0.027*** (2.89)	-0.017* (-1.85)
SOE	0.001 (0.09)	0.006 (0.45)
ROA	-0.288*** (-3.88)	-0.253*** (-3.10)
IND_LEV	-0.337 (-1.10)	-0.406 (-1.46)
$GROWTH$	0.034*** (3.46)	0.030*** (3.08)
$FATA$	0.062** (2.27)	0.058** (2.12)
$SIZE$	-0.011 (-1.24)	-0.003 (-0.40)
$SHRCR1$	0.000 (0.82)	0.000 (1.03)
MB	0.063*** (6.41)	0.059*** (7.30)
EXP	0.267** (2.24)	0.165 (1.59)
$NDTS$	0.487* (1.82)	0.663** (2.02)
VEB	-0.047 (-0.39)	-0.092 (-0.73)
$MANAOWN$	-0.054* (-1.94)	-0.054* (-1.93)
常数项	0.300 (1.26)	0.145 (0.69)
CLUSTER	是	是
年度固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
样本量	2549	2564
Adj_R ²	0.069	0.060

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著;括号内为*t*统计值。

五、结论

本文选取了2008—2017年沪深两市A股上市公司数据作为研究对象,以企业负债率偏离目标负债率的部分,即过度负债来衡量企业资本结构的高低,研究了管理者过度自信与企业过度负债之间的关系,之后又检验了融资约束和股权制衡的调节效应。本文的实证结果表明:管理者过度自信的程度越高,企业更容易过度负债;并且这种关系在企业融资约束越小时,正相关程度越大。在多个大股东的股权结构下,大股东并未有效地约束和抑制管理者过度自信的程度,外资大股东更能起到其监督和制衡作用,有利于企业降低债务风险和债务压力。

本文在以下几个方面具有重要意义:第一,本文从经典权衡理论出发研究过度自信管理者和资本结构之间的关系,丰富了权衡理论和行为金融学的内容;第二,本文进一步考察了股权制衡的调节作用,有较强的政策意义,有利于政策制定者针对不同类型的股权结构予以对症下药,加强对企业内部监管的控制和管理,继续推动和发挥外资大股东的优势与长处,完善和优化企业“去杠杆”问题,实现经济安全平稳着陆。

参考文献

- [1] 窦炜,刘星,2011.债务杠杆、所有权特征与中国上市公司投资行为研究[J].经济与管理研究(2):33-45.
- [2] 黄少安,张岗,2001.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究(11):12-20.
- [3] 江伟,2010.管理者过度自信,融资偏好与公司投资[J].财贸研究,21(1):130-138.
- [4] 江伟,黎文靖,2009.董事会独立性、管理者过度自信与资本结构决策[J].山西财经大学学报,31(9):64-70.
- [5] 姜付秀,屈耀辉,陆正飞,等,2008.产品市场竞争与资本结构动态调整[J].经济研究(4):99-110.
- [6] 李建英,赵美凤,周欢欢,2017.股权制衡、管理者过度自信与过度投资行为[J].经济与管理评论(4):48-54.
- [7] 刘星,魏锋,詹宇,等,2004.我国上市公司融资顺序的实证研究[J].会计研究(6):66-72.
- [8] 陆正飞,何捷,窦欢,2015.谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J].经济研究(12):54-67.
- [9] 陆正飞,高强,2003.中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析[J].会计研究(10):16-24.
- [10] 栾天虹,吴晓勇,2014.管理者过度自信与投资现金流敏感性[J].浙江社会科学(10):4-15.
- [11] 王小鲁,樊纲,余静文,2017.中国分省份市场化指数报告[M].北京:社会科学文献出版社.
- [12] 王运通,姜付秀,2017.多个大股东能否降低公司债务融资成本[J].世界经济,40(10):119-143.
- [13] 魏哲海,2018.管理者过度自信、资本结构与公司绩效[J].工业技术经济(6):3-12.
- [14] 巫绪芬,刘银凤,雷鸣,2007.中国资本市场股权溢价的实证分析[J].经济问题,336(8):85-88.

- [15] 杨之帆, 2001. 企业资本结构与融资方式偏好[J]. 财经科学(4): 50-54.
- [16] 姚计华, 王海芳, 2013. 管理者过度自信、资本结构与企业绩效关系研究[J]. 财会通讯(1): 55-58.
- [17] 余明桂, 李文贵, 潘红波, 2013. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究(1): 149-163.
- [18] 袁国良, 郑江淮, 1999. 我国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究[J]. 管理世界(3): 150-157.
- [19] 张会丽, 陆正飞, 2013. 控股水平、负债主体与资本结构适度性[J]. 南开管理评论, 16(5): 142-151.
- [20] 郑培培, 陈少华, 2018. 管理者过度自信、内部控制与企业现金持有[J]. 管理科学, 31(4): 7-20.
- [21] 周嘉南, 张希, 黄登仕, 2011. 过度自信、风险厌恶与我国上市公司经理薪酬激励[J]. 财经理论与实践, 32(6): 81-86.
- [22] 朱红军, 汪辉, 2004. “股权制衡”可以改善公司治理吗? ——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J]. 管理世界(10): 114-123.
- [23] ALEX E, GUSTAVO M, 2010. Governance through trading and intervention [J]. *Review of Financial Studies* (7) : 2395-2428.
- [24] ALICKE M D, 1985. Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives [J]. *Journal of Personality & Social Psychology*, 49(6): 1621-1630.
- [25] BLOCH F, HEGE U, 2003. Multiple shareholders and control contests[R]. Munich: University Library of Munich.
- [26] CHANG C, CHEN X, LIAO G, 2014. What are the reliably important determinants of capital structure in China? [J]. *Pacific Basin Finance Journal*, 30(11): 87-113.
- [27] DENIS D J, MCKEON S B, 2012. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases [J]. *Review of Financial Studies*, 25(6): 1897-1929.
- [28] FAZZARI S M, HUBBARD R G, PETERSEN B C, 1988. Financing constraints and corporate investment [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1): 141-206.
- [29] FRANK M Z, VIDHAN G K, 2009. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? [J]. *Financial Management*, 38(1): 1-37.
- [30] GOMES A, WALTER N, 2006. Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms [J]. Unpublished Working Paper, 12(8-9): 1309-1327.
- [31] GRAHAM J R, HARVEY C R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(2-3): 187-243.
- [32] HEATON J B, 2002. Managerial optimism and corporate finance [J]. *Financial Management*, 31(2): 33-45.
- [33] JARRAD H, KLASA S, WALCOTT N, 2009. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 93(1): 1-14.
- [34] JIANG F X, CAI W X, WANG X, et al, 2018. Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China [J]. *Journal of Corporate Finance*, 50(C): 66-83.
- [35] KORAJCZYK R A, AMNON L, 2003. Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints [J]. *Journal of Financial Economics*, 68(1): 75-109.
- [36] LANDIER A, THESMAR D, 2009. Financial contracting with optimistic entrepreneurs [J]. *The Review of Financial Studies*, 22(1): 117-150.
- [37] LARWOOD L, WILLIAM W, 1977. Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning [J]. *Journal of Applied Psychology*, 62(2): 194-198.
- [38] MALMENDIER U, TATE G, 2005. CEO overconfidence and corporate investment [J]. *Journal of Finance*, 60(6): 2661-2700.
- [39] WEINSTEIN N D, KLEIN W M, 1996. Unrealistic optimism: Present and future [J]. *Journal of Social & Clinical Psychology*, 15(1): 1-8.

CEO Overconfidence and Excess Leverage

Jiang Xianling, Huang Xin, Chen Qian

(University of International Business and Economics, Beijing 100026, China)

Abstract: Based on the classic tradeoff theory and the irrationality of the top managers, the influence of overconfident CEOs to corporate capital structure is explored using the leverage with “overdebt” instead of corporate debt ratio. The overconfidence of CEOs leads to overdebt. Moreover, this phenomenon is much more significant at a company with lower financial constraints and a better capital environment. From the ownership structure perspective, overconfident CEOs would deteriorate the leverage in a company with multiple large shareholders, due to the conspiracy behind those large shareholders. But for foreign shareholders, they are much more likely to supervise and restrict the overconfidence of CEOs. These conclusions enrich the content of capital structure and CEO overconfidence at some extent and show policy implications to further advancing deleverage and achieving a soft landing.

Keywords: CEO overconfidence; capital structure; excess leverage; ownership control