

摘要

传统的公司金融理论都是建立在理性经济人的假设，但随着公司金融的发展，学者们发现了很多现象是无法被传统公司金融理论所解释的。这时候行为金融学横空出世，它将人视作是非理性的，通过分析非理性人的行为、心理特征来解释市场上的种种异象。过度自信就是非理性人的典型特征。过度自信的人总是认为自己处于平均水平之上亦或者对未来的发展过分乐观，因此他们更容易从事那些高风险活动。2010年，中国引入融资融券制度，融资融券机制的推出将卖空机制引入至我国的资本市场，它能实现对我国股票市场的单边市的纠正、提高证券价格的信息含量并为市场提供方向相反的交易活动。此外，融资融券制度发挥一种外部治理机制作用，去弥补公司内部控制制度的缺陷，约束管理者的行为。

本文探讨管理者过度自信对企业债务的影响，然后在此基础上加入融资融券这个因素，说明融资融券制度能否通过其外部治理作用来影响管理者过度自信与企业债务的关系。另外，本文还探讨了在企业产权性质、不同地区市场化程度以及是否经过四大会计师事务所审计这些场景下，融资融券是否还能发挥出其相应作用。本文基于现有理论和文献，通过逻辑分析来提出相关假设和模型，并搜集了2009年至2021年A股上市公司的数据，进行了描述性统计分析、相关性分析、回归分析与稳健性检验，最后得到了如下结论：(1)管理者过度自信引起企业债务融资水平以及短期债务占总债务的比重上升，增加公司陷入财务困境的可能性；(2)融资融券机制能够在管理者过度自信对企业债务融资水平、债务期限结构之间的影响中发挥调节作用，削弱管理者过度自信对企业债务融资水平与债务期限结构的正向促进作用；(3)融资融券制度在民营企业、市场化程度更高的地区、未经四大会计师事务所审计的公司中更能有效发挥外部治理作用，削弱管理者过度自信对企业债务融资水平与债务期限结构的正向促进作用；

本文在现有过度自信理论的基础上创造性地引入融资融券机制，探讨融资融券机制能否规范公司管理层的行为，从而削弱管理者过度自信对企业债务融资水平、债务期限结构的正向促进作用。这可以丰富现有管理者过度自

信理论的内容，为解决“过度自信对企业造成的不利影响”提供思路，还能当前的企业提供一种新的外部治理渠道。

关键词：过度自信、融资融券、企业债务

Abstract

Traditional corporate finance theories are all based on the hypothesis of rational economic man, but with the development of corporate finance, scholars have found that many phenomena can not be explained by traditional corporate finance theories. At this time, behavioral finance came into being, which regarded people as irrational, and explained various anomalies in the market by analyzing the behavior and psychological characteristics of irrational people. Overconfidence is a typical feature of irrational people. Overconfident people always think that they are above average or overly optimistic about future development, so they are more likely to engage in high-risk activities. In 2010, China introduced the margin trading system. The introduction of the margin trading mechanism introduced the short selling mechanism to China's capital market. It can improve the information content of securities prices and provide the market with transactions in the opposite direction. In addition, the margin trading system plays a role as an external governance mechanism to remedy the defects of the company's internal control system and constrain the behavior of managers.

This paper discusses the impact of managers' overconfidence on corporate debt, and then adds the margin trading into the model to explain whether the margin trading system can affect the relationship between managers' overconfidence and corporate debt through its external governance role. In addition, this paper also discusses whether margin trading can play a corresponding role in the context of the enterprise nature, the market degree in different regions, and being audited by the four major accounting firms. Based on the existing theories and literature, this paper proposes relevant assumptions and models, and collects the data of listed companies from 2009 to 2021, conducts descriptive statistical analysis, correlation analysis, regression analysis and robustness test, and finally draws the following conclusions: (1) Managers' Overconfidence leads to an increase in the level of corporate debt and the proportion of short-term debt to total debt, increasing the possibility of companies falling into financial difficulties; (2) The margin trading can play a regulatory role in the relationship between managers' overconfidence, enterprise debt level and debt maturity structure, and weaken the positive role of managers' overconfidence

in promoting enterprise debt financing level and debt maturity structure; (3) The margin trading system can play a more effective external governance role in private enterprises, higher market degree region, and companies that have not been audited by the four major accounting firms, weakening the positive role of managers' overconfidence in promoting the level of corporate debt financing and debt maturity structure;

On the basis of the existing overconfidence theory, this paper creatively puts the margin trading mechanism into the model and discusses whether the margin it can weaken the positive role of managers' overconfidence in promoting the level of corporate debt financing and debt maturity structure, so we can regulate the behavior of corporate managers. This can enrich the content of the existing managers' overconfidence theory and provide ideas for solving the "adverse effects of overconfidence on enterprises".What's more,it also offer a new external governance channel for current enterprises.

Keywords: Overconfidence; Margin trading; corporate debt

目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.3 研究内容与研究大纲	2
1.3.1 研究内容	2
1.3.2 研究大纲	3
1.4 研究方法	4
1.5 潜在创新点	4
第二章 文献综述	6
2.1 过度自信定义、原因及度量	6
2.1.1 过度自信定义	6
2.1.2 过度自信的度量标准	6
2.2 过度自信对企业债务的影响	7
2.2.1 从过度自信对债务融资水平的影响来看	7
2.2.2 从过度自信对债务期限结构的影响来看	10
2.2.3 从过度自信对债务融资成本的影响来看	11
2.3 与融资融券有关的文献	11
2.3.1 融资融券对公司经营活动的影响	12
2.3.2 融资融券对资本市场的影响	13
2.4 文献总结和评价	14
第三章 理论分析与假设提出	15
3.1 理论基础	15
3.1.1 资本结构理论	15
3.1.2 过度自信理论	16
3.1.3 债务期限结构理论	17
3.2 作用机制及假设提出	17
3.2.1 管理者过度自信与企业债务的关系	18

3.2.2 管理者过度自信、融资融券与企业债务	19
3.3 异质性分析与假设提出	20
3.3.1 企业产权、管理者过度自信、融资融券与企业债务	20
3.3.2 市场化程度、管理者过度自信、融资融券与企业债务	21
3.3.3 四大审计、管理者过度自信、融资融券与企业债务	22
第四章 研究设计	24
4.1 样本选择	24
4.2 模型的设定	24
4.3 变量的选择	25
4.3.1 被解释变量	25
4.3.2 解释变量	26
4.3.3 调节变量	27
4.3.4 控制变量	27
第五章 实证分析	29
5.1 描述性统计	29
5.2 相关性分析	30
5.3 回归分析	32
5.3.1 过度自信、融资融券与企业债务	32
5.3.2 异质性分析	35
5.4 稳健性检验	42
5.4.1 更改被解释变量	42
5.4.2 改变样本	48
5.4.3 工具变量法	51
5.4.4 互为因果	52
第六章 结论与建议	53
6.1 结论	53
6.2 建议	54
6.3 论文不足之处	56
参考文献	57

第一章 绪论

1.1 研究背景

从 1993 年底到 2021 年底，中国的宏观杠杆率由 107.8% 上升至 263.8%。分部门来看，截至 2021 年底，中国非金融企业债务、居民债务与政府债务各自占 GDP 的比率分别为 154.8%、62.2% 与 47.2%，可以看到中国非金融企业的债务负担是最重的。如此高的杠杆率不利于我国经济高质量发展，“去杠杆”工作任重而道远。

传统资本结构理论建立在理性人的假设下，但是随着公司金融理论的发展，学者们发现传统资本结构理论并不能解释全部现象。此时行为金融学横空出世，回答了传统金融学无法回答的问题。行为金融学起源于上个世纪 80 年代，它是将心理学融入到金融学之中，通过分析“人”的行为、心理特征来解释市场上的种种异象。行为金融学认为人都是非理性的，过度自信就是非理性人的典型特征，而在上市公司中，管理者拥有大量财富、权力以及追随他们的员工，因此行为金融学认为公司管理者更容易存在过度自信的情况。过度自信的管理者可能会开展不合理的债务融资活动，从而加大公司陷入财务困境的可能性。

2010 年，中国引入融资融券制度，融资融券机制的推出将卖空机制引入至我国的资本市场，它能实现对我国股票市场的单边市的纠正，融资融券制度可以提高证券价格的信息含量和为市场提供方向相反的交易活动。这种制度使得卖空者可以通过做空企业来获利。当卖空者怀疑某家公司存在不正当行为时，他们就有动机不断挖掘与该公司有关的负面消息并向市场公布。一旦卖空者挖掘出负面信息并向市场公布时，风险规避者就会抛售该公司的股票，结果就是市场上的股票供给量大大增加并引起股票价格大幅下跌，此外融资交易的高杠杆交易机制会进一步放大投资者的损失，这可能会导致保证金账户存在爆仓的风险，如果投资者没有办法补交保证金，证券公司就会对投资者的账户强行平仓，结果就是证券价格会进一步下跌，相当于融资机制会进一步放大融券机制的卖空作用对公司股价的影响。公司股价的暴跌会影响公司的利益相关者对公司的看法，导致公司的融资成本上升以及公司业务

的减少，在股价暴跌的威慑作用下，过度自信的管理者必然会规范自身行为，减少从事高风险活动，也就是说融资融券制度实际是在发挥一种外部治理机制作用。最近几年，越来越多的学者开始关注融资融券对公司经营活动的影响，但是目前很少有文献能将“管理者过度自信与公司债务”与“融资融券”相结合，因此本文除了探讨管理者过度自信对企业债务的影响外，还将这二者相结合，探讨融资融券的威慑作用能否抑制过度自信所引起的公司激进融资政策。

1.2 研究意义

从理论意义上说，目前与过度自信相关的文献也有在探讨其对公司经营的影响，但是在如何解决“过度自信对企业造成的不利影响”上并没有形成一个完整的方法论体系，而融资融券制度在引入中国后，意味着投资者可以去做空那些不好的公司，它对公司的经营活动起到震慑作用并规范公司行为。因此，本文除了探讨管理者过度自信对企业债务的影响外，还创造性地引入融资融券机制，探讨融资融券机制能否削弱“过度自信对企业经营造成的不利影响”并规范公司过度自信的管理层的行为。这可以丰富现有管理者过度自信理论的内容，为解决“过度自信对企业造成的不利影响”提供思路。

从现实意义上说，融资融券实际上可以发挥出一种外部治理效应，通过影响股价的方式来对公司的经营活动产生影响。根据本文的实证分析可知，融资融券制度的外部治理作用能够有效遏制管理者过度自信所引起的公司的不合理债务行为，从而起到外部治理作用。考虑到我国融资融券制度的起步时间较晚，目前还有很多地方存在不完善的地方，因此本文的研究结论能够为相关部门进一步完善融资融券制度提供依据。

1.3 研究内容与研究大纲

1.3.1 研究内容

本文将行为金融学的过度自信理论与公司债务有关理论相结合，来说明管理者的过度自信可能会导致公司出现不合理的债务行为，从而增大公司陷入财务困境的可能性。另外，2010年中国引入融资融券制度，其带来的股价下跌的威慑作用可以有效发挥外部治理作用，规范公司行为，因此本文又将

融资融券因素引入到上述的模型中，探讨融资融券制度能否有效发挥外部治理作用来削弱管理者的过度自信可能会导致公司出现不合理的债务行为。

总体来看，本文所要研究的内容包括：(1) 公司管理者的过度自信对公司债务融资水平与债务期限结构的影响；(2) 引入融资融券，探讨融资融券的外部治理作用是否影响过度自信与公司债务融资水平、债务期限结构之间的关系；(3) 此外，本文还专门引入企业产权、不同地区市场化程度以及四大会计师事务所审计这些不同场景，探讨融资融券机制在这些场景存在差异的情况下能否同样有效发挥外部治理作用。

1.3.2 研究大纲

本文总共分为六个章节。

第一章：绪论。首先，论文介绍了研究背景，说明了当前我国杠杆率居高不下的现实情况以及融资融券制度的推出；其次，论文说明了研究该课题的意义；再次，论文说明课题的研究内容以及研究方法；最后论文展示可能的创新点。

第二章：文献综述。在这一部分中，论文梳理并总结了与过度自信、融资融券相关的文献，以了解当前国内外学者在这些方面的研究具体情况，并为后面进行逻辑推理与提出假设奠定基础。

第三章：理论分析及假设提出。首先，论文介绍了资本结构相关理论、债务期限结构理论与过度自信理论；然后本文再结合上面介绍的理论以及现有文献的有关结果来进行机制分析，说明过度自信是通过何种路径影响到企业债务以及融资融券制度又是如何发挥外部治理作用，并提出假设。

第四章：研究设计。首先，论文说明了数据获取来源以及数据处理方式；其次论文说明了解释变量、被解释变量、调节变量以及控制变量的选取原则；最后论文构造了模型，为下一章实证分析奠定基础。

第五章：实证分析。论文主要进行了对数据进行描述性统计、相关性分析、回归分析、稳健性分析。

第六章：结论与建议。首先根据实证结果提出结论，再根据结论提出建议，其次再提出本文的不足之处。

1.4 研究方法

(1) 规范研究法

首先，本文具体梳理了国内外与“过度自信与企业融资政策”和“融资融券制度”有关的文献，了解当前国内外学者在这些方面的研究成果与研究进程并对其归纳总结；其次，本文再将相关理论与现有文献的观点相结合，并通过逻辑分析来提出有关模型与假设。

(2) 实证研究法

首先，本文将时间区间确定为 2009 年至 2021 年，搜集了这一期间内我国 A 股市场上上市公司有关数据以及成为融资融券标的公司信息；其次，本文采用固定效应模型，分析了过度自信与债务融资水平、债务期限结构的关系以及融资融券能否发挥外部治理作用并影响这种关系的；再次，本文分析了在企业产权性质、不同地区市场化程度以及四大会计师事务所审计这些场景下融资融券能否有效发挥其外部治理作用；最后，本文根据实证分析结果得出研究结论并提出研究建议。

1.5 潜在创新点

第一，在过度自信与融资融券这些方面上，当前国内外学者取得了不错的研究进展。在过度自信上，学者们主要研究了过度自信对公司经营活动的影响，少部分学者研究过度自信对资本市场的影响；在融资融券上，学者们主要研究融资融券对资本市场的影响。当前学者普遍认为过度自信对公司经营活动带来负面影响，而融资融券能够发挥出一种外部治理机制作用，但是很少有学者将过度自信对公司经营活动产生的负面影响与融资融券的外部治理作用相结合，来探讨融资融券的外部治理作用能否削弱过度自信对公司经营活动产生的负面影响。因此，本文除了探讨管理者过度自信对企业债务的影响外，还将引入融资融券，探讨其能否影响管理者过度自信引起的公司激进债务政策。

第二，本文还进一步探讨了在企业产权性质存在差异、不同地区市场化程度存在差异以及有无经过四大会计师事务所审计的条件下，融资融券能否对管理者过度自信所引起的激进负债政策起到外部治理作用。

第三，在过度自信的指标上，本文并没有像传统文献那样仅用单一的管理者主动持股数量变动来度量过度自信；本文在此基础上还将每股收益考虑进来，在公司每股收益每况愈下的前提下，如果管理者依然主动增持公司股票，那么这种行为一定程度上可以表明管理者存在过度自信。

第二章 文献综述

2.1 过度自信定义、原因及度量

2.1.1 过度自信定义

自信是人类的一种心理特征，它能够驱使人们的行为，体现为一个人能够态度坚决和做事果断。而过度自信则是一种典型的心理偏差，Roll (1986) 最先解释了过度自信的概念，他用“狂妄自大”一次来描述那些在认知层面存在较大偏差的管理者；而 Heaton (2002) 则使用“乐观”一词来说明那些过分看好自身发展与公司发展的管理者。毛玉 (2014) 表明过度自信可以表现为人们对自己(如自己的实力水平)与外界(潜在的收益与风险)的认知偏差。Griffin (1994) 同样也认为过度自信的管理者存在着严重的认知偏差，他们往往会对自身的水平过分乐观，高估了任何事情成功的概率以及其带来的收益。Healy 等人 (2008) 认为管理者越是过度自信，那么他们看待事物的眼光就会特别狭窄，此时他们更有可能关注那些在他们看来特别有利的东西但忽略了风险相关因素，结果就是过度自信的管理者总是会作出带偏差的决策。从相关文献看出，国内外学者将过度自信看作是人的一种状态，它会导致人们形成各种各样的偏差，进而使人们作出各种各样不合理的行为。

2.1.2 过度自信的度量标准

针对过度自信的度量标准，国内外学者都有不同的观点。

从管理者持股变化来看，Campbell 等人 (2011)、Hirshleifer 等人 (2012)、Malmendier and Tate (2005) 认为当管理者存在过度自信时，他们会看好公司未来的发展前景并相信股票价格还会有一个更大的涨幅，因此过度自信的管理者往往会长期持有期权，也就是说如果在公司实施股权激励的情况下，若管理者持股数量变化不大的话，那就可能存在过度自信；郝颖等人 (2005) 与孙国光等人 (2014) 将管理者在任期内所持有的股票数量的变化程度来衡量管理者的过度自信。如果管理者是过度自信的话，则他就应该会看好本公司的发展并可能购买本公司的股票，因此如果在样本期内公司管理者增加了本公司的股票的持有量，且并非是发放股票股利等因素影响的话，那么就有理由认为管理者是过度自信的；

从盈余预测来看,Huang 和 Kisgen (2013)、Otto (2014)、姜付秀等人 (2009)、余桂明等人 (2006)、王霞等人 (2008) 认为可以通过盈利预测的方式来度量管理者的过度自信,一般来说,管理者越是过度自信,那么公司所作出的盈利预测也会越高,如果公司的盈利预测高于实际盈利数,则在某种程度上说明管理者存在过度自信。

从管理者工资来看,姜付秀等人 (2009)、易靖韬 (2015) 等人还采用了管理者薪酬的相对比例来度量过度自信。

此外,Malmendier 等人 (2008) 与 Hirshleifer 等人 (2012) 则是从广告媒体的角度来衡量管理者的过度自信程度,他们认为如果管理者被报道的次数与管理者的过度自信成正相关关系,因为管理者被媒体披露的次数越多,那么他就可能认为自己受到广泛关注,其自信程度也会大大提升; Ben-David 等人 (2013) 将公司管理者对标普 500 指数的预测、来作为过度自信的度量标准; Cooper 等人 (1988) 将公司目前的表现来作为过度自信的度量标准。余桂明等人 (2006) 选择我国的企业景气指数来度量管理者的过度自信,因为他认为这个指数体现了管理者对当前情况的判断该与对未来情况的预期。

2.2 过度自信对企业债务的影响

2.2.1 从过度自信对债务融资水平的影响来看

学者们认为管理者的过度自信会导致企业形成较高的财务杠杆水平。

站在信息不对称的角度,Myers (1984) 认为管理者相对于投资者来说更熟悉企业的内部环境,投资者很可能会误判企业的真实价值并拒绝购买公司发行的证券,因此在公司需要资金时,管理层通常会更希望采用内源融资,只有在内部资金没办法满足资金需求的时候,他们才会采取外部融资,并且债权融资要优先于股权融资,这就是典型的优序融资理论。Heaton (2002) 又进一步将过度自信因素与优序融资理论相结合,过度自信的管理者往往会认为公司当前的价值远低于其预期水平,即存在公司价值与股价被低估的情况,因而过度自信的管理者不会通过发行股票来获取资金,此外,他还认为公司股价敏感度要远高于债券价格的敏感度。综合这些因素,过度自信的管理者会倾向于选择债务融资来获取资金。所以,当公司的内部资金无法满足相关项目的资金需求时公司会采取债务融资方式。Hackbarth (2004) 还发现过度自

信的管理者往往高估项目收益并低估其风险，即便完全采用债务融资来满足资金需求也不会导致公司陷入风险，因此过度自信的管理者更倾向于承担更多的负债。Fairchild(2006)发现过度自信的管理者会使用更多债务融资，并使公司的资本结构趋于不合理，进而增大公司陷入财务困境的风险。

在实证研究方面，国内外学者均针对管理者过度自信与企业债务融资水平之间的关系开展了研究分析。

江伟(2010)以总经理年龄、任职时间、学历等重要个人因素衡量管理者的过度自信，选取了2003-2006年间上市公司的数据，发现过度自信的管理者会较少使用外部融资，并且公司投资与现金流之间的敏感度也会得到相应提高。魏哲海(2018)同样将管理者的年龄、性别等个人特征来度量其过度自信水平，以1999-2016年间A股上市公司的数据为基础，在经过实证分析后，发现过度自信的管理者确实会更加偏好债务融资而非股权融资，从而使得公司不断改变自身的资本结构，另外他还发现这种情况在不同的行业有非常大的差异，比如在那些更注重盈利性的行业中，由管理者过度自信所导致的公司资本结构改变的现象将会更加明显。余明桂等人(2006)将企业景气指数作为衡量管理者过度自信的指标，通过使用2001-2004年间A股上市公司的数据来开展实证分析，发现过度自信的管理者会有如下行为：存在过度投资的冲动、认为市场低估本公司收益、低估投资项目的风险，结果就是过度自信的管理者会采用激进的债务融资政策。黄莲琴等人(2010)借助2002-2007年期间A股上市公司的相关数据，考察过度自信的管理者会如何选择融资途径，经过研究后他们发现，当公司的自有资金较少并需要外部融资时，过度自信的管理者会使用更多的债务融资，并且净债务融资与资金缺口之间的敏感性增强，这和Myers(1984)的融资优序理论相似。陈收等人(2009)选取了2003-2005年间上市公司相关数据，用管理者对公司盈利水平的预测来衡量过度自信程度，发现越是过度自信的管理者往往会导致公司承担更高的债务水平。李延喜等人(2011)选取了2005-2008年我国A股上市公司的相关数据，研究了董事长的过度自信是如何影响公司的财务决策的，相关实证分析结果表明过度自信的董事长会导致激进的投资并购活动、融资活动以及股利分配活动，但是与绝大多数学者不同的是，他认为管理者的过度自信是不会对公司的资本结构产生影响。丁建勋等人(2014)将2005—2008年间A股管理者持股的上市

公司作为研究样本，用管理者在任期间的持股数量变化来衡量其过度自信水平，探究管理者的过度自信与公司融资政策的关系，相关实证分析结果表明过度自信的管理者会采取更加激进的外部债务融资政策，从而增加公司陷入经营困境的可能性。黄文胜等(2015)将盈余预测偏差用来度量管理层的过度自信水平，把2007-2012这5年里我国制造业上市公司在第三季度中披露的盈余预告作为样本，探讨管理层的过度自信是否会影响上市公司融资决策，他们发现那些存在过度自信的管理者的公司更喜欢使用债务融资来获取资金，这会导致公司承担过高的债务水平。

Landier 和 Thesmar (2005)将法国上市公司作为样本并开展实证分析，发现如果管理者越是过度自信，则管理者会偏好通过借款来获取资金，因为过度自信的管理者普遍认为公司未来发展前景非常好并高估项目的收益，他们相信企业足以清偿相关债务。Malmendier 等人(2007)将上个世纪80年代的美国上市公司的相关数据作为样本观测值，并把管理者持有股票期权作为过度自信的度量指标，如果管理者执行期权，则表明管理者存在过度自信，经过严谨的实证分析后，相关结果表明如果上市公司存在过度自信的管理者，那么公司在进行融资时同样也会遵循“先内源融资，再借债融资，最后才是股权融资”的顺序，这和Heaton(2002)的结论一致，过度自信的管理者不太可能发行股票，因为他们认为股票比债务更被低估，相反他们更愿意使用债务融资。Graham 等人(2013)将在英国上市的公司作为样本，把管理者持有股份数量的变动作为过度自信的度量标准，如果管理者突然增持股票(非送转股)，那么公司管理者便在过度自信的情况，该研究发现过度自信的管理者会更希望通过承担债务的方式获取资金，并致使上市公司偏离其最优负债水平。Silveira (2007) 等人借助南美洲上市公司相关数据来研究管理者的过度自信对公司资本结构的影响，他们将公司管理者区分为外聘的管理者与在公司创立之后就一直存在的管理者，经过严谨的实证分析，学者们发现如果管理者在公司创立之后一直任职下去，那么其过度自信的程度会远远高过那些外聘进来的管理者，此时上市公司的负债水平往往会更高。通过分析上面的文献，可以看到国内外学者普遍认为过度自信的管理者会导致公司更加偏向于债务融资，从而提高公司整体的负债水平，使公司偏离其最优债务水平。

2.2.2 从过度自信对债务期限结构的影响来看

一部分学者认为管理者的过度自信会使公司承担过多的短期债务。

余明桂等人(2006)将总负债中短期债务的比重来衡量债务期限结构,通过使用2001-2004年间A股上市公司的数据来开展实证分析,相关结果表明过度自信的管理者对项目的现金流以及回收期过分乐观,因此他们更愿意选择融资成本较低但风险更高的短期债务来进行融资,并使上市公司的债务期限结构与他们所认为的投资回收期相匹配。刘柏等人(2017)将长期负债与总负债的比值来度量上市公司的债务期限结构,把管理者自愿增持股票(非股份支付计划与送转股)来衡量过度自信,借助2011-2015年我国A股上市公司相关数据开展实证分析,探究管理者的过度自信是如何影响企业的债务期限结构,研究表明过度自信的管理者更加倾向于短期债务融资,并且流动性风险还发挥了正向调节作用,进一步加强了过度自信的管理者对短期债务的偏好。Hackbarth(2004)同样也发现过度自信的管理者不仅会频繁承担新的债务,而且会偏好选择短期债务融资,结果导致上市公司承担了过高的短期债务,增大公司陷入财务困境的可能性。闫永海等人(2010)将管理者持股数量的变动来作为过度自信的衡量指标,通过使用2006-2008年间上市公司的数据来进行实证分析,结果表明管理者的过度自信对企业债务期结构起到正向促进作用,即管理者越过度自信,企业承担的短期债务越多。孟军等人(2015)将盈余预测偏差作为管理层过度自信的度量指标,通过对2007-2012年我国上市公司的数据进行实证分析来探讨管理层过度自信对债务融资以及债务期限结构的影响,实证结果表明过度自信的管理者更可能导致公司选择短期债务融资。陈夙等人(2014)以2008-2012年沪深证券交易所上市公司为样本,把年度盈利预测作为过度自信的度量指标,将债务期限结构定义为短期负债占负债总数的百分比,实证结果表明管理者过度自信对企业投融资风险的负债结构呈现出正向促进作用,因为管理者越是过度自信,则他们对企业经营较为满意,从而敢于促使企业进行更多的短期债务融资。Landier等人(2005)将欧洲的上市公司作为观测样本,探究管理者的过度自信是否会对债务期限结构产生影响,研究结果表明,若管理者越自信,则管理者就更有可能看好上市公司未来发展前景,于是公司会增加短期债务的持有量,即便短期债务的风险比长期债务的风险大。过度自信的管理者所在企业的短期负债比例较高;他们认为过

度自信的管理者通常相信好的情况更可能发生，所以他们更倾向于选择风险大的短期负债。

还有一部分学者认为管理者的过度自信会使公司承担过多的长期债务。

Ben-David 等(2007)将管理者的相对薪酬水平作为过度自信的度量标准，探究管理者过度自信对上市公司融资活动的影响，相关实证结果表明过度自信的管理者会更加偏好通过长期债务进行融资，因为公司投资的绝大多数项目都是长期的，而过度自信的管理者往往会认为这些长期项目未来会有很高的收益，因此管理者们会更愿意进行长期债务融资，这样就可以用项目的未来收益来偿还高额的长期债务本金了。黄莲琴与陈文静(2010)将年度行业景气指数衡量管理者的过度自信，采用长期负债与总负债的比值来度量债务期限结构，以2002-2008年我国上市公司为样本对象，相关实证分析结果表明过度自信的管理者都倾向于使用长期债务，并且在国有企业中这种现象会更加明显；他们认为长期负债在偿还方面具备滞后性以及它能带来较高的流动性，因此过度自信的管理者更愿意承担长期债务。孙岩(201)等人以盈余预测偏差作为管理者过度自信的度量指标，将长期负债占总资产的比重作为长期负债融资的测量指标，并把投资者情绪融入到模型中；经过实证分析后，相关结果表明管理者越过度自信，公司更加喜欢利用长期负债进行融资，同时当投资者情绪高涨时，过度自信所带来的这种效果就会更加强烈。

可以看到，国内外学者在管理者过度自信对债务期限结构的影响上并没有形成统一的意见。

2.2.3 从过度自信对债务融资成本的影响来看

目前国内外学者针对这一部分的研究还不够深入，文献数量不够多。刘柏和王一博(2017)认为过度自信的管理者过分相信自己化解财务困境的能力，因此即便承担过多的短期债务会使企业面临较高的流动性风险，但是过度自信的管理者为了使企业价值最大化，还是会依然选择短期债务来最小化融资成本，从而降低债务融资成本。

2.3 与融资融券有关的文献

目前与融资融券相关的研究也是主要集中在两个方面：一是对公司经营活

2.3.1 融资融券对公司经营活动的影响

总体来说，融资融券对公司经营活动的影响主要体现在它能够发挥出一种外部治理作用，从而弥补公司内部治理不足的缺陷，达到规范公司行为的目的。

从投资活动来看，刘艳霞等人(2019)在引入融资融券制度后，处理组中的融资融券标的企业通过降低过度投资与投资不足而提升了投资效率；融资融券削弱管理者自信对投资效率的负向影响，上述结果表明实施融资融券制度具有显著的公司外部治理效应。王仲兵等人(2018)认为中国引入融资融券制度后，公司的投资效率总体上有所提高。因为过多的非效率投资容易使企业股票被卖空，从而损害公司大股东的利益，这会倒逼大股东增强对公司管理层的监管，抑制其非效率投资。陈胜蓝等人(2017)也持有相同的观点，他发现中国在引入融资融券制度后，并购活动的短期绩效和长期绩效均有所改善，而其中的作用机制是高管权益薪酬，因为卖空机制可能会使得那些实施质量较差的并购的公司的股票价格下降，从而降低高管的权益薪酬，进而促使公司实施更高质量的并购，提高并购绩效。

从盈余管理来看，Massimo Massa 等人(2015)发现潜在的卖空能对盈余管理有显著的影响。由于管理者通常会有股权合约作为激励，卖空会可以促使信息融入股价，进而影响管理者盈余管理的动机，因此卖空机制使市场更有可能发现潜在的盈余管理。张璇等人(2016)也认为中国引入融资融券制度后能够显著降低上市公司财务重述的概率，即降低管理者盈余管理的动机，且这种情况在欠发达地区和内部治理水平更差的地方中作用更明显。

从创新活动来看，权小锋等人(2017)发现融资融券制度促使企业增加创新产出，从而能够显著提高企业的创新水平。郝项超等人(2018)分别从融资和融券的角度进行检验，发现融券机制可以提升公司的创新数量与质量，但融资机制降低了公司的创新数量与质量；但由于融资规模远大于融券规模，因此融资机制的发挥的消极作用覆盖了融券发挥的积极作用，这就使得引入融资融券制度后公司的整体创新数量与质量是下降的。

从融资活动来看，黄俊威等人(2019)认为融资融券制度能给使公司承担“卖空压力”，从而使公司加快调整资本结构的速度，即当公司的实际资本结构偏离目标资本结构时，在卖空压力下公司会立刻通过调整融资决策来提

高或降低资本结构，直至实际资本结构符合目标资本结构。彭章等人(2021)认为融资融券可以通过财务风险渠道、投资水平渠道、内源融资渠道以及债务成本渠道来使公司杠杆率下降。

此外，还有其它学者探讨了融资融券制度对上市公司内幕交易的影响，如张俊瑞等人(2016)、苏冬蔚等人(2019)。

2.3.2 融资融券对资本市场的影响

总体来说可以把学者的研究主要分为融资融券对资产价格波动、资产定价效率的影响。

从资产价格波动的角度来看，俞红海等人(2018)认为融资交易活跃的股票其未来崩盘风险更大，而融券交易活跃的股票，其未来崩盘风险较低，但由于融资交易的规模要大于融券交易的规模，因此这很可能会将股票价格推至偏离其内在价值，加大了股票的未来价格暴跌的风险。Hong 和 Stein(2003)建立了一个将市场崩盘与卖空约束联系起来的异质代理模型，在该模型中，如果投资者不能够卖空，负面信息因平时得不到反映从而逐渐累积，当市场开始大跌时，这些负面信息将集中释放，而这会进一步恶化市场情况最终导致崩盘。而陈海强等人(2015)等人认为，融资融券推出后能够降低标的股票的波动率，他认为融券机制加大了股票价格的波动性，而融资机制反而能够降低股票价格的波动性。由于中国的融资交易与融券交易存在严重不对称性，因此融资机制带来的影响能够覆盖融券机制带来的影响。

从资产定价效率来看，李志生等人(2015)发现成为融资融券标的当股票的定价效率确实提高了，并且卖空交易与定价效率是成正相关关系，融券交易量越大，标的股票的定价效率就越高。李科等人(2014)发现卖空限制会导致股票被严重高估，而引入融资融券制度后，卖空可以矫正过高的股价，提高股价的信息含量和定价效率。但是也有一部分学者认为融资融券降低了资产定价效率，Jan-Oliver Strych(2022)将融资融券引入至比特币交易中，发现从整体来看融资融券制度会导致市场价格的定价效率降低。但相对于融资机制，卖空机制与市场效率呈正相关，这说明了是融资机制导致了低的定价效率。许红伟等人(2012)认为融资融券并不能有效提高资产的定价效率，标的股票价格对信息反应速度变化并不明显。

可以看到，无论是资产价格波动幅度，还是资产定价效率，国内外学在这探讨融资融券对这两方面的影响时，都没有形成一致的意见。

2.4 文献总结和评价

第一，本文梳理了关于“过度自信与企业债务水平之间的关系”的文献。现有国内外学者认为，在优序融资理论与资本结构相关理论的基础上，过度自信的投资者会导致公司承担过多的债务；在债务期限结构上面，国内外绝大多数学者认为管理者的过度自信会使公司承担过多的短期债务；而在债务融资成本方面，学者们普遍缺乏这方面的研究。但总的来说，学者们普遍认为管理者的过度自信会使公司承担更高的财务杠杆并且持有更多的短期债务，增大公司陷入财务困境的风险。第二，当前学者对融资融券的研究包括“融资融券对公司经营活动和对资本市场的影响”。对于“融资融券对公司经营活动的影响”，当前国内外学者探讨了融资融券对公司投融资活动、并购活动、盈余管理等等的影响，并且当前学者普遍认为融资融券能够发挥一种威慑作用并相应约束公司的行为。对于“融资融券对资本市场的影响”，当前学者主要探讨了融资融券对资产价格波动、资产定价效率的影响，但是当前学者在“融资融券对资本市场的影响”上存在较大的分歧，无法形成统一的意见，一部分认为融资融券可以稳定资产价格和提高资产的定价效率，而另一部分却认为融资融券反而加剧了资产价格波动和降低了资产的定价效率。

现有的过度自信理论在如何解决或缓解“管理者过度自信对企业造成的不利影响”的问题上并没有形成一个完整的方法论体系；而融资融券制度意味着投资者可以去做空不好的公司，它能对公司的经营活动起到震慑作用并规范公司行为，因此融资融券制度实际上就是为解决或缓解当前由管理者的过度自信给企业带来的问题提供了一条可能的解决措施。本文在现有过度自信理论的基础上探讨管理者过度自信对企业债务的影响，另外还引入融资融券机制，探讨融资融券的外部治理作用能否影响管理者过度自信与企业债务之间的关系。此外，现有文献较少涉及探讨在不同的场景下融资融券制度是否也能发挥出外部治理作用。因此，本文还进一步讨论在企业产权性质、四大审计和地区的市场化程度这些场景下，融资融券制度是否也能发挥外部治理作用。

第三章 理论分析与假设提出

3.1 理论基础

3.1.1 资本结构理论

(1) 资本结构权衡理论

传统的 MM 定理是由美国 Modigliani 和 Miller 教授提出的，他们将 MM 定理分拆成 2 个部分，其中 MM 定理 1 强调的是在不考虑所得税并且其他情况都是完美的情况下，资本结构不会对公司的价值产生任何影响，MM 定理 2 则是在无税 MM 定理的基础上考虑了所得税的影响，发现负债利息可以用来抵税，企业价值会随着负债水平的增加而增加，并且是企业价值最大化的资本结构应该是持有 100% 的负债。

传统 MM 定理是建立在一个完美市场的之上，这个市场上不存在着交易成本、破产成本等成本，但是实际上在现实世界中，这些成本都是存在的。因此，权衡理论是在传统 MM 理论的基础上迈出一步，将企业破产成本因素纳入进来，考虑在有破产成本与负债抵税效应的条件下企业如何设置最佳资本结构。

具体来说，当企业的负债水平由最初的很低水平开始逐渐上升的，负债的税盾效应逐渐发挥作用，此时负债水平还处于相对较低的水平，企业的破产成本比较低，于是企业的负债税盾价值的增加额就大于企业破产成本的增加额，企业价值逐渐上升；但是，当企业负债水平上涨至某一水平时，即在这一水平上企业负债税盾效应的增加额与企业破产成本的增加额相等，企业价值达到最大；当企业的负债水平超过这一个临界水平时，企业负债税盾效应的增加额小于企业破产成本的增加额，结果就是企业价值随负债水平的上升而下降。这就是资本结构的权衡理论，它强调公司应该要在负债带来的收益与成本之间进行权衡，选择一个使公司价值最大化的资本结构。

(2) 资本结构信号传递理论

信号传递理论是建立在信息不对称的基础之上。斯宾塞 (Spence) 放宽了传统 MM 定理中的信息完全自由流通的假设，创新型地提出信号模型，罗斯 (Ross) 随后对信号模型进一步发展，形成了资本结构信号传递理论。罗斯认

为市场上存在严重的信息不对称问题，管理层掌握了大量公司内部信息，而市场上的投资者由于无法获取企业内部消息，因此只能通过管理层对外公布的消息来推测公司的发展情况。通常投资者都会把负债高低作为评价企业发展质量的标准，对于负债水平越高的企业，投资者往往会认为企业会因此从中获取税盾抵税好处或企业未来会有足够的现金流才会承担如此高的负债，所以投资者会看好负债水平高的企业。于是，管理层就会通过不断调整公司的负债水平来向外界传达公司的未来发展情况，如果管理层想要向外界传达公司发展良好的信号，那么公司就会不断去提高负债水平。

(3) 优序融资理论

梅耶斯(Myers)和迈基里夫(Majluf)进一步放宽了传统MM定理的假设，将信息不对称性与交易成本引入模型中，提出了优序融资理论。优序融资理论强调的是企业在进行融资时，优先使用内源融资；当内部资金无法满足企业资金需求时，才进行外源融资，并且在在外源融资中优先考虑债务融资，其次才是股权融资。

由于存在交易成本，因此公司在融资时会优先使用内部融资，但是毕竟公司的内部资金有限，故公司有时候不得不要通过外部渠道来获取资金。当公司采用股权融资来为项目融资时，由于信息的不对称性，市场投资者往往会认为公司股票价格被高估了，无论管理层如何解释，投资者也不愿意为购买公司的股票。于是，在进行外源融资时，企业不会考虑股权融资，而是优先进行债务融资，当且企业无法承担债务融资所带来的破产成本时，才会进行股权融资。

3.1.2 过度自信理论

像MM理论这样的传统金融学理论都是建立在理性经济人的基础上，但是随着传统金融学的发展，人们逐渐发现市场上存在一些异象是没有办法用传统金融学解释的。于是，行为金融学诞生了，它突破传统金融学界限，把金融学和心理学相结合，从投资者主观心理特征出发，解释现有金融学的各种异象，而过度自信理论是行为金融学的重要研究成果。

人们之所以形成过度自信心理，主要是如下几个因素：首先，过度自信的人可能自身就比较优秀，他们有能力、经验以及成功的履历，这些东西都会反过来对行为者产生影响，给他们带来一种自信的心理优势，让他们对自

已解决问题以及迎接挑战的能力充满自信；其次，自我归因偏差也会引起过度自信，如果人们成功完成了某件事，他们会把这种成果与自己的能力相联系；相反，如果人们得到了一个不好的结果，他们会把这完全归咎于外部的客观环境；最后，人们可能会过分乐观，比如对于一些发生概率很低的事情，过度自信的人往往会高估其发生的可能性；而对于那些发生概率比较高的事情，过度自信的人往往认为它一定会发生。

3.1.3 债务期限结构理论

债务期限结构理论可以从代理成本与信号传递这两方面来考虑。

从代理成本来看，由于企业普遍存在债务，因此债务代理问题必然会发生。短期债务与长期债务相比，它最大的特点是期限短、利率低和风险高。短期债务虽然有着较低的资本成本，但是由于它期限短，企业在这么短的周期内未必能产生足够多的资金，那么就很有可能在债务到期后企业无法偿还债务，那么企业就会陷入财务困境，因此从这个角度来看，公司承担短期债务的风险相比于长期债务而言更大。于是，当公司拥有更多短期负债时，那么管理层进行高风险投资的可能性就会下降，从而缓解债务代理问题，降低代理成本。

从信号传递来看，由于存在严重的信息不对称性，市场上的投资者对公司具体情况的了解程度有限，因此他们认为公司发行的证券定下的价格未必都能够反映其内在价值。对于公司债务而言，长期债务定价的错误程度要大于短期债务，因此价值被低估(高质量)的企业就更加倾向于发行短期债务，而价值被高估(低质量)的企业更加倾向于发行长期债务。另外，正如资本结构信号传递理论所言，企业的负债水平实际上就是在向市场传递出企业质量的相关信号。因此高质量的公司更愿意发行短期负债向市场传递出企业未来拥有良好发展前景的信号。

3.2 作用机制及假设提出

过度自信是一种典型的心理偏差，在人们的决策过程中发挥着重要作用，过度自信理论认为，公司管理者对当前状况过分乐观和过分相信自己的能力，认为自己的能力总是要优于别人。Malmendier 等人(2008)认为过度自信的管理者更加倾向进行具有挑战性和风险的投资，他们认为自己有能力强执行困难

的任务，而不是简单的任务。那这会不会导致管理者增强对风险的偏好从而增大整个公司所承担的风险呢？

3.2.1 管理者过度自信与企业债务的关系

过度自信的管理层是否会促使公司不断扩大债务融资金额呢？具体可以从如下三个方面进行分析。一是从优序融资理论来讲，企业在进行项目投资时往往需要大量资金，过度自信的管理者对高估了公司的盈利能力，因此他们会优先进行内部融资；但是仅靠内部融资肯定是没有办法完全满足大量投资项目对资金的需求，并且过度自信的管理者认为市场低估了公司股票的价值，故他们必然会优先使用债务融资，结果就是公司的债务融资水平上升。二是从资本结构权衡理论来讲，过度自信的管理者可能会高估了公司承担负债的能力，因此他认为公司最有债务持有量应该要在更高的水平，结果就是管理者会减少权益融资额和增大债务融资额，将债务融资水平维持在过度自信的管理者所设定的目标上。三是从资本结构信号传递理论来讲，它强调由于信息的不对称性，市场上的投资者只能根据公司管理层对外公布的消息来判断公司未来的发展前景。因此，对于负债水平越高的企业，投资者往往会认为企业未来会发展得比较好。对于过度自信的管理者来说，由于其过度乐观的心理倾向，他会对企业未来的发展前景特别看好，为了向市场传递企业发展前景的信号，过度自信的管理者会不断的增加公司的债务融资水平。

因此，本文再次提出第一个假设：

H1：管理者的过度自信对公司债务融资水平起到正向促进作用。

另外，结合上述的分析，在进行债务融资时过度自信的管理者会偏好什么期限的债务呢？一是从债务期限结构的信号传递理论来讲，由于信息存在不对称问题，市场投资者只能根据公司的债务期限来判断公司的质量水平高低。由于长期债务要比短期债务更有可能出现错误定价的情况，故价值被低估(高质量)的企业就更加倾向于发行短期债务，而价值被高估(低质量)的企业更加倾向于发行长期债务。过度自信的管理者往往会过分看好本公司的发展前景和质量，于是他们为了向市场传递本公司未来发展前景的信号，会大量举借短期债务。二是从长短期债务的特征来讲，短期债务虽利率低，但期限很短，企业偿债压力大，如果在短期债务到期时无法偿还债务，那企业就会陷入财务困境；另外，企业如果采用短期债务进行再融资的话，可能会面

临潜在的利率风险，因为不断通过短期债务去更新负债，公司无法保证下一次的借款利息是多少。(Ronghong Huang 等人, 2016)认为对过度自信的管理者来讲，他们会认为企业最终肯定能够偿还这些债务并且能以很低的成本获得债务融资，因此这可能会使得他们更倾向于使用短期债务进行融资。三是从期限错配的角度来说，公司通常要使其资产期限结构与债务期限结构相匹配，否则就会存在陷入财务困境的可能性；对过度自信的管理者来讲，他们对公司的经营项目特别乐观并会高估公司的现金流水平，他们认为即便公司资产负债期限不匹配，也不影响债务的偿还，因此他们往往不会遵循资产负债期限匹配原则，并借入过多的短期债务。

因此，经过上述分析，本文提出第二个假设：

H2：管理者的过度自信会促使公司更加偏好短期债务融资。

3.2.2 管理者过度自信、融资融券与企业债务

正如上面分析那样，过度自信的管理层可能会导致公司形成过高的债务融资水平和承担过多的短期债务，并进而提高公司陷入财务困境的可能性。中国引入融资融券机制后，其外部治理作用能够约束公司的行为，其作用机制如下：

首先，融资融券机制可以降低信息的不对称性。Chen, Harford 和 Lin (2015)将证券分析师与卖空者进行了比较，他们发现这两类人都是通过审查上市公司公布的消息与分析他们的具体行为来降低信息的不对称性，进而缓解潜在的委托代理成本。然而与证券分析师不同的是，卖空者面临着一个非常大的风险敞口，一旦他们失败就有可能血本无归，这就使得卖空者要比证券分析师有更大的动机进行深入调查公司的行为，挖掘上市公司的负面新闻。Chen 和 Wu (2021)同样认为卖空者是资本市场上经验最为丰富的投资者。卖空者对上市公司的负面信息特别感兴趣，这些信息可能包括公司管理者管理不当的消息，或是存在非正常的业务活动的信息，并且值得一提的是，他们并不想知道公司管理层的做出某种行为的真实意图是什么，也就是说只要这个公司有不当行为，卖空者就会将这些信息挖掘出来并公示于众，相应的这些信息可能就会对上市公司的价值产生一定的影响。因此，卖空者在信息挖掘这方面起到重要作用。

其次，融资融券机制能够产生威慑作用。一方面当精明的卖空者发现了公司的异常行为时，他便会为了能够从卖空中获利而去积极挖掘公司的负面信息并将其公布于市场，此时风险规避者就会抛售该公司的股票，结果就是市场上的股票供给量大大增加并引起股票价格大幅下跌；另一方面，褚剑(2016)与 Bhagwan Chowdhry 等人(1998)认为融资融券制度中的融资机制的杠杆效应与去杠杆效应实际上是加大了股价崩盘的风险，因为融资交易的高杠杆交易机制会进一步放大投资者的损失，这也意味着股价的下跌可能会导致那些通过融资机制购入公司股票的投资者的保证金账户存在爆仓的风险，如果投资者们没有办法补交保证金，证券公司就会对其账户强行平仓，结果就是证券价格会进一步下跌，也就是说融资机制会进一步放大融券机制的卖空作用对公司股价的影响。另外顾乃康等人(2017)认为公司股价的暴跌会影响公司的利益相关者对公司的看法，导致公司的融资成本上升以及公司业务的减少，管理者为避免这种情况发生，必然会规范自身的行为，减少从事高风险活动。

基于上述两点原因，可以得知融资融券对规范公司行为有重要影响。如果过度自信的管理层不断增加公司的债务融资水平以及承担过多的短期债务，并因此导致公司财务风险不断上升，那么上述的融资融券机制就会开始发挥作用，引起公司股价暴跌。因此，过度自信的管理层必然会规范自身的行为，减少从事那些可能会导致公司陷入财务困境的行为，以此来避免公司受到的不利影响。因此，本文在这里提出第三个假设：

H3: 在引入融资融券制度后，管理层的过度自信对公司债务融资水平的正向促进作用会遭到削弱，并且公司承担过多短期债务的现象也会减少。

3.3 异质性分析及假设提出

3.3.1 企业产权、管理者过度自信、融资融券与企业债务

我国的企业按照产权性质的差异可以分为国有企业和非国有企业，其中非国有企业主要是指民营企业。那么我国引入的融资融券制度后，融资融券在国有企业与民营企业中能发挥出相同的外部治理作用吗？

首先从根本上说，尽管国有企业与民营企业都是市场竞争的主体，但是二者追求的目的是不一样的。国有企业除了追求经济利益，还要承担政治责

任与社会责任，因为国有企业是中国政党的执政物质基础，在关键时期国有企业的经济利益必须要服从政治责任，甚至为了政治责任可以牺牲经济利益；对于民营企业来讲，它主要追求的是经济上的利益，将盈利和发展作为根本目的，而社会责任仅需在必要的时候承担一下即可。因此，这就决定了国有企业与民营企业在企业生产经营决策上的差异。

其次，国有企业与政府之间维持着紧密的关系，这意味着存在两种情况，一是国有企业总是可以享受到政府的相关优惠政策以及获取某些重要的资源，并且即便与国有企业有关的负面消息被公布后，国有企业所享受到的政府给予的恩惠也不会受到影响；二是在相关不利消息公布后国有企业背后有国家和地方政府来撑腰(比如有关部门可能会以自己的声誉来为国有企业担保)，从而很可能导致国有企业的管理者低估负面信息公布后所造成的影响，并无意去更正自身从事的高风险行为。而民营企业根本就不拥有国有企业所具备上述的天然优势，故一旦民营企业的负面信息被公布后，其受到的冲击可能会更大，其管理者更可能减少从事高风险活动。

综合考虑上述因素，与国有企业相比，由于民营企业缺乏持续不断的政府政策支持以及政府在背后的撑腰，故当卖空者挖掘企业的不利消息并公布后，融资融券制度带来的威慑作用在民营企业中更能得以有效发挥。因此本文在此提出第四个假设：

H4:与国有企业相比，引入融资融券后，民营企业中管理者过度自信对企业债务融资水平的正向促进作用更能得到削弱，并且其承担过多短期债务的现象大大减少。

3.3.2 市场化程度、管理者过度自信、融资融券与企业债务

市场化程度是指在我国从计划经济制度转变为市场经济制度后用来反映市场在资源配置所发挥作用的程度。我国自改革开放后就逐步推进市场化改革和加快推进市场化进程，并且取得了令世界瞩目的成就。但是我们不能忽视的是我国不同地区的市场化程度差异是非常大的，樊纲等人(2003)通过将“政市关系”“非国有经济的发展”“产品市场的发育程度”“要素市场的发育程度”“市场中介组织发育和法律制度环境”这五大指标具体量化，构造了中国不同地区的市场化指数，他发现市场化程度最高的地方都集中在我国的东部沿海城市，并且市场化程度由东往西是逐渐递减的。

从投资者角度来说，陈晖丽等人(2014)认为与市场化程度低的地区相比，在市场化程度越高的地区中会有如下三种情况：第一，更多的金融机构向投资者传授有关融资融券业务的知识，从而使投资者对融资融券制度有一个更加清晰的理解；第二，投资者会有更加雄厚的物质基础，因此他们会有更加强的抵抗风险能力；第三，这些地区会有更多能够开展融资融券业务的券商，这也就意味着投资者在那些市场化程度高的地区更容易通过融资融券进行证券交易。故综合来看市场化程度高的地区的融资融券交易是更加活跃的。

从股价所反映的信息来看，方军雄等人(2006)认为与市场化程度低的地区相比，在市场化程度越高的地区中股价会更加真实和敏感，并能迅速反映当时市场的情况。这就意味着，一旦卖空者为了做空某家企业而不断挖掘该企业的负面信息并将其公示于众时，该企业的股票价格能够立刻反映这些信息并下跌，融券机制叠加融资机制对股价下跌放大作用会促使过度自信的管理者纠正其高风险行为。

因此，本文在此提出第五个假设：

H5：与市场化程度低的地区相比，引入融资融券后，市场化程度越高的地区的企业中管理者过度自信对企业债务融资水平的正向促进作用更能得到削弱，并且其承担过多短期债务的现象大大减少

3.3.3 四大审计、管理者过度自信、融资融券与企业债务

审计机构作为第三方机构，能够降低上市公司与投资者之间的信息不对称性。四大会计师事务所是世界上顶尖的第三方审计机构，它们拥有高素质的审计团队并配套科学完备的审计方法与流程，其出具的审计报告也更加客观公正。

在这种情况下，与其他审计机构相比，四大会计师事务所能更加有效降低信息不对称，投资者们也能更加清楚了解到经过四大审计后的上市公司状况，即便上市公司的管理者存在过度自信的情况，他们也不太可能做出那些会增大公司承担风险的事情，此时融资融券制度发挥的作用可能会失效。而对于那些未经四大审计的上市公司，相关信息不对称性问题依然存在，因此过度自信的管理者依然有可能会使公司承担更高的风险，此时投资者们可以借助融资融券制度来使上市公司股价下跌，从而约束过度自信的管理者的行为。

于是，本文在此提出第六个假设：

H6:与经四大审计的公司相比,引入融资融券后,未经四大审计的公司中管理者过度自信对企业债务融资水平的正向促进作用更能得到削弱,并且其承担过多短期债务的现象大大减少

第四章 研究设计

4.1 样本选择

本文选取了 2009 年至 2021 年中国 A 股上市公司的有关数据作为研究样本。具体来说，在选择样本时，本文进行了如下处理：

(1) 剔除金融行业的上市公司，因为金融行业公司的财务报表与非金融行业公司的财务报表有较大的差异；

(2) 剔除带有 ST、*ST 标志的上市公司，因为这类公司通常是在财务方面或者其他方面出现异常状况，为避免对实证分析的干扰，本文决定剔除掉这类上市公司；

(3) 为了避免连续型变量中出现的极个别异常值对实证分析的干扰，本文采用 winsorize 对所有连续变量在上下 1% 进行处理；

(4) 剔除数据有残缺的样本；

4.2 模型的设定

为了说明管理者的过度自信对公司债务融资水平与债务期限结构之间的关系，本文提出了模型 (1) 与模型 (2) 验证假设 H1 与 H2：

$$DR_{it} = \alpha + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 Profit_{it} + \beta_3 TQ_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Tang_{it} + \beta_6 Dep_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Rs_{it} + \beta_{10} Rb_{it} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$MAT_{it} = \alpha + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 Profit_{it} + \beta_3 TQ_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Tang_{it} + \beta_6 Dep_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Rs_{it} + \beta_{10} Rb_{it} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

为了说明融资融券制度能否影响管理者的过度自信与公司债务融资水平之间的关系，本文提出了模型 (3) 与模型 (4) 验证假设 H3：

$$DR_{it} = \alpha + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 Treat_{it} + \beta_3 Treat_{it} * OC_{it} + \beta_4 Profit_{it} + \beta_5 TQ_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Tang_{it} + \beta_8 Dep_{it} + \beta_9 Cash_{it} + \beta_{10} Tax_{it} + \beta_{11} Rs_{it} + \beta_{12} Rb_{it} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$MAT_{it} = \alpha + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 Treat_{it} + \beta_3 Treat_{it} * OC_{it} + \beta_4 Profit_{it} + \beta_5 TQ_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Tang_{it} + \beta_8 Dep_{it} + \beta_9 Cash_{it} + \beta_{10} Tax_{it} + \beta_{11} Rs_{it} + \beta_{12} Rb_{it} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

另外，为验证假设 H4、H5 与 H6，本文会按照产权性质差异、不同地区市场化程度差异以及有无经过四大审计进行分组回归。

4.3 变量的选择

4.3.1 被解释变量

(1) 债务融资水平

J. Graham and Harvey (2002) 发现很多上市公司的管理者在做出债务融资决策时都关注账面价值下的资本结构而非市值下的资本结构。另外, Welch (2004) 也认为以市值衡量的资本结构的变化有很大一部分源于市场价值的变化, 而非管理者决定采取一些债务融资措施导致。因此, 本文在衡量上市公司的债务融资水平时同样也使用财务报表账面价值。

为探究管理者过度自信对上市公司债务融资水平的影响, 本文将上市公司的财务报表中的资产负债率(总负债/总资产)来衡量上市公司债务融资水平水平。

但要注意到负债的构成也时相当复杂的, 黄莲琴和屈耀辉(2010)将公司的负债划分为性质完全不同的两种负债: 经营负债与金融负债。其中经营负债是指公司在日常生产经营活动中形成的负债(如采购原材料时形成的应付账款), 具体可以包括应付账款、应付票据等科目; 而金融负债是指公司从外面借钱所形成的负债, 具体包括短期/长期银行借款和发行债券形成的科目。经营负债与金融负债最大的区别是: 金融负债是公司从银行或资本市场上获得真金白银所形成的负债, 能真正反映公司的融资政策; 经营负债是由于公司与其上下游公司之间或者公司与员工之间的债权债务关系形成的负债, 它并不能反映公司的融资政策。因此, 在稳健性检验上, 本文以“金融负债/总资产”来代替“资产负债率”来反映上市公司的债务融资水平, 再来分析上市公司管理者的过度自信对债务融资水平的影响。

(2) 债务期限结构

债务期限结构是不同到期期限的债务组合。根据肖作平等(2011)的观点, 目前主要采用资产负债表法与增量法, 前者主要是将长期债务或短期债务占总债务的比重作为债务期限结构的度量标准, 后者主要是将债务发行期限作为债务期限结构的度量标准。但是为了数据获取的便利性, 本文决定采用资产负债表法来进行度量, 即将短期债务占总债务的比重来衡量上市公司的债务期限结构。

另外本文还将短期借款占公司总借款的比重作为债务期限结构的替代变量，以便进行稳健性检验。

4.3.2 解释变量

学术界普遍将过度自信描述成人们的认知偏差，主要表现为低估风险、优于平均以及幻觉控制。表 5.1 是国内外学者对过度自信的度量：

表 5.1 过度自信各种度量指标

类别	度量方法	特点
工资	相对工资水平越高，管理者越过度自信	受多因素的影响，不仅仅是过度自信，存在内生性问题
个人特征	学历、性别、年龄等因素	无法明确个人特征与过度自信之间的关系，且个人特征披露不够完善
宏观指标	如企业景气指数	管理者对企业以及行业的发展判断不清，无法反映管理者的过度自信水平
投资/并购行为	根据有关投资/并购金融或者次数进行判断	样本数量有限
盈余预测	将预测数与实际数进行比较来作出判断	业绩预告披露不按时且存在遗漏的情况
期权	看管理者有无行权进行判断	在国外常见，国内运用较少
持股情况	根据持股数量的变动来做出判断	同样也是受多因素影响，如内幕交易、向市场发送信号等

新《公司法》和《证券法》对上市公司的董监高每年转让股份数量以及交易窗口期进行了严格规定，并且禁止这些股份在信息敏感期进行交易。另外，管理者也可以购买其他公司的股票而非增持本公司的股票，若管理者增持了本公司的股份，可以在一定程度上反映他们存在过度自信的情况，因为过度自信的人往往高估了公司的经营水平，并希望通过持有更多的股票从中获取收益。因此，通过分析各种过度自信度量指标以及结合我国资本市场的实际情况，本文将管理者主动增持股份(非股份支付计划以及送转股)作为管理者过度自信水平衡量指标，另外为了进一步说明管理者主动增持股份是其过度自信的主要体现，本文又借鉴了李延喜等人(2011)的做法，引入每股收

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/428105034102006030>