

# 行为公司金融研究 新进展: 管理者过度自信的视角

李云鹤 李湛\*

**摘要:** 本文从管理者过度自信的视角归纳了行为公司金融学研究新进展及前沿趋势。目前相关研究主要体现在管理者过度自信存在性的验证、度量标准的甄选以及管理者过度自信对公司金融活动各主要环节决策过程影响的考察方面,但对这些问题研究的深度与广度均需要进一步加强。管理者过度自信行为与理性框架部分理论对公司金融行为影响的预测相一致,如何对它们进行区分;过度自信行为究竟是源于天生还是环境;公司治理机制本身可能是管理者过度自信的诱发因素等等,对这些问题进一步的探索与确证有助于完善管理者过度自信视角下公司金融研究的理论体系,构成了行为公司金融最新的研究趋势。

**关键词:** 行为公司金融 管理者过度自信 公司投融资 股利政策 公司治理

## 一、引言

1958年由 Modigliani 和 Miller 开创性提出的 MM 理论被认为是现代公司金融研究的起点。随后,在 MM 理论基础上,不断有新的原创性理论出现:如权衡理论 (Krause, 1973; Scott, 1976; Myers, 1984)、信息不对称理论 (Ross, 1977; Myers and Majluf, 1984)、代理成本理论 (Jensen and Meckling, 1976)、公司控制权理论 (Aghion and Bolton, 1992; Hart and Moore, 1986) 及公司治理理论 (Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976; Hart and Moore, 1998)。上述理论基于经济人理性假设,从公司外部环境摩擦或公司外部与内部信息完美性或公司参与人之间的利益冲突及控制等角度构建了公司金融理论的理性框架体系。理性框架下的公司金融理论揭示了公司金融行为规律,对深度理解公司金融行为、市场对公司金融行为的反应以及公司金融行为的规范、引导与监管产生了深远影响。

随着公司金融研究的不断深入,越来越多的与理性框架下公司金融理论不一致的公司金融政策与行为被揭示出来,成为公司金融亟待解释的问题;而现实中公司金融决策过程与行为和经济人理性假设的偏离,促使我们对传统公司金融理论进行反思。基于心理学研究成果对经济人理性假设放松后与现实行为吻合的确证,经济人非理性假设被引入到公司金融领域——发展成为行为公司金融学。公司金融活动主要涉及两类参与人——投资者与管理者,因此,行为公司金融目前的研究分别从投资者非理性与管理者非理性两条线路展开。而相对于投资者非理性视角的研究,管理者非理性视角是行为公司金融的最新研究方向。为此,本文将从管理者非理性角度梳理国外文献关于行为公司金融的研究进展。考虑到过度自信是管理者非理性行为中最为普遍、得到最为系统确证的行为偏差,本研究将把管理者非理性行为仅局限于过度自信行为,全面总结管理层过度自信的行为公司金融研究现状,揭示其研究的前沿趋势。

## 二、管理者过度自信的行为公司金融研究新进展

公司金融活动主要涵盖公司投资、公司融资以及公司股利政策等内容。理性框架下公司金融行为一般

\* 李云鹤,上海交通大学安泰经济与管理学院,邮政编码:200052,电子信箱:liyhhust\_sjt@126.com;李湛,上海交通大学安泰经济与管理学院,邮政编码:200052。

作者感谢匿名审稿专家对本文提出的改进建议,文责自负。

取决于公司基本面,同时受到内外部信息完美性、经济参与人之间的利益冲突等因素的影响。而管理者过度自信假设下的公司金融行为则主要受到管理者对自身能力、所掌握信息等高估的影响,从而造成管理者良好预期下的公司金融行为的扭曲。以下从公司金融活动三方面的主要内容分述管理者过度自信的行为公司金融研究新进展。

### (一)管理者过度自信与公司投资行为

公司投资在完美状况下只取决于净现值为正的投资机会,而在信息不对称及公司自有现金较少时,容易造成公司投资不足,在管理者私利驱使下以及公司拥有较多自由现金流时,公司又容易发生过度投资。管理者过度自信不仅会导致公司投资不足,也将导致过度投资(包括公司资本性支出与公司兼并收购等)。

自从 Roll(1986)首次提出并用管理者自大假说来解释为什么许多并购活动在事后破坏企业价值以来,很多学者开始探索管理者过度自信不同的测度方法并检验管理者过度自信的存在性以及对公司投资行为的影响。在公司并购问题方面,Fuller Netter和 Stegemoller(2002)用一段时期内管理者的多次并购来刻画过度自信,经验验证了管理者过度自信行为的存在性及对并购价值的破坏。Mahendier和 Tate(2005a)基于高管期权的推迟行权与股票交易行为构建了过度自信的测度指标,把高管超额购买公司股票视作过度自信,并用美国数据进行实证检验发现,过度自信的 CEO 比理性的 CEO 更可能实施破坏价值的收购活动。Mahendier和 Tate(2005b)的另一篇研究用媒体对公司 CEO 的乐观描述测度管理者过度自信变量,实证结果与 Mahendier和 Tate(2005)第一篇论文的研究结论完全一致。Doukas和 Petmezas(2007)基于多次并购与内部交易构建测度过度自信的指标,检验了过度自信管理者实施的并购是否会产生超额异常收益,结果表明,过度自信收购者的公司表现出较低的宣告收益以及较差的长期绩效。在公司资本性支出问题方面,Lin, Hu和 Chen(2005)用管理者盈余预测变化来测度管理者过度乐观,并用台湾地区的数据检验表明,管理者过度乐观与公司过度投资之间呈正相关关系。Ben-David等(2007)基于 Duke/CFO 电子邮件调查数据研究发现,CFO 过度自信的公司更倾向于过度投资。

以上文献关于管理者过度自信对公司投资行为影响的研究停留在多种过度自信测量指标的选择与构建上,以及在此基础上对公司投资行为影响的存在性及其通过影响公司投资行为进而影响公司价值的检验。而近期相关研究在前述研究的基础上从管理者过度自信度量方式及公司投资特征角度继续深入推进。Glaser等(2008)在前人的基础上把对公司 CEO 非理性行为的研究推进到管理者团队非理性,研究结果表明,管理者过度自信的假设得到验证;管理者过度自信将会导致公司过度投资;管理者过度自信的公司投资现金流敏感性较高,且对于财务约束的公司结果更显著。Mahendier和 Tate(2008)用过度自信的两种近似替代测度变量(高管推迟期权的行权行为与杂志媒体对他们的乐观描述)对公司高管过度自信是否有助于解释兼并决策的检验发现,如果高管是过度自信的,公司从事收购活动的几率比正常情况下要高 65%;过度自信的高管高估他们创造收益的能力,这样将导致他们以过高的价格收购目标公司,从而有损并购价值;当并购资金来自于内部或者从事的是多元化并购时对公司价值的损害会更大。Li和 Taffler(2008)用 1993-2005 年间 1900 多个公司并购案例以及 3100 多个 CEO 数据对公司并购活动的研究表明,过度自信的 CEO 较理性 CEO 更可能发起公司并购活动,并购公司 CEO 过度自信对公司并购后短期以及长期的股票收益的影响是负面的,且这种影响对于规模大的公司更显著;研究还发现,目标公司(被并购公司)CEO 过度自信对并购公司短期绩效的影响是负的。这为公司并购动机以及公司股票收益提供了行为解释。

管理者过度自信对公司投资行为影响的研究文献表明,在公司投资过程中管理者过度自信是存在的,并且管理者过度自信不仅将导致公司非效率的资本性支出,也将导致公司并购价值的损失。但就现有的文献来看,对管理者过度自信的度量方法还处于多层面、多角度的揭示阶段,至今没有形成统一的测度标准;对公司投资行为的研究也主要停留在是否导致公司非效率投资层面,还有待于从公司特征的多角度、多层面细致分类考察公司非效率投资,以更好地揭示管理者过度自信的公司非效率投资行为及其对公司价值的影响。

### (二)管理者过度自信与公司融资行为

理性框架下公司融资行为一般受到融资成本的影响;在信息不对称条件下,公司融资一般遵循内部融资、债务融资、股权融资的优序融资顺序。而 Heaton(2002)就管理者过度自信对公司融资决策的影响的分析指出,即便市场在证券定价方面实际有效,如果过度自信的管理者认为市场低估了企业权益证券的价值,那么管理者会尽量避免使用外部融资,这与优序融资假说的解释相一致。Baker(2002)的研究也表明,公司在融资选择中管理者更多地通过感觉判断资本市场融资条件变化,而不像主流理论认为的那样只关注债务成本与收益的对比。

随后,管理者过度自信对公司融资行为的影响得到了进一步检验。Ben-David和Graham(2007)用错误校准(Miscalibration)作为过度自信的度量方法,对公司高管过度自信行为是否影响公司融资决策的检验表明,拥有过度自信CFO的公司常常负有较高的债务水平。Mahendier、Tate和Yan(2007)提出管理者信念有助于解释公司内及公司间的不能被税收、破产成本及信息不对称等理论解释的公司融资选择行为,他们用公司CEO股票期权的推迟行权与媒体描述分别作为过度自信的测度指标进行实证检验的结果表明,在可以通过外部市场融资的条件下,公司过度投资源于公司CEO使用股权融资的可能性明显下降;在弥补额外财务赤字时,过度自信的管理者更偏好于使用债权,且债权融资弥补财务赤字的比例高出同行33%。Landier(2009)通过研究理性投资者与过度自信管理者的融资合同发现,在公司经营状况很糟以至于收益权和控制权不易转移的情况下,过度自信的管理者喜欢采用短期债务融资,而理性管理者则倾向于使用风险较小的长期债务融资。

上述文献关注的是管理者过度自信将影响公司融资行为与融资选择,进而影响公司的融资结构。其他研究则关注的是管理者过度自信通过影响公司融资行为进而影响公司价值。如Hackbarth(2008)把管理者过度自信特征纳入资本结构的权衡模型来考察其对公司融资政策与公司价值的影响发现,过度自信的管理者常常选择较高的负债水平及发行较多的新债务,但过度自信管理者选择的高负债水平限制了他们挪用资金的行为,提升了公司价值,从而降低了管理者与股东之间的利益冲突;尽管公司高负债水平可能会延缓公司投资,但适度自信管理者的投资决策可以通过降低债权人与股权人之间的利益冲突来提升公司价值。

管理者过度自信对公司融资行为影响的研究文献表明,公司在融资过程中存在管理者过度自信行为,并且管理者过度自信不仅将通过影响公司融资行为进而影响公司的融资结构,还将通过影响公司融资行为进而影响公司价值。但就现有文献来看,同样需要对管理者过度自信的度量方法作进一步探索,此外,也需要对公司融资进行多角度与多层面的分类考察,以更全面地揭示管理者过度自信对公司融资行为、公司价值的影响。

### (三)管理者过度自信与公司股利政策

自从Miller和Modigliani(1961)提出完美市场条件下股利政策不相关理论以来,公司股利政策领域涌现了大量文献,这些文献通过放松完美市场假设,考虑如代理问题、信息不对称问题以及税收问题等来解释公司股利政策决策。Smith和Watts(1992)、Fama和French(2001, 2002)研究指出,公司成长机会、现金流以及公司规模(信息不对称的一种测度)是影响公司股利政策的三个重要因素。然而,实证结论并没有达成一致,且公司股利政策的变动仍然没有得到解释(Allen and Michaely, 2003)。近年来,Brav、Graham、Harvey和Michaely(2005)研究发现,管理者关于公司股利政策的调查结果仍不足以支持像基于信号与税收的股利政策理论预测的解释。

Mahendier和Tate(2005),Mahendier、Tate和Yan(2007)等关于公司CEO过度自信的研究发现为理解公司股利政策打开了新的思路。过度自信的CEO融资时对内部资金的偏好表明,CEO为了提供公司内部资金的可获得性,可能采取较低的股利支付政策。在这种意义上,Deshmukh和Howe(2008)构建了高管过度自信与公司股利政策关系的模型,并实证检验了模型预测。他们研究发现,高管过度自信的公司里,公司股利的支付水平较低;在较低成长机会、较低现金流及信息不对称较高的公司里,高管的过度自信将会引起公司股利支付的大幅降低;市场对高管过度自信公司股利增长宣告的正的反应较低。Christa和Bouwman(2008)指出,过度自信的管理者高估公司的未来盈余。如果管理者基于他们对公司未来的盈余预测宣告股利支付政策,而投资者不能完全地区分过度乐观的管理者与理性的管理者,那么,在控制股利变化变量之后,过度自信的管理者股利宣告后的股票收益高于理性管理者股利宣告后的股票收益,实证检验结果支持了假设预测;且检验结果还考虑了代理问题、信息不对称以及过度乐观的管理者宣告的较大股利变化所带来的影响。

管理者过度自信对公司股利政策影响的研究文献表明,公司在股利政策选择过程中将受到管理者过度自信行为的影响,管理者过度自信不仅在公司内部资金充裕程度等公司特征不同的情况下对公司股利政策影响不同,而且将通过影响市场投资者对公司的判断进而影响公司的市场价值。但就现有文献来看,从管理者过度自信角度研究股利政策才刚刚开始,无论在研究广度与深度上均存在极大的挖掘空间。

## 三、管理者过度自信的行为公司金融研究框架的拓展趋势

前面关于行为公司金融的研究重点关注的是公司金融活动中管理者过度自信的测度、存在性及其对公

司金融活动的影响。然而由于管理者过度自信对公司金融行为的影响与理性框架部分理论的预测相一致,如何将它们进行区分成为行为公司金融研究亟待突破的瓶颈。此外,关于过度自信行为偏差的理论基础主要是心理学相关研究的延伸,而深入探索管理者过度自信行为的来源及相关的影响因素也是亟待深入考察的课题。对这些问题的探讨有助于完善管理者过度自信视角下公司金融研究的理论体系,构成了行为公司金融最新的研究趋势。

### (一)公司金融活动中管理者过度自信因素与其他因素的区分

如何区分公司金融活动中管理者理性与非理性的解释,已经成为制约行为公司金融深入发展的障碍,且已引起学者的关注,目前相关研究主要区分了管理者自身的过度自信与理性反应、管理者过度自信与市场的反应以及就行为框架与理性框架理论进行综合检验等。

在管理者过度自信与自身理性反应的区分方面,Shinon和Kogan(2009)通过设计多期博弈模型考察了个人过度自信的因果效应与信息累计的有限理性,实验结果发现,过度自信通过加大估计的离散度、降低估计的收敛度来影响信息累计过程。然而,完全理性模型的预测中也会观察到类似的偏离,这可能是由于实验对象对偏误策略产生了反应的结果。Boyer等(2003)把对公司盈余有着乐观预测的管理者或高于基于公认会计准则(GAAP)盈余预测的管理者设定为误导投资者的管理者,检验了假设:(1)管理者有意误导市场投资者,通过在股价高涨时卖出公司股票欺骗投资者(管理者机会主义假设);(2)管理者无意误导投资者,而仅仅是对公司前景表示乐观(管理者乐观主义假设)。结果发现,有意误导投资者而在市场高价时卖出股票的管理者较其他管理者购入更多的公司股票,因此他们实际上表现出道德的行为,该结果支持管理者乐观主义假设而非机会主义假设。

在管理者过度自信与市场反应的区分方面,Brown和Zorn(2006)检验了公司并购中管理者过度乐观与投资者过度乐观的作用。实证结果表明,市场对公司价值的高估会导致股票并购,而对公司价值的低估则会导致现金并购。不管是并购公司还是目标公司,其过度乐观的管理者都会引起较高的并购溢价。当并购公司或目标公司股票被高估时,市场对并购消息呈消极的反应;当过度乐观的管理者购买另一家公司时,市场可能没有反应;而如果过度自信的目标公司管理者被收购,市场可能呈积极的反应。Mahaender和Tate(2008)对公司并购决策是取决于管理者过度自信还是市场非理性反应作了区分。他们指出,过度自信的高管高估他们创造收益的能力,这样会使得他们对目标公司支付过高的价格,从而有损公司价值。而如果他们使用内部融资,这种负面影响更大。实证检验发现,如果高管是过度自信的,在多元化兼并且不需要外部融资的情况下,管理者过度自信对公司收购活动的影响巨大;与非过度自信高管所在公司的兼并宣告相比,市场对过度自信高管所在公司兼并宣告的反应显著为负,实证结果支持了他们的预测。

在行为框架与理性框架理论的综合检验方面,Fairchild(2005)通过对行为金融框架下的管理者过度自信与理性框架下的非对称信息以及道德风险对管理者融资选择的影响研究表明,在非对称信息模型中,过度自信将明显地带来坏的结果,且将诱使公司过度负债;而在道德风险模型中,过度自信的影响是不确定的,它能够提高管理者的努力水平从而表现出正的效应,也可能促使企业过度负债,从而带来较高的预期破产成本。

### (二)管理层过度自信及其影响因素

关于过度自信的存在性,心理学及经济学中的已有研究已经作了大量的验证性工作,但他们并没有明确表明人们、尤其是管理者的过度自信是天生的还是受到环境的影响与塑造。如若是天生的,我们没有必要探讨它的纠正问题,而如若源于后天环境的塑造,则可以通过改变环境构成因素来纠正过度自信及其对公司金融活动带来的不利影响。

Billett和Qian(2007)把自我归因偏差等同于管理者的天生过度自信,通过考察公司CEO并购决策发现:CEO初次并购表现出零宣告效应,那么后续并购将表现出负的宣告效应;初次并购后的并购也可能出现正的绩效,然而,前次并购正的绩效并不能阻止后续并购出现负的财富效应;CEO在后续并购中购入的股票要多于初次并购,他们把这种结果归结为导致过度自信的自我归因偏差,由此说明管理者的过度自信是天生的。而Van den Steen(2004)研究发现,有着某种优势的理性代理人也会倾向于对自己成功的机会过度乐观,试图采取更容易成功行动的代理人更可能高估选择行动的成功可能性。这种机制将会促使代理人把失败归于外部因素,而把成功归于自己选择的行动。并且不切合实际地认为自己比他人做得好,高估自己估计的准确性,高估自己对结果的控制能力。Menkhoff和Hannover(2006)研究表明,管理者经验也与其过度自信有关;无经验的基金经理倾向于高风险的投资组合,从而获得较高的收益。Leonidas(2008)通过两阶段投资决策模型考察了管理者职业考虑下的管理者过度自信。他们发现,有职业考虑的管理者,一般在首期投资

中会高估可以从并购中学习得到的好处。

### (三) 公司治理机制与管理者过度自信

自从委托代理理论指出公司管理者与所有者之间可能存在利益冲突以来,协调管理者与股东利益的激励约束机制就成了公司治理的重要内容。就约束机制而言,主要体现在公司治理机制对管理者权力的制衡与决策过程的监督方面。而对于激励机制来说,管理者薪酬计划则居于公司有形激励机制的核心。公司的激励约束机制能够在一定程度上缓解管理者与股东的利益冲突,保障公司的健康运行。然而,公司激励约束机制本身不仅可能产生代理问题,也可能促使管理者非理性行为持续膨胀。

相关文献研究表明,过去的成功、奖励以及其他形式的反馈能够树立一个人的信心、增强其自豪感,进而提高人们的过度自信水平(Gervais and Odean, 2001)。高管薪酬作为管理者能力被认可的一种形式,比其他方式更能衡量管理者成功及对企业价值的贡献,所以高管薪酬传递着高管价值与成功的信号,因此它可能会提升 CEO 的信心。在高薪行业,CEO 的薪酬与其信心水平有着更强的联系(Bebchuk, 2003)。高管薪酬与其信心之间的关系不仅局限于高管薪酬的绝对水平,也与其相对水平有关。Hayward 和 Hambrick(1997)指出,CEO 薪酬与其他高管薪酬之间的差距反映了 CEO 对公司作用的重视程度,CEO 的相对薪酬越高,CEO 的相对重要性越大,CEO 也越乐观自负。薪酬差距反映的不仅仅是 CEO 的重要性,CEO 还会将薪酬差距看作个人价值、对公司贡献的体现以及成功的标志。管理者的高额薪酬,再加上职位提升的正反馈效应,公司 CEO 在某种程度上会更相信自己及自己的能力,也更能激起其自我价值感。而这可能促使 CEO 倾向于自我膨胀,进而导致 CEO 过度自信及其由此引起的负面影响。

公司 CEO 的权力也可能导致 CEO 过度自信。公司 CEO 职位有着大量的法定权力,此外,虽然公司部分权力会被下放到其他高级管理者,还会被分配到董事会以及股东;但事实上这些团体或个人都可能会听从于 CEO,并且允许 CEO 在运作公司的过程中拥有更广泛的权力。因此,CEO 能够通过他的法定权威撬动更大的权力,CEO 手中控制权的集中与 CEO 相对无约束地行使手中的权力可能会使得其决策时更大胆,这反过来会提升 CEO 的过度自信。Keltner 等(2003)对权力的研究表明,权力意识有着广泛的心理影响。Sivanathan 和 Galinsky(2007)研究指出,管理者的权力意识将会导致过度自信,进而影响公司决策。Brown 和 Sama(2007)把 CEO 过度自信与 CEO 权力作为两个变量分别测度,对它们在公司实施并购决策中作用的研究表明,CEO 过度自信与 CEO 统治在解释公司并购决策时都是重要的。

上述研究说明了公司治理机制本身可能引致管理者过度自信,而理性框架下公司治理机制对非理性行为能否起到一定的约束作用呢?Goe 和 Thakor(2008)指出,安然事件后,美国 Sarbanes-Oxley 公司治理法案实施,使得美国公司治理水平得到显著提高,这虽然能够提高投资者获取信息的准确度,但却会降低公司投资。而 Li 和 Taffler(2008)却发现,有效的公司治理机制能够在一定程度上改善 CEO 过度自信偏差对并购活动的不利影响。

## 四、研究简评与展望

从管理者非理性角度考察公司金融行为有助于我们打开公司金融实际决策行为与过程的“黑箱”,深化与丰富我们对公司金融决策过程的认识与理解。现有文献一方面揭示了管理者过度自信的表现及对公司金融决策行为的影响,弥补了理性框架理论解释的不足;另一方面提醒我们在监督与治理非效率公司金融行为时,纳入管理者非理性行为的考虑将对公司治理体系、监管与引导体系的变革具有重要意义。

而从目前的研究现状来看,首先,从管理者过度自信视角考察公司金融行为仍重在过度自信测度指标的选择、过度自信存在性的验证,这说明,过度自信准确测度指标的探索与构建仍然是研究中的重要瓶颈。其次,已有的大多数研究是关于管理者过度自信对公司投融资及并购活动的考察,而在公司股利政策等方面的研究尚不多。这表明,过度自信在公司金融其他领域有着巨大的拓展空间。再次,由于管理者过度自信对公司金融行为所产生结果的预测与理性框架部分理论的预测存在重叠,已有文献对不同框架的解释的区分才刚刚开始,在这方面需要更多、更深入的研究。第四,管理者过度自信是源自于天生还是环境,目前尚没有给出确凿的答案,很明显,从多层面考察管理者过度自信的影响因素也是未来研究的重要课题。第五,公司治理机制本身可能是管理者过度自信的诱发因素,如何进行进一步探索与确证也是有待研究的课题。

此外,就公司金融现实决策过程的表现来看,管理者过度自信行为及理性框架下相关理论预测都是公司投资决策过程中的主要影响因素。通常,都是在理性框架理论预测的引导下,在过度自信的“催化”下,公司金融行为的扭曲越演越烈。因此,在现有文献的基础上,探究公司金融非效率行为的理性与非理性引致因素

及其演变规律,并在此基础上变革与完善公司治理体系、市场引导与监管体系,既是理论前沿也是现实迫切需要解决的问题,因而是今后研究的重要方向。

### 参考文献:

1. Aghion P., and P. Bolton 1992 "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting" *Review of Economic Studies* 59 (3): 473- 494
2. Baker M., and J Wurgler 2002 "Market Timing and Capital Structure" *Journal of Finance* 57(1): 1- 32
3. Bebchuk Lucian Arye 2003 "The Case for Shareholder Access to the Ballot" *Harvard Law and Economics* 59(1): 43- 66
4. Ben-David Itzhak, John R. Graham, and Campbell R. Harvey 2007. "Managerial Overconfidence and Corporate Policies" NBER Working Paper 13711
5. Berle Adolf A., and Gardiner C Means 1932 *The Modern Corporation and Private Property*. London: Macmillan
6. Bouwman Christa H. S 2008 "Managerial Optimism and the Market's Reaction to Dividend Changes" Case Western Reserve University Working Paper
7. Boyer Cam J, Stephen J Cicone, and Wei Zhang 2003 "Insider Trading and Earnings Reporting: Evidence of Managerial Optimism or Opportunism?" Available at [http://papers.ssrn.com/soB/papers.cfm?abstract\\_id=426500](http://papers.ssrn.com/soB/papers.cfm?abstract_id=426500)
8. Brown, Rayna and Neal Sama 2007. "CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions" *Journal of Economics and Business* 59(5): 358- 379
9. Brown, Todd Alan 2006 "Managerial Optimism and Market Misvaluation: The Effects on Mergers and Acquisitions" ETD Collection for University of Nebraska- Lincoln Paper AAI3225889
10. Choi Stephen J., and D. A. Pritchard 2003 "Behavioral Economics and the SEC." *Stanford Law Review*, 56(1): 1- 73
11. Coffee J C 2004 "What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s" *Cornell Law Review*, 89(2): 269- 309
12. Cooper A. C., C. Y. Woo and W. C. Dunkelberg 1988 "Entrepreneurs' Perceived Chances for Success" *Journal of Business Venturing*, 3(2): 97- 108
13. De la Rosa Leonidas Enrique 2008 "Overconfidence in a Career- Concerns Setting" CESifo Working Paper Series 2405
14. Deshmukh Sanjay Anand M. Goel and Keith M. Howe 2009 "CEO Overconfidence and Dividend Policy: Theory and Evidence" SSRN Working Paper Series, March 18
15. Doukas J A., and D. Petmezas 2007 "Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias" *European Financial Management* 13(3): 531- 577
16. Fan Eugene, and Kenneth R. French 2001. "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics* 60(1): 3- 43
17. Fan Eugene F., and Kenneth R. French 2002 "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt" *Review of Financial Studies* 15(1): 1- 33
18. Fuller Joseph, and Michael C. Jensen 2002 "Just Say No to Wall Street: Courageous CEOs Are Putting a Stop to the Earnings Game and We Will All Be Better Off for It" *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(4): 41- 46
19. Fuller Kathleen, Jeffrey Netter, and Mike Stoneroller 2002 "What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions" *Journal of Finance*, 57(4): 1763- 1793
20. Gervais Simon and Terrance Odean 2001. "Learning to Be Overconfident" *Review of Financial Studies* 14(1): 1- 27.
21. Glaser Markus, Philipp Schläfers and Martin Weber 2008 "Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the Relation" Available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=967649&rec=1&srcab=890300](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967649&rec=1&srcab=890300)
22. Goel Anand M., and Anjan V. Thakor 2008 "Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance" *Journal of Finance*, 63(6): 2737- 2784
23. Hackbart Dirk 2008 "Managerial Traits and Capital Structure Decisions" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43(4): 843- 881
24. Hart O., and J Moore 1998 "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt" *Quarterly Journal of Economics* 113(1): 1- 41
25. Hayward Matthew L. A., and Donald C. Hambrick 1997. "Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris" *Administrative Science Quarterly*, 42(1): 103- 127.
26. Heaton, J B 2002 "Managerial Optimism and Corporate Finance" *Financial Management* 31(2): 33- 46
27. Jensen M., and W. Meckling 1976 "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure" *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305- 360
28. Kelner Dacher, Deborah Gruenfeld and Cameron P. Anderson 2003 "Power, Approach, and Inhibition" *Psychological Review*, 110(2): 265- 284
29. Kahneman, Daniel and Amos Tversky 2000. *Choices, Values, and Frames*. Cambridge UK: Cambridge University Press
30. Kahneman, D., and M. Riepe 1998 "Aspects of Investor Psychology." *The Journal of Portfolio Management* 24(4): 52- 65
31. Kraus A., and R. H. Litzenberger 1973 "A State-preference Model of Optimal Financial Leverage" *Journal of Finance*, 28(4): 911- 922
32. Kruger, Justin and David Dunning 1999. "Unskilled and Unaware of It: How Difficulties in Recognizing One's Own

- Incompetence Lead to Inflated Self- assessments” *Journal of Personality and Social Psychology*, 77(6): 1121– 1134
33. Lander Augustin and David Thesmar 2009. “ Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs ” *The Review of Financial Studies* 22(1): 117– 150
34. Langer E. J 1975. “ The Illusion of Control ” *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2):. 311– 328
35. Lin, Y., S. Hu and M. Chen 2005. “ Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan ” *Pacific-Basin Finance Journal* 13 (5): 523– 546
36. Liu, Yue (Lucy), and Richard Taffler 2008. “ CEO Overconfidence in M&A Decision Making and Its Impact on Firm Performance ” Business School University of Edinburgh, Research Working Papers, CFMR 08\_03
37. Majluf Nicholas S., and Stewart C. Myers 1984 “ Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Those Investors Do Not Have ” *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187– 221.
38. Mahendier Ulrike and Geoffrey Tate 2005a “ CEO Overconfidence and Corporate Investment ” *Journal of Finance*, 60(6): 2661– 2700
39. Mahendier Ulrike and Geoffrey Tate 2005b “ Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited ” *European Financial Management* 11(5): 649– 659
40. Mahendier U., and G. Tate 2008. “ Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction ” *Journal of Financial Economics*, 89(1): 20– 43
41. Mahendier Ulrike, Georey Tate, and Jun Yan 2007 “ Corporate Financial Policies with Overconfident Managers ” NBER Working Paper 13570
42. Menkhoff Lukas, Ulrich Schmidt, and Torsten Brozyski 2006 “ The Impact of Experience on Risk Taking, Overconfidence, and Herding of Fund Managers: Complementary Survey Evidence ” *European Economic Review*, 50(7): 1753– 1766
43. Miller Merton H., and Franco Modigliani 1961 “ Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares ” *Journal of Business* 34(4): 411– 433
44. Paredes Troy A. 2004. “ Too Much Pay, Too Much Deference: Is CEO Overconfidence the Product of Corporate Governance? ” Washington U. School of Law Working Paper 04– 08– 02
45. Roll R. 1986 “ The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers ” *Journal of Business*, 59(2): 197– 216
46. Scott J 1976 “ A Theory of Optimal Capital Structure ” *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 7(1): 33– 54
47. Sivanathan, Niraj and Adam D Galinsky 2007 “ Power and Overconfidence ” IACM 2007 Meetings Paper Available at [http://papers.ssrn.com/so3/papers.cfm?abstract\\_id=110072#](http://papers.ssrn.com/so3/papers.cfm?abstract_id=110072#).
48. Smith, Clifford Jr., and Ross Leslie Watts 1992 “ The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies ” *Journal of Financial Economics*, 32(3): 263– 292
49. Stephen, A. Ross 1977. “ The Determination of Financial Structure: The Incentive– Signaling Approach ” *Bell Journal of Economics*, 8(1): 23– 40
50. Van den Steen, Eric 2004 “ Rational Overoptimism (and Other Biases). ” *American Economic Review*, 94(4): 1141– 1151
51. Weinstein, N. D. 1980 “ Unrealistic Optimism about Future Life Events ” *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5): 806– 820
52. Weinstein, N. D., and W. M. Klein. 2002. *Resistance of Personal Risk Perceptions to Debiasing Interventions*. Cambridge: Cambridge University Press

## Research Frontiers of Behavioral Corporate Finance A Survey from Managerial Overconfidence Perspective

Li Yunhe and Li Zhan

(Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University)

**Abstract** The paper summarizes the research progress and its new trends of behavioral corporate finance from perspective of managerial overconfidence. The current researches are mainly focused on the verification of the existence of managerial overconfidence and attempt to measure managerial overconfidence, and investigate the influence of managerial overconfidence on the decision-making of corporate financial activities, but they require further exploration in the depth and breadth of the study. As the effects of managerial overconfidence on corporate financial behavior are consistent with the prediction of some rational corporate finance theory, the distinction between them requires making further exploration. Was managerial overconfidence born or derived from the environment? Corporate governance mechanism itself may be a predisposing factor of managerial overconfidence. Making further exploration on these issues may help improve the theoretical system of behavioral corporate finance, these are becoming the latest research trends of behavioral corporate finance.

**Key Words** Behavioral Corporate Finance; Managerial Overconfidence; Corporate Financing and Investing; Dividend Policy; Corporate Governance

**JEL Classification** G30, G32

(责任编辑: 陈永清)