

上市公司管理者过度自信对融资次序的影响研究^{*}

孔亚楠^{**} 杨叶笛

(河海大学商学院, 南京 211100)

摘要:以我国上市公司为研究对象,讨论过度自信的心理偏差是否会对上市公司的融资次序产生作用,以及对不同性质的上市公司融资次序选择的影响程度。首先选用并购频数法作为衡量标准,得出管理者过度自信的衡量指标,将样本区分为管理者过度自信和适度自信样本组;然后,区分六种具体的融资方式,建立多元选择排序 Ordered-Probit 模型,从行为金融学的角度进行分析。研究发现:首先,过度自信的管理者会优先选择增发股票进行融资,而适度自信的管理者会优先选择短期借款融资;其次,非国有控股上市公司的过度自信管理者会更加倾向于增发股票进行筹资;最后,我国上市公司的融资次序不遵循优序融资理论,不论管理者是否过度自信,都会倾向于优先选择外部融资。

关键词:管理者过度自信;上市公司;融资次序;行为金融学;优序理论;Ordered-Probit 模型

中图分类号:F276.6 文献标识码:A doi:10.16507/j.issn.1006-6055.2016.01.034

Study of Influences of Managers' Overconfidence in Public Companies on Financing Order^{*}

KONG Yanan^{**} YANG Yedi

(Business School of Hohai University, Nanjing 211100)

Abstract: Chinese public companies are used as the research object. The aim is to revolve how overconfidence psychological bias will affect the financing order of public companies, as well as to how the behavior of managers' overconfidence will affect financing order of the public companies with different nature. Firstly, merge and acquisition frequency method is used to compute the standard of managers' overconfidence, as well as the sample is divided into overconfidence managers and moderately confident manager. From the perspective of behavioral finance, six specific financing way to raise money are distinguished by setting up multiple selection model (Ordered-Probit model). It is concluded that issuing stock are preferred if the managers' of the public companies are overconfidence while Short-term debt financing is chosen by moderately confident manager. Additionally, issuing additional shares to raise money is their first choice if the managers are overconfidence in Non-state-owned holding public companies. What's more, Pecking Order Theory is not followed by stare-owned holding companies, regardless of whether managers are overconfidence, external financing is tend to be selected.

Key words: managers' overconfidence; public companies; pecking order of financing; behavioral finance; pecking order theory; ordered-probit model

1 引言

随着金融市场的不断完善和企业融资方式的多样化,越来越多的企业开始使用多种融资方式组合的多元化融资战略,自由选择和组合企业内部留存收益融资、借款融资、发行债券融资、股票融资等多种融资方式。现代企业融资理论始于 MM 定理的提出,在此之后,又有学者提出同样基于理性“经济人”和有效市场假设(Efficient Markets Hypothesis, EMH)的优序融资理论和权衡理论^[1]。然而,经过

深入的观察、研究、分析,学者们却发现实际上,上述理论并不能完全地对企业的融资活动做出阐释。行为公司金融学作为金融学的新兴理论分支,其研究成果大多是针对西方金融市场中存在的金融异象^[2]。

在本文研究中,引入管理者过度自信,从非理性的角度考察我国上市公司融资次序的选择问题,对于将行为公司金融学本土化,具有重要意义。过度自信是指人们一直深信自己在某一领域的知识正确、全面且前沿,而自己则是能力出众,即使面对不确定的信息,也总能判断准确,然而常常事与愿违^[3]。基于行为金融学的视角,分析不同性质的上市公司中融资次序受到管理者过度自信的影响,帮助企业选择正确、合适的融资次序,促进企业的可持

2015-05-11 收稿,2015-06-19 接受,2016-02-25 网络发表

^{*} 教育部人文社科规划基金(10YJA790080)资助

^{**} 通讯作者, E-mail: 315478527@qq.com; Tel: 15751872510

续生产、经营、发展,成为了本文的研究主题。

2 文献回顾

国外很多研究者发现,管理者的过度自信倾向可以对融资次序做出解释。Roll^[4]是最先注意到管理者过度自信因素的研究者。他提出,过度自信的管理者在进行并购决策时,对可能获取的收益的错误估计导致了高频并购,并且创立了“自以为是”假说。从此之后,越来越多的学者开始注意到管理者非理性因素,并从过度自信视角,对公司的融资次序做出分析和解释。许多学者的研究都得出了管理者过度自信与企业的融资次序息息相关的结论,例如,Fama 和 French^[5]。有些学者认为,过度自信的管理者做出的融资次序决策遵循优序融资理论,例如,Heaton^[6]认为,管理者过度自信可以对融资优序理论做出解释,过度自信的管理者认为市场低估了公司价值,并且相比债务融资,股票的价格波动大且融资的成本高,从而会优先选择债务融资。

我国国内也有越来越多的学者从管理者过度自信的角度来研究融资次序的问题。张人骥^[7]选择了上交所成立之初的上市公司的数据作为样本,最早研究发现了我国上市公司存在着强烈的股权融资偏好。随后,更多的学者从市场环境因素、融资成本等多个方面进行了广泛研究。蒋殿春^[8]度量了选择股权方式进行资金筹集的成本,得出了因为其筹资成本相对较低,所以我国上市公司更愿意运用股权进行筹资的结论。纪端^[9]研究了我国沪深 A 股市场上创业板上市公司数据,研究表明其融资方式的选择次序依次是:股权融资、短期借债融资和内源融资,因而,我国创业板上市公司的融资行为并不遵循优序融资理论。

3 上市公司融资次序的管理者过度自信因素的测量

本章将借鉴曲春青^[10]的成果使用累积异常超额收益率(Cumulative Abnormal Return, CAR)来度量并购的财富效应,从而确认代表过度自信指标的并购频数,即,如果企业发起并购所产生的财富效应小于零,则确认该企业的管理者过度自信。许多学者在行为金融学的研究中发现,过度自信造成的高频并购往往会造成企业价值的损害,所以本文以首次公告日附近的异常收益率 AR(Abnormal Return)为基础,采用事件研究法^[11],对并购首次公告日附

近 5 日(-2, +2)的 CAR 进行计算,从而对样本公司所有并购事件的短期效绩进行进一步考察。所有数据均来自 RESSET 数据库。

本文采用修正的市场模型来估计异常超额收益率 AR,如式(1)所示。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$
(1)

其中, R_{it} 是公司*i*的收益率; R_{mt} 为市场指数收益率。则累积异常超额收益率 CAR 的计算如式(2)所示。

$$CAR_i = \sum_{t=-2}^2 AR_{it}$$
(2)

表 1 显示了不同并购阶数下 CAR 的均值,用于度量并购的财富效应。由表 2 可见,所有的上市公司,不论性质,在第 1 次和第 2 次并购中,CAR 均值均为正数,也就是说几乎不存在异常收益,并购的财富效应为正,发起并购能够提升企业的价值;而第 3 次并购及以上的并购的 CAR 均值为负数,即存在异常收益,并购的财富效应为负,发起并购会损害企业的价值。因此,本文认为应将三年内发起 3 次及以上并购事件作为过度自信的度量标准。

根据三年内发起 3 次及以上并购事件的公司作为过度自信样本公司,其管理者为过度自信的管理者,反之为适度自信样本公司,其管理者为适度自信的管理者这个标准,将样本总量进行划分,得到过度自信样本公司总共 175 个、国有控股 83 个、非国有控股 92 个;适度自信样本公司总共 806 个,国有控股 94 个、非国有控股 712 个,如表 2 所示。

表 1 累计异常超额收益率(CAR)均值¹⁾

	第 1 次 并购	第 2 次 并购	第 3 次 并购	第 4 次及 以上并购
国有控股	0.4700%	0.0717%	-0.0440%	-0.2130%
非国有控股	0.5090%	0.2950%	-0.1640%	-0.0390%
所有并购	0.4860%	0.225%	-0.1250%	-0.1030%

1)使用了均值 T 检验,全部 95% 置信水平下显著。

表 2 过度自信与适度自信样本公司数统计

	过度自信	适度自信	总数
国有控股	83	94	177
非国有控股	92	712	804
总数	175	806	981

4 上市公司管理者过度自信对融资次序影响的实证分析

4.1 数据来源与样本选择

在将数据按照实际控制人区分为国有和非国有控股上市公司后,按照管理者是否过度自信进行分组。针对数据样本,三年发起 3 次及以上并购事件的公司为过度自信公司,其管理者为过度自信管理

者,在去除缺失数据后,得到国有控股过度自信样本公司 83 家,占国有控股样本总量的 46.8%;非国有控股过度自信样本公司 90 家,占非国有控股样本总量的 11.4%。发生 3 次以下并购事件的公司划分为适度自信样本公司,其中国有控股 89 家,非国有控股 702 家。本章所有数据均来源于 CSMAR 数据库及 RESSET 数据库。

本章将上市公司的融资方式分为 6 种:①内部融资(代码为 1);②短期借款(代码为 2);③长期借款(代码为 3);④发行债券(代码为 4);⑤配股筹资(代码为 5);⑥增发股票(代码为 6)。

上市公司融资行为判断的时间区间为 2012 年 1 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日,采用半年度数据进行研究,并在判断融资方式时遵循以下标准:

1)如果在年度内,样本公司只在发行债券、配售股票和增发股票这三种融资方式任选其一,则忽视别的因素,直接按照定义归类。

2)若在年度内,样本公司使用了发行债券、配售股票、增发股票这三种融资方式中的两种或三种,则按照以下标准进行分类:首先,如果样本公司通过配售股票进行筹资,则优先定义融资方式为配售股票,定义为 5;其次,如果样本公司通过发行债券进行筹资,则优先定义融资方式为发行债券筹资,定义为 4;其余视为增发股票,定义为 6。

3)如果样本公司在年度内没有实行发行债券、配售股票、增发股票这三种融资方式中的任意一种,则首先采用屈耀辉和傅元略^[12]的方法计算公司的现金需求,然后根据现金需求判断长期借款和短期借款,区分公司的融资方式为内部融资、短期借款筹资和长期借款筹资中的一种。其中现金需求的如式(3)所示:

现金需求 = 固定资产净增加额 + 营运资本净增加额 + 现金股利支付 - 息税后经营性现金流

(3)

①如果样本公司现金需求大于零,也不从外部融入资金,则将其归为内部融资;如果对外借款金额小于现金需求,则认为该借款是在内部融资未能完全满足公司现金需求时才提出的,并将其归为内部融资;如果对外借款额大于现金需求,则比较长期借款与短期借款的大小,按较大者进行归类。

②如果样本公司现金需求小于或等于 0,且存在对外借款,则判断短期借款与长期借款孰大,按较大者定义其融资偏好;如果公司现金需求小于等于零,且不存在对外借款,则不确认公司的融资方式,在本文样本中不存在该情况。

表 3 是根据上述标准,统计出的国有和非国有控股过度样本公司融资方式选择的频率表。从表中可以看出,国有控股适度自信样本公司会优先考虑短期借款来筹集资金,频率为 33.93%,其次是增发股票,频率为 32.13%,而过度自信样本公司优先选择了增发股票作为筹资方式,频率为 36.63%,其次是短期借款。另外,国有控股上市公司不论过度自信样本还是非过度自信样本公司都将发行债券作为优于内源融资的筹资选择。由此可以看出,不论管理者是否过度自信,我国国有控股上市公司均优先选择外部融资方式,因而其融资次序不满足优序融资理论。非国有控股上市公司也具有类似的结论,过度自信样本公司偏好增发股票作为满足资金需求的首选,而适度自信样本公司倾向于优先选择短期借款。从表中还可以看出,不论国有还是非国有控股上市公司,使用配售股票进行融资的比重非常少,其频率均小于 1%。

综上所述(表 3),我国上市公司的融资次序不满足优序融资理论,并且,管理者过度自信会对公司的融资次序产生影响,接下来进行实证研究。

4.2 模型检验与变量定义

本节以我国沪、深 A 股市场上国有控股以及非国有控股上市公司作为研究样本,运用多元选择排序 Ordered-Probit 模型^[13],实证预测过度与适度自

表 3 样本公司融资方式选择频率表

融资方式(Y)	国有控股上市公司				非国有控股上市公司			
	过度自信样本组		适度自信样本组		过度自信样本组		适度自信样本组	
	数目	频率	数目	频率	数目	频率	数目	频率
1、内源融资	47	11.33%	53	11.91%	50	11.11%	795	22.65%
2、短期借款	118	28.43%	151	33.93%	163	36.22%	1212	34.53%
3、长期借款	38	9.16%	32	7.19%	24	5.33%	204	5.81%
4、发行债券	56	13.49%	65	14.61%	33	7.33%	119	3.39%
5、配股融资	4	0.96%	1	0.22%	1	0.22%	7	0.20%
6、增发股票	152	36.63%	143	32.13%	179	39.78%	1173	33.42%
合计	415	100.00%	445	100.00%	450	100%	3510	100.00%

信公司的融资次序,分析管理者过度自信如何影响融资次序的选择。

显而易见,一些内部因素会影响到融资方式的选择。本文假设融资方式的选择与影响因素之间存在着以下线性关系,如式(4)所示。

$$Y_{ij}^* = \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik} + e_i \tag{4}$$

其中, Y_{ij}^* 是指第 i 家公司选择第 j 种融资方式的情形($j=1,2,3,4,5,6$); β_k 表示第 k 个影响因素的系数; X_{ik} 表示影响第 i 家公司的第 k 个因素; e_i 表示随机误差项,式(5)表示随机误差项服从标准正态分布。

$$E(e_i | X_{ik}) = 0 \tag{5}$$

上市公司在进行融资时,必定会考虑融资方式的优先顺序。本文选用多元排序选择 Ordered - Probit 模型,对这种存在优劣偏好的顺序做出预测和实证分析,来研究这种次序。模型如下:

$$Y_{ij} = \begin{cases} 1, Y_{ij}^* \leq cut_1 \\ 2, cut_1 < Y_{ij}^* \leq cut_2 \\ 3, cut_2 < Y_{ij}^* \leq cut_3 \\ 4, cut_3 < Y_{ij}^* \leq cut_4 \\ 5, cut_4 < Y_{ij}^* \leq cut_5 \\ 6, Y_{ij}^* > cut_6 \end{cases} \tag{6}$$

式中, cut_n 代表第 n 个分类的阈值,其中, $n=1,2,3,4,5,6$,六种融资方式的选择。1 表示:内部融资;2 表示:短期借款;3 表示:长期借款;4 表示:发行债券;5 表示:配股筹资;6 表示:增发股票。

因此,选择每种融资方式的概率分别如式(7 ~ 12)所示。

$$P(1) = P(Y_{ij} \leq cut_1) = \Phi(cut_1 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) \tag{7}$$

$$P(2) = P(cut_1 \leq Y_{ij} \leq cut_2) = \Phi(cut_2 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) - \Phi(cut_1 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) \tag{8}$$

$$P(3) = P(cut_2 \leq Y_{ij} \leq cut_3) = \Phi(cut_3 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) - \Phi(cut_2 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) \tag{9}$$

$$P(4) = P(cut_3 \leq Y_{ij} \leq cut_4) = \Phi(cut_4 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) - \Phi(cut_3 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) \tag{10}$$

$$P(5) = P(cut_4 \leq Y_{ij} \leq cut_5) = \Phi(cut_5 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) - \Phi(cut_4 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) \tag{11}$$

$$P(6) = P(Y_{ij} > cut_6) = 1 - \Phi(cut_5 - \sum_{k=1}^k \beta_k X_{ik}) \tag{12}$$

其中, $P(1) + P(2) + P(3) + P(4) + P(5) + P(6) = 1$, Φ 表示标准正态分布函数。

本文将融资方式作为被解释变量,并在分析、总结前人研究的基础上,区分管理者过度自信的样本公司和适度自信的样本公司^[14]。本文选取了能够影响融资次序的 6 个内部因素指标作为解释变量。本文对变量进行定义及衡量,如表 4。

4.3 实证检验结果分析

根据 Ordered-Probit 模型的结果,如果某一影响因素的回归系数大于零,则意味着该影响因素的值越大,上市公司使用排位靠后的融资方式进行融资的几率越大;若小于零,则意味着该影响因素的值越大,上市公司使用排在前面的融资方式筹集资金的几率越大。

将数据按照实际控制权区分为国有和非国有控股上市公司后,依据管理者是否过度自信进行分组,用 Ordered-probit 模型进行估计可得表 5 和表 6。

表 4 变量的衡量方法汇总

变量	具体变量	表达方式	衡量方法
融资方式	融资方式	Y_{ij}	1:内部融资;2:短期借款;3:长期借款;4:发行债券;5:配股融资;6:发行股票
成长性	托宾 Q	Growth	托宾 Q 值
公司规模	资产总额的对数	Size	公司规模 = Log(资产总额)
盈利能力	每股收益	EPS	每股收益
公司前景	市盈率	PE	公司前景 = 市盈率 = 普通股每股市场价格/每股盈利
资产结构偏离程度	资产结构偏离	AWAY	资本结构偏离程度 = 当期资本结构 - 最优资本结构
公司治理状况	独立股东占比	Governance	独立股东占比 = 独立股东/股东总数

表 5 模型估计结果表——国有控股上市公司¹⁾

样本组		过度自信 样本组	适度自信 样本组
影响因素 回归系数	成长性	0.0474	0.1656
	规模	0.5668	0.3662
	盈利水平	-0.0298	-0.1228
	公司前景	0.4440	-0.5015
	资产结构偏离程度	0.0107	0.0114
	公司治理	-2.4453	0.4470
分类阈值	cut ₁	3.533	2.7591
	cut ₂	4.5235	3.9233
	cut ₃	4.7679	4.1204
	cut ₄	5.1064	4.5198
	cut ₅	5.1304	4.5261
Prob(LR statistic)		0.0002 *	0.0000 *
Pseudo R-squared		0.0602	0.0507
Observations		415	445

1) 使用了均值 T 检验, * 为 99% 置信水平下显著。

表 6 模型估计结果表——非国有控股上市公司¹⁾

样本组		过度自信 样本组	适度自信 样本组
影响因素 回归系数	成长性	0.0211	-0.0093
	规模	0.6117	0.4425
	盈利水平	0.1949	-0.0108
	公司前景	0.0013	0.0577
	资产结构偏离程度	10.2055	12.3235
	公司治理	-1.6662	-0.2823
分类阈值	cut ₁	1.1539	1.3829
	cut ₂	2.4849	1.6040
	cut ₃	2.6307	1.7371
	cut ₄	2.8326	1.8299
	cut ₅	2.8388	1.8333
Prob(LR statistic)		0.0000 *	0.0000 *
Pseudo R-squared		0.0538	0.0533
Observations		450	3510

1) 使用了均值 T 检验, * 为 99% 置信水平下显著。

由表 5 和表 6 中的 Prob(LR statistic) 均低于为 0.0005 可知,四个模型均十分显著,用 Ordered-Probit 模型的检验结果对四组样本的融资次序进行预测是可行的。

根据建立的 Ordered-Probit 模型,分别将国有控股上市公司中的管理者过度自信样本组、管理者适度自信样本组,以及非国有控股上市公司中的管理者过度自信样本组、管理者适度自信样本组的样本公司带入各自的回归模型中进行预测,可以得到样本落入各种融资方式的概率,进行加总后再取平均值,可计算出上市公司选择这六种融资方式的各自的平均概率。根据预测,对概率进行排序,排在前面的是概率较大的融资方式,排在后面的是概率相对小的融资方式,由此得到融资方式的选择次序。计算出的结果如表 7 和表 8 所示。

表 7 融资次序表——国有控股上市公司

融资方式	过度自信样本组		适度自信样本组	
	顺序	概率	顺序	概率
内部融资	4	10.78%	4	11.64%
短期借款	2	28.08%	1	34.81%
长期借款	5	9.27%	5	7.43%
发行债券	3	12.89%	3	14.36%
配股筹资	6	0.88%	6	0.21%
增发股票	1	38.10%	2	31.55%

表 8 融资次序表——非国有控股上市公司

融资方式	过度自信样本组		适度自信样本组	
	顺序	概率	顺序	概率
内部融资	3	11.06%	3	17.79%
短期借款	2	34.89%	1	40.16%
长期借款	5	5.43%	4	5.09%
发行债券	4	7.29%	5	3.50%
配股筹资	6	0.22%	6	0.13%
增发股票	1	41.12%	2	33.33%

由表 7 可知,在国有控股上市公司的样本中,管理者过度自信组的融资次序为:增发股票、短期借款、发行债券、内部融资、长期借款、配股筹资;管理者适度自信组的融资次序为:短期借款、增发股票、发行债券、内部融资、长期借款、配股筹资。从得到的数据结果可知,不论管理者过度自信组还是适度自信组,在后四种融资方式的选择次序上并无差别,但管理者过度自信对国有控股上市公司的融资方式首选造成了影响,适度自信组将短期借款作为最优先选择,而过度自信组将增发股票作为第一选择。

由表 8 可知,在非国有控股上市公司的样本中,管理者过度自信组的融资次序为:增发股票、短期借款、内部融资、发行债券、长期借款、配股筹资;管理者适度自信组的融资次序为:短期借款、增发股票、内部融资、长期借款、发行债券、配股筹资。从得到的数据结果可知,不论管理者过度自信组还是适度自信组,在最后一種融资方式的选择次序上并无差别,管理者过度自信对发行债券融资和长期借款融资的选择次序影响轻微。适度自信组将长期借款作为优于发行债券的选择,而过度自信组将发行债券作为优于长期借款的选择。

综合分析表 7、8,可以得出以下结论:

- 1) 管理者过度自信会影响不同性质上市公司具体融资次序的安排。
- 2) 过度自信的上市公司管理者会优先选择增发股票融资,其次才是短期借款融资;而适度自信的管理者则刚好相反。配股筹资的比例最低且选择的概率也最低,即使上市公司的性质有所不同,但均存在此种现象。

3)我国上市公司融资次序不遵循优序融资理论,从内部融资和外部融资方式来看,不论国有控股还是非国有控股上市公司,也不论是否存在管理者过度自信,我国上市公司会优先选择外部融资方式。

4)不论管理者是否过度自信,在发行股票融资、短期借款融资之后,国有控股上市公司选择发行债券融入资金的概率高于非国有控股上市公司。

基于对本章实证研究结果的分析,提出以下政策建议:要加强对管理者的教育,完善内部激励机制,并建立有效的内部制约、监督机制,需要完善资本市场发展,拓宽多元化融资渠道,还需要加强监管和信息披露,完善信用制度。

5 结束语

本文以我国上市公司为研究对象,建立多元选择排序 Ordered-Probit 模型,从行为金融学的角度,围绕过度自信的心理偏差是否会对上市公司的融资次序产生作用,以及对不同性质的上市公司融资次序选择的影响程度的问题展开讨论,得出以下主要结论:首先,过度自信的管理者会优先选择增发股票进行融资,而适度自信的管理者会优先选择短期借款融资;其次,国有和非国有控股的上市公司在进行具体的融资次序选择时,均会受到管理者过度自信的影响,并且非国有控股上市公司的过度自信管理者会更加倾向于增发股票进行筹资;最后,我国上市公司的融资次序不遵循优序融资理论,不论管理者是否过度自信,都会倾向于优先选择外部融资。

参考文献

[1]姜付秀,张敏,陆正飞,等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究,2009,(1):131-143.

[2]马润平,李悦,杨英,等. 公司管理者过度自信、过度投资行为与治理机制—来自中国上市公司的证据[J]. 证券市场导报,2012,(6):38-43.

[3]杨岷,干胜道. 优序融资理论推论一在我国上市公司的验证[J]. 财会月刊,2011,(30):7-10.

[4]ROLL R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J]. Journal of Business,1986,(59):197-216.

[5]FAMA E F, FRENCH K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? [J]. Journal of Financial Economics. 2001,(60):3-43.

[6]HEATON J B. Managerial Optimism and Corporate Finance [J]. Financial Management. 2002,31(2):33-45.

[7]张人骥,况成友. 上市公司资本结构实证分析[J]. 外国经济与管理,1995,(8):15-19.

[8]蒋殿春. 中国上市公司资本结构和融资倾向[J]. 世界经济,2003,(7):43-53,80.

[9]纪端. 中国创业板上市公司融资行为异化形成机理及治理研究[D]. 济南:山东财经大学,2014.

[10]曲春青. 管理者过度自信对公司金融决策影响的实证研究[D]. 大连:东北财经大学,2010.

[11]颜熔荣. 中国上市公司股权融资偏好:成因、效应与对策[J]. 会计之友,2014,(16):47-50.

[12]屈耀辉,傅元略. 优序融资理论的中国上市公司数据验证[J]. 财经研究,2007,33(2):108-118.

[13]陆正飞,叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析—偏好股权融资就是缘于融资成本低吗? [J]. 经济研究. 2004,(4):50-59.

[14]程建伟. 上市公司债务期限短期化问题研究[J]. 经济理论与经济管理,2007,(5):65-68.